

# バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/07/23

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIIJI PRESS



DOW JONES

1. 米国の洋上風力発電は大きな問題に直面 - America's Bet on Wind Power Is Running Into a Big Problem [カバーストーリー] P.1  
コスト上昇と深刻な遅延によって消費者、投資家、環境が犠牲に
2. サウジアラビアとイランの国交回復合意の波及効果 - This Global Money Pro Wants to Talk About the Saudi-Iran Deal. [インタビュー] P.6  
ギャブカル・リサーチのギャブ氏に聞く
3. 米国は保険に加入できない未来へと着実に歩み続けている - We're Marching Steadily Toward an Uninsurable Future [経済政策] P.9  
保険機能の維持には気候変動対策が不可欠だが、保険会社の裁量を奪ってはならない
4. アップルの次の成長チャンス - Apple's Next Big Opportunity? Think India. [コラム] P.11  
インドが時価総額を4兆ドルに押し上げる
5. 市場を止めるのはFRBかもしれないが、しばらく先か - The Fed Could End the Stock Market's Party, but It Probably Won't Just Yet. [米国株式市場] P.13  
このまま上昇が続くのは難しそう
6. メイド・イン・アメリカ復活で注目の7銘柄 - 7 Stocks to Play the Revival of U.S. Manufacturing [投資戦略] P.15  
米国の製造業建設支出は過去最高を記録
7. IT予算のAI傾斜が鮮明に - Companies Are Rushing to AI. That's Good for Microsoft. [ハイテク] P.17  
マイクロソフトには朗報、ハードウェアメーカーにとっては悪いニュース
8. 決算がボロボロのゴールドマン・サックス、今が買い時の理由 - Goldman Sachs Is a Mess. Why It's Time to Buy the Stock. [米国株式市場] P.19  
悪材料出尽くし
9. AT&Tとベライゾンの配当は安全か - Are AT&T and Verizon's Dividends Safe? Here's the Math. [インカム投資] P.21  
鉛被ケーブルの汚染問題で株価が急落する両社の見通し
10. 先週の出来事と今週の予定 - Lilly Joins Biogen as Alzheimer's Drugs Finally Emerge [レビュー] P.23  
アルツハイマー治療薬がついに認可。イーライリリーもバイオジェンを追う

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

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

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

Copyright © 2023 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

## 1. 米国の洋上風力発電は大きな問題に直面

[カバーストーリー]

America's Bet on Wind Power Is Running Into a Big Problem

コスト上昇と深刻な遅延によって消費者、投資家、環境が犠牲に

## 2030年までの脱炭素化目標は危うい



Courtesy of Vestas Wind Systems

今年の夏、人気の観光地であるニューヨーク州モントークとマサチューセッツ州マーサズ・ヴィニヤードの沖合には、プレジャーボートに交じってクレーン船や運搬船が漂っている。これらの船の作業員は日光浴をしに来たわけではない。米国初の大規模洋上風力発電所を建設するために、海底に鉄の柱を打ち込もうとしているのだ。どちらのプロジェクトも今年の年末までに送電を開始する予定だ。洋上風力発電はボストンやニューヨークなどの沿岸部の大都市の脱炭素化に欠かせない。そのため、発電所の建設は米国のエネルギー転換にとって重要なマイル

ストーンだ。

しかし、財務面を見ると、洋上風力発電業界は危うい立場にある。多くの企業が契約の再交渉や撤退を計画している。インフレによって利益が削られ、世界最大級のエネルギー企業が事業から手を引いている。総合石油会社シェル<SHEL>のワエル・サワン最高経営責任者（CEO）は先月、「洋上風力発電のリターンは一段と厳しいものになっている」と本誌に語った。その数日前に、シェルが参加する合弁企業は、マサチューセッツ州の電力プロジェクトから撤退すると発表した。

米国の三つの州で、少なくとも8社の多国籍企業が風力発電プロジェクトから撤退するか、あるいは消費者により多くのコストを転嫁できるように契約の再交渉を要求している。8社とはシェルの他、英国の石油大手BP<BP>、デンマークの電力会社オーステッド<DNNGY>、ノルウェーの石油・ガス会社エクイノール<EQNR>、スペインの電力会社イベルドロラ<IBDRY>、ポルトガル電力公社<EDPFY>、フランスの電力会社エンジー<ENGIY>、国有のフランス電力公社である。これらの企業が進めているプロジェクトは、建設と電力網への接続に合計数百億ドルかかるとみられる。

米国による脱炭素化の公約も危険にさらされている。2021年、バイデン大統領は2030年までに洋上風力発電能力を現在の実質ゼロから30ギガワット（約1000万世帯の消費電力に相当）に引き上げるという目標を発表した。しかし、クレディ・スイスのアナリストであるマーク・フレッシュニー氏は、米国がバイデン大統領の目標を達成する可能性はほとんどないと指摘する。フレッシュニー氏は「15ギガワットなら達成できるかもしれない」と語る。

ホワイトハウスは本誌のコメント依頼に返答しなかった。しかし、海洋区画のリースを行う海洋エネルギー管理局（BOEM）の広報担当者は、フレッシュニー氏の予測に反論し、「バイデン政権は2030年までに30ギガワットという目標に引き続きコミットしており、われわれは目標達成に向けて順調に進んでいる」と述べた。BOEMによると、現在進行中の2件のプロジェクトと検討中の16件のプロジェクトを合わせると、開発中の洋上風力発電プロジェクトは27ギガワットに上る。

## 洋上風力発電は以前よりはるかに効率的に



David Goldman/AP

洋上風力発電は、米国以外では昨年末時点で64ギガワットが導入されており、この数字は2025年末までに2倍に増加すると予想されている。欧州は1990年代に洋上風力発電所の建設を開始したが、米国がこの技術を採用したのはかなり遅く、幾つかのプロジェクトは失敗に終わった。2001年に発表されたマサチューセッツ州ケープコッド沖のプロジェクトは、景観が損なわれるという地元住民の苦情によって訴訟にもつれこみ、2017年に頓挫（とんざ）した。現在、米国で稼働している洋上風力発電所は2カ所のみで、合計42メガワットを発電している。これ

は世界の洋上風力発電能力の0.1%にも満たない。

米国の洋上風力発電プロジェクトに関する問題は景観だけではない。長年にわたり、タービンが生み出す電力に比べて、タービン設置のコストが高過ぎたのだ。なお欧州では、石炭と天然ガスの豊富な埋蔵量による恩恵を受けている米国とは違って電気料金が元々高いので、消費者は電気料金の上昇に対してあまり敏感ではない。

米国政府は10年前、新たな洋上風力発電所による電力コストを1メガワット時当たり200ドル超と推定した。これは石炭の2倍、先進的な天然ガス火力発電所の3倍超に相当していた。それ以来、洋上風力発電のコストはほとんどの指標で劇的に低下し、半分以下になった。米国政府は適格なプロジェクトに対し、1メガワット時当たり最大26ドルに相当する税額控除も提供しており、洋上風力発電コストは約75ドルとなっている。これは新たな石炭火力発電所を建設するより約15ドル安い。

コスト低下の理由の一つは、タービンが以前よりはるかに大きく、効率的になったことだ。マーサズ・ヴィニヤードのプロジェクトの持ち分50%を保有するファンド運用会社コペンハーゲン・インフラストラクチャー・パートナーズでシニアパートナーを務めるクリスチャン・スカッケバク氏によると、10年前に設置されたタービンの高さは現在の半分、性能は約4分の1だった。マーサズ・ヴィニヤードのタービンの高さは250メートル以上で、自由の女神像の約3倍だ。さらに、海岸から56キロメートル離れているため、海岸沿いの物件からはほとんど見えない。

洋上風力発電は他の再生可能エネルギーが解決できない問題を解決できる。陸上風力発電は洋上風力発電より安く、既に米国の発電量の10%を占めるが、多くの地域では建設できない。開発会社は民間の土地所有者と交渉しなければならず、往々にして景観への影響を理由とする反対に直面する。洋上のように大型で強力なタービンを設置するのは到底不可能だ。また、洋上の風は陸上よりもかなり安定している。

東海岸は洋上風力発電にとって特に魅力的だ。水深が浅く、海底が砂質であるため、鉄の柱を海底に直接設置することが可能で、コストが高い浮体式を利用する必要がない。風は安定して強い。マサチューセッツ州議会議員のジェフ・ロイ氏は「強い風と浅い水深の組み合わせによって、マサチューセッツは風力発電のサウジアラビアになり得る」と語る。

## インフレでコストが上昇

### Power Players

A broad array of European energy companies are pushing into wind power. For most, it's a small share of their businesses.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	Market Value (bil)	2023E P/E	Offshore Wind Plans
BP / BP	\$36.15	3.5%	\$104.6	6.4	CEO Bernard Looney called offshore wind "challenged." Its New York project is looking to renegotiate electricity contracts.
Equinor / EQNR	30.09	-16.0	90.4	7.2	Norway's energy giant is partnering with BP in New York and planning to build floating wind platforms near California.
Iberdrola / IBDRY	50.20	7.4	80.5	15.4	The Spanish utility is behind the successful Vineyard Wind project and rockier Commonwealth Wind project in Massachusetts.
Orsted / DNNGY	31.26	3.5	39.4	38.1	Its global market share in offshore wind is 29%, but could slip as bigger energy companies plow money into the industry.
Shell / SHEL	61.73	8.4	206.9	7.2	The oil giant's joint offshore wind venture in Massachusetts announced it doesn't plan to proceed with its contracts.
TotalEnergies / TTE	58.61	-5.6	146.4	5.9	A large ocean lease the French energy company signed last year near New York could make it a major offshore wind player.

E=estimate

Sources: Bloomberg; Credit Suisse; company reports

米国にとって、洋上風力発電がより差し迫った存在になった新時代は、オバマ政権の末期に始まった。BOEMが風力発電開発のために大規模な海底区画のリースを増やし始めたのだ。BOEMは現在、270万エーカー超の海底区画のリースを承認している。これは一辺が96キロメートル以上の正方形に相当する広さだ。

開発会社が権利を確保してから海底に鉄の柱が初めて打ち込まれるまでには、何年もかかる場合がある。モントークのプロジェクトでは最初のタービンが設置されたばかりだが、リースの権利を獲得したのは2013年で、それ以来さまざまな承認プロセスを乗り越えてきた。プロジェクトが船出するには、公益会社との電力供給契約を締結するための州政府による入札を待たなければならない。その後、海洋生物を守りつつ海底にケーブルを引くための認可を得るのに何年もかかることがある。もちろん、訴訟を起こされる可能性もある。この期間に開発会社は大きなインフレリスクに直面する。

現在、インフレのわなに捕らわれている企業のほとんどは海の向こう側からやってきた企業だ。東海岸沿いのプロジェクト「コモンウェルス・ウィンド」に出資しているのは、現代の風力発電業界のパイオニアであり、何十年も風力発電に取り組んできた欧州企業ばかりだ。複合企業のゼネラル・エレクトリック<GE>を除き、米国企業はほとんど関わっていない。デンマークのオーステッドは市場のリーダーで、風力発電開発の専門銘柄に最も近い。複数の欧州各国の電力会社も米国子会社を通じて多額を投資している。

BP、シェル、エクイノールなどの石油企業は最近、政府と投資家の圧力を受け、エネルギーミックスを脱炭素化するために洋上風力発電に目を向けている。こうした企業は過去数年間で化石燃料から潤沢なキャッシュフローを獲得しており、洋上風力発電に多額を投資した。

昨年、競争の激化に伴い、ニューヨーク沖の海底の1区画の入札金額が高騰した。複数の欧州企業が1区画につき7億ドル超を支払った。クレディ・スイスのフレッシュニー氏によると、これらの区画は、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）以前に他社が1000万ドル未満でリースを受けた区画より小さい。フレッシュニー氏は「コストの上昇は天井知らずで、バブルが起きていた」と指摘する。

他のコストも急上昇した。例えば、鉄鋼価格はパンデミック以前よりも大幅に高い。シェルのマサチューセッツ州のプロジェクトを手掛ける風力発電会社が雇ったコンサルタントは、2019年以降にコストが20%超上昇し、金利上昇が財務面のストレスを増大させていると指摘した。もう一つの問題として、風力発電タービンを生産するためのサプライチェーンは、プロジェクトの急増に対処できる態勢には程遠い。エネルギーコンサルタント会社ウッド・マッケンジーの調査では、設置済みの発電能力は必要量の20%だ。

シェル、BP、イベルドローラが出資する洋上風力発電プロジェクトなどは、契約を再交渉する必要があるとしており、さもなければ撤退するという脅しを陰に陽にちらつかせている。新たな契約条件は、開発会社にとって収益性がより高くなければならず、電気料金はインフレに連動したものになるだろう。

ロードアイランド州公益事業委員会のロナルド・ゲルワトフスキ委員長は、洋上風力発電に関する最近の公聴会で、規制当局が「料金を支払う側の観点からみて非常に大きな問題」に直面していると述べた。開発会社は、料金を引き上げなければ既に認可されたプロジェクトから撤退すると脅しを掛け、規制当局を実質的に人質に取ることができる。

## 開発会社は料金引き上げを要求



Courtesy of Vestas Wind Systems

一部の州は既に方針の変更同意しており、電気料金の上昇につながる可能性がある。メリーランド州では、新法によって、連邦インフレ抑制法による支援の一部が消費者から風力発電開発会社に振り向けられる。以前のメリーランド州法では、インフレ抑制法による恩恵の80%を消費者が享受するとしていた。

ニュージャージー州議会は最近、50万世帯への供給に十分な電力を発電する風力発電プロジェクトを完了させるために、連邦税からの収入をオーステッドに提供するという法案を可決し

た。この資金は従来、電力使用者に還元される予定だった。共和党は、最大10億ドルのコストがかかる可能性があるとして、この法案に反対した。オーステッドは本誌の取材に対し、法案によって消費者が受け取れなくなる利益は1人当たり年間わずか約2.4ドルであり、電気料金の実質的な値上げにはならないとしている。

ニュージャージー州が法案を可決した後、他の風力発電プロジェクト「アトランティック・ショアーズ」の開発会社も同様のサポートが必要だと主張し始めた。アトランティックにはシェルとフランス

の電力会社EDFが出資している。州知事室は本誌へのコメントを拒否した。

オーステッドはニューヨーク州当局に対しても、インフレ率に基づいて風力発電開発会社への支払いを増やすよう求めている。ニューヨーク州の新契約にはインフレ調整が可能な仕組みが定められているが、オーステッドが過去に署名した契約にはこの仕組みがない。州当局はオーステッドの提案を検討しているという。ニューヨーク州エネルギー当局の広報担当者は「プロジェクトの商業運転の開始後、洋上風力発電開発を支援するために、電気料金は若干上昇すると予想される」と語る。

エクイノールとBPもニューヨーク州で2件のプロジェクトを実施しており、当局に対し、当初契約した料金の再検討を要求している。エクイノール・リニューアブルズ・アメリカズの幹部であるテディ・マルフェルダー氏は、「プロジェクトの推定コストは急激に増加している」と述べた。マルフェルダー氏は、両社がプロジェクトに「強くコミット」しており、前進するための道を探していると付け加えた。州は要求について検討中だ。

来年までに、マサチューセッツ州ではマサズ・ヴィニヤードのプロジェクトから800メガワット相当の風力エネルギーが供給される予定だ。これは約40万世帯へのエネルギー供給に十分な量である。しかし、マサチューセッツ州の他のプロジェクト2件では、開発会社が撤退しようとしている。2件のプロジェクトの合計発電能力は2.4ギガワットで、ヴィニヤードのプロジェクトの3倍だ。

イベルドロラの子会社が所有するプロジェクトの「コモンウェルス・ウィンド」は、3社の公益会社との間で、契約を終了して4800万ドルを支払うことに合意した。シェル、EDP、エンジーが所有するプロジェクトの「サウスコースト・ウィンド」の開発会社は先月、契約を終了する予定であると発表した。

マサチューセッツ州は最近、開発プロセス全体を大幅に延期し、インフレ調整の幅を拡大するための新たな提案依頼書の草案を公表した。州議会議員のロイ氏は、マサチューセッツ州の主要な風力発電プロジェクトの稼働開始が2031年か2032年になり、コストも高くなると予想していると述べた。

州の規制当局と電力会社は、風力発電開発会社への支払いを増やす提案の一部に反対しているものの、契約の再交渉や再入札の機運は高まっている。その結果、開発会社が十分なりターンを得られる可能性は上昇する。ただし、フレッシュニー氏は、今後、建設コストの上昇によって予想利益が引き下げられ、資産の減損が計上されると予想している。

一部の企業は風力発電プロジェクトの採算を確保するための新たな戦略を検討している。BPのバーナード・ルーニーCEOは今年の本誌の取材に対し、風力タービンが生み出す電力を他の事業セグメントに統合することでリターンを生み出す計画を立てていると述べた。つまり、自社の水素事業と電気自動車（EV）充電事業に電力を売るという計画だ。ルーニーCEOは「当社の充電インフラには10ギガワットの電力需要が生じるだろう」と語る。シェルのサワンCEOも同様の戦略を示している。

しかし、こうした潜在的なプロジェクトを考慮しても、洋上風力発電関連の上場株式に投資する根拠は不確かになっている。オーステッドは米国のプロジェクト1件の評価額を既に引き下げた。オーステッドの株価は昨年10月の底値から25%上昇しているが、問題がすべて解消されたと考えるのは時期尚早だ。フレッシュニー氏は、風力発電業界は悪いニュースのサイクルの初期段階にあり、これからさまざまな企業が減損を計上する可能性がある」と指摘する。タービンがクジラに与える影響をめぐる抗

議など、他の問題も浮上しつつある。

いずれは数百基のタービンがあちこちの洋上で回るようになるだろう。それは気候変動との闘いにおける前進を示すものだ。しかし、そのための対価を支払うのは簡単ではない。

By Avi Salzman  
(Source: Dow Jones)

## 2. サウジアラビアとイランの国交回復合意の波及効果 [インタビュー]

This Global Money Pro Wants to Talk About the Saudi-Iran Deal.  
ギャブカル・リサーチのギャブ氏に聞く

### インフラストラクチャー投資の活性化



Photograph by Victor Llorente

地政学上の焦点は、欧州およびアジアから中東へシフトしており、その変化は大きすぎて投資家は無視できない。そして、香港の金融調査会社であるギャブカル・リサーチの最高経営責任者（CEO）であるルイス＝ビンセント・ギャブ氏ほど、その変化を明確に分析かつ解釈できる市場ウォッチャーは少ない。

ギャブ氏は、逆張りの発想の達人で、インフレが、多くのエコノミストや中央銀行関係者の想定以上に長引くとみていた。その結果として、新興国の債券に対する投資機会を強調し、この

推奨は過去1年間に奏功した。本誌は、ギャブ氏がアフリカとインドを訪問する前の6月27日に電話で対談した。

本誌：地政学的様相は急速に変化している。投資家は何を知っているべきだろうか。

ギャブ氏：西側の人々があまり話さない、地政学的な最大の展開はイランとサウジアラビアの和平合意だ。中東は20年間にわたって内戦状態にあった。イエメン、シリア、イラク、レバノンなどは、サウジアラビアとイランの間の代理戦争状態にあったが、それら諸国が「休戦する」と述べている。極めて驚くべきことだ。

サウジアラビアの和平合意は、第二次大戦後のフランスとドイツの和平合意を想起させる。その和平合意は、欧州で50年に及ぶ継続的な成長を可能にした。莫大（ばくだい）な平和の配当だけでなく経済統合も可能にし、欧州自体の経済成長も生み出した。

Q：中東で、似たようなことがどのように起こるのだろうか。

A：サウジアラビアが今後10年間で数兆ドルの設備投資を発表しており、中東では平和の配当とはるかに多くの設備投資が見込まれる。発表されているインフラストラクチャー投資をみると、中国からパキスタンを経由してイラン、さらにはオマーンに至るエネルギーパイプラインがあり、それは現状を一変させる。つまり、海洋の支配が以前ほどには重要ではなくなる可能性を意味する。

Q：投資への意味合いは。

A：エネルギーの80%が海上輸送によって賄われる中国では、潜在的に二つの問題を抱えている。米国が、1930年代に日本に対して行ったように、中国に対する石油の禁輸措置を発動する可能性がある。しかし今や、イラン、オマーンまたはサウジアラビアから陸上輸送によって石油を輸入でき、エネルギーにおける独立性が幾分か高まる。

第二に、原油価格が1バレル当たり300ドルに上昇した場合も、中国経済は崩壊する。どのようにして300ドルになるのだろうか。戦争により、イランとサウジアラビアが互いの石油施設を爆撃する可能性がある。今回の和平合意でそのリスクを解消できれば、中国と、原油のもう一つの輸入大国であるインドは一息付き、長期的なインフラストラクチャー投資に対する確信を高められる。

Q：米ドルにとっての意味合いは。

A：それは、二つ目の大きな地政学的展開だ。ロシアのウクライナ侵攻は、新興国全体にとってのゲームチェンジャーだった。インド、インドネシア、タイまたは中国は今や、自国通貨で原油を購入できる。

インドでは、財政赤字と経常収支の赤字が最大の課題となってきた。原油価格が上昇するたびに経常収支の赤字は管理不可能になり、原油需要を抑えるために中央銀行は金利を引き上げて経済を崩壊させなければならなかった。インドがなぜインフラストラクチャーに多額を投資できないのかと誰もが尋ねてきたが、その状況は変わりつつある。

## 投資対象地域の多様化

Q：投資家は投資をドル以外に多様化すべきか。

A：その通りだ。ほとんどの人々は米ドル指数に注目するが、ブラジル・リアルやコモディティー産出国通貨が上昇している。ブラジルの、実質利回りが6%のリアル建てインフレ指数連動国債（TIPS）を買うという手段もある。

Q：それらの変化は、市場にどのように影響するのか。

A：新興国市場は上昇しているが、中国市場がさえないために投資家は乗り遅れている。インド、ブラジルおよびインドネシアの購買担当者景気指数（PMI）は過去最高水準にある。人工知能（AI）とナスダックが注目されているにもかかわらず、新型コロナウイルス感染症の発生以来、ブラジル、アルゼンチン、メキシコ、インドおよびインドネシアの株式市場は米国をアウトパフォームしており、それら諸国の債券市場は米国債市場を圧倒的にアウトパフォームしている。

Q：それらの市場を買うのは遅過ぎないか。

A：次の強気相場は既に始まっている。それは中国を除く新興国市場だ。長期にわたる強気相場は通常、自国通貨高と実質金利の低下がけん引する。

Q：AIによって生み出された投資機会をどう考えるか。

A：多くのビジネスモデルを覆すだろう。多くの企業にとっては、生産性が大幅に改善する。しかし、米半導体大手のエヌビディア<NVDA>の株価に38倍の株価売上高倍率（PSR）を支払うのは正当化されるだろうか。5年先を考えた場合、エヌビディアはまだ、主要なAI関連銘柄でいられるだろうか。

恐らく、そうではないだろう。他のハードウェア企業が登場するか、より適した専門メーカーが登場するだろう。

インターネットは誰もの予想を上回ったが、2000年のハイテク大手10銘柄を買った場合、マイクロソフト<MSFT>では利益を上げられたが、他の9社では損失となった。

## 日本について

Q：日本のような、他のアジア諸国に投資機会があると見ているか。

A：日本市場は、二つの要因に助けられている。一つは、イールドカーブ・コントロールの継続だ。日本の貯蓄保有者は、利回りがマイナス3%の債券保有を続ける必要があるだろうか。日本の貯蓄保有者は債券を売って株式を買っている。

さらに、インフレ率はマイナス1%から3%へ上昇している。企業経営は、デフレ時代と比較してはるかに容易になっている。しかし、債券市場の上にダモクレスの剣が吊るされている状態での強気相場だ。日本の0.5%の金利は永遠には続かない。金利が変動すれば、株式市場が乱高下しないとは考えにくい。さらに、円安の状況でそれが起こりつつある。

日本銀行がイールドカーブ・コントロールを止めると決定すれば、日本円は1ドル140円から120円に一瞬で上昇するだろう。恐らく、株式市場は10%下落し、為替をヘッジしていれば為替で15%の損失を計上するだろう。日本が新興国市場のような10年間の強気相場にあるとは、私は考えていない。

Q：日本はどのようにイールドカーブ・コントロールを脱するのだろうか。

A：日本銀行は、インフレ率が3~3.5%を上回らない限り、イールドカーブ・コントロールを続けるだろうし、それは円安を意味する。円安は、日本の最大の輸出業界である自動車業界の助けになる可能性がある。日本の自動車業界は中国企業に侵食されつつあり、年末までには中国が世界最大の自動車輸出国になるだろう。

Q：そのことはあまり知られていないように思える。

A：中国企業は、自動車を米国で売るのではなく、南アジア、インドおよびラテンアメリカで販売している。中国企業は低価格で自動車を販売しており、それ自体が需要を生み出している。BYD<BYD>はパークシャー・ハサウェイ<BRK.B>が出資しており、シーガルという電気自動車（EV）を生産している。それは、ホンダのシビックやトヨタのプリウスと同クラスだ。インドネシアの医師であれば、2万5000ドルの日本車は買えないが、1万1000ドルの中国車は買えるだろう。

## 中国に対する見方

Q：中国経済の回復は順調ではない。あなたの見方は。

A：私は、西側諸国の枠組みを当てはめていたために、中国経済の回復がさらに力強くなると考えていたが、中国はロックダウンの間に多額の刺激策を実施しなかった。中国の刺激策は今実施されつつある。今年後半に状況が好転すると言えるかもしれないが、賃金が再び上昇するのは約1年先になるだろう。

Q：さえない景気回復は、中国の政策の優先順位を変えるだろうか。

A：習近平国家主席の現在の優先順位は、国内総生産（GDP）の成長や雇用創出ではなく、テクノロジーセクターの活性化だ。

Q：投資家は中国株式を買うべきか。

A：私は、電子商取引大手のアリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）＜BABA＞、インターネットサービス大手のテンセント・ホールディングス（騰訊控股）＜0700.香港＞、BYDを保有している。それらは不人気で保有が少ないが、政府がシステムに流動性を注入しているときに、魅力的な潜在成長性がある。

By Reshma Kapadia  
(Source: Dow Jones)

### 3. 米国は保険に加入できない未来へと着実に歩み続けている

[経済政策]

We're Marching Steadily Toward an Uninsurable Future

保険機能の維持には気候変動対策が不可欠だが、保険会社の裁量を奪ってはならない

#### 無保険の未来へと歩みは続く

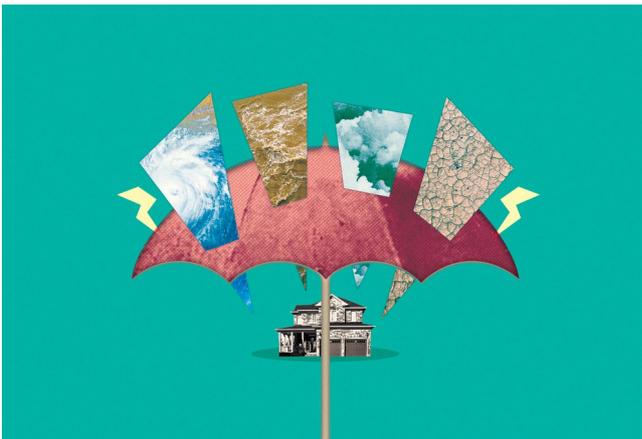


Illustration by Hayley Warnham

カリフォルニア州やフロリダ州で大手保険会社が住宅保険の引き受けや更新を拒否している。ルイジアナ州の保険会社11社が最近支払い不能に陥った。このようなニュースに驚く人はいないはずだ。干ばつ、猛暑、河川や沿岸の洪水、ハリケーン、山火事は、気候変動によってますます頻発し、深刻化している。最近の北東部の洪水や、現在も続く南西部の猛暑を見れば明らかだ。米国や世界全体で温室効果ガス排出量の大幅な削減が実現していないため、私たちは保険に加入できない未来へと着実に歩を進めている。

保険会社は、気候変動に起因する損害の深刻化、頻発化に対して合理的に対応しており、保険料は値上げされ、新規契約や既存契約の更新は拒否され、損害リスク過多との理由により気候変動に起因するリスクに対する補償は除外されている。例えば、フロリダ州では、保険料は全米平均の3倍で、同州は住宅保険会社に対する再保険プログラムを創設し、保険会社に対する訴訟を制限しているにもかかわらず、ファーマーズ・インシュアランスは最近、フロリダ州でのファーマーズ社ブランドの住宅保険、自動車保険、アンブレラ保険の新規契約をしないことを発表した。気候変動に起因するハリケーンによる損害リスクは増大し、余りにも高過ぎるのだ。

## 気候変動対策なくして歩みは止まらず

どうすればこの歩みを止め、民間保険市場の機能を維持できるのだろうか。リスクの根本要因、すなわち気候変動を抑えねばならない。温室効果ガスの排出量を削減すべく、素早く包括的な行動を取らなければ、保険は大多数の米国人にとって、さらに手が届かず、利用できないものになってしまうだろう。一部の州における進展やインフレ抑制法による連邦レベルの対策はあるものの、化石燃料の使用やその他の温室効果ガス排出産業からの転換を進めるには、端的に言ってスピードが足りない。一部の州だけでなく、全州において以下の点を実施する必要がある。それらは、乗用車とトラックの新車販売はすべて電気自動車とする期限を設定する、発電の100%を化石燃料ではなく、再生可能エネルギーで賄うことを義務付ける、新しい建物や住宅は電気冷暖房を義務付け、既存の建物は改修するといった点だ。さらに、投資家や金融規制当局は気候変動による財務リスクに対処することが必要で、それに応じた投資、引き受け、融資を実行することが求められる。

## 気候変動に起因するリスクにかかわる自治体の取り組み

連邦、州、地元自治体は、実績ある自然に即した方法に対する補助金を大幅に増やし、気候変動に起因するリスクや損失を減らす必要がある。具体的な施策例として、深刻な森林火災の要因となっている燃料を削減する生態林業、セットバックの義務化、サクラメント郡周辺のヨロバイパスのような、洪水を市の周辺から分散させる「放水路」、水の需要や土壌浸食を減らして農業の持続可能性を改善する環境再生型農業、沿岸洪水を減らす沿岸塩性湿地の再構築などが挙げられる。

気候変動に起因する深刻な悪影響や損失が頻繁に発生しやすい地域での居住や事業展開を禁止する、あるいは少なくとも気候変動による損失が発生するリスクの高い地域への無計画な進出を減らす必要がある。例えば、アリゾナ州フェニックスは気候変動により水の供給減少が予想されるため、最近、新規開発の承認を一時停止することを発表した。

気候変動に起因するリスクを低減するため、より多くの保険会社が保険の提供と保険料の設定を実績ある影響緩和策に連動させる必要がある。アラバマ州では、暴風対策基準を満たした堅牢な住宅向けに保険料割引制度がある。また、カリフォルニア州では、森林火災リスクに対する防備（防御可能空間の確保や耐火性の屋根材の採用、ひさしを残り火から防御することなど）が強固な場合、保険料の割引が義務付けられている。あるいは、コロラド州ボルダーのプログラムでは、立証可能な住宅強化基準を満たした住宅所有者に保険を提供することに複数の保険会社が合意した。保険会社は保険引き受けおよび保険料設定のモデル上、生態林業やセットバックの義務化、塩性湿地の再生、住宅やコミュニティの強化策、その他の影響緩和策から生じるリスク削減効果を評価すべきである。

別の部分的な解決策として、住宅所有者や賃借人、企業が民間市場で保険を手配できなかったときに保険契約を可能にするという、州が策定したプログラムがある。カリフォルニア州の非営利のFAIRプランは最終手段として火災保険を提供する。他の多くの州でも同様のプログラムが用意されており、民間セクターでカバーできないリスクに対する保険提供が行われている。とはいえ、こうした州が提供するプログラムが増加傾向をたどっている点は懸念材料である。

## リスクの考慮を禁止するのは逆効果

テキサス州で最近実施され、他の州でも検討されているように、保険会社にリスクを考慮させないことは無保険の未来へ向かう歩みを単に早めるだけの愚策である。保険会社の保険引き受けや保険料設定においてリスクの考慮を禁止する州法が制定されると、保険会社にとって最も安全な方法は単に保険を引き受けないことになる。

これらの積極的なステップを踏むことにより、民間保険市場の寿命を伸ばすことができるが、結局はメリットより気候変動に起因するリスクや損失の方が大きくなる。無保険の未来へ向かう歩みを止めるには、温室効果ガス排出量を大幅に削減するしかない。それができなければ、単純に、住宅、企業、自動車など、気候変動に起因するリスクに直面する資産に民間市場の保険を掛けることはできなくなるとのことだ。

筆者は、カリフォルニア大学バークレー校法科大学院の法律・エネルギー・環境センターにあるクライメート・リスク・イニシアチブのディレクター。2011年から2018年まで、カリフォルニア州の保険長官を務めた。

By Dave Jones  
(Source: Dow Jones)

## 4. アップルの次の成長チャンス Apple's Next Big Opportunity? Think India. インドが時価総額を4兆ドルに押し上げる

[コラム]

### アップルの高いバリュエーション



Brendan Smialowski/AFP/Getty Images

現在の株式市場における興味深いテーマの一つは、アップル<AAPL>の3兆ドルの時価総額をどうやって正当化するかである。アップルの売上げの大半は、スマートフォンとパソコンからもたらされているが、この二つの市場は今や成長していない。アップルが8月初旬に発表する決算では、売上高が前年同期を下回る可能性が高い。

アップルの株式は、2024年9月期の予想株価収益率（PER）で29倍、株価売上高倍率（PSR）では7倍と、バリュエーションが高い。このバ

リュエーションを維持すると仮定すると、売上高をあと1500億ドル増せば、時価総額は4兆ドルに達することになる。1500億ドルは、IBM<IBM>と米ソフトウェア大手オラクル<ORCL> 2社の売上高を合計したようなものだ。

アップルがそれを成し遂げることを、市場は明らかに信じている。アップル株は歴史上最高の買い持ち株なのだから。しかし、アップルの成長源はどこにあり、次に何を発明するのだろうか。現在開発

中の人工知能（AI）チャットボット、何年も噂されている自動車、あるいはまだ着手してないかもしれないが宇宙船なのだろうか。しかし、これは間違った質問かもしれない。むしろ、アップルが次に進むべき場所を問うべきなのかもしれない。

## ■ アップルにとってのインド市場の魅力

モルガン・スタンレーのアナリストで、アップル強気派であるエリック・ウッドリング氏は、最近発表した長文のリサーチレポートの中で、アップルにとって重要な成長の原動力は「何」ではなく「どこ」であると主張している。それはインドだ。ウッドリング氏は、インドは今後5年間でアップルの売上高の伸びの15%を占め、最終的にはアップル製品のユーザー数の20%を占める市場になると見ている。

ウッドリング氏は、最近中国を抜いて地球上で最も人口の多い国となったインドは、過去5年間でアップルの売上高のわずか2%、年平均で約60億ドルをもたらしているにすぎないと指摘する。一方、中国は過去5年間で、アップルの売上高の約18%を占め、今年年間750億ドルを生み出している。

ウッドリング氏は、インド経済の活況とアップルのインドへの投資を考慮し、この中国との差は縮まると考えている。アップルはインドで最初の直営店「アップルストア」をオープンし、現地生産を拡大し、iPhone（アイフォーン）を手に入りやすくするための購入方法も用意した。ウッドリング氏は「インドがアップルの次の成長市場となる舞台は整った。アップルのインドでの売上高は今後10年間で400億ドルに達し、2032年には世界のアップルユーザーの10%をインドが占めるようになる。今後5年間、インドはアップルにとって、これまでの5年間の中国と同じくらい重要な存在になる」と分析している。

## ■ 時価総額4兆ドルを超える可能性

インドにおけるアップルの地位について強気の見方を強めているウッドリング氏は、最近アップルの目標株価を190ドルから220ドルに引き上げ、270ドルとする「強気目標」も提示した。もし株価が270ドルとなれば、アップルの時価総額は4兆ドルどころか5兆ドルにも近づいてくる。

そして、その後、アップルはどこへ行くのだろうか。

By Eric J. Savitz  
(Source: Dow Jones)

## 5. 市場を止めるのはFRBかもしれないが、しばらく先か

[米国株式市場]

The Fed Could End the Stock Market's Party, but It Probably Won't Just Yet.

このまま上昇が続くのは難しそう

### 決算発表を背景に順調に上昇



Johannes Eisele/AFP/Getty Images

最高のノイズキャンセリングヘッドホンは、今年市場が身に着けているものかもしれない。米連邦準備制度理事会（FRB）がこのヘッドホンを取り上げないことを祈るしかない。聞かなければならないノイズを市場は聞きたくないからだ。

ただし当面は、投資家がひどい状況を見たり聞いたりすることはなさそうだ。先週の主要株価指数を見ると、S&P500指数は0.7%高の4536.34となり、ダウ工業株30種平均は連騰記録を10日間に伸ばして2.1%高の3万5227ドル69セント

で引けた。一方、ナスダック総合指数だけが下落し、0.6%安の1万4032.81となった。小型株のラッセル2000指数は1.5%高の1960.26で週末を迎えた。

景気後退懸念、まちまちの経済指標、銀行危機、政治の不安定といった背景の中で、S&P500指数は最近の上昇を含めると2023年に18.2%上昇した。現在続いている決算発表シーズンは、電気自動車（EV）大手のテスラ<TSLA>やネット番組配信大手のネットフリックス<NFLX>以外の企業にとっては順調なようだ。現時点では、この勢いを止められるのはFRBだけかもしれない。

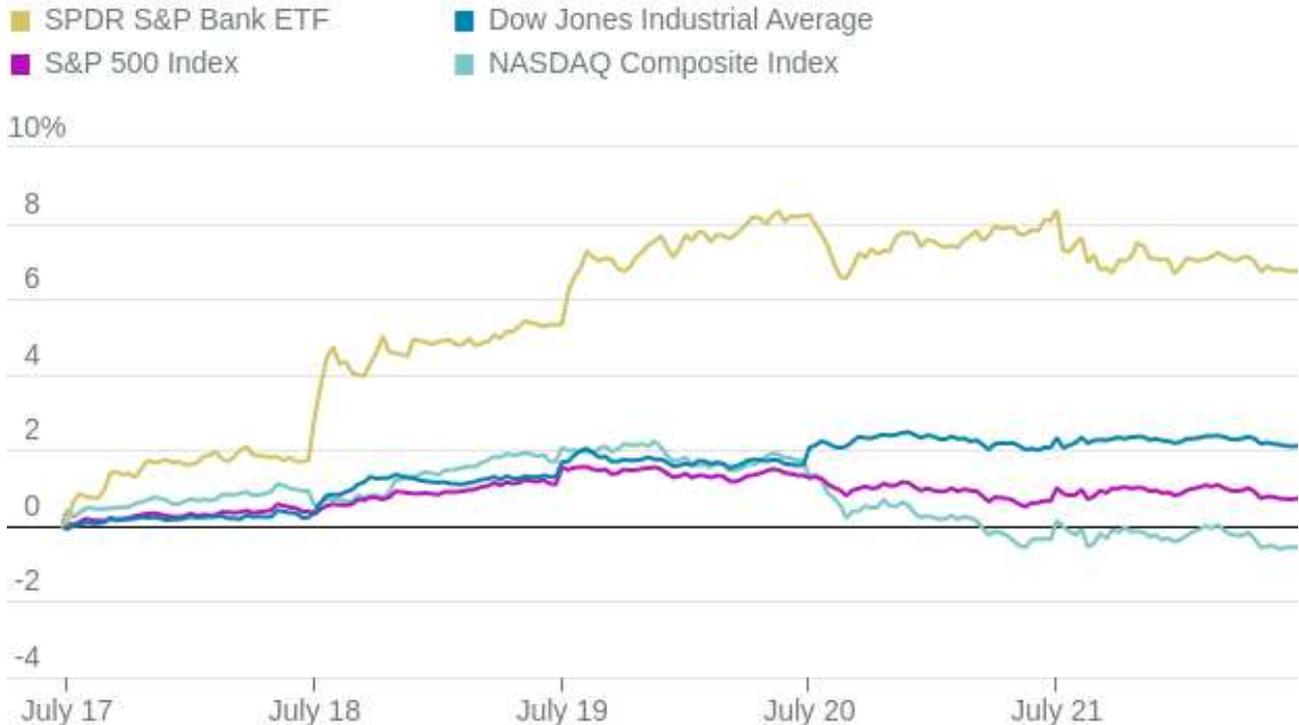
### FRBの動きに注目

ウォール街が心配しているわけではない。FRBが6月に利上げを見送った後、7月25、26日の米連邦公開市場委員会（FOMC）で0.25%の利上げを行うことはほぼ確実視されている。シカゴ・マーカンタイル取引所（CME）のフェドウォッチ・ツールによると、9月の利上げ予想はわずか16%にとどまっている。FRBがこの見通しの正しさにお墨付きを与えれば、市場は上昇を続ける可能性がある。

しかしFRBはそう考えないかもしれない。確かにインフレ率は前年比3%と、昨年の最高値である9.1%からは低下しており、良い兆候だ。しかしコア・インフレ率は4.8%で、FRBが目標とする2%を大きく上回っている。労働市場も景気が冷え込むには堅調な状況を示している。今年初めに見出しを飾った大企業の大規模人員削減の割には、20日に発表された週間の新規失業保険申請件数は前週の23万7000件から22万8000件に減少した。これらを受けてFRBがまだやるべきことがあると示唆すれば、市場は下落する可能性がある。

ロスMKMのチーフ・マーケット・ストラテジストであるマイケル・ダーダ氏は「投資家は心地よく、自信を持ち、自己満足の状態にあるが、私たちが本当に森から抜け出したと考えるのは間違いだ」と述べる。

## Market Snapshot



そして、仮に市場が7月を無傷で乗り切ったとしても、常に8月が続き、8月の後半には毎年恒例となっているFRBによるジャクソンホールの経済シンポジウムがある。昨年の場合、ジャクソンホールにおけるFRBのパウエル議長の発言では、金融引き締めが家計と企業に「多少の痛み」をもたらすと警告があり、市場を怯えさせた。その痛みは市場に伝わり、2022年のS&P500指数は19.4%の下落となった。

インフレ率が昨年の高水準から低下している現時点では、パウエル議長からこれほどタカ派的な発言があると予想するエコノミストや市場関係者はほとんどいない。22Vリサーチのチーフ・マーケット・ストラテジストであるデニス・デブッシュェル氏は「金融情勢が過度に緩和されている可能性が高まっていることを考えれば、市場のある程度の調整は理に適っているが、今はそれを見込んだ取引を積極的に推奨することはない。FRBがソフトランディングを達成する機会があり、それを狙う可能性が高い」と書いている。

### 景気後退かFRBの引き締めで調整の可能性

データトラック・リサーチの共同創業者であるニコラス・コラス氏が、今年の上昇の原動力であった大型ハイテク株の勢いが衰える可能性があるにもかかわらず楽観的な見方を崩していないのは、この点も理由の一つとなっている。S&P500指数が今年これほど上昇したため、一部の投資家は利益を確定して2023年の残りを見送るかもしれない。また、ハイテク株から金融株などの景気循環銘柄にシフトする投資家がいるかもしれない。これは良い銘柄入れ替えかもしれないし、通常、銘柄の入れ替えは強気のシグナルとされている。

しかし、ハイテク株は市場の中で非常に大きな比率を占めているため、他の銘柄で今年後半に指数が大きく動くには、非常に大きな値上がりが必要となる。コラス氏は「大型ハイテク株が10%の値下が

りとなれば、他の銘柄はもっと上がる必要がある」と述べる。

市場の上昇に関して、経済が何か語っているかもしれない。まちまちな経済指標の発表が続いているにもかかわらず、株価は景気後退の可能性を否定しているようだ。テスラの最高経営責任者（CEO）であるイーロン・マスク氏が、「いったい何が起きているのかが結局は分からないと悟る前は、ある日は世界が崩壊しているように見え、次の日はすべてがうまくいっているように感じる」と愚痴をこぼすほどだ。

経済指標は景気後退の可能性を無視できないことを示唆している。例えば、景気先行指数は15カ月連続で低下しており、これは常に景気鈍化につながっていた。イールドカーブの形状が示唆するものとも一致する。イールドカーブはほぼ1年前から反転しており、これまでは確実に景気後退の前兆となっていた。ロスMKMのダーダ氏は「イールドカーブは実に持続的なシグナルを出しており、景気後退がなければ前代未聞のことだ」と指摘する。

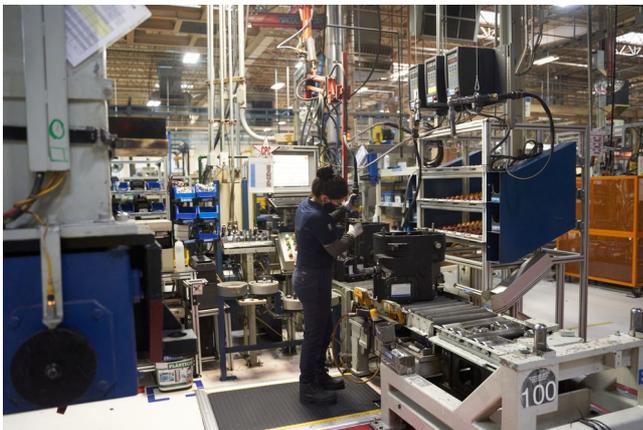
そして景気後退は音楽を確実に止めることになる。FRBが先に止めなければという条件付きだが。

By Carleton English  
(Source: Dow Jones)

## 6. メイド・イン・アメリカ復活で注目の7銘柄 7 Stocks to Play the Revival of U.S. Manufacturing 米国の製造業建設支出は過去最高を記録

[投資戦略]

### リショアリングは幻想ではない



Mauricio Palos/Bloomberg

ウォール街は株の買い手に目新しいテーマを提示することが好きだが、一時的な注目に終わる場合も多い。3年前には、投資銀行家は代替肉や大画面付きフィットネスマシンの獲得可能な最大市場規模（TAM）に目を見張ったが、ビヨンド・ミート<BYND>もペロトン・インタラクティブ<PTON>も株価は当時から85%以上下落している。

同じ頃、つまり新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）下で初期のトイレトペーパー不足は緩和されたが他のあらゆる物不足

が始まる前、「リショアリング」、「オンショアリング」、「バックショアリング」など表現は異なるが、海外にアウトソースした製造業の生産拠点の米国への回帰が語られていた。しかし新しいアイデアではなく懐疑的な意見も多かった。2016年の「リショアリングは幻想か現実か」という業界レポートは、リショアリングに関するメディアの言及はこの8年間で急増したにもかかわらず、裏付けとなる証拠は「限定的かつまちまちだった」と指摘している。

しかし現在、より明確なモメンタムが示されている。インテル<INTC>、ゼネラル・モーターズ

<GM>、鉄鋼会社のUSスチール<X>、製薬大手イーライリリー<LLY>などが米国内で大規模な工場を建設中で、昨年の米国の製造業建設支出は過去最高の1220億ドルを記録した。米国はこの2年間で世界の海外直接投資の24%を誘致し、これは過去10年の水準を8%ポイント上回る。

## 真のコストを理解する

UBSのアナリスト、クリス・スナイダー氏によれば、パンデミックはそれまで適切に評価されていなかったアウトソーシングの真のコストを浮き彫りにした。スナイダー氏は「2015年あるいは2018年に企業にアウトソーシングの真のコストとは何かと聞いたなら、運転資金に関する説明が返ってきただろう」と述べる。「出荷量も増えているから在庫の積み増しが必要だ」程度だっただろう。しかし現在はアウトソーシング・コストと言えば、サプライチェーン（供給網）の混乱によって失われる販売機会や市場シェアも含まれる。企業は現在、2022年に施行されたインフレ抑制法やCHIPSおよび科学法（いわゆるCHIPSプラス法）から受ける恩恵とともにこうしたコストを織り込んでいる。

一方で、世界中で費用が上昇した労働者のテクノロジーによる代替が進んでいる。スナイダー氏は「労働による恩恵は構造的に低下している。将来の労働力の減少を何%と示すことは難しいが、5年、10年のスパンで考えた場合、世界的に労働者依存度は低下するだろう」と説明する。しかし労働者が悲観し過ぎる必要もない。製造業の持ち直しは、進行する単位生産量当たり労働者数の低下を相殺できる可能性があるからだ。

回復の規模を見積もることは難しい。中国が世界貿易機関（WTO）に加盟する前の1999年、世界の製造業生産に占める米国の割合は27%だった。現在は16%まで低下しているが、UBSは2040年までに20%まで回復すると試算する。これは製造業が年5%成長することを意味し、過去20年間の平均の2倍超に当たる。これは莫大な新規投資も意味するだろう。UBSの計算では、米国の過去20年間の国内工場や設備への投資は必要額を5兆ドル下回っていた。

## 国内回帰の恩恵が向かう先は

ただしアジア各地の工場が突然閉鎖され、テネシー州に移転するような状況は起きえないだろう。企業は製造の増加分を補う役割を米国に求めているようだ。どの産業が生産を増やすのか予測するには、成長産業を探せばいい。他にも労働密度の低さ、米国内の商品需要の健全さ、政策による支援の多さなどを考慮してみるとよい。半導体、自動車、医薬品セクターはこれらの条件を満たしている。南東部、テキサス、中西部など、労働組合組織率の低い地域はおそらく今後も生産拠点の成長をリードしていくだろう。

前進ばかりとは限らない。半導体製造大手の台湾積体回路製造（TSMC）<TSM>は先週、適切なスキルを有する労働者の確保が困難だとして、アリゾナ州の新たな半導体工場の稼働予定を当初の2024年末から2025年に延期すると発表した。当面は台湾から労働者を派遣するようだが、長期的には、半導体がUBSが言うところの「一方通行のテクノロジー分野」の一翼を担うことから、状況は今後も設備投資や国内生産に有利に働くだろう。

上場企業では、スマートファクトリー機器を製造するロックウェル・オートメーション<ROK>、電機メーカーのエマソン・エレクトリック<EMR>は明らかに恩恵を享受している良い例だ。スナイダー氏がリショアリング関連のトップピックに選ぶアイルランドの大手産業機器メーカーのイートン

<ETN>は、電気システムを製造しており、工場建設、設備設置、データセンターに強みがある。他にも、空調システムメーカーのトレン・テクノロジーズ<TT>、センサーその他の電子部品メーカーのアンフェノール<APH>、テスト機器やソフトウェア製造のキーサイト・テクノロジーズ<KEYS>、各種資材製造・販売のWWグレインジャー<GWW>も良好な位置につけている。

これらの銘柄の中には株価がすでに大きく上昇し割高なものもある。筆者は2015年の記事の中で、イートンの株価収益率（PER）は13倍で、配当も多額で、2桁台の上昇率になる可能性があると書いていた。それ以降、株価は現在までに300%上昇し、足元のPERは25倍となり、配当利回りを1.6%に押し下げている。過去3年間の利益成長率は年10%超を確保している。

7月末から8月初めにかけて、資本財銘柄数社が四半期決算発表を控えている。スナイダー氏は、投資家はリショアリングの動きの強さと持続力の評価がまだ十分に追いついておらず、イートンなどの予想は大幅な上方修正が必要になるだろうと述べている。結果は近々分かるだろう。

## 逆イールドに機会

通常、米国債利回りは年限が長いほど高くなるが、短期国債と長期国債のイールドカーブは、時に緩やかにフラット化することもある。しかし直近では逆イールドの幅が40年以上ぶり水準にまで拡大し、債券投資家にとって方針転換の機会が訪れている。

金利5.4%の短期債に留まるか、あるいは3.9%の長期債に乗り換えるのか。その答えは明白にも思えるが、チャールズ・シュワブのチーフ債券ストラテジスト、キャシー・ジョーンズ氏は、短期債に留まる投資家が多過ぎると指摘する。逆イールドは、市場が将来の利下げを予測しているサインでもある。インカム機会の損失を抑えつつ保有債券の年限を長くしたい投資家は、金利5~5.5%の高格付けの社債を検討するとよい。上場投資信託（ETF）のシュワブ5-10年社債ETF<SCH1>の足元の利回りは5.3%だ。

By Jack Hough  
(Source: Dow Jones)

## 7. IT予算のAI傾斜が鮮明に

Companies Are Rushing to AI. That's Good for Microsoft.

マイクロソフトには朗報、ハードウェアメーカーにとっては悪いニュース

[ハイテク]

### IT予算における生成AIの優先順位が急上昇

金融持ち株会社パイパー・サンドラーは2023年7月初め、近い将来にIT予算を増やすまたは減らす予定の分野について147人の最高情報責任者（CIO）に尋ねた最新の調査結果を発表した。それによると、調査対象の企業全体の2023年予算の前年比伸び率は6カ月前の調査結果から1.3%ポイント低下して3.6%となる見通しだ。

この調査からは、企業が新しい人工知能（AI）アプリケーションを何よりも優先しているという重要な傾向も明らかになった。生成AIは予算配分における優先順位を九つ上げ、今後3年間の新しい技術動



Victor J. Blue/Bloomberg

向として最上位にランクされた。また、CIOの4分の3が既にAIプロジェクトをテストまたは導入していると述べた。

### ■ マイクロソフトはクラウドサービスとソフトウェアの両方で恩恵を受ける

企業のIT予算におけるAIの優先順位の上昇は、マイクロソフト<MSFT>にとって大きな追い風となる可能性がある。マイクロソフトはクラウドコンピューティングサービスAzure（アジュール）への需要の高まりと有料の新しいソフトウェア機能という二つの方法で恩恵を受けられるからだ。

これらの両方でマイクロソフトが進捗していることを示す証拠がある。一つは、パイパー・サンドラーの調査で回答を寄せたCIOがAIの導入に当たってマイクロソフトのクラウドサービスをより多く利用する意向を示したことだ。もう一つは、マイクロソフトが7月18日、AIを搭載したMicrosoft 365 Copilot（コパイロット）ソフトウェアのサブスクリプション料金をユーザー当たり月額30ドルに設定すると発表したことだ。

発表された365 Copilotの料金は、オープンハイマーの予想である月額20ドルを大きく上回った。それを受けて投資家は色めき立った。マイクロソフトの株価は7月18日の日中取引で4%高と急騰し、最高値を更新した。

### ■ AIはデータセンター向けプロセッサの市場を侵食する

一方、マイクロソフト以外のベンダーはより多くの課題に直面している。パイパーの調査チームはCIOの回答を踏まえ、サーバーメーカーなどのハードウェアサプライヤーが今年後半にIT予算の圧力に直面する可能性が非常に高いと予想している。

台湾積体回路製造（TSMC）<TSM>が7月20日に発表した四半期決算は、AI主導のIT予算の変化という投資テーマの新たな証拠を提供した。TSMCはハイエンド半導体の製造で市場を支配しているため、市場の変化の影響を早い段階で受けやすい。

TSMCの経営陣は半導体需要が全体的に軟化していると述べた。さらに、マクロ経済環境と、中国の景気回復および最終市場需要に関する予想の両方が、わずか3カ月前の経営陣の予想よりも弱くなっているようだと言った。TSMCの対象市場の大部分を占めるスマートフォンおよびPC市場が軟化する中、2023年通期の業績ガイダンスは大幅に引き下げられた。TSMCは2023年の売上高が前年比10%減少すると予想している。

TSMCの顧客の間でもAI向け半導体への関心は急激に高まっている。だが、半導体需要全体の落ち込みを相殺するには不十分だ。

TSMCの決算発表での質疑応答で注目されたのは、AI向け半導体の受注の急増によって従来のサーバー向け半導体の売上が奪われつつあるのかというアナリストの質問へのTSMCの回答だった。会長であるマーク・リュー（劉德音）氏は次のように回答した。「AIはデータセンター向けプロセッサの市場を侵食するのかというと、短期的に見て、クラウドサービスプロバイダーの設備投資予算が固定された場合はそうなるだろう」。

投資家は、AIがサーバーおよびサーバー向けプロセッサのメーカーにもたらす可能性のあるリスクを認識するべきだ。

By Tae Kim  
(Source: Dow Jones)

## 8. 決算がボロボロのゴールドマン・サックス、今が買い時の理由 Goldman Sachs Is a Mess. Why It's Time to Buy the Stock. 悪材料出尽くし

[米国株式市場]

### うみを出し切る決算



Michael Nagle/Bloomberg

直近の決算シーズンを終え、銀行はまだ存続しているのみならず、株価も好調のようだ。過去最悪水準の四半期決算となったゴールドマン・サックス・グループ<GS>でさえ、魅力的に見える。

5月にシリコンバレー銀行やその他金融機関の破綻で見放された銀行株だが、その後目覚ましい復活を遂げている。その理由は業績だ。金利上昇や、顧客資金のより高利回りの口座へのシフトに直面しているにもかかわらず、サイオンズ・バンコプ<ZION>や、キーコープ

<KEY>、シチズンズ・ファイナンシャル・グループ<CFG>、コメリカ<CMA>などは、おおむね予想通りの決算となり、今年の春に地方銀行を悩ませた問題から脱出したことを示した。その結果、株価は2桁の上昇となった。上場投資信託（ETF）のSPDR S&P地方銀行ETF<KBE>は、先週7%上昇している。

ゴールドマン・サックスは、こうした銀行株反発に名を連ねそうな銘柄ではない。直近四半期の業績がいかに不芳な結果となる見通しか周知すべく、ニューヨークのタイムズスクエアに広告を出す以外、あらゆる手を尽くしたが、それでもアナリストの予想を下回った。ゴールドマンは一般個人・家計向けのコンシューマー事業で5億0400万ドルの評価損を計上した。その対象には、2021年に17億3000万ドルで買収した融資プラットフォーム「グリーンスカイ」も含まれる。好業績となることが多い投

資銀行部門の手数料は前年同期比20%の減少、純受取利息は2%の減少となった。その結果、1株当たりの利益（EPS）は予想の3.16ドルを下回る3.08ドルとなった。

それでも、先週、ゴールドマンの株価は7.8%上昇し、さらに上昇する可能性もある。大手金融機関ウェルズ・ファーゴ<WFC>のアナリスト、マイク・メイヨー氏は「今回はすべてのうみを出し切る決算だった。今回の損失計上により、今後、業績は回復する」と話す。

## 低金利環境や新規制の影響は少ない

まず、利息収入と預金に対する支払利息の差である純利ざやについて。短期金利の上昇に伴い、顧客預金を維持するため、すべての銀行が預金金利の引き上げを余儀なくされている。ウェルズ・ファーゴの純利ざやが0.11%ポイント、U.S.バンコプ<USB>では0.2%ポイント低下した。ゴールドマンは利益の3分の2近くを投資銀行業務とトレーディング業務で上げており、金利水準の変動にそこまでの影響は受けない。

また、今年の銀行セクターの破綻騒動を受けた新たな規制についても、それほど大きな影響は受けない。今月、米連邦準備制度理事会（FRB）のマイケル・バー金融規制担当副議長が、金融システムの安定性強化のため、総資産1000億ドル超の銀行に対し、より多くの自己資本の保有を求める規制案を公表した。業界関係者は、こうした規制により銀行業界の競争力と新規融資能力が低下すると懸念している。

ゴールドマンは、新規制に適応する体制は整っているが、資本配分を重視するとしている。2月に300億ドルの自社株買いプログラムを発表したが、6月にFRBのストレステストに合格し、10月にはゴールドマンが保有しなければならない追加自己資本比率（いわゆる「ストレス資本バッファ」）は80ベースポイント（bp）低下して5.5%となる見込みだ。その結果、10%の増配が可能となり、配当利回りは3%となる。

## M&A取引の復活

しかし、楽観的な見方をする最大の理由は、合併・買収（M&A）取引が回復する可能性があることだ。景気の見通しと、あらゆる大型案件の阻止に躍起になっているように見えるバイデン政権に対する懸念の中、M&A取引の件数は大幅に減少し、ゴールドマンのアドバイザリー収入は46%減少した。しかし、株式市場が反発し、連邦取引委員会（FTC）が敗訴したことから、他にも問題は残っているものの、資本市場における活動が回復すれば、それだけで株価が押し上げられる可能性がある。

投資銀行キーフ・ブリュエット・アンド・ウッズのアナリスト、デービッド・コンラッド氏は「今年は引き続き減損と高額な経費計上が続くが、資本市場案件のパイプラインの改善、コンシューマー向けプラットフォームのリセット、株式投資に対するエクスポージャーの減少により、2024年は業績が回復するとみている」と語る。

さらにゴールドマンの株価純資産倍率（PBR）は1.1倍と、歴史的にみて投資に適した水準となっている。コンラッド氏は株価が現在の水準から13%上昇し、400ドルに達するとみている。ファクトセットが調査したアナリストの予想では株価382.26ドル、9%の上昇が見込まれる。

ゴールドマンのパートナーの間で不満が募っていることを示唆するメディア報道への反論を余儀なくされ、苦しい立場にあるデービッド・ソロモン最高経営責任者（CEO）でさえ、決算説明の電話会議では楽観的なトーンで「この6～8週間は年初の時点よりも間違いなく良くなっている。インフレ統計は改善していると思う。顧客の景況感も改善しており、今後、その行方を見守っていく必要がある」と述べた。

これは、ゴールドマンの投資家にとっても良い材料だ。

By Carleton English  
(Source: Dow Jones)

## 9. AT&Tとベライゾンの配当は安全か

[インカム投資]

Are AT&T and Verizon's Dividends Safe? Here's the Math.  
鉛被ケーブルの汚染問題で株価が急落する両社の見通し

### 株価暴落で配当利回りは急上昇



Victor J. Blue/Bloomberg

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>にとって、事態がこれ以上は悪くならないだろうと考えられた矢先、7月9日にウォール・ストリート・ジャーナルが鉛で覆われた銅製の通信ケーブルについて報じたことで、両社の株価はここ数日で暴落している。同記事では具体的な数字こそ述べられていないものの、数十年前に敷設された通信ケーブルの健康への潜在的影響と、汚染を浄化するための潜在的なコストについて警告している。

記事の掲載以来、S&P500指数が3%上昇する中で、AT&Tの株価は13%、ベライゾンの株価は約10%下落している。これにより両銘柄の配当利回りは急上昇し、AT&Tは8.3%、ベライゾンは8.1%となっている。安全であれば、魅力的な水準だ。

過度に楽観的に聞こえるかもしれないが、実際に安全な可能性はある。市場はAT&Tとベライゾンの株について、質問は後回しとして一旦売るというアプローチを取っている。しかし、計算上は両社とも配当を支えられるだけのキャッシュフローを有している。腹の据わったインカム投資家にとっては、両社に賭けてみる価値があるかもしれない。

### 配当は守られるのか、両社の負担額の試算から検証

もちろん、計算には数字が必要であり、そこから不確実性が始まる。鉛被ケーブルの問題は新しいものではなく、通信業界では数十年前に使用が廃止された。既存のケーブルはあまりに古いため、どこにあって誰が所有しているのかさえはっきりしていない。モフエットネイサンソンでアナリストを務めるクレイグ・モフエット氏は17日のレポートで、「問題はどれだけ大きいのか？不満は残るが正直な回答は、現時点では未知数しかなく、企業のエクスポージャーを定量化する本当の方法はないとい

うことだ」と述べている。

他のアナリストも同様に考え、懸念を行動に移した。JPモルガンでアナリストを務めるフィリップ・キュージック氏は7月14日、AT&Tの投資判断を「過去最低のバリュエーション」にもかかわらず、成長の鈍化と「鉛をめぐる潜在的な責任の影響」を理由に引き下げた。シティグループでアナリストを務めるマイケル・ロリンズ氏も17日、同様の理由でAT&Tの投資判断を引き下げた。エドワード・ジョーンズでアナリストを務めるデビッド・ヘガー氏は17日にベライゾンの投資判断を引き下げている。

ニュー・ストリート・リサーチでアナリストを務めるジョナサン・チャップリン氏は、修復が必要となるケーブルの割合とその交換費用の両面から、潜在的な負担額を推計する枠組みを考え出した。算出された総額は600億ドル、うちAT&Tが350億ドル、ベライゾンが80億ドルとなっている。

もしAT&Tが今すぐ350億ドルを借り入れ、それを鉛汚染の浄化のための基金に入れざるを得なくなった場合、AT&Tの負債総額は約1600億ドルから1950億ドルに増加する。利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）に対する負債の割合は、管理可能な3.4倍から、より懸念される4.3倍に上昇する。現在のAT&Tの社債利回りより少し高い6%で計算すると、負債が増えることで年間21億ドルの支払利息が追加され、債務返済額は年間83億ドルとなる。

良いニュースもある。ウォール街の予想によると、AT&Tは今後3年間で年間170億ドルのフリーキャッシュフローを生み出す見込みだ。追加的な債務返済21億ドルを差し引いて考えると、年間配当支払い額80億ドルは、予想フリーキャッシュフローの53%、調整後純利益の50%に相当し、配当支払いにリスクがあると考えられる80%を下回ることになる。簡単なことではないが、AT&Tは最大400億ドルの負債に耐えられそうに見える。

チャップリン氏の計算をベライゾンに当てはめても、同じような結論になる。ベライゾンは約90億ドルの負債を負うことになり、5億ドルの追加利払いと年間約42億ドルの債務返済が発生する。今後3年間のフリーキャッシュフローは、年間約190億ドルと予想されている。約110億ドルの配当金支払いは、ウォール街が予想する今後数年間の調整後平均フリーキャッシュフローの6割を消費することになる。

一方、鉛で覆われたケーブルを処理するコストがこれらの見積もりを上回るリスクもある。JPモルガンのキュージック氏が懸念しているように、競争の激化によってフリーキャッシュフローの見積もりが高過ぎたことが判明する可能性もある。それでも、フリーキャッシュフローは過去の浮き沈みの中でも持ちこたえてきた。AT&Tは、過去20年のうち18年分の配当をフリーキャッシュフローでまかなっており、その間の配当支払いはフリーキャッシュフローの約半分を占めている。

以上はすべて机上の理論であり、市場に反論するのは難しい。それでも、AT&Tとベライゾンの株価は、潜在的な損失をすべて反映させ、さらに割安に見える水準に近づいている。株価が下落すればするほど、その魅力は増すだろう。

By Al Root  
(Source: Dow Jones)

## 10. 先週の出来事と今週の予定

[レビュー]

Lilly Joins Biogen as Alzheimer's Drugs Finally Emerge

アルツハイマー治療薬がついに認可。イーライリリーもバイオジェンを追う

### バイオジェン、イーライリリーを追う企業も



Illustration by Elias Stein

アルツハイマー病治療薬は、スタート時点でのトラブルや規制のつまずきが何年も続いたが、にわかに姿を現した。7月上旬、バイオ医薬品大手バイオジェン<BIIB>とパートナーであるエーザイ<4523>のアルツハイマー病治療薬「レカネマブ（米国名レケンビ）」が、米食品医薬品局（FDA）から正式承認を受けた。メディケア（高齢者向け医療保険制度）が薬価の大半を負担することになる。続く17日、イーライリリー<LLY>は、アルツハイマー病薬「ドナネマブ」がアルツハイマー病の進行を遅らせることを示す結果を提出した。ドナネマブは今年

末までに承認を得る可能性がある。

どちらも、アルツハイマー病患者の脳に見られるアミロイドβ（ベータ）というタンパク質の蓄積に直接作用する抗体医薬だ。初期段階の認知低下を遅らせる作用が示された、初めての治療薬だ。治療対象となるのは米国の600万人を超えるアルツハイマー病患者のうちの一部だが、アナリストはイーライリリーのドナネマブの売り上げは2027年までに39億ドルに届くと予想する。イーライリリーの株価は、開発中の肥満治療薬を材料に既に上昇しており、今後12カ月予想PER（株価収益率）は42倍となっている。

どちらに軍配が上がるかはまだ明らかではない。アナリストはドナネマブがレカネマブよりもやや効果があるようだが、副作用の面でレカネマブよりややリスクが高いかもしれないとしている。レカネマブは2週間に一度静脈投与が必要で投与期間に終わりが無いのに対し、ドナネマブの投与はアミロイドβの蓄積が除去されるまで月に一度投与される。

一方、アイルランドのバイオ医薬品企業プロセナ・コーポレーション<PRTA>が開発するのは、アミロイドβの蓄積ではなく「タウ凝集体」と呼ばれる変性した神経の凝集体に作用する抗体医薬だ。プロセナの株価は、5月に製薬大手ブリストル・マイヤーズ・スクイブ<BMJ>が早期臨床段階にある同薬に5500万ドルを出資したことで急上昇した。プロセナの株価は過去12カ月で約140%上昇している。

### 先週の出来事

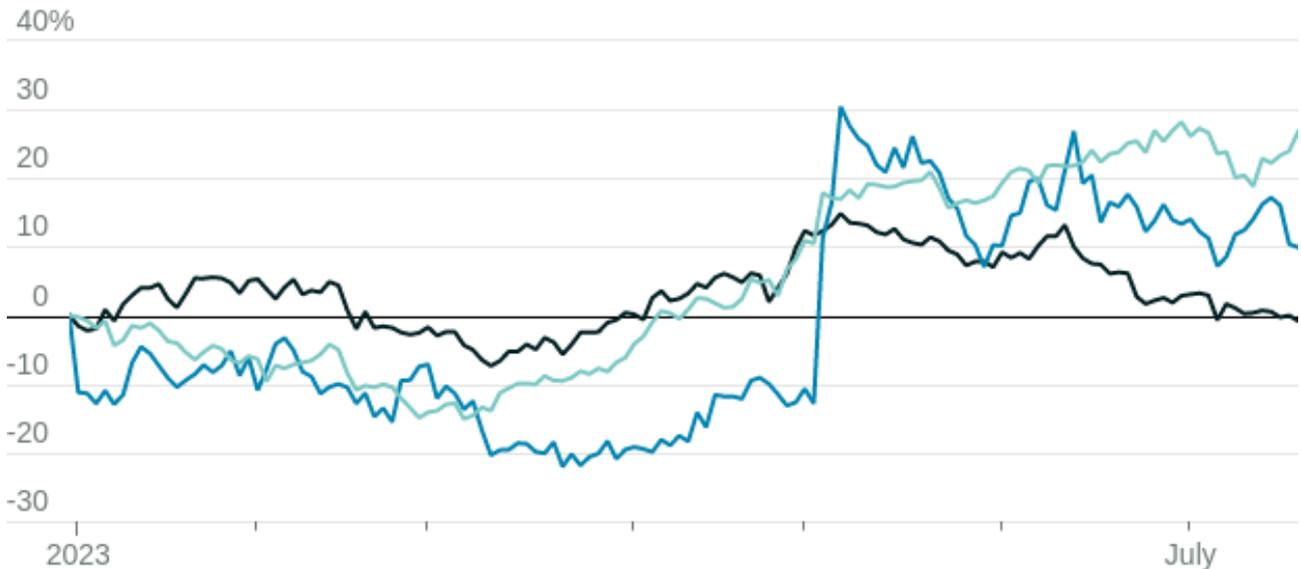
#### 株式市場

転換の週となった：ダウ工業株30種平均（NYダウ）は上昇、ナスダック総合指数は下落。NYダウは21日の上げ幅はわずかだったが、2017年9月以来となる10日連騰を記録した。景気後退の不安が弱まったことや、指数構成銘柄である医薬品・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>やゴールドマン・サックス<GS>以外の金融大手の決算が好調だったことによる。ナスダ

## The Contenders

In varying ways, investor hopes for an emerging Alzheimer's market has fueled three drug stocks this year.

■ Eli Lilly ■ Prothena ■ Biogen



ックは、電気自動車（EV）大手テスラ<TSLA>（9.7%下落）や動画配信大手のNetflix<NFLX>（8.4%下落）により不安定な動きとなった。20日には2.1%下落し3月9日以来の下落幅となった。年初来ではナスダック総合指数は34%、NYダウは6.3%、S&P500指数は18.2%上昇している。

### 企業業績

銀行大手バンク・オブ・アメリカ<BAC>と金融大手モルガン・スタンレー<MS>の決算は予想を上回った。一方ゴールドマン・サックスは市場予想を下回った。2021年にコンシューマーバンキング拡充のために融資プラットフォーム「グリーンスカイ」を買収したが、M&A市場が冷え込む中、売却に伴う減損処理を行った。ネット証券大手のチャールズ・シュワブ<SCHW>は預金残高が再び増加し予想を上回った。Netflixは不正なパスワードの共有を制限する措置により会員数が600万人増加したが、売り上げは予想を下回った。テスラは値下げで粗利益率が低下。J&Jは決算が予想を上回り、ガイダンスを引き上げた。資産運用会社ブラックストーン<BX>の資産は1兆ドルを超えた。

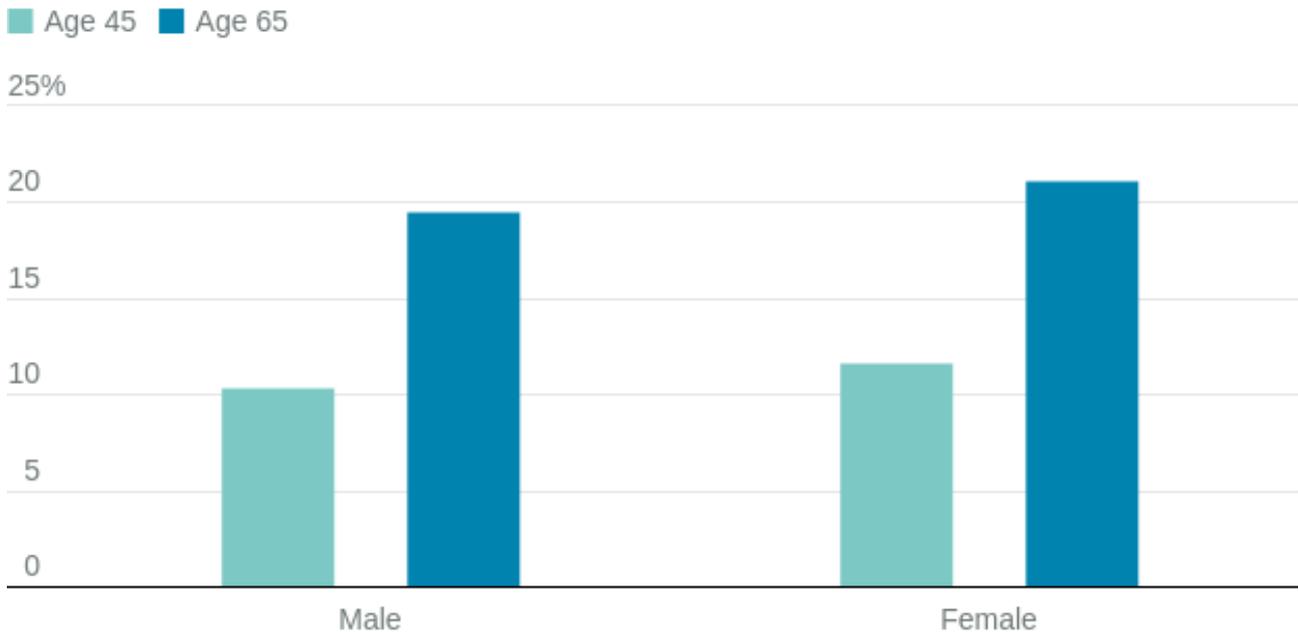
### M&A等（合併・買収）

マイクロソフト<MSFT>は、ゲームソフトウェア開発会社のアクティビジョン・ブリザード<ATVI>買収の認可を得るため、ソニーグループ<6758>に10年間の人気ゲームの提供を続けることで合意した。さらに買収期限を8月29日まで延長した。米連邦取引委員会（FTC）は訴訟を停止し、買収の決着に向けて道を開いた。また、競争を促進する方針を明確に示したM&Aに関するガイドラインの更新を発表した。ロシアのプーチン大統領は、ウクライナ産の穀物輸出合意からの離脱を宣言し、ウクライナ南部のオデーサを攻撃した。さらにビール大手カールスバーグ<CABGY>と食品大手ダノン<DANOY>のロシア法人の資産を接収した。

今週の予定

## Math of Aging

The risk of developing Alzheimer's sometime in your life rises sharply with age, and differs by gender.



7月25日（火）

・ 決算シーズンが続き、テクノロジー大手の決算が発表される。25日（火）はアルファベット<GOOGL>、マイクロソフトが決算発表。続いて26日（水）はメタ<FB>（旧フェイスブック）が決算を発表する。ナスダック100指数は年初来すでに41%上昇していることから、投資家に好印象を与えるにはハードルがかなり高くなるとみられる。先週決算を発表したテスラとネットフリックスの株価は共に、決算発表翌日に8%超下落した。

7月26日（水）

・ 米連邦公開市場委員会（FOMC）が金融政策を発表。ウォール街は0.25%の利上げ幅によってフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標は5.25%～5.50%になることを確実視しており、今サイクル最後の利上げになる可能性もある。

7月27日（木）

・ 米商務省経済分析局（BEA）が2023年第2四半期の国内総生産（GDP）速報値を発表。コンセンサス予想は季節調整済み年率換算で前期比1.4%のプラス。

7月28日（金）

・ BEAが6月のコア個人消費支出（PCE）物価指数（食品とエネルギーを除く）を発表。コンセンサス予想は前年同月比4.2%の上昇（5月は4.6%上昇）。

By Josh Nathan-Kazis and Bill Alpert  
(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』 2023/07/23

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