

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/09/03

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. メディア大手ワーナー・ブラザーズの前途は多難 - After Barbie: David Zaslav's Fixit Job at Warner Bros. Discovery [カバーストーリー]
「バービー」大ヒットも問題は解決せず P.1
2. 株式市場の上昇は続くのか？ トップ・ストラテジストが展望を語る - Can the Stock Market's Rally Keep Going? Strategists on What's Ahead. [フィーチャー]
インフレは沈静、金利は低下の可能性、景気後退は遠のく P.6
3. オン・ホールディングの株価にはまだ上昇の余地 - Why This Hot Sneaker Maker Has Room to Run [注目銘柄]
事業の地域的拡大による業績成長の可能性 P.12
4. FRBの利上げによる勝ち組と負け組 - The Fed Made Lots of 30,000% Winners. The Loser? The Fed. [経済政策]
勝ち組の利息収入は300倍超に増加 P.14
5. FRBの利上げにもかかわらず企業利益が堅調なのはなぜか - Fed's Rate Hikes Were Supposed to Kill Corporate Profits. Why They Didn't [経済政策]
債務返済期限の長期化で逆イールドが追い風に P.17
6. 8月の雇用統計を受けてFRBが利上げを停止する可能性 - August Jobs Report Shows Labor Markets Cooling. [米国株式市場]
労働市場の過熱感後退を背景にした金利低下で株価は上昇 P.19
7. 9月の米国株式市場、アノマリーに反して上昇か - Stocks Stink in September—But This Year Could Be Different [コラム]
S&P500指数構成企業の予想利益が改善 P.21
8. ハイリスクの医薬品開発銘柄に投資するもう一つの方法 - Drug Developer Stocks Are Risky. [バイオ医薬]
ピック&ショベル戦略が理にかなっている理由 P.23
9. 配当貴族の新顔、ケンビュー - Kenvue Is a New Dividend Aristocrat. Its Payout Will Grow. [インカム投資]
ヘルスケア企業ケンビューは配当成長期待銘柄 P.24
10. 先週の出来事と今週の予定 - The Airlines Get Their Punctuality Scores: Needs Improvement [経済関連スケジュール]
航空会社の定時性は改善が必要 P.26

※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. メディア大手ワーナー・ブラザーズの前途は多難

[カバーストーリー]

After Barbie: David Zaslav's Fixit Job at Warner Bros. Discovery

「バービー」大ヒットも問題は解決せず

合併で多額の負債を抱える

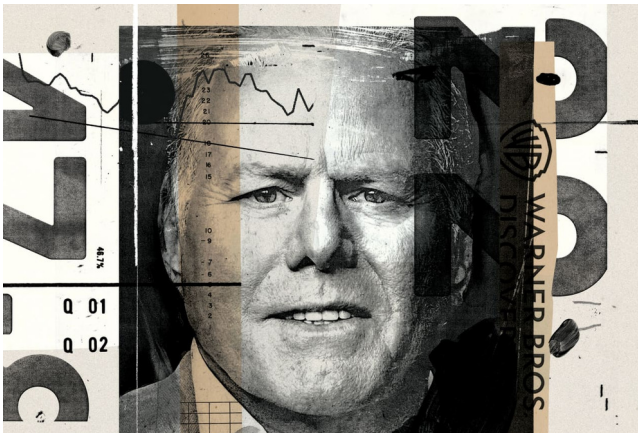


Illustration by Mike McQuade

メディア大手ワーナー・ブラザーズ・ディスカバリー<WBD>とその最高経営責任者（CEO）であるデービッド・ザスラフ氏は有名だ。しかし、ワーナーに関する報道では、往々にして投資家にとって最も重要なことが見落とされている。メディア複合企業であるワーナーの組織構造はどうなっており、どうすれば成長できるのか。膨大な負債を返済可能なのか。良い投資先と言えるのか。ザスラフCEOの巨額の報酬についてどう考えるべきか。

ワーナーは伝説的な映画制作スタジオ、CNNなどのテレビ局ネットワーク、動画配信サービスの「Max（マックス）」などを傘下に有し、有名企業の中でも特に著名である。しかし、設立から17カ月の大部分の期間において、良い意味で有名というわけではなかった。

ワーナーは、通信会社AT&T<T>がメディア大手ディスカバリーに傘下のワーナーメディアを売却したことで設立された。AT&Tは何としても重荷を下ろしたいと思っており、ディスカバリーは従来型テレビ事業とともに沈む運命を回避したいと考えていた。ワーナー・ブラザーズ・ディスカバリーは、混乱の最中にあるメディア業界で、壮大な野心と膨大な負債を生まれながらに抱えている。ザスラフ氏が使命を果たすのは控えめに言っても困難だ。

「ザス」の通称で知られるザスラフ氏は、避雷針のような存在になりつつある。カンヌ国際映画祭では映画スターとの派手なパーティーが報じられた。映画監督のスティーブン・スピルバーグ氏には、傘下の映画制作会社ターナー・クラシック・ムービーズの人員削減を公然と批判された。

現在はハリウッドやテレビ業界にとって困難な時代だ。視聴者は映画館にあまり行かず、ケーブルテレビを解約し、代わりにネットフリックス<NFLX>やYouTube（ユーチューブ）、TikTok（ティックトック）を見ている。こうした新興企業は、市場シェアの獲得に膨大な金額を費やし、ワーナーのような既存企業を脅かしている。

とはいえ、人々は依然として、映画「バービー」、連続ドラマ「メディア王～華麗なる一族～」、全米大学バスケットボール選手権「マーチ・マッドネス」など、ワーナーのコンテンツを見たいと思っている。ザスラフ氏にとっての問題は、こうしたコンテンツをすべて提供するための持続可能なビジネスモデルとは何かということだ。

ディスカバリーは38年前に設立され、それから間もなく、大富豪のジョン・マローン氏が支配するケーブルテレビ会社テレコミュニケーションズが大株主となった。ザスラフ氏は2006年にCEOに就任

し、その2年後にディスカバリーを上場させた。ディスカバリーに長年勤め、現在はストリーミング部門の責任者であるJ・B・ペレッテ氏は、ザスラフ氏が「常に攻めの姿勢を取っている」と語る。2008年の上場時から売上高が2022年に10倍近くの338億ドルに増加したのは、ザスラフ氏のおかげだと言う。

2018年、ザスラフ氏は同業のスクリップスを119億ドルで買収した。一部のアナリストは、従来型のテレビ局は斜陽であるとして、この買収に懐疑的だった。2021年初め、ザスラフ氏はAT&Tのジョン・スタンキーCEOに接触し、その1年後にAT&Tのワーナーメディア部門を430億ドルで買収し、ディスカバリーと合併させた。

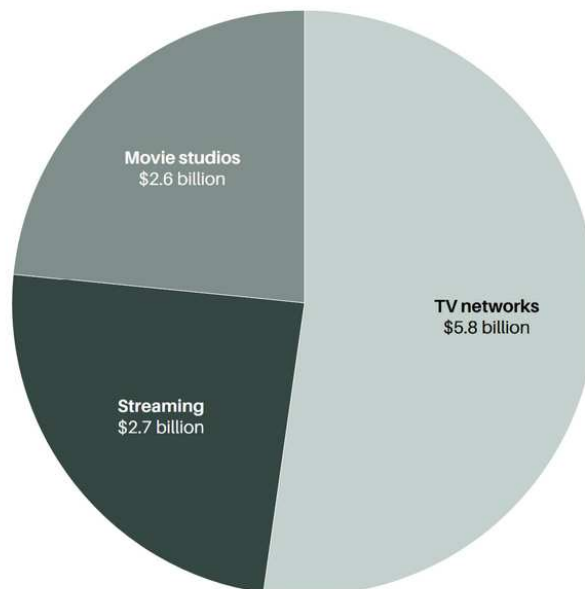
合併は「リバーズ・モリス・トラスト」という手法で行われた。この手法により、AT&Tは税金を支払うことなくワーナーを売却できた。これは節税のために複雑な取引を駆使するマローン氏にお似合いの手法だ。一方で、取引が行われた2022年4月8日以降、ワーナーの株価は46%下落している（S&P500指数は同期間に1%上昇）。マローン氏が現在支配する企業群の中心にあるリバティ・メディアのグレッグ・マッフェイCEOは「取引を統括したのはザスラフ氏であり、マローン氏は良いと思ったから賛成しただけだ」と述べた。

なお、筆者はワーナーメディアの前身であるタイム・ワーナー（傘下のフォーチュン誌とCNN）に2014年まで29年間勤務しており、ワーナーの幹部とは旧知の仲である。今回の記事のために、一部の幹部に話を聞いた。ただしザスラフ氏には取材を断られた。

中核のメディアネットワーク部門は下り坂

Streaming Is Growing, but TV Is the Cash Cow

Second-quarter 2023 revenue



Source: company reports

ザスラフ氏はワーナーの資産を三つのグループに分けている。第一にCNNなどのメディアネットワーク、第二にワーナー・ブラザースを中心とする映画制作スタジオ、第三にマックスやケーブルテレビ局HBOなどの消費者直接配信（D2C）事業だ。

業績の主なけん引役はメディアネットワークだ。第2四半期の同部門の売上高は57億ドル超、調整後利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）は21億ドルだった。これはワーナー全体の売上高の55%超とEBITDAの大部分に相当する。しかし、メディアネットワーク部門は下り坂にあり、第2四半期の売上高とEBITDAは前年同期比で5%と7%減少した。なお、ワーナーは合併関連の償却によって赤字を計上しているため、業績の指標としてEBITDAを使用している。第2四半期は12億ドルの純損失を計上した。

ザスラフ氏は、動画配信のマックスが毎月のサブスクリプション収入によってメディアネットワーク部門の縮小を補うことを期待している。ワーナー最大のアクティブ投資家である投資会社ハリス・アソシエイツのアレックス・フィッチ氏は「合併は、ディスカバリーのコンテンツと、ワーナー・ブラザーズおよびHBOのコンテンツを結びつけ、より強力なD2Cアプリを生み出すことを前提にしている。問題はそれがうまくいくか否かだ」と語った。

マックスは今年4月に展開を始めたばかりで、依然として初期段階にある。第2四半期の売上高は14%増の27億ドルだった。EBITDAは、主にスタートアップ費用により、300万ドルの赤字だった。ペレツ氏は、マックスの利益率が20%に達する可能性があるとみている。ただし、「来年ではなく、長い目で見た場合」だと言う。

マックスの6月30日時点の契約者数は9600万人で、第2四半期は約180万人減となった。ワーナーは、契約者数が減少した原因はHBO、マックス、ディスカバリーの解約が合計されたためだとしている。マックスは国内の動画配信プラットフォームの中で上位に入っており、ネットフリックス（契約者数2億3800万人）、アマゾン・プライム（同推定2億人）、ディズニープラス（1億4600万人）に次ぐ地位にある。

映画制作部門は、メディアネットワーク部門に比べてはるかに小規模で、業績の変動も激しい。第2四半期の売上高は24%減の26億ドル、EBITDAは26%減の3億0600万ドルだった。バットマン、ハリー・ポッター、ロード・オブ・ザ・リングなどの有名シリーズを制作してきた実績があるが、今四半期の業績はいつになく低調だった。

第3、第4四半期の業績はバービーによって大きく押し上げられるはずだ。バービーは、今年最も興行収入が高い映画、かつワーナーにとって史上最高の興行収入を上げる映画となるだろう。世界全体の興行収入は13億ドルで、現在も増え続けている。しかし、ドル箱映画に重点を置くことで財務規律を強めるというワーナーの戦略は、目新しいものではなく、実現しても状況は劇的には変わらないとみられる。

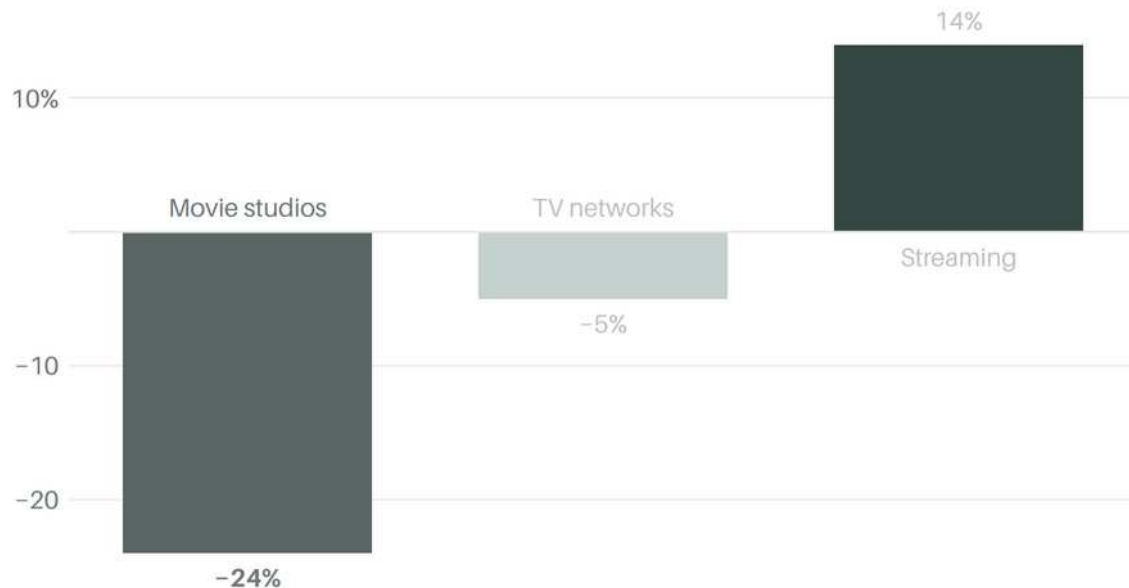
負債は合併直後の560億ドルから既に478億ドルまで減少した。ワーナーのガンナー・ウィーデンフェルズ最高財務責任者（CFO）は、「当社が取得した資産の質は高いので、負債の金額が気になって眠れなかったことはない」と語る。ウィーデンフェルズ氏は「ワーナーにとっての最適な負債は約350億ドルだ。これは（EBITDAに対する）負債比率で2.5～3倍程度に相当し、当社の2024年末までのガイダンスと一致している」と述べた。

前向きな材料は、負債コストが平均4.6%で、満期が平均14年超であることだ。ほとんどのアナリストは、何らかの破滅的な事態が発生しなければ、ワーナーは負債に対処できると考えている。

ただし、ザスラフ氏とウィーデンフェルズ氏にとって、負債を返済するのに十分なキャッシュを創出するのは必要不可欠だ。ワーナーの第2四半期のフリーキャッシュフローは17億ドルと2倍以上に増加した。ウィーデンフェルズ氏は、売上高の増加（バービー）とマックスのサブスクリプションに加え、コスト削減、人気のないコンテンツの処分、人員削減により、今年のフリーキャッシュフローが45億～50億ドルになる見込みだと述べている。

CEOの膨大な報酬に疑問

Year-over-year revenue change



Note: Year-over-year change excludes the effects of currency exchange rate.

Source: company reports

脚本家と俳優のストライキは、ワーナーにとって第2四半期に1億ドルほどの追い風となっており、第3四半期はそれ以上の利益をもたらす見込みだ。コンテンツの制作費用を節約できるためである。しかし、これは設備投資を止めているようなものなので、短期的には得をしても、長期的には痛みを被るだろう。

ストライキには他にもデメリットがある。7月のストライキ参加者向け集会で、民主党のアレクサンドリア・オカシオコルテス下院議員は「これは強欲との闘いであり、終わりなき富の追求との闘いだ。デービッド・ザスラフは自家用ジェットが何機欲しいのだろうか」とザスラフ氏を名指しで批判した。

実際、ザスラフ氏は2008年のディスカバリー上場以降、膨大な金額の報酬を手にしてきた。調査会社エクイラーによると、ザスラフ氏の上場以降の手取り額は合計8億2579万4276ドル、年間平均は5500万ドル強に上る。

ザスラフ氏の報酬が莫大（ばくだい）なのは、それに見合う大きな株主価値を生み出しているからというわけではない。ワーナーの株価は、過去15年間のうち9年間でS&P500指数をアンダーパフォーム

した。15年間のトータルリターンは、ワーナーが22.6%、S&P500指数は418%だ。

初めのころは良かった。ワーナーは2008年から2013年の6年間のうち4年間で市場をアウトパフォームし、294%のトータルリターンをもたらしたが（同時期のS&P500指数は60%）、過去10年間は大幅にアンダーパフォームしている。ワーナーの取締役会は、業績が良い時期に気前良く報酬を与えるのに慣れてしまい、業績が悪くなっても報酬を絞るのを忘れてしまったようだ。

ワーナーの株主はどう思っているのだろうか。ある機関投資家は「株主にとって大きな価値を生み出してくれるなら、役員報酬が増える余地が大きくても構わない。基本給が競合他社より十分に低ければそれでよい」と語った。しかし、ザスラフ氏にそれが当てはまるのかと聞くと、答えは「ノー」だった。

ザスラフ氏の報酬を擁護する人々は、現在の株式オプションの行使価格が30ドル台から40ドル台に設定されており、現在の13ドルよりはるかに高く、大幅なアウトオブマネーになっていると指摘する。ザスラフ氏が今後巨額の報酬を手にするときは、株主も大きな利益を得ているはずだ。これはある程度正しい。

しかし、3月6日に証券取引委員会（SEC）に提出された文書によると、ザスラフ氏の報酬の一部は、フリーキャッシュフローと負債削減に連動するように変更されている。ザスラフ氏は2025年まで毎年、1200万ドルの業績連動型の株式報酬を得ることができる。さらに、まだ確定していないキャッシュフローと負債削減に関する目標を達成すれば、追加で年間1150万ドルを得られる。

ワーナー取締役会のサミュエル・ディ・ピアッツァ会長は、「この追加インセンティブによって、足元で進む業界変革と経済的逆風の中でより競争力のある報酬パッケージを提示し、株主価値の中核的なけん引役を成長させやすくなる」と主張している。

報酬制度の変更によって、ザスラフ氏の給与とワーナーの現在の目標との関連性がより高くなったとも言える。また、ストックオプションが機能していないので、その埋め合わせであるという見方も可能だろう。一方で、ザスラフ氏はフリーキャッシュフローを生み出せば直接利益を得られるが、株主はそうではないとも言える。

ワーナーの見方は違うようだ。ワーナーはCEOの報酬について、「ザスラフ氏の報酬の90%超は業績に連動している。したがって、ザスラフ氏が得る利益は、当社、株主、従業員に卓越した価値がもたらされたことを示している。また、ザスラフ氏の約20年の在任期間にわたる総報酬額は、当社を世界有数のメディア企業に成長させたことなどの実績を反映している」と述べた。

ワーナーは優れた投資先なのか

ワーナーは良い投資先なのか。賛成側の意見は、ワーナーは豊富な資産を有する眠れる巨人であり、株価は極めて割安で、ザスラフ氏が今後、経営手腕を発揮するというものだ。反対派は、負債比率の高さ、ケーブルテレビ事業の低迷、ストーリーミング業界の激しい競争など、あらゆる逆風が吹いていると主張する。スポーツ配信権のコストが上昇し続けているという問題もある。

従来型の手元メディア専門企業は、今やワーナー、パラマウント・グローバル<PARA>、ウォルト・



Courtesy of Warner Bros. Pictures

ディズニー<DIS>の3社しか残っていない。現状が続くとは考えにくい。一般にリバース・モリス・トラストでは、バリュエーションをリセットするための隠れみのに利用されるのを防ぐため、新設企業は2年間にわたって大規模取引が禁止される。ワーナーは来年4月にその設立2周年を迎える。ザスラフ氏が買う側と売る側のどちらになるのか、相手が誰かは不明だ。

現在のワーナーは、債券保有者にとっては素晴らしい企業かもしれないが、株主にとってはそうでもない。株価は極めて低迷しているが、ハリス・アソシエイツのフィッチ氏は「債券市場は株式市場よりはるかに前向きな見方を取っている。債券スプレッドは合併以来で最低の水準にある。債券市場は、今後大きな進展があるとみており、それは株価にまだ反映されていないようだ」と語る。

ザスラフ氏は債券保有者よりも良い扱いを受けている。ザスラフ氏は、マローン氏と複合企業ゼネラル・エレクトリック<GE>の元CEOであるジャック・ウェルチ氏が自分の師だと述べている。マローン氏は鋭い才覚、長年の経営実績、複雑怪奇なメディア帝国の構築で知られ、ウェルチ氏はカリスマと大胆さ、巨額の報酬、そして以前はもてはやされたが現在はそれほど高く評価されていない経営手法で有名だ。ザスラフ氏も、株主、従業員、顧客に何を未来に残すかを見せるときだろう。

By Andy Serwer
(Source: Dow Jones)

2. 株式市場の上昇は続くのか？トップ・ストラテジストが展望を語る

[フィーチャー]

Can the Stock Market's Rally Keep Going? Strategists on What's Ahead.

インフレは沈静、金利は低下の可能性、景気後退は遠のく

2023年は投資家の一人勝ち



Illustration by Michael Freimuth

2023年はこれまでのところ、エコノミストは当惑し、マーケット予測者は面目を失い、投資家はもうかる格好となっている。金利の急上昇にもかかわらず、米国経済は成長を持続。インフレ率は、理想レベルには至らないが低下し、株式市場は強気相場入りした（S&P500指数は年初来17%上昇、ナスダック総合指数は30%超上昇）。

ウォール街のトップ・ストラテジストたちの間では、目先の株価見通しは、景気の今後の動向と米連邦準備制度理事会（FRB）次第であると

して、意見が分かれている。金融市場にとって最も強気なシナリオはゴルディロックス・ケース、つまり「適温」相場である。インフレが整然とした形で遠のき、経済が堅調に推移することに伴って個人消費が維持され、企業の利益成長が可能になるというものだ。強気派にとっては、年内の景気後退

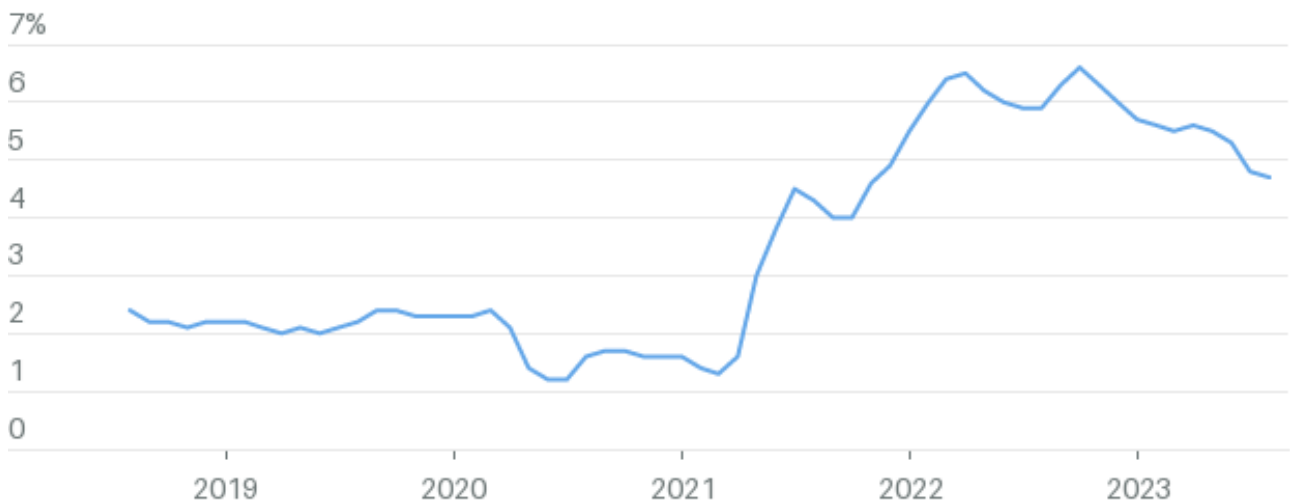
はもはやあり得ない。米国教職員退職年金／保険組合の資産運用部門、スペインのグローバル債券最高投資責任者（CIO）であるアンダース・パーソン氏は、「マクロ経済的には万事が想定を超えている。経済は予想以上に堅調で、消費も想定以上に強い」と語る。

債券も期待できる

Slow Retreat

Inflation measured by the consumer price index has fallen from its 2022 peak, but remains well above the Federal Reserve's 2% annual target.

— Core CPI Year-Over-Year Change



Source: Bureau of Labor Statistics

昨年のようにインフレ率の鈍化が続けば、FRBは役目をほぼ終えたことになる。利上げ終息の可能性が高まれば、今年はハイテク中心の限定的なラリーだったものが、上昇銘柄が拡大する準備が整い、株式にとっては好材料だ。さらに、債券価格は金利に反比例して上昇するため、債券価格の上昇も期待できる。

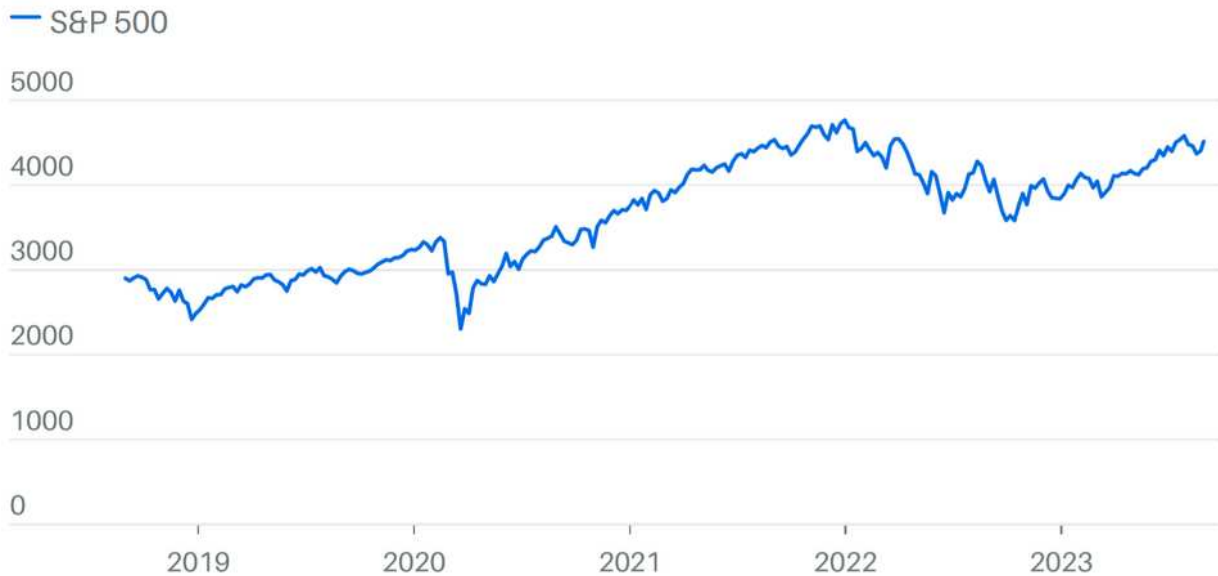
米調査会社ヤルデニ・リサーチのエド・ヤルデニ社長は、「来年はかなり景気が良くなる」とした上で、「株式市場は既に2024年を見据えており、景気後退が到来するとの不安は落ち着き、より良い年になることを織り込んでいる」と述べ、ディスインフレ（物価上昇率は低下傾向にあるがデフレではない状態）が続けば、「FRBが次に打つ手は金利の引き下げとなる可能性が大いにある」と語っている。

弱気派も根拠は強気派と同じ：経済が好調なこと

一方、弱気派の根拠も経済が好調なことで、つまり好調過ぎるのだ。最近のデータは経済成長の加速をうかがわせるもので、インフレは多くの人が期待していたよりも厄介なものとなることが示されている。そのため、FRBは来年、金融緩和ではなく、物価安定を回復させるために、さらなる金融引き締めを余儀なくされるかもしれない、と弱気派は主張する。

Bull Market Redux

The stock market is up 17% this year, despite rapidly rising interest rates.



Source: Bloomberg

もう一つの懸念は、FRBがインフレ退治に走り過ぎるあまり、金利を景気後退に追い込むレベルまで引き上げてしまうことだ。すると債券利回りは上昇し、利益成長率は低下し、株式バリュエーションは下落する。パーソン氏は、過度な引き締めこそ「今一番懸念している点」と言う。

「緩やか」がキーワード

Bonds' New Era

U.S. Treasuries offer good value and attractive yields.



Source: Bloomberg

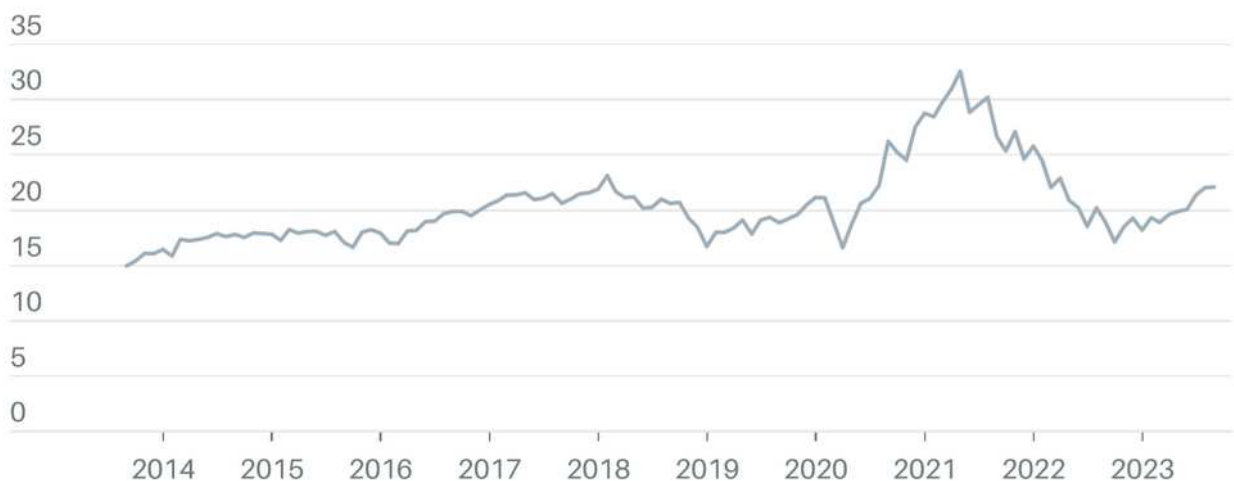
2023年から2024年にかけて、経済と市場は中間のコースをたどる可能性がある。経済は停滞しても急低下はせず、インフレ率は低下するがFRBの目標値2%を上回り、市場は今夏のようにしばらく横ばいで推移する、との見方だ。ブラックロックのiシェアーズ投資戦略米州責任者、ガルギ・チャウドリ氏は、これが最も可能性の高いコースであると考えている。こうした見方はチャウドリ氏だけにとどまらない。チャウドリ氏は、「経済もインフレも、この秋のキーワードは、緩やかさ、だ」と述べた上で、「極端な景気後退や急成長など、どちらか一方に極端に振れる可能性を示すデータも見受けられるが、私は、単純に緩やかな動きが続くと見ている」と語る。

金利低下、債券価格上昇：その根拠とは

'Goldilocks' Valuation?

The stock market isn't cheap based on its 12-month trailing price/earnings ratio. Bond yields likely need to come down for the multiple to grow.

— S&P 500 Trailing 12-Month P/E



Source: Bloomberg

本誌が取材した市場ストラテジストや投資責任者の大半は、FRBが現在のサイクルにおいて金利を再び引き上げるとは予想しておらず、年末までにさらに1回だけ、0.25%の利上げを見込む向きがわずかだが見受けられた。

多くの点はインフレの行方にかかっていると言えるだろう。物価上昇率の低下傾向が続けば、名目金利からインフレ率を差し引いた実質金利が上昇するため、FRBがこれ以上介入しなくても金融政策は引き締まることになる。ニューヨーク連銀のジョン・ウィリアムズ総裁が最近の発言で示唆したように、景気後退がなくても、FRBは、金利政策スタンスを一貫性のある制約レベルに保つために、インフレ低下シナリオでは利下げを選択するかもしれない。

投資家がインフレ抑制の継続的な進展を確認し、FRBが利上げ終了を示唆すれば、債券利回りは年末までに小幅に低下する可能性がある。パーソン氏は、米国10年債利回りが3.75%から4.00%の間で2023年を終えると予想している。2024年の景気減速が急激なものとなり、利下げが進行すれば、国債価格はさらに上昇する可能性があるが、景気後退は株価の押し下げを招く。

複数の債券カテゴリに分散

パーソン氏は、FRBによる利上げサイクルが終了した直後の3カ月間は歴史的に債券価格が上昇する傾向にあり、むしろ注目すべきは最近の利回りの高さだと指摘する。パーソン氏は「債券のリターンの大半はインカムゲインからもたらされ、市場のタイミングを計ることが求められるキャピタルゲインの貢献は最終的にはそれほど大きくない」と語る。

米国債のような低リスク証券は、満期まで魅力的な利回りを享受でき、今買う価値のある投資対象だ。パーソン氏は不透明な金利見通しを踏まえ、複数の債券カテゴリに分散投資することが重要だと説明する。ヌベーン・ストラテジック・インカム・ファンド<FCBYX>なら、社債、国債、住宅ローン担保証券（MBS）などに投資し、実効デュレーションは5.3年、平均信用等级付けはトリプルBマイナス、配当利回りは5.9%だ。

バーンスタインは米国債に関してデュレーションニュートラルのアロケーションを取り、短期債と長期債ともに保有している。ブラックロックのチャウドリ氏が選好するのは、上場投資信託（ETF）のiシェアーズ米国債3-7年ETF<IEI>の投資対象である米国債イールドカーブの中期ゾーンだ。同ETFの実効デュレーションは4.4年、利回りは4.3%だ。

10年物のインフレ指数連動国債（TIPS）の実質利回りは過去15年間で最も高い2%まで上昇している。インフレが再燃すれば、TIPSは名目債をアウトパフォームするだろう。チャウドリ氏は「TIPSはポートフォリオに取って得難いソリューションだ。実質利回り2%の商品をポートフォリオに組み入れることは投資家には貴重な機会だ」と語る。

モルガン・スタンレーのCIO兼チーフ米国株式ストラテジストのマイク・ウィルソン氏は、インフレ率の低下は債券価格や株価バリュエーションには好材料かもしれないが、より多くの企業が価格決定力の低下や利幅の縮小に直面することになるため、利益成長には逆風になる可能性があるとは指摘する。ウィルソン氏のS&P500指数の今年の1株当たり利益（EPS）予想は185ドルで、アナリストのコンセンサス予想である220ドルを大きく下回る。

ウィルソン氏は、ディフェンシブなヘルスケアと公益事業セクターのオーバーウエートを推奨する。ヘルスケア企業は株価バリュエーションも割安で、安定した成長とバランスシートに支えられ景気サイクルの影響をほぼ受けずに済む。公益事業株は他のセクターより市場の低迷時に強い。これらのセクターへの投資の選択肢にはETFのヘルスケア・セレクト・セクターSPDR<XLV>と公益事業セレクト・セクターSPDR<XLU>がある。ウィルソン氏は割高なハイテクセクターと一般消費財セクターには弱気で、これらの比重が高いS&P500指数は今秋、下落すると予想する。2023年末の予想は最近の水準から10%超の下落となる3900だ。

大型株か、中小型株か、意見は分かれる

ウェルズ・ファーゴの株式戦略責任者であるクリストファー・ハーベイ氏は、短期的には株式市場には試練になると予想する。FRBの見通しが変わり続ける中、債券利回りは今後数週間でさらに上昇する可能性があり、加えて9月は1年の中で株式市場が低迷する時期でもある。しかし年内には債券利回りが再び低下、株式は超大型株のけん引で反発し、S&P500は年末まで4200～4600のレンジで取引され、4420で今年を終えるとの予想だ。

ハーベイ氏はまた、秋以降、2024年の経済見通しに対する懸念が高まると見ている。これは景気敏感企業の利益にはマイナスだが、市場が年明け以降のFRBによる利下げを織り込み債券利回りが低下し、グロース株にはプラスに働く可能性がある。その結果、株を買う動きは市場で最も規模が大きく、最も成功し、理論上最も安定した企業に集中するかもしれない。ハーベイ氏によれば、ラッセル1000指数の時価総額上位50社の場合、それ以外の構成銘柄に対してわずか10%のプレミアムでより良い収益、安定した成長、比較的低いリスク、より強固なバランスシート、そして人工知能（AI）のプレーヤーを手に入れることができる。わずか10%のプレミアムにしては見返りのある魅力的な銘柄だ。AI技術やそのアプリケーションに対する投資家の熱意の高まりを受け、超大型クラスのハイテク銘柄の株価は今年上昇している。

ヤルデニ氏のS&P500指数の年末の予想水準は4600で、やはり超大型株がけん引すると見ている。ヤルデニ氏は「これらの銘柄は本当に打たれ強い。株価が急落しても、結局買いの機会になるだけだ。投資家は常にこれらの銘柄を割高で買うことをいとわない」と語る。

バーンスタイン氏は逆の見通しを示しており、半導体大手のエヌビディア<NVDA>、メタ<META>（旧フェイスブック）、電気自動車（EV）メーカーのテスラ<TSLA>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>などの超大型株はどれも年初来で60%超上昇している点を指摘する。わずか7銘柄で2023年のS&P500指数の上昇の約70%に寄与している。

バーンスタイン氏は、今秋、投資家が保有する超大型株を売ってそれ以外のカテゴリーに乗り換える予想しており、「全世界に七つしか成長ストーリーがないという考えは、米国経済、あるいは世界経済に対する弱気な見方にすぎない。私はむしろ、見過ごされているすべての機会に高揚している」と語る。具体的には、インフレ率が年率換算で2%以上を維持し、利益成長の追い風になるとの予想から、小型株へのエクスポージャーを高めている。小型株指数は大型株指数よりも景気敏感企業のウェイトが高く、バリュエーションも大型株より割安だ。

ハーベイ氏は、バリュエーションが比較的割安で成長見通しが堅実、加えてテクニカル面の評価も前向きな中型グロース株を選好する。株価収益率（PER）やファンダメンタルズの改善の余地があり、リスク・リワード水準も有利な状況にある上、企業合併や買収が増加すれば中型グロース株には有利だと言う。中型グロース株への投資の選択肢にはバンガード・ミッドキャップ・グロースETF<VOT>がある。

クオリティー株で逆境でも勝者に

ブラックロックのチャウドリ氏は強固なバランスシートや安定した利益成長などの質の高さに注目して銘柄を評価する。チャウドリ氏はこれらの「クオリティー株」は市場をリードすることはないが、複数のマクロ環境や市場環境において勝者となる可能性があるとして、エヌビディア、アップル<AAPL>、クレジットカード大手ビザ<V>、ナイキ<NKE>、石油大手のコノコフィリップス<COP>を上位保有銘柄とするiシェアーズMSCI米国クオリティー・ファクターETF<QUAL>（年初来リターンは22%）を推奨している。

S&P500指数の12カ月予想PERは19倍と、極端な割高ではないが、景気悪化の兆候を織り込んでいない。足元の米国債利回りが2022年10月の高い水準を上回っており、当時のS&P500指数の水準が3600

前後だったことを考慮すると、債券との比較では割高だ。

ウィルソン氏は「一般的に、サイクルの後期にはこうなる傾向がある。明白な証拠がなければ人々の見方は値動きに左右される。株価が大きく上昇しているという事実がソフトランディングの可能性が高いという見方を強めている」と指摘する。最近の値動きを見る限り、今年の株価上昇分の大半は年内は維持されるだろうが、年が明ければ新たな試練が現れる。来年は大統領選が控えており、2年近くに及ぶ利上げのツケが経済に回ってくるかもしれない。

大切なのはクオリティー株と分散された債券ポートフォリオにこだわり、市場の割安なエリアで掘り出し物を探すことだ。残り少ない夏を謳歌（おうか）しよう。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

3. オン・ホールディングの株価にはまだ上昇の余地

[注目銘柄]

Why This Hot Sneaker Maker Has Room to Run
事業の地域的拡大による業績成長の可能性

■ 株価下落は買い場



Courtesy of On Holding

スイスのランニングシューズ・メーカー、オン・ホールディング<ONON>のシューズを見分けるのは簡単だ。オンのほぼすべてのモデルは靴底の脇に穴があいており、デザインは整然としていて、oとnが縦に並んだロゴで、スポーツ用品メーカーのナイキ<NKE>やアディダス<ADDYY>製シューズと区別できる。特許を取得したオンの衝撃吸収システムのクラウドテックが、セレブを引きつけた。その後、株式も人気を集め、株価は年初来で70%上昇して約29ドルとなった。

オンの最近の株価調整によって、俊敏な投資家は株価の上昇トレンドにまだ乗じることができる。在庫に関する懸念、多額のマーケティング費用、さえないガイダンスによって、予想を上回る決算とガイダンスの引き上げがかすんでしまった。株価は8月15日に14%下落した。

詳細に振り返ってみると、株価がなぜ大幅に下落したのか明らかではない。業績に対する特段の懸念はなかった。在庫は需要への対応努力を反映したもので、マーケティングへの支出は好調な需要を維持するだろう。いずれも明らかな懸念要因ではない。実際、決算発表後の株価下落はオンにとっては普通のことだ。第1四半期決算後にも株価は10%弱下落しており、それは振り返ってみれば買いの好機だった。今回の株価下落もやはり買いの好機だったと判明しよう。

フッド・リバー・キャピタル・マーケットのアナリスト兼ポートフォリオマネジャーであるランス・キャノン氏は、「オンのシューズは人々に愛されており、彼らはシューズの購入に際して、喜んで定

価を支払うだろう」と語る。キャノン氏は、第2四半期に投資を開始して8月の四半期決算後の株価下落後に買い増しており、「株価下落は、市場による完全な誤解だった」と語る。

オンの第2四半期売上高は4億4430万スイスフラン（5億0700万ドル）で前年同期比52%増加し、アナリスト予想の4億7540万ドルを上回った。売り上げ総利益率は55.1%から59.5%へ上昇し、輸送費の減少が寄与した。利益は珍しく減少したが、これからの数四半期で成長が再開すると予想されている。

ポートフォリオの3.5%以上をオンに投資しているラマー・ビラーのパートナー兼ポートフォリオマネジャーのラマー・ビラー氏は、「第2四半期の損益計算書のあらゆる数字をみる限り、失望するのは難しい」と言う。

業績拡大が今後も継続

Outrunning the Competition					
On Holding is growing faster than other sneaker makers.					
Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	2024 EPS	2024 EPS Growth	12-Month Forward P/E Ratio
On Holding / ONON	\$28.55	66%	\$0.79	49%	40.8
Adidas / ADDYY	100.10	47	2.36	N/A	69.1
Nike / NKE	102.42	-12	4.13	17	26.3
Under Armour / UAA	7.69	-24	0.59	13	14

Source: FactSet

しかし投資家は、オンの在庫に特に注目している。在庫は2022年第2四半期と比較して2倍超となり、買い物客がスニーカーに飽きたのではという懸念をかきたてた。過剰在庫削減のために値下げしていたナイキのことが、恐らく投資家の念頭にあったのだろう。

とはいえ、オンはナイキではない。在庫には、大いに期待されたスニーカーなどの新モデルが含まれており、前四半期比では6%減少した一方、オンの消費者直販事業は55%近く成長した。大型デパートチェーンのノードストローム<JWN>のような卸売りのパートナーは、買い物客がオンの製品を声高に要求していると述べた。

ビラー氏は「在庫は、株価上昇を妨げている要因の一つだ。言うまでもなく、オンが大幅に値引きすれば在庫問題は容易に解消するだろうが、オンは値引きしていない。その必要がないのだ」と語る。

成長は続く見込みだ。そしてそれは、テニスプレーヤーのロジャー・フェデラーやイガ・シフィオンテクを起用した広告だけが理由ではない。オンの事業の約95%を占めるランニング・シューズだけでなく、新たな衣料品やアクセサリも、プロの運動選手や週末のアマチュアアスリートからの人気が高まっている。そして、オンの事業の60%を北米が占めている一方で、アジアなどの市場におけるプレゼンスも拡大している。

テルセイ・アドバイザリー・グループのアナリストであるクリスティーナ・フェルナンデス氏は、第2四半期決算発表を受けてオンの目標株価を40ドルに維持しており、「期待の持てることに、ブランドはあらゆるチャンネルと地域にわたって極めて強力だ。将来を見据えると、オンには市場を世界的に拡大することで、大きな成長機会がある」と語る。

オンの持続的な成長には前例がないわけではない。靴製造会社のクロックス<CROX>からカジュアルウエアメーカーのデッカーズ・アウトドア<DECK>のラグ・ブランドに至る競合他社の成功は、快適な靴がスーパーサイクルを謳歌（おうか）していることを示しており、世界が新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）から脱しても減速の兆しを示していない。またオンにはシューズのポートフォリオをハイキングや日常用途へと広げる多大な余地があり、衣料品についても同様だ。

バリュエーション

バリュエーションは、12カ月予想株価収益率（PER）が40.8倍で、割安ではない。とはいえ、最近の株価下落によってPERは史上最低の39.2倍まで低下し、2021年の株式公開以来の平均である250倍弱をはるかに下回っている。キャノン氏は、「オンは、高成長の高PER銘柄だが、ナイキやスポーツウエアメーカーのルルレモン・アスレティカ<LULU>の高成長期と比較して飛び抜けて高くはない。私はバリュエーションをそれほど懸念していない」と言う。

最大の懸念はスイス・フラン高かもしれない。オンの本社がスイスにあり、米国と欧州の売上高がスイス・フランに換算される際に、通貨高はスイス・フラン建ての業績を減少させる。そのため、オンの下半期の増収率ガイダンスは30%となっているが、恒常通貨ベースの成長率は44%となる。

最終的な問題は、シューズそのものに帰結する。つまり、買い物客が100ドルを超えるシューズを今後も引き続き買うか否かということだ。オンのシューズを2足保有しているキャノン氏は懸念しておらず、「私は懐疑的だったが、オンの靴の感触には顕著な違いがある。そして、私が会話したすべての消費者は、1日の終わりになっても足は傷まず、足は喜んでいる、と口をそろえて言う」と語る。

オンによって、投資家が近い将来に再び笑うことになっても、驚かないでほしい。

By Teresa Rivas
(Source: Dow Jones)

4. FRBの利上げによる勝ち組と負け組

[経済政策]

The Fed Made Lots of 30,000% Winners. The Loser? The Fed.
勝ち組の利息収入は300倍超に増加

勝ち組と負け組

米連邦準備制度理事会（FRB）による18カ月間に及ぶ利上げがようやく終わりを告げようとしている今、FRBの利上げによって生まれた最大の勝ち組を幾つか見てみる良い機会だ。そして同時に、最大の負け組の幾つかも再確認することで、数字を楽しんでみたい。

勝ち組はもちろん、マネーマーケット・ミューチュアル・ファンドを保有する投資家で、FRBがインフレ対策として短期金利の引き上げを開始する前月、すなわち2022年2月の利息収入の3万%以上、つまり300倍超の利息収入がある。

負け組はFRB傘下にある12地区の連邦準備銀行で、これまで大きな利益を計上していたのが、利上げ



Graeme Sloan/Bloomberg

によって大きな損失を計上するようになった。この話題は数カ月前にも取り上げたが、損失総額が1000億ドルという戦略的な水準に達すれば、注目されることは間違いない。それは9月末までに起こりそうだ。

一歩引いて見てみると、実におかしな話だ。FRBはインフレを抑制し、景気を減速させようと（しかし急激な落ち込みにはさせない）、18カ月にわたって一貫して利上げを続けている。その結果、個人投資家や機関投資家のマネーマーケットファンドの利息収入は急上昇した。しかしFRB自身は大きな損失を出している。

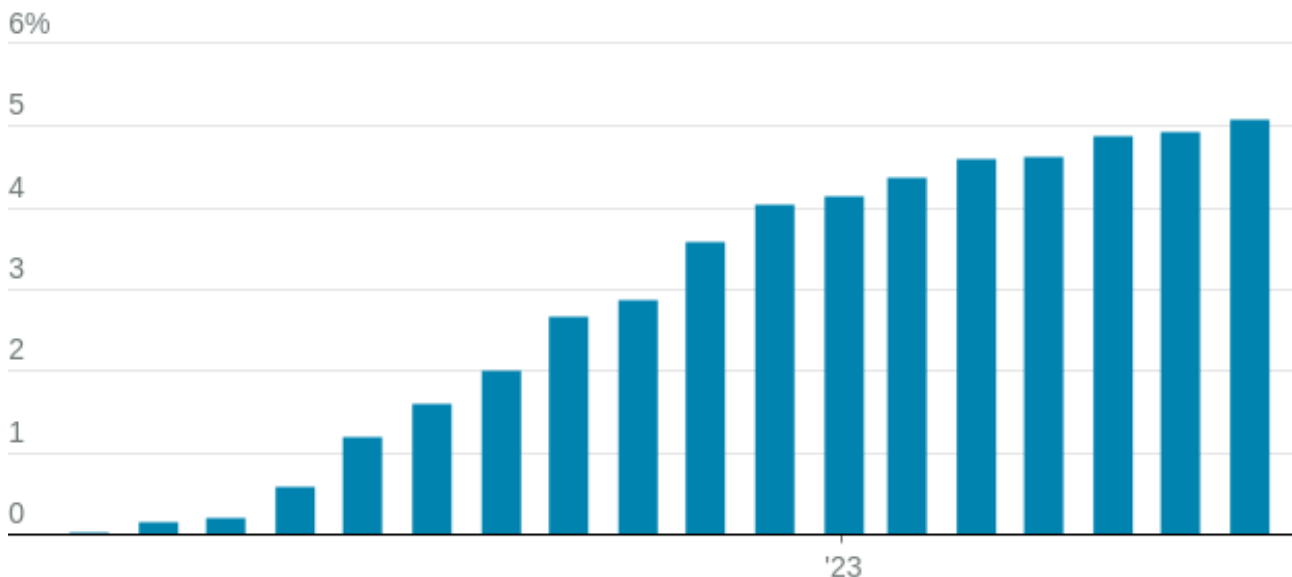
FRBが利上げを始める前、地区連銀は非常にもうかっていた。2021年には1074億ドルの利益を上げ、財務省に送金している。しかし理由は後段で説明するが、FRBの利上げによって地区連銀の利益は蒸発し、今年の財務省への剰余金の送金はほとんどなくなってしまった。

マネーマーケットファンドへ流れ込む資金

Money-Market Funds on the March

Money-market fund yields have risen above 5% since the Fed started raising interest rates in March 2022.

Average yields



クレーン・データのピーター・クレーン氏によると、2022年2月時点で、マネーマーケットファンドの保有者が得た平均利回りは0.02%だった。ファンドの総資産は5兆90億ドルだったので、利息収入は年間約10億ドルだった。

しかし、2023年7月31日現在、ファンドの利回りは5.08%、資産は5兆9030億ドルに達している。クレーン氏の計算では、ファンドの利息収入は年間2999億ドルになる。さらに、8月18日現在のファンドの平均利回りは5.15%だ。仮に資産が同額のままだと仮定すると、これは非常に保守的な仮定だが、ファンドの保有者は年間3000億ドル超の利息収入を得ることになる。ただし、この3000億ドル超というのは利回りを「年率」換算したものであり、現在の状況が1年間続くと仮定して算出したものだとしてクレーン氏は警告する。ファンドの保有者が実際に得た金額ではない。

マネーファンドの保有者の収入が増加しているのは、ファンドが短期証券を購入しているからだ。FRBは過去18カ月間にフェデラルファンド（FF）金利を実質ゼロから年5.25～5.50%に引き上げた。マネーファンドの保有者の収入は、FRBの利上げとともに上昇している。

クレーン氏は、「5%はマジックナンバーだ。心理的に重要な水準で、5%になるとマネーファンドに資金が流れ込み始める。それが1990年代末と2000年代初めに起こったことであり、現在起こっていることだ」と言う。

しかし、マネーファンド投資家の利息収入が急増している一方で、皮肉なことにFRB自身は利上げのために損失を出している。かつて大もうけしていたFRBの12の地区連銀は、今ではどこも大赤字を出している。これは、FRBがマネーマーケットファンドや他の金融機関から借り入れた数兆ドルに対して5%超の金利を支払っている一方で、FRB自身のポートフォリオにはゼロ金利時代に購入した低利回りの住宅ローン債券や財務省証券が依然残っているからだ。

FRBの地区連銀が破綻する可能性がない理由は別の機会に述べることにするが、金融システムを水没させ、金利を下げざるを得なくなることがないように、マネーファンドや銀行の資産を守るために地区連銀は高いコストで借り入れを行ってきた。もしそうなれば、FRBのインフレ対策が台無しになる。

FRBの赤字は「繰り延べ資産」を増やす

FRBの直近の半期決算報告書によれば、6月30日現在、FRBが「繰り延べ資産」と呼んでいる（筆者はこれを「損失」と呼んでいる）ものの総額は747億ドルである。

ニューハンプシャー州ポーツマスにあるピスカタワ・リサーチのスティーブ・チャーチ氏によれば、地区連銀の損失は毎週約20億ドルずつ発生しており、8月下旬時点の年初来で総額771億ドル、そして直近では総額945億ドルの損失となっている。チャーチ氏は、9月には損失額が1000億ドルに達すると予想しており、これは大きな注目を集める数字になると筆者は考えている。

地区連銀が今年上半期に財務省へ送金した剰余金の総額はわずか1億200万ドルで、利上げが金融市場と地区連銀の収益に深刻な影響を及ぼし始める前の前年同期の剰余金の送金総額628億ドルから98%超減少した。FRBの会計原則では、地区連銀が再び財務省への剰余金の本格的な送金を始めるには、「繰り延べ資産」の穴から抜け出すだけの利益を上げなければならない。

FRBが損失を出しても、連邦政府の財政赤字が増えるわけではない。しかし、FRBが財務省に送金していた巨額の剰余金が消えたこともあり、今年度の財政赤字は1兆6000億ドルに達している。納税者が政府債務の増加を懸念している今、これは問題かもしれない。また、政治家はこの損失を、既にかな

り大きくなっているFRBへの批判をさらに強める理由になると考えるかもしれない。

言い換えれば、マネーフンド投資家の利益は、FRBの損失、そして財務省や米国納税者の損失とある程度言える。マネーフンド投資家の将来がどうなるかは分からないが、今のところ、FRBの利上げから大きな利益を得ている。そして、少なくとも当面は大きな勝ち組であり続けるだろう。

筆者は、独立系ビジネス・ジャーナリストであり、ビジネス・ジャーナリズムの分野における最高の栄誉であるローブ賞を7度受賞している。

By Allan Sloan
(Source: Dow Jones)

5. FRBの利上げにもかかわらず企業利益が堅調なのはなぜか

[経済政策]

Fed's Rate Hikes Were Supposed to Kill Corporate Profits. Why They Didn't
債務返済期限の長期化で逆イールドが追い風に

米国経済の予想外の底堅さ



Illustration by Carl Godfrey

米国の景気、企業業績、市場の底堅さが、2023年の大きな驚きとなっている。米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げキャンペーンへと傾く中、今年の初めにこうした堅調な動きを予測した者はほとんどいなかった。だが、米国はこれまでのところ景気後退を回避しており、企業の業績予想は上方修正され、主要株価指数は大きく反発している。

これらの事象について多くの説明がなされてきたが、そのほとんどが一つ重要な要因を見落としている。米国の民間部門の債務だ。この15年

間で、米国の家計部門と企業部門の債務は様変わりし、景気や企業利益、そして株価のバリュエーションは、この数十年間で最も金融政策の影響を受けにくくなっている。

ここでは企業債務に焦点を当てるが、2007～2009年の世界金融危機以降、家計債務の動向にも大きな変化があり、家計債務の対国内総生産（GDP）比率は2008年以降、3分の1近く低下している。融資基準が厳格化され、借入れが可能なリスクのある家計は以前よりも減少した。そして、重要なのは、住宅ローンの借り手が変動金利型ローンや当初の金利を低く設定した金利再設定型ローンを避け、伝統的な30年固定金利ローンに回帰していることだ。その結果、FRBが短期金利を引き上げてから家計部門の債務返済コストが上昇するまでの時間的なラグが長期化している。

そうしたことが、米国の景気と個人消費が年初の大方の予想よりも堅調に推移する一因となっている。コロナ禍後の再雇用に支えられた労働市場の強さ、壮健な労働者の不足、および財政刺激策も需要の底堅さを支える重要な要因となっている。

利上げに強い財務体質

しかし、債務についてはもう一つ、エコノミストや政策立案者、投資家にとって興味深い状況が現在展開しつつある。企業利益に、これといった金利上昇の影響が認められないのだ。これは、景気や企業利益、株式、債券市場の動向に重要な影響を及ぼす可能性があるため、注視すべき現象だ。何が変わったのだろうか。

家計部門と同様、金融危機以降、企業債務も大きな変貌を遂げた。企業部門の総債務額は家計部門のように減少したわけではないが、返済期限については大きく変わった。具体的には、企業はコマーシャルペーパー（CP）や銀行借入れなど短期債務に対する依存度を下げ、返済期限がより長期で固定された上場社債や私募債に目を向けるようになってきている。CPの発行残高は、2007年半ばの2兆2000億ドルから2023年8月上旬には1兆2000億ドル近辺まで減少している。同じ期間に、米国の投資適格債の発行残高は2兆1000億ドルから7兆8000億ドルに、ハイイールド債は7000億ドルから1兆2000億ドルに急増している。一方、私募債は世界全体で1兆ドル増加している。こうした借入れは大半が固定金利で、三つの資産クラスの平均的な満期は4年から10年だ。

こうした変化の影響の一つに、FRBが利上げを実施してから企業の債務返済コストが上昇するまでの時間の長期化がある。これまでのところ、こうした企業財務の構造的な変化によって、企業はFRBの一連の積極的な利上げによる極めて過酷な影響から守られてきた。

それだけではない。2023年第2四半期決算シーズンの最新データによると、すべての期間で金利が上昇しているにもかかわらず、多くのセクターで企業の純利息費用が減少している。理由の一端は、短期金利が長期金利を上回る逆イールドカーブにある。利益の底堅さと設備投資に対する堅実な姿勢によって多額の現金を保有するようになった企業は、短期債で運用することによって利息収入が増加した。一方、借入れの長期化によって利息費用は低い水準で固定されている。要するに、企業部門は逆イールドカーブの恩恵を受けている。

それが、S&P500指数の（生活必需品とヘルスケアを除く）すべてのセクターで、純利益に対する純利息費用の比率が20年前と比べて低下している要因の一つだ。実際、S&P500指数全体のこの比率は2003年の水準の約40%にすぎない。その結果、利益が増加し、株価は押し上げられている。そして企業部門全体がFRBの金融引き締めに対してより強靱（きょうじん）になっている。

しかし、この幸福な状況は持続可能なのだろうか。長期的にはノーだ。いずれ、既存の借入れが満期を迎えるにつれ、新たな借入れが必要となる。金利水準が高止まりすれば、楽しい時期も過去のものとなる。しかし、多くの企業、多くのセクターで、借入期間が大幅に長期化されているため、借入れコスト面の保護はより長期にわたり持続する可能性がある。例えば2028年以降に満期を迎える投資適格債の比率は、2020年末以降、約48%から56%に上昇した。こうした傾向はハイイールド債の発行体でより顕著で、上記比率は20%から42%に上昇した。もちろん、今後金利水準が低下すれば（インフレの緩和に伴い、そうなる可能性は高いが）、満期を待たず、より有利な条件で借り換えとなる可能性もある。

こうした債務構成の変化は特定の業界でより顕著だ。投資適格債市場では、より長期の債務の比率を50%高めた金融セクターを筆頭に、25%引き上げたエネルギーセクターとハイテクセクターが続く。これと対極にあるのがヘルスケアセクターで、こうした債務期限の長期化は見られず、恐らくそれが、

最近の四半期で純利益に対する純利息費用の比率が上昇している理由だろう。

FRBの利上げに対して利益が守られているという事実が、企業が引き続き雇用に関心を示す一因となる。また、利益と雇用と需要との間にプラスのフィードバックループがあり、永遠に持続可能ではないにしても、2023年まで米国の経済成長を支えてきた一因であることが示唆される。

そうであれば、企業利益と景気の底堅さは投資家にとって別の重要な意味を持つ。デフォルトリスクの低下だ。信用リスクにはより微妙な違いがあり、個人債務者がデフォルトする可能性は残り、回避できないものもある。しかし、企業については、融資市場が機能不全に陥らない限り、今回のサイクルのデフォルト率は過去のサイクルよりも低くなる可能性が高い。

■ 今後に向けた重要ポイント

以上を踏まえ、投資家にとって重要なポイントが幾つかある。まず第一に、過去の基準のみに基づいた景気後退予測には注意する必要がある。世界金融危機以降、米国の民間部門の債務は金額、構造、満期のすべてが大きく変わり、そうした変化のほとんどが経済の安定性と強固さを高める要因となっている。

第2に、インフレ率が引き続き低下し、緩やかな成長が続くと仮定した場合、金利水準は恐らくピークに近づきつつあり、今後金利水準が低下すれば、企業はより有利な条件で借り換えを行うことが可能になる。より長期の資金を確保することによって、多くの企業が時間を味方に付けている。

最後に、債券市場が全体として弱含むタイミングがあれば、ファンダメンタルズが改善した社債に投資する態勢を整えておくべきだ。そのためには正当化できる個別リスクがどれか、慎重に見極める必要があるが、慎重な「押し目買い」アプローチは理にかなっているとわれわれはみている。

筆者は、フランクリン・テンブルトン・インスティテュートの責任者。

By Stephen Dover
(Source: Dow Jones)

6. 8月の雇用統計を受けてFRBが利上げを停止する可能性 August Jobs Report Shows Labor Markets Cooling. 労働市場の過熱感後退を背景にした金利低下で株価は上昇

[米国株式市場]

■ 雇用統計が株価の上昇にお墨付きを与える

あなたはおとぎ話を信じるだろうか。というのも、8月の雇用統計はこれ以上ないほどの「ゴルディロックス」（童話「3匹のくま」に由来）だったからだ。

確かに、S&P500指数は雇用統計の発表を受けた1日はほとんど動かなかったが、週間では上昇した。主要株価指数を見ると、先週S&P500指数は2.5%上昇して4515.77となり、ダウ工業株30種平均は1.4%高の3万4837ドル71セントで引けた。ナスダック総合指数は3.2%高の1万4031.81となり、小型株のラッセル2000指数は3.6%高の1920.83で週末を迎えた。



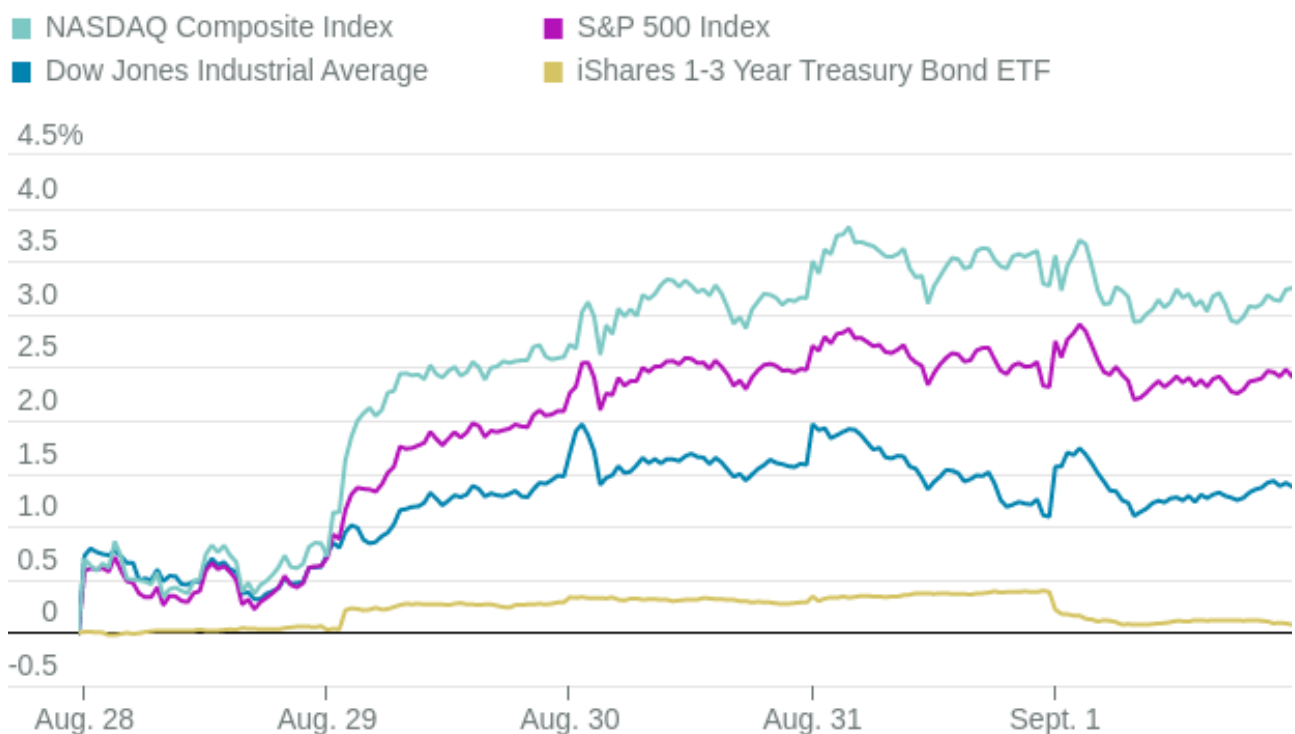
Anna Moneymaker/Getty Images

雇用統計の数値を見れば、この上昇は納得のいくものだ。1日に発表された雇用統計によると、8月の非農業部門就業者数は予想を上回る前月比18万7000人の増加となった一方、6月と7月の数値は大幅に下方修正された。2カ月分で就業者数は計11万人の下方修正となり、前月比の3カ月平均は約15万人の増加と、2020年2月の水準を下回った。失業率は3.5%から3.8%に大きく上昇し、労働参加率は0.2%ポイント上昇して、今年3月以来の上昇となった。平均労働時間が増加した一方で、平均時給の伸びは鈍化した。

た。

FRBに経過観察のための時間的余裕

Market Snapshot



これらを総合すると、明らかに明るい兆しが見えてくる。労働市場は健全な方向にリバランスを続けているというものだ。米国経済は依然として雇用を増やしており、失業率の上昇は労働力の供給増加によるもので、大量解雇によるものではない。そして雇用する側にとっては、空いたポジションに就ける労働者の数が増え、賃金上昇圧力が和らいでいることになる。米連邦準備制度理事会（FRB）さえも喜ぶはずだ。

インディペンデント・アドバイザー・アライアンスの最高投資責任者（CIO）であるクリス・ザッカレリ氏は、「経済が拡大を続け、労働市場の過熱感が急速にではなく、ゆっくりとしたペースで後退す

るのであれば、FRBは金利水準を今のままで据え置き、（現状の）上昇した金利の効果が表れるまで辛抱強く待つ余裕があることになる」と書いている。

株式市場の追い風に

経済指標や株式市場の状況を見ると、少なくとも9月に開かれる米連邦公開市場委員会（FOMC）までは、短期的に株価のさらなる上昇がありそうだ。市場がFRBの利上げ見送りを織り込むことで債券利回りは低下し、8月に株価の下落圧力となった利回り上昇より大幅な低下となる可能性がある。こうした動きはすでに始まっており、2年物米国債の利回りは、週初は5.05%だったが、1日の終値は4.87%となった。

トレードステーションで世界市場の投資戦略の責任者を務めるデービッド・ラッセル氏は、「投資家には、8月の米国債利回りの急上昇は2022年の上昇の延長線上のものであり、新しい何かが始まったのではなく、古い何かが終わったと考える理由が増えた。利回りの低下が続けば、市場でゴルディロックストーリーや、1994～1995年の景気のソフトランディングと比較する声が大きくなる可能性がある」と書いている。

次に市場を動かす可能性のある経済指標は8月の消費者物価指数（CPI）で、9月のFOMC直前の9月13日に発表される予定だ。投資家とFRBは、労働市場の需給緩和がインフレ圧力の低下という形で現れていることを確認するために注目することになる。確かに、夏場のコモディティー（商品）価格の高騰が総合インフレ率を押し上げることで、表面上は歓迎されない指標の発表になるかもしれない。しかし大きなネガティブサプライズがない限り、目先の株価の方向性は引き続き右肩上がりになりそうだ。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

7. 9月の米国株式市場、アノマリーに反して上昇か Stocks Stink in September—But This Year Could Be Different S&P500指数構成企業の予想利益が改善

[コラム]

9月の株価は3年連続でマイナス

米国株式市場にとり、9月は年間で最悪の月だ。過去には2001年に米国同時多発テロ事件、2007年にリーマン・ブラザーズの経営破綻などが起こった。また、過去3年連続で9月の株価は月間で下落した上に、2021年と2022年は年間で最悪の月だった。1928年以来、S&P500指数の9月の平均下落率は1.1%で、平均下落率が0.13%を超える唯一の月である。

しかし、今年の9月はそれほどひどくないかもしれない。バンク・オブ・アメリカ（バンカメ）のデータによれば、S&P500指数が8月までに10～20%上昇した場合、その年の残りの期間は平均7.6%上昇している。ということは、S&P500指数は年末に4850近辺まで上昇する可能性がある。

米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げを停止する準備が整ったのではないかという期待も、株価には追い風だ。9月1日に発表された8月の雇用統計によりそうした期待はさらに高まった。



Howard Schnapp/Newsday/Getty Images

しかし、もっと重要なことが起きている。米商務省経済分析局（BEA）が先週発表した第2四半期の企業利益は、前年同期比0.65%減だった。S&P500指数の利益はもともと、第2四半期に前年同期比2.9%減と予想されていた。だが、これらの数値は、企業利益がいかに改善しているかを控えめにしか表していない。結局、第2四半期の企業利益が第1四半期からわずか0.4%減にとどまったことは、業績の落ち込みが終息に向かいつつあることを示している（金融機関を除く企業の利益は同0.9%増）。

業績リセッションは「既に終了」

ウォール街の関係者は「最悪期は脱した」と予想する。S&P500指数の利益は第3四半期に0.1%減と見込まれている一方、第4四半期に9.1%増、2024年には12%増と予想されている。著名エコノミストのエドワード・ヤルデニ氏によれば、その大きな理由の一つは予想利益率の改善だ。予想利益率は3月30日の週に12.3%まで下がったが、8月24日に12.6%に改善した。ここ7カ月で最高の水準である。予想利益率の改善は一握りの企業に限らない。S&P500指数構成企業の約4分の3が過去3カ月間に利益見通しを上方修正しており、その割合は2022年末付近の44%から拡大している。ヤルデニ氏はレポートで「業績リセッションは第2四半期で終わったと考えている」と説明した。

バンカメの米国株式・クオンツ戦略担当責任者、サビタ・スブラマニアン氏も、今年いっぱい株価にさらなる上昇余地があると見ている。経済データが引き続き堅調であること、2023年の予想利益が下方修正されるリスクがほとんどないことなどが理由だ。

失業率の上昇には注意

ただ、皆がそう考えているわけではない。ソシエテ・ジェネラルのアルバート・エドワーズ氏によれば、米国の大企業はイールドカーブを利用し、長期で借り入れてキャッシュから5%以上の利益を上げているとみられ、過去1年間に利益を5%程度かさ上げた。エドワーズ氏は「米国企業の利益率を押し上げ、景気後退を遅らせたのは『グリードフレーション（強欲インフレ）』だけではない。金利の引き上げがかつてのように機能していない」と主張する。

もしくは緩いペースで機能しているのかもしれない。労働市場が冷めつつあるなか、失業率は7月の3.5%から8月に3.8%と2022年2月以来の高水準に達した。労働需要の減速が続けば、大幅に遅れている景気後退がついに訪れるかもしれない。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

8. ハイリスクの医薬品開発銘柄に投資するもう一つの方法

[バイオ医薬]

Drug Developer Stocks Are Risky.

ピック&ショベル戦略が理にかなっている理由

医薬品開発企業の株価パフォーマンスは銘柄によって大きく乖離



Courtesy Repligen Corporation

製薬企業やバイオテクノロジー企業への株式投資はハイリターンだがハイリスクでもあることが知られている。そこでお勧めしたいのが、こうした医薬品開発企業の株式に直接投資するのではなく、医薬品開発企業を下支えする企業の株式に投資するピック&ショベル戦略だ。

今年に入ってからヘルスケア株は投資家からすっかり見放されている。年初来でS&P500指数が18%上昇しているのに対し、同指数に含まれる65のヘルスケア企業は平均で1%下落している。中でも製薬株とバイオテック株はパフォーマンス

のばらつきが大きいのが目立つ。例えば製薬大手のイーライ・リリー<LLY>が50%上昇、動物用医薬品のゾエティス<ZTS>が32%上昇、バイオ医薬品会社のバーテックス・ファーマシューティカルズ<VRTX>が21%上昇している一方で、バイオ医薬品大手のモデルナ<MRNA>、製薬大手のファイザー<PFE>、女性用医薬品のオルガノン<OGN>はそれぞれ35%、30%、20%下落している。

こうした株価パフォーマンスの乖離（かいり）は医薬品開発企業の株式購入に伴うリスクを物語っている。イーライ・リリーには、今後市場に投入するアルツハイマー病治療薬ドナネマブや、減量薬として米国で近く承認される可能性のある糖尿病治療薬マンジャロなど、科学的小および商業的な成功を収めた医薬品が幾つもある一方で、ファイザーとモデルナは新型コロナウイルス感染症ワクチンが成功した後の空白を新たな超大型新薬で埋めることがまだできていない。

大半の投資家には、臨床試験の結果を掘り下げて開発中の医薬品を支える科学的成果を分析するだけの知識がない。上場投資信託（ETF）のiシェアーズ・バイオテクノロジーETF<IBB>は業界の50社以上の企業へのエクスポージャーを提供しているが、少なくとも短期的には、何よりもリスクオン/リスクオフのセンチメントの変化によって取引が左右される傾向がある。

実験装置、分析機器、消耗品のメーカーに目を向ける

医薬品開発企業に投資するには別のやり方もある。実験装置や分析機器、それらを機能させ経常的な収益の源泉となるフィルターや試薬および化学薬品を提供する企業の株式を購入する方法だ。ペニン-ton・パートナーズのマネジングディレクターであるスミット・ハンダ氏は、「医薬品が黄金時代を迎えている現在、リスクを冒すのではなくピック&ショベル株を所有したいと考えている」と言う。

ハンダ氏はバイオテック分野でイノベーションが続く中で成功を収めると予想される企業の例として、計測装置・医療機器メーカーのダナハー<DHR>と総合科学サービス企業のサーモ・フィッシャー・

サイエンティフィック<TMO>を挙げる。いずれも時価総額が2000億ドル前後の大手ライフサイエンス企業だ。

ダナハーは特に興味深い銘柄に見えるが、年初来の株価はほぼ横ばいだ。ダナハーは英国の研究用抗体メーカーであるアブカム<ABCM>の買収に合意することでライフサイエンス事業の比重を高めようとしている。アブカムの買収により、サーモフィッシャーが既に手掛けているタンパク質および抗体試薬に焦点を当てた急成長中の消耗品事業がダナハーに加わる。

バロン・ディスカバリー・ファンド<BDFFX>の共同ポートフォリオマネジャーを務めるランディ・グワーツマン氏によると、医薬品製造向けの機器と消耗品を製造するレプリジェン<RGEN>はもう一つのピック&ショベル銘柄だ。グワーツマン氏はレプリジェンの利益が今後5年間で3倍以上に増えると予想している。同社のバイオリアクターと試験装置を使用する企業が増えるにつれてそれらの取り扱い方法も広がるからだ。

レプリジェンやダナハーのように安定的に収益を稼ぐ企業の株式であれば、投資家は高いリスクを取る必要はない。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

9. 配当貴族の新顔、ケンビュー

[インカム投資]

Kenvue Is a New Dividend Aristocrat. Its Payout Will Grow.
ヘルスケア企業ケンビューは配当成長期待銘柄

J&Jから分離・独立したヘルスケア企業ケンビュー



Valerie Plesch/Bloomberg

ジョンソン・エンド・ジョンソン (J&J) <JNJ>から分離・独立したヘルスケア企業のケンビュー<KVUE>は配当貴族株の新顔である。S&P500配当貴族指数は66銘柄で構成されていたが、最近ここに1銘柄加わり67銘柄となった。S&P500配当貴族指数は、S&P500指数採用銘柄のうち、少なくとも25年連続増配を達成した銘柄で構成される。

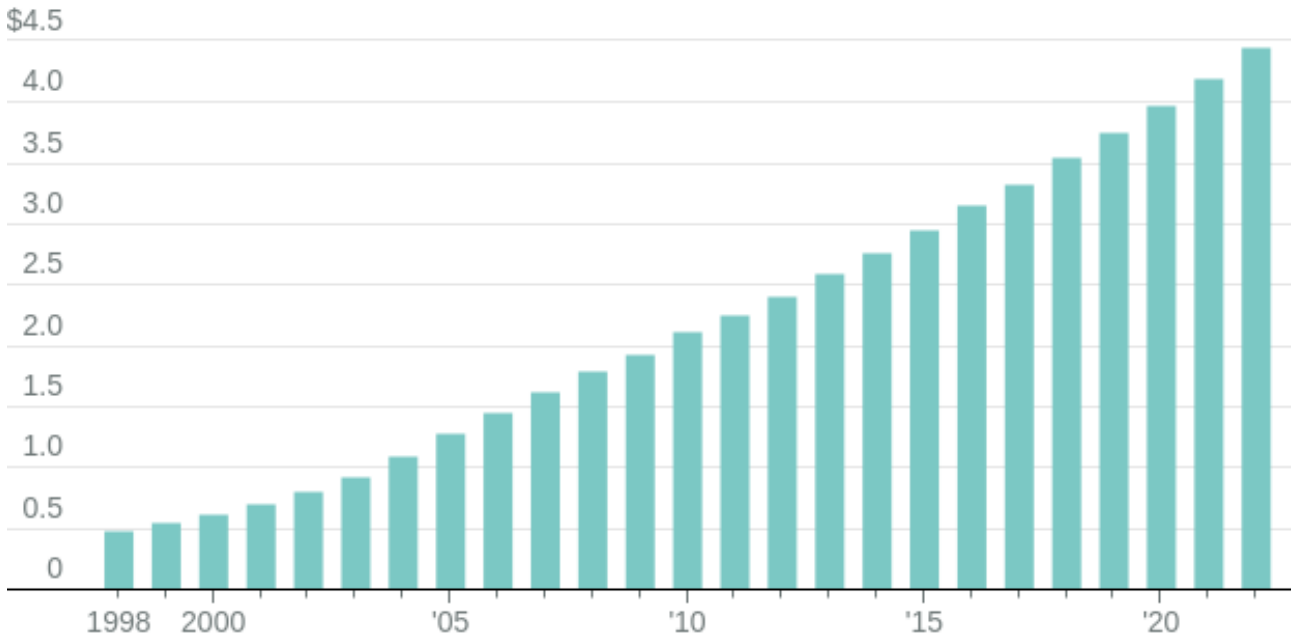
ケンビューは新規追加銘柄で、新規というのはいささか変だが、135年以上の業歴を有するコンシューマーヘルスケア企業で、タイレノール

やバンドエイド、リステリン、ニュートロジーナなどおなじみの製品ブランドを有する。J&Jから分離・独立し、株式交換オファーでケンビューの株式がJ&Jの株主に割り当てられた。

ケンビュー、親会社のJ&Jとともに配当貴族指数銘柄に

Dependable Parent

Johnson & Johnson has raised its payout for 25 straight years, cementing its place as a dividend aristocrat.



ケンビュー株は配当貴族指数や上場投資信託（ETF）のプロシエアーズ・S&P500配当貴族ETF＜NOBL＞やFT CboeベストS&P500配当貴族ETF＜KNG＞に採用されている。J&Jも配当貴族指数銘柄であるが、J&Jの一部門であったケンビューも配当貴族指数銘柄に採用されることとなった。

当面、配当貴族指数銘柄としてとどまることになる。指数運営会社で、配当貴族指数構成銘柄でもあるS&Pグローバル＜SPGI＞は、親会社と子会社は実質的に2年間は一体と見なすとしている。S&Pは両社の合算配当金額から両社が指数採用基準を満たすと考えている。S&Pは2年後、ケンビューが指数にとどまるかについては明言を避けているが、とどまる可能性は高い。

J&Jもケンビューも配当支払いを継続しており、増配が続けば配当貴族指数にとどまる可能性が高い。ケンビューは第1四半期配当を1株当たり20セント支払った。計算はやや複雑になるが、株式交換オファー前と同水準の配当を維持するには、J&Jは四半期ごとに約1.11ドルの配当支払いが必要になるが、決して難しい話ではない。年間配当総額は約105億ドルとなるが、ウォール街の予想では2024年のJ&Jのフリーキャッシュフローは260億ドルと見込まれる。

ケンビューの直近の配当利回りは約3.5%で、配当貴族指数株の平均配当利回り約2.5%を上回る。2024年予想1株当たり利益（EPS）に基づく株価収益率（PER）は17.9倍である。配当貴族指数構成銘柄のプロクター・アンド・ギャンブル（P&G）＜PG＞のPERは22.4倍、配当利回り2.4%と比較すれば、ケンビューは割安である。

投資家の間で次第に知名度は向上し、独立企業としての経営の見極めが進めば、新規銘柄ディスカウントも解消するだろうが、現状は幾分割安と見られる。ただし心配は無用。他の配当貴族指数構成銘柄同様、ケンビューは堅固な財務基盤を誇り、フリーキャッシュフローも増加しており、高い市場シ

エアを獲得しているため事業基盤は安定している。

利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）／有利子負債倍率（本業で稼ぐ能力で負債の返済能力を測定する指標）は約2倍で、平均的な配当貴族指数構成銘柄と同水準だが、ウォール街の予想では、ケンビューの2024年のEBITDAは約37億ドル、フリーキャッシュフローは約25億ドルである。ケンビューの現状の年間配当支払総額は15億ドル、すなわちフリーキャッシュフローや利益の6割程度を配当として支払うことになり、多くの配当貴族指数構成銘柄と同水準である。

ケンビューのアナリスト評価とリスク、成長性

RBCのアナリスト、ニック・モディ氏は、2023年5月にケンビューのカバレッジを開始した際に割安と見ていた。モディ氏の目標株価は当時から変わらず29ドルで、8月29日付終値から26%高い水準である。目標株価水準では、配当利回りは約2.8%、PERは約22.8倍となる。いずれの指標もP&G並みである。

タルク（滑石）を含む発がん性のベビーパウダー訴訟や2022年の厳冬でインフルエンザが流行した年の翌年ということで比較の上ではハードルも上がるなどリスクもある。タルク訴訟の負担の大半はJ&Jに残り、今年4月に約90億ドルの支払いで和解した。これらのリスクによりケンビューのキャッシュフローが落ち込んだり、減配リスクにさらされたりするようなことはない。

投資家は、安定的な増配企業の価値を過小評価すべきではない。J&Jは1株当たり配当金1.19ドルを発表し、支払い予定日は8月28日である。過去1年の配当金総額は1株当たり4.64ドルで、1986年当時の株価とちょうど同じくらいである。年間配当額がおよそ37年前の株価に等しいわけである。配当成長率は見事というほかない。

ケンビューにとっては、配当成長はまだ始まったばかりである。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

10. 先週の出来事と今週の予定

The Airlines Get Their Punctuality Scores: Needs Improvement
航空会社の定時性は改善が必要

[経済関連スケジュール]

増える航空便の遅延

空の旅にとっては忙しい夏であり、遅延も起きている。コロナ禍の2020年を除けば、フライトの遅延は近年増加の一途をたどっている。フライト追跡の専門会社フライトアウェアは、今年5月1日から8月29日までの期間に、米国発着便または米国内便の約24%が遅延したと指摘する。平均遅延時間は55分で、2022年の52分から長期化しており、遅延便は到着予定時刻に15分以上遅れている。

フライトアウェアのデータによると、デルタ航空＜DAL＞は今年最も時間に正確な主要航空会社で、遅延便比率は20%であり、アラスカ航空＜ALK＞が21%と続く。アメリカン航空＜AAL＞（先週、乗客を3時間超機内に待機させたことに対して、410万ドルの罰金が科せられた）が25%で3位、その次は



Illustration by Elias Stein

ユナイテッド航空<UAL>とサウスウエスト航空<LUV>でともに26%だった。フロンティア・グループ<ULCC>は35%、ジェットブルー・エアウェイズ<JBLU>は33%、スピリット航空は32%の便が遅延した。

サウスウエスト航空は2023年の年末年始の旅行シーズンに大混乱に陥り、第1四半期には3億2500万ドルの減収が発生した。その後、サウスウエスト航空は改善計画を実施し、第2四半期には99%を超える便を運航した。サウスウエスト航空は、過去10年間で最高のパフォーマンスだったと述べた。

遅延は腹立たしいが、世界中の企業に顧客動向の調査を提供するコンサルティング会社のJDパワーによれば、乗客の満足度を2年連続で低下させたのは航空運賃と手数料だと言う。その点に関しては朗報がある。7月の航空運賃は6月から8.1%下落して4カ月連続の下落となり、前年同月比では18.6%低下した。

先週の出来事

A Day at the Airport

Delays and cancellations aren't just airline issues. Here's the top five U.S. airports by number of cancellations on Aug. 28.

Rank	Airport by Origin	Number of Cancellations	Percentage Delays
1	Tampa International	9	12%
2	Newark Liberty	7	14
3	Chicago O'Hare	6	15
4	Charlotte Douglas	5	32
5	Dallas-Ft. Worth	5	17

Source: FlightAware

株式市場

中国では株価が再び下落し、中国の不動産大手、中国恒大集団（チャイナ・エバーグランデ・グループ）<3333.香港>は時価総額の80%を失い、同業の碧桂园（カントリー・ガーデン）<2007.香港>は債務返済の延期を要請した。また製造業も6カ月連続で業況が悪化している。これを受けて、中国人民銀行（中央銀行）は住宅ローン金利の引き下げと人民元下支えに動いた。

米国では、7月の求人数と消費者景況感が低下したが、個人消費は増加し、コア・インフレ率は鈍化している。8月の就業者数の伸びは減速基調を示し、利上げ懸念は後退した。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1.4%、S&P500指数は2.5%、ナスダック総合株価指数は3.2%上昇した。

企業動向

工業・事務製品大手スリーエム（3M）<MMM>は、戦闘用耳栓が兵士を保護できなかったとして、25万人の退役軍人と60億ドルの和解に合意した。連邦裁判所は証券取引委員会（SEC）に対し、暗号資産の投資信託であるグレイスケール・ビットコイン・トラスト<GBTC>のビットコイン上場投資信

託（ETF）設立を再考するよう要請した。トヨタ自動車<7203>は、コンピューター処理システムが故障したため、14工場の組み立てラインを停止した。スイス金融大手UBS<UBS>は過去最高の四半期利益290億ドルを計上した。

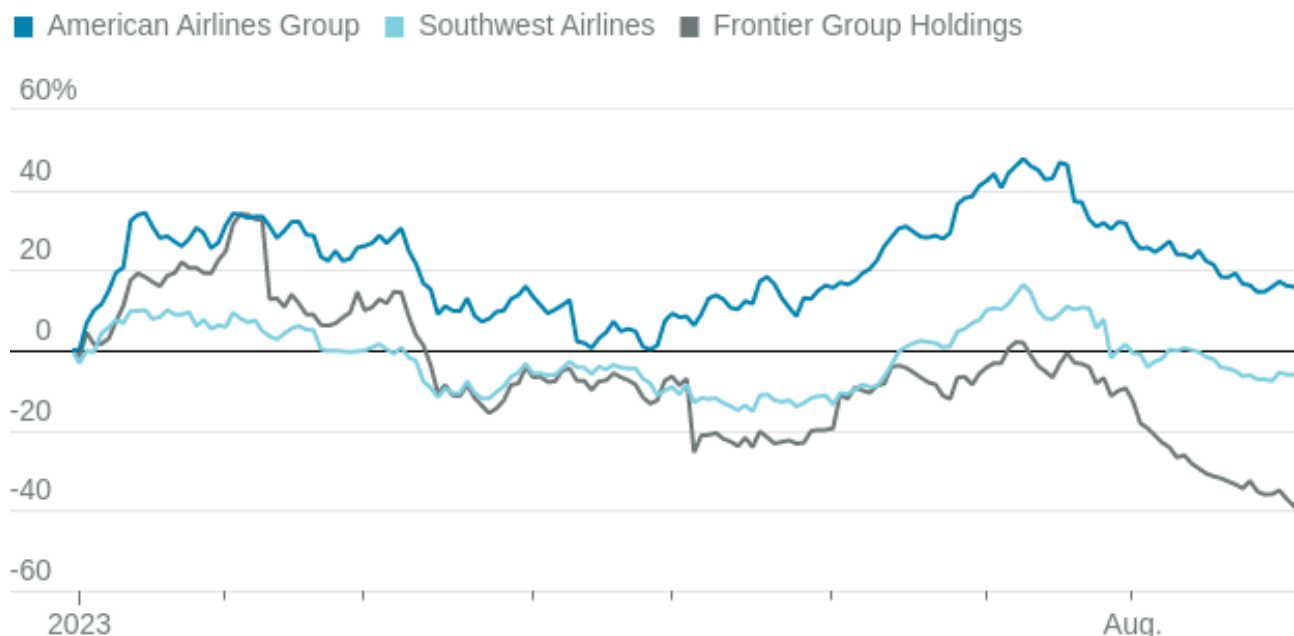
M&A（合併・買収）等

大手金融機関のゴールドマン・サックス・グループ<GS>は、投資顧問事業を個人向け総合ファイナンシャルサービス会社、クリエイティブ・プランニングに290億ドルで売却すると発表した。同部門は、4年前にユナイテッド・グループを7億5000万ドルで買収した際の一部だった。計測装置・医療機器メーカーのダナハー<DHR>は、タンパク質・抗体メーカーのアブカム<ABCM>に57億ドルを支払うことで合意。アブカムの創業者とアクティビスト・ファンドのスターボード・バリューから圧力を受けていた。フィナンシャル・タイムズ紙は、ヘッジファンドのミレニアム・マネジメントが、カルロス・スリム氏が経営するメキシコの通信会社であるアメリカ・モバイル<AMX>に3億2000万ドル相当の空売りを行ったと報じた。

今週の予定

Stocks and Shocks

Southwest Airlines took a major hit to its shares after an early 2023 meltdown. But it normally takes a lot for delays to affect airline stocks.



9月4日（月）

- ・ レーバーデーのため、株式・債券市場は休場。

9月6日（水曜日）

- ・ ダナハーが、環境・応用ソリューション部門から分離独立したベラルトについての投資家説明会を開催。株主は9月30日にダナハーの株式3株につきベラルトの株式1株を受け取る。

- ・ 米サプライ管理協会（ISM）が8月のサービス業購買担当者景況指数（PMI）を発表。コンセンサス

予想は52.4で、7月とほぼ同水準。サービスPMIは過去3年間、拡大を示す50を下回ったことはこれまでに1回しかない。サービス部門が製造業部門より継続して堅調に推移しているからだ。

9月8日（金曜日）

・ 米連邦準備制度理事会（FRB）は、家計の純資産統計を含む第2四半期の資金循環統計を発表。第1四半期の家計の純資産は148兆8000億ドルであった。S&P500指数が第2四半期に8.7%上昇したため、2022年第1四半期に達成した152兆5000億ドルのピークは目前にある。

By Callum Keown
(Source: Dow Jones)

『バロonz・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

時事通信社

編集人

川田 重信（かわた しげのぶ）

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

『バロonz・ダイジェスト』 2023/09/03
THIS WEEK'S MAGAZINE

発行 : Dow Jones & Company, Inc.
制作・監修・配信 : 時事通信社
編集
THIS WEEK'S MAGAZINE : エグゼトラスト
TODAY'S MAGAZINE : 時事通信社

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

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

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

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

※図・表・データの無断使用を禁止します。

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

Copyright © 2023 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます