

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/07/16

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. ミッドイヤーラウンドテーブル - 40 Picks for the Rest of the Year, According to Barron's Roundtable Pros [ラウンドテーブル] P.1
投資のプロが選ぶ40銘柄
2. リセッション入りを判断する六つの指標 - Is a Recession Coming? Better Check Men's Underwear Sales [フィーチャー] P.26
男性用下着、シャンパン、外食、図書館、美容、フライドポテト
3. 論説：米国人は消費を続ける。何があれば止まるのか - Op-Ed: Americans Just Keep Spending. What Will Get Them to Stop. [経済政策] P.32
年明けにかけて浅いリセッションが予想されるが、消費の足踏みは一時的
4. ミーム株の反騰か、冷静に判断する - Meme Stocks Are Rallying. This Time They're Not Funny. [投資戦略] P.34
ミーム株ETFで検証する
5. インフレとの戦いで楽勝部分は既に終了 - The Easy Part of the Inflation Fight Is Over. Market Might Be in Trouble. [米国株式市場] P.36
さらなるインフレ率の低下は険しい道のりになり、市場にも試練となりそう
6. インフレ率がこんなに急速に下がることはない — 株式市場には朗報 - Inflation Rarely Falls This Fast. That's Good News for Stocks. [コラム] P.38
過去を紐解くと
7. ネットフリックスの株価上昇はさらに続く - Hollywood Is on Strike Netflix Still Wins. [ハイテク] P.40
広告付きプランとパスワード共有対策によって業績上振れへ
8. 学生ローン問題は経済問題ではなく政治問題 - Student Loans: Why the Pain Will Be Mostly Political [経済政策] P.42
学生ローンの返済猶予終了は低所得者層を直撃
9. AIバブルは大きくない - AI's Bubble Isn't Big Enough. There's More Upside Ahead. [コラム] P.44
巨大ハイテク企業の株価がまだ上がる理由
10. 今週の予定 - Music Is Hot, Global, and Investible. Now There's an ETF. [経済関連スケジュール] P.46
音楽産業は活況、グローバル、投資も可能。ETFが登場

※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。

Copyright © 2023 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. ミッドイヤーラウンドテーブル

[ラウンドテーブル]

40 Picks for the Rest of the Year, According to Barron's Roundtable Pros
 投資のプロが選ぶ40銘柄

AI銘柄の繁栄の中で、他にも投資対象が



Photographs by Mackenzie Stroh; Bhansali by Rick Wenner

ウォール街はついに特効薬を見つけた。銘柄名と同じ文章の中で「人工知能（AI）」とささやいてみれば株価は上昇するのだ。米半導体大手のエヌビディア<NVDA>はAIと密接に関連していることで株価が年初来で200%超上昇し、時価総額1兆ドル・クラブの仲間入りを果たした。バイオテクノロジー企業のリカージョン・ファーマシューティカルズ<RXXR>は、AIを利用した創薬のためにエヌビディアから5000万ドルの出資を受け、株価は90%も急上昇した。

AIに関連した超大型の7銘柄は、S&P500指数の年初来で19%の上昇分のほとんどに寄与している。しかし、市場の他の部分や、最高のマネーマネジャーが将来の勝者を見いだすことに貢献する人知（HI）はどうなっているのだろうか。それは本誌のラウンドテーブルが常に注目してきたことだ。

10人のパネリストは、一過性の問題はあるが、機転の利く経営陣と成長の可能性を持つような、見過ごされている銘柄の追求を愛してやまない。今回のラウンドテーブルでは、債券ファンドを含む40の投資対象が提示された。なお、年初のラウンドテーブル同様に景気に対する意見は割れた。

AIが投資の世界を近い将来に支配する可能性がある。しかし、投資のプロの判断と寛大さに基づくと、まだ人知をショートするタイミングではない。

アビー・コーエン氏 (コロンビア大学教授)



Abby Joseph Cohen/ Photograph by Mackenzie Stroh

本誌：1月のラウンドテーブルでは、コンセンサスに反してリセッション（景気後退）にならないと予想する派だった。現在の経済見通しは。

コーエン氏：景気見通しはそれほど変わっていない。インフレ率は緩やかに低下し、欧米では経済成長率が減速するがリセッションには陥らないとみている。米連邦準備制度理事会（FRB）は利上げを再開するかもしれないが、利上げサイクルの終わりに近づいている。財政赤字は減少し、雇用は増加し、賃金は上昇している。

状況が若干減速していることは理解している。そこに懸念の壁があるがそれは機会も創造している。心配しているのは、プロのエコノミストと投資家だ。消費者は懸念していると言うが、本当におびえているのであれば旅行や外食にこれほど消費しないだろう。これまでのところ、リセッションに関するコンセンサス予想は当たっていない。いずれリセッションにはなるだろうが、私は年内を予想しておらず、2024年の公算も小さいと考えている。

企業景況感は注視すべき分野だ。企業は従業員を雇っているが、成長機会が視野になければ雇わないだろう。米国、欧州および日本では設備投資も増えている。多くの企業はインフレ抑制法、CHIPS法、インフラ法などの成立に後押しされて投資していると言っている。債務上限に関する議論は2年間棚上げされた。

Q：それらの刺激策に鑑み、FRBはどのようにインフレ率を2%へ低下させるのか。

A：2%が妥当な目標かどうか、私には確信がない。インフレ率が低下傾向にある限りにおいて、FRBには一息つく余地がある。コアインフレ率は、住宅や自動車市場を中心にコロナ禍とその後の出来事によってゆがめられている。

Q：今懸念していることは。

A：FRBは金利を引き上げ過ぎていないだろうか。また、労働力不足も懸念している。米国への移民流入は依然として減少している。移民は、パンデミック（世界的大流行）前の労働力増加の60%を占めていた。

貿易摩擦と、中国による重要な素材の輸出制限も懸念している。現在の輸出規制はガリウムとゲルマニウムだが、リチウムや黒鉛も制限されたらどうなるだろうか。インフレ抑制法は、米国の供給増を目指しているが、米国の製錬能力を高めるには数年を要するだろう。欧州もそれらの素材の自己充足率向上を目指している。

その他、学生ローンの返済猶予に対する最高裁判所の判断が、消費と家計のバランスシートに水を差すのではないかと懸念している。

Q：株式市場が、年末まで好調を維持すると予想するか。

A：S&P500指数は上半期に大幅に上昇した。株価指数の表面的な水準だけではなく、水面下の動向にも注意する必要がある。過小評価されているセクターが幾つかある。それらが、今後6カ月で大幅にプラスのリターンを上げるか否かは分からないが、投資家は、堅実なファンダメンタルズを備えつつも過小評価されている企業に注目すべきだ。

Q：具体例を幾つか。

A：金融サービスセクターは割安に見え、上場投資信託（ETF）でロンドン上場のiシェアーズS&P米国銀行ETF<BNKS.UK>を推奨する。米国で取引されている金融サービスのETFは、クレジットカード企業のウエートが非常に高いが、BNKS.UKは大手金融持ち株会社のJPモルガン・チェース<JPM>、ウェルズ・ファーゴ<WFC>、シティグループ<C>のウエートが高い（それぞれ7%を占める）。

多くの銀行の株価純資産倍率（PBR）は1倍かそれを若干上回る程度で、相応の配当を支払っている。BNKS.UKはブラックロック・アイルランドが運用しており、運用資産は約4億ドルだ。売買が比較的容易な投資対象を望む投資家は、金融セレクト・セクターSPDRファンド<XLF>かiシェアーズ米国金融サービスETF<IYG>を好むかもしれない。

小売銘柄も過小評価されているように見える。私は大型ディスカウントストアチェーンのターゲット<TGT>を選好する。ターゲットは、プライド月間（LGBTQ+の権利について啓発を促すさまざまなイベントが開催される6月のこと）のディスプレイを好まない政治的アクティビストの標的となっている。株価は4月半ばから22%下落しており、配当利回りは3.3%だ。2024年1月期の利益に基づく予想PER（株価収益率）は約16倍だ。

ターゲットの業態変化は興味深い。オンライン売上高比率は、パンデミック前は約7%だったが、現在は約18%だ。また、他の小売店が撤退した場所に店舗を新規展開している。人々は対面販売を再び望んでいるとみられ、販売価格は魅力的だ。

メディア企業のワーナー・ブラザーズ・ディスカバリー<WBD>も不人気銘柄だ。娯楽が多様化する中ではコンテンツが最も重要と思われ、ワーナー・ブラザーズ・ディスカバリーはコンテンツに賭けている。ターナー・クラシック・ムービーズの人員削減に対する顧客の不満に対応するなど、経営陣がミスを認めていることも好感している。現在の課題は、作家のストライキで、俳優のストライキの可能性もある（俳優組合は本誌のインタビュー後の7月13日にストライキを発表した）。多くの人々が合併後のコスト削減に注目しているが、私は、すべてのコンテンツの配信方法を整理できる可能性に注目している。

私の最後の推奨は資本財企業だ。株価が大きく動いていない欧州を選好し、その中でシーメンス<SI E.ドイツ>を推奨する。シーメンスは、電気化、自動化、デジタル化に関与しており、医療機器も製造している。予想配当利回りは、2023年9月期は3.5%で2024年9月期は4%だ。PERは約12倍で、PBRは2倍だ。私は、年率8%の増収を予想している。シーメンスは、新たな品ぞろえと、既存製品の競争力維持に投資している。

Q：株式以外に、割安とみられる資産クラスは。

A：不動産、不動産投資信託（REIT）、債券に機会があるとみている。米国債では良好なリターンの

ラダーポートフォリオを構築できる。また、ESG（環境、社会、ガバナンス）に関連した株式および債券にも関心を持っている。

参考資料

Abby Joseph Cohen's Picks

Professor of business, Graduate School of Business, Columbia University, New York

Company / Ticker	Price 7/12/23
iShares S&P U.S. Banks / BNKS.UK	GBp325.39
Target / TGT	\$132.91
Warner Bros. Discovery / WBD	13.16
Siemens / SIE.Germany	€149.04

Source: Bloomberg

(資料)

ヘンリー・エレンボーゲン氏（デュラブル・キャピタル・パートナーズの最高投資責任者=CIO）



Henry Ellenbogen/ Photograph by Mackenzie Stroh

Q：今年は、テクノロジー銘柄にとっては素晴らしかったが、それ以外の銘柄にとってはそうでもない。下半期の経済と株式市場の見通しは。

エレンボーゲン氏：1月にも議論したように、われわれは異例の低金利またはマイナスの実質金利から、プラスの金利の持続可能な期間へ移行した。株式市場も変容し、投資家は成長と収益性の健全なバランスを求めている。同時に市場は、世界が常に変化していることも思い起こさせる。生成AIが良い例だ。市場が次のサイクルに移行するにつれて、投資家は成長と収益性

のバランスを保つ企業を保有する必要がある。

年末の株式市場が前年比で上昇して終わる可能性は高いが、下半期は上半期と同程度に好調とはならず、株価が現状から下落する可能性さえある。インフレ率は過去12カ月で大幅に低下したが、FRBはインフレ率を2%または3%に低下させることに集中しなければならない。市場は、FRBの引き締め政策に伴う経済の軟調を乗り切らねばならない。インフレ率が3%近くに低下すれば、経済が正常なサイクルに戻るお膳立てが整うだろう。

Q：投資家は生成AIをどう考えるべきか。

A：私は過去20年間で、インターネット、モバイル、クラウドコンピューティングというテクノロジーの移行を見てきた。生成AIはモバイルを連想させるが、影響はそれより大きい可能性がある。市場は当初、プラットフォームになる可能性のある企業に注目しているが、いずれはモバイルのように、テクノロジーの影響は経済全体にまん延するだろう。

モバイルテクノロジーの登場と普及と共に、無線タワー企業のようなサービス提供で直接的に利益を得られる企業が恵まれた。後には、ビジネス界全般に影響が広がった。例えば宅配ピザチェーンのドミノ・ピザ<DPZ>は、モバイルへの投資によって市場シェアを拡大した。

市場は生成AIで、当初はエヌビディアのような必須部品を扱う企業やマイクロソフト<MSFT>のようなプラットフォーム企業に注目した。しかしAIは、ホワイトカラーの生産性を引き上げる可能性を持つ。問題は、どの企業が競争相手よりも大きな恩恵を受け、効率性を高められるかだ。

Q：具体的な投資先企業を見ていこう。

A：輸送持ち株会社のJ.B.ハント・トランスポート・サービスズ<JBHT>は事業の約90%で、市場のリーダーの位置に立っている。インターモーダル輸送が、事業の約半分を占めている。事業を取り巻く状況は悪く、耐久消費財の販売が軟調なことを市場は分かっており、最高経営責任者（CEO）は貨物輸送がリセッション状態にあることを明確にしてきた。

とはいえ、フランチャイズは素晴らしい。インターモーダル輸送は、顧客に輸送コストの削減を提供している。最近ではバーリントン・ノーザン鉄道との関係を強化しており、それが競合他社とのさらなる差別化につながる可能性がある。

顧客に対する専用輸送能力の提供契約は、さらに良好な事業で市場に過小評価されている。それによってJ.B.ハントは、この景気下降局面においても売上高と営業利益を成長させて、他社との差別化が可能になる。J.B.ハントはテクノロジーに多額を投資している。

株価は185ドル、PERは23倍で、悪いニュースの大半は織り込み済みだ。予想1株当たり利益（EPS）は今期が8ドルで底打ちし、2024年は10ドルだ。今後12カ月で株価は200~220ドルになると考えている。

2番目の推奨は、ソフトウェア企業のトースト<TOST>だ。2021年に新規株式公開（IPO）で上場した400社超の中の1社だ。トーストは、レストランの販売時点管理（POS）システムにおける業界標準として台頭しつつある。弊社はトーストの最終市場を中小規模のレストランと定義して、その規模を年間売上高6000億ドル以上と推定する。トーストの市場シェアは、最も成熟した市場で20%超だが、全国規模では10%を下回っている。

レストラン業界とそのパートナーは、業界標準を設定する傾向にある。例えば、レストラン業界の前世代POSでは、わずか2社が市場の65%を占めていた。トーストにとって幸運なことに、その2社のクラウドへの移行が鈍かったために、トーストはこれまでにシェアを奪うことができた。業界の標準化には幾つかの理由がある。レストラン業界ではスタッフの回転率が高く、製品がどのように機能するかを分かっている人々の採用を望んでいる。また、レストランは情報技術（IT）部門をもたず、外部に頼っている。トーストは2番手と比較して10倍近くの金額を研究開発に投資している。

トーストは、営業部門が成熟し、ネットワーク密度が高まるにつれて、多大な収益性を示せる可能性がある。今後3年間で、売上が年率約30%で増加する一方、利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）マージンが20%を超えると予想する。株価は約22ドルで、ここから50~75%上昇する可能性がある。トーストが人事ソフトウェアや顧客管理ツールなどの追加システムをレストランに販売するにつれて、さらに上値余地がある。

Q：昨年のIPO市場は実質的に閉鎖されていた。株価が反発する中で、今年の見通しは。

A：市場が上昇圏を維持していれば、IPO市場が再開するだろう。一般的に、新たなIPOサイクルの初期にはクオリティの高い企業が上場する。6月の、レストラングループのカヴァ・グループ<CAVA>のIPOはスタートの合図だった。

2020年から2021年にかけて、赤字の85社が50億ドル超の評価で資金調達した。そのような企業は、時期尚早に多過ぎる資金が提供され、社内文化の構築方法を決して学ばなかった。機会があることだけでは、良好なリスク／リワードを意味しない。

参考資料

Henry Ellenbogen's Picks

CIO and managing partner, Durable Capital Partners, Chevy Chase, Md.

Company / Ticker	Price 7/12/23
J.B. Hunt Transport Services / JBHT	\$184.69
Toast / TOST	24.77

Source: Bloomberg

(資料)

デービッド・ジルー氏 (ティー・ロウ・プライス・インベストメント・マネジメントのCIO)



David Giroux /Photograph by Mackenzie Stroh

Q：S&P500指数は、あなたの年末の予想である4300に6カ月早く到達した。現在の見通しは。

ジルー氏：市場は、リセッションが到来しなかったこと、底堅い企業利益、AIに対する熱狂に助けられた。今は、市場の予想PERが19倍で以前ほど魅力的でなくなったことが問題だ。誰もが強気になっていると思われるため、われわれは若干だがさらに弱気になっている。景気敏感株とテクノロジー株は大幅に上昇した。そのため今は、ヘルスケアや公益などのディフェンシブ銘柄を選好している。

Q：AIに対する市場の興奮は正当化できるか。

A：われわれは、AI革命の開始段階にいる。多くの人々はインターネット検索の観点でAIを考えているが、AIの真骨頂は生産性の改善だ。好例は、マイクロソフトが提供している、AIを活用したプログラム開発支援ツールのギットハブ・コパイロットだ。それによってプログラマーの生産性は55%上昇する。AIはまた、労働コストとサービスコストに下押し圧力をかけている。

Q：現在興味を持っている銘柄は。

A：バイオ医薬品企業のバイオジェン<BIIB>を最も好んでいるかもしれない。バイオジェンの今後のコスト削減策にもよるが、現在の製品群の正味現在価値は1株当たり200~250ドルの一方、株価は285ドルだ。バイオジェンには、特許失効までの期間が長い過小評価された大型薬が二つある。

われわれはアルツハイマー病治療薬のレケンビに注目している。認知機能の低下率を減速させながら安全性で大幅な進展をみせた最初の医薬品だ。レケンビは寿命を長期化させ、クオリティ・オブ・ライフを改善すると同時に、注射で投与できる可能性もある。市場規模は150億~200億ドルで、レケンビは60%超のシェアを獲得している。

レケンビや同種の医薬品がアルツハイマー病発症前の患者に使用できる可能性を、市場は見逃している。そうなれば、市場規模は莫大(ばくだい)になる。アルツハイマー病患者は、発症する前に15~20年にわたって脳内にプラークを蓄積する。しかし、初期に少ない投与量で症状の進行を止められるとしたらどうなるだろうか。バイオジェンと製薬会社のイーライリリー<LLY>は、発症前の人々でこの理論の治験を行っており、結果は2027年までには公表されるだろう。

Q：バイオジェンの他のパイプラインは。

A：うつ病と出産後のうつ病治療のためのズラノロンがある。市場規模は数十億ドルで、バイオジェンは利益の60%の権利を有している。

経営陣と取締役は入れ替わり、バランスシートは良好でM&A(合併・買収)も可能だろう。買収される可能性もあるなど、利益を上げる道筋は多いが、下値リスクは小さい。2年後の目標株価を420ドル

としているが、長期的には株価はさらに上昇する可能性がある。

次に、クオリティーの高い公益企業を好んでいる。市場と比較したバリュエーションは過去10年間よりも低い。公益事業持ち株会社のアメレン<AEE>を推奨する。ミズーリ州とイリノイ州で事業を展開しており、規制当局との関係は良好で、風力発電を中心とした再生可能エネルギーの経済性が魅力的な地域で事業を行っている。

利益が年率6~8%で成長すると予想しており、配当利回りは3%だ。株価は83ドル程度で、今後12カ月予想PERは18倍未満だ。市場との比較では、PERは5%のディスカウントだが、対して過去には15~17%のプレミアムだった。18カ月後には100ドルになる可能性がある。

Q：他の公益銘柄も買っているのか。

A：買っている。公益銘柄はアンダーパフォームしており、良好な価値があるとみている。

医療機器・診断薬メーカーのベクトン・ディッキンソン<BDX>を過去に推奨したことがあり、今回も選好している。ベクトン・ディッキンソンは、幾つかの低成長事業を売却し、小売り向け注射器などの高成長分野に投資してきた。薬局の自動化分野などの買収が成長性を高めている。内部成長率は5年前の5%から2~4年後には7%に高まるだろう。資本配分は改善し、利益率が上昇する可能性も高まっており、製品価格に対する圧力は低下している。PERは20倍だが、23~25倍へ上昇する可能性がある。

輸液ポンプのアラリスは、品質に問題があったが、2024年に市場に復帰できると期待されている。輸液ポンプの需要が2019年の水準に戻れば、EPSは60~80セント増加するだろうが、2024年から2026年にかけての輸液ポンプのスーパーサイクルを弊社は予想している。2028年のEPSを20ドルと予想しており、25倍のPERを適用すると株価は500ドルになる（現在は260ドル）。

短期的な懸念によってバリュエーションが過去の水準に対してディスカウントとなっている高クオリティー銘柄の買いを好んでいる。医療保険会社のユナイテッドヘルス・グループ<UNH>が一例だ。EPSの13~16%の成長を約束して、その目標を一貫して達成してきた。

Q：コスト増で株価が下落した。ユナイテッドヘルスは状況をどのように好転できるのか。

A：高い利用率がユナイテッドヘルスのコスト比率を圧迫しており、利益が予想を下回る可能性がある。ただし、ユナイテッドヘルスが利用率の傾向を織り込んで、価格を毎年変更できることは良いニュースだ。市場との比較では、10~15%のプレミアムだったが、現在は5%のディスカウントとなっている。成長が最も速くバリュエーションが最高の事業の割合が、2016年の23%から2028年には約50%になる見込みだ。事業構成の変化は、バリュエーション上昇の根拠となる。

Q：バリュエーションはどこまで上昇するのか。

A：市場との比較で、25%のプレミアムになる可能性がある。また、2025年に共和党の大統領が就任すれば、ユナイテッドヘルスと他のマネージドケア企業には多大な上振れ余地が生まれる可能性がある。

最後は、金融商品の電子取引市場を所有するインターコンチネンタル・エクスチェンジ<ICE>だ。金融サービス会社のブラック・ナイト<BKI>の買収をめぐる連邦取引委員会（FTC）と争っている。

ICEが勝てば、大幅なコスト削減が可能になる。また、問題が解決すれば、2022年5月の買収発表以来の不透明感を軽減しよう。

買収が実現しなければ、ICEのバランスシートは良好で、自社株買いが実施されるだろう。われわれは買収の成功を基本としており、ブラック・ナイトも保有している。

買収が実現すれば、2026年のEPSは7.50~8ドルとなり、PERは少なくとも23倍になるだろう。23倍のPERを適用すると、株価は2年半で180ドルになる。買収が失敗しても、株価は160ドルになる可能性がある。現在の株価は114ドルだ。

参考資料

David Giroux's Picks

CIO, T. Rowe Price Investment Management and portfolio manager, Capital Appreciation fund, T. Rowe Price, Baltimore

Company / Ticker	Price 7/12/23
Biogen / BIIB	\$277.62
Ameren / AEE	84.57
Becton Dickinson / BDX	258.66
UnitedHealth Group / UNH	451.70
Intercontinental Exchange / ICE	115.38

Source: Bloomberg

(資料)

ソナル・デサイ氏 (フランクリン・テンプレトンの債券グループCIO)

Q：今後の見通しは。

デサイ氏：市場は多くの面で一周して元の位置に戻ってきた。10年物米国債利回りは、3~4月に急低下したが、現在は年初とほぼ同等だ。私は引き続き、米国経済が今年の下半期に健全な底堅さを見せると予想している。個人消費は繰り延べ需要の継続によって十分に下支えされている。家計のバランスシートは健全だ。確かに家計の負債は増え始めているが、スタート地点は良い。

財政政策は依然としてかなり緩和的で、今後数年間の大規模な財政赤字が予想される。議会予算局 (CBO) は財政赤字を国内総生産 (GDP) 比6%超と予測している。米連邦準備制度理事会 (FRB) はバ



Sonal Desai/ Photograph by Mackenzie Stroh

ランスシートを縮小し始めたが、コロナ禍の間に実施された量的緩和が金融政策の大きな重荷になっている。FRBは金利を大幅に引き上げているが、金利上昇による影響は依然として見られていない。

Q：FRBは経済の底堅さにも驚いているようだ。

A：FRBはインフレの根強さに驚いているが、それは経済の底堅さによるものだ。インフレ率が迅速に低下するというFRBの見立ては、年初の数カ月の急激な相場上昇につながったが、こ

の考えは間違っていた。コアインフレ率は、依然として個人消費支出（PCE）デフレーターが約4.6%、消費者物価指数（CPI）が約5.3%で、FRBの年間インフレ率目標の2%を大幅に上回っている。インフレ率の低下には市場の予想よりも長い時間がかかる。今後の利上げは、これまでよりも回数は減るものの、あと2～3回は25ベーシスポイント（bp）の利上げがあるだろう。

まとめると、私は引き続き、年初のラウンドテーブルにおける他の一部パネリストとは異なる見方を取り、金利が長期にわたって高止まりするとみている。さらに、FRBが金利を引き下げ始めた場合（2024年に起きるかもしれない）でも、利下げの幅は市場が期待するほどではないだろう。

FRB自身の長期的なフェデラルファンド（FF）金利予想には同意しない。連邦公開市場委員会（FOMC）による予想の中央値は2.5%だが、現在のインフレ水準を考慮すると、この予想は適切な中立金利を低く見積もっている。私は中立金利が3.5～4%に近づくと予想している。これは2008～2009年の金融危機より前の長期平均に近い水準だ。金融危機からパンデミックまでの間の金利は例外であり、今後も続くものではない。

Q：投資家にとっての意味合いは。

A：10年物米国債の利回りは最低でも4～4.25%と予想している。債券ポートフォリオを徐々に拡大し、デュレーションを長期化するのには素晴らしい時期だ。当社の年初時点のデュレーションはかなり短かったが、比較的中立な水準に戻した。今後数カ月でデュレーションを延ばす予定だ。

1月に推奨した銘柄を今も選好している。下半期の見通しはそれほど悪くない。ハイイールド地方債を引き続き選好しており、フランクリン・ハイ・イールド・タックスフリー・インカム・ファンド<FHYVX>を推奨する。スプレッドは予想ほど縮小しておらず、ファンダメンタルズは堅調で、テクニカル面の条件は大幅に改善している。フランクリン・インカム・ファンド<FRIAX>は、依然として債券への資本配分がここ数年で最も高い水準にあり、現在は総資産の約60%だ。このファンドは質の高い債券に重点を置いているが、米国債やハイイールド社債の魅力的な利回りも活用している。

投資適格債券のリスクセンチメントは第2四半期に改善している。短期債に関しては、投資家は質と流動性が高いセグメントの債券を保有することで、引き続きリターンを得られる。推奨銘柄であるiシェアーズ米ドル建て社債1-5年ETF<IGSB>に基づく、短期債の利回りは約5.5～6.0%だ。SEIインターメディアイト・デュレーション・クレジット・ファンド<SIDCX>のSEC利回り（米証券取引委員会=SEC=が定める計算式に基づく利回り）は5%を超える。

Q：年初に推奨したイトン・バンス・エマージング・マーケッツ・デット・オポチュニティーズ・ファンド<EADOX>は上半期に好調なパフォーマンスを上げた。現在はどうか。

A：新興国債券に引き続き前向きだ。これらの国々は引き締めサイクルが終わったか、または終わりに近い。ハイイールド新興国債は特に魅力的だ。このファンドは魅力的なバリュエーションを生かすことができるポジションにあり、変動が激しい市場をうまく乗り切ってきた素晴らしい実績がある。

不動産は引き続き、他の投資ビークルよりも高水準のインカムを提供しており、金利の不透明感やインフレ率の高止まりによる影響を比較的受けにくいと見込まれる。1月に推奨したクラリオン・パートナーズ・リアル・エステート・インカム・ファンド<CPREX>を現在も選好している。このファンドは2019年に設定されており、コロナ禍を経て建設が進んでいることによる恩恵を受けている。ポートフォリオの物件の稼働率は98%で、ダウンタウンの高級オフィスビルなどの、特に大きな打撃を受けた分野へのエクスポージャーは存在しない。

インフレ指数連動国債（TIPS）は緩やかながらも安定的にアウトパフォームするだろう。市場が織り込んでいる予想は、米国のインフレの持続性を依然として過小評価しているからだ。

参考資料

Sonal Desai's Picks

CIO and portfolio manager, Franklin Templeton Fixed Income, San Mateo, Calif.

Investment / Ticker	Price 7/12/23
5-Yr. Treasury inflation-protected securities (TIPS)	1.89% Yield
Eaton Vance Emerging Markets Debt Opportunities / EADOX	\$7.49
iShares 1-5 Year Investment Grade Corporate Bond / IGSB	50.18
SEI Intermediate Duration Credit / SIDCX	8.73
Clarion Partners Real Estate Income	12.14

(資料)

ウィリアム・プリースト氏（エポック・インベストメント・パートナーズのエグゼクティブ・
チェアマン兼共同CIO）



William Priest/ Photograph by Mackenzie Stroh

Q：今年の市場は急速に変化している。現在の状況は。

プリースト氏：この6カ月は、今まで見たことがない驚くべきものだった。時価総額加重型のS&P500指数は6月30日までに約17%上昇した。一方で、S&P500指数構成企業を均等加重した場合、約7%しか上昇していない。今年の上半期は、いずれも生成AIに関係する7銘柄（S&P500指数全体の1%強）がS&P500指数のリターンの80%をけん引した。

下半期は地政学的観点から危険をはらんでい
る。ウクライナ戦争がどのように終結するか分からない。米中関係は微妙な状態にあり、米国の政治システムは混乱している。私は世界の経済成長率が鈍化すると予想している。リセッションが起きるかは疑わしいが、成長率は低迷するだろう。FRB、欧州中央銀行（ECB）、イングランド銀行（英中央銀行、BOE）はいずれも今後数カ月での利上げを示唆している。雇用環境はやや軟化する可能性がある。

Q：今年の株価のピークは過ぎたのか。

A：そうかもしれない。均等加重バージョンのS&P500指数は下半期に上昇する可能性があるが、時価総額加重のS&P500指数は横ばいで推移するか、下落する公算が大きい。

欧州の航空機メーカーのエアバス<AIR.フランス>を選好する。1月にも推奨したが、上値余地があるとみる。エアバスは世界最大の航空宇宙・防衛企業の1社で、2023年の予想売上高は640億ユーロ。民間航空機部門は世界最大の航空機サプライヤーだ。欧州第2位の防衛企業で、宇宙およびヘリコプター市場の主要プレーヤーでもある。

旅行がパンデミック前の水準に回復し、供給に関する幾つかの問題が解決されることで、エアバスは増産による大きな恩恵を受ける見込みだ。受注残は約7300機とかなり多い。防衛事業に関しては、地政学的な動向により、エアバスの製品とサービスの需要は高まっている。株価は約130ユーロ、将来の1株当たりフリーキャッシュフローは約145ユーロ。当社はエアバスのEPSについて、今年5.5ユーロ、2024年は7ユーロ、2025年は8.5ユーロと予想している。

Q：新たな推奨銘柄は。

A：通信機器メーカーのアリスタ・ネットワークス<ANET>は、クラウドデータセンターのネットワーキングにおけるリーダーだ。マイクロソフトやメタ<META>（旧フェイスブック）と提携しており、シスコシステムズ<CSCO>やジュニパー・ネットワークス<JNPR>などの競合他社からシェアを奪っている。アリスタは、ハイパースケールデータセンターによる設備投資の伸びの恩恵を受けやすい地位にある。AIの成長に伴い、データセンターの投資は爆発的に増加するだろう。

当社は、ムーアの法則に従い、大規模な更新サイクルが発生すると予想している。エッジコンピュー

ティング（端末の近くにサーバーを分散配置する手法）への移行には、比較的小規模なエッジデータセンターを相互接続する必要がある。これはアリスタに恩恵をもたらす。1株当たりフリーキャッシュフローは、今年の約6ドルから2025年には10ドルへ増加する可能性がある。株価フリーキャッシュフロー倍率を25倍とすると、株価は250ドルになる。

次の選好銘柄はバイオ製薬会社のアストラゼネカ<AZN>だ。株価は約72ドル。がん、心血管疾患、腎臓病などの治療薬を開発している。新薬候補のパイプラインには、新規分子化合物、次世代のプラットフォーム治療技術、標的医薬品などが満載だ。当社はアストラゼネカの市場シェアが拡大すると予想している。アストラゼネカの抗体薬物複合体は、非小細胞肺癌に対する治験が行われており、大きな勝者となる可能性がある。アストラゼネカのEPSに関しては、2023年は4.2ドル、2024年は4.85ドル、2025年は5.5ドルと予想している。株式は90ドル前後の価値があり、上値余地は約25%だ。

Q：ヘルスケア株の今年のパフォーマンスは低迷している。この状況を変える可能性があるのは何か。
A：ヘルスケアは往々にしてディフェンシブなセクターとみなされている。今年のリターンは予想を下回っているが、人口動態と医薬品のニーズから考えて、ヘルスケア企業の販売数量の成長率は長期的に平均を上回る見込みだ。

BNPパリバ<BNP.フランス>はフランスに本社を置くグローバル金融機関だ。欧州最大クラスの銀行で、長年にわたって一貫したキャッシュフローを創出し、1株当たり有形純資産を成長させてきた。しかも、それをマクロ経済と政治の両面で好ましくない市場環境において実現した。BNPは2022年に米国の個人向けおよび商業銀行部門を売却した。売却収入は、配当を通じて株主に還元した後、より成長志向の事業に投資する予定だ。欧州の市場シェアは拡大している。

当社はBNPのEPSについて、今年は8.5ユーロ、来年は9.5ユーロ、2025年は10.5ユーロと予想している。1株当たり純資産価額は、2022年末の79ユーロから2025年までに100ユーロ超へ増加する可能性がある。配当利回りは7%だ。

半導体メーカーのオン・セミコンダクター<ON>は、パワー半導体とセンサー半導体を自動車メーカーと資本財メーカーに提供する。新たな経営陣の下で改革を実施しており、汎用品事業を売却した。オンは電気自動車（EV）の主要部品であるシリコンカーバイド（SiC）で堅固な市場ポジションを有する。現在、SiC生産の立ち上げコストによって粗利益率が低下しているが、いずれは（おそらく2024年に）立ち上げコストの低下が追い風になるだろう。現在の1株当たりフリーキャッシュフローは約3ドルで、2025年には7ドル、2027年には11ドルに増加する可能性がある。PERを20倍とすると、株価は140ドルに上昇し得る。現在の株価は約92ドルだ。

参考資料

William Priest's Picks

Executive chairman and co-CIO, Epoch Investment Partners, New York

Company / Ticker	Price 7/12/23
Airbus / AIR.France	€133.46
Arista Networks / ANET	\$164.04
AstraZeneca / AZN	66.47
BNP Paribas / BNP.France	€56.70
ON Semiconductor / ON	\$98.63

Source: Bloomberg

(資料)

スコット・ブラック氏 (デルファイ・マネジメントの創設者および社長)



Scott Black/ Photograph by Mackenzie Stroh

Q：年末までの見通しは。

ブラック氏：FRBの利上げは終わっていない。現在のインフレ率は、FRBの2%の目標と比べて高過ぎる。私は今年、あと1~2回の利上げがあると予想している。失業率が3.7%と非常に低いため、リセッションが起きるとは予想していない。人々が働いている限り、消費は続く。今年の経済成長率は1~1.3%と小幅で、来年もおそらく同程度とみている。

投資家は強気過ぎる。アナリストはS&P500指数の年間1株当たり営業利益を前年比10.8%増の

218.22ドルと予想しているが、実現不可能だ。名目GDP成長率が6%で、実質GDP成長率が1%、インフレ率が4~5%とすると、企業利益が10.8%増加することは想定しづらい。営業利益率は2021年第2四半期に13.54%でピークを付けた後、190bp低下している。私は大幅な回復を予想していない。

今年のS&P500指数のEPSを210~212ドルと予想する。212ドルに対して、直近終値の4381.85のPERは20.7倍だ。景気や企業利益を考えると割高過ぎる。同じことはPER31.5倍のナスダック総合指数にも言える。ラッセル2000指数のPERは29.6倍だ。

昨日（6月22日）、アップル<AAPL>、マイクロソフト、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アルファベット<GOOGL>、エヌビディアの5銘柄で、ナスダック総合指数とS&P500指数のウェイトにおいてそれぞれ46.9%と24.2%を占めた。年初来の相場上昇は広範囲にわたるものではない。ラッセル1000バリュースコア指数の上昇率は2.9%で、小型株のラッセル2000バリュースコア指数は横ばいだ。

Q：勝ち組以外の銘柄は勝ち組に追いつくだろうか。

A：私はそう思わない。過去5年間の年平均成長率は、ラッセル1000グロース指数の14.5%に対して、ラッセル2000バリュースコア指数は2.6%、ラッセル2500バリュースコア指数は4.4%だ。資金は大型株に流入している。市場最大クラスの株式に対しては投機が盛んになされており、こうした投機は実際に株価を上昇させる自己実現的な効果を持っている。

Q：現在の推奨銘柄は。

A：建材メーカーのイーグル・マテリアルズ<EXP>。セメント、コンクリート、骨材、石こうなどを製造している。6月22日時点の終値は173.95ドルで、時価総額は61億5000万ドル。年間配当は1株当たり1ドル、配当利回りは0.6%。2024年3月期の年間売上高は約22億ドルとなる見込みで、うち50%はインフラ事業、25%は住宅以外の建設事業、25%は住宅建設事業によるものだ。

私は2024年度のEPSを前年度比約8%増の13.45ドルと予想している。これに基づく、現在のPERは約13倍だ。プロフォーム自己資本利益率は約34.6%。純負債資本倍率は0.9倍だが、イーグルは多額のキャッシュを創出している。2023年3月期の年間純利益は4億6100万ドル、フリーキャッシュフローは4億3200万ドルだった。2019年第3四半期以降、売上高と利益は毎四半期増加している。

Q：成長のけん引役は。

A：米国におけるセメントの供給は限られている。年間生産量は約1億トンで、過去20年以上にわたって新たなセメント工場は認可されていない。昨年の需要は約1億2100万トンで、メキシコやアジアからの輸入によって供給を補った。イーグルはインフラ法案による追い風を受けている。昨年度、セメントは売上高の約43%、営業利益の約36%を占めた。セメント価格は第1四半期に前年同期比9.4%上昇した。イーグルはセメント価格の影響を受けやすく、1トン当たり価格が10ドル変動すると、税引き後EPSは1.57ドル変わる。

イーグルの経営陣は資本配分に優れている。最近、カリフォルニア州で物流センターを購入し、生産能力を増やした。また、過去5年間で浮動株の約30%を買い戻している。負債の3分の2は固定金利（2.5%）だ。主なリスクは、大規模なリセッションによって住宅と商業ビルの建設が停滞することだ。米国のインフラは全国的に悲惨な状態にあり、修復を必要としているため、インフラ向け事業にはリスクがない。

Q：次の推奨銘柄は。

A：システム販売会社のイツーラン・ロケーション・アンド・コントロール<ITRN>は、イスラエルに本社を置き、テレマティクスサービスを専門としている。事業の最大の部分は盗難車の回収だ。イツーランは全地球測位システム（GPS）端末を自動車に導入し、盗まれた場合に追跡できるようにする。一般企業やトラック運送会社の車両管理や、アプリベースの自動車サービスも手掛ける。

サービス加入者数は全世界で211万人に上り、年間サブスクリプション売上高の75%は定期的な収入

だ。今年第1四半期、加入者数は4万9000人増加した。昨年の増加数は19万1000人だった。最大の市場はイスラエル、次がブラジルで、アルゼンチンとメキシコでも事業を運営しており、今年はインドにも進出する予定だ。インドの自動車登録台数は2億5000万台に上る。

株価は約24ドル、時価総額は4億8700万ドル。配当利回りは2.5%、ネットキャッシュは1株当たり1.2ドル。当社は今年の売上高を10%増の3億2200万ドルと予想している。昨年の粗利益率は約47%で、イットーランは利益率向上プログラムを実施している。当社は利益率を47.2%と想定し、税引き前利益を6680万ドルと予想する。利益率を47.5%と想定した場合の税引き前利益は6780万ドル。両者の中央値に基づくと、EPSは2.4ドルで、PERは10倍。2022年の純利益は3900万ドル、フリーキャッシュフローは1860万ドル。事業は成長しており、イットーランの技術への需要は旺盛だ。

参考資料

Scott Black's Picks

Founder and president, Delphi Management,
Boston

Company / Ticker	Price 7/12/23
Eagle Materials / EXP	\$183.48
Ituran Location and Control / ITRN	23.50

Source: Bloomberg

(資料)

トッド・アールステン氏 (パルナッソス・インベストメンツのCIO)

Q：あなたにとって市場はどうだった。

アールステン氏：素晴らしい上半期だった。農業機械・建設機械のディア<DE>、顧客情報管理 (CRM) サービス大手セールスフォース<CRM>、半導体製造装置メーカーのアプライドマテリアルズ<AMAT>、飲料・食品の容器メーカーのボール<BALL>、塗料・コーティング剤のシャーウィン・ウィリアムズ<SHW>、食品物流会社のシスコ<SY Y>と、1月のラウンドテーブルで推奨したすべての銘柄を引き続き好んでいる。1月時点における、S&P500指数の年末の目標は4300だった。



Todd Ahlsten/ Photograph by Mackenzie Stroh

Q：S&P500指数は、あなたの目標を上回っている。

A：われわれは一部の銘柄の目標株価を上方修正した。全般的にみて、下半期の株式市場は横ばいの可能性がある。年末のS&P500指数は4400前後の可能性もある。金利は上昇し、より高い水準をより長く維持するとみられる。高金利の影響は遅れて発生する。

第4四半期に、浅いリセッション、または、予想よりも厳しいハードランディングになる可能性がある。FRBは依然として金融システムから流動性を引き上げている。

イールドカーブの短期セクターでは金利が上昇した。地方銀行はさらなる課題に直面する可能性がある。それらを相殺する要因として、政府は多額の支出を続けており、消費者支出は比較的好調だ。われわれは依然として、FRBが2024年に恐らく2%超の利下げを実施すると考える。長期的には、われわれは強気だ。

Q：今買っている銘柄は。

A：3社を推奨する。すべてが、経済の逆風を乗り切るための、耐久性のあるフランチャイズと十分なキャッシュフローを備えている。

大手ソフトウェア企業のオラクル<ORCL>の上半期は好調だったが、上向きの再評価が始まっている。株価は118ドル、PERは21倍で、われわれの3年後の目標株価は153ドルでそれは約22倍の株価フリーキャッシュフロー倍率を意味する。

成長を支える三つのけん引役があるとみている。第1は、サービスとしてのソフトウェア（SaaS）として提供されるクラウドへの顧客の移行だ。第2は、オラクル・クラウド・インフラストラクチャーが好調なこと。第3は、データベース事業が安定して現金を生み出していること。これらのけん引役によって、売上高の成長率が1桁台半ばから今後3年間で1桁台後半から2桁台へ加速する可能性がある。また利益率も同期間に、42~45%へ上昇する可能性がある。

オラクルが2010年代半ばのマイクロソフトと似ているという説がある。当時のマイクロソフトは、オフィス製品は古くなっており、ウィンドウズ事業は成長しておらず、成長のけん引役があまりないと見られていた。

Q：間違いだった。

A：その通り。顧客はSaaSのオフィス365へ移行し、生まれたばかりのクラウドのAzure（アジュール）は急成長し、安定した利益源のウィンドウズ事業は引き続き成長した。オラクルでは、素晴らしい時が始まりつつある。経営陣は事業に投資し、配当を支払い、自社株を買い戻している。

Q：市場に大手クラウド企業が増える余地はあるか。

A：ある。オラクルは第2世代のパブリッククラウドをユニークな方法で設計している。このクラウドは、AIワークロードを効率的に処理することや、競合他社より小さな規模で導入することができる。そのため、オラクルは資本をより効率的に投じることが可能だ。オラクルは参入が少し遅れたため、

先行者の失敗から教訓を学んだ。オラクルはAIに投資するための良い銘柄であると同時に、持続的なキャッシュフローも創出している。そのため、リセッションに比較的強い。

Q：他の推奨銘柄は。

A：文書・画像処理ソフトウェア大手アドビ<ADBE>は、上半期に好調なパフォーマンスを上げたが、パーティーは始まったばかりだ。株価は489ドル。3年後の目標株価は800ドルで、2027年度予想PERは28倍。2026年度の当社予想売上高は298億ドルで、コンセンサス予想を30億ドル上回る。

アドビはAI主導の収益化ストーリーに関する最高クラスの投資機会を魅力的なバリュエーションで提供する。アドビの生成AI「Firefly」を製品に導入することによる収益化と、デジタルエクスペリエンス部門の需要の長期的な回復が組み合わさって、今後3年間で年間10億ドル規模の売上高の増加をもたらす可能性がある。ユーザー基盤は膨大で、世界全体で7億人超がアドビの製品を利用していると推定される。アドビの競争優位性は拡大している。

アドビのバリュエーションはマイクロソフトと同等だが、アドビはマイクロソフトより速く成長する可能性がある。マイクロソフトが年間売上高の約13%を事業に再投資しているのに対して、アドビが設備投資に費やしているのは売上高の2~3%だ。

Q：なぜ貴社の予想売上高はコンセンサス予想を大幅に上回っているのか。

A：コンセンサス予想はIT支出のリセッションを十分に織り込んでいない。アドビの売上高にはこのリセッションが反映されているが、当社は2024年以降にデジタルエクスペリエンス部門が景気循環によって回復するとみている。また、デジタルメディア部門のコンセンサス予想は、既に稼働している膨大なソフトウェアに生成AIを導入することによる事業機会を十分に反映していない。当社は売上高が年間10%台半ば、利益とキャッシュフローが10%台後半のペースで成長すると予想している。

三つ目の推奨銘柄は先物取引所グループ持ち株会社のCMEグループ<CME>だ。PERは21倍と過去10年間で最も低い。1年前のPERは26倍だった。CMEはボラティリティーが高い時期に大きな利益を上げており、今後は特に金利に関して高いボラティリティーが予想される。金利先物取引は第1四半期の収入の約35%に寄与した。CMEの株価は179ドルで、当社の3年後目標株価は230ドルだ。昨年の合計配当額は8.5ドルで、配当利回りは約5%。

取引所業界は寡占状態にある。私は1年前にインターコンチネンタル・エクスチェンジ (ICE) <ICE>を推奨した。その後、ICEのPERは17倍から20倍へ上昇した。CMEのPERは26倍から低下しているため、相対的な魅力が大きい。CMEは国際的に成長しており、営業チームの約60%は海外部門に所属する。純負債はほとんどなく、膨大なキャッシュを創出している。

うまくいけば、これらの銘柄はすべて下半期に良いパフォーマンスを上げるだろうが、もっと長い目で見ても優れたリターンをもたらす可能性がある。

参考資料

Todd Ahlsten's Picks

CIO and lead portfolio manager, Parnassus Core Equity fund, Parnassus Investments, San Francisco

Company / Ticker	Price 7/12/23
Oracle / ORCL	\$116.02
Adobe / ADBE	507.36
CME Group / CME	181.31

Source: Bloomberg

(資料)

ルパール・バンサリ氏 (アリエル・インベストメンツのCIO)



Rupal J. Bhansali/ Photograph by Rick Wenner

Q：景気と相場の見通しについて弱気だったが、今も同じ見方か。

バンサリ氏：FRBの金融引き締めが終わったという考えは、現実を反映していない。多くの仕事が残されており、インフレ率だけでなくインフレ期待も低下させ、ハードランディングや市場の大きな混乱を引き起こすことなく、バランスシートを縮小させる必要がある。急速な利上げの影響については、既にSVBファイナンシャルの破綻など、米国の地方銀行セクターで経験済みだ。破綻した銀行は、成長率と株主資本利益率（ROE）の高さを誇る、株式市場の人気銘柄

だったことを忘れてはならない。投資家はこうした成長率やリターンを実現するために銀行が取ったリスクを十分に理解していなかった。利益を獲得し損失を回避するためにはリスクの評価が大切だが、投資家は常に成功の可能性にのみ注目し、失敗要因の検討を怠る。

KBWナスダック地方銀行株指数に連動するファンドの価値は2023年上半期に24%減少したが、次に待ち構えているのは株式相場全体の下落だ。現在の市場にはリスクが適切に織り込まれていない。10年物米国債の利回りは4%に近付きつつあり、株式は少なくとも300ベースポイントのリスクプレミア

ムを必要とする。これは、S&P500指数の益回りが7%、PERでいえば14.28倍となることを示唆する。

Q：株式相場が持ちこたえている理由は？

A：インフレ抑制法という形式のさらなる財政刺激策を背景に、米国の消費は極めて好調に推移している。刺激策の効果が減少し、消費者の景況感が低下を始め、パンデミック時の蓄えが底を突いた時が、景気後退の始まりだ。遅れているだけで、回避されたわけではない。リセッションは2024年を予想しているが、2023年末に実現する可能性も否定できない。株式相場が持ちこたえているのは、景気後退の兆候がまだ見られないからだ。

通常、景気後退になると企業利益は二桁減少する。S&P500指数のEPSが、例えばコンセンサス予想の220ドルから200ドルに減少したとすると、上記のPER14.28倍を適用すればS&P500指数は2856となる。単純な計算だが、過去10年以上にわたり、これほどの高金利を経験していないため、投資家にはこうした低水準のバリュエーションや株価指数の水準が想定できない。私は米国市場、特に事業価値から乖離（かいり）した株価となっている銘柄が含まれるグロース株について弱気だ。ラッセル1000グロース指数は年初来で29%上昇しているが、買われ過ぎだ。

Q：そうした状況を踏まえ、どんな銘柄を買っているか。

A：バリュー株には投資機会があるが、主として海外市場や新興国市場の銘柄だ。ブラジルは特に魅力的だ。実質金利がプラスであるため、数百bpの利下げ余地がある。

イタウ・ユニバンコ・ホールディング<ITUB>は投資するつもりだ。幅広い事業を展開する支配的なブラジルの銀行グループで、2021年2月に就任した若い新CEOの下、「iVarejo 2030」というデジタル化と企業文化の変革を通じた経費削減、新商品投入の加速、顧客経験の向上に向けた取り組みを行っている。政治・経済的なサイクルを通じてリスク管理で実績を上げてきたにもかかわらず、2023年予想PERは8倍と割高ではなく、配当利回りは5%だ。

景気後退に強く、長期的な成長が期待できるセクターも探している。フランスのタイヤメーカーであるミシュラン<ML.フランス>が思い浮かぶ。大径タイヤを必要とするスポーツ用多目的車（SUV）の世界的な人気や、EVへの移行加速は、製品構成の中で利益率が高い分野への移行という点で、ミシュランにとって恩恵となる。

コモディティブームへの代替投資という側面もある。ミシュランが販売する鉱山車両用のタイヤは利益率が高く、需要も堅調に推移しているからだ。こうした堅調な見通しにもかかわらず、予想PERは9倍と低く、配当利回りは4.6%に達する。

Q：1月の推奨銘柄について何か新しい情報はるか。

A：通信会社のテレフォニカ・ブラジル<VIV>やTIM<TIMB>を含め、年初の推奨銘柄は今も気に入っている。ただし、英保険会社のアドミラル・グループ<AMIGY>については、私の投資ストーリーの実現に時間を要するかもしれない。自動車保険の保険金請求が高止まりしているため、利益の回復は2024年にずれ込む。

英国の製薬メーカーGSK<GSK>も引き続き魅力的だ。胃腸薬ゼンタックに関する集団訴訟が要因でバリュエーションは不当に割安となっているが、われわれは、潜在的な損害賠償額は株価が織り込ん

でいる水準をはるかに下回ると考えている。今後数四半期で訴訟の決着内容が明らかになるにつれ、こうした見方が反映され、バリュエーションが上昇すると予想している。

参考資料

Rupal J. Bhansali's Picks

CIO and portfolio manager, International & Global Equities, Ariel Investments, New York

Company / Ticker	Price 7/12/23
Itaú Unibanco Holding / ITUB	\$5.82
Michelin / ML.France	€27.06

Source: Bloomberg

(資料)

マリオ・ガベリ氏 (ガムコ・インベスターズの会長兼CEO)



Mario Gabelli/ Photograph by Mackenzie Stroh

Q：世界をどのように見ているか。

ガベリ氏：国際通貨基金（IMF）の予想では、来年、世界経済の規模は110兆ドルに達する。その25%が米国、約20%が中国、17%が欧州、4.1%が日本だ。米国では経済の70%を個人消費が占める。米国消費者の状態はまずまずだ。家計の負債は3月末時点で17兆ドル超だった。

消費サイドには繰り延べ需要があり、特に自動車の繰り延べ需要は巨大だ。産業部門については、生産は回復しているが、在庫水準の圧縮が続いている。住宅についても繰り延べ需要があ

る。インフレ抑制法やインフラ投資・雇用法、CHIPS法、その他すべての法律が産業部門を支援する内容だ。私は、景気が持ちこたえると予想している。

FRBのパウエル議長の四つの課題に変わりはない。利上げについては、われわれは7月のFOMCで再度利上げが行われるとみている。総需要の抑制については、財政による刺激政策が続く間は難しい。FRBのバランスシートについては毎月950億ドルのペースで縮小している。そして、議長のメッセージについては、金利水準がより長期にわたり高止まりすると示唆している。

Q：しかし、投資家はパウエル議長を信じようとしなない。

A：信じるようになるだろう。私は、第4四半期の株式市場は上半期より好調になると予想していたが、実際には第2四半期に好調となった。投資家は特定のハイテク銘柄に熱くなっている。S&P500指数は、今年後半には4000まで10%下落する可能性があるが、大した話ではない。警戒する必要があるのは、プライベートクレジットやシャドーバンキング、企業を破綻に追い込むような誤算だ。

FTCのリナ・カーン委員長は、買収・合併に水を差すべくあらゆる方法に訴えているが、案件の発表は止まらない。財務面での再編も活発だ。実際、私の投資先で、産業機器メーカーのサーコア・インターナショナル<CIR>は買収合戦の標的となっており、30日間で株価が2倍近くになった。

中国経済の成長率は予想を上回り、世界経済にプラスになると予想する。中国の債務問題は誰もが知るところだ。中国の習近平首席は、ウクライナの戦争、共同富裕、通貨問題、少子化など、多くの懸念を抱え忙しいだろうが、中国経済には余力がある。

Q：株式について。選好する銘柄は。

A：リバティ・メディアは7月18日にアトランタ・ブレーブスの分割を完了し、リバティ・ブレーブス・グループ<BRTR>のトラッキング・ストック（特定の事業や子会社に連動する株式）は普通の株式になる。売却の準備が進められていると思う。リバティ・ブレーブスの発行済み株式数は6200万株で、株価は40ドル、時価総額は24億ドルだ。毎日、誰かがスポーツフランチイズを買収しようとしており、そうした資金は巨額に上る。供給が限定的な資産として暗号資産（仮想通貨）の話が出るが、プロスポーツ・チームの供給も限られている。

ブレーブスは地区でナンバーワンのチームだ。最近、少数持分の売買でフィリーズが28億ドルと評価された。今年初め、エンゼルスに30億ドルで買収の申し出があったと報じられている。こうした評価と、球場周辺の不動産開発の所有権を考慮に入れると、1株当たりの価値は50ドルとなる。

Q：いよいよリバティ・ブレーブスに打順が回るといふことか。他には。

A：農業だ。農業機械メーカーのディア<DE>と、その精密農業イノベーションを気に入っているが、現在の推奨銘柄は英国の農業機械メーカーCNHインダストリアル<CNHI>（旧ケース・ニューホランド）だ。株価は約14ドル、発行済み株式数は13億株で、その27%（議決権の42%）をアニエッリ一族の持ち株会社であるエクソール<EXO.オランダ>が引き続き保有している。農家の現金収入は5億5900万ドルから5億2000万ドルに減少する見込みだが、米国の農家は全体として好調であり、CNHIのような農機メーカーにとっては朗報だ。来年のEPSは1.80ドル、株価は20ドルとなる可能性がある。

次は航空宇宙産業だ。パリ航空ショーで明らかになり、旅行需要からも分かることだが、極めて巨大な航空機需要がある。われわれは、民間航空機の総数を現在2万2230機と推計している。これはボーイング<BA>製とエアバス製航空機の数で、中国製の航空機は算入していない。今後20年間で、約1万6000~1万7000機が退役する見込みだ。今後20年間で約4万機を製造する必要があり、今後2年間で生産

が増加するとみている。以前推奨したテキストロン<TXT>とクレーン・ホールディングス<CR>の2銘柄を含め、民間航空機メーカーにとって大きな追い風となる。

Q：最新情報を。

A：テキストロンの株価は68ドル前後、発行済み株式数は2億0200万株で、17億5000万ドルの純負債がある。スピノフ（事業部門の分離・独立）や買収などがなければ、来年のEPSは6ドル近くになる可能性がある。ビジネスジェット（サイテーションシリーズ）を製造するほか、民間用・軍用ヘリコプターを製造するベルを保有する。ベルは米陸軍が使用するブラックホークの後継機を受注しており、優れた経営陣と堅実なバランスシートを有する優良企業だ。

クレーンの株価は88ドル、発行済み株式数は5670万株で、負債はほとんどない。利益は順調に伸びている。4月3日に決済・販売テクノロジー企業のクレーンNXT<CXT>をスピノフした。クレーンNXTの株価は50ドル台半ばを付けている。私は1月にクレーンを推奨し、その頃の株価は104ドルだったが、スピノフ後の2社を合計すると、約40%上昇している。優れた経営を行っており、引き続き推奨したい。

次は自動車関連で、推奨銘柄は自動車向けおよび産業向けの交換部品の販売チェーンを展開しているジェニユイン・パーツ<GPC>だ。株価は165ドル、発行済み株式数は1億4000万株で、約27億ドルの純負債がある。1株当たり配当は3.80ドル、配当利回りは現在2.3%。来年度は売上高が240億ドル、EPSは10ドル近くになる可能性がある。予想PERは16倍で、優れた経営を行っている。

Q：その他、気に入っている銘柄は。

A：新しい推奨銘柄として銅管メーカーのミューラー・インダストリーズ<MLI>がある。株価は85ドル前後、発行済み株式数は5600万株で、年末の保有現金は10億ドル近くになる見込みだ。今年度のEPSは約9ドルになると予測する。この銘柄をフォローし始めたのは何年も前だ。米国では700万~1000万戸の住宅で鉛製の配管を使用している。政府は水道本管から家庭までのサービス管を交換するための資金を供給している。こうした配管に使用されるは銅管か塩ビ管だ。PERはわずか9倍であり、手元現金の多さから、金利上昇の恩恵を受ける銘柄でもある。

次のテグナ<TGNA>はテレビ局を保有し、番組制作を行っている。1株24ドルで買収される話があったが、期限内に米連邦通信委員会（FCC）の承認を得ることができなかった。現在、株価は16ドルで、投資機会となり得る。発行済み株式数は2億株で、テグナは自社株買いを実施している。27億ドルの純負債があるが、減少しつつある。私は経営陣とキャッシュフローを気に入っている。将来、規制当局が承認するような買収提案を受ける可能性がある。それまでの間については、来年、政治家候補が多額の広告費を支出する見込みであり、テグナのような伝統的な放送事業に追い風となる。われわれは、株価が50%（前回の買収申し出価格まで）上昇すると見込んでいる。

昨年のミッドイヤー・ラウンドテーブルで推奨したテレビ放送会社のシンクレア・ブロードキャスティング・グループ<SBGI>は低迷しているが、放送が原因ではない。非連結子会社のダイヤモンド・スポーツ・グループが3月に破産法の適用を申請し、株価圧迫要因となっている。経緯を説明することにとどめ、あらためて推奨することはしない。

Q：1月の推奨銘柄パラマウント・グローバル<PARA>にとって厳しい年となったが、最新情報は。

A：減配したが、正しい判断だったと思う。株価は19ドル、時価総額は110億ドルだ。純負債が137億

ドルあるが、出版社のサイモン&シュスターとケーブルテレビ事業などを運営するBETメディアの売却により、減少するはずだ。パラマウントの株価は極めて割安であり、アップルなどの企業がより本格的な動画配信事業参入を検討する中、幅広いコンテンツを保有している。私は、パラマウントがテレビ局を保有したがっており、直営局をスピンオフするのではないかと考えている。CBSネットワークは残すだろう。パラマウントは金融工学を理解しており、ボブ・バキッシュCEOは優れた手腕を振るっている。われわれは主に議決権付き株式を購入している。無議決権株式の株価は16ドル前後で、今後4年間で株価が3倍になる可能性があるが、目先の落とし穴に目をつぶる必要がある。

ワーナー・ブラザーズ・ディスカバリーのデービッド・ザスラフCEOは興味深い課題を引き継いだ。株価は13ドル、時価総額は320億ドルだ。負債を460億ドルとすると、企業価値（EV）は780億ドルとなる。われわれは、来年の冬までに事態が好転し、2025年には青空が広がると予測している。

参考資料

Mario Gabelli's Picks

Chairman and CEO, Gamco Investors,
Greenwich, Conn.

Company / Ticker	Price 7/12/23
Liberty Braves Group / BATRA	\$42.01
CNH Industrial / CNHI	14.85
Textron / TXT	68.48
Crane / CR	92.23
Genuine Parts / GPC	169.75
Mueller Industries / MLI	88.03
Tegna / TGNA	16.33

(資料)

メリル・ウィトマー氏（イーグル・キャピタル・パートナーズのゼネラル・パートナー）

Q：現在の市場をどう見ているか。

ウィトマー氏：マクロ環境はあまり見ないが、金利水準と比較した株式のバリュエーションは見ている。金利と同様、株式相場も年初来で大幅に上昇しており、魅力のあるバリュエーションを見つけるのは難しくなった。企業のスピンオフも減少した。スペシャル・シチュエーション投資にとっては厳しい時期だ。掘り出し物が少ない。



Meryl Witmer/ Photograph by Mackenzie Stroh

Q：それを受け、どうしているのか。

A：2銘柄を挙げたい。トロント証券取引所上場の資産運用会社のオネックス<ONEX.カナダ>は、運用資産510億ドルを擁し、株価は73.20カナダドル（55.53ドル）、発行済み株式数は8100万株だ。運用資産の約半分がプライベートエクイティ、半分がクレジットだ。現在、プライベートエクイティ業界では資金調達が困難であり、オネックスも例外ではない。最新のファンド向けに5億ドルを調達したあと、資金調達を停止している。

興味深いことに、オネックスには自社のファンドに対する投資と自社ファンドと共同で行った投資が多額にあり、総額は78億ドルに上る。うち2億2000万ドルは繰り延べ成功報酬だ。3月31日現在のオネックスの投資の1株当たりの価値は130カナダドルであり、これに対し株価は44%のディスカウントとなっている。バランスシートに負債はない。

この130カナダドルという数値は、組み入れファンドや投資運用会社の今後の価値の上昇や下落を考慮していない。報酬費用を考えれば、投資利益を上げない限り、オネックスに利益は出ない。資金調達が減速していることから、何らかの再編を行えば、恐らく状況は変わるだろう。自社株買いは割安で自社ファンドに投資をする良い方法だ。われわれは、1株当たり純資産額と株価のスプレッドが縮小するにつれ、そしてポートフォリオ価値の上昇を通じて、利益が出ると期待している。

Q：二つ目の推奨銘柄は。

A：昨年、製紙会社のシルバモ<SLVM>を推奨し、株価は好調だったが、ボラティリティーが高く、最近40ドル前後まで下落したことで、割安になったようだ。シルバモはコピー用紙や封筒を主な用途とする非塗工上質紙を製造しており、世界で最高クラスの低コスト生産設備を保有し、良好な状態に維持している。米国、ブラジル、欧州に製造拠点がある。

会社側の今年度のEBITDAガイダンスは7億2000万～7億7000万ドル。一部輸入品の急増により下方修正したが、状況は正常化している。EBITDA予想レンジの中央値によるEPSは9ドルと推計され、予想PERは4.4倍となる。レバレッジは比較的低い。持続可能な利益水準かもしれないが、予想EBITDAを6億ドルへ引き下げてストレステスト（健全性審査）を行いたい。それでもEPSは6ドル、PERは6.7倍となる。

Q：株価上昇要因（カタリスト）はあるか。

A：ある。シルバモには、他の製紙会社へも投資を行っているプライベートエクイティ企業のアトラス・ホールディングスが指名した取締役が2人おり、製紙業界と製紙会社の経営に精通している。資本配分が巧みであり、シルバモの価値を確実に実現してくれるだろう。

Q：目標株価は。

A：来年は恐らく株価が55～65ドルになるだろう。私は、負債の削減を進めて欲しいと考えている。配当利回りは約2%だが、2倍になる可能性がある。フリーキャッシュフローの最善の用途は株主還元だという私の考えをアトラスも共有していると思う。

参考資料

Meryl Witmer's Picks

General partner, Eagle Capital Partners, New York

Company / Ticker	Price 7/12/23
Onex / ONEX.Canada	C\$74.92
Sylvamo / SLVM	\$44.86

Source: Bloomberg

(資料)

By Lauren R. Rublin
(Source: Dow Jones)

2. リセッション入りを判断する六つの指標

[フィーチャー]

Is a Recession Coming? Better Check Men's Underwear Sales
男性用下着、シャンパン、外食、図書館、美容、フライドポテト

NBERの判断は遅過ぎる

リセッション（景気後退）の一般的な定義は、国内総生産（GDP）が2四半期連続でマイナス成長となることだ。問題は、正式にリセッションと判断される時期が、米国経済がすでに低迷した後だということだ。判断するのは全米経済研究所（NBER）の景気循環日付委員会で、雇用、GDP、個人消費など多くの要素を精査して経済活動の「著しい低下」を伴う期間をリセッションと定義している。

しかし、これまでどこにいたのかではなく、これからどこに行こうとしているのかを知ることができれば、どれほど良いだろう。2022年上半期に米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げを開始して以来、多くのエコノミストが1年以上にわたってリセッションに警鐘を鳴らしてきたのだから。

エコノミストらは将来を予測するために、政府や企業の公式データだけでなく、日常的な傾向を探る風変わりな指標も長年研究してきた。本誌はそうした六つの指標を調べてみた。すべてではないが、



Illustration by Barron's; Dreamstime

いくつかはリセッションが近づいていることを示唆している。

シャンパンから口紅まで、経済がどこへ向かっているのかを見てみよう。

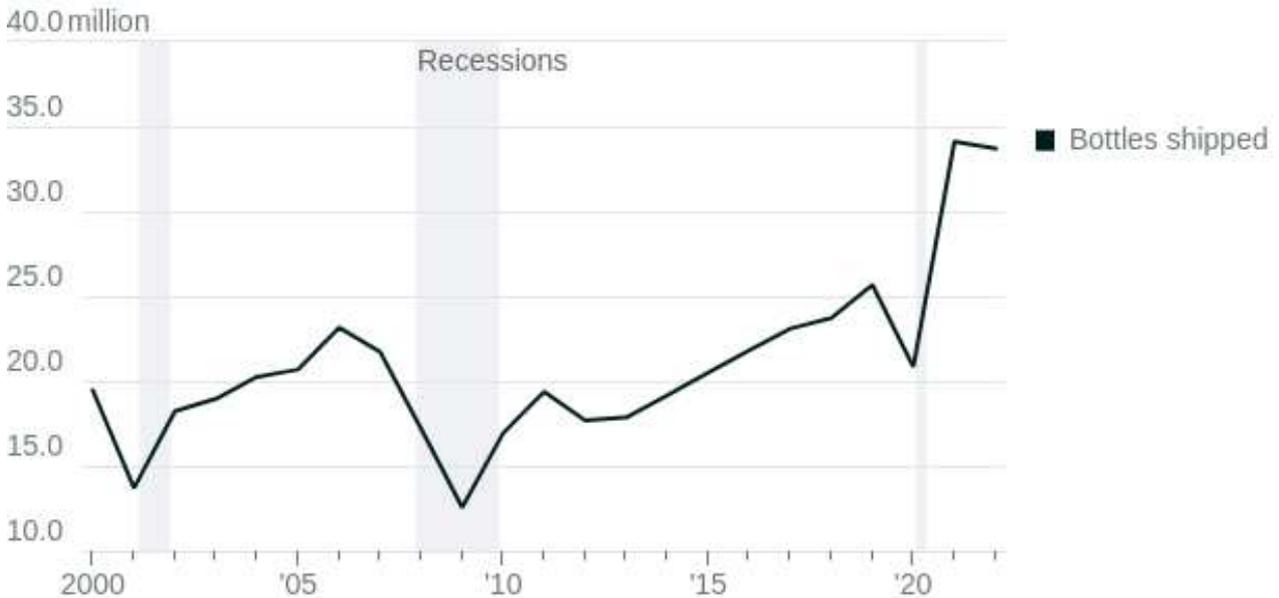
■ シャンパン指数はわずかに低下

景気が良いとシャンパンが売れるが、景気が悪くなるとあまり売れなくなる。2007～2008年の世界的な金融危機では、消費者は購入を大幅に減らし、米国の輸入量は2006年の2320万本に対し、2009年は1260万本に落ち込んだ。

最近では、新型コロナウイルス禍で悪化した経済をてこ入れするために政府が景気刺激策を打ち出した2020年には、株価が上昇してシャンパン輸入も急増した。米国の輸入量は2021年に3400万本を超え、2022年は3370万本とわずかに減少した。これは消費者が買い控えている兆候なのだろうか。判断を下すには時期尚早だが、注視する価値はある。

Champagne Index

U.S. champagne shipments looked a little less bubbly last year. Americans tend to reduce their purchases during economic downturns.

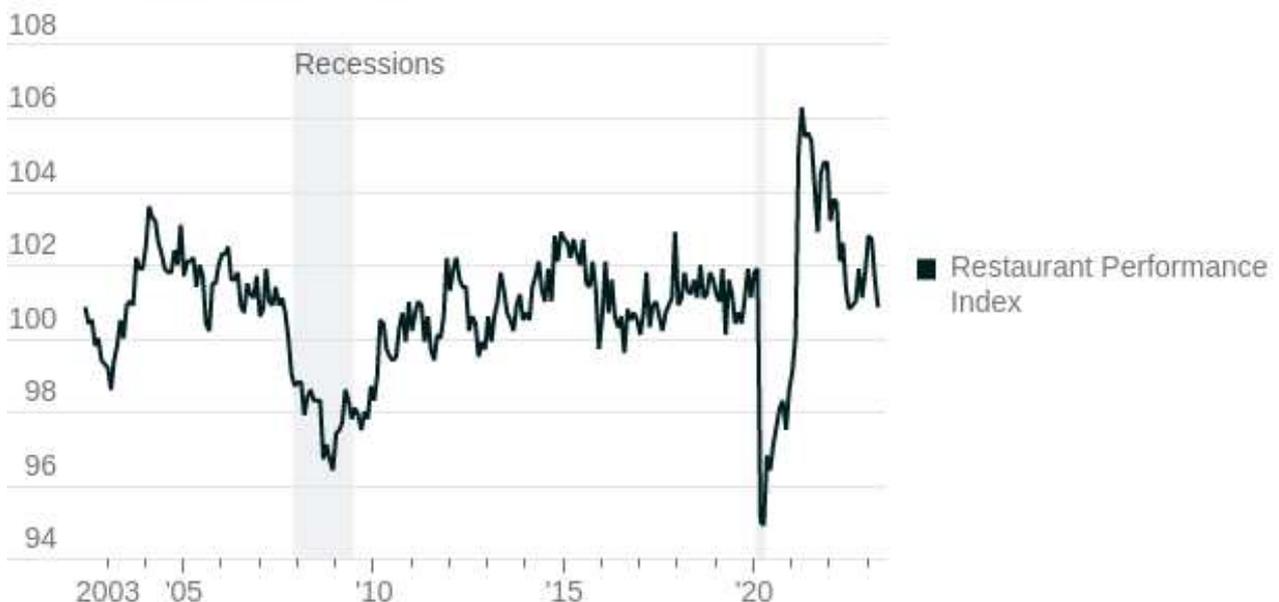


Note: Champagne shipments to the U.S. by year, 2000—2022 (in 750mL bottles)

外食指数は低下もなお堅調

Dining Out Index

Restaurant traffic is slowing after a post-pandemic spurt. Sit-down restaurants tend to empty out when times are tough.



Note: Values above 100 = expansion, values below 100 = contraction

外食は景気動向を探る複雑な指標だ。歴史的には、リセッションに陥ればレストランの客足が鈍る。全米レストラン協会（NAR）のレストラン・パフォーマンス・インデックス（RPI）は、この傾向を

裏付けている。人々が外食をしなくなるのは、使えるお金が少なくなった時だ。

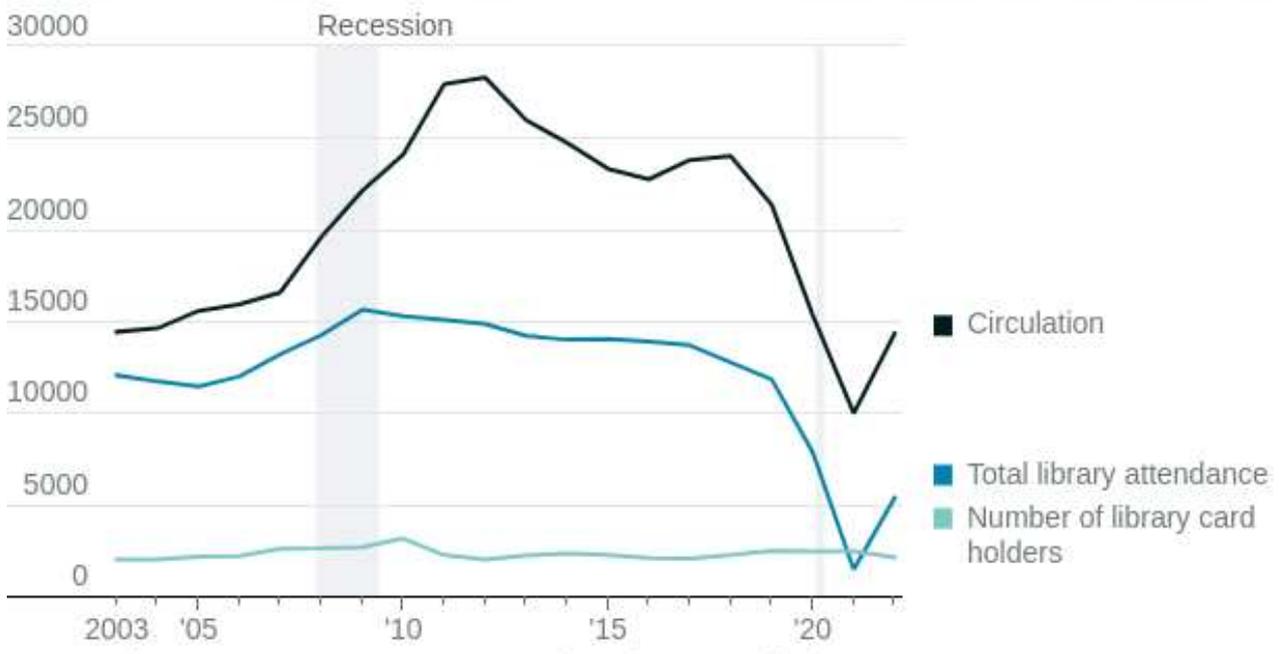
しかし、NARのハドソン・リール調査担当上級副会長は、外食トレンドはリセッションとの密接な相関関係が薄れていくとみている。リール氏は、外食やテイクアウトは「10年前よりも米国人のライフスタイルの中心になっている」と指摘し、不況時でも外食産業は持ちこたえることができると付け加えた。

RPIはコロナのロックダウン（都市封鎖）を経て2021年に劇的に回復したが、その後は下向いている。5月のRSIは前月比1.3%低下し、2021年2月以来の低水準となった。とはいえ、指数は依然として100を上回っており、業界の拡大を示している。

図書館指数はコロナでゆがみ

Library Index

Library circulation and attendance are up in New York, which runs the nation's largest public library system. Library attendance typically rises when the economy turns down.



厳しい時代には、より多くの人々が無料のサービスを利用する。これがいわゆる図書館指数だ。しかし、過去の統計を見ると図書館の利用状況とリセッションの間に常に明確な相関関係があるわけではなさそうだ。

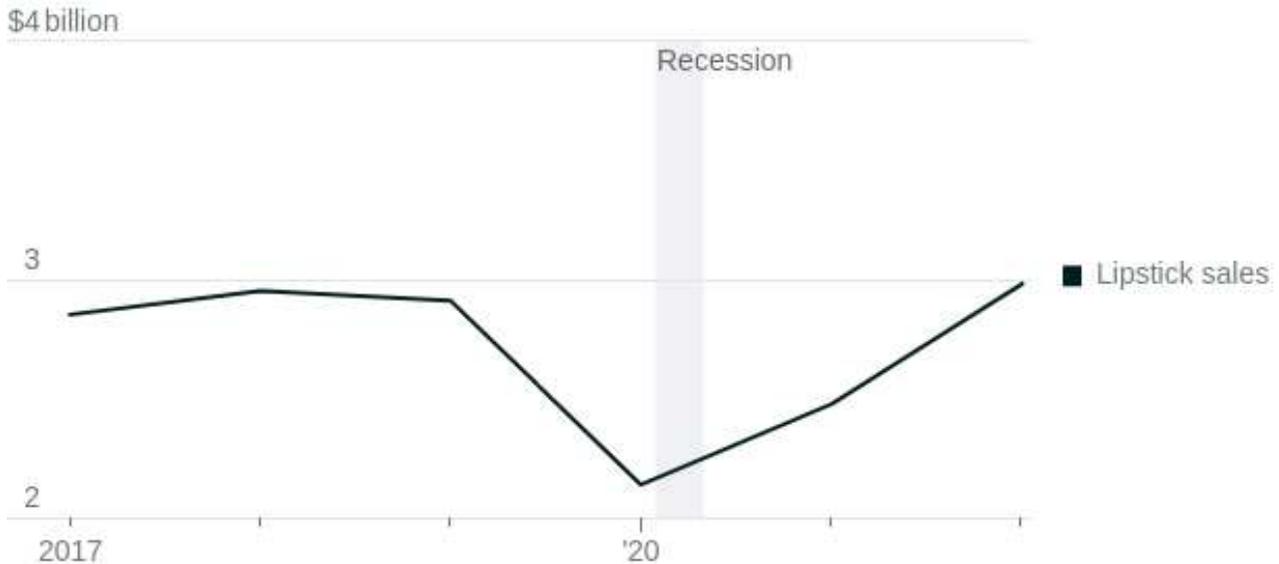
公立図書館の季刊誌によると、金融危機とそれに続くリセッションの間、全国の図書館の利用者数が増加した。しかし、コロナ期には多くの図書館が閉鎖されたため、2020年のリセッションでは利用者数が激減した。

ニューヨーク市のデータによると、図書館の利用者数は再び増加しているが、コロナ前の水準を大きく下回っている。

美容指数は上向き

Lipstick Index

Lipstick sales are on the upswing following the Covid recession, but might not predict the economic climate as reliably as they once did.



Note: Data include sales of all makeup used to color the lip, usually in twist-up stick, cream (in a pot), or crayon format

口紅は比較的安価であるため、昔の不況期には売れ行きが好調だった。経済学者のジュリエット・ショー氏は、この現象を「口紅効果」と呼んでいる。エスティ・ローダーによると、2001年9月11日の同時多発テロ後のリセッション期に、個人消費が大きく落ち込んだにもかかわらず、口紅の売上高が急増した。

しかし、最近では経済状況の正確なバロメーターにはなっていない。クライン・コスメティクス・アンド・トイレタリーズのレポートによると、2008～2009年にかけての口紅の売上高は6%近く減少し、コロナ期には22%も減少した。

エスティ・ローダーのファブリツィオ・フレダ社長兼最高経営責任者（CEO）は、2020年にこの問題を取り上げ、「口紅指数は終わったのかと聞かれた。口紅指数のコンセプトは、美容は景気悪化に耐性のあるカテゴリーであるということだ」と述べた。

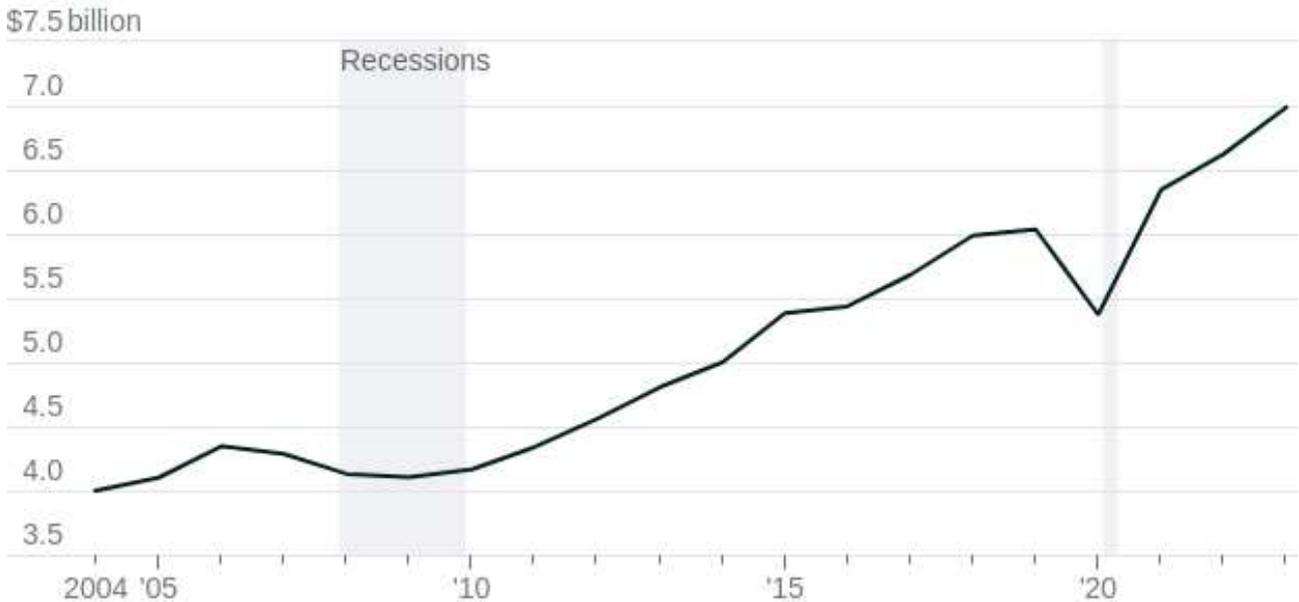
今では多くのアナリストやエコノミストが、購買動向をモニターするために美容全体の売れ行きを調べている。例えばマニキュアや香水といったアイテムは、最近のリセッション期には口紅を上回っていた。

消費者分析会社サーカナのアドバイザーであるラリッサ・ジェンセン氏は「小売りカテゴリーの中で美容製品は売上高も販売量も伸びている数少ないカテゴリーの一つだ」と述べた。オフィス回帰のトレンドが美容製品の売上高を押し上げているとみられる。

男性用下着指数は低所得層で低下

Men's Underwear Index

The good news: Men are buying a lot more underwear. The bad news: Sales tend to stagnate during recessions, although - more good news - that hasn't happened yet.



FRBのアラン・グリーンズパン元議長は、リセッションを予測するために男性用下着の売れ行きをモニターしていると語った。景気が悪くなると、男性は見られもしない下着を買わなくなるという理論だ。

モーニングスター・リサーチ・サービスのアナリスト、デービッド・スワーツ氏によると、男性用下着の売れ行きは金融危機の際に鈍り、コロナ不況の2020年には大きく落ち込んだ。

サーカナによると、2021年から2022年にかけて男性用下着のドルベースでの売上高は比較的安定していたが、販売量は前年比12%減少した。年収が5万ドル未満の世帯は、男性用下着に費やした金額が大幅に減少したという。

フライドポテト指数はまちまち

フライドポテトの売上高も景気の指標になり得る。ファストフード業界の多くがモニターしているフライドポテト指数は、消費者が食事と一緒にサイドメニューのフライドポテトを注文する割合を見る。この指数は複雑なメッセージを発している。フライドポテト製造会社ラム・ウェストンのトム・ウェストンCEOは最新の決算説明会で、フライドポテトの需要は依然として「健全」だと強調した。

一方、マクドナルドのクリス・ケンプチンスキーCEOは4月の決算説明会で、世界中のほとんどの市場でフライドポテトを注文する客が減っていると述べた。

NBERに教えてあげようか。

【編集部注】

本記事は7月6日に「バロンズ・ダイジェスト」で配信済みですが、バロンズ本誌編集部がラム・ウェスト社CEOをトム・ウェストン氏と誤っていました。今回トム・ワーナー氏に修正され、WEEKLY版に再配信されました。

By Megan Leonhardt
(Source: Dow Jones)

3. 論説：米国人は消費を続ける。何があれば止まるのか [経済政策]
Op-Ed: Americans Just Keep Spending. What Will Get Them to Stop.
年明けにかけて浅いリセッションが予想されるが、消費の足踏みは一時的

個人消費が底堅い米国の景気を支えている



Illustration by Lynne Carty/Barron's; Dreamstime (2)

米国の景気後退を予測していた人々は、ここ数カ月間は大人しくしている。急激な金利上昇と根強いインフレに直面しつつも、米国経済は相変わらず予想以上に底堅い。上振れサプライズの主役は個人消費だ。

インフレ率が米連邦準備制度理事会（FRB）の目標値の2%を上回り始めた2021年初頭以降、個人消費支出はインフレ調整後で四半期平均1.8%増加している。雇用の力強い伸びと健全な名目賃金の上昇を特徴とする歴史的な労働需給の逼迫（ひっばく）が個人消費を支える追い風

となったが、賃上げ率がインフレ率を上回り始めたのはごく最近のことだ。

では、他に何が米国の消費を後押ししているのだろうか。パンデミック（世界的大流行）初期のロックダウン後、経済が再開されてから、賃金や給与収入以外の幾つかの要因が家計の消費能力を押し上げている。

余剰貯蓄、社会保障給付の総額、クレジットカードの使用が個人消費を後押し

パンデミック時に大規模な財政支援が行われたことと、消費能力が抑制されたことにより、家計は余剰貯蓄を大幅に積み上げることができた。2021年夏以降、消費者はこの資金を活用している。余剰貯蓄の見積もりにはかなりの幅があるが、家計はおそらく貯蓄バッファの半分以上を使い果たしており、5000億ドルから1兆ドル程度の余剰貯蓄を残している。

社会保障給付の受給者に対する手厚い生活費増額も個人消費を増加させた。インフレ率の急上昇により、社会保障受給者は2022年に過去40年間で最大となる5.9%の給付増額を受け、さらに2023年は過去最高の8.7%の増額を受けた。こうした収入源は経済にとって重要性を増している。高齢者人口の増加に伴い、65歳以上が個人消費に占める割合も上昇している。2021年には21%となり、10年前から4%ポイント上昇した。パンデミック時には他の年齢層よりも消費を控えていた高齢者が、最近ではいわ

ゆるりベンジ旅行などのために消費を増やす傾向にあるのかもしれない。他の年齢層も同様だろう。

家計はまた、借り入れを増やすことによって、高インフレの最中でも消費を継続している。パンデミックの初期は、多くの家計が、手厚い財政補助を受けた後、消費が縮小されたこともあって、クレジットカード債務を返済した。クレジットカード債務は2022年に14%急増したが、最近伸びが鈍化している。国勢調査のデータによると、あらゆる所得レベルの世帯で、消費ニーズを満たすためにクレジットカードに頼る割合が上昇している。

個人消費は鈍化し年明けに向けて浅いリセッションが訪れる

この先数カ月、消費は堅調を維持できるだろうか。さらに上振れサプライズが待ち受けているのだろうか。米連邦準備制度理事会（FRB）による利上げの積み重ねが経済成長を鈍化させるため、個人消費の増加ペースは緩やかになり、年明け頃には小幅なマイナスに転じる可能性が高い。ある程度の雇用減少を伴う緩やかな景気後退が起きるとするのが今もわれわれの予想の基本シナリオであり、これが消費の抑制につながると見られる。余剰貯蓄が個人消費を支える役割は低下する公算が大きい。残された貯蓄は高所得世帯に集中し、彼らはこれを富として扱い、低所得世帯よりも時間をかけて使うと思われる。

足元では消費への逆風もある

消費者は今後数カ月間、他の逆風と向き合うことになる。学生ローンの返済猶予措置が8月末で打ち切られるため、返済再開に伴って他の支出を控える借り手が現れる。これとは別に、米連邦最高裁判所がバイデン政権の学生ローン返済免除計画を認めない判断を下したため、学生ローンの一部または全額免除を期待していた借り手は支出を控える可能性がある。家計も、クレジットカード金利が記録的な高水準にあるため、カード利用を控えている模様だ。2023年前半の銀行破綻に伴う融資基準の厳格化も、家計消費を支えるための借入能力を制限するだろう。

所得の増加、堅調な雇用情勢、家計の健全性から、消費の停滞は一時的

ただ、消費者は一息つくだろうが、全面後退は考えられない。インフレが後退するにつれて、家計は実質所得の増加を認識し始めている。労働需給が緩和するにつれて実質賃金の伸びは鈍化すると思われるが、6月の実質平均時給は前年同月比で1.2%増と、2021年3月以来の高い伸びとなった。今後の景気後退に伴う失業率の上昇幅は2%未満にとどまり、過去の景気後退の平均を下回ると予想される。パンデミックの余波で労働力の確保に追われた多くの雇用主は、もちろん例外はあるが、労働者を手放したくないはずだ。

またしても全体の話だが、家計のバランスシートが健全なら消費者の大幅な買い控えも防げる。2007～2009年の景気後退期と比べると、住宅ローン金利の急上昇による住宅価値の下落は小幅で、家計の資産価値はわずかな打撃を受けたに過ぎない。株式を大量に保有する家計はより大きな打撃を受けたが、それでも保有株式はパンデミック発生以来大幅に上昇している。こうしてみると、負の資産効果による個人消費への影響は小さいと思われる。

筆者はアドバイザリー会社であるオックスフォード・エコノミクスの米国エコノミスト。

By Nancy Vanden Houten
(Source: Dow Jones)

4. ミーム株の反騰か、冷静に判断する Meme Stocks Are Rallying. This Time They're Not Funny. ミーム株ETFで検証する

[投資戦略]

ミーム株の回復は赤信号か



Jeenah Moon/Bloomberg

ある投資銀行は、ミーム株が再び活発に取引されていることについて、株式市場にとって悪い兆候だと言う。そうかもしれない。ただ、つまらぬあら探しをさせてもらうなら、最近の動きは特段、ミーム株のようには見えない。むしろ、売られた株の駆け引き上のバウンス（戻り）だと言いたい。

BTIGが7月11日に発表したテクニカル・ストラテジー・ノートのタイトルは、「ミーム株の回復は赤信号」だった。BTIGは、この3日間で生活必需品セクター指数が2%近く下落したのに

対し、ミーム株の株価指数は10%上昇したと指摘した。過去18カ月間を振り返ると、両者の3日間のパフォーマンスの差がこの水準まで広がった場合、その後20日間でS&P500指数は平均1.5%下落している。

この小さな下落は、長期投資家よりもデイトレーダーにとって興味深いものだろう。しかし、このノートには誰にとっても有益なことが書かれている。すなわち、今年のミーム株の上昇幅が広がることは「心強い」ことだが、クオリティの低い株の急騰は「しばしば上昇相場の最後の動きとなる」ということだ。

株式市場のブレドス（値上がり銘柄数と値下がり銘柄数の差）はホットな話題だ。S&P500指数は年初来17%上昇している。ビーオブエー・セキュリティーズによれば、時価総額合計11兆ドルに及ぶ7銘柄が、上半期の上昇の73%を占めた。その7銘柄は、アップル<AAPL>、マイクロソフト<MSFT>、アルファベット<GOOGL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、メタ<META>（旧フェイスブック）、米半導体大手のエヌビディア<NVDA>、電気自動車（EV）大手のテスラ<TSLA>だ。

一部の投資家が「マグニフィセント・セブン」と呼ぶこれらの銘柄を合わせた株価収益率（PER）は40倍で、インデックス投資家のバリュエーションを高めている。S&P500指数全体では、PER20倍という高水準にある。マグニフィセント・セブンを除いた指数（質素な493銘柄）は、PER15倍でより合理的だ。

バリュエーションよりも心配なことがある。第2四半期の決算発表が目前に迫っているが、S&P500指数のコンセンサス予想では、売上高の横ばいと利益率の縮小により、利益は前年同期比で9%の減益となっている。一方、先週のデータでは、6月のインフレ率が5月の4%から3%に低下し、米連邦準備制

度理事会（FRB）の利上げサイクルが終わりに近づいている可能性を示唆している。しかし、投資運用会社アポロ・グローバル・マネジメント<APO>のチーフ・エコノミスト、トーステン・スロク氏は、利上げは成長に対して遅行効果があり、最近の利上げは約1年後に最も重くのしかかると指摘している。

■ ミーム株とは

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の間、米政府の景気刺激策による資金を元手に、ロビンフッド・マーケット<HOOD>のアプリのアカウントや、インターネット交流サイト（SNS）レディットの掲示板のチャットフォーラムへのアクセスで武装したトレーダーたちは、皮肉を込めて特定の資産の価格を吊り上げ始めた。投資家たちはこうして価格が急騰した特定の銘柄をミーム株と呼ぶようになった。その代表的なものがゲームソフト小売りチェーンのゲームストップ<GME>と映画館チェーン大手のAMCエンターテインメント・ホールディングス<AMC>だ。

はっきり言って、ディスク、店舗、ショッピングモールが衰退している今、ショッピングモールの実店舗でビデオゲームをディスクで販売することで何とか存続している事業には、滑稽な要素はない。しかし、トレーダーがその事業の株を2週間ほどで20倍にし、その過程で空売り筋を吹き飛ばしたことは、何ともお茶目な話だ。

それは2021年初頭のことで、ニッチなテーマの上場投資信託（ETF）を販売するラウンドヒル・インベストメンツは、年末前にラウンドヒル・ミームETF<MEME>を新規設定した。このETFは、25銘柄を自動的に選択する指数に連動する。皮肉が込められているかどうか選別する方法がないため、この指数は、ショートスクイズ（踏み上げ）の可能性を測ることを目的に、ソーシャルメディア上での言及の多さと、取引可能な株式数に占める空売りの多さという、二つの要素を用いている。

■ ミーム株の反騰は本当なのか

BTIGは、創業以来、わずかな資産しか持たず、パフォーマンスも芳しくないこのファンドを、最近の上昇を測定するために利用した。ゲームストップとAMCは保有株だが、当初の皮肉は時代遅れになり、ファンドの運用期間においてこれらの銘柄は大きな利益を上げていなかった。他の保有株は場違いだ。大手航空会社の一つで、堅実なキャッシュ創出力を持つデルタ航空<DAL>は、自社がミーム株であることを知っているのだろうか。クルーズ船旅行サービスの最大手のカーニバル<CCL>のどこに皮肉が込められているのか。ドラッグストアチェーン大手のウォルグリーン・ブーツ・アライアンス<WBA>は業界からしても明らかに皮肉といえる要素はない。

BTIGが調査した3日間にミーム指数の銘柄をスクリーニングしたところ、その指数上昇のほとんどは、昨年赤字となって下落していたモメンタム株によるもので、ミーム株と呼べるようなものではなかった。オンライン中古車販売会社カーバナ<CVNA>、ビットコイン採掘会社ライオット・プラットフォーム<RIOT>、人工知能（AI）主導の融資プラットフォームのアップスタート・ホールディングス<UPST>、EV関連企業のリビアン・オートモーティブ<RIVN>とルシード・グループ<LCID>の2社、暗号資産（仮想通貨）取引所のコインベース・グローバル<COIN>、そしてロビンフッド・マーケットがある。

次に、同じ3日間で上昇率上位の米国株をスクリーニングし、少しでも面白いものがないかを調べた。

オンライン不動産仲介業者レッドフィン<RDFN>とストリーミング配信のフボTV<FUBO>は、それぞれ約30%上昇し、空売りが増加しているモメンタム株だが、そこに皮肉は込められていない。これらの銘柄に並ぶのが工業品メーカーのWD-40<WDFC>で、売上高が回復している潤滑油会社だ。

判定：ミーム株の反騰はなく、投資家がクオリティの低い銘柄に手を出しているだけだ。それが市場全体に問題をもたらすかどうかは不明だ。

UBSアセット・マネジメントの投資部門責任者であるバリー・ギル氏は、最近の金利上昇によってさらなる圧力が加わるという見方に同意しており、「それは2023年の出来事というより、2024年の出来事だ。マネー・マーケット・ファンド（MMF）の金利が5%以上になるのは久しぶりのことだ」と話す。投資家は現在、米国のグロース株や長期の安全な債券に投資し過ぎている可能性が高い。もう少しキャッシュを持っていても良い。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

5. インフレとの戦いで楽勝部分は既に終了

[米国株式市場]

The Easy Part of the Inflation Fight Is Over. Market Might Be in Trouble.

さらなるインフレ率の低下は険しい道になり、市場にも試練となりそう

インフレ率の低下を受けて株価上昇



Chip Somodevilla/Getty Images

最後の1マイルが最も難しい。マラソンを走っていても、インフレを抑えようとしてもそれは同じだ。

こうしたことは、12日に発表された消費者物価指数（CPI）に対する市場の反応からは分からないだろう。12日に発表された6月のCPIは前年比でわずか3%上昇しただけで、2021年3月以降でも最も低い上昇率だった。主要株価指数の先週の動きを見ると、ダウ工業株30種平均は2.3%上昇して3万4509ドル03セントとなり、S&P500指数は2.4%高の4505.42で引けた。ナスダック

総合指数は3.3%高の1万4113.70となった。小型株のラッセル2000指数は3.6%高の1931.09で週末を迎えた。一方、前週に5%を超えた2年国債の利回りは、4.7%まで低下した。

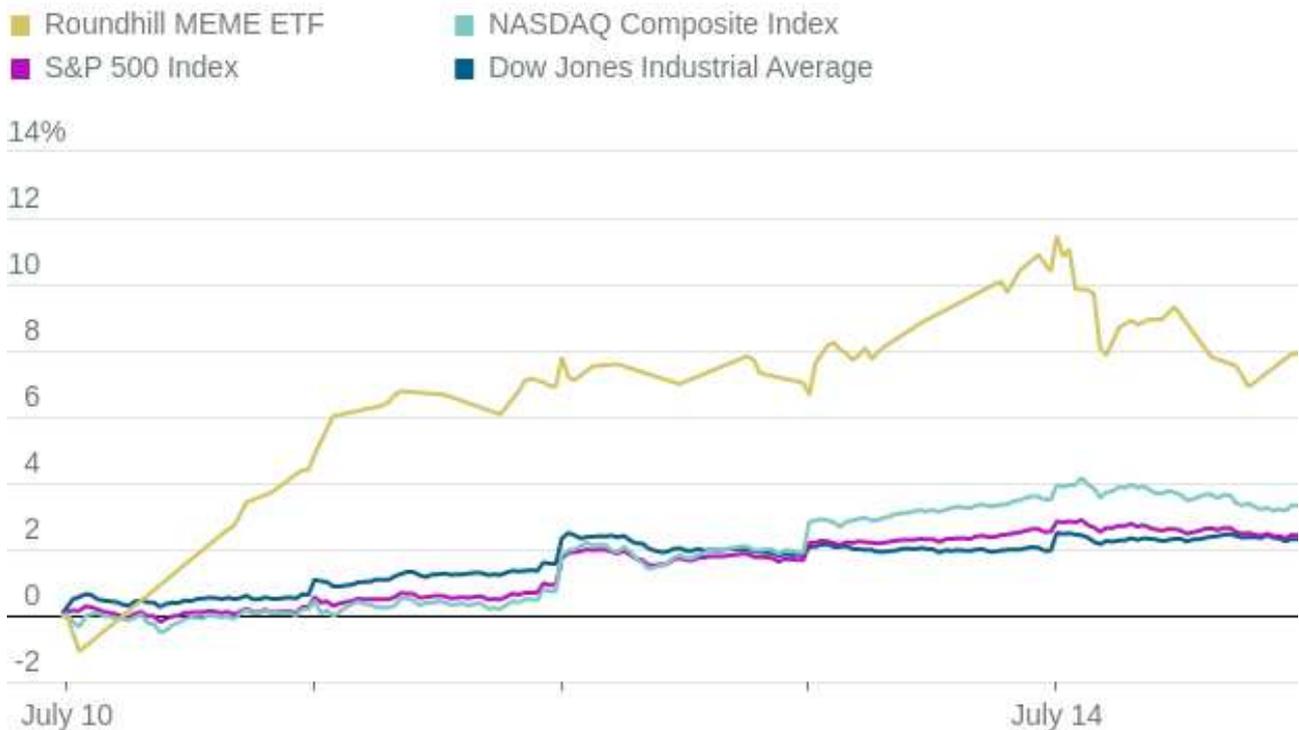
年間インフレ率は低下するまで長い道りを歩んできた。CPIのピークは2022年6月の前年同月比プラス9.1%で、このときはCPIのほぼすべてのカテゴリで価格の上昇が見られた。一方、最近では、6月にエネルギー価格が前年同月比で17%近く下落したほか、中古の自動車やトラックは5.2%下がった。そのほか1年前より価格が下落したものとして、航空運賃、家電製品、健康保険、履物などが挙げられる。

しかし、この下落は、インフレ率が高かった昨年の幾つかの月が計算対象外に過ぎ去ったことによる

ところが大きい。CPIは2022年6月だけで前月から1.2%上昇した。これを2023年6月の前月比0.2%上昇に置き換えるだけで、年間変化率は1%ポイント低下する計算だ。

来月以降に前年比が低下することは難しい

Market Snapshot



2022年7月のCPIの前月比が横ばいだったことから、こうした状況を来月見ることはないだろう。つまり、2023年7月のインフレ率の前月比がゼロより高ければ、来月発表される7月の前年同月比上昇率は今回の6月分よりも高くなる。実際、ビアンコ・リサーチによると、2023年後半のCPIの前月比上昇率がパンデミック（世界的大流行）前や量的緩和策の時代の平均になると、12月のCPIの前年比上昇率は3.9%になるという。つまり、インフレが再加速しているように見えることになる。

以前に聞いたことのある話かもしれないが、インフレ率が2%に低下するための最後の一押しは、金融市場にとってより難しく、より不安定なものになりそうだ。EYパルテノンのチーフ・エコノミストであるグレゴリー・ダコ氏は、「エネルギー価格の急落、食品価格の落ち着き、およびコア財の値上がりが緩やかになったことで、「ディスインフレのフリーランチ」が得られた状況はほぼ終わった。さらなるディスインフレの勢いのためには、コアサービス価格の前月比上昇率が鈍化する必要がある」と指摘している。

さらなるインフレの低下には労働市場の軟化が必要

多くのエコノミストは、ディスインフレが次の段階に進むためには、米国の労働市場がある程度緩むことが必要だと指摘する。それを達成するためには、景気が大幅に後退することが必要かもしれない、米連邦準備制度理事会（FRB）の路線維持の決意が試されるとともに、株価の重荷となる可能性もある。

FRBが政策金利を決定する連邦公開市場委員会（FOMC）は7月25、26日に開催されるが、先物市場ではフェデラルファンド（FF）金利の目標水準が0.25%ポイント引き上げられると織り込まれている。その次の9月19、20日の会合までには、インフレと雇用に関するデータがあと2カ月分発表される。今のところ、先物市場では利上げ見送りとの見方が優勢だ。

インフレとの闘いにおいて、今回の前進は前進だったが、それを勝利と混同してはいけない。FRBが勝利することはないだろう。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

6. インフレ率がこんなに急速に下がることはない — 株式市場には朗報

[コラム]

Inflation Rarely Falls This Fast. That's Good News for Stocks.

過去を紐解くと

ディスインフレの国へようこそ



Intercontinentale/AFP/Getty Images

2年以上も物価が上がり続けた後、インフレ率が急速に低下している。6月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比で3%の上昇となったが、これは2021年3月以降で最低の上昇率だ。インフレ率は過去12カ月間に6.1%ポイントも低下しており、これはインフレからデフレに転じた2009年以降で最大の低下幅だ。9%を超えるCPIが6.1%ポイント以上低下したのは1952年5月以来で、当時は1.9%まで7.4%ポイント低下した。

これがどれほどの偉業かを考えてみよう。確かに、全体的なインフレの数値は高過ぎるままだ。食品とエネルギーを除いたコアCPI上昇率は4.8%と、米連邦準備制度理事会（FRB）のインフレ目標値の2%を大きく上回っている上、時間当たり平均賃金は4.4%のペースで上昇を続けている。

しかし、投資家が拠り所にすべき道理がある。重要なのはあくまで方向であって水準ではないということだ。インフレが下向きなのだから、株式市場は上向きになる。本当に単純なことだが、それこそが2023年に入ってから株式市場が上昇してきた大きな要因なのだ。

株式市場はまだ上がる

そして、株式は上昇を続ける公算が大きい。ビスポーク・インベストメント・グループのポール・ヒッキー氏は、6月に1940年代末期以来となる3.1%の下落を記録した卸売物価指数（PPI）の最終財部分と6.1%上昇したCPIとの乖離（かいり）が過去最高になっている点を指摘する。それは、企業の利益率が持ちこたえているか、消費者物価のインフレがあまり問題になっていないことを示唆し得る。

いずれにせよ、両者の乖離が歴史的な水準となっている時期は通常なら株を買う好機であり、そうした状況が生じてからの3か月間にS&P500指数は平均で3.6%上昇し、翌年には19%上昇している。ヒッキー氏は、「両者のスプレッドが記録的に上昇した時期の後には、通常なら株式のリターンが平均以上となる。それが起こるのは、リセッション（景気後退）の末期か景気拡大期の初期段階である」と書いている。

歴史的には株式が下落する可能性

今は、どちらでもないようだ。逆イールドカーブ状態で、先行指標が低下していて、製造業購買担当者景況指数（PMI）がまだ景気縮小の領域にあるにもかかわらず、米国経済は景気後退に陥っていない。キャピタル・エコノミクスのチーフ・マーケット・エコノミストのジョン・ヒギンス氏は、年後半に景気が減速すると引き続き予想し、強気相場を伴ったリセッションの事例を歴史の中に追い求めている。

ヒギンス氏は、南北戦争末期、第一次世界大戦と第二次世界大戦の終盤に起きた景気減速、1926年10月から1927年11月にかけて続いたリセッション、そして、朝鮮戦争の終了時に起きた景気悪化という五つの事例を見つけた。景気後退を伴ういずれの上昇相場も、バリュエーションが極めて割安かバブルの領域にあったかのいずれかの時期に起きており、現在はどちらでもないため、近く株式市場が下落するとヒギンス氏は予想する。

ヒギンス氏は、「われわれの予想は、株式市場は2023年後半のリセッションの最中に打撃を受けてから、大きく上昇するというものだ」と書いている。

リセッションは過去のものか

もう一つの可能性がある。それは米国が既にリセッションを経ていて、新たな景気拡大期に入っているというものだ。それこそ、ヒッキー氏が望んでいることで、PPIとCPIの比較に基づき、「この指標を用いると、リセッションが差し迫っているというよりも、過去のものとなった可能性の方が高い」という見解に一段と信憑性が得られる」と書いている。

だとしたら、うれしいサプライズではないか。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

7. ネットフリックスの株価上昇はさらに続く

[ハイテク]

Hollywood Is on Strike Netflix Still Wins.

広告付きプランとパスワード共有対策によって業績上振れへ

エンタメ業界が激震に見舞われる中、ネットフリックスが四半期決算を発表へ



Bing Guan/Bloomberg

7月19日のネットフリックス<NFLX>を皮切りに、ハイテク株の2023年第2四半期決算発表シーズンが始まる。そうした中、エンターテインメント業界では幾つかの目まぐるしい変化が起きている。

その一つが、俳優組合と脚本家組合が同時にストライキに入っていることだ。両組合が同時にストを決行するのは1960年以来だ。今回の両組合のストは、報酬の改善だけでなく、ストリーミング動画がエンターテインメントビジネスをどのように変えつつあるのかに焦点が当てられ

ている。

その一方で、テレビ番組や映画をつくる制作会社はケーブルテレビと衛星テレビの凋落に対する打開策を模索している。今年、有料テレビサービスに加入している米国の世帯の割合はここ数十年で初めて50%を割り込む見通しで、有料テレビ離れは加速している。

テレビの世界も大きく変わりつつある。ウォルト・ディズニー<DIS>の最高経営責任者（CEO）、ボブ・アイガー氏は先週のCNBCのインタビューで、伝統的なリニアテレビ事業はディズニーの将来にとって「中核ではない可能性がある」と述べた。さらに、FASTチャンネル（広告付きの無料ストリーミング動画サービス）に流入するテレビ広告費が増加しており、サブスクリプション型動画サービスは新たな課題を突き付けられている。

第2四半期決算はガイダンスを大きく上回る可能性がある

ネットフリックスは自社を取り巻く環境の変化に対処するため、この1年以上にわたりビジネスモデルの再編に取り組んできた。具体的には、月額6.99ドルと割安な広告付きプランを15カ月前に導入し、パスワード共有の取り締まりにも着手した。その成果は第2四半期決算から表れ始める見込みだ。

ウォール街のアナリストと投資家はこうした取り組みを強く支持しており、ネットフリックスの株価は年初来で53%上昇している。そして今や、今後さらに上昇すると予想する理由がある。

UBSのアナリスト、ジョン・ホドゥリック氏は最近、ネットフリックスの目標株価を390ドルから525ドルに引き上げた。直近株価からの上値余地は20%ほどだ。ホドゥリック氏は第2四半期決算が会社ガイダンス（第2四半期の売上高を前年同期比3.4%増の82億4000万ドル、加入者純増数を第1四半期並みの175万人と予想）を上回ると考えている。

ホドリック氏は、ガイダンスの中で特に加入者純増数の予想があまりに低過ぎると考えており、第2四半期は360万人、第3四半期は650万人となり、通期で前年比2倍の1800万人に達すると予想している。

ところがホドリック氏の予想さえ保守的過ぎる可能性がある。ブルームバーグの消費者行動データ分析サービスSecond Measureによると、Netflixがパスワード共有の取り締まりを開始して以降、加入者の伸びが急加速しており、先週の伸び率はパスワードポリシー変更前の3倍以上になった。

Netflixの今後の施策を占うと…

だが、Netflixのこれまでの施策は効率性を目指したものであり、サブスクリプション型ストリーミング動画市場が飽和しつつあるという問題や、他のストリーミング動画サービスで魅力的なコンテンツが登場すると契約を切り替える消費者が増えるという問題に直接的には対処していない。つまり、Netflixは他にも新しい施策を試みる必要があるのかもしれない。

BofAセキュリティーのアナリスト、ジェシカ・レイフ・エールリッヒ氏は幾つかのアイデアを持っている。その一つは、Netflixは広告主から見てどのライバルよりも大きなリーチとスケールを備えた魅力的なストリーミング動画サービスであることだ。

とはいえ、エールリッヒ氏はNetflixの広告ビジネスは発展途上だと指摘する。例えば独自の広告技術を蓄積するため、マイクロソフトの広告ソフトウェアへの依存から脱却する必要があるという。さらにエールリッヒ氏は、NetflixがFASTチャンネルや他のストリーミング動画サービス事業者に対して自社のオリジナルコンテンツの使用を認める可能性があると考えている。

第2四半期決算発表のもう一つの注目点は、コンテンツ制作費の削減に関するガイダンスが示される可能性があることだ。Netflixがフリーキャッシュフローと自社株買いを増加させると約束しているからだ。投資家とともに、ストを執行中の脚本家や俳優も、ガイダンスにコンテンツ制作費の削減が盛り込まれるかどうかを注視するだろう。

シティグループのアナリスト、ジェイソン・バジネット氏によると、俳優組合による1980年のストは興行収入に大きな打撃を与えた。一方、Netflixの共同CEOであるレッド・サランドス氏は、Netflixはどのライバルよりも制作作業の中断に耐える態勢が整っていると述べ、その理由として、既に制作が完了した未放映作品の多さと、国際事業の比重が他の事業者よりもはるかに大きいことを挙げた。Netflixは、米国以外の国で英語以外のオリジナル作品を制作し続けることができる。

皮肉なことに、米国でのコンテンツ制作の数カ月間に及ぶ長期中断には、目先のコストを削減して利益と利益率を押し上げる効果がある。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

8. 学生ローン問題は経済問題ではなく政治問題 Student Loans: Why the Pain Will Be Mostly Political 学生ローンの返済猶予終了は低所得者層を直撃

[経済政策]

最高裁判所がバイデン政権の学生ローン免除計画を否決



Chip Somodevilla/Getty Images

学生ローンをめぐる状況は、経済よりも政治への影響がはるかに大きそうだ。

最高裁判所は6月末に、バイデン政権の学生ローン返済免除計画を認めない判断を下した。同計画は4300億ドルに上る学生ローンを一方的に無効にするとしていた。加えて10月には、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）期に成立した、連邦政府が提供する学生ローンの3年間の返済猶予措置が終了する。

影響を受ける学生ローンの金額が大きいため、学生ローンの返済再開が経済の足を引っ張ると主張するエコノミストもいる。約4300万人が1兆7000億ドルの学生ローンを抱えており、まもなく返済を再開せざるを得ない状況だ。

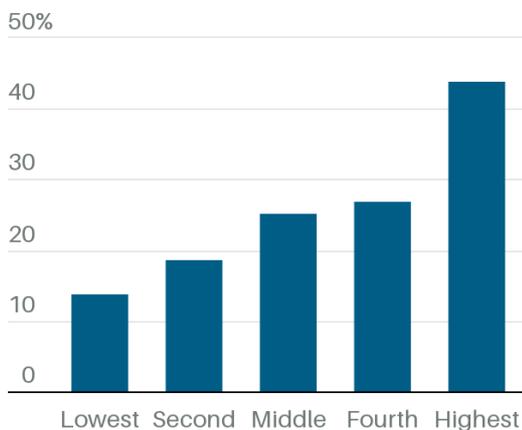
グレンミード・トラストの調査レポートによれば、1人当たりの平均借入残高と平均金利に基づく、返済月額約380ドルと見込まれる。平均的な米国の世帯収入の10%程度に相当する金額である。

政府の代替案

Who Owes Student Debt

The highest earners hold the most.

Percentage holding student debt by income quintile



Sources: Bank of America Institute; Federal Reserve 2019 Survey of Consumer Finances

政府は、そうした打撃を回避するために、最高裁判所が当初の計画を認めなかったことから、代替案を発表した。大学生の借り手の返済額を、貧困線の225%（金額にして3万3000ドル程度）に相当する収入の閾値（しきいち）の5%に制限している。借り手が一定期間（借入金額により異なるが10年か20年）経過後元本を返済しない場合、当該残高は免除される可能性がある。

この代替案も却下される可能性があるため、その詳細は無意味かもしれない。ルネサンス・マクロ・リサーチのワシントン政治アナリストのステューベン・パヴリック氏は、新たな法律論争が不可避なようだとし、債務免除の当初案が6対3で否決されたことを考えると、代替案でも同様の判断がなされると考えた方がよさそうだ、とも付け加えている。

学生ローン免除計画の却下は、少額ながらも連邦財政赤字

にプラスの効果がある。パウリック氏は、9月には米議会予算局（CBO）がバイデン政権の当初案の費用を4000億ドルと見積もっていた、とレポートに記している。ペンシルバニア大学ウォートン校の予算モデルでは費用を4690億～5190億ドルと見積もっていた。見える範囲で年間数兆ドルに及ぶ財政赤字と比べればかすんでしまう金額ではあるが、この金額は、一般には故エバレット・ダークセン上院議員が発言して人口に膾炙（かいしゃ）したとされる有名な定義になぞらえると、依然として「リアルマネー（大金）」なのである。

では個人消費や経済にはどのような影響が及ぶのだろうか。現代の米国では、低所得層の借り手にとっての影響は甚大である。しかし、学生ローン債務の大半を負っているのは高所得層の借り手であり、そうした借り手にとっての返済負担は比較的小さい。消費を不釣り合いにけん引しているのが最上位の高所得者層であり、米国経済の3分の2以上がその消費に依存しているのである。

■ 学生ローン負担が高所得層と低所得層に与える影響の違い

金融持ち株会社ノーザン・トラストのエコノミストが引用した2019年の米連邦準備制度理事会（FRB）のデータによれば、年収30000ドル未満の下位4分の1の低所得層では、36%の家計が何らかの学生ローンを抱えており、債務返済が再開すれば当然厳しい状況に直面することになる。下位2分の1の所得層では22%の家計が学生ローンを抱えているが、全米の世帯平均（21%）に近い。収入の上位10%（世帯収入23万6200ドル）では学生ローンを借りているのはわずか6%に過ぎない。

しかし、各収入層が負っている学生ローン総額に占める割合となると、結果は正反対になる。学生ローン全体で最大の割合を占めるのが裕福な借り手である。そしてその中で最大の割合を占めるのが修士や専門職、博士の学位を持つ人材で、合わせると全体の半分以上を占める。

対照的に、最低所得層は学生ローン残高全体に占める割合が最低である。ローンの借り手のうち最小の割合を占めるのが短期大学の学位あるいは大学の学位を持たない人材である。

これらの事実は最近発行されたバンク・オブ・アメリカ・インスティテュートのレポートで報告されており、FRBとブルッキングス研究所のデータが引用されている。さらに、バンク・オブ・アメリカ（バンカメ）の膨大な預金データが示すところでは、学生ローンを負っている高所得層は貯蓄による十分な余力があり、他の負債が比較的少ない特徴がある。

ローン総額を分解してみると、図表のとおり、最上位の20%に属する高所得者層はローン残高が最大で、学生ローン総額の44.4%を負っている。最下位の20%では学生ローン残高が最も少なく、全体に占める割合は約13.8%である。所得分布の40～60%に位置する中間層は学生ローン全体の4分の1より少し多い（25.3%）割合を占める。

バンカメは、高所得層は他の所得層グループに比べやや緩やかなペースで消費支出を拡大してきており、学生ローンの返済が再開すれば幾分裁量支出が減るかもしれないと見ている。また、高所得層は貯蓄率が高く、クレジットカード使用率も低めでいわゆる「十分な金融面の余力」があることから、特段の問題はないとも分析している。

しかし、バンカメによると学生ローンを抱える高所得層の顧客は学生ローンのない高所得層の顧客に比べ、2020年4月に返済猶予が発効して以降、貯蓄を増やしている。バイデン政権の当初の学生ローン

免除計画ではいずれにしても高所得層は対象外であったため、高所得層は債務返済を再開するものと見込まれていた。

このため、最大の学生ローンを抱える借り手、すなわち医学、法学やその他の上級学位を持つ高所得層は10月1日に返済を再開できるだろうし、また恐らくそのつもりであろう。厳しいのはそれほど裕福でない借り手で、彼らにとって月額平均380ドルの支払いは負担になるであろう。彼らにとって唯一の選択肢は節約か、場合によってはデフォルト（債務不履行）だ。

個人消費支出総額の面では、影響はそこまで深刻ではないだろう。米労働省労働統計局（BLS）の2021年消費支出調査に基づいて本誌の統計担当者であるダン・ラムが計算した結果によれば、所得上位10%が消費支出の23%以上を占めるとしている。上から2番目の10分位では15%。そのため、所得上位20%の家計が消費支出の38.5%を占める。

あまり裕福でない世帯ほど学生ローン免除を望む家計は多いであろう。学生ローン免除はバイデン大統領が出馬時の選挙公約として掲げたものである。代替案も否決された場合、政策実現失敗の烙印（らくいん）を押され、政治的な代償を払うことになりかねない。そのことは、政権が7月14日に発表した教育省のプログラムを通じた390億ドルの免除の理由でもある。しかし、経済全体の最大の割合を占める高所得層の個人消費支出への影響は限られるだろう。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

9. AIバブルは大きくない AI's Bubble Isn't Big Enough. There's More Upside Ahead. 巨大ハイテク企業の株価がまだ上がる理由

[コラム]

ビッグ7とナスダック100指数のリバランス



Sam Yeh/AFP/Getty Images

バブルが大きくなればなるほど、弾けた時の衝撃は大きくなる。ただ、それはまだ先のことだ。

アップル<AAPL>、マイクロソフト<MSFT>、米半導体大手のエヌビディア<NVDA>などの巨大ハイテク企業の株価はAIブームに乗って上昇したが、それが巨大なバブルであり、悲惨な結末を迎えるのではないかという懸念をもたらしている。この3社に、アマゾン<AMZN>、米グーグルの持株会社アルファベット<GOOGL>、メタ<META>（旧フェイスブック）、米電気自動車大手のテスラ<TSLA>の4社を加えた、いわゆる「ビッグ7」は、ナスダック100指数のリバランス（構成比の調整）がどうしても必要になるほど大きくなった。ポートフォリオの4.5%以上を占める銘柄の合計割合が指数の48%以上になった時には、今回のようにリバランスが必要であるとのルールが存在するようだ。

このリバランスの発表を受けて、10日に「ビッグ7」のうちの6社の株価が下落し、ナスダック100指数の上昇率は0.11%未満となり、ダウ工業株30種平均（NYダウ）とS&P500指数の上昇率を下回った。しかし、こうした動きはこの日だけで、13日までにナスダック100指数は3.6%上昇し、S&P500指数とNYダウの両方をアウトパフォームした。

それにしても、規模の大きさはパフォーマンスの妨げになることもある。株価指数の中でリバランスが行われると、株価指数をベンチマークする投資家は、構成比が下がった銘柄を売らざるを得なくなる。アクティブ・ファンド・マネージャーも、ポジション制限を設けていることが多く、その銘柄を売らざるを得ない。これらの動きは「ビッグ7」に不利に働く。時価総額を倍にするのはより難しくなる。アップル<AAPL>が時価総額を今後3兆ドルから6兆ドルへと上げるのは、1兆5000億ドルから3兆ドルへ上げるよりもはるかに難しい。

1999年のITバブルとの違い

しかしこれはバブルなのか？決してそうではない。確かにナスダック100指数は、今年これまでに42%上昇しており、ITバブルが巨大に膨らんだ1999年の29%という上昇率も上回っている。しかし、これらの上昇の前に起きたことに注目すると、指数の動きはまったく異なる。過去2年間でナスダック100指数は4.2%しか上昇していないが、1997年7月13日までの2年間では134%と大きく上昇していたのだ。

米投資銀行シーポート・グローバルのストラテジストであるビクター・コッセル氏は、「1999年に似ているという人は、1999年までと1999年中に起きた異常な動きを無視していると思う。一方、2022年は資産にとって痛みを伴う年であったことは理解しているが、経済の減速および金融引き締めが引き起こした株式や債券の大幅な下落による損失に見切りをつけ損金処理した人は多いはずだ。また、バリュエーションの観点からも、ナスダック100指数は、それほどバブルの状態にはなっていないようだ。シティグループのデータによれば、ナスダック100指数のCAPEレシオ（景気循環調整後の株価収益率）は46倍で、2000年の113倍や1990年の日本の83倍を大きく下回っている。確かに、バリュエーションは依然として高く、通常であれば持ち高調整の売りを勧めたくなるレベルではある」と指摘する。

正しい投資行動

しかし、それは正しい行動ではないかもしれない。シティグループのストラテジストであるスコット・クロナート氏は、「ミューチュアルファンドのマネージャーはこれまで、ナスダック100指数の動きについていくのに苦労したが、直近の株価の動きに基づいて投資行動を行うパフォーマンス・チェイシングを始めた兆候が見てとれる」と話す。先物の需給もここ数週間で軽くなっており、買い余地が広がっていることを示唆している。

クロナート氏は「結局のところ、超大型成長株の既存ポジションは維持する方が良く、株価が弱含めば買い増しのチャンスだ」とコメントしている。

アリババ株はアップル株をアウトパフォームするか

しかし、だからといって、すべてが買われるべきというわけではない。アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）＜BABA＞のケースを考えてみよう。アリババは急成長株ではあるが、時価総額は2430億ドルに過ぎず、アップルとは比べ物にならない。米金融調査会社ベアトラップ・レポートのラリー・マクドナルド氏は「今現在、アップルの時価総額は、アリババの約13倍だが、私たちの見解では、アリババ株は今後数カ月間でアップル株を大きくアウトパフォームする」と言う。

米金融調査会社ウォルフ・リサーチのストラテジストであるクリス・セニェック氏は、アリババの株価をサム・オブ・ザ・パーツ分析で算出している。淘宝（タオバオ）の天猫（Tmall）事業は2024年予想株価収益率（PER）を12倍として85ドル、残りの事業には約60ドル相当の価値があると見ている。そうなると、アリババの株価は145ドルとなり、13日の終値96.61ドルから50%上昇余地があることになる。

2倍とはいかないが、まずまずの数字だ。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

Music Is Hot, Global, and Investible. Now There's an ETF.

音楽産業は活況、グローバル、投資も可能。ETFが登場

お馴染みの3銘柄が20%を占める



Illustration by Elias Stein

テイラー・スウィフトのツアーは記録を塗り替え、音楽ストリーミング会社スポティファイ・テクノロジー＜SPOT＞の株価は年初来100%上昇している。さらに突如として、音楽に投資する新たな方法が出現している。その一つが、音楽業界を熟知するのデイビッド・シュルホフ氏が7月7日に立ち上げた上場投資信託（ETF）のMUSQグローバル・ミュージック・インダストリーETF＜MUSQ＞だ。

ワーナー・ミュージック・グループ＜WMG＞
やユニバーサル・ミュージック・グループ

＜UMG＞など、何十年も業界で支配的地位にあった音楽出版・レコード大手は過去数年間に上場を果たした。急成長するKポップの芸能プロダクションも同様である。音楽業界に精通するシュルホフ氏のMUSQは、スポティファイなどのストリーミング会社やソノス＜SONO＞などのオーディオ機器メーカー、コンサート企画会社ライブ・ネーション・エンターテインメント＜LYV＞といったイベント会社など、幅広い企業に投資を行う。組入銘柄のうち、約半分は米国以外の銘柄であり、韓国の銘柄が17%を占める。

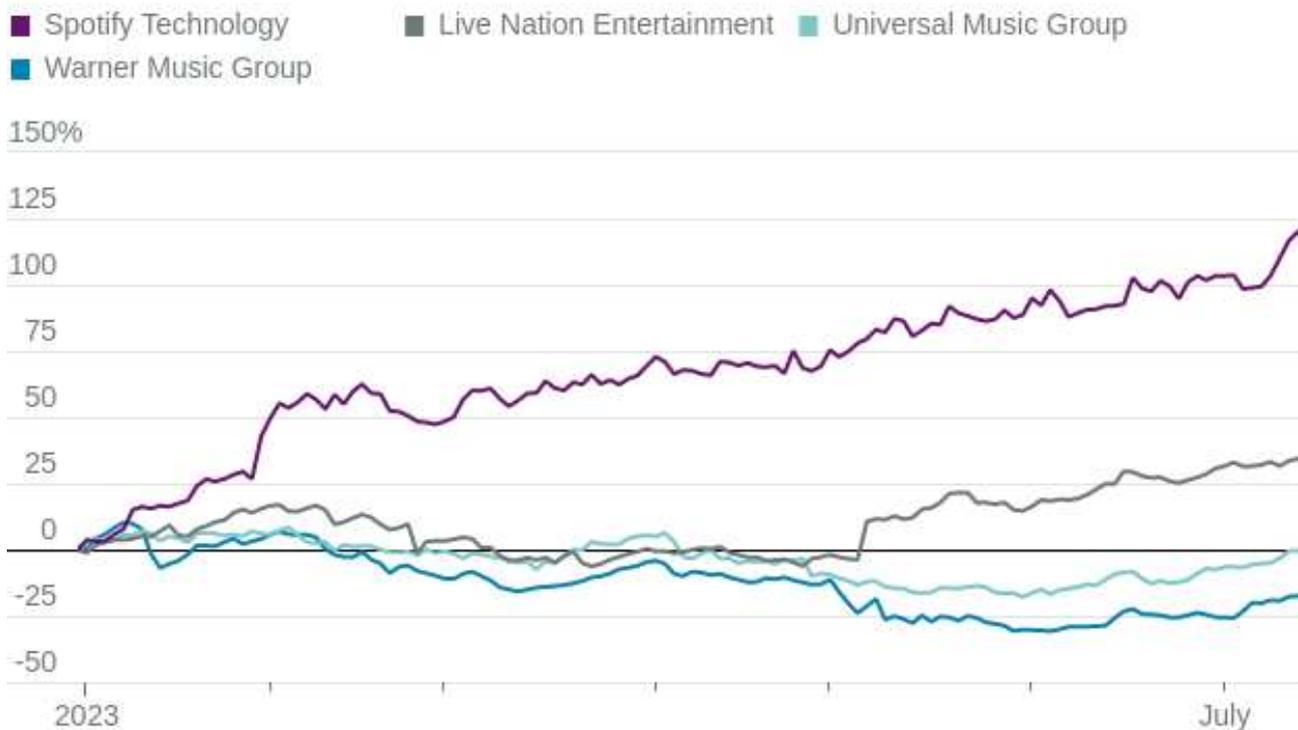
シュルホフ氏は、ETFインデックスを提供するEQMインデクシズと協業してETFを設計し、ETF上場に必要インフラを提供するエクスチェンジ・トレーデッド・コンセプトを通じてニューヨーク証券取引所に上場した。シュルホフ氏は音楽産業を、より広範な経済と相互に関連しない流動性のあるオルタナティブ投資と見ており、「音楽は、水や食料のように生きていく上で欠かせないものであり、ポートフォリオの株式の配分における核にするべきだと考えている」と述べる。

ゴールドマン・サックス<GS>は最近、音楽ストリーミングの価格上昇や、熱心なファンによる支出拡大策を各社が見出すことで、音楽産業は2030年まで年率7.3%で成長すると予想した。MUSQは音楽に特化しているが、音楽以外の売上がほとんどであるアマゾン・ドット・コム<AMZN>、アップル<AAPL>、アルファベット<GOOGL>の3社も組み入れている。

MUSQは時価総額で加重平均しているため、これら3社の合計組入比率は20%を超える。だが、この比率がさらに高くなることはない。各銘柄の比率は、四半期ごとに行われるリバランスの際に1銘柄につき7%を上限としているためだ。テイラー・スウィフトが本当に上場する場合に備えて、組み入れる余地を確保しておくためでもある。

今週の予定

The New Musical Scene



7月17日 (月)

- ・ ニューヨーク連銀が7月の製造業景気指数を発表。コンセンサス予想はマイナス6.5で6月から約13ポイント低下。

7月18日 (火)

- ・ 銀行大手バンク・オブ・アメリカ<BAC>、大手金融サービス会社バンク・オブ・ニューヨーク・

メロン<BK>、物流大手JBハント・トランスポート・サービシズ<JBHT>、航空・宇宙関連大手のロッキード・マーチン<LMT>、金融大手モルガン・スタンレー<MS>、スイスの製薬大手ノバルティス<NVS>、広告事業大手のオムニコム・グループ<OMC>、大手地方銀行PNCファイナンシャル・サービシズ・グループ<PNC>、不動産投資信託（REIT）大手プロロジス<PLD>、金融持ち株会社シンクロニー・ファイナンシャル<SYF>が決算発表。

- ・ 米国勢調査局が6月の小売売上高を発表。エコノミスト予想は前月比0.4%増（5月は同0.3%増）。自動車を除く数値は同0.3%増の予想（5月は同0.1%増）。米国における消費は今年初めに多くのエコノミストが予想したよりも遥かに底堅いことが証明されている。
- ・ 全米住宅建設業協会（NAHB）が7月の住宅市場指数を発表。エコノミスト予想は57で6月から2ポイント上昇。同指数は6カ月連続で上昇しており、30年物住宅ローン金利が20年ぶりの高水準にあるにもかかわらず、ここ1年ほどで最高の水準となる。堅調な需要と中古住宅の在庫が不足していることで住宅建設業者のセンチメントは高まっている。

7月19日（水）

- ・ 電気自動車（EV）大手テスラ<TSLA>が第2四半期の決算を発表。テスラの株価は年初来128%上昇しており、S&P500指数の構成銘柄中、第3位の好パフォーマンスとなる。テスラは7月初め、第2四半期の納車台数が46万6140台と、前年同期比80%を上回る増加となり過去最高を記録したと発表した。
- ・ オランダの半導体製造装置メーカーASMLホールディング<ASML>、油田サービス大手ベーカー・ヒューズ<BKR>、携帯電話基地局REITのクラウン・キャッスル<CCI>、大手金融持ち株会社ディスカバー・ファイナンシャル・サービシズ<DFS>、大手医療保険会社エレバンス・ヘルス<ELV>、金融大手ゴールドマン・サックス<GS>、油田開発サービス会社ハリバートン<HAL>、IT大手のIBM<IBM>、天然ガスパイプライン企業キンダー・モルガン<KMI>、カジノ運営会社のラスベガス・サンズ<LVS>、証券取引所運営会社ナスダック<NDAQ>、動画配信大手のネットフリックス<NFLX>、金融持ち株会社ノーザン・トラスト<NTRS>、金融サービスのUSバンコープ<USB>、大手航空会社ユナイテッド・エアラインズ・ホールディングス<UAL>が四半期決算を発表。
- ・ 国勢調査局が6月の新設住宅着工件数を発表。エコノミスト予想は季節調整済み年率換算148万戸と5月から9%超の減少。

7月20日（木）

- ・ 製薬大手アボット・ラボラトリーズ<ABT>、航空大手アメリカン航空グループ<AAL>、金融サービス持ち株会社キャピタル・ワン・ファイナンシャル<COF>、大手鉄道貨物輸送会社のCSX<CSX>、住宅建設会社DRホートン<DHI>、銅鉱山大手のフリーポート・マクモラン<FCX>、医療ロボットメーカーのインテュイティブ・サージカル<ISRG>、医薬品・ヘルスケア製品大手のジョンソン・エンド・ジョンソン（J&J）<JNJ>、コンシューマーヘルス大手のケンビュー<KVUE>、保険会社マーシュ・アンド・マクレナン<MMC>、鉱山会社のニューモント<NEM>、たばこ製造・販売のフィリップ・モリス・インターナショナル<PM>、ドイツの基幹業務用ソフトウエア大手SAP<SAP>、台湾の半導体受託生産大手である台湾積体電路製造（TSMC）<TSM>、損害保険大手トラベラーズ<TRV>、銀行持ち株会社トゥルーイスト・ファイナンシャル<TFC>が決算コンファレンスコールを開催。
- ・ 全米不動産業者協会（NAR）が6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、5月とほぼ同じ。
- ・ コンファレンス・ボードが6月の景気先行指数（LEI）を発表。同指数は14カ月連続で低下して今後

景気が軟調になると示唆している。コンファレンス・ボードは今後9カ月以内に景気後退入りすると予想する。

7月21日（金）

・ 金融総合サービス大手アメリカン・エクスプレス<AXP>、制御機器メーカーのローパー・テクノロジー<ROP>、油田開発サービス最大手のSLB（旧シュルンベルジェ）<SLB>が決算発表。

By Avi Salzman
(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』 2023/07/16

THIS WEEK'S MAGAZINE

発行 : Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信 : 時事通信社

編集

THIS WEEK'S MAGAZINE : エグゼトラスト

TODAY'S MAGAZINE : 時事通信社

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

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

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

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

※図・表・データの無断使用を禁止します。

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

Copyright © 2023 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます