

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/09/10

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 80歳代まで働く米国人が増加 - More Americans Are Working Into Their 80s. The Future of Labor [カバーストーリー]
働き続ける理由を実例で紹介 P.1
2. エンフェーズ・エナジーは買い時 - Enphase Stock Could Jump 80%. Time to Buy. [注目銘柄]
8割の上値余地あり P.5
3. 銀行は身動き取れず、買収ブームは到来するか - Banks in a Rut? Get Set for a Buyout Wave. [フィーチャー]
買収が銀行再編の切り札になるか-ハードルは高い P.8
4. 高齢者向けサービスへの投資用に新会社設立 - A Venture Capital Pioneer Sizes Up Today's Market [インタビュー]
ベンチャー・キャピタリストのパトリコフ氏に聞く P.11
5. 論説：米連邦政府赤字をめぐる通説5点を解き明かす - Op-Ed: 5 Federal Deficit Myth, Explained [経済政策]
金融システムのメカニズムが理解されないままの政治的議論や決定は大きなリスク P.14
6. 9月は株式市場にとって残酷な月になるのか - U.S. Consumers Are Flush With Cash. They Don't Feel That Way. [コラム]
9月のアノマリーと魅力を増している債券に勝てるか P.16
7. 株式市場の高値更新は遠そうに見えるが・・・ - A New Stock Market High Looks Far Away. There's a Lot at Stake. [米国株式市場]
企業業績の動向からは意外に高値を更新する可能性も P.19
8. 今週注目すべき三つのイベントとは - Tech's Big Week: 3 Events Could Change Everything [ハイテク]
今後のハイテク業界を占う試金石となり得る P.21
9. ケーブルテレビ事業で対立するディズニーとチャーター - Why Disney Could Cave First in Charter Cable Standoff [投資戦略]
ディズニーが先に屈する可能性がある理由 P.23
10. 先週の出来事と今週の予定 - DoorDash Warns About Grocery Delivery: It's Hard [経済関連スケジュール]
ドアダッシュCEO、食料品配達について警告 P.25

※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. 80歳代まで働く米国人が増加

[カバーストーリー]

More Americans Are Working Into Their 80s. The Future of Labor
働き続ける理由を実例で紹介

ベビーブーマー世代が本格的な増加のきっかけに



PHOTOGRAPH BY TRAVIS DOVE

81歳のフレッド・ストルニサ氏は、ハドソンバレー・コミュニティカレッジで半導体製造技術について教えている。新聞の死亡記事によく知った名前を見つけたときや、冬の風がニューヨーク州北部の自宅に強く吹き付けるときなどに、そろそろ引退しようかと思うこともある。しかし、すぐに考え直す。ストルニサ氏は「引退後の生活よりも、今の仕事の方が楽しいだろう」と語る。

ストルニサ氏は学生や上司からの評判が良く、最大限の数の講義を受け持っている。2001年に

教授となる前は、米国企業、学术界、州政府などで働いてきた。55歳で一度退職し、中古車販売の会社を設立した後、地域のコミュニティカレッジの物理学教師の求人広告に応募した。

ストルニサ氏の仕事には知的な刺激があり、若い学生や、キャリアの途中で勉強のために大学に戻ってきた社会人と交流することができる。また、人生の目的や、自分が社会の役に立っているという感覚も与えてくれる。そのおかげで、末娘が亡くなるといった人生の悲劇に見舞われても、対処することができている。

ストルニサ氏は、80歳代の人々の中では例外的な存在だ。米労働統計局のデータによると、80歳以上で働いている人や、仕事を積極的に探している人は5.3%にすぎない。しかし、ベビーブーマー世代（1946～1964年生まれ）が80歳代に近づくにつれて、この割合は上昇すると予想される。労働統計局は、75歳以上の労働者が2022年から2023年にかけて78%増加し、全年齢の中で増加幅が最も大きくなると予想している。トランスアメリカ退職研究センターの調査では、働いているベビーブーマーのほぼ半数が、70歳を過ぎても働き続けているか、働き続ける見込みだとしている。

ベビーブーマー世代は50年前に女性の社会進出という風を吹かせたが、再び米国の労働力の様相を変えようとしている。われわれはそのための準備ができているのだろうか。ボストン大学で高齢化と労働について研究しているジャクリーン・ジェームズ氏は、「過去20年間にわたり、私たちは企業に対して『備える必要がある』と言い続けてきた。メッセージは伝わっていると思う」と語る。

80歳代で働くのは、ベビーブーマー世代が初めてではない。それはバイデン大統領や多くの議員を見れば分かる（上院議員の年齢の中央値は65歳だ）。企業の経営者でも、70歳代や80歳代のリーダーは珍しくなくなっている。ウォーレン・バフェット氏に至っては93歳だ。

しかし、ベビーブーマー世代は極めて人数が多いので、職場や経済にかつてない変化をもたらす可能性がある。例えば、働き盛りの労働者の不足に直面している労働市場の下支えや、多くの業界にはび

この年齢差別に対する反発だ。かつて「30歳以上の大人は信じるな」がキーワードだったベビーブーマー世代は、80歳になっても変化を起こし続けるだろう。

もちろん、労働者が望むならば、定年で退職し、引退後の生活を楽しめるようにすべきだ。W・E・アップジョン雇用研究所のリサーチフェローであるベス・トゥルースデール氏は、政府は労働者が十分な貯金ができるように政策と賃金を定める必要があり、無限に働き続けなくてもお金の心配がないようにすべきだと指摘する。しかし、現実には、多くの米国人は快適な老後を支えるのに十分な貯金ができおらず、仕事を続けるほかない。

将来、働き続ける人が増えるのに備えて、現在すでに働いている80歳代の人々から学ぶべきことはたくさんある。彼らのストーリーを知れば、働き続ける理由が何であれ、未来の仕事を垣間見ることができるに違いない。

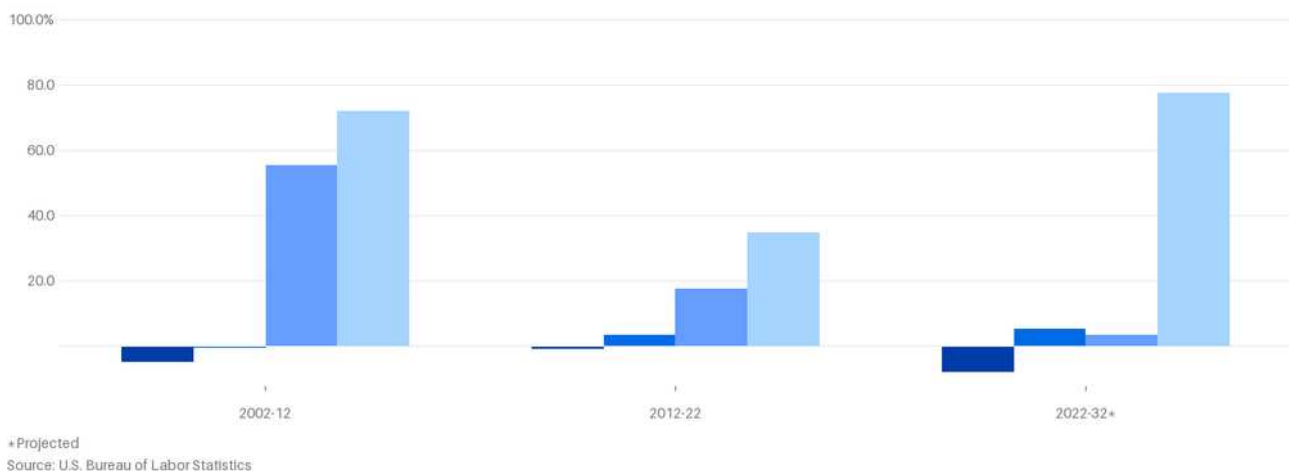
金銭的な必要性

Aging Productively

People 75 and older are the fastest-growing slice of the workforce.

Percent Change in Civilian Labor Force by Age

■ 16 to 24 ■ 25 to 54 ■ 55 to 74 ■ 75 and over



従業員福利厚生研究所が米連邦準備制度理事会（FRB）の2019年のデータを分析したところ、世帯主が60～65歳で、家計所得が7万1000ドル～12万6000ドルの家族における貯金額の中央値は約15万ドルだった。より高所得の世帯では53万5000ドルだったが、何十年も続く退職後の生活を維持するには不十分だ。長く働ければ貯金を増やせる。

85歳のルイズ・マクミロン氏は、11歳から働いているが、あまり貯金をすることができなかった。彼女はノースカロライナ州で7人の子供を育てながら、レストラン、小売店、教育業界などで働いた。マクミロン氏は社会保障給付を受け取っているが、「それだけに頼っていたら、今ごろは路上生活者になっていただろう」と語る。

現在、マクミロン氏はホームセンターのロウズでグリーター（店の出入り口で客を出迎える係）として平日の午前10時から午後3時まで働いている。職場での習慣が染み付いているため、教会で近所の人にあいさつするときも「いらっしゃいませ、ようこそロウズへ」と言ってしまうことがあるという。

グリーターとしての給与は、マクミロン氏の生活水準を維持するのに不可欠であり、孫の生活を何年間も支えるのにも役立った。しかし、この仕事は給与以上の意味を持っている。マクミロン氏は「この地域の人の顔は全員分かると思う。自分の仕事が好きだ」と語る。

「ルーズさん」が店にいないと、来店客はマクミロン氏を心配してくれる。マクミロン氏が慢性の坐骨神経痛で立っていられないとき、店は背もたれなしのスツールを用意した。立っている方がマシだと言ったところ、スツールはクッション付きの揺り椅子にアップグレードされた。

高齢の労働者が本格的に増加するには、このような配慮が一般的になる必要がある。しかし、ニュースクール大学のテレサ・ジラルドゥッチ教授は、労働者が年齢上の問題を理由に企業の対応を求めると、依然として多くのケースで失職の危険にさらされると語る。

政府機関の雇用機会均等委員会（EEOC）は、年齢差別の大部分は報告されないため、差別がどの程度まん延しているのかを知ることは難しいと指摘する。2022年度、EEOCは1万1500件の年齢差別の告発を受けた。全米退職者協会（AARP）の昨年の調査では、50歳以上の従業員の約3分の2は、高齢労働者が職場で差別に直面していると回答した。17%は職場で年齢に関するネガティブな発言をされたことがあり、13%は年齢が理由で昇進や出世のチャンス逃した。

ジラルドゥッチ氏は、高齢労働者に対して、「自分の年齢をなるべく隠すべきだ」というストレートなアドバイスを送る。生まれた年を隠すだけでなく、老人に典型的な行動は避けることが望ましい。「関節にガタが来ている」などといった、老化に関する自虐的なジョークは絶対にやめるべきだという。

心身の健康



PHOTOGRAPH BY NATHANIEL BROOKS

80歳のエリン氏（プライバシー上の理由で名字は非公開）は、20年前から勤務している紳士服店で、現在もパートタイムの仕立師として働いている。お金には困っていないが、雑誌や新聞といった必需品以外のものを買いつけられるので助かっていると言う。仕事を続けているおかげで、退職口座も手つかずのまま残っている。口座のお金は子供に遺す予定だ。

エリン氏の場合、仕事のモチベーションはお金ではなく「自分にエネルギーを与えてくれること」である。服の持ち主である顧客とやり取り

をすることはないが、店長とはとても仲良くやっている。仕事がある日は、店から離れた場所に車を止めて、運動のために歩くようにしている。

こうした活動は身体だけでなく脳にとっても良い。運動と脳の健康に関係があることは、研究によって証明されている。ある研究では、運動をしない人は、運動をする人に比べて、認知機能が低下するリスクが2倍高いことが明らかになった。

ボストン大学のジェームズ氏は、認知機能が低下している高齢者の割合について、推計にばらつきがあるため明確ではないと指摘する。最近のコロンビア大学の調査では、65歳以上の成人の約10%が認知症であり、それ以外にも22%が軽度の認知機能障害を患っているとされている。

とはいえ、ジェームズ氏は「ほとんどの場合、認知機能の低下は仕事に支障が出るほどではない」と語る。高齢者の多くは、反応が遅くなるものの、知恵、経験、問題解決能力によってそれを補うことができる傾向にあるという。さらに、働くこと自体が脳の健康に良い。

85歳のフィリス・ムッシーナ氏も同じ意見だ。ムッシーナ氏は今年、高齢者介護施設のマーケティングディレクターの仕事をやめた。新しいオーナーとそりが合わないと感じたためだ。しかし、仕事をやめるつもりはなかった。ムッシーナ氏は「私は生産的でいたい。頭をさびつかせないためには何かをする必要がある」と語る。

退職以降、ムッシーナ氏は友人や、以前の勤め先の入居者を訪ねて忙しく飛び回っている。また、多くの高齢者と同様の定期的な仕事を始めたり、高齢者介護の問題に関して非公式な相談を受けたり、2件の非営利組織で理事を務めたりしている。

ムッシーナ氏は過去数カ月で何件かの就職の誘いを受けたが、すべて断った。介護の現場を離れ、高齢者が入居施設を選ぶのに役立つ雑誌を発行することを検討しているからだ。ムッシーナ氏は「働かないのは嫌だ」と語る。ムッシーナ氏が会社を設立した場合、高齢労働者の中では少数派になる。全米アカデミーズの委託でジェームズ氏らが執筆した報告書によると、2019年に働いていた80歳以上の女性のうち、自営業者の割合はわずか15%強だった。男性では、自営業者の割合は約25%だ。

人生の目的



PHOTOGRAPHED BY KC MCGINNIS

コンサルティング会社エイジ・ウェーブと金融サービス会社エドワード・ジョーンズが最近発表した報告書では、退職者の約4分の1は人生の目的を見つけるのが難しいと感じている。朝、ベッドから起きる理由があることは、心身の健康にとって重要だ。2017年の研究では、高齢者の目的意識が強いほど、握力や歩く速度が低下するリスクが低いことが明らかになった。

80歳のマイケル・ハッカー氏にとって、学生が研究に打ち込んでいるのを見るほど喜ばしいことはない。この目的意識が、ホフストラ大学STEM研究センターの共同ディレクターとして働く原動力になっている。ハッカー氏は、米国国立科学財団の助成金の申請と管理を担当し、学生が現実世界の問題の解決に取り組む機会を得られるようにしている。

ハッカー氏は、現在の仕事とは異なるキャリアを歩んできた。以前は学校やニューヨーク市教育局で働いており、学生の科目理解度の測定基準を開発する仕事に携わっていた。しかし、基準を重視し過ぎることは、学ぶ喜びを学生から奪うと考えるようになった。ハッカー氏は、知識を教えるだけでなく、学生に自分の研究に没頭する「フロー状態」を体験させることも重要だと語る。

ハッカー氏はこのメッセージを、学校での助成金の管理、カンファレンスでの講演、学術誌での発表を通じて伝えている。ハッカー氏は「私が働き続ける理由の一つは、自分の意見を発信できることだ。可能な限り長く発信を続けたい」と語る。

By Elizabeth O'Brien
(Source: Dow Jones)

2. エンフェーズ・エナジーは買い時 Enphase Stock Could Jump 80%. Time to Buy. 8割の上値余地あり

[注目銘柄]

パネルは普及するがソーラー株は軟調



Dreamstime

ソーラーパネルは税の優遇処置や意欲的な温暖化対策目標に後押しされて世界中で記録的なペースで普及している。米国でも設置が急速に進み、今年初めて新規発電能力の5割を超えると予想されている。しかしソーラー株はその流れに乗れておらず、住宅の屋根に設置するシステムなど主要製品が軟調でいくつかの銘柄が下落している。

一番下落したのはエンフェーズ・エナジー<ENPH>だ。株価が年間で4倍以上になった2年を含み、昨年まで6年連続で上昇してきたが、今年は5

4%下落している。

エンフェーズは住宅向けの主要部品を製造しているが、この市場は成長を続ける一方、新しい課題に直面している。高金利と、カリフォルニア州でのソーラーパネルへの規制強化が、潜在顧客を遠ざけ、業界の不安につながっているのだ。

エンフェーズが第3四半期の売上高について弱いガイダンスを示したため、株価は急落し、来年の予想利益に基づく株価収益率（PER）は21倍と、コロナ禍以降で最低の水準となった。PERは、通常は市場平均の2倍だが、今は10%のプレミアムにすぎない。

これは売られ過ぎに見える。エンフェーズは依然、米国や他の地域でソーラー機器には欠かせない供給メーカーであり、世界中に設置業者や販売業者のネットワークを持つ。1株当たり利益（EPS）は、

今年が前年比10%増の5.07ドルで、今後2年間は毎年30%の増益が続き、2025年には8.79ドルに達すると予想されている。

同業他社とは違い、エンフェーズは黒字体質が定着しており、成長資金を、調達コストが上昇する債券市場に頼る必要がない。実際、ネットキャッシュの状態にあり、7月には10億ドルの自社株買いを発表している。

エンフェーズのインサイダーは、これまでは自社株を売っていたが、今は買っている。エバーコアのアナリスト、ジェームズ・ウエスト氏は、株価は現在の120ドルから80%上昇し、220ドルになる可能性があると考えている。同氏はエンフェーズの2025年のEPSを9ドルと予想し、テクノロジー株並の24.5倍のPERを適用している。同氏は、そのPERはほぼ成長見通しに見合うものであり「ここから株価は反発すると考える」と話す。

製品は他社と差別化

Enphase Energy

(ENPH / Nasdaq)



カリフォルニア州に本拠を置くエンフェーズは2006年に創業したが、当時の米国のソーラー製造業界は、急激に縮小する危機に直面していた。中国がソーラーパネル製造の大規模投資に乗り出し、米国や他地域からシェアを奪っていた。ただ、エンフェーズは中国企業が値下げを続けてシェアを独占したパネル製造事業を手掛けておらず、他のソーラー企業と同じ運命をたどらずに済んだ。

エンフェーズは代わりにインバーターを製造している。これはソーラーパネルから得られる直流電気を家庭で使える交流に変換するハイテク機器で、マイクロインバーターと呼ばれるエンフェーズの機器は、他社とは使い方が異なる。

この機器はソーラーパネルに直接接続され、データのやり取りが向上してシステム出力を最大化するために発電レベルをより効率的に調整できる。設置業者や販売業者に支持され、エンフェーズの売り上げはほぼ2年毎に倍増してきた。

エンフェーズは2022年、売り上げを69%伸ばし、良い形で2023年を迎えたが、状況は急速に悪化した。高金利で全米の消費者がソーラーパネルのような大型投資を遅らせた。さらに、住宅向けソーラーパネル設置が最も進むカリフォルニア州では、新しい規制でソーラーへの移行が以前ほど魅力的ではなくなった。

市場が鈍化しエンフェーズの在庫は増加した。エンフェーズは、今第3四半期の売り上げを前期比約20%減と予想。ガイダンス発表後、株価は急落した。

成長戦略

バドリ・コサンダラマン最高経営責任者（CEO）は低迷から抜け出すプランを持っており、第3四半期が底と予想している。同氏が本誌に語ったところでは、米国外、特に欧州では急速に事業を拡大している。ウクライナ侵攻は欧州のエネルギー移行を促進しており、消費者は割高な天然ガスから逃れるために家にソーラーパネルを急いで設置しているという。

コサンダラマン氏は、エネルギー安全保障と環境目標の優先順位が高くなっている欧州の市場機会は、米国の2倍に上ると考えている。欧州の成長を捉え、他地域でソーラーの普及を進めることで、今後の売り上げ構成は均衡する公算が大きい。同氏は、最終的に売り上げが欧州、米国、その他地域で3等分されることが理想的だと語る。

エンフェーズはまた、インバーター以外の製品も拡大している。売り上げの10～15%はバッテリーパックで、これにより家の電力需要をより良く管理したり、配電ネットワークから切り離すことができる。また、電気自動車（EV）の充電器や家庭の電気システムをモニターするアプリも提供している。ウエスト氏は、エンフェーズとソーラー設置業者との深いつながりが、これら機器の販売に役立つだろうと語る。

米国で屋根に設置するソーラーの長期的な機会は依然大きい。金利が低下すれば特にそうだ。エネルギー調査会社ウッド・マッケンジーによると、屋根に設置するソーラーの容量は、2024年にカリフォルニア州の規制の影響で3%減少した後、2025年から2028年にかけて年率平均8%増加する見通しだ。

ソーラーパネル、EV、ヒートポンプなど、米国で家庭の電化が進む中で、エンフェーズはその中核企業となる良い位置にいる。投資家もプラグインを望んでいるかもしれない。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

3. 銀行は身動き取れず、買収ブームは到来するか

[フィーチャー]

Banks in a Rut? Get Set for a Buyout Wave.

買収が銀行再編の切り札になるか-ハードルは高い

銀行の合併ブームは起こるか



Illustration by Ricardo Tomas

銀行持ち株会社のトゥルーイスト・ファイナンシャル<TFC>の最大の魅力は6.8%の配当利回りだろう。他の多くの銀行同様、金利上昇と貸し出しの伸びの鈍化から株価は低迷している。トゥルーイストに株価のパフォーマンスについてコメントを求めたが、回答は得られていない。しかし、株価は今年に入って29%下落している。2019年12月に大手地方銀行2行の合併により誕生した全米6位のトゥルーイストの株価は、2019年初めごろからの下落率が43%に達する。

銀行の合併は理論上有望に見えるものの、投資家にとっては、トラックレコードが安定しているとは言いがたい。しかしながら、数年来で最も厳しい事業環境を迎える中、銀行が規模を拡大し成長しようとするれば、合併ブームが起きても不思議ではない。銀行は数多くの圧力にさらされている。規制コストの増加や金利上昇に直面しており、貸し出しの伸びや収益性が圧迫されているのだ。貸し出し基準の厳格化も収益性にとってよい材料ではない。銀行は貸倒引当金を積み増している。

実際、収益悪化はすでに銀行業界で始まっている。コンセンサス予想では、上場投資信託（ETF）のインベスコKBW銀行ETF<KBWB>は今年の1株当たり利益（EPS）が2021年の6.28ドルから25.2%低下して4.70ドルになると見込まれる。銀行業界の利益水準が2021年水準に戻るのは早くとも2026年以降になると見られている。

そこに追い打ちをかけるのが、銀行の競争相手はもはや銀行だけではないということだ。住宅ローン融資会社ロケット・カンパニーズ<RKT>や電子決済サービス企業のペイパル・ホールディングス<PYPL>、アップル<AAPL>といったフィンテック企業との競争が激しさを増している。アップルはデジタルウォレットの最有力企業で、4.2%の高利回り貯蓄口座を提供している。プライベート・エクイティ企業や他のノンバンクも貸し出しを強化している。

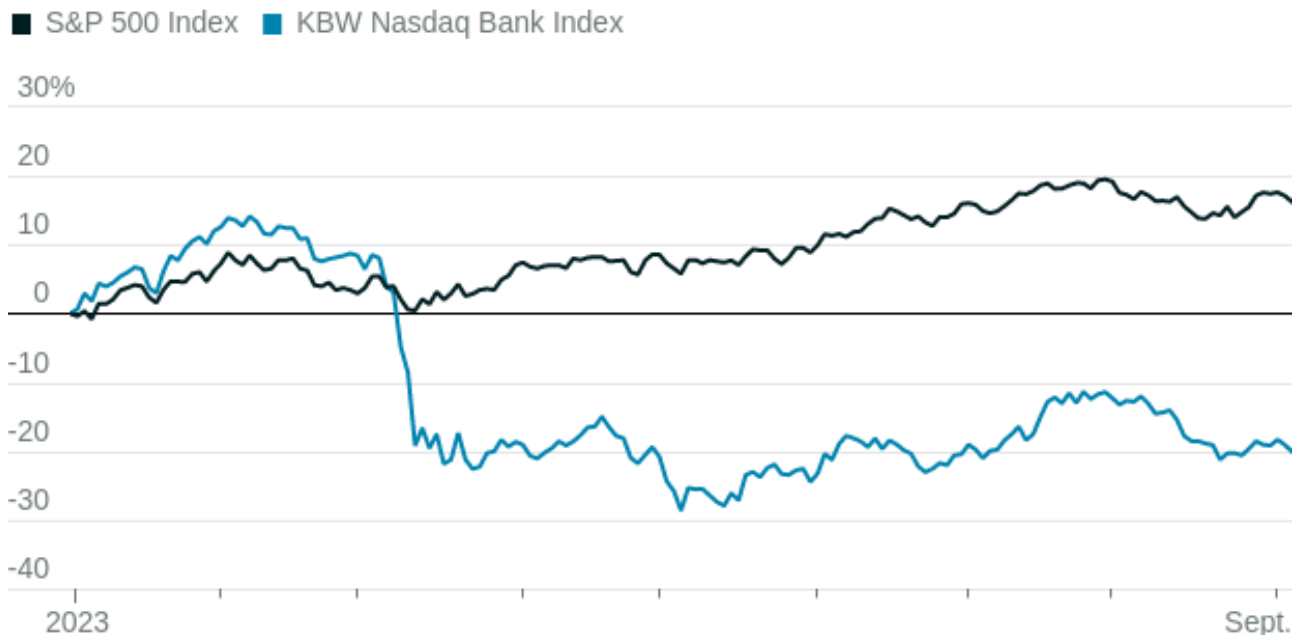
今後の見通し

株価は見通しの厳しさを反映している。S&P500指数が年初来17%上昇しているのに対し、インベスコKBW銀行ETFは16%下落している。大手銀行の中ではJPモルガン・チェース<JPM>が8%上昇と唯一のプラスリターンとなっている。こうした環境から、特に規制コストの増加と大手銀行やフィンテック企業との熾烈（しれつ）な競争にさらされる地方銀行が合併による成長を指向する条件は整いつつある。

スタイフェル・ファイナンシャル<SF>傘下の投資銀行キーフェ・ブリュエッテ&ウッズ（KBW）の

Bailing on Banks

Investors have punished bank stocks as the industry works through an earnings recession.



トム・ミショード最高経営責任者（CEO）は「銀行の合併を認めないとすれば、中堅銀行が大手銀行やノンバンク相手に伍（ご）していくのは難しい」と語る。銀行の収益性が低迷するなか、投資家は銀行株に厳しい評価を下している。

大手銀行は規制当局の抵抗もあり、大型買収を指向することはないだろう。当局はすでに「大き過ぎてつぶせない」と考えている。JPモルガン・チェースが破綻したファースト・リパブリック銀行＜FRCB＞の預金と資産を獲得した際には、当局高官の後押しもあり、「大き過ぎてつぶせない」という限界を超えることを許容された経緯がある。

アナリストは、バイデン政権が合併に対し敵対的であり、萎縮（いしゅく）効果を生んでいると指摘する。USバンコプ＜USB＞がMUFGユニオン・バンクを買収してからほぼ1年経つ。同案件は合併において、政府の救済支援なしに完結した直近では最後の大型案件である。破談案件として、当局が合併承認を意図的に遅らせたことから、トロント・ドミニオン銀行＜TD＞がファースト・ホライズン銀行＜FHN＞との134億ドル規模の合併案件を中止した事例がある。

銀行セクターにとって明るい材料は、金利が落ち着きつつあるように見えることだ。金利上昇は、合併時の価値評価を難しくしてきた。ヘネシー・ラージ・キャップ・ファイナンシャル・ファンド＜HLFNX＞のポートフォリオマネジャー、デービッド・エリソン氏によると、バリュエーションの急低下で、買い手が買収案件の対価として株式を使用することは割高になっている。買収対象となる中小規模の銀行も、バリュエーションが割り引かれ、大幅な低価格での売却には二の足を踏みかねない状況だという。

銀行は米国債や他の政府機関債を中心に5580億ドルの有価証券含み損も抱えている。金利上昇により債券価格が下落し、損失が膨らんだ。買収側は買収時に損失を実現させなければならぬため、買収

側の財務状態を悪化させる可能性がある。商業用不動産関連の負債も問題含みだ。評価切り下げが必要な資産を引き受けることになり、買い手が二の足を踏む要因になっている。

銀行の合併が活発化か

それでも、今後数カ月から2024年にかけて合併の波が生まれる可能性がある。安定した金利環境が助けになるだろう。イエレン財務長官は銀行の合併を支持する意向を示している。また、一部のアナリストは、合併をめぐる政治情勢がワシントンで好転すると予想している。

投資銀行BTIGのアナリスト、アイザック・ボルタンスキー氏は「共和党が政権を取れば、来年であれ5年後であれ、銀行業界には合併の波が押し寄せるだろう」と予想する。

テクノロジー競争で後れをとった銀行は、デジタルウォレット事業を拡大し、手数料収入を少しずつ奪おうとしているフィンテック企業の追撃をかわすため、提携を模索する可能性がある。金融コンサルティング会社ウェスト・モンローのシニア・パートナー、トム・コリンズ氏は「2024年に向けて、地方銀行は迅速に規模を拡大するために、パートナーが必要だという結論に達するだろう」と予想する。

合併に有利なのは、資産規模が1000億ドルをやや下回る銀行かもしれない。連邦準備制度理事会（FRB）や他の規制当局は、資本バッファを16%増やすなど、資産規模1000億ドル以上の銀行に新たなセーフガードの設置を求める予定だ。これにより、少なくとも資産規模2500億ドル以上の銀行と同様の規制コストに直面することになる。

KBWのミショード氏は「今後、最も希少な銀行は資産規模1010億ドルの銀行になるだろう」と予想。その上で、1000億ドル以下の銀行も規制当局からの圧力を感じるようになるであろうし、資産規模を拡大しようとするのであれば、さらに大きくなりたいと望むだろうと指摘した。

買収で成功している数少ない大手銀行の一つが、ファースト・シチズンズ・バンクシェアーズ<FCNCA>だ。ファースト・シチズンズは長年、買収によって成長してきたが、経営破綻したシリコンバレー銀行（SVB）の一部事業を落札したことで、メジャーリーグ入りへの大きな一歩を踏み出した。この買収により、ファースト・シチズンズは6月30日時点で資産2100億ドル、預金残高1410億ドルを誇る米国内第15位の銀行へと躍進した。

オートノマス・リサーチのアナリスト、ブライアン・フォラン氏は「ファースト・シチズンズの成功の多くは、魅力的な価格で取引を成立させたことにある」と説明する。同氏によれば、ファースト・シチズンズが行ったCITグループの買収とSVBの一部事業の買収は、いずれも有形資産簿価（TBV）のおよそ50%で、資産ベースに対して大幅に割安で行われた。フォラン氏は「（実質的に）タダで手に入るのであれば、それを利用するのは簡単だ」と解説した。

アナリストらは、2件の取引によってファースト・シチズンズの利益が大幅に上昇すると見ている。コンセンサスは、SVBの事業を取得したことが大きく寄与し、今年の利益は110%上昇すると予想している。株価収益率（PER）は7.7倍と、5年平均の10.1倍を下回っている。SVBの事業買収で今年は停止したが、自社株買いを行う余力もある。フォラン氏は、ファースト・シチズンズの株価は足元の1325ドル前後から、今後1年間で1800ドルに達する可能性があるとしている。

ホブデ・グループのアナリスト、ブレット・ラバティン氏によれば、アーカンソー州に本拠を置くホーム・バンクシェアーズ<HOMB>も魅力的な小規模金融機関の一つだ。資産の質が高く、バランスシートが柔軟で、経営陣が不確実性に備えているという。

地銀大手には厳しい状況

一方、M&Tバンク<MTB>、フィフス・サード・バンコプ<FITB>、キーコプ<KEY>など大手地方銀行は、厳しい状況にある。エリソン氏によると、どの銀行も2000億ドル以上の資産を保有し、資産規模のさらなる拡大という圧力に直面している。しかし、資産規模を2〜3倍にするような合併は規制上の障害にぶつかる恐れがあり、一握りのメガバンクにさらに多くの資産が集中しかねない。そのため、エリソン氏はボルトオン型取引の方が可能性は高いと見ている。

厳しい経営環境を考えると、多くの場合、合併・買収（M&A）を狙った銀行への投資は勝ち目のない戦略かもしれない。数十年にわたり銀行株をカバーしてきたエリソン氏は、目先の信用不安を踏まえ、銀行セクターについて非常に期待している訳ではなく、「チャンスを生み出すようなサプライズが必要なのだ」と話している。エリソン氏は、ほとんどの銀行株から得られるリターンが、配当を除くと少ないと見ている。

By Carleton English
(Source: Dow Jones)

4. 高齢者向けサービスへの投資用に新会社設立 A Venture Capital Pioneer Sizes Up Today's Market ベンチャー・キャピタリストのパトリコフ氏に聞く

[インタビュー]

80歳を超えて新会社設立



Photograph by Frankie Alduino

グレイクロフト・パートナーズの共同創業者兼名誉会長のアラン・パトリコフ氏の回転式名刺ホルダーの中身は非常に莫大だ。88年の人生の大半をニューヨークで、さらに50年以上を投資の世界で過ごせば、当然そうなる。

パトリコフ氏はベンチャーキャピタル業界の創世記に立会い、キャリアを通じて驚異的な数の企業の資金調達に貢献してきた。最初の会社であるアラン・パトリコフ・アソシエーツは、アップル<AAPL>に対する初期の投資家だった。2006年に創業したグレイクロフト・パートナーズでは、多くのデジタル・メディア・スタートアップを支援した。

スタートアップを支援した。

パトリコフ氏は、同業者が引退した年齢をはるかに過ぎた2020年に、さらに新たなベンチャーキャピ

タル、プライムタイム・パートナーズを共同で創業した。目的は60歳以上の人々にサービスを提供する企業に対する投資で、同氏によると、人口動態の傾向を考慮すると、成長と機会に満ちた分野だという。

2022年に刊行された回顧録の『No Red Lights』は、パトリコフ氏の仕事と人生に対する姿勢をほぼ総括している。本誌は、8月7日と9月6日の2回にわたってインタビューを実施した。

本誌：プライムタイム・パートナーズは、あなたの最新のベンチャーキャピタルだ。80代になってなぜ第三幕に乗り出し、なぜその分野なのか。

パトリコフ氏：私は、1970年にアラン・パトリコフ・アソシエーツを創業し、会社が大きくなり事業の国際展開に伴って社名をアパックスへ変更した。事業内容は2000年代初めころまでにベンチャーキャピタルからプライベート・エクイティへ変容しており、私はプライベート・エクイティには関心がなかった。そのため私は退職し、世界銀行の一機関である国際金融公社との関連で国際的開発のボランティアをしていた。

2006年にベンチャーキャピタル業界への復帰を決め、グレイクロフト・パートナーズを共同で創業した。ハイテクバブルから数年を経過しており、私が相当の経験を持つインターネット企業とメディア企業に投資機会が溢れていると考えた。2019年になると、皆が案件規模を拡大して、案件にさらなる資本を投入した。スタートアップに対する多くの関心が、レイターステージ投資に移行し、私は遅くなり過ぎないうちに何か他のことをしたいと感じていた。

高年齢向けサービス提供会社に投資

Q：プライムタイムにどのようにしてたどり着いたのか。

A：私の妻は、ほぼ12年にわたってアルツハイマーを患っており、私は医療制度と介護について多くを学んだ。私は、アルツハイマーを患っている人々だけではなく、高齢者が直面していることについての知識を得た。他方で、私の知り合いの多くが引退し、中には引退を望んでいない人々もいた。多くの人々が人生の絶頂期（プライムタイム）である60代で引退してフロリダに移住してゴルフを楽しんでいることを、私は非常に残念に感じた。彼らには偉大なコネがあり、関わってきた仕事に対する素晴らしい知識がある。彼らが、なぜ元の仕事に戻らないのか私は悩んでいた。

私は、高齢化に関して多くを学んできた。2004年以降に生まれた子供の50%は、100歳超まで生きるだろう。10年前には、65歳以上の割合は12%だったが、今後10年間でその割合は26%になると推定されている。それは信じられないような市場であると私は考えた。

私の息子が、当時スライブ・グローバルの社長だったアビー・レビー氏と話すように言ったときに、このすべてのアイデアが一つにまとまった。レビー氏は高齢者向け市場を調査しており、高齢者にサービスを提供する企業に焦点を当てた新たなファンドの立ち上げを計画していた。われわれは朝食を共にし、1週間後にプライムタイムを創業した。レビー氏には事業の経験があり、私は投資の経験があった。われわれは即座に5000万ドルの資金を集めた。

Q：この市場における幾つかの最大の投資機会は何か。

A：われわれは30件を超える投資を実施したが、まだ、1、2件残っている。60歳以上の人々にサービ

スを提供していない企業には投資していない。機会について言えば、高齢者は足の状態が変化するにつれて異なった種類の靴を必要としており、旅行には異なった経験を求めており、異なった種類の家を必要とし、薬も必要だ。とはいえ、われわれは規制上の承認が必要な分野には投資していない。

投資先の一例を挙げると、セネジェニックスは20件の長寿クリニックのチェーンを経営し、顧客の健康状態の分析や、生活状態の管理を手がけている。長寿クリニックには偉大な機会がある。次に、コアケアはそのソフトウェアによって、医療機関が公的医療保険機関に対して請求作業を行う際の負担を軽減する。またゲットセットアップは、ウェブベースのプラットフォームで、高齢者向けに生配信で双方向型の授業を提供する。

Q：高齢者市場におけるベンチャーキャピタル投資で、何を探しているのか。

A：私は、アパックスやグレイクロフトで求めているのと同じことを、スタートアップに求めている。ビジョンを持つリーダーや、チームのやる気を起こさせる方法を知っている人々を探している。以前にも会社を立ち上げた人々を探しているが、高齢者向けの製品やサービスを提供している企業では、会社立ち上げの経験を持つ人々は多くない。事業の経済性、具体的には利益を確保する手段を知っている人々を探している。そして、成長市場や、何らかの形で保護されている製品に投資したい。保護とは、特許による保護ではなく、プレミアムな価格を請求できるような十分な差別化を意味している。優れたリーダー、素晴らしい製品、良好な経済性、拡大中の市場を備えた企業が、利益を生む可能性のある投資だ。

Q：ベンチャーキャピタル事業は、厳しい時期をくぐり抜けてきた。バリュエーションは低下し、資金調達は逼迫（ひっばく）し、新規株式公開（IPO）の扉は最近まで閉ざされていた。見通しは。

A：ベンチャーキャピタル事業は過去12～18カ月にわたって一服していた。その一因は、それ以前に莫大な額の資金が利用可能だったことだ。正当化できない価格で、多くの投資が実行された。高い株価で資金を調達した企業は、過去の資金調達時よりも安い価格での株式売却を強いられている。企業の内容自体は悪化していない。金利が上昇して資金調達が制約されたために価格が低下した。また、IPO市場が低迷したために、ベンチャーキャピタルにとってのイグジットの機会も減少した。

少し時間がかかったが、スタートアップの創業者は一層現実的になりつつある。1年後に高い株価で資金を調達して、1年前よりも企業の価値が上昇したと確信したいのか、あるいは、現実を受け入れたいのか。私は、妥当な時間内に資金を調達して、事業に専念して、イグジットのバリュエーションは時間に任せるべきとみている。

■ IPO市場に対する見方など

Q：最初にインタビューして以来、アームのような複数の著名企業がIPOを申請した。IPO市場は動き出しつつあるのか。

A：今の案件がどのように受け取られるかにかかっている。IPOを申請している企業の株価が、公開価格よりも大幅に上昇すれば、IPO市場は開いたままになる可能性がある。少なくとも1000社が、IPO市場の再開を待っている。企業がIPOを申請し、株式を売却し、市場から受け入れられる期間が、6カ月から12カ月続いてほしい。

Q：今年は、上場市場のバリュエーションは上昇したが、非公開市場のバリュエーションは低下した。株式市場は割高に見えるか。

A：私は次のように見ている。金利は低下せず、上昇の大部分は終わったとはいえ、さらに上昇する可能性すらある。インフレは、1年前ほどには深刻ではないが、依然として問題だ。企業の勢いは前ほど良くはなく、利益は大幅には成長していない。

ウクライナの戦争や、米国の政治的状況は重しで、中国もサプライチェーンに対する潜在的な影響の点で深刻な重しだ。これらの要因を全て足し合わせると、多くの入力変数が一夜にして変化する可能性がある。慎重さと、企業の利益見通しに対して現実的であるよう、強く主張したい。

Q：過去50年間で、多くの新興技術に投資してきた。現在の技術革新の中ではどれが最も有望に見えるか。

A：私は、PC革命の黎明期に立ち会った。1979年にはアップルに対する初期の投資家であり、1984年には携帯電話市場に飛び込んだ。私は、ストレージ革命や、1990年代のインターネット革命にも投資した。

人工知能（AI）の革命は、機会が遍在しているために、私が見てきた中で最も重要な技術革新だろう。生成AIは驚異的だ。AIはあらゆる業界に影響を及ぼすだろう。

宇宙探査と深海探査にも多大な機会がある。しかしAIの可能性は他の全てを凌駕している。AIに関する最良の投資対象は、米半導体大手のエヌビディア<NVDA>やマイクロソフト<MSFT>のように、AI関連ツールを作っている企業だ。

Q：パンデミック（世界的大流行）以降の、ニューヨークの経済見通しは。

A：私は、商業用不動産市場を極めて懸念している。希望は永遠にわき出るが、金利は1年前と比較して2倍超へ上昇しており、人々がオフィスで週4日しか過ごさなくなればスペースの需要も低下する。多くの商業用スペースが、住宅や高齢者向け施設に転換されると、私は予想する。とはいえ、賃料が大幅に引き下げられたという話は聞かない。

ニューヨークの税収基盤が縮小していることも問題だ。商業用不動産は税収基盤の大部分を占めている。しかし、ニューヨークからの大脱出は終わった。

By Lauren R. Rublin
(Source: Dow Jones)

5. 論説：米連邦政府赤字をめぐる通説5点を解き明かす

[経済政策]

Op-Ed: 5 Federal Deficit Myth, Explained

金融システムのメカニズムが理解されないままの政治的議論や決定は大きなリスク

通説その1：政府は支出のため借金するので赤字となる

米国の連邦債務は現在32兆9100億ドルに上り、今年度10カ月が経過した時点で米国政府の歳出は歳入を1兆6000億ドル上回っている。こうした恐ろしい数字は、政府を閉鎖し、さらには債務不履行の瀬戸際まで追い込むほどの政治的な対立を煽る。だが連邦債務が持つ意味は見かけほど単純ではない。特に5点の通説は正すべきである。



Illustration by Matt Chase

一つ目は、支出と赤字のために政府は借金をしなければならないという点。実はその逆だ。政府が支出すると（経済に注入するから）お金が生まれ、課税すると（経済から引き出すから）お金が破壊される。政府は、負の外部性（外部不経済）の補正、所得の再分配、総需要の抑制など、さまざまな目的で税金を課す。「歳入増加」はつじつま合わせにすぎない。

通説その2：政府は負債を返済せねばならない

上記に関連する通説が、政府は負債を返済せねばならない、というものだ。「負債」というのは誤用である。政府の負債とは、お金（購買力と言ってもいい）を別の形にしたにすぎない。20ドル紙幣は米連邦準備制度理事会（FRB）の負債であり、連邦政府の負債となる。20ドル紙幣は決して返済する必要はない。根本的には、国債も大差はない。

政府の借金は返済する必要がないからといって、政府が好きなだけ借金をしてよい、あるいはすべきだということにはならない。過去から続く財政赤字のために借金が膨らみ過ぎると、不十分な財やサービスを過剰な資金が追い求め、インフレになる可能性がある。そのため、金融引き締めと財政引き締めを組み合わせることが必要となる。借金の山は、大き過ぎる政府が経済に介入しており、国民にとって好ましくないことの表れかもしれない、選挙での争点となり得るだろう。

通説その3：量的緩和ではお金が発行される

第三の通説は、FRBが量的緩和（QE）に動くとき、お金を発行するというものだ。FRBがお金を発行するのは政府が財政赤字を出したときであり、QEはそのお金の形を変えるものにすぎない。

QEの実態は、連結政府、すなわちFRBを含めた政府の債務借り換えオペにすぎず、ある形の債務（国債や政府保証）を別の形（中央銀行の準備預金）に借り換えるものだ。QEは民間部門が手中に収める（連結）政府債務の構成を変えるが、直接新しい購買力を増やすものではない。QEによってFRBが経済に1ドル「投入」するごとに、FRBは1ドルの資産を「吸い上げる」のだ。反対に、量的引き締めは資産を民間のポートフォリオに戻すだけのことで、その過程で準備預金は消滅する。

準備預金は銀行券のようなものだ。FRBはそれを引き出すことはできるが、返済する必要はない。政府は国債を返済しなければならないように見えるが、この義務は制度上の産物である。極端な言い方をすれば、FRBは発行済み国債をすべて準備預金に換えて、財政当局ではなくFRB自らが金融コントロールを維持し、準備預金に利子を支払うことができる。

日本は悲惨な財政状況の申し子と言えよう。しかしQEの先駆者である日本銀行は、日本国債の発行残

高のほぼ半分を保有しており、2016年以降、10年物国債利回りを多少の余裕をもって「ゼロ%前後」に抑えている。

通説その4：銀行は準備預金を貸し出せる

第四の、そして関連する通説は、銀行は望むなら、QEによって生み出された余剰準備預金を「貸し出す」ことができる、という点だ。銀行は準備預金を相互に融通し合うことはできるが、より広い経済圏の企業や家計への貸し出しの原資にすることはできない。

通説その5：銀行ができることは預かり、貸すことだけ

お金を生み出すのは政府だけではない。銀行もできる。第五の通説は、銀行は預金を「預かり」、「貸す」だけの金融仲介者、というものだ。これは違う。銀行は融資によってお金を生み出す。個々の銀行が新たな融資を実行する場合、こうした実感はないかもしれない。借り手はまずお金を使うからだ。もしそのお金が1セントも同じ銀行に戻ってこなければ、この銀行の中央銀行準備預金は融資額分だけ減少することになる。同行はおそらく、融資の「資金」を調達するために預金を集めようとするだろうが、これは失われた準備金を上積みすることになる。このシステムの基となる銀行融資は、完全に自己資金で賄われているのだ（創出されたお金が銀行券に流出しない限り）。

米国経済は現在、年間約27兆ドルの財とサービスを生産しており、これは米国民とQEを実施するFRBが持つ連邦債務の額を少し上回る程度である。この巨大な繁栄を生み出す機械を維持するために必要な資金は、政府の財政赤字と銀行の信用供与によるもので、FRBの活動はこの双方を結びつけている。現在、政治的な議論や決定は、この金融システムがどのように機能しているのかを理解できないまま行われている。社会にとってのリスクはあまりにも大きい。

筆者は、S&Pグローバルの元副会長。著書には『貨幣の力：政府と銀行が貨幣を創造し社会の繁栄に資するには』（邦訳なし）がある。

By Paul Sheard
(Source: Dow Jones)

6. 9月は株式市場にとって残酷な月になるのか

[コラム]

U.S. Consumers Are Flush With Cash. They Don't Feel That Way.

9月のアノマリーと魅力を増している債券に勝てるか

1年の始まりでもある9月に楽観的になれない米国民

筆者にとって9月は1年の9番目の月ではなく、1年の始まりの月である。新学年の始まりであり、ユダヤ教の新年であり、アメリカンフットボールシーズンの始まりでもあるからだ。米国人は普通であれば新年に向けて楽観的な見通しを持つが、今年は多くの人は悲観的になっている。個人の経済状況や客観的な経済指標とは裏腹に、多くの世論調査によれば、ほとんどの米国人は景気がとても悪いと考えている。2024年の選挙が近づく中、バイデン政権にとっては困った状況だ。



Caroline Brehman/EPA-EFE/Shutterstock

過去最高となっている家計の資産

みずほ証券のエコノミスト、アレックス・ペレ氏のレポートのタイトルは「消費者は絶好調」である。ペレ氏によれば、「過剰貯蓄は減少している」という考え方に注目が集まっているが、これは漠然とした概念に過ぎず、家計の収入に対する資産額の比率は、過去最高水準に近いところまで戻っている。ペレ氏の試算によれば、過剰貯蓄額は4000億ドルから1兆ドルの間で、サンフランシスコ連邦準備銀行の1000億ドルという控えめな試算額よりもかなり大きい。

先週発表された米連邦準備制度理事会（FRB）の最新データによれば、家計における資産額は第2四半期に過去最高に達した。金融調査会社フリーマーケットのマイケル・ルイス氏は「家計の純資産はこの第2四半期の間に5兆5000億ドル増加し、154兆3000億ドルになった。家計が保有する不動産の価値は2兆4000億ドル（約6%）増加し、保有株式の価値は2021年末のピークからは6%減少したものの、1兆7000億ドル（6%）増加した」と指摘する。

ペレ氏は別の側面からも消費者の家計を分析し、「家計の年間収入に対する純資産額の比率は、主に株式と不動産資産の上昇のおかげで過去最高の400%をわずかに下回る水準にある。すぐに現金に換金できる流動資産の年間収入に対する比率も90%と過去最高に迫っている」との結果を示す。

記録的低水準の家計の負債

バランスシートのもう一方（貸方）を見ると、家計の負債額は年間収入比約100%で、これは約20年ぶりの低水準である。また、ここ数年に史上最低水準となった固定金利で住宅ローンを組んだ賢明な住宅所有者にとって、平均的な負債返済額は可処分所得の10%未満である。住宅ローン以外の金利負担は、カードローンやその他の借入れにより可処分所得の2.5%という20年来の高水準に急上昇しているが、住宅ローン金利支払い額は収入の2.7%と過去最低水準に近い。

原油価格上昇と家計支出

しかし、消費者は自身の所有物の価値よりも、物を買う時に支払う価格の方を気にしているようだ。そして、少なくとも電気自動車（EV）を所有していない多くの消費者にとっては、自動車の給油コストほど関心を引くものはないようだ。そのため、ホワイトハウスはガソリン価格の上昇をもたらしかねない最近の原油価格の高騰を懸念せざるを得ない。

ダウ・ジョーンズのデータによると、米国原油先物は過去2週間で10%近く上昇しており、6カ月前につけた今年の最安値から30%以上の上昇となっている。この上昇は、サウジアラビア政府が年末まで減産延長を決定したことを受けてのものだ。金融調査会社ファイナンシャル・インサイツのピーター・アトウォーター氏は「アラムコが史上最高額の増資となる500億ドルの株式追加発行を計画しているが、その前にサウジアラビア政府が減産を決定したことは大変な驚きだ」とコメントしている。

魅力を増す債券

株高は家計を豊かにする一方で、特に金利と比較した場合、株価を割高なものにしている。資産運用会社ロイトホールド・グループの常に洞察に満ちた「グリーブック」と呼ばれる月次リポートによると、株式市場は国債利回りに対して過去21年間で最も割高になっている。これは、いわゆるFEDモデルに基づいたもので、将来の利益予測に基づくS&P500指数の益回りをベンチマークである10年物国債利回りと比較している。

ロイトホールド・グループの最高投資責任者（CIO）、ダグ・ラムジー氏は、FEDモデルの予測能力には否定的だが、「株式のリターンが無リスクの国債よりもわずかしかなくないので、市場参加者の多くが十数年来持ってきた『株に代わる選択肢はない』という信念を捨てている」とコメントする。ラムジー氏の計算では、10年物国債利回りはS&P500指数の益利回りの0.79倍となり、これは2009～2021年のゼロ金利時代の平均0.37倍の倍以上である。

債券利回りの上昇にもかかわらず、企業の財務担当者は借り入れのコストがさらに高くなる前に、借り入れをするには今が良い時期だと考えている。発行体と投資家が夏休みから戻った後によくあることだが、先週は債券の発行高が急増した。保険会社マスマューチュアルのグローバル投資戦略責任者であるクリフ・ノリーン氏は「今回の社債発行で企業は手頃な金利で資金を調達することができた」と話し、「未上場企業と上場企業の社債の投資家は、投資適格債とハイイールド債の両方で魅力的な利回りを得ている」と付け加えた。

重要なポイントは、債券のリターンは株式のリターンと遜色なく、債券は株式より低リスクであることだ。現金、投資適格債、そしてハイイールド債も、手の中で捕まえている鳥のように確実に魅力的である。一方、株式市場は、マグニフィセント・セブンと呼ばれる超大型ハイテク株がこれまで市場を引っ張ってきたが、もたつきがいくつかの銘柄で見えており脆弱に見える。

株式市場にとって9月はどんな月になるか

9月には1年の始まりの月という以外にもう一つの特徴がある。「四月は残酷きわまる月」で始まる長編詩「荒地」で第一次世界大戦後の不安を描きだしたのはT.S.エリオットだが、歴史的に見れば、株式

にとって9月は最もパフォーマンスが悪い残酷な月なのである。株式市場はこの残酷なアノマリーに加えて債券との利回り競争にもさらされている。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. 株式市場の高値更新は遠そうに見えるが・・・

[米国株式市場]

A New Stock Market High Looks Far Away. There's a Lot at Stake.

企業業績の動向からは意外に高値を更新する可能性も

今年の目標は高値更新だけ



Victor J. Blue/Bloomberg

S&P500指数は今年急騰し、残された最後の目標は過去最高値を更新することだ。果たしてそれは可能なのだろうか？

現時点でそうした気配は感じられない。先週の主要株価指数を見ると、S&P500指数は1.3%下落して4457.49となり、ナスダック総合指数は1.9%安の1万3761.53で引けた。ダウ工業株30種平均は0.7%下落して3万4576ドル59セントとなり、小型株のラッセル2000指数は3.6%安の1851.54で週末を迎えた。これらを見ると、9月の恐怖がまた始まるような気がしてくる。

それでも、ここでは指数が来年の1月までに新高値を更新できるかどうかを考えてみよう。それほどおかしな話ではないかもしれない。S&P500指数は今年ここまで、ミニ銀行危機、金利上昇、景気後退懸念などの障害にもかかわらず、心配の壁を乗り越えて16%上昇した。

現在、米連邦準備制度理事会（FRB）による利上げの動きはほぼ終了し、経済は何とか成長を続けている。順調にいけば、2024年には企業業績が再び上向き始め、バリュエーションの上昇と株価の上昇が正当化されることになる。

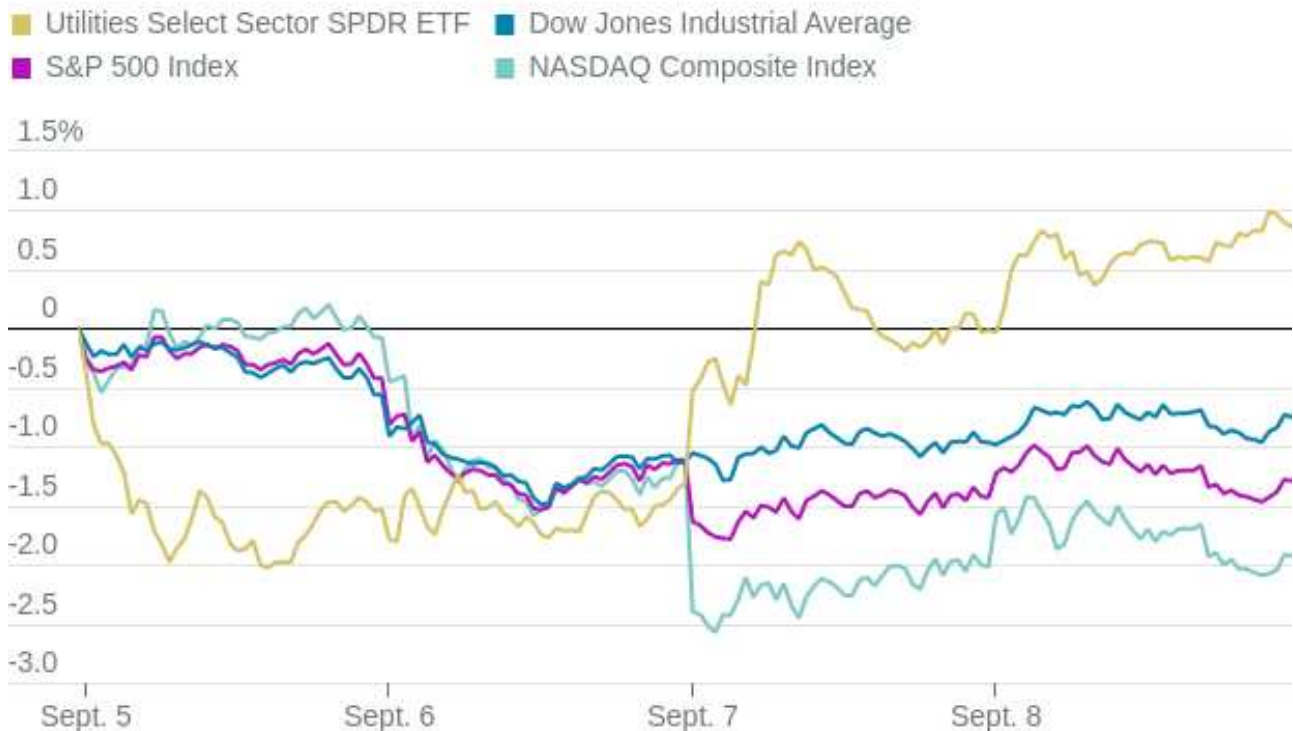
その結果、S&P500指数の最高値更新まであと8%に迫っている。

高値更新の意味と2000年との比較

グレート・ヒル・キャピタルの創業者であるトーマス・ヘイズ氏は、「S&P500指数が最高値を更新するのはいつだろう。ほとんどの人の考えよりも早そうだ。というのも、それに備えたポジションを取っている人がいないからだ」と話す。

最高値への到達は、単なる学術的な関心事とは全く異なる。過去の高値は標識のように存在し、強気派と弱気派の両方から注目を集めている。この目標値を上抜ければ、新たな強気相場が始まったということで新たな投資家が参入し、すでに買っていた投資家は自信を深め、空売りしていた投資家は買

Market Snapshot



い戻しを余儀なくされるだろう。しかし、この高値を抜けられなければ、弱気派は自信を深め、他の投資家は皆、自分たちが間違っていたのではないかと考えることになる。

2000年3月の場合にはまさにそうだった。S&P500指数は1553まで上昇してから11%下落し、9月に1530と3月の高値に迫った。しかしその反発は、その後の40%の下落の引き金としては十分だった。

タトル・キャピタル・マネジメントの最高経営責任者（CEO）であるマシュー・タトル氏は、これが「ある程度の」懸念事項だと指摘する。

企業利益による下支え

しかし、前もって決まっているものは何もない。現在の市況、特に不穏さを増す人工知能（AI）関連銘柄の急騰とドットコム・バブルの崩壊には類似点があるものの、現在の市場は20年以上前の市場に欠けていた「企業利益」という下支えが存在する。

ファクトセットによると、S&P500指数の1株当たり利益（EPS）は、売り上げの回復と利益率の上昇に伴い、来年は約12%増の248ドルになると予想されている。S&P500指数の予想PER（株価収益率）が今年前半につけた19.8倍になると想定すると、2023年末のS&P500指数は4910となり、8日の終値からは約10%の上昇で、高値を更新することになる。

ネッド・デービス・リサーチのチーフ・グローバル・インベストメント・ストラテジスト、ティム・ヘイズ氏は、国内外の株式の後ろ盾となる企業業績がますます上向いていることを確認している。おそらく、これは上昇のための最も強いシグナルだろう。MSCIオール・カンントリー・ワールド・インデックス（MSCI ACWI）の業績を見ると、予想収益が増益基調にあるセクターが全体の82%である一

方、これまでの収益が増益基調だったセクターはわずか27%にすぎず、その差は55%ポイントに達する。ヘイズ氏によると、過去20年間を見ると、この差が50ポイント以上の場合は年率11%の上昇を記録しており、50ポイント未満の場合の0.3%の上昇をはるかに上回っているという。

ヘイズ氏は「業績サイクルの現在の局面は、世界株式にとって強気の追い風だ」と書いている。そうであるならば、押し目は買いということになる。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

8. 今週注目すべき三つのイベントとは Tech's Big Week: 3 Events Could Change Everything 今後のハイテク業界を占う試金石となり得る

[ハイテク]

新型iPhone発表、司法省の対グーグル訴訟初公判、アーム上場が予定されている



Justin Sullivan/Getty Images

今週は、アップル<AAPL>による新型iPhone（アイフォーン）の発表、司法省によるグーグルを相手取った反トラスト法訴訟裁判の初公判、英国の半導体設計会社アーム・ホールディングス<ARM>の上場という三つのイベントが予定されている。これらのイベントがもたらすニュースは、ハイテク業界の動向を劇的かつ予想もしなかった形で変える可能性がある。

新型iPhoneが買い替えを促すと期待されているが、アップルは中国で問題に直面

アップルはワンダーラストと銘打った毎年恒例の秋の新製品発表イベントを今年も開催する。このイベントの最大のハイライトがiPhone 15のデビューであることは間違いない。iPhoneの大規模な変化を予想する人は皆無で、最も注目すべき変化はLightning（ライトニング）と呼ばれるアップル独自のコネクタが汎用的なUSBタイプ-C規格に置き換えられることだと予想されている。他にもプロセッサの更新、カメラの改良、ベゼル（ディスプレイ周囲の枠）幅の縮小のほかいくつかの変更が行われる。価格はiPhone 14から引き上げられると予想されている。

強気派は、買い替え需要によってiPhone販売台数が増加すると予想している。ウェドブッシュのアナリスト、ダン・アイブス氏の推定によると、現在使用されている12億台のiPhoneの4分の1が4年以上前に購入されたものだ。

だが、懸念する理由がある。個人消費はとても堅調とは言えない状況にあり、携帯電話の販売台数は

ここ数カ月にわたり低迷している。カウンターポイント・リサーチによると、4～6月期の世界のスマートフォン出荷台数は前年同期比9%減だった。しかもアップルは中国で二つの問題に直面している。一つ目は、ファーウェイ（華為技術）の新型スマートフォンMate 60 Proがアップルからシェアを奪っているとみられこと。二つ目は、ウォール・ストリート・ジャーナルが先週、中国政府が政府当局者によるiPhoneやその他の外国ブランドの電話機の使用を禁止したと報じたことだ。

モルガン・スタンレーのアナリスト、エリック・ウッドリング氏は、中国での懸念によるアップル株の6%の下落は行き過ぎだと主張する一方で、市場の懸念はiPhone 15の命運以外に関するものだと指摘する。具体的には、「中国は国家主義を強める道を歩む可能性があり、中国がアップルの中国市場へのアクセスを制限すると決定した場合、アップルの300億ドル以上の営業利益を危険にさらす可能性がある」。ウッドリング氏は、中国経済におけるアップルの役割の大きさを踏まえ、そのような厳しい結果となる可能性は低いと考えている。

ソフトバンクが期待するアームのバリュエーションは割高、中国依存も懸念材料

ソフトバンクグループ<9984>はアーム・ホールディングスを2016年に320億ドルで買収した後、2021年に米半導体大手のエヌビディア<NVDA>との間でアームを400億ドルの現金と株式で売却することで合意したが、規制当局の精査を受ける中で取引は撤回された。ソフトバンクは早速、新規株式公開（IPO）の計画立案に着手した。そして先週、アームが公開価格を47～52ドルに設定していることが明らかにされた。これは時価総額が約500億ドルとなることを示唆している。IPOは9月13日の夜に実施され、アームの株式は14日からナスダックで取引される見通しだ。

ソフトバンクが期待するアームのバリュエーションは野心的だ。アームの2022年の売上高は前年比横ばいの27億ドルだった。公開価格レンジの上限は、株価売上高倍率（PSR）が20倍弱となることを示唆している。このPSRは他の大半のハイテク企業よりも高く、人工知能（AI）向け半導体最大手のエヌビディア並みだが、アームは成長していない。このバリュエーションは割高である。

しかもアームには、命運の大きな部分を中国が握るという不確定要素がある。アームの売上高の25%を中国が占め、中国への依存度はアップルよりも高いからだ。アームのIPO目論見書は中国関連リスクの説明に3ページを割いている。

アームが設計した半導体はほぼすべてのスマートフォンに使用されている。しかもアームの目論見書によると、IPO株の購入に関心のあるハイテク企業はアップル、グーグル、半導体大手のインテル<INTC>、エヌビディア、韓国の半導体大手のサムスン電子<005930.韓国>、ファウンドリ大手の台湾積体電路製造（TSMC）<TSM>など数多い。だが、アームの中国へのエクスポージャーが投資家を不安にさせる可能性がある。より大きなリスクは、IPOの結果が低調で、他のハイテク企業の年内の上場を妨げる可能性があることだ。

司法省は検索プロバイダーとしてのグーグルの独占的地位を問題視

司法省は3年前、アルファベット<GOOGL>傘下のグーグルがインターネット検索市場で違法な独占権を持っていると主張し、訴訟を起こした。初公判は9月12日にワシントンD.C.の連邦裁判所で行われる。政府は2020年の訴状で、グーグルがインターネット検索と検索広告におけるほぼ独占的な地位を維持および拡大するために「反競争的戦術」を使用したと述べている。グーグルはこの訴訟に「重大

な欠陥がある」と主張している。

裁判での重要な争点の一つは、iPhoneとそのブラウザであるSafari（サファリ）における検索プロバイダーとしてのグーグルの長年の地位になるとみられる。両社のつながりを解こうとする試みは、検索エンジンのBing（ビング）を展開するマイクロソフト<MSFT>に恩恵をもたらす可能性がある。

もう一つの可能性は、裁判所がアップルとグーグルの排他的な関係を終わらせるよう命じ、アップルによる独自の検索エンジンの開発に拍車をかけることだ。これが大きな話題になるのは確実と思われる。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

9. ケーブルテレビ事業で対立するディズニーとチャーター Why Disney Could Cave First in Charter Cable Standoff ディズニーが先に屈する可能性がある理由

[投資戦略]

ディズニーとチャーターが対立する構造



Robyn Beck/Getty Images

ケーブルテレビは「料金が高過ぎるし、パッケージは顧客のニーズに合っていない」と、米国2位のケーブルテレビ会社であるチャーター・コミュニケーションズ<CHTR>は最近の投資家向けプレゼン資料の冒頭書いている。これは、総合エンターテインメント企業ウォルト・ディズニー<DIS>とにらみ合うチャーターの交渉戦術だ。これは強力で、フットボールのグラウンドで使われるお馴染みの脅し「（僕が提供した）ボールを持って、家に帰るよ（思い通りに行かないなら、みんなを邪魔してやる）」のようなものだ。これが起きると、フットボール（を続けられるかどうか）が問題の中心とな

る。ケーブルテレビをうさんくさいものにするチャーターのスタンスは、ディズニーが折れる公算が大きいという理由を説明している。そして、両社はどちらも利益を得ることはないだろう。

ディズニーとチャーターは、いわゆるキャリッジ紛争に陥っている。ケーブルテレビがエンターテインメント・ビジネスを説明するときに使う用語では、ディズニーのように番組を制作し、チャンネルを通じて提供する会社を番組制作会社と呼び、チャーターのように複数のチャンネルをパッケージで提供するバンドルの販売会社は多チャンネル・ビデオ番組供給会社（MVPD）と呼ばれる。

番組制作会社は、自社のチャンネルをMVPDのバンドルに加えることを許す対価としてMVPDにキャリッジフィーを請求し、そのチャンネルで広告を売ることによって利益を得ている。MVPDは視聴者にバンドル料金を請求し、広告枠のわずかな取り分を得る。そのため、CMにはしばしば、大手ブランドの全国的な宣伝と、自動車ディーラーや家具店などのローカルな宣伝、そしてケーブルサービス自体の宣

伝が混在する。

ケーブルテレビ契約の解約が増えた初期の頃は、番組制作会社は契約更新の時期になると、加入者1人当たりのキャリッジフィーの引き上げを交渉することで、加入者数の減少を補うことができた。交渉が行き詰まった場合、双方は視聴者に訴えた。番組制作会社は、MVPDが視聴者の好きな番組を奪おうとしていると視聴者に訴える。MVPDは、番組制作会社が料金をつり上げていると訴える。視聴者が重要な番組を見逃すという直前になって、ようやく契約は成立する。

■ 苦境に直面するケーブルテレビ事業

当時、ディズニーほど強力な番組制作会社はいなかった。なぜなら、ディズニーはスポーツ専門局ESPNと主要なスポーツ放映権を所有していたからだ。基本的にテレビでは、年配の視聴者はまだケーブルテレビを見ており、中年の視聴者はストリーミングに離れ、若い視聴者はYouTube（ユーチューブ）やビデオゲーム会社ロブックス＜RBLX＞にくぎ付けた。しかし、スポーツは依然としてテレビの牙城である。視聴者は生放送で視聴し、視聴者の年齢層は若く、伝統的なネットワークが放映権のほとんどを支配している。

チャーターのケーブルサービスであるスペクトラムの顧客は、この9月以降、ESPNを含むディズニー・チャンネルを視聴できなくなった。つまり、テニスの全米オープンと一部の大学アメリカンフットボールの試合を見逃した。9月11日からは、プロアメリカンフットボールNFLの中継番組であるマンデーナイトフットボールを見逃すことになる。チャーターが特に気にしていないように見えるのは、もはやケーブルテレビの解約増の初期段階ではないからかもしれない。過去5年間で2500万人の加入者が解約している。

2010年には全米の世帯の90%超が従来のケーブルテレビ視聴料を支払っていたが、現在は全世帯の約半数しか支払っていない。解約は加速し、利益率は低下している。チャーターは、テレビ事業を維持することに「経済的無関心」の域に達したと突き放す。多くの顧客はケーブルテレビを解約してもブロードバンドのプロバイダー契約は継続している。ブロードバンドの利益率はケーブルテレビの約3倍だ。

一方、チャーターによれば、ESPNを含むディズニーのコンテンツを定期的に見ているケーブルテレビ視聴者は、全体の4分の1にすぎない。チャーターはディズニーにチャンネル契約者1人当たり推定12.50ドルを支払っており、その4分の3はESPNに支払われている。そのため、このチャンネルはバンドルの中で最も高価だ。

■ 両社の争点

チャーターが望んでいるのは、料金の凍結よりも柔軟性、つまりスポーツがなく、チャンネル数の少ない「細い」バンドルをより多く販売する権利だ。同時に、ディズニーが広告付きストリーミングサービスをケーブルテレビ事業に投入することも望んでいる。一方、ディズニーが望んでいるのは、ストリーミングの収益性が回復するまで、減少したフリーキャッシュフローを維持することだ。ディズニーは、早ければ2025年にもESPNのストリーミングサービスを開始する予定だ。ディズニー独自のストリーミングバンドルの一部として販売されている現在のESPNプラスのサービスは、ケーブルチャンネルを補完するものであり、その代替ではない。

そこでの価格設定は非常に重要になる。多くのスポーツファンは、テレビ料金を全額支払うことに慣れていない。要約すれば、ESPNを見ないケーブルテレビ加入者は、ESPNを見る加入者に補助金を出しているようなものだ。ケーブルテレビは既に、地域のスポーツネットワークに対して厳しい態度を取っており、こうしたネットワークは月額25〜30ドルのストリーミングサービスを展開している。ESPNが単独でスポーツ放映権一式を保有すれば、もっとコスト高となる可能性がある。そのため、ディズニーはコストを抑えるためにスポーツリーグとの提携を進めている。

失うものが多いのはディズニー

結論としては、ディズニーの方が失うものが多いということだ。オープンハイマーの試算によると、この紛争だけでも、広告収入を含む年間フリーキャッシュフローが40億ドル失われる可能性があるという。これでは配当計画が頓挫しかねない。ディズニーは年内の配当再開を目指している。チャーターは視聴料と広告収入を失うが、コンテンツ費用の大幅な削減でフリーキャッシュフローへの影響は相殺される。

重要なのは、ESPNファンがどのようにESPNを視聴するかである。バーチャルMVPDや、YouTube TVやディズニーの「Hulu+ Live TV」のような従来のチャンネル・バンドル・オンラインに切り替える人もいだろう。JPモルガンの試算によると、ESPNのファンのうち、ベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>の光ファイバー回線であるフィオスのような競合ブロードバンドサービスに乗り換えるのは10%にすぎないという。

ビーオブエー・セキュリティーズは、テレビ業界の現状を、CDからダウンロード、そしてストリーミングに取って代わられた音楽業界になぞらえている。音楽業界の売り上げは1999年にピークを迎え、その後40%急落し、2014年まで成長を取り戻せなかった。ビーオブエー・セキュリティーズによれば、テレビ業界は音楽業界の2000年代後半にあり、これからさらに何年も苦闘が続くという。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

10. 先週の出来事と今週の予定

[経済関連スケジュール]

DoorDash Warns About Grocery Delivery: It's Hard
ドアダッシュCEO、食料品配達について警告

食品デリバリーの将来性と課題

食料品の即日配達サービスを運営するインスタカートの親会社、メープルベアが新規株式公開（IPO）に向けて動き出す一方で、同社の主要ライバルの1社は先週、消費者の食料品宅配サービス体験について幅広い疑問を投げかけた。

サンフランシスコで開催されたゴールドマン・サックスのテクノロジー・カンファレンスで、オンデマンドフードデリバリーサービス大手、ドアダッシュ<DASH>のトニー・シュエ最高経営責任者（CEO）は、食料品の配達には「十分に浸透していない」大きなビジネスチャンスがあるが、消費者はその体験を、店舗で「自分の目で商品を見て買う方がはるかに良い」と考えていると主張した。

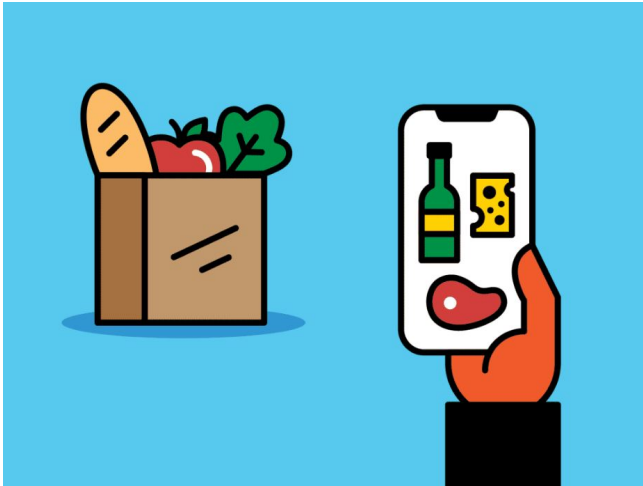


Illustration by Elias Stein

レストランのフードデリバリーで有名なドアDashだが、現在展開中の食料品宅配サービスとも連携し、オンライン注文で食料品を手に入れる方法も、幾つか提供している。

シュー氏は、インスタカートやその他の競合他社について直接言及することなく、「われわれは皆、消費者のマスマーケットがオフラインでの買い物から切り替えてくれるような商品と市場の組み合わせを見つけなければならない」と述べた。

シュー氏は「人々は1970年代からこの問題に取り組んできたが、まだ長い道のりがある」と話す。その解決策は、消費者が注文したものを正確に受け取れるようにするなど、基本的なことを正しく行うことから始まる。シュー氏は「今は、割高な料金を支払っても、注文したものが手に入るとは限らない。それが現状だ。やるべきことはたくさんある。もっといい方法があるはずだ」と言う。宅配サービスは、「消費者が期待する価格で、消費者が自分でやるよりもっと便利な方法とタイミングで」提供する必要がある。

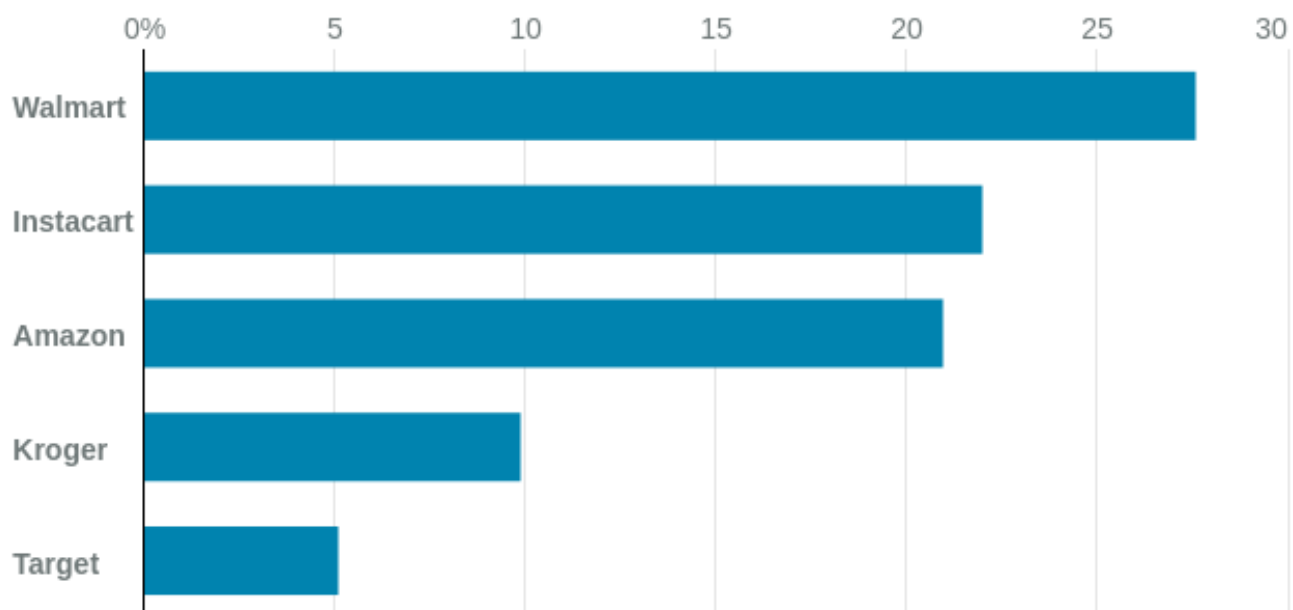
シンプルだが簡単なことではない。

先週の出来事

A Crowded Last Mile

Grocery delivery is competitive and dominated by some formidable major retailers.

Market share



株式市場

中国不動産開発大手の碧桂園（カントリー・ガーデン）＜2007.香港＞は、海外投資家に対し2回の利払いを行い、デフォルト（債務不履行）を回避した。ロシアとサウジアラビアが減産を延長したことで、原油価格は上昇した。米国では、ゴールドマン・サックスが景気後退の可能性を15%に引き下げ、モルガン・スタンレーはトレーダーが楽観的過ぎると警告した。株式市場は上昇した後、インフレ懸念と中国によるアップル＜AAPL＞のiPhone（アイフォーン）の使用制限への懸念から下落した。週間では、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は0.75%下落、S&P500指数は1.29%下落、ナスダック総合指数は1.93%下落した。

企業動向

投資ファンド運用会社ブラックストーン・グループ＜BX＞と大手の民泊仲介サイト運営のエアビーアンドビー＜ABNB＞は、大手生命保険会社リンカーン・ナショナル＜LNC＞と大手日用品メーカーニューウェル・ブランズ＜NWL＞に代わってS&P500種指数に採用された。製薬会社ノボ・ノルディスク＜NVO＞は、フランスの高級ブランドグループLVMHモエヘネシー・ルイ・ヴィトン＜LVMH.フランス＞を上回り、ヨーロッパで時価総額が最も大きい企業となった。ウォール・ストリート・ジャーナル紙は、米連邦取引委員会（FTC）がオンライン小売最大手アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞を今月中に提訴する予定であると報じた。

M&A（合併・買収）等

ソフトバンクグループ＜9984＞傘下の半導体設計会社アーム・ホールディングス＜ARM＞が米国でIPOを申請、評価額520億ドルで49億ドルの調達を目指す。アームはまた、アップルとの2040年以降の契約を発表した。化粧品メーカーのロクシタン・インターナショナル＜0973.香港＞は、オーストリア人オーナーが非公開化計画を白紙に戻した。リチウム・メーカーのアルベマール＜ALB＞は、オーストラリアの資源会社ライオンタウン・リソーシズ＜LTR.オーストラリア＞を43億ドルで買収することで合意した。サウジアラビア通信大手のSTCグループ＜7010.サウジアラビア＞がスペイン通信大手のテレフォニカ＜TEF.スペイン＞の株式9.9%を取得。米エネルギー大手ドミニオン・エナジー＜D＞は、天然ガス配給会社数社を94億ドルでカナダのパイプライン大手エンブリッジ＜ENB.カナダ＞に売却すると発表した。世界的な包装会社2社、ウェストロック＜WRK＞とスマーフィット・カップ＜SKG＞が200億ドルの合併に向けて協議中。

■ 今週の予定

9月11日（月）

ソフトウェア大手2社が四半期決算を発表。オラクル＜ORCL＞は月曜日引け後、アドビ＜ADBE＞は木曜日に発表する。

9月13日（水）

米労働統計局が8月の消費者物価指数（CPI）を発表。エコノミスト予想は前年同月比3.6%上昇で、7月より0.4%ポイント上昇。価格変動の激しい食品価格とエネルギー価格を除いたコアCPIは、前月の4.7%上昇の後で、4.4%上昇すると予想されている。CPIは2022年6月に記録した9.1%のピークを6%ポイント近く下回っている。

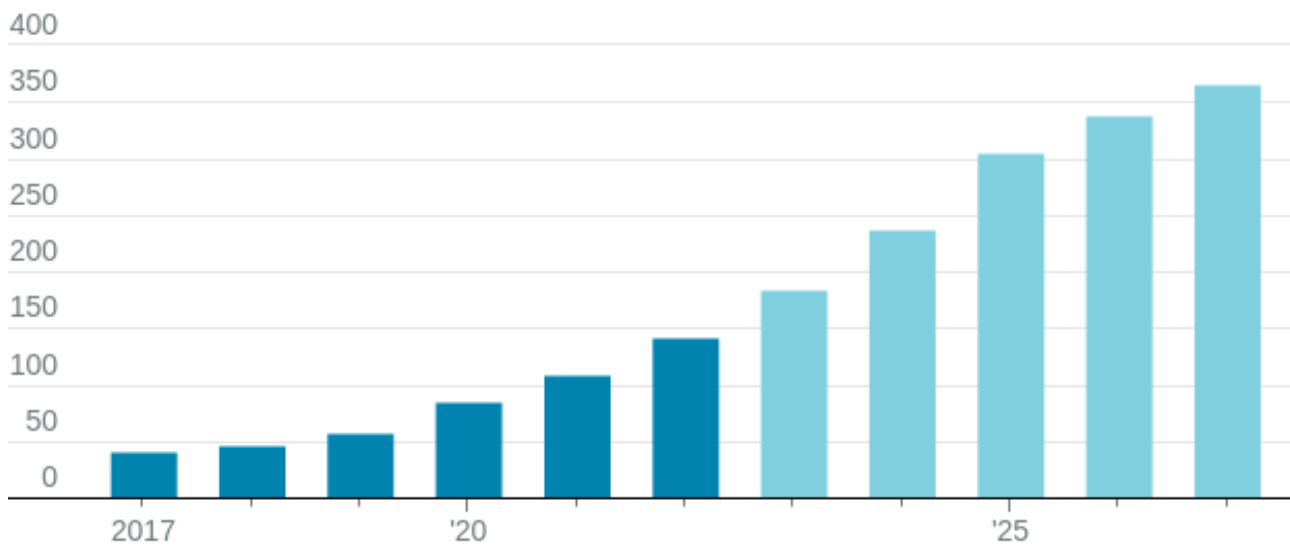
9月14日（木）

欧州中央銀行（ECB）が金融政策を発表。投資家は、ECBが主要短期金利を0.25%引き上げて4%にす

Bag It and Bring It

Grocery delivery may have its problems, but it's growing at a roughly 19% compounded annual growth.

Revenue in billions



Note: 2023-27 are estimates

る確率を3分の1と見ている。既にECBは、1年余りで目標金利をマイナス0.5%から3.75%に引き上げている。

全米自動車労働組合（UAW）と大手自動車メーカー3社との現行契約は、午後11時59分に失効する。UAWは、期限までに契約が合意されなければストライキを行うことを承認している。現行の契約は15万人近い労働者を対象としているが、報道時点では両者の間には隔たりがある模様。

By Eric J. Savitz
(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』 2023/09/10

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