

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/10/22

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIIJI PRESS



DOW JONES

1. オンライン証券大手チャールズ・シュワブが首位転落しない理由とは - Brokerage King [カバーストーリー]
Charles Schwab Won't Be Dethroned. Here's Why P.1
顧客の不満にもかかわらず地位を維持
2. 債券利回り上昇から利を得るための7銘柄 - Bond Yields Are Flying. Here Are 7 Stocks to [フィーチャー]
Play the Trend P.6
配当利回りが高く、割安感のある伝統的資産運用会社に注目
3. ルルレモンだけではないアスレジャー株 - Athleisure Is Bigger Than Ever. Here's How to Play [フィーチャー]
米国ではコロナ後に生活の一部に P.8
4. EV事業の拡大で、BMWの株価は41%上昇する可能性 - BMW's Stealth EV Play Could Drive the [注目銘柄]
Shares 41% Higher P.12
中国事業やバランスシートを考慮すると株価は割安
5. 景気は好調でも株価は不安定 - Stocks Sense Trouble, Even Though the Economy Remains Strong [コラム]
利回り上昇で魅力を増す債券投資 P.14
6. 長期金利の5%は懸念材料か - Scared of 5% Bond Yields? Count to 10 and Adjust [米国株式市場]
5%という水準よりもスピードが問題で、景気が堅調ならば耐えられる P.16
7. ハイテク企業が高収益化を目指すには何が必要か? - Netflix's Remarkable Shift From Growth to [ハイテク]
Profits P.18
ネットフリックスとインテルの戦術
8. 大手ハイテク7社の株は割高か - Are Tech Stocks Overvalued? Here's One Way to Judge. [投資戦略]
見分ける方法がこれだ P.20
9. 株式市場から住宅市場まで、米国債利回り5%が及ぼす深刻な副作用 - From Stocks to Housing, 5% [コラム]
Bond Yields Have Nasty Side Effects P.22
他のリスク資産を選択する理由が薄弱に
10. 先週の出来事と今週の予定 - Rite Aid Rides a Hot 2023 Trend: Going Bankrupt [経済関連スケジュール]
ライト・エイドが破綻。2023のトレンドに乗る P.24

※当誌は、株式会社時事通信社がライセンスに基づき Dow Jones & Company, Inc. の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。
※当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等により作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。
※記事中の株式やファンドの価格は、米バロンズ編集部による記事執筆時点の値である場合があります。

1. オンライン証券大手チャールズ・シュワブが首位転落しない理由とは [カバーストーリー]

Brokerage King Charles Schwab Won't Be Dethroned. Here's Why
顧客の不満にもかかわらず地位を維持

■ TDアメリトレードとの統合でトラブル



PHOTOGRAPH BY NICOLE FARA SILVER

9月第1週の週末、オンライン証券大手チャールズ・シュワブ<SCHW>は、傘下のTDアメリトレードから自社への顧客資金の大規模な移管を実施した。これは証券業界で過去最大の移管だった。

ファイナンシャルアドバイザーのジョン・ロビンソン氏の顧客資金も移管が予定されていた。ロビンソン氏は何の事件も起きないと考えていたが、予想外の「大惨事」となった。ロビンソン氏にはある170万ドルの口座が誤って割り当てられ、本来の合計400万ドル超の口座3件が別

のアドバイザーに割り当てられたのだ。ロビンソン氏はシュワブのサービスデスクに電話したが、つながらなかった。翌日、ようやく電話がつながり、本来の口座番号を聞かれた。ロビンソン氏は「本来の口座にアクセスできないので分からない」と答えた。4日後に正しい口座が割り当てられたが、ロビンソン氏は失望した。シュワブはロビンソン氏との取引を失うかもしれない。

シュワブの投資家も同様に失望している可能性がある。株価は年初来で約35%下落しており、9月30日時点で銀行部門の預金額は前年同期比28%減少している。また、TDアメリトレードの一部の顧客とアドバイザーが口座を解約したため、正味の新規資産額は7月と8月に大幅に落ち込んだ。モーニングスターのアナリストであるマイケル・ウォン氏は「シュワブは岐路に立っている。今後2~6四半期の間に数多くの好材料と悪材料が出る可能性がある」と語る。

過去1年間の金利上昇は、シュワブの主要な収益源である銀行部門を脅かしている。顧客は低金利の銀行口座から高利回りの投資先に数十億ドルもの資金を移動している。このプロセスは「キャッシュソーティング」と呼ばれる。銀行口座からの預金流出がシュワブの手元現金を上回っているため、シュワブは高コストの短期借りに頼らなければならない、それによって利息費用が増加し、利益をむしばんでいる。

10月16日に発表されたシュワブの第3四半期決算は、ウォール街の予想を上回ったものの、それでも前年同期に比べると急激に悪化している。決算説明会で、経営陣は新たな事業戦略や再建計画を発表せず、株主に忍耐を呼び掛けるにとどまった。ウォルト・ベッティンガー最高経営責任者（CEO）は、「現在の環境やノイズにもかかわらず、当社は長期的な成長に向けたポジショニングに極めて強い自信を持っている」と語った。

多くのアナリストはシュワブに対して依然として強気な見方を取る。金利が横ばいになるにつれて、キャッシュソーティングも終了する公算が大きいからだ。また、TDアメリトレードの買収により、シュワブは膨大な規模を獲得し、競合他社をリードしている。さらに、シュワブは独立系ファイナンス

シャルアドバイザーの顧客資産向け事業を支配している。この分野は新規参入が難しい。

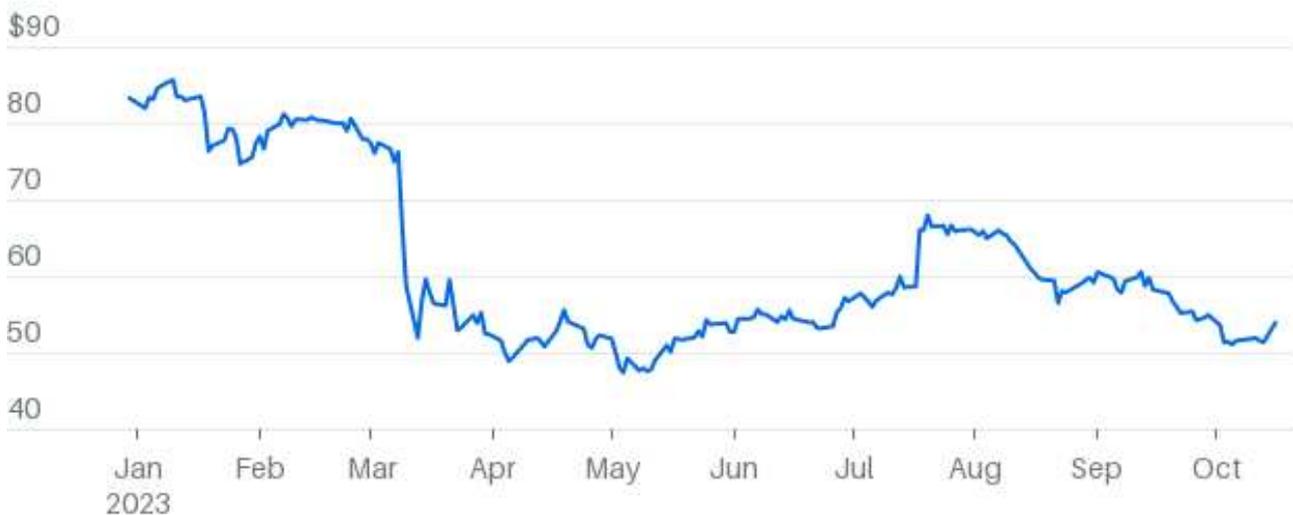
シュワブは、TDアメリトレードの統合はすべて順調だと述べている。TDアメリトレードの顧客の大部分はシュワブに問題なく移管され、解約率もシュワブの当初の予想より低い。ロビンソン氏は、シュワブに最近移管した顧客の満足度は低いものの、独立系アドバイザーが顧客資産を移管できる先は極めて限られており、「他に行く場所などない」と語る。

■ 収益源の銀行部門に逆風

A Rough Year for Schwab Stock

Shares of Charles Schwab plunged during March's regional bank crisis as investors were concerned about deposit outflows.

(SCHW / NYSE)



Source: FactSet

過去数十年にわたり、シュワブはディスカウント証券業界のリーダーとして、顧客のためのコスト削減の最前線に立ってきた。しかし、シュワブを大きく変えたのは、2003年に設立した銀行部門の成長だ。これにより、取引手数料収入への依存度が低下し、2019年に取引手数料をゼロにすることができた。その結果、取引手数料収入への依存度が高い大手競合他社もシュワブの後を追わざるを得なくなった。さらに、TDアメリトレードを買収したことで、個人投資家向け事業と独立系ファイナンシャルアドバイザー向け事業が大幅に拡大した。

銀行部門の成長は、キャッシュソーティングがシュワブの業績にとって大きな重荷となり、投資家の懸念を生んでいる理由でもある。2022年、シュワブの収入（208億ドル）の半分以上は、債券・ローンに対する金利収入と預金に対する利払いの差である純金利収入によるものだった。本誌が4年前に指摘した通り、現在のシュワブにとって大きな収益源は銀行部門である。

シュワブは顧客が投資していない資金を利回りがわずか0.45%の銀行口座に移動している。しかし、金利が急上昇したため、シュワブの顧客は、金利が5%超のマネーマーケットファンド（MMF）などの別の選択肢に現金を移している。過去1年間で、銀行部門の預金は3960億ドルから2840億ドルへ2

8%減少した。

キャッシュソーティングに苦しんでいるのはシュワブだけではないが、シュワブの打撃は特に大きい。S&Pグローバル・マーケット・インテリジェンスによると、シュワブの6月30日時点の銀行預金は前年同期比31.1%減少しており、銀行預金額上位15社の中で減少幅が最も大きかった。

多くの場合、顧客が銀行口座から資金を移動しても、シュワブのプラットフォームから資金が消えるわけではない。しかし、資金が高利回り商品に移動することで収益は大幅に減少する。さらに悪いことに、預金流出がシュワブの手元資金を上回った場合、不足額を補うために、譲渡性預金（CD）の発行や連邦住宅貸付銀行からの融資などの借り入れをしなければならない。第3四半期の純金利収入は、利息費用の増加により、前年同期比24%減の22億ドルとなった。収入全体は16%減の46億ドル、調整後純利益は31%減の15億ドルだった。

シュワブの経営陣は、キャッシュソーティングは落ち着きつつあり、預金流出のペースは鈍化していると指摘する。多くのアナリストもこれに同意する。第一に、金利に敏感な多くの投資家は、すでに資金を移動し終わっている。第二に、ほとんどの投資家は投資資金を残しておくため、現金の水準はゼロにはならない、第三に、米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げは終わりに近づいている。

多くのアナリストはシュワブに対して強気だが、投資家は株式を売却している。株価は約54ドルで、52週高値の86.63ドルを大幅に下回っている。ウィリアム・ブレアのアナリストであるジェフ・シュミット氏は、投資家はキャッシュソーティングが終わった明確な証拠を求めていると指摘する。

銀行口座の金利を上げれば、キャッシュソーティングを止めることはできる。独立系ファイナンシャルアドバイザーの顧客も喜ぶだろう。しかし、シュワブは顧客に高利回りの選択肢への資金移動を推奨しているという。また、当然ながら、金利を上げれば利益が直接減少する。そのため、銀行口座の金利を上げるという選択肢は実質的に存在しない。

■ プラットフォームの不具合と機能不足

シュワブは3年近い準備期間と大量のリソースを費やして、TDアメリトレードの顧客を自社のプラットフォームに移動させた。9月第1週の週末、シュワブは7000人以上のアドバイザーと1兆3000億ドルの顧客資産を移管した。移管前に去ったアドバイザーもいたが、ほとんどのアドバイザーはシュワブに残った。しかし、一部のアドバイザーは後悔しているという。

ブルズアイ・インベストメント・マネジメントの創業者であるティム・ガスリー氏は、顧客ポートフォリオをリバランスするためのツールであるiRebal（アイリバル）が利用しづらくなっていると語る。iRebalは元々、TDアメリトレードのツールで、シュワブが自社プラットフォームに移行したものだ。ガスリー氏によると、移管後の問題の一つとして、500件超の取引を一度に処理できなくなったことが挙げられる。TDアメリトレードでは、1万5000件以上の取引を日常的に処理していたという。

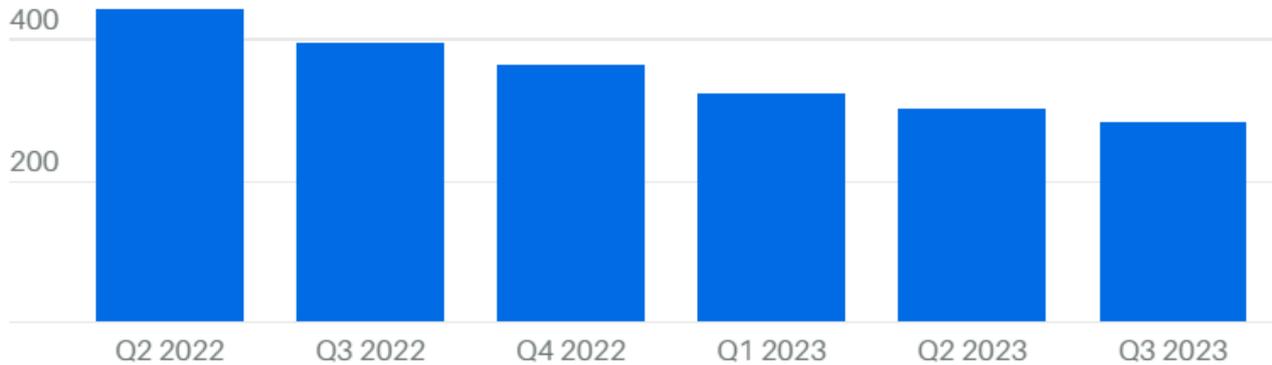
コンパス・ウェルス・マネジメントのレスリー・ベック氏は、移管自体はうまくいったものの、シュワブのプラットフォームは必要な水準に達していないと指摘する。例えば、シュワブのアドバイザーセンターでは、ベック氏が担当する全125件の顧客口座の日々の取引を一覧で表示することができない。これはTDアメリトレードでは利用可能だった機能だ。ベック氏は「顧客口座を1件ずつ確認しな

Schwab Bank Deposits Drop

Customers have moved uninvested cash from low-paying accounts to higher-paying options, such as money-market funds.

Bank deposits

\$600 billion



Source: Company reports

ければならない」と言う。

アドバイザーはテクノロジー以外の面にも不安を感じている。例えば、一部のアドバイザーは、バンガードのミューチュアルファンドの売買に45ドルの手数料が課されることや、毎月の自動売買ができないことについて、シュワブから事前の通知がなかったと述べている。TDアメリトレードでは、追加手数料が課されることはなく、自動購入も可能だったという。シュワブは事前に通知したと主張している。

一方で、移管はスムーズだったというアドバイザーもいる。スペクトラム・アセット・マネジメントのライアン・ケリーCEOは、自社の従業員による準備とシュワブのリソースのおかげで、問題なく移管が終了したという。ケリー氏は「移管は容易だったが、当社はそのために訓練してきた」と語る。

シュワブのアドバイザーサービス担当責任者であるバーニー・クラーク氏は、シュワブはアドバイザーがプラットフォームを最大限に活用できるように支援することに重点を置いていると話す。10月16日には、アドバイザーのフィードバックに基づき、アップデートを実施した。クラーク氏は「現状は完全ではないが、引き続き懸命に取り組む」と述べている。

■ シュワブ以外の選択肢はごくわずか

アドバイザーの不満にもかかわらず、シュワブは少なくとも目先の解約が増える恐れには直面していない。独立系アドバイザーにとって、カスタディアンに移行は何か月もかかる大変な作業だからだ。

さらに、カスタディ業界は再編によって一握りの企業に支配されており、他の選択肢は限られている。調査会社セルリ・アソシエイツの直近のデータによると、シュワブは2021年時点で登録投資アド

バイザー（RIA）の資産の54%を管理していると推定される。2位のフィデリティは22%、3位のバンク・オブ・ニューヨーク・メロン傘下のパーシングは5%である。

カストディ業界には新たな企業が参入している。ロボアドバイザーのベターメント、スタートアップ企業のアルトゥリスト、ゴールドマン・サックスなどである。しかし、これらの企業も、カストディ事業にわずかに参入するだけで何年も要している。

ハリス・アソシエイツのポートフォリオマネジャー兼米国リサーチ担当ディレクターのアレックス・フィッチ氏は、「競合他社はシュワブより規模が小さいので、競争するのは非常に難しい」と語る。フィッチ氏はオークマーク・セレクト・ファンド<OAKLX>とオークマーク・エクイティ・アンド・インカム・ファンド<OAKBX>を運用しており、両ファンドは今年、シュワブの株式を購入している。

シュワブはウエルスマネジメント業界で最も急速に成長しているセグメントで事業を手がけている。現在、シュワブの預かり資産額は7兆8200億ドルで、個人投資家と独立系ファイナンシャルアドバイザーの資産に分かれる。多くのアドバイザーがメリルリンチなどの大手証券会社を離れ、独立したウエルスマネジメント会社を設立しているため、独立系ファイナンシャルアドバイザーの資産は一貫して増加している。

シュワブの成長計画には、超富裕層の顧客向けサービスの拡充、銀行・融資機能の強化、若年層の投資家へのアピールなどが含まれる。スタッフの一時解雇や一部オフィスの閉鎖によりコストも削減する予定だ。こうした動きは来年の業績を押し上げる可能性がある。

キャッシュソーティングによる打撃や、TDアメリトレードの移行を巡るアドバイザーの不満があっても、シュワブはその規模とリーダーとしての地位によってライバルを大幅にリードしている。ハリス・アソシエイツのフィッチ氏は「他社がシュワブの支配的な地位を奪うことを想像するのは困難だ」と語る。

By Andrew Welsch
(Source: Dow Jones)

2. 債券利回り上昇から利を得るための7銘柄

[フィーチャー]

Bond Yields Are Flying. Here Are 7 Stocks to Play the Trend

配当利回りが高く、割安感のある伝統的資産運用会社に注目

■ 伝統的な資産運用会社を取り巻く環境は悪くない



DHIRAJ SINGH/BLOOMBERG

投資家は上場投資信託（ETF）など手数料の低いパッシブ投資戦略へと移行し、さらにプライベートクレジットファンドなどオルタナティブ資産の選好を高めている。伝統的な資産運用会社には試練の連続だ。かくして、かつて人気を集めた銘柄から多くのファンは去ってしまった。しかし株価が2023年予想利益に対する株価収益率（PER）10倍以下で推移し、配当利回りが5%以上の銘柄も存在する。投資家はもっと注目してよいのではないだろうか。

投資資金の流出は縮小する可能性があり、第3四半期の決算には明るい兆しが見えることも考えられる。債券投資は過去15年よりも魅力的に見えることから、債券ファンドへの投資が加速する可能性もある。オルタナティブ投資は、ほんの一握りの上場企業が得意とするものだが、プライベートエクイティや、高債務企業への融資が行われているプライベートクレジットなどの市場ではプレーヤーが増えている。しかし、リターンに対する警戒サインが出現すれば、足元の投資熱は冷え込むかもしれない。

■ ブラックロック<BLK>

Follow the Money

Traditional asset managers have cheap stocks and attractive yields. The group could benefit from any improvement in investment flows.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	2023E EPS	2023E P/E	Dividend Yield	Market Value (billions)
AllianceBernstein / AB	\$29.36	-14.6%	\$2.57	11.5	8.9%	\$3.4
Affiliated Managers / AMG	127.01	-19.9	17.72	7.2	0.0	4.6
BlackRock / BLK	616.44	-13.0	36.56	17.3	3.2	94.4
Federated Hermes / FHI	32.82	-9.6	3.29	10.0	3.4	3.0
Franklin Resources / BEN	22.98	-13.0	2.35	9.7	5.2	11.6
Invesco / IVZ	13.05	-27.5	1.48	8.8	5.9	6.0
T. Rowe Price / TROW	98.02	-10.0	7.11	14.2	5.0	22.6

E=estimate
Sources, FactSet, Bloomberg

世界最大の資産運用会社で、運用資産は9兆ドル超。ETFプラットフォームとしては最大級のiシェアーズ、巨大な債券ビジネス、さらにプロの投資家に人気のポートフォリオ管理ツール、アラディオンを中心に成長を続けるテクノロジー事業を有している。株価は約620ドルで、2023年予想PERは17倍だ。配

当利回りは3%超。ラリー・フィンク最高経営責任者（CEO）は、最近の決算説明会でブラックロックの債券プラットフォームにスポットを当て、「金利のピークが近づくにつれ、顧客は利回り上昇の取り込みに動き、投資資金は債券に戻るとみている」と述べた。

■ アライアンス・バーンスタイン・ホールディング<AB>

アライアンス・バーンスタインは、株式、債券、オルタナティブ資産の分野を併せ持ち、魅力的なプライベート・ウェルス・マネジメント事業を展開している。生命保険会社エクイタブル・ホールディングス<EQH>が過半数を所有し、税制面で優遇されるパートナーシップ構造を持ち、現在30ドル前後の株価は2023年予想PER約11倍に相当する。純利益のほぼすべてを配当金として支払っており、配当利回りは8.8%だ。

■ ティー・ロウ・プライス・グループ<TROW>

ティー・ロウ・プライスは、大型成長株ミューチュアルファンド・ビジネスを展開しており、退職年金プラン向けのターゲット・デート・ファンド（目標期日に向けてリスク資産比率が減少するよう運用する）では、バンガード、フィデリティに次ぐ3番手である。ティー・ロウ・プライスは安定した5%の配当利回りを提供し、30億ドル近い現金と投資（時価総額の約10%に相当）を含む強固なバランスシートを持つ。4000億ドル近いターゲット・デート・ファンドには資金流入が続いている。株価は約98ドルで、2023年予想PERは14倍だ。

■ アフィリエーテッド・マネジャーズ・グループ<AMG>

アフィリエーテッド・マネジャーズは約40の投資会社に投資し、収益を共有している。その中には、ESGのスペシャリストであるパルナッソス・インベストメンツ、バリュー株運用会社のヤックマン、オルタナティブ投資に特化したAQRなどが含まれる。アフィリエーテッド・マネジャーズは多くの同業他社に比べ、手数料の高いオルタナティブ投資へのエクスポージャーが非常に大きい。株価は127ドル前後で、2023年予想PERでわずか7倍の水準である。自社株買いを選好しており、2018年以降25%以上の自社株買いを実施している。

■ フェデレーテッド・ヘルメス<FHI>

フェデレーテッド・ヘルメスの事業はマネーマーケット・ミューチュアルファンドが中心で、運用資産7000億ドルの約70%を占めており、その多くは機関投資家をターゲットにしている。株価は現在33ドルで、2023年予想PER10倍に相当する。配当利回りは3.4%だ。

■ フランクリン・リソーシズ<BEN>

買収に積極的なフランクリン・リソーシズは、近年オルタナティブ資産へと投資を多角化しており、今では運用資産の約20%を占めている。株価は約23ドル、2023年予想PERは10倍で、配当利回りは5.2%である。資産の約3分の1を債券で運用しており、金利上昇によってより多くの投資を引き付けられれば恩恵を受けることができる。

■ インベスコ<IVZ>

インベスコは債券運用の大手で、ナスダック100指数に連動する人気のインベスコQQQトラスト・シリーズ1<QQQ>など、業界で4番目に大きなETFプラットフォームを有する。株価は約13ドル、2023年予想PERは9倍で、配当利回りはほぼ6%だ。2023年の利益は10%以上減少して1株当たり1.50ドル程度と予想されているが、2024年には1.70ドルに回復すると見込まれている。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

3. ルルレモンだけではないアスレジャー株

[フィーチャー]

Athleisure Is Bigger Than Ever. Here's How to Play
米国ではコロナ後に生活の一部に

■ 米国人のユニフォーム



ILLUSTRATION BY KAITLIN BRITO

バロンズのマンハッタンのオフィスに近い五番街に、「ライクラ（弾性繊維）・ウェイ」と呼べる3ブロックの区間がある。買い物客は歩いて3分以内にルルレモン・アスレティカ<LULU>、アローヨガ、アディダス<ADS.ドイツ>、プーマ<PUM.ドイツ>の店舗を訪れることができる。これらの店舗は、色とりどりのレギンス、ブラトップ、パーカー、ショーツ、その他ありとあらゆるスポーティーなウェアで埋め尽くされている。

世界で最も有名なショッピングストリートの一つである五番街のスポーツセクションとも言えるこの場所は、アスレジャーに対する消費者の抑えきれない渴望を表している。アスレジャーとはアスレチックウエアとルームウエアを融合させたカテゴリであり、米国人の事実上のユニフォームなのだ。

市場調査会社アピニオによる今年1月の世論調査では、回答者のほぼ4分の3が「日常生活でワークアウトウエアを着用している」と答えた。ハイブリッドな業務スケジュールや緩やかなドレスコードが、仕事着とそれ以外のワードローブとの境界線を曖昧にするにつれ、アスレジャー企業もオフィスウエアの供給者になるチャンスに飛び乗った。多くの企業がブレザーやボタンドウンシャツ、テーラードパンツなどを、ジムウエアと同じように着やすく伸縮性のある素材で販売している。

市場動向分析会社サカーナのアナリスト、クリステン・クラシ=ズンモ氏は「アクティブウエアは私たちのワードローブに定着した。それが今風の着こなしだ」と語る。

■ 業界全体の評価額は3500億ドル超

A Winning Look?

Athleisure is going strong among the stylish set, but companies' ability to capitalize on the trend has been a mixed bag.

Company / Ticker	YTD Return	3-Yr Return	Pandemic Era Return (3/31/20)
Lululemon Athletica / LULU	29.6%	18.6%	119.0%
Nike / NKE	-12.2	-19.7	24.2
American Eagle Outfitters / AEO	31.0	21.9	129.9
On Holding AG / ONON	51.1	-25.9*	N/A
S&P 500	14.3	25.9	69.8

市場調査会社グランドビューリサーチによると、こうしたトレンドが優位になったことで、かつてはアスレチックアパレル部門の一部にすぎなかったものが、世界全体で評価額が3500億ドルを超える本格的な産業になった。また、競争の激化にも拍車をかけている。上場している純粋なアスレジャー企業はまだルレモン・アスレティカだけだが、市場には既存のスポーツウエアメーカーや新興のシューズメーカー、アスレジャーの自社レーベル「アスレタ」を擁するギャップ<GPS>のようなメインストリームのアパレル大手、そしてアローヨガ、アウトドアボイス、ヴォリなどの小規模なプライベートブランドがある。

クラシ=ズンモ氏は、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）後の3年間で、200前後の新しいブランドがアスレジャー市場に参入したと推定している。クラシ=ズンモ氏によれば、特にルレモンのような支配的なプレーヤーにとって現在の課題は、市場シェアをさらに獲得するか、少なくとも維持することだ。ナイロンやスパンデックスなどの安価な合成繊維への依存、比較的シンプルな衣服、シーズンごとの商品の変化の少なさなど、アスレジャーをアパレル業界で最も利益率の高い分野の一つにしている同じ要因が、競争上の優位性を生み出すことを難しくしている。

アパレルの特許は珍しく、生地は簡単に複製でき、スポーツブラやジョガーパンツ、スエットシャツをデザインし直す方法は限られている。あなたが小売りの専門家でなくとも、こうした問題を理解するのはたやすい。例えば、ブランドロゴなどのないアディダス、アローヨガ、アスレタの黒いレギンスの山から、違いを見分けられるだろうか？

それがうまくいかない典型的な例がアスレタだ。パンデミックのさなか、アスレタはギャップの至宝だった。2021年度の既存店売上高は、2019年度比で39%増加した。しかし、2022年5月までにアスレタは「商品受容性の課題」、つまり買い物客の心に響くアパレルを作ることに苦戦して失速し始め

た。ギャップは（アスレタの最高経営責任者＝CEO＝の交代を含め）事態を好転させようとしているが、アスレタはまだ成長軌道を取り戻せていない。ギャップの最新の四半期決算で、アスレタは既存店売上高が前年同期比7%減、総売上高が同1%減となった。

以下では、現在のアスレジャー市場を概観し、このトレンドを狙う投資家が検討すべき企業、そして避けた方がいい企業を紹介する。

■ アスレジャー専門銘柄

ルルレモン抜きにしてアスレジャー市場を語ることはできない。ルルレモンはアスレジャー市場を定義するのに大きな役割を果たしており、2007年に新規株式公開（IPO）するとアスレジャー市場への投資が可能となった。パイパー・サンドラーのアナリスト、アビー・ズベイクス氏によると、ルルレモンは2010年代に事業基盤を確立すると、靴メーカーがスポーツブランドに転換した競合企業には真似（まね）できないやり方で女性の好みに訴えかけることでマーケットシェアを高めていったという。調査会社グローバルデータによれば、2016年から2022年にかけて、ルルレモンの米国のスポーツウエア市場におけるシェアは1.8%から4%近くまで拡大した。同期間において、スポーツ用品大手のナイキ<NKE>のマーケットシェアは20.7%から16.3%へ低下した。

買い物客がパンデミック期に「ハードパンツ」を着用しなくなり、その後もその流れが定着するとルルレモンの事業は急拡大した。2021年度、売上高は前年度比42%増と急増し、昨年も30%の増収を記録した。株価も2020年3月以来約90%上昇しており、S&P500指数の上昇率、48%を凌駕している。小売りセクター全体としては出遅れているにもかかわらず、ルルレモン株は今年もマーケットをアウトパフォームしている。ルルレモンは18日からS&P500指数構成銘柄となっている。

ルルレモンに弱気のアナリストは、家庭用フィットネスコンテンツ配信用デバイスメーカーのスタジオ・ミラー（ルルレモンが段階的に縮小中）買収のようなつまづきを指摘し、アスレジャー市場の減速を予想する。ジェフリーズのランダル・コニック氏は、金融データサービスのファクトセットが集計した35人のアナリストのうち「売り」の評価をする3人のうちの1人である。コニック氏は、アスレジャーの流行はパンデミック期にピークを迎え、今はしっかりした服に回帰し始めている、と語る。また、ルルレモンのレギンスの価格が1本100ドル以上するが、消費者が財布の紐を締めると苦戦するともみている。

コニック氏は「メッセージはシンプルで、どれほどよいものでも永遠には続かない。それがアパレルであればなおさらだ」と語る。

それでも、ウォール街の大多数は、アスレジャーは強固で、ルルレモンが主要企業としての地位を保持すると見ている。ズベイクス氏は、ルルレモンは新規の人気商品を投入し、男性用アクティブウエアやランニング、トレーニングウエア等の新カテゴリーでマーケットシェアを獲得する能力を実証済で、その点では傑出している、と話す。

ズベイクス氏は「実績がその能力の何よりの証拠で、商品イノベーションを迅速に進めており、消費者の選り好みが強まっている今の環境下でも、求められる商品を投入している」と語る。

■ アスレジャーその他の銘柄

ルルレモンには関心がない投資家でもファッションナブルなスポーツウエア企業をポートフォリオに加えたいと考えているのであれば、大型のスポーツ用品あるいはアパレル企業を探すのがよいかもしれない。

アスレジャーが10年程前に根付き始めたころ、ルルレモンやスポーツウエアと普段着を兼ねたファッションブランド、アスレタのような業界の破壊者はスポーツ用品大手のアンダーアーマー<UAA>やスポーツ用品メーカーのプーマ、アディダス、ナイキなど業界大手から女性のアパレル顧客を奪うのに成功した。しかし、一部の企業は顧客を取り返した。本誌が推奨するナイキは2023年度の全世界アパレル関連売上高が約140億ドルにのぼり、為替要因を除き、前年度比8%増収となっている。

もう1社注目したいスポーツ用品企業が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>だ。オンは最近破竹の勢いで、株価は年初来で50%以上上昇している。成長の主要因は特許取得済みの靴の製造技術に対する需要であるが、オンはアパレルなど新カテゴリーへ事業領域を拡大することにも成功している。過去2四半期、オンの衣料品売り上げは前年同期比45%以上増加したとのことである。

アパレル企業全般では、ウォール街はアスレタの親会社でカジュアル衣料大手のギャップに対して慎重姿勢である。ギャップは復活に向けて取り組んでいるが、まだ初期段階にある。より強力な銘柄の選択肢として、2022年本誌推奨のアメリカン・イーグル・アウトフィッターズ<AEO>を検討してみてはどうだろうか。AEOはスポーツウエアやインナーセグメントのエアリーブランドが好調である。過去6四半期にわたり、エアリーの売上高の伸びはAEOの基幹ブランドを上回っている。AEOの株価は今年30%上昇している。

■ プライベート銘柄

今最も注目を集めるスポーツブランドはアローヨガやアウトドアボイス、ヴオリなど規模の小さなブランドである。人流データ・位置情報分析プラットフォームのプレイサー・エーアイによれば、ヴオリの店舗来店客数は2023年の1月から8月までの期間で平均して2019年同期比704%増と急増している。著名人やインフルエンサーのお気に入りであるアローは同時期の来店客数が120%増となっている。アローは2022年に売上高が10億ドルを突破したと報道されたとおり、前年同期比の増収率はほぼ倍増している。アローは財務情報を開示していないことを理由に本誌に対し、売上高の確認に応じていない。

これらの企業は非上場企業ではあるが、投資家は次の二つの理由から注目すべきである。まず第一に、人気と急成長は大手の競合企業にとって脅威だ。第二に、アナリストは、何社かは2021年に株式公開したオンのような業界の破壊者と同様の道を歩むとみている。

インサイダー・インテリジェンスのスカイ・カナブス氏はそうした考えを支持する。カナブス氏は、ソフトな布素材や男性用ランニングパンツで知られるヴオリはIPOの有望銘柄だと考えている。ヴオリは2021年にソフトバンクから4億ドルの出資を受け、企業価値は40億ドルと算定され、その後積極的な成長路線を歩んでいる。カナブス氏は、アローヨガもIPO有力候補だと付け加える。両社とも現段階では株式公開の意図を明言しておらず、本誌は両社からコメントを得られていない。

一つ明らかなのは、アスレジャーがパンデミック後の生活にしっかり根付いたことである。サカーナのクラシ=ズンモ氏は「アスレジャーは一時的な流行でもなく、一時的な熱狂でもない。クローゼットの一角を占めるようになってきているのだ」と語る。

By Sabrina Escobar
(Source: Dow Jones)

4. EV事業の拡大で、BMWの株価は41%上昇する可能性 BMW's Stealth EV Play Could Drive the Shares 41% Higher 中国事業やバランスシートを考慮すると株価は割安

[注目銘柄]

■ EVの勝者の一角に



COURTESY OF BMW

ドイツの自動車メーカーのBMW<BMW.ドイツ>は、「究極のドライビング・マシン」をスローガンに掲げている。BMWはまた、電気自動車（EV）メーカーのテスラ<TSLA>以外で、究極のEV株になる可能性もある。

BMWは、EVメーカーとしては有名ではなく、むしろ格好が良くスタイリッシュな高級車メーカーだ。代表的な車種として、8シリーズグラウンダー、スポーツカーのM3、スポーツ用多目的車（SUV）のX5などがある。しかしBMWはひそかにEV関連銘柄にもなっている。2023

年第3四半期には9万3931台のバッテリー駆動EV（BEV）を販売しており、その台数は大手自動車メーカーであるゼネラル・モーターズ<GM>、フォード・モーター<F>、および新興EVメーカーであるリビアン・オートモーティブ<RIVN>の合計販売台数より多い。

伝統的な自動車メーカーの中にはEV事業の規模がBMWよりも大きい企業はあるが、EVの事業構成比がBMWを上回る企業はほとんどない。例えばドイツのフォルクスワーゲン<VOW.ドイツ>は第3四半期に21万台のBEVを販売したが、その売り上げ構成比は9%だった。一方、BMWの場合、EVの売り上げ構成比は15%で、1年前の9%未満から上昇した。また、この数字にはハイブリッド車は含まれない。ジェフリーズのアナリストのフィリップ・ウシヨワ氏は、「BMWはパワートレインの選択肢を維持したまま、EVを整然と開発してきた」と語る。

BMWのEVのラインアップは従来型車とそれほど変わらず、EVバージョンのセダン（i4、i5、i7）やSUV（iX）などがある。そして根本的には、BMWのEVは、BMWオーナーが既に知っている従来車が単に電動化されたものにすぎない。SUVのiX xDrive50の最低価格は約9万ドルで、そのハンドリング、乗り心地、製造品質はBMWオーナーの期待通りだが、より静かで室内空間も広く、停止状態から時速100キロまで加速する時間はわずか4.6秒だ。

素晴らしいEVを1車種または2車種生産するだけでは、自動車メーカー株は投資に値しない。しかし、

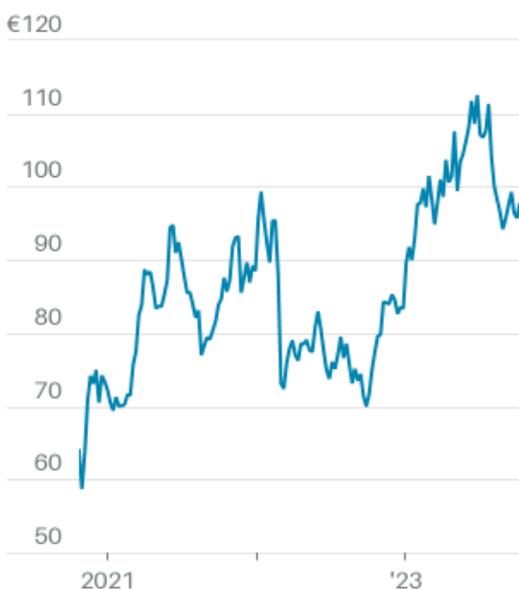
ウォール街や自動車メーカーが予想するように、ガソリン・エンジン車の2030年の世界市場が現在の半分になったとしても、伝統的な自動車メーカーにも存続可能なビジネスモデルはある。

ただ、すべてが完璧なのではない。例えば価格は今後の逆風になるだろう。米国の新車価格は、パンデミック（世界的大流行）前と比べて20%超上昇しており、自動車メーカーの営業利益率の上昇に寄与してきた。BMWの営業利益率は、過去の平均は9%だったが、2023年に11%に達すると予想されている。ウォール街は、利益率が今後数年間で9%の水準へ戻って利益を圧迫すると予想している。BMWの1株当たり利益（EPS）は、2022年に約29ドルのピークに達した後で、2024年には17.50ドルへ減少する可能性がある。

しかし、利益減少は株価下落を必ずしも意味しない。ウショワ氏は、BMWの投資判断を買い、目標株価を最近の101.53ドルから14%高い116ドルとしている。そしてBMWが市場予想よりもうまく利益率を守れば、ウショワ氏は株価が143ドルになる可能性もあるとみている。

■ 株価押し上げ要因

BMW



Source: FactSet

市場は何を見逃しているのだろうか。ウショワ氏は、資本効率、鉄壁のバランスシート、および、見逃されている中国事業に対する判断を指摘する。BMWは2022年に中国合弁事業で過半数の持ち分を取得し、今や決算上の連結対象としている。より重要なことに、BMWは新車と新EVの世界最大の市場において自社の持ち分を完全にコントロールしている。

BMWは支出に気を配ってきた。ウォール街は今後3年間の設備投資／売上高比率を約6%と予想しており、それは、ゼネラル・モーターズの予想比率を若干下回っている。投資額は約300億ドルで、投資後のフリーキャッシュフローは240億ドルと予想され、配当に回す幾分かの余地もある。

欧州の自動車メーカーは配当を年1回支払うのが普通で、BMWは2023年に1株当たり9ドルを支払った。今後数四半期に予想されるキャッシュフローに基づくと、投資家は2024年に6~9ドルの配当を期待できる。その中間をとると、現在の株価に基づく配当利回りは7%になる。

バランスシートは盤石に見える。顧客に自動車ローンを提供する金融サービス事業を除いても、BMWは200億ドルのネットキャッシュの状態、それは時価総額の約3分の1に相当する。現金を調整すると、2024年の予想株価収益率（PER）は約4倍となる。このPERは、すべて正しいことを行っている自動車メーカーにとっては低過ぎるように見える。時間はかかるかもしれないがEVの勝者リストにBMWを追加できる可能性がある。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

5. 景気は好調でも株価は不安定 Stocks Sense Trouble, Even Though the Economy Remains Strong 利回り上昇で魅力を増す債券投資

[コラム]

■ 米10年物国債、利回り5%



BESS ADLER/BLOOMBERG

米国外の戦争、米国内の政治的機能不全。それらのせいで株式市場は債券市場に後れを取っている。

先週、米10年物国債利回りが16年ぶりに5%に達したことを受け、米国の主要株式指数は下落、ナスダック総合指数は3%超下落した。

この1週間で米10年物国債利回りが30ベースポイント（0.3%ポイント）上昇したのは、米連邦準備制度理事会（FRB）のせいではない。将来のインフレ期待も、過去1年半に5.25%引き上げられたフェデラルファンド（FF）金利のさら

なる利上げ見通しも、19日の午後に国債利回りが5%に達した原因ではない。

パウエルFRB議長は19日、ニューヨーク・エコノミック・クラブでの講演後の質疑応答で「インフレ率を2%に戻すというFRBの目標を達成するためには、政策金利のこれまでの水準や期間ではまだ十分ではない」と述べた。この発言があったもののニュースの見出しは、パウエルFRB議長は11月1日に終了する次回の連邦公開市場委員会（FOMC）では利上げを行わない可能性が高いことを確認したようだった、という事前に予想されたものとなった。しかし、パウエル氏が「FF金利はより高い水準により長くとどまるだろう」と述べたことは、次回会合で利上げを行うか行わないかよりも重要である。

■ 利回り5%をもたらした強い経済

ここで基本原則に立ち返ってみる。長期金利は連続する期間の短期金利の合計に、期間の長い債券を保有するリスクに対するプレミアム、いわゆるタームプレミアムを加えたものに等しい。よって、過去3ヵ月間の10年債利回りの1.2%ポイント上昇分の約3分の2は、FF金利先物市場に織り込まれている2024年の予想利下げ幅の縮小で説明できる。この利下げ幅の縮小は、リセッション（景気後退）の到来時期の遅れを反映している。

ビアンコ・リサーチのジム・ビアンコ社長が指摘したように、およそ1年前の2022年10月17日に、ブルームバーグ・エコノミクスは12カ月以内にリセッションに陥る確率を100%と予測していた。今週発表される予定の第3四半期の実質GDP（国内総生産）成長率は、先週時点のアトランタ連銀のGDPナウでは5.4%、コンセンサス予想では4%と堅調である。

■ 米経済の強さを支える富裕層

米経済の力強さの少なくとも一因は、米国の家計の富にある。FRBは先週、家計の富が2020年年初以降で約43兆4000億ドル（約30%）増加したと発表した。アライアンス・バーンスタインの元チーフ・エコノミストのジョセフ・カーソン氏は、「米国が短期間にこれほどの富を創出したことはかつてなく、この増加をさらに信じがたいものに行っているのは、これが過去100年で最悪の医療危機と経済活動の記録的に急激な落ち込みの中で起きたことだ」と書いている。

カーソン氏は、「この富の増加がかつてないほど大規模な財政・金融刺激策に起因していることは間違いないが、政策が引き締められるのに伴い反転する可能性がある」と付け加える。しかし、今のところ、この富は富裕層に集中しており、消費の大半も富裕層がけん引しているため、これまでのところFRBの引き締め政策は効いていない。実際、超富裕層は、以前はほぼ何のリターンももたらさなかった銀行預金などを財務省短期証券（TB）やマネー・マーケット・ファンドに変えて5%のリターンを獲得していると思われる。

■ どの債券に投資すべきか

多くの資産運用アドバイザーは、来年のFRBの利下げに備えて、より長期的に5%以上の利回りを固定するよう顧客に勧めている。しかし、メリルリンチとウェルズ・ファーゴの元債券ストラテジストで、債券の弱気派であるジェームズ・コーチャン氏は、満期の長期化に慎重な姿勢を崩していない。というのも、FRBはFF金利の誘導目標をおそらく6%までさらに引き上げる可能性があり、国債の発行額は増加している一方で海外の中央銀行による米国証券への需要が後退していることに加え、中東の緊張が原油価格をさらに上昇させ、インフレ率の低下傾向が反転する可能性もあるからだ。

コーチャン氏は「しかし、利回りは十分に上昇しているため、ボラティリティの比較的低い5～7年の国債は価格がさらに下落してもプラスのリターンを生むだろう。ハイイールド社債の利回りは8～9%であり、デフォルト（債務不履行）の発生件数がある程度増加しても十分なプロテクションになる」と電子メールで説明している。

■ 金相場の動きに要注意

長期債の強気派にとっては、もう一つ厄介な反論がある。インフレ調整後の実質金利の上昇や堅調なドルは貴金属相場に打撃を与えるはずだが、金価格が先週3%近く上昇したことだ。ニューヨーク商品取引所（COMEX）の金先物10月限は1982.50ドルと、2020年8月に記録した最高値の2051.50ドルまであと3.4%に迫った。もしかすると金市場は不安定な国内外情勢に加えてインフレ率の再上昇の懸念を反映しているのかもしれない。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

6. 長期金利の5%は懸念材料か

[米国株式市場]

Scared of 5% Bond Yields? Count to 10 and Adjust

5%という水準よりもスピードが問題で、景気が堅調ならば耐えられる

■ 長期金利の5%を懸念して下落



PHOTO ILLUSTRATION BY BARRON'S; GETTY IMAGES

(1) DREAMSTIME(1)

株式市場はこのところ「5」という数字に夢中だが、一般に考えられている理由で夢中になっている訳ではない。5は世界のいろいろな宗教で重要な数となっているが、数学オタクにとっては、3番目の素数であるだけでなく、いわゆる「セクシー素数」（差が6ある素数同士の組み合わせ）の最初の素数でもある。数霊術で5は、「変化、進化、愛、豊かさ」と結びついている。

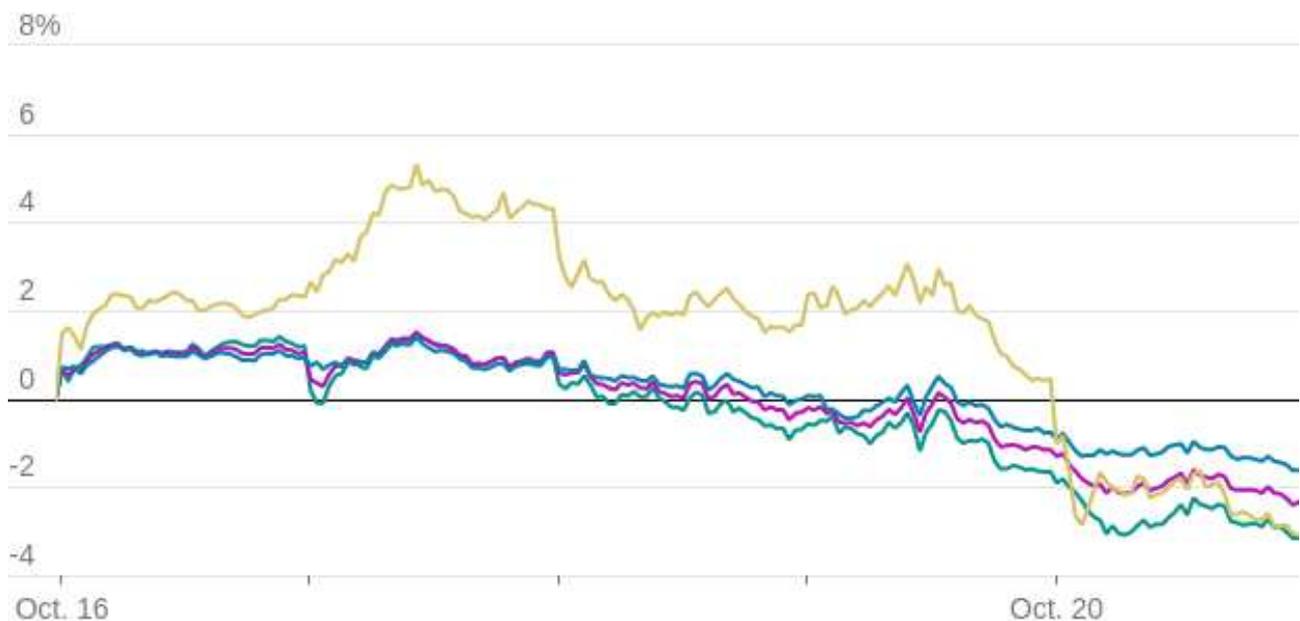
しかし投資家が注目しているのは米10年国債利回りに関する5である。2007年以来となる5%台

に接近していることに投資家は懸念を抱き、先週の株式市場が下落する要因となった。主要株価指数を見ると、S&P500指数は2.4%下落して4224.16となり、ダウ工業株30種平均は1.6%安の3万3127ドル28セントで引けた。ナスダック総合指数は3.2%下落して1万2983.81となり、小型株のラッセル2000指数は2.3%安の1680.79で週末を迎えた。そこには愛も豊かさもない

■ 堅調な景気と利回り上昇

Market Snapshot

■ Dow Jones Industrial Average ■ S&P 500 Index
■ SPDR S&P Bank ETF ■ NASDAQ Composite Index



この市場の騒動は理解できる。結局のところ、米連邦準備制度理事会（FRB）は2022年3月以降、過去40年で最も早いペースで、フェデラルファンド（FF）金利を5.25%も引き上げたのだが、米10年国債の利回りは過去6カ月の最低水準から1.64%上昇しているだけだ。しかし、投資家たちは何でもないことに興奮しているのかもしれない。

ベアードのマネージング・ディレクター兼マーケット・ストラテジストであるマイケル・アントネリ氏は「5%という水準そのものが株式市場にとって問題というわけではない」と言う。問題は、いかに早く到達したかということだ。それでも、中東の混乱があっても経済が持ちこたえる限り、株式市場はこれ以上の下落を避けられるかもしれない。ここまでは順調だ。

雇用市場は依然として力強く、直近の新規失業保険申請件数は20万件を下回った。エコノミストは、26日に発表予定の第3四半期の国内総生産（GDP）成長率が3.3%になると予想している。アトランタ連銀のGDPナウのモデルは5.4%としている。

■ しばらくは辛抱か

現在、市場に重くのしかかっているマクロ経済や地政学的な懸念を否定するのは間違いだろうが、その重要性を過大評価することも、投資ポートフォリオにとって有害になりかねない。アントネリ氏は、原油が1バレル90ドル以上で取引される中で勢いを増しているエネルギー株を選好している。上場投資信託（ETF）のエネルギー・セレクト・セクターSPDR<XLE>は年初来では横ばいだが、安全な配当を提供している。アントネリ氏は「質の高い」一般消費財・サービス銘柄も、景気が好調を維持する限り恩恵を受けるだろうと指摘する。9月の小売売上高は前月から0.7%増加した。クレジットカード大手のアメリカン・エクスプレス<AXP>は、業績発表後の20日の株価が5.4%下落したものの、米国人の買い物志向が続く中で過去最高の売上高と利益を計上した。

株式市場は、債券利回りの上昇とそれが長期化する可能性に適応するための時間を必要としているだけだ。これは19日にニューヨーク経済クラブで行われたFRBのパウエル議長の講演から考えられる基本シナリオであり、その講演では、FRBが金利を据え置き、債券利回りの上昇に任せることが示唆された。

5という数字は怖いかもしれないが、投資家は深呼吸をして10まで数えることをお勧めする。これもまた、時間がたてば過ぎ去るものだ。

By Carleton English
(Source: Dow Jones)

7. ハイテク企業が高収益化を目指すには何が必要か？

[ハイテク]

Netflix's Remarkable Shift From Growth to Profits

Netflixとインテルの戦術

■ ネットフリックスの利益と加入者純増数は予想を大きく上回った



PHOTO ILLUSTRATION BY RAFAEL HENRIQUE/SOPA IMAGES/LIGHTROCKET VIA GETTY IMAGES

動画配信大手のNetflix<NFLX>が10月19日に発表した7~9月期の1株当たり利益（EPS）は3.73ドル、有料加入者純増数は880万人で、いずれもコンセンサス予想（それぞれ3.49ドルと610万人）を大きく上回った。これを受けて翌日、株価は16%上昇した。注目されるのは業績ガイダンスだ。今後は収益性が改善し、2023年と2024年の通期営業利益率がそれぞれ20%、22~23%に達するとされた。

■ 利益率が上昇している要因とは？

Netflixの目覚ましい決算と業績は、ハイテク企業が急成長期を経て高収益企業に進化するために取るべき戦術を示唆している。

まずは価格決定力だ。Netflixは7~9月期決算とともに新しい料金プランも発表した。具体的には、米国での月額料金をプレミアムプランについては19.99ドルから22.99ドルへ、ベーシックプランについては9.99ドルから11.99ドルに引き上げる。

次に大事なのが、独自のコンテンツにはきちんと課金することだ。Netflixによると、パスワード共有防止策が効果を上げ、多くの「ただ乗り視聴者」を有料加入者に変えている。重要なことは解約件数が予想を下回っていることだ。これは、消費者が優れたサービスには必要とあれば喜んでお金を払うことを示唆している。

三つ目のポイントは、利益を重視しつつも新たな取り組みに投資することだ。Netflixは広告付きプランとそのためビジネスを構築しつつビデオゲームのサービスを拡大してきた。広告とゲームは未来の収益源になる可能性がある。

Netflixの最高財務責任者（CFO）であるスペンサー・ノイマン氏は先日の決算説明会で「収益力を強化するために規律あるアプローチを取りたいというのが当社の考えだ。投資家はわれわれを非常に忍耐強く見守ってくれた」と述べた。

■ インテルの戦術は「中国に勝つための方法」

インテル<INTC>の業績改善はネットフリックスほど進んでいないかもしれないが、独自で重要な戦術を取っている。それは、中国との半導体戦争に勝つための方法でもある。

インテルの最高経営責任者（CEO）であるパット・ゲルシンガー氏は10月17日、ニューヨークのエコノミック・クラブで講演し、半導体製造の覇権を巡る戦いが重大な局面を迎えたと述べた。ゲルシンガー氏は、米国は勝利できるとの楽観的な見方を示した一方で、政府と業界はさらなる行動を取る必要があると主張し、現状に満足している余裕はないと指摘した。2021年にインテルのCEOに就任したゲルシンガー氏は、米国の製造業によるアジアへの半導体輸出を許容してきた過去30年にわたる米国の産業政策を公然と批判していた。

世界の先端半導体製造における欧州と米国のシェアは、1990年代の80%から現在はわずか20%に低下している。ゲルシンガー氏によると、世界の先端半導体製造における台湾の現在のシェアは約80%で、地政学的緊張が悪化した場合、こうしたシェアの高さが大惨事につながる。より具体的には、台湾が数週間でも封鎖された場合、世界経済が停止する可能性があるという。ゲルシンガー氏は「回復力を備えたサプライチェーン(供給網)が欧州、アジア、米国のそれぞれに存在しなければならない」と述べている。

■ 競争力向上にはCHIPSプラス法だけでは足りない

米国内でのサプライチェーンの構築に関しては、米国政府による明確な政策支援が重要な意味を持つ。ゲルシンガー氏は、米国議会で昨年承認され、米国内での半導体製造に約500億ドルの資金を提供するCHIPSおよび科学法（CHIPSプラス法）を提唱してきたインテルの役割を誇りに思うと述べたが、さらに多くのことを行う必要があると付け加えた。

第一に、米国はCHIPSプラス法に基づく補助金の分配と科学研究への資金提供をより迅速に行う必要があるという。欧州議会による欧州半導体法の可決が1年後になった場合でも、欧州での補助金の分配時期は米国よりも早くなる可能性があるというゲルシンガー氏は指摘する。

第二に、人材不足への対応だ。半導体産業協会の予想によると、米国の半導体産業は2030年までに11万5000人を新たに雇用する必要があるが、うち約6万7000人が充足されない見通しだ。米国の移民政策により、米国企業が米国以外の国籍を持つ労働者を雇用することが困難になっている。

ゲルシンガー氏は、「テクノロジーの競争で優位性を維持したければ長期的な研究に投資する必要がある。米国は移民政策を変えなければならないだろう」と述べている。インテルによると、米国の大学で高度な科学・技術・工学・数学（STEM）の学位を取得した学生の60%以上を外国人が占めている。インテルは、こうした学位を取得した学生による永住権の取得を支援している。資金提供と政策改革を適切に行うことにより、米国と欧州は2020年代末までに先端半導体製造で50%のシェアを獲得できるとゲルシンガー氏はみている。

By Tae Kim
(Source: Dow Jones)

8. 大手ハイテク7社の株は割高か

[投資戦略]

Are Tech Stocks Overvalued? Here's One Way to Judge.

見分ける方法がこれだ

■ 国債利回りが上昇する中、大手ハイテク株をどう評価するか



JUSTIN SULLIVAN/GETTY IMAGES

あるウォール街のエコノミストは先週、この20年間で株価がこれほど割高に見えたことはなかったと書いている。このエコノミストは、10年物米国債利回りが最近約5%まで上昇しており、S&P500指数の「益回り」、すなわちS&P500指数の株価収益率（PER）の逆数も約5%であることに言及している。ファイナンスの勉強好きの人が言うように、株式のリスクプレミアムはゼロになったのだろうか。その意味するところはざっくり言うと次の通りだ。安全資産である米国債が同じ水準の価格なのに、なぜリスクの高い株式に手を出すのか？

株式の強気派の回答は、米国債の利回りは固定であるのに対し、企業利益は成長する傾向があるため、長期投資家にとって安全債券は株式と同等ではないというものだ。また、今回のような米国債利回りの上昇は、一般的に株式のバリエーションを下げると考えられている。しかし、米国債利回りの上昇が景気回復の兆しであり、今後の企業利益改善の兆しであるならば、そうではないかもしれない。ビーオブエー・セキュリティーズは、1945年以来、実質利回りの上昇とPERの低下の相関関係は弱く、むしろ負の相関だと指摘している。つまり、株式にこだわれということだ。

筆者もそう思う。しかし、10年物米国債利回りが1%にも満たなかった数年前に債券を見限っているのなら、あるいは、最近の債券に対する株式のアウトパフォーマンスで株式偏重になっているのなら、債券の組み入れ比率を通常の水準に戻してみてもはどうだろう。

S&P500指数のバリエーションについて、強気派が指摘するもう一つのポイントに注目しよう。S&P500指数の上昇は、構成銘柄のうち最も大きな影響力を持つハイテク大手7社の最近の上昇によってもたらされたものだ。確かに電気自動車（EV）大手のテスラ<TSLA>が決算で大コケし、パークシャー・ハサウェイ<BRK.A><BRK.B>の後塵を拝するまではそうだった。

他にマイクロソフト<MSFT>、アルファベット<GOOGL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、メタ<META>（旧フェイスブック）は今週、アップル<AAPL>は来週、そして半導体大手のエヌビディア<NVDA>は感謝祭間近に決算を発表する。この7社のPERは今年29倍から45倍に上昇している。これはバブルなのだろうか。

■ ウォール街の評価はDCF分析

ウォール街にはそれを見分ける方法がある。割引キャッシュフロー（DCF）分析と呼ばれるもので、アナリストの目標株価や「買い」「ホールド」「売り」推奨の基礎となっている。

ステップ1：まず10年などはるか先の正確なフリーキャッシュフローを予測する。ウォール街は、当四半期の売上高のようなもっと簡単な指標で間違っただけの推測を日頃しているにもかかわらずだ。

ステップ2：次に割引率と呼ばれるものを選択する。この割引率はリスクなどにに基づき算出されているが、4世紀にわたる歴史の中で、誰も株式について正確に測定する方法を見出せていない。

ステップ3以降：この選択した割引率を使って、未知の将来キャッシュフローに対して今日幾ら支払うべきかを計算する。ここでは、ターミナルバリューの計算（10年目以降の推測を含む）や机上の負債水準による調整など、重要なステップを省いている。忘れてならないのは、答えは絶対確実という形で表現することだ。

■ 独自の評価方法で見分ける

ここに、数学的裏付けはなくあやふやだが、より適切な代替案がある。筆者は独自の指標を考えている。具体的には、まず今日の株価のように既に分かっている事実とともに、大手ハイテク企業のうちの1社の株式を購入する投資家が、今後5年間で年間12%のリターンを得ることを望んでいるというように想定する。現在の株価に見合うだけのフリーキャッシュフローを、その5年後に幾ら生み出している必要があるのかを試算してみる。そして、最近のキャッシュフローの状況をよく吟味し、そのようなことがもっともらしいかどうかを判断し、その結果、「いいね」、「ふつう」、「だめ」のいずれかの評価を下す。株式を買うタイミングを計るツールではなく、その株価が正気かどうかをチェックするものだと考えてほしい。

大手7社で最も時価総額が大きい、アップルを例にとろう。年間12%のリターンとして複利で計算すると、最近の株価175ドルが5年後には300ドル超になる。今日の市場価値と着実に減少している流通株式数から、将来の価値を4兆ドルと計算する。このような成熟したビジネスでは、投資家は最低でも4%のフリーキャッシュフロー利回り、つまり年間1600億ドルのフリーキャッシュフローを期待できるだろう。石油の独占企業である、サウジアラビアの国営石油会社サウジアラムコ<ARAMCO.サウジアラビア>でさえ、そのような水準には達していない。

しかし、アップルは既に年間フリーキャッシュフローが1000億ドルを超えている。そして資本支出はそれほど伸びていない。そのため、緩やかな増収だったとしても、そこから生み出される現金を使うのが難しい状況に陥る可能性がある。筆者はこの銘柄を「いいね」に近い「ふつう」と評価する。

マイクロソフト、アルファベット、アマゾンの3社は、今後数年以内に1000億ドルのフリーキャッシュフロークラブに加わる可能性があり、それが実現すると米国にはサウジアラムコの4社分のフリーキャッシュフローがあることになる。アマゾンがそこに達するには他の2社よりはるかに難易度が高いが、3社とも規制上のリスクを抱えており、考え方は同じだ。すなわち数字の増減はあるものの、フリーキャッシュフローの妥当な見通しに照らせば、今日の株価は滑稽には見えない。メタも同様だが、規模は小さい。メタの経営陣は、メタバースについて言うのをやめ、人工知能（AI）についてなんだかん

だと言い始め、そして最も重要なのは支出を削減したことだ。フリーキャッシュフローは今年300億ドルを超え、数年後には500億ドルに近づくだらう。

エヌビディアとテスラはもっと難しい。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）以前、エヌビディアは有望な半導体メーカーとして年間数十億ドルのフリーキャッシュフローを生み出していた。現在の株価は、数年以内にメタのような500億ドルを生み出すか、驚異的な急成長企業であり続けるか、あるいはその両方であることを示唆している。エヌビディアはAI分野で最強のポジションにあるが、そのような仮定をすることは大胆だ。テスラ株は先週、第3四半期決算で車両販売のための値引き率が上昇したことが判明し、1日で9%も急落した。そのため、現在の株価を正当化するためにフリーキャッシュフローの飛躍的な増額が必要となっている。どちらも「だめ」だ。

全体として、株価は高騰しているように見えるが、異常ではない。株式リスクプレミアムについては、理論的なものであり、最終的には分からないが、こうした想像をしながら検証したところ、そこそこポジティブに感じた。これは良いことだ。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

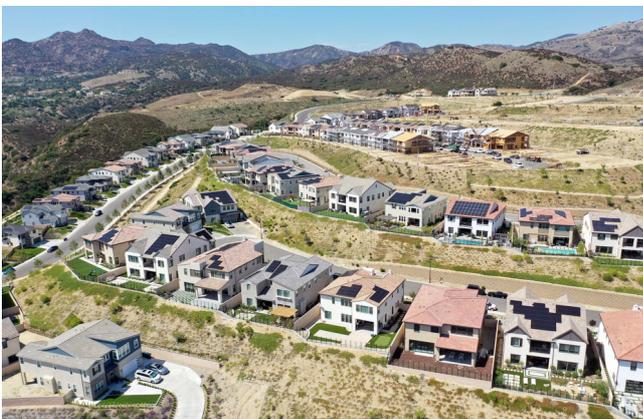
9. 株式市場から住宅市場まで、米国債利回り5%が及ぼす深刻な副作用

[コラム]

From Stocks to Housing, 5% Bond Yields Have Nasty Side Effects

他のリスク資産を選択する理由が薄弱に

■ 5%未満は5年国債を残すのみ



MARIO TAMA/GETTY IMAGES

10年物米国債利回りが心理的に重要な節目である5%に近づくとつれ、この5%という数字に市場の注目が集まったが、より重要な指標が存在する。

10月19日、10年債利回りが一時、2007年7月以来となる「5%台」を付けた。しかし、財務省短期証券（TB）は4月以降一貫して5%を上回っており、9月以降は2年債もこの大台を超えている。30年債の利回りも先週5%を超え、大台に乗せていないのは5年債のみ（10月19日時点で4.96%）となった。

調査会社エバーコアISIの極めて有用な日次経済レポートによると、ベンチマークとなる10年債の次のテクニカルな節目は2007年に付けた高値5.30%だ。10年債と連動する30年物住宅ローン金利は先週8%に達しており、次のテクニカルな節目は2000年のピークの8.38%だという。

■ 住宅の収益還元利回りとの比較

住宅ローン金利が、コロナ禍時の3%前後という前例のない低水準から大幅に上昇したにもかかわらず、住宅市場に亀裂が生じていないのは驚きだ。9月の住宅着工件数（季節調整済み年率）は、前月比7%増の135万8000件となった。前年同月比では7%の減少であったが、戸建て住宅は、多く報道されているように住宅所有者が超低金利の住宅ローンを手放すことを嫌がり、販売用の中古物件が不足しているため、前年同月比8.6%の増加となった。

とはいえ、MUFJセキュリティーズアメリカの米国マクロ戦略責任者ジョージ・コンサルベ氏は、住宅ローン金利は2倍以上に上昇しており、住宅価格の上昇にもそろそろ変化が現れる可能性があるとしている。価格の高騰が仇となり、住宅建設会社が住宅ローンの金利負担を軽減するため、金利を一部負担するなどのインセンティブ（バイダウン）を提供しているにもかかわらず、新築物件の価格は軟化し始めている。

10月に全米住宅建設業者協会（NAHB）の景況感指数が2月以来の低水準に落ち込んだのも不思議ではない。こうした地合の悪さを反映し、上場投資信託（ETF）のiシェアーズ米国住宅建設ETF<ITB>の株価も7月の高値から約19%下落している。

こうした数字だけではなく、家族が置かれた状況も住宅購入判断に影響するのは確かだ。しかし、金利上昇によって、住宅の純粋な経済性に疑問が生じている。金融情報を提供するコベッシン・レターがX（旧ツイッター）に投稿した不動産データ分析会社リベンチャー・コンサルティングのチャートによると、収益還元法による住宅投資のリターンは10年債の利回りを下回っている。国債利回りの方が高ければ、苦勞して大家になろうという投資家はいなくなる。

■ 株式益回りとの比較

国債利回りの上昇によって、他のよりリスクが高い投資のリターンやバリュエーションに対するハードルも上がる。資産運用会社シーブリーズ・パートナーズのオーナー、ダグ・カス氏が指摘するように、米連邦準備制度理事会（FRB）が短期のフェデラルファンド（FF）金利をほぼゼロに維持していた2008～2009年の金融危機以降のほとんどの期間とは異なり、1年物TBの利回り（10月19日は5.4%）はS&P500指数の配当利回り（1.62%）を上回っている。

国債は、利回りがS&P500指数の益回り（＝株価収益率（PER）の逆数）を上回ったことから、株式に対する競争力を高めている。先日のネッド・デービス・リサーチ（NDR）の顧客宛りレポートによると、3カ月物TBの利回りは3月から、10年債の利回りも9月からS&P500指数の益回り（12カ月実績ベース）を上回っている。

NDRは金利上昇の株式への影響はより小さなものになると指摘する。NDRが先週発行したレポートは、一部のアナリストが潤沢な現金を保有する企業のバリュエーションを保有現金を考慮して調整し、その結果PERが低く見えているが、分子（株価）を保有現金について調整するのであれば、分母の利益についても、その現金が生む利益を控除する必要があると指摘している。

NDRの計算によると、S&P500指数の現金調整後の実績PERは、長期平均が16.2倍であるのに対し、21.4倍、営業利益ベースのPERは、長期平均が18.8倍であるのに対し、20.2倍だ。超低金利時代はほと

んどの年で現金調整後PERが営業利益ベースPERを下回っていたが、今は逆転している。レポートは「金利が長期的な強気市場に致命的な打撃となるのであれば、従来の指標よりも現金調整後PERにより明確に現れるはずだ」と結論付ける。

しかし、株式市場は将来を割り引いて考えるはずだ。だとすれば、今後12カ月間の予想利益に基づく株式の益回りは、社債で約束された利回りに後れをとることになる。シティグループ・リサーチのレポートによると、投資適格債で最も低格付けであるBaa（またはBBB）格社債の利回りが、2009年12月（シティグループによれば、30年国債の利回りが約4.8%でピークを打った時）以降で初めて12カ月予想ベースのS&P500指数益回りを上回った。

シティによれば、7~8%のリターンを目標とする年金基金にとって、6%台半ばの社債は目標達成に近く有効な方法であり、債券利回りが現在のわずか数分の一であった頃のように株式投資やオルタナティブ投資を強化するよりもリスクは低い。

超低金利時の思考が多く市場参加者の頭の中に染み付いているため、5%が高金利と表現されるのをよく聞く。1カ月前、10年債の利回りが4.5%に達した時に、これは1790年以降の米国債の平均利回りにすぎないと書いた。金利水準の正常化はすべての資産クラスにまたがり、何らかの不快な影響を及ぼす可能性がある。

By Randall W. Forsyth
(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]

Rite Aid Rides a Hot 2023 Trend: Going Bankrupt
ライト・エイドが破綻。2023のトレンドに乗る



ILLUSTRATION BY ELIAS STEIN

ドラッグストア・チェーンのライト・エイド<RAD>が15日、連邦破産法第11条を申請し、経営破綻した。2023年に経営破綻した企業がまた1社増えたことになる。S&Pグローバルによれば、9月末までに516社の米国企業が破綻した。これは2022年1~9月に破綻した263社の2倍にあたり、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）によるロックダウンで多くの企業が休業を余儀なくされた2020年1~9月の518社に迫る。2020年を除けば、今年の経営破綻企業数は、2010年以来で最悪である。

手元資金が少ない企業はインフレや金利上昇で打撃を受けており、倒産件数が増えている。中でも財務状況が脆弱な企業は、債務不履行に陥りやすくなっている。本誌は2022年、7社について、現金残高が低く多額の短期負債を抱えていることを理由に、流動性低下のリスクがあると警告していた。今年、その7社のうち、ライト・エイドを含む3社が破産している。

ライト・エイドは長年、業績の悪化や店舗数の減少、損失などに見舞われてきたが、オピオイドの蔓

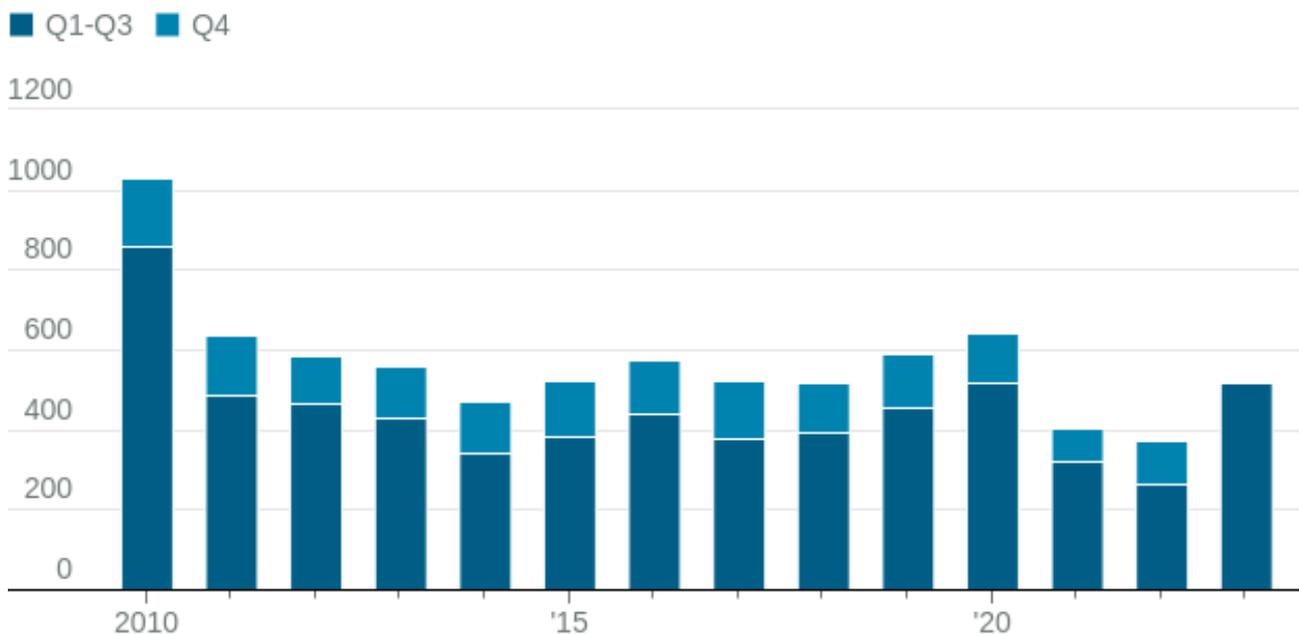
延に加担したとする複数の訴訟に直面し、事態はさらに悪化した。連邦破産法第11条の適用を申請後、さらに店舗を閉鎖し、資産を売却することを発表している。

ライト・エイドなどの一般消費財企業は、電子商取引（eコマース）の台頭や買い物客の儉約志向などの締め付けを受け、次々と倒産している。9月時点で、同セクターの破産法申請件数は64社にのぼる。S&Pグローバルによれば、全セクターでみると、18社が10億ドル以上の負債を抱えていた。3月に破産したSVBファイナンシャル、4月の生活雑貨小売ベッド・バス・アンド・ビヨンド、9月の歯列矯正サービスのスマイルダイレクトクラブなどだ。さらなる倒産に気を引き締めるべし。

■ 先週の出来事

A Rising Wave

The number of companies that filed for bankruptcy so far in 2023 is the second highest since 2010, only behind 2020.



株式市場

パレスチナ自治区ガザ地区の病院で爆破が起きた直後、バイデン大統領がイスラエルを訪問。米国は、病院爆破はパレスチナによるミサイル誤爆が原因との見方を示している。緊張は拡大している。週明けの米株式市場は好調だったものの、米政府が半導体大手エヌビディア<NVDA>による人口知能（AI）用半導体の対中輸出規制強化を発表し、半導体銘柄が影響を受けたことで下落。米小売売上高が好調だったことを受けて米国債利回りは再び上昇し、株式市場は下落。米下院議長選は決着せず。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1.6%下落、S&P500指数は2.39%下げ、ナスダック総合指数も3.16%の下落となった。

企業動向

スポーツウエアのルルレモン・アスレティカ<LULU>がS&P500指数の構成銘柄に採用された。マイクロソフト<MSFT>に買収されたアクティビジョン・ブリザードと入れ替わった格好。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>は海外債務の利払い1500万ドルを猶予期間中

に支払えずデフォルト（債務不履行）に。四半期決算では、金融大手ゴールドマン・サックス<GS>が33%減益、モルガン・スタンレー<MS>はウェルス・マネジメント部門が振るわなかった。バンク・オブ・アメリカ<BAC>は市場予想を上回り、電気自動車大手のテスラ<TSLA>は下回った。動画配信大手Netflix<NFLX>は新規契約件数が900万件となり、一部の月額料金値上げを発表。

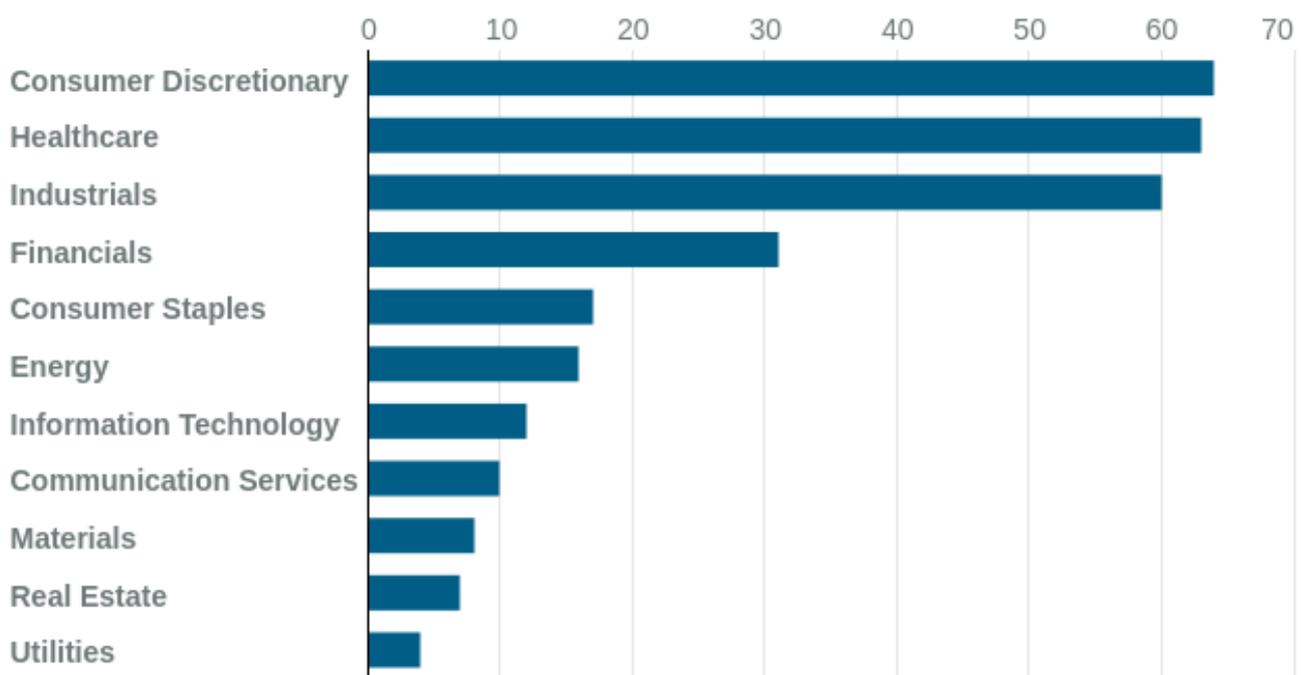
M&A（合併・買収）等

ライト・エイドが連邦破産法第11条を申請し、経営破綻。「オピオイド」鎮痛剤の中毒問題を巡る一連の訴訟などが重荷となった。ライト・エイドは資産の売却を始めており、第一弾として、薬剤給付管理（PBM）事業を5億7500万ドルで売却。リチウム・メーカーのアルベマール<ALB>による、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>の43億ドルでの買収提案が撤回された。鉄鉱石採掘企業ハンコック・プロスペクティングがライオンタウンの少数株主持分を引き上げたことによる。科学関連サービス企業サーモ・フィッシャー・サイエンティフィック<TMO>は、スウェーデンのタンパク質定量解析サービス企業オーリンク<OLK>を31億ドルで買収すると発表。ホテル運営大手ウィンダム・ホテルズ・アンド・リゾーツ<WH>は同業のチョイス・ホテルズ・インターナショナル<CHH>による78億ドルの買収提案を拒否。

■ 今週の予定

Hot Spots

The number of bankruptcies varies widely by sector.



10月24日（火）

・テクノロジー大手の決算が発表が始まる。24日（火）はアルファベット<GOOGL>、マイクロソフトが引け後に決算発表。25日（水）にはメタ<FB>（旧フェイスブック）とアマゾン・ドット・コム<AMZN>が続く。ダウ・ジョーンズ・マーケット・データによると、この4銘柄でS&P500指数全体のウェイトの約18%を占める。

・デトロイトの自動車メーカー3社では全米自動車労働組合（UAW）のストライキが続いているが、そのうちゼネラル・モーターズ<GM>とフォード・モーター<F>が、それぞれ24日（火）と26日（木）に決算発表を行う。決算発表では、経営陣がUAWとの交渉に関する進捗報告を行う可能性がある。クライスラーの親会社ステランティス<STLAM>でもストライキが続く。

10月26日（木）

・経済指標の発表が相次ぐ。26日（木）には2023年第3四半期の国内総生産（GDP）速報値が発表される。エコノミストによる予想成長率は季節調整済み前期比年率換算で3.3%。27日（金）には、9月の個人消費支出（PCE）物価指数が発表。ファクトセットによると、コアPCE（食品とエネルギーを除く）上昇率は前年同月比3.6%と前月よりも上昇すると予想されている。

10月27日（金）

・石油大手シェブロン<CVX>とエクソンモービル<XOM>が決算発表。地政学的な混乱にも関わらず原油価格は1バレルあたり100ドルを割り込む状況が続いており、経営陣は動向を注視していると思われる。

By Evie Liu
(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』 2023/10/22

THIS WEEK'S MAGAZINE

発行 : Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信 : 時事通信社

編集

THIS WEEK'S MAGAZINE : エグゼトラスト

TODAY'S MAGAZINE : 時事通信社

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

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

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

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

※図・表・データの無断使用を禁止します。

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

Copyright © 2023 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます