

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2024/06/23

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 本誌が選ぶ今年のトップCEO - Meet This Year's Top CEOs. They Aren't Resting on Their Laurels. [カバーストーリー] P.1
難しい仕事を成し遂げつつ、成功に安住しない
2. ナイキ株に上昇期待、今週の決算発表に注目 - Nike Has Been a Loser. Why Its Stock Can Just Do It. [注目銘柄] P.5
パリ五輪も株価の押し上げ材料に
3. ハリウッド最後の映画スタジオ、パラマウントの行方 - Paramount Is the Last Hollywood Studio Standing. [メディア] P.8
最後の日は近いのかもしれない
4. バリュー投資のプロが選好するメタ、エネルギー、医療保険会社、銀行など - A Veteran Value Investor on 3 Things to Avoid—He Likes Meta Stock [インタビュー] P.10
インベスコのホルト氏に聞く
5. すべての視線は大統領候補者討論に注がれている。誰もが最重要の問題を無視 - All Eyes Are on the Debate. Everyone Is Ignoring the Most Important Issue [コラム] P.14
財政赤字問題は大統領選の争点ではないのか
6. デルタ航空、株価反発、実を結ぶ経営改革 - Delta Stock Is Rebounding. Its CEO Explains Why It Can Fly Higher. [投資戦略] P.16
ベストバイに買い判断
7. 上昇相場の終わりか? - The End of the Market's Rally? [米国株式市場] P.18
懸念材料が多く正念場を迎えている株式市場
8. 住宅価格は低下するはずだが、高金利は効き目がない - Op-Ed: Home Prices Should Fall. High Rates Aren't Doing the Trick [フィーチャー] P.21
住宅取得能力の向上には供給サイドの障壁を緩和させる必要がある
9. 決算発表が待たれるフェデックス株、上昇なるか - FedEx Stock Has Delivered Disappointment. Earnings Could Change That. [米国株式市場] P.23
売上高が安定し、継続的なコスト削減努力から利益率改善
10. エヌビディア急騰で、ハイテクETFに生じる問題 - Nvidia Is Surging. Why That's a Problem for a Tech ETF. [経済関連スケジュール] P.24
集中リスク基準回避に苦しむ

※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。

1. 本誌が選ぶ今年のトップCEO

Meet This Year's Top CEOs. They Aren't Resting on Their Laurels.
難しい仕事を成し遂げつつ、成功に安住しない

[カバーストーリー]

半数以上の企業がAIに関係



PHOTOGRAPHS (NADELLA, ZUCKERBERG, CATZ, PETERS, KHOSROWSHAHI, AMIN, NOVAKOVIC, AMON, HUANG, BAST)

この1年間、人工知能（AI）のおかげで、メキシコ料理チェーンのチポトレ・メキシカン・グリル<CMG>のチキンがおいしくなることや、アパレル大手アバクロンビー・アンド・フィッチ<ANF>のスカート（スカート状のショートパンツ）がより夏らしいデザインになることはなかったはずだ。しかし、その可能性は否定できない。

本誌が2024年のトップ最高経営責任者（CEO）に選出した経営者が率いる企業の半数以上は、現在のAI投資を巡る熱狂に何らかの形で関係している。例えば、半導体を販売する、それを購入してコンピューティングサービスを提供する、

アルゴリズムを活用して広告や価格設定を洗練させる、これら全てに利用される電力を販売する、などだ。

AIが企業の利益になるかどうかは、運ではなく準備によって決まる。これが誰よりも当てはまるのは、半導体大手エヌビディア<NVDA>のジェンスン・フアンCEOだ。エヌビディアは先週、米国で最も時価総額が大きい企業となった。フアン氏は単にAI市場のトップに上り詰めたわけではなく、市場を一から作り上げたのだ。

本誌のトップCEOリストは毎年、記者と編集者がスクリーニングや議論などのプロセスを経て作成している。本誌は、最近の行動によって企業の立ち位置を改善したCEOを高く評価している。

昨年、本誌はトップCEOリストが銘柄選別とは全く無関係だと述べたが、撤回するには遅過ぎるだろうか。というのも、トップCEOの企業がS&P500指数を平均で13%ポイント、アウトパフォームしたからだ。もっとも、これはリストにエヌビディアが含まれていたことが主な理由である。

本誌は株価が割高であるかどうかを考慮せずにリストを作成しているため、リストの企業は、物色の矛先がバリュー株に転換する局面ではアンダーパフォームするだろう。そのような局面が依然として存在するならばの話だが。

コロナ禍の「言い訳が通じない」環境に

顕著なトレンドや変化の全てがハイテクに関係しているわけではない。そのような変化の一つが「言い訳が通用しなくなったこと」だ。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）が始まったのは4年以上も前だ。需要は多くの市場で正常化し、インフレ率はピークを大幅に下回り、金利は過去

平均に近づいている。依然として苦しんでいるS&P500指数構成企業は、経済ではなく自身に原因がある可能性を考慮すべきだろう。

例えば、航空業界では、ある従来型航空会社が業績見通しを下方修正し、2社の格安航空会社の合併が頓挫し、業界全体で収益性が低下している。しかし、米運輸保安局（TSA）は旅客数が過去最多に達したと発表した。デルタ航空＜DAL＞は、エド・バスティアンCEOの長年の賢明で安定的な投資によって、キャッシュフローと顧客満足度アワードを獲得している。

レストラン業界では、あるシーフードレストランが連邦破産法の適用を申請したが、必ずしも業界環境が厳しいとはいえない。全米レストラン協会（NRA）によると、今年の商品サービス業界の売上高は史上初めて1兆ドルに達する可能性がある。好調なチェーンの一つが、モバイル注文と店舗受け取りで成功しているチポトレだ。ブライアン・ニコルCEOはブリトー（メキシコ料理の一種）ドライブスルーのトーマス・エジソンと呼べるかもしれない。

銀行は以前まで、低調な業績を超低金利による預貸利ざや縮小のせいにしていた。現在、一部の銀行は資金調達コストの上昇に不満を述べているが、ジェイミー・ダイモンCEO率いる金融大手JPモルガン・チェース＜JPM＞は昨年、業界で史上最高の利益を上げた。JPモルガンは、破綻したファースト・リパブリック・バンクのほとんどの資産を買収しており、その資産の収益性が高かったことがプラスになった。JPモルガンは依然として多額の余剰資本を保有しており、将来の買収資金やさらなる増配（今年は9.5%増配している）に活用できる。

保険業界は保険金支払いコストの乱高下による打撃を受けている。損害保険会社プログレッシブ＜PGR＞のトリシア・グリフィスCEOは、早くから広範囲でデータ主導の保険料設定を活用していたことで、ほとんどの同業他社よりも業績の変動を抑えており、傑出した存在だ。

一方で、クルーズ運航大手ロイヤル・カリビアン・グループ＜RCL＞の投資家はデッキで祝杯を挙げている。ジェイソン・リバティCEOが2年半前に最高財務責任者（CFO）から昇格して以降、株価は2倍に上昇しており、財務目標は前倒しで達成されている。

AIに関しては、半導体で稼いでいるのはエヌビディアだけではない。リサ・スーCEO率いる半導体大手アドバンスト・マイクロ・デバイシズ＜AMD＞は、PCとサーバー向けの半導体が好調で、データセンター向け事業ではエヌビディアに照準を定めている。同業のクアルコム＜QCOM＞のクリスティアノー・アモンCEOは、スマートフォン向けの省電力半導体からAIに最適化されたPC向け半導体へと、事業を拡大するチャンスをつかみつつある。

アップル＜AAPL＞はスマートフォンをエッジAI端末に変える計画を発表し、株価はこれに反応して史上最高値を付けた。マイクロソフト＜MSFT＞のサティア・ナデラCEOは、自動応答システムの「Chat（チャット）GPT」を早くから支持しており、AIアシスタントを自社のソフトウェアに組み込んでいる。マイクロソフトと、サフラ・キャッツCEO率いる法人向けソフトウェア大手オラクル＜ORCL＞は、クラウドコンピューティングで多額の利益を上げている。

メタ＜META＞（旧フェイスブック）のマーク・ザッカーバーグ創業者兼CEOは、メタバースへの投資について語るのをやめ、AI投資がどのようにユーザーの注目と広告を獲得するのに寄与するかを詳しく説明し始めた。株価は回復しつつある。

Top CEOs for 2024

Click on CEOs' names to read the profiles.

CEO	Company / Ticker
Tarang Amin	e.l.f. Beauty / ELF
Cristiano Amon	Qualcomm / QCOM
Craig Arnold	Eaton / ETN
Ed Bastian	Delta Air Lines / DAL
Safra Catz	Oracle / ORCL
Tim Cook	Apple / AAPL
H. Lawrence Culp Jr.	GE Aerospace / GE
Jamie Dimon	JPMorgan Chase / JPM
Joseph Dominguez	Constellation Energy / CEG
Tricia Griffith	Progressive / PGR
Fran Horowitz	Abercrombie & Fitch / ANF
Jensen Huang	Nvidia / NVDA
Reshma Kewalramani	Vertex Pharmaceuticals / VRTX
Dara Khosrowshahi	Uber Technologies / UBER
Jason Liberty	Royal Caribbean Group / RCL
Doug McMillon	Walmart / WMT
Satya Nadella	Microsoft / MSFT
Brian Niccol	Chipotle Mexican Grill / CMG
Phebe Novakovic	General Dynamics / GD
Greg Peters & Ted Sarandos	Netflix / NFLX
Dave Ricks	Eli Lilly / LLY
Lisa Su	Advanced Micro Devices / AMD
Darren Woods	Exxon Mobil / XOM
Douglas Yearley	Toll Brothers / TOL
Mark Zuckerberg	Meta Platforms / META

「全米で最も嫌われている小売店」から復活し、株価が1800%上昇

化粧品メーカーのe.l.f.ビューティー<ELF>は、タラン・アミンCEOの下で、株価が5年間で1600%も上昇している。その要因は、価格の安さ、アセットライトなビジネスモデル、中国系短編動画投稿アプリTikTok（ティックトック）やオンラインゲームプラットフォームのロブックス<RBLX>を通じた若者向けのマーケティングにある。ダグ・マクミロンCEO率いる小売り大手ウォルマート<WMT>は、広告、サードパーティー向けマーケットプレイスと物流、会員制度、データなどの周辺事業が急速に成長している。UBSは、これらの周辺事業の利益が2026年度までに営業利益の30%に達する可能性があるかと推定している。

カジュアル衣料品大手アバクロンビー・アンド・フィッチは8年前、全米顧客満足度指数の調査で、米国で最も嫌われている小売店に選ばれた。その数年前、アバクロンビーの前CEOは、自社がクールな若者向けの服を製造しており、多くの若者はそれに含まれないと述べていた。アバクロンビーの没落は、2022年のネットフリックスのドキュメンタリー番組「ホワイト・ホット：アバクロンビー&フィッチの盛衰」で詳しく描かれたが、2017年のフラン・ホロウィッツCEO就任後の復活も同様に劇的だ。プレッピー（エリート学生風）なクールさを捨て、心地良いマーケティングと優しいデザインを取り入れたことで、株価は1800%上昇している。

2年前、シカゴを拠点とする公益電力会社エクセロン<EXC>は再生可能エネルギー事業をスピンオフした。スピンオフされたコンステレーション・エナジー<CEG>は大きな価値を生み出している。電力を大量に必要とするデータセンター業界は、原子力発電を歓迎する方向へ姿勢を180度転換した。コンステレーションはジョセフ・ドミンゲスCEOの下で、原子力資産の稼働年数を延ばし、他社から原子力資産を買収している。株価は2年間で3倍超に上昇している。

産業機器メーカーのイトン<ETN>の株価もほぼ同様に上昇している。クレイグ・アーノルドCEOは、利益率が低い事業を整理し、データセンターなどに電気機器を供給するのに適した体制を築いた。

ラリー・カルプ氏は複合企業ゼネラル・エレクトリック（GE）の分割に成功し、ついに投資家にとって理にかなう状況を作った。現在、カルプ氏がCEOを務める航空宇宙企業GEエアロスペース<GE>は、民間航空機向けのジェットエンジンを製造しており、時価総額が1年間でほぼ倍増している。

配車サービス大手ウーバー・テクノロジーズ<UBER>は、ダラ・コスロシャヒCEOの下で、電気自動車（EV）大手テスラ<TSLA>のロボットタクシーに取って代わられる懸念を払いのけ、配車サービスを20%超、宅配サービスを10%台後半のペースで成長させた。株価は過去1年間で60%超上昇している。

防衛大手ゼネラル・ダイナミクス<GD>のフィービー・ノバコビッチCEOは、テキサス州の新工場では155mm砲弾の非常に旺盛な需要に応えつつ、傘下のガルフストリームが製造する新型の社用ジェット機「G700」を熱心な顧客に提供している。石油大手エクソンモービル<XOM>のダレン・ウッズCEOは、景気サイクルに反する投資によって、石油埋蔵を低コストで大量に集めることに成功した。住宅建設会社トール・ブラザーズ<TOL>のダグラス・イヤリーCEOは、中古住宅の在庫不足に乗じて、新築住宅の販売による多額の利益を獲得した。

製薬大手イーライリリー<LLY>のデブ・リックスCEOは、肥満治療薬「ゼップバウンド」が大ヒットとなった。目下の最大の課題は、十分な量のゼップバウンドを製造することだ。2017年の就任以来、株価は11倍に上昇している。レシュマ・ケワラマニCEO率いるバイオ医薬品企業バーテックス・ファーマシューティカルズ<VRTX>は、嚢胞（のうほう）性線維症の治療薬の成功を糧に前進しようとしており、依存性がない鎮痛薬や、1型糖尿病の幹細胞治療などの開発に取り組んでいる。ケワラマニCEOが2020年に就任して以来、株価は2倍に上昇している。

最後に、本誌は初めて2人組のCEOをリストに選定した。動画配信大手ネットフリックス<NFLX>の共同CEOであるテッド・サランドス氏とグレッグ・ピーターズ氏は、ハリウッドの手法とビッグデータのノウハウを組み合わせることで、ストリーミング配信業界のパイオニアとして事業を成功させ、多額のキャッシュを生み出している。2人をモデルにしたバディもの（2人組の主人公が活躍する作品）のコメディが制作される日も遠くないだろう。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

2. ナイキ株に上昇期待、今週の決算発表に注目 Nike Has Been a Loser. Why Its Stock Can Just Do It. パリ五輪も株価の押し上げ材料に

[注目銘柄]

株価は年初から11%安、割安水準



STEPHANIE KEITH/GETTY IMAGES

今はまるでアスレチックウェアの黄金時代のような。では、なぜスポーツ用品大手ナイキ<NKE>の株価はこれほどまでに低迷しているのだろうか？

ナイキ株の投資家は、株価がこれほどの打撃を受けるのを見るのに慣れていない。年初から約11%下落しているが、その理由を理解するのは難しい。中国経済が不調なため売り上げが伸び悩む一方、他国での物価高も消費者の重荷となっている。ナイキの長いイノベーションサイクルは在庫問題を引き起こし、ホカ（HOK

A）スニーカーを販売するデッカーズ・アウトドア<DECK>や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>のような競争相手に隙を作った。2社の株価は年初から約50%上昇している。

悪いニュースばかりだが、その多くはナイキの株価に既に織り込まれており、株価収益率（PER）は過去平均から25%割安な水準にある。さらに、ナイキは消費者を再び興奮させるような新しいシューズを販売すると思われ、7月下旬に開幕するパリ五輪も買い材料になるだろう。これらを総合すると、6月27日に決算発表を控えるナイキにとって、厳しい時期は終わりに近づいているに違いない。

パリ五輪と新商品の発売に期待

Nike

(NKE / NYSE)

\$180

160

140

120

100

80

60

2020

2021

2022

2023

2024

Source: FactSet

ナイキの好転はオリンピックから始まる。一部の女性アスリートのためにデザインしたユニフォームの露出度が高いと批判を浴びているが、それでもパリ五輪はナイキ株の買い材料になりそうだ。スポーツファーストを標榜するナイキにとって、スポンサー契約するスター選手たちが輝きを放つ機会でもある。また、アメリカのブレイクダンスチームには、五輪デビューを飾るにあたって特別にデザインした新しいシューズを提供する。

パリ五輪は、ナイキの新製品が次々と登場する時期と重なりそうだ。ホカやオンのようなブランドがアスレチックフットウエアの限界を押し広げる中、ナイキも手をこまねいていたわけではないが、研究開発には時間がかかる。ナイキは今、ブランドへの関心を再燃させそうなスニーカーの新しい波の変わり目にいる可能性が高い。5月の決算説明会で、ナイキの重要な小売りパートナーであるスポーツ用品チェーンのフットロッカー<FL>とディックス・スポーツ・グッツ<DKS>は、ナイキの最近の革新的技術が将来の売り上げ増につながる可能性がある」と強調した。今春、パリで開催されたイノベーションサミットでは、ナイキ・エアのニューバージョンなど今後発売される製品の一部が紹介された。

とはいえ、ナイキが決算発表で素晴らしい業績を報告すると思わない方がいい。最近の数四半期は期待外れだった。直近3月の決算発表の際には、2025年5月期上半期の予想売上高が前年同期を下回るとの見通しを示したことで株価が急落している。同じことは昨年12月にも起こり、ナイキ株にとってここ数年で最悪の日となった。

カギは25年度の業績見通し

2024年度第4四半期の業績は、1株当たり利益（EPS）が前年同期の66セントから84セントに、売上高が同128億ドルから129億ドルにそれぞれ伸びると予想されている。ただ、これらの数字は、2025年度の見通しほど重要ではない。新年度見通しの前向きな変化が株価を大きく動かすかもしれない。

ビーオブエー・セキュリティーズのアナリスト、ロレイン・ハチンソン氏は「2025年度上半期売上高の成長につながるグリーンシュート（芽吹き）は期待できないが、ナイキの進行中のイノベーションが実証されれば、下半期の業績好転への確信が強まるだろう」と指摘し、「買い」の投資判断を継続している。

もちろん、ナイキの最新製品がヒットする保証はない。特に、新規参入企業が忠実な消費者層を増やし始めていることを考えればなおさらだ。同様に、消費者への獲得競争が続いていることは、ナイキの次の四半期決算発表がまたも保守的な業績見通しに悩まされる可能性があることを意味する。

それでも、ナイキは賭けに値すると思われる。現在、予想PERは24倍だ。これはS&P500指数の21.7倍よりは高いが、ナイキの5年平均の31.5倍を大きく下回っている。投資銀行スタيفェルのアナリスト、ジム・ダフィー氏は「市場でのリーディングポジションとブランド回復の機会を考慮すると、（足元の株価は）プレミアムに値する」として、株価は21日終値から約20%高い117ドルで取引されるべきだと述べた。

ナイキ株に関しては、やるしかない（Just Do it）。

Key Data

Nike (NKE)	Footwear and apparel retailer
Headquarters	Beaverton, Ore.
Recent Price	\$95.57
YTD Change	-12.0%
Market Value (billion)	\$144
2025E Sales (billion)	\$52.4
2025E Net Income (billion)	\$5.9
2025E EPS	\$3.93
2025E P/E	24.3
Dividend Yield	1.6%

Note: E=estimate; estimates for fiscal year ending May 2025

Sources: Bloomberg, FactSet

By Teresa Rivas
(Source: Dow Jones)

3. ハリウッド最後の映画スタジオ、パラマウントの行方

[メディア]

Paramount Is the Last Hollywood Studio Standing.

最後の日は近いのかもしれない

解体・売却の可能性も



JOHN KOBAL FOUNDATION/GETTY IMAGES

プライベートエクイティ企業（PE）がゴッドファーザーやフェリス・ビューラー、カーク船長、さらにはローズマリーの赤ちゃんを狙っている。すべて、ハリウッドの伝説的な映画スタジオ、パラマウント・グローバル＜PARA＞の作品に登場するキャラクターだ。PEの支援を受けた複数の陣営が買収を持ちかけているが、合意成立には、パラマウントの支配株主、シャリ・レッドストーン氏の要求充足が必要条件となる。レッドストーン氏は先日、デービッド・エリソン氏の独立系映画制作会社スカイダンス・メディアが国際投資会社のKKR＜KKR＞お

よびレッドバード・キャピタルと共同で行った買収申し出を拒絶したばかりだ。

パラマウントが売りに出されたのは、150億ドル近い長期負債の返済に苦戦する中、放送事業と動画配信事業の収益が低迷しているためだ。株価は年初来で35%下落している。パラマウントはコメントの要請に応じなかった。

それでも、買収を希望する側は、ハリウッドに物理的に残っている最後の大手映画会社であるパラマウントに多くの価値を見いだしている。パラマウントは映画スタジオや作品以外にも、放送局のCBS、ケーブルテレビのMTVやニコロデオンを所有している。エリソン氏は本業である映画制作への復帰を約束していたが、他の買収希望者は分割・売却を想定している可能性がある。そうなれば、パラマウントだけでなく、映画監督主導のスタジオの伝統も終幕を迎え、今後はシリーズ物やスーパーヒーロー物ばかりになる可能性がある。

パラマウントはハリウッドの歴史そのもの

ハリウッドの歴史の始まりは、映画の都にふさわしく、物語のようだ。初期のスタジオはニューヨークを拠点とし、ハドソン川の対岸にあるニュージャージー州の「荒野」で撮影を行っていたが、若手監督の故セシル・B・デミル氏は新作の西部劇に真実味が欲しいと考え、1913年、列車に乗ってアリゾナ州へ向かった。しかし、「（アリゾナ州の）フラッグスタッフはわれわれの目的に合わなかった。カリフォルニア州まで来た。ハリウッドという場所に月75ドルで納屋を借りる権限が欲しい」と電報を送って寄こした。納屋を借りてデミル氏が撮ったハリウッド初の長編映画『スコウ・マン』はヒットし、ハリウッドの映画産業は急速に成長した。

パラマウントは1916年に設立された。企業買収によるものだった。その後も買収が繰り返されることになる。1916年4月25日付のロサンゼルス・イブニング・エクスプレス紙は「映画界の巨大合併が完了間近」と報じている。ウォール街の支援を受け、この取引を主導したのは、ゲームセンターから始

め、その後映画界の元祖大立者となる故アドルフ・ブーカー氏だった。ブーカー氏は大手スタジオを統合し、デミル氏を制作責任者に据え、パラマウントのロゴの24の星に象徴されるサイレント映画界のスター24人と契約を締結した。



BETTMANN ARCHIVE; NIK WHEELER/GETTY IMAGE
S

卓越した手腕を見せたのは、唯一の全米規模の映画配給会社を支配下に置き、全米のスクリーンに自社のスターを登場させたことだ。そして、人気俳優アドルフ・パレンティノの最新作が欲しければ、劇場はパラマウントの作品1年分を購入しなければならなかった。「ブロックブッキング」と呼ばれる慣行だ。パラマウントは難色を示した劇場を買収し、制作から配給、上映まで、完全な垂直統合を実現した。独占と非難する声上がり、通信大手のAT&T<T>やスタンダード石油のように反トラスト法違反の追及を受けた。

第1次世界大戦終了後、大衆娯楽の世界で大きな影響力を持つようになったが、ブーカー氏が規模を拡大し過ぎたところを大恐慌が襲った。パラマウントには1000軒に上る劇場があったが、観客が減り、1933年、2100万ドルの負債を抱えて破産手続に入った。2年後、破産法の適用が解除されると、ブーカー氏は103歳で亡くなるまで名目上の会長職にあったものの、経営権は失った。

新しくボスとなったのがエアコンを備えた最初の映画館の運営で知られる故バーニー・バラバン氏だ。ゲーリー・クーパー、メイ・ウェスト、ビング・クロスビーといったスターが出演する人気作を制作してパラマウントの劇場で上映し、経営を立て直した。

傑作生み出すも栄光の終わりが

1948年、反トラスト法違反を巡るいわゆる「パラマウント訴訟」の結果、パラマウント、MGM、ワーナー・ブラザーズ、その他の映画制作スタジオは事業を分割し、傘下の映画館チェーンの売却を余儀なくされた。ハリウッドの「黄金時代」は終わりを告げた。

映画監督の故ビリー・ワイルダー氏は、1950年の傑作映画『サンセット大通り』でこの黄金時代に対する墓碑銘を書いた。女優グロリア・スワンソンを映画に復帰させ、年老いたサイレント時代の大家女優ノーマ・デズモンドを演じさせた。ノーマが若い警備員に「私がいなければ、パラマウント・スタジオも存在しなかった」と諭すが、警備員はノーマが誰なのか分からない。

劇場を失った後、パラマウントの栄光の日々もノーマの場合と同じように色あせていった。作品の質が低下し、1959年にはデミル氏が亡くなり、スターに代わってハゲタカたちが周囲を取り巻くようになった。

1966年、故チャールズ・ブルードーン氏の複合企業ガルフ・アンド・ウェスタンがパラマウントを買収したが、ブルードーン氏はパラマウントが「瀕死（ひんし）」の状態にあると気づき、ガルフ・アンド・ウェスタンの取締役役会も、パラマウントをそのまま、あるいは分割して売却すべきだと不平を

漏らした。ブルードーン氏が自身で抜擢したパラマウントの制作責任者故ロバート・エバンズ氏が取締役会を説得するため、故マイク・ニコルズ氏が監督を務め、エバンズ氏自身も出演するプロモーション・フィルムを携えてニューヨークへ飛んだ。そして、『ある愛の詩』や『ゴッドファーザー』など、制作したい映画の試写を行った。取締役会は折れ、パラマウントがブルードーン氏の時代や、続くバリー・ディラー氏の時代、そして1994年の故サムナー・レッドストーン氏のバイアコムによる買収を生き延びる間に、これらの映画に加え、『チャイナタウン』、『アメリカン・ジゴロ』、『タイタニック』など、多くの傑作が制作された。

パラマウントは再び多額の負債を抱え、苦境に立たされている。そして、ズーカー氏やエバンズ氏のような救世主を必要としている。さもないと、これがパラマウント（そしてハリウッド）の最後となるのかもしれない。すべてが黒一色の画面にフェードアウトしていく直前、ある想像上の監督に向かって「いいわ、デミル監督、クローズアップの準備はできたわ」と話す、妄想にとりつかれたノーマ・デズモンドのように。

By Kenneth G. Pringle
(Source: Dow Jones)

4. バリューストックのプロが選好するメタ、エネルギー、医療保険会社、銀行など [インタビュー] A Veteran Value Investor on 3 Things to Avoid—He Likes Meta Stock インベスコのホルト氏に聞く

長期調査で古典的なバリューストック手法のプロ



PHOTOGRAPH BY ARTURO OLMOS

1本のミューチュアルファンドの運用を25年続けること自体なかなかできることではないが、同種のファンドやベンチマーク指数をアウトパフォームするのはさらに至難の業だ。

米資産運用大手インベスコ<IVZ>のケビン・ホルト氏は、大型バリューストックファンドのインベスコ・コムストック<ACSTX>を1999年8月から運用している。コムストックのクラスA株の、ホルト氏の運用開始から2024年5月31日までの年率換算リターンは8.3%となっている。これは、ベンチマークであるラッセル1000バリューストック指数を年率換算で1.2%ポイント、モーニングスターの大型バリューストックのカテゴリーを1.8%ポイント、それぞれアウトパフォームしている。年初来のリターンは、コムストックが8%、モーニングスターの同カテゴリーのファンドとラッセル1000バリューストック指数のリターンはそれぞれ約7%となっている。

ホルト氏は、2007年からデビン・アームストロング氏と共同でファンドを運用しており、バリューストック投資の父と称される故ベンジャミン・グラハム氏の古典的なバリューストック投資の手法を適用している。ホルト氏とアームストロング氏は、企業固有の正常化された収益性とキャッシュフローの特定を試みており、対象企業と業界に対する理解を深めるために過去20

年さかのぼって調査する場合もある。入念な調査と忍耐強さによって、コンセンサスに反した賭けを行い、成果が出るまで5年以上待つ。

ホルト氏は、インベスコの運用資産630億ドルを擁するバリュー戦略の最高投資責任者（CIO）でもある。本誌は最近、キャッシュフロー利回りと経営報酬に対するホルト氏の注目と、メタ<META>（旧フェイスブック）や医療保険会社、さらには人気のない銘柄を選好する理由についてインタビューした。

本誌：投資候補企業の調査に当たって、なぜ20年もさかのぼって過去を調べるのか。

ホルト氏：企業の景気循環に伴う傾向を確実に判断したいためだ。われわれの競争優位性の一つは、企業を長期間にわたって調査して、標準化された利益とキャッシュフローを指摘できることだ。企業が変わらなければこれは容易だが、企業は変わるものだ。

キャッシュフローは具体的に頼れるものだ。結局のところ、価値として信頼できる額は、人々がそれだけの価値があると言う額ではなく、実際に存在する価値だ。キャッシュフローに基づく価値の計算は、ファンダメンタルズに基づく、投資に対する保守的なアプローチだ。

われわれはスクリーニングのプロセスから開始し、価値を特定するのに最も適切な指標に基づいて、歴史的にみてディスカウントとなっている銘柄の長期的な状況を調査する。財務面では、過去との比較でみた株価純資産倍率（PBR）が最も適切な指標だ。テクノロジーやヘルスケアなどのグロース分野では、市場と比較した株価キャッシュフロー倍率の推移を調査する。

割安な銘柄が特定できたら、なぜ割安なのか自問する。われわれは、三つあるいは四つの重要な問題に注目し、コンセンサスの見方に合意できるかできないかを調べる。割安となる循環的な理由があるかもしれないし、資本配分に伴う短期的な下落かもしれない。あるいは、修正可能な、経営陣のミスかもしれない。

金融以外の企業の経営陣と会話する場合、われわれは売上高と営業利益率が落ち込んでいるか否かを尋ね、もし落ち込んでいるのであればその理由も尋ねる。銀行の場合は、貸出の内容やビジネスモデルに関して市場が何を理解していないのか、さらには、通常状態の有形自己資本利益率の水準に対する答えも求める。

Q：過去25年間で学んだ教訓は。

A：買収が多い企業は一般的に、買収した企業を統合できていない。買収が多い企業は、被買収企業の利益だけを買収額が割高なために資本利益率は高くなく、結果的に株主価値を希薄化する。また、良い経営陣には替えが効かない。最高経営責任者（CEO）と取締役が、企業を株主のために経営するように仕向ける報酬指標が必要だ。

私と共同マネジャーのアームストロングは5、6年前に、運用パフォーマンスを見直して、パフォーマンスをどのように改善できるかを調査した。保有銘柄のうち約20銘柄に、次の三つの共通点があると判明した。つまり、買収が多い、経営陣が真価を発揮していない、株主の最善の利益のために行動していない、の三つだ。そのような企業に対する投資を排除できていれば、パフォーマンスは若干改善していただろう。われわれは、チームの若いメンバーに対してこの三つの点を一層強調し、それが戦略の執行に役立っている。

メタに投資した理由

Q：メタに投資しているが、大半の人々はメタをバリューストックとみなしていない。メタの魅力は。

A：私は、人々が銘柄をグロース株とかバリューストックなどと呼ぶことを好まない。割安な銘柄と割高な銘柄があるだけだ。さまざまな産業をどのように評価し、何に注目すべきかを理解しなければならない。

幸運にも、メタに2022年に投資できた。当時、アップル<AAPL>のiPhone（アイフォーン）のプライバシー問題で、メタの広告が減少した。さらに、その後の広告の成長予想も一層困難になった。市場のフリーキャッシュフロー利回りが4%の時に、メタに6%で投資できており、それは市場に対して50%のディスカウントだったことを意味する。フリーキャッシュフロー利回りはバリューストックの究極の判断基準であり、成長を割り引く必要もない。リスク／リターンが変化したために、メタを一部売却したが、依然として選好している。



PHOTOGRAPH BY ARTURO OLMOS

エネルギー株について

Q：数年前に逆張りしたエネルギー銘柄では成果が出ており、それは経営陣に対して報酬指標の変更を説得したことから始まった。

A：エネルギー企業は優れた資産を持っていて、キャッシュフローの多大な潜在性があったが、経営陣の報酬はリターンではなく企業の成長に基づいていた。石油企業が資本コストを賄うためには1バレル当たり約75ドルが必要だったが、当時（2015～2016年）は供給過剰で原油価格は約40～45ドルだった。

われわれは多くの企業に接触して、「御社は資本コストを賄えておらず、事業を適切に運営すべきだ」と伝えた。どの業界でも、資本利益率の上昇と株価上昇には高い相関関係がある。われわれは2017～2018年にエネルギーセクターを大幅にオーバーウエートとし、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）が到来して原油先物価格がマイナスに落ち込んだ時にエネルギー株を買い増した。

石油業界は2017～2020年にかけて、キャッシュフロー創造と投下資本利益率を強調するように報酬指標を徐々に変更し、今や、原油サイクル全般にわたって投資可能なグループとなった。各企業の価値提案は、配当と株主に還元する現金だ。2022年末の株式のリターンは驚異的となった。

Q：現在のエネルギー業界と、エネルギー企業の買収をどのように見ているか。総合石油会社のシェブロン<CVX>が同業のヘス<HES>を買収しており、石油会社のコノコフィリップス<COP>はマラソン・オイル<MRO>を買収している。

A：私は依然として石油銘柄を好んでいるが、バリュエーションが上昇したために以前ほどではない。2020年には、標準化後の原油価格に基づいて25～30%のフリーキャッシュフロー利回りで投資できたが、現在の原油価格では8～9%だ。

買収の主因は、シェール原油企業の埋蔵量が底を付きつつあり、他社と合併するか大企業に身売りしなければならぬ状況にあることだ。シェブロンは、われわれの保有上位10銘柄に入っている。われわれは以前、石油大手のエクソンモービル<XOM>とシェブロンがそれぞれ買収したパイオニア・ナチュラル・リソースズとヘスを保有していた。結局のところは買収価格次第だ。良好な資産を買っているのか、そして、妥当な価格で買っているかが問題だ。

銀行

Q：銀行では、ウェルズ・ファーゴ<WFC>とバンク・オブ・アメリカ<BAC>が上位保有2社だ。

A：金利が5%ならば、増収率も5%になる。銀行は、顧客からの預金を5年債や6年債に投資していたが、金利上昇によって債券価格が下落したために、評価損を計上して有形自己資本が減少した。われわれはそれを、一過性のものとみている。銀行に取り付け騒ぎが発生しない限り、債券は償還を迎え、有形自己資本は緩やかに回復する。われわれの5～7年の投資期間であれば、償還を待つことができる。

自己資本の問題は地方銀行の方が大きいが、ウェルズ・ファーゴとバンク・オブ・アメリカも苦しんでいる。ウェルズ・ファーゴは依然として資産制限が課されているが、来年か再来年には解除されると期待している。

医療保険会社

Q：現在過小評価されている銘柄は。

A：われわれは、過去と比較した株価収益率（PER）で見て割安な、健康維持機構（HMO）関連銘柄を好んでいる。政府は、将来のメディケア（高齢者向け医療保険制度）支出を減らすために、費用償還を見直している。医療保険会社のエレバンス・ヘルス<ELV>が、保有上位10銘柄に含まれている。

2023年には、新型コロナウイルスが収束して医療措置を受ける人が増えたために、メディケアを利用する人が増加した。メディケアの入札に参加した企業は、事業の価値を適切に評価できなかった。赤字の企業もあればようやく黒字の企業もあり、業界全体として売られた。メディケアのHMO関連株は売られ過ぎとわれわれは考えている。

メディケア関連企業の営業利益率が、今後2年間で3.5～4%に戻るとわれわれは予想する。それは高採算事業ではないが、それでも素晴らしい事業だ。数年先を見越すと、市場は収益力の復活を過小評価している。

Q：人口知能（AI）がテクノロジー株を押し上げているため、バリュー株はアンダーパフォームしている。バリューのパフォーマンスが将来に好転する可能性は。

A：経済の行方を予測はできないが、インフレ率は当分の間、2～3%の範囲でと思われる。われわれの調査によれば、インフレ率が2%を超えているときには、バリュー株はグロース株をアウトパフォームする。インフレは経済に循環性をもたらす。米連邦準備制度理事会（FRB）はさらに積極的になっている。景気敏感株と非景気敏感株の間で乗り換えが増えている。現在は、金利がゼロで皆がグロース株を保有していた時よりも、ダイナミックな市場環境が生まれている。

By Debbie Carlson
(Source: Dow Jones)

5. すべての視線は大統領候補者討論に注がれている。誰もが最重要の問題を無視 [コラム] All Eyes Are on the Debate. Everyone Is Ignoring the Most Important Issue 財政赤字問題は大統領選の争点ではないのか

財政赤字への関心薄い



SAUL LOEB / AFP VIA GETTY IMAGES

今週27日、ジョー・バイデン大統領とドナルド・トランプ前大統領による待望の初の選挙討論会が行われ、米国では政治が舞台の中心となるだろう。

AGFインベストメンツのチーフ米政策ストラテジスト、グレッグ・バリエール氏は21日の顧客向けノートの中で、ワシントンではバイデン大統領が精神的に明敏であるか、トランプ氏がその有名な短気を抑えることができるかという二つの大きなトピックが焦点になるだろう、と述べた。

次期大統領と連邦議会が直面する最も重大な問題、つまり膨大に膨れ上がる連邦政府の財政赤字が軽視されても驚かないでほしい。つい先週、米議会予算局（CBO）が今年度の財政赤字見通しを従来の1兆6000億ドルから2兆ドルへと大幅に引き上げたが、大半のメディアはこのニュースにほとんど触れなかった。

インフレと財政赤字の関係

しかし、バリエール氏によれば、顧客、特に本誌の読者のような一般投資家との会合で、ワシントンに対する最大の不満は、財政赤字が制御不能でインフレを煽っていることだという。バリエール氏は「ほとんどのエコノミストは、財政赤字とインフレの間にはわずかな相関関係しかないと見ているが、有権者やわれわれの顧客はそれを支持していないし、格付機関も同様である」と別のノートに記している。

エコノミストらは、テクニカルな意味では正しい。米連邦準備制度理事会（FRB）は、間接的に財政赤字の原資となる紙幣を刷った。2020年2月のパンデミック（世界的大流行）の開始以来、マネーサプライM2は3分の1超増加し、消費者物価指数も20%超上昇している。

しかし、米国民にとっては、そのような区別は無用である。国民は物価上昇の元凶はワシントンにあると考え、それが今年の選挙の最重要問題の一つだと考えている。そして、もし今度の討論会で財政赤字が話題に上れば、両候補とも過去最大の財政破綻者であるため、基本的な事実確認にすら耐えられないような責任のなすりつけ合いになるだろう。

GDPと財政赤字

超党派シンクタンク「責任ある連邦予算委員会」によると、トランプ政権は連邦債務を7兆8000億ドル、公的債務を7兆2000億ドル増加させた。しかし10年間で、トランプ政権時代の税制と歳出の影響は、2017年の減税が予定通り来年失効すると仮定すると、8兆4000億ドルの債務増加になると見積もられている。

2021会計年度（トランプ政権の最後の数カ月を含む）から2023会計年度の財政赤字は合計5兆8600億ドルだった。そしてCBOによる9月30日に終了する今会計年度の財政赤字予想の引き上げを踏まえると、バイデン政権が大半の期間を占めた4会計年度の総額は約7兆8600億ドルとなる。この集計では、事実上の引き分けだ。

しかし経済調査会社キャピタル・エコノミクスの北米担当チーフエコノミスト、ポール・アシュワース氏のリサーチノートによれば、CBOの新たな改訂で示された悪化は、対国内総生産（GDP）比の連邦赤字が6.7%に達していることを意味するという。アシュワース氏は「また、2022年に対GDP比5.4%の1兆4000億ドルまで縮小した財政赤字が、実体経済が好調で失業率が異例の低水準にとどまる中でも、再び拡大したことを意味する」と付け加えた。

好調な経済は通常、政府の財源を潤す。しかし問題は、金利が正常化した今、アンクルサム（米国政府）はもはやはした金を借り入れられないがことである。アシュワース氏によれば、支払利息を除いたいわゆる基礎的財政赤字は、過去2年間に對GDP比3.6%で安定しており、2019年の2.9%をさほど上回っていない。しかしCBOによると、金利の正常化で、基礎的財政赤字が2.7%まで緩和されても、2034年までに財政赤字はGDPの6.9%に高止まりするという。

財政赤字を是正する者はいるのか

大富豪ロス・ペロー氏がこれをどう受け止めたかは想像するしかない。1992年、テキサスの実業家であったペロー氏は、過去2会計年度で積み上げられた赤字をわずかに上回る、4兆1000億ドルという衝撃的に多額の連邦債務総額に憤慨し、大統領選で「第三の候補」として力強く立候補した。

デジタル化される前の時代、ペロー氏はテレビのゴールデンタイムの放送時間を買取り、シンプルな図で赤字問題を概説し、1990年代の終わりまでに財政を均衡させるという計画を掲げた。一時はギャラップ社の世論調査で、当時の共和党のジョージ・H・W・ブッシュ大統領と民主党のアーカンソー州知事のビル・クリントン氏の両候補をリードしたこともあった。その年の11月、ペロー氏は選挙人票を1票も獲得できなかったが、その後、財政赤字は優先課題となった。

アシュワース氏は、また、当時は債券自警団の時代でもあり、1992年には長期債を購入するためにいわゆるタームプレミアムを要求し、それは約3%ポイントに上った、と指摘している。アシュワース氏は、現在、世界的な安全資産への需要が米国債利回りを抑制していると付け加えた。それゆえ、財政赤字が選挙の年の争点にならずに済んでいるのだ。

アシュワース氏は、英国やフランスが実証したように、市場の信頼感が失われ、利回りが急上昇する可能性がある、と指摘する。UBSは、米大統領選を前に、金は高水準の財政赤字、インフレ、地政学を巡る懸念に対するヘッジになり得る、と顧客にアドバイスしている。しかし、財政健全化の代弁者が必要な今、新たなペロー氏はどこにいるのだろうか？

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

6. デルタ航空、株価反発、実を結ぶ経営改革 Delta Stock Is Rebounding. Its CEO Explains Why It Can Fly Higher. ベストバイに買い判断

[投資戦略]

デルタ航空、経営改革とその成果



CHARLY TRIBALLEAU/AFP VIA GETTY IMAGES

デルタ航空<DAL>はファーストクラスでどのようなサービスを提供しているのだろうか。きめ細かい泡立ちのブリュット（辛口のスパークリングワイン）やカチョ・エ・ペペ（ローマの名物パスタ）のラザニアにベシャメルソースをかけてサービスしているのか。そして、デルタのリワードプログラムがついたクレジットカードの人気の理由は何だろうか。他社よりポイント付与率が高いのか。

最高経営責任者（CEO）のエド・バスティアン氏が、デルタ航空の人気の秘密を明かし、株価についての考えを語った。

バスティアン氏は、本誌の今週の記事「本誌が選ぶ今年のトップCEO」のリストに名を連ねている。米国の航空旅行需要は過去最高水準まで回復したが、依然として、多くの航空会社の経営は苦しい状況だ。しかし、デルタ航空は異なる。国際航空連合「スカイチーム」の中でデルタ航空は、総輸送能力は20%しかないが、利益では40%を占める。定時運航率や、ビジネスクラスやファーストクラスなどの顧客満足度でも多くの賞を獲得している。

受賞理由には、ブリュットもベシャメルソースも挙げなかった。バスティアン氏によれば、デルタ航空の回復基調は2008年のノースウエスト航空との合併後、複雑な統合作業を進める中で始まったという。バスティアン氏は「当社は当時、どこの航空会社よりもオペレーションが悪かった。そこで、テクノロジーに多額の投資を行なった。運航データを分析して航空機部品の故障確率を計算する予測工学プログラムにより、機体整備による遅れを減少させた。また、無線IDタグ（RFID）を使った新しい手荷物追跡システムの導入により、手荷物の紛失を大幅に削減した」と話す。

フライホイール効果がもたらす恩恵

客室乗務員やゲート係などの第一線で働く人々は、いち早くこの変化から恩恵を受けた。バスティアン氏は「彼らの仕事はとても楽になった。うまくいかなかったことに対する謝罪の必要がなくなった。その結果、お客様をもてなす時間が増え、富裕層顧客の利用増加につながった。アップグレードも増加した。現在、デルタ航空が新規導入する航空機の座席の3分の1にプレミアムシート（わずかな追加料金でエコノミークラスよりもゆったりした座席）が装備されている。この座席の利益率はエコノミークラスよりも10%ポイント高い。

このフライホイール効果（小さな勝利を蓄積することで、ビジネスを継続的に成長させる好循環を生むこと）はアメリカン・エクスプレス＜AXP＞にも及んでおり、デルタ航空のクレジットカードはアメリカン・エクスプレスが提供する提携カードの中で最大かつ最も急成長している。バスティアン氏は「キャッシュバックプログラムも悪くないが、旅行はプライスレスだ。例えば、カード会員はデルタ航空のラウンジへのアクセスを選択することで、ワクワクできるチャンスを得られる」と語る。昨年、プレミアムシートの売上高は190億ドル、アメリカン・エクスプレスからのカードプログラムの手数料（報酬）は68億ドルであり、合計すると売上高全体の55%を占める。そのため、デルタ航空の業績は景気動向に以前ほど左右されない。

バスティアン氏は、従業員向けの利益分配制度を推進し、昨年は給与に10%が上乗せされた。コロナ禍以前の最高水準は16%だった。バスティアン氏は「今後数年でこの数字に戻る、あるいはそれ以上になると考えている」と期待を込めて話す。デルタ航空の労働組合の組織率は業界で最も低い水準だ。

航空会社は、長期的に株主に大きなリターンをもたらしてきたわけではない。デルタ航空の躍進を評価しつつも、投資家として無関心でいることは可能だ。しかし、デルタ航空を担当するアナリストのほぼ全員が「買い」だと言っている。予想1株当たり利益（EPS）はジリジリと上がり、今年度のコンセンサスは6.66ドルだ。3年後のEPSを予想したアナリストは、10ドルになる可能性もあるという。そうすると、直近の株価50ドル弱は控えめに見える。投資家がデルタ航空の株を買いたくなる決め手は何だろうか。

バスティアン氏は「決め手は投資適格の信用格付けに戻ること、年末にはそうなるだろう。コロナ禍の影響による負債がまだ残っているが、それが完済できれば、株価収益率（PER）が上昇し始めるだろう。そうなれば、その先何年も素晴らしい投資先になると思う」と見込んでいます。

■ ベストバイ、AI製品の初期ブームに乗れるか

小売業に話を移そう。UBSは先週、家電量販店のベストバイ＜BBY＞の投資判断を「買い」と推奨した。一方で、投資銀行オープンハイマーは「買うのは控えたほうが良い」と言う。私にはどちらが正しいのかよく分からないが、この二つの意見を公平に聞いてみよう。

米国内にはかつて、大手家電量販店がいくつもあったが、その多くは倒産した。ベストバイは生き延びていて、会員制倉庫型スーパーのコストコ・ホールセール＜COST＞、アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞、小売り大手のウォルマート＜WMT＞、そしてディスカウント百貨店チェーンのターゲット＜TGT＞といった超大手小売企業と競合している。

コロナ禍には、景気刺激策の現金給付により、消費者がホームオフィスやAV機器をアップグレードしたことで家電製品の売り上げと利益は急増した。しかし、その後は低迷している。ベストバイは過去5年間、S&P500指数をアンダーパフォームしている。また、2021年のクリスマス以降、既存店売上高は低迷している。毎年10～15店舗を閉鎖しているが、1100店舗以上が残っている。配当利回りは4%で、2025年1月期の予想PERは14.5倍だ。

UBSは17日、投資判断を「中立」から「買い」に、目標株価を85ドルから106ドルにそれぞれ引き上げた。株価は1日で4%上昇し、直近では92ドルになった。ただ、ベストバイ株を担当しているアナリス

トのうち、強気は3分の1に満たない。

では、控えめなバリュエーションとバランスシートにある1株当たり5ドル以上の現金を除けば、魅力は何であろうか。UBSは、幾つかの潜在的な株価上昇要因があるとみている。第一の要因は、不動産市場での販売物件数の増加だ。住宅市場が回復すれば、家電製品やホームシアターの需要に拍車がかかる可能性がある。第二は、コロナ禍に購入されたコンピューターのアップグレードが近づいていることだ。第三は（第二に関連するが）、人工知能（AI）に対応したノートパソコンがこの夏に販売開始されることだ。第四は、電動バイクのような新しいカテゴリーの増加だ。

UBSは、ベストバイの売り上げは今年後半に回復するとみている。一方、ベストバイは2020年以降、1店舗当たりの従業員数を102人から77人に削減しているため、売り上げの増加は利益の増加に直結するだろう。

しかし、オープンハイマーは20日、「買うのは時期尚早だ」と書いている。確かに、ベストバイはAI製品のブームに乗り有利な立場にある。しかし、AI製品は今のところ少ない。歴史的に見ると、新しいテクノロジーの製品は導入当初は高価であり、主流の購買層は値下がりを待つ。さらに悪いことに、店頭に現在並んでいる商品がすぐに型落ちになることを恐れて、買い控えをするかもしれない。オープンハイマーは、ベストバイの売り上げ回復は株価期待に織り込まれている可能性があると補足している。経営陣による通期ガイダンスは、下半期の回復を示唆している。また、PERは米国株式市場の平均より低い、過去のベストバイの平均より低いわけではない。

UBSは20日、「買い」の投資判断に関して、「ベストバイは長期的に大手小売り企業にシェアを奪われるのではないかと疑問視する投資家に対し、「ベストバイが今後、大手小売り企業との競争に打ち勝つということではなく、AI商品サイクルの初期段階において、ベストバイがアウトパフォームするということだ」とフォローアップコメントを発表した。つまり、うまくタイミングをつかめ、といったところだろうか。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

7. 上昇相場の終わりか？

[米国株式市場]

The End of the Market's Rally?

懸念材料が多く正念場を迎えている株式市場

高値更新が続く一方で強い割高感

株式市場は十分に上昇した。ここで問題となるのは、パーティーを台無しにするものが何かということだけだ。

先週の主要株価指数を見ると確かに株価の上昇が分かる。S&P500指数は今年に入ってから31回目となる最高値の更新となり、0.6%高の5464.62で引けた。ナスダック総合指数はわずかな上昇にとどまり、1万7689.36となったが、出遅れていたダウ工業株30種平均は1.5%上昇して3万9150ドル33セントで引けた。小型株のラッセル2000指数は0.8%高の2022.03で週末を迎えた。



ALEX KENT/BLOOMBERG

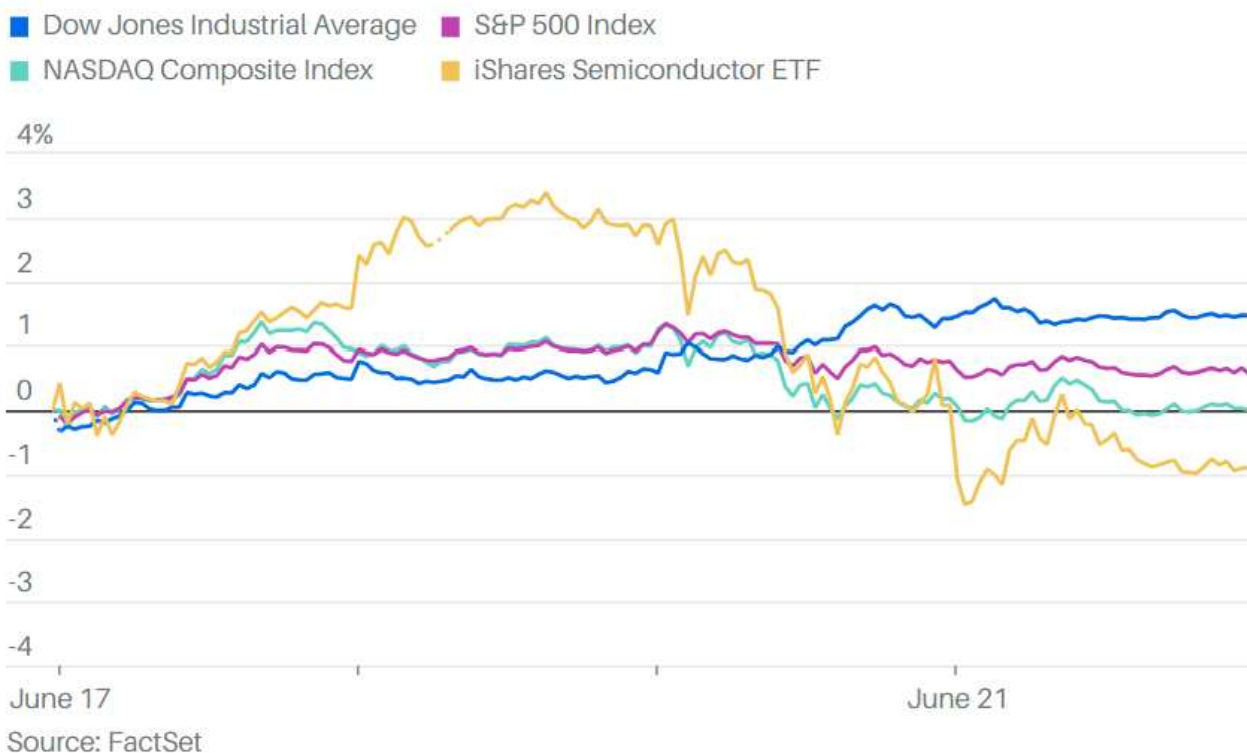
市場の有頂天ぶりには相応の理由がある。先週発表された小売売上高のような経済指標は、引き続き経済の緩やかな成長を示す一方、インフレ期待と金利はここ数年で最も高い水準は下回っている。実際、米連邦準備制度理事会（FRB）のクグラー理事が先週、今年中に利下げが行われる可能性があると言ったほど景気は減速しているが、利下げが行われれば成長は続きそうだ。

それでも多くの人々が頭を悩ませているのは、市場がかなり大幅に割高に見えるからに他なら

ない。S&P500指数は、今後12カ月間の予想株価収益率（PER）が21倍強となる水準にあり、これはFRBが利上げを開始する直前だった2022年初頭以降のレンジにおける上限だ。ただし、市場の下落が起きるには、この数字が示す割高なPER以上のきっかけが必要だ。

FRBに対する信頼感が左右

Market Dashboard



下落のきっかけは数多くある。主な懸念としては、根強いインフレが続く可能性があることでFRBが利下げを行わないことが挙げられる。エネルギーや光熱費などのサービス価格は5月に前年比で約5%上昇した。家賃は数カ月前あるいは数年前の契約を反映するため、住居費は変動に時間がかかるが、住居費も5%以上上昇した。住居費は消費者物価指数の3分の1以上を占めており、このまましばらく高止まりが続けば、インフレ率全体が今年中にFRBの目標である2%まで下がることはないようだ。

それでも市場は、利下げの時期は遅れても必ずやってくると信じて疑わない。その信頼を揺るがすことが起きれば問題だ。

ウルフ・リサーチのストラテジスト、クリス・セニェック氏は、経済（もしくは株式市場）がかなり厳しい状況に陥った時に、FRBはちゅうちょなく利下げを行うという「FRBプット」に言及し、「米国株式市場にとって最も大きな下振れリスクは、投資家がFRBプットへの信頼を失うことだ」と指摘している。

政府債務と大型ハイテク株の危うさ

米国の債務増加も、いずれは株式市場に打撃を与えるだろう。上院予算委員会によれば、公的債務は26兆2000億ドル強で、国内総生産（GDP）にほぼ匹敵する規模だ。2034年までには50兆ドル以上に膨れ上がると予想されている。つまり、財務省は債務返済のために多額の資金を調達し続けなければならず、金利が跳ね上がることになる。

もっと直接的な懸念は、大型ハイテク株に問題が生じるかもしれないということだ。S&P500指数のテクノロジー・セクターは今年19%上昇し、指数上昇の大部分を占めている。このセクターは好調に推移するとの期待が織り込まれている。ハイテク各社が人工知能（AI）を使った新製品を発表する度に、利益見通しは上方修正されているが、利益見通しが期待外れに終われば、これらの銘柄は苦境に立たされるかもしれない。

フリーダム・キャピタル・マーケットズのチーフ・グローバル・ストラテジスト、ジェイ・ウッズ氏は「ハイテク・セクターで成果を上げられない企業があれば、売り叩かれるだろう」と指摘する。

先週後半の数日間は、それがどのようなものになるかを予見させるものだった。半導体大手のエヌビディア<NVDA>は先週の高値から5%下落し、同じく半導体大手のブロードコム<AVGO>とアップル<AAPL>も高値から値を消した。これらの下落を相殺するのに十分なほど他の銘柄が上昇したが、大きなきっかけがない限り継続的な上昇は期待できず、すぐにそうしたきっかけがあるとは思えない。

さらに、一般消費財、銀行、素材、エネルギー、公益セクターはすべて過去最高値から下落しており、同様に重要な水準まで一時的に上昇することはあっても下落が続いている。

買い手の皆さんご注意を。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

8. 住宅価格は低下するはずだが、高金利は効き目がない

[フィーチャー]

Op-Ed: Home Prices Should Fall. High Rates Aren't Doing the Trick

住宅取得能力の向上には供給サイドの障壁を緩和させることが必要

過去にない現象が生じている

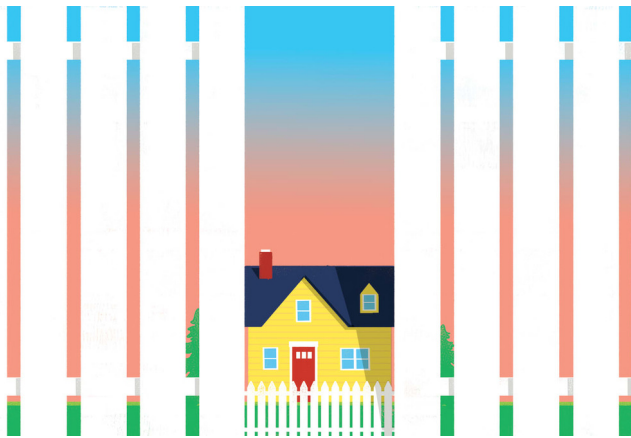


ILLUSTRATION BY CHRIS GASH

米連邦準備制度理事会（FRB）は、家賃が下落すれば消費者物価指数（CPI）が示すインフレ率は鈍化すると期待してきた。住居費はCPIの30%以上を占める。しかし、そうはならず、エビデンスによると家賃は上昇中の可能性が示されている。住宅は金融政策によってインフレを抑え込むための主な経路であったが、今回は家賃の下落も住宅価格の低下も役立っていない模様だ。

過去のインフレ局面では、FRBは住宅に救われてきた。歴史的に、一戸建て持ち家市場は金融

政策の伝達手段であった。FRBが引き締めを実施するにつれ、住宅ローン金利は上昇して需要を減退させ、住宅価格の下落を引き起こした。

今回は様子が異なる。住宅ローン金利は2倍に上昇したが、住宅価格は史上最高水準を続けており、米消費者の住宅取得能力は40年来の低水準だ。また、家賃は下落傾向にあったが、現在は落ち着き、多くの市場では上昇している。何が起きたのだろうか。

今回はCPI住居費の遅行性が見られない

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）中に発生した供給のボトルネックが解消し、住宅供給が増加すれば、家賃の上昇は減速するとの期待があった。実際、賃貸住宅の供給は、パンデミック以前の年間平均30万戸から、2022年には年間50万戸以上に急増した。このため、CPIに計上される住居費の上昇ペースは遅れながら鈍化すると観測筋は予想していた。しかし、市場には独自の考えがある。

遅れは、CPI住居費の測定方法によるものである。住宅所有者は6カ月ごとに帰属家賃（自宅がいくらかで借りられるか）の見積りを求められ、借家人は契約家賃を求められる。対照的に、新規賃貸住戸は現在の市況を反映しており、既存の家賃が追いつくには時間がかかる。今回のケースでは、供給が急増したことによって、住居費に対する市場賃料の遅行効果が予想された。しかし、この供給急増は現在吸収されつつある。一方で現在の家賃と不動産価格の水準は、新規供給の水準の妥当性を示すものではない。

景気刺激策、総需要の全体的な回復、さらには多くの家庭や企業がサンベルト地帯（米南部・南西部）への移転を決定したことなどが要因となり、賃貸価格は2021年初めから急上昇した。2021年から2022年にかけて家賃は10%上昇し、住宅開発の波を引き起こした。これらの新しい物件が市場に出回るにつれ、空室率は上昇し、賃料の伸びは2%を下回った。

住宅供給と空室が増加し、市場賃料が減速する中、市場観測者は、家賃と帰属家賃が遅れて低下し、CPI上昇率が低下すると予想した。5月のCPIデータには良いニュースも含まれていた。インフレ率全体は、エネルギーコストの低下もあり低下した。5月のCPIは前年同月比で年率3.3%上昇し、4月の3.4%から鈍化した。そして2022年7月以来初めて、全体的な物価水準は前月比で横ばいとなった。しかし、住居費インフレ率は年率5.4%上昇し、エネルギー価格の下落を相殺した。

市場賃料は下落を続けるどころか、再び加速している。市場賃料はインフレ率を上回る長期的な上昇パターンに戻る可能性が高い。1980年以降、家賃は実質年平均1%で上昇している。賃料の上昇は地域によって異なり、南東部では弱く、沿岸部の市場（北東部と西部）では強くなっている。また、住居タイプによっても異なる。住宅全体として、帰属家賃市場を最もよく反映する一戸建て賃貸市場の最近の家賃指数の数字を見ると、2023年4月～2024年4月までの家賃の前年比上昇率はCPIとほぼ同じ3.4%となっている。一方、その間家賃上昇率は2%～3%台に低下していた。新築の割合が高い、家賃高層層は、このレンジの下位に位置していた。低額層、低中額層、高中額層の家賃上昇率はそれほど低下していない。

しかし最近、これらの家賃上昇率はすべて上昇傾向にある。高金利とFRBの引き締め政策によって、集合住宅の資産価格が建設コストを下回る水準に押し下げられ、賃貸住宅の供給は減少している。集合住宅の新規着工戸数は2024年には約30万戸に減少し、住宅価格の高騰が住み替えを抑制しているため、家賃上昇率は再び加速している。

供給サイドのファンダメンタルズにも課題

持ち家では、高い金利によって在庫が低く抑えられているため、このロックイン効果（住宅保有者が金利負担増を嫌い、現在の家に住み続ける選択をする現象）が住宅の低供給と価格高止まりの一因となっている。同様に重要なのは供給サイドのファンダメンタルズである。開発可能な土地の不足、規制、人件費などにより、建設コストはインフレ率を上回るペースで上昇している。こうしたコスト上昇も賃貸住宅セクターの供給不足の一因となっている。

リセッション（景気後退）がない限り、FRBは住宅市場の低迷によるインフレ抑制を当てにすることはできない。しかし、だからといって行き詰まるわけではない。インフレ率は全体として、再び低下しているようだ。エコノミストの多くが、FRBが今年利下げに踏み切るとの見通しを示している。これにより住宅ローン金利が低下し、持ち家住宅がより手頃な価格になるだろう。その結果、在庫の増加が需要を満たすのに役立つはずだ。

とはいえ、供給サイドからの圧力は続くだろう。住宅取得を先延ばしにしているミレニアル世代の繰り延べ需要により、金利が下がれば価格上昇圧力がかかるとみられる。インフレ率の低下と住宅ローン金利の低下は、住宅金融コストの引き下げに寄与するはずだが、住宅をより手頃な価格にするためには、供給サイドの障壁を緩和する必要もあるだろう。

著者のスーザン・ワッチャー氏はペンシルベニア大学ウォートン・ビジネス・スクールのアルバート・サスマン記念不動産およびファイナンスの教授であり、ペン都市研究所共同所長を務めている。現在、米商務省経済分析局の諮問委員会のメンバーである。

By Susan Wachter
(Source: Dow Jones)

9. 決算発表が待たれるフェデックス株、上昇するか

[米国株式市場]

FedEx Stock Has Delivered Disappointment. Earnings Could Change That.
売上高が安定し、継続的なコスト削減努力から利益率改善

低迷するフェデックス株に反転の兆し



JOE RAEDLE/GETTY IMAGES

物流大手のフェデックス<FDX>の株価がさえないが、ようやく反転の兆しが見えるかもしれない。

フェデックス株にはやきもきさせられてきた。年初こそ勝ち組と思われ、株価は3月末までで年初来20%超上昇していた。ところが、その後は下落一辺倒で6月20日の終値は252.52ドル、年初来では0.2%下落している。

問題の一部は、S&P500指数資本財セクターなどほとんどの非テクノロジー株が直近ピークから1桁台前半の下落率となっていることだ。フェデックスは特に下落率が目立つ。問題なのは、市場がフェデックスの利益目標達成に半信半疑だからだ。25日に決算発表を控えるが、フェデックスにとっては投資家を見返す絶好の機会だ。

投資家の懸念はもっともだ。3月に経営陣は通期ガイダンスを従前通りとし、1株当たり利益（EPS）予想を予想レンジの中間値で17.75ドルとしていた。ところが、ふたを開けてみると、12月～2月期決算では売上高が市場予想の219億ドルを下回る前年同期比2.2%減の217億ドルだった。企業が在庫調整のために、商品の新規購入を買い控えたためだ。

投資家の懸念はもっともだ。3月に経営陣は通期ガイダンスを従前通りとし、1株当たり利益（EPS）予想を予想レンジの中間値で17.75ドルとしていた。ところが、ふたを開けてみると、12月～2月期決算では売上高が市場予想の219億ドルを下回る前年同期比2.2%減の217億ドルだった。企業が在庫調整のために、商品の新規購入を買い控えたためだ。

3月に行われた12月～2月期の四半期決算の発表は失望を招いたが、今回は堅調な業績発表が見込まれる。アナリストの売上高予想は前年同期比約1%増の220億ドル。取扱量が今年度の第3四半期の最終月である2月には落ち着いていたことを考慮すれば妥当な予想と言えよう。ベアードのアナリスト、ガレット・ホーランド氏は、フェデックスの陸上輸送部門では「取扱量が引き続き弱いものの落ち着いている」とリポートに記した。

割安に放置されてきた

取扱量が安定し、引き続きコスト削減を進めていることから利益見通しはかなり良さそうだ。フェデックスによれば、配送効率の改善を図り、飛行時間を減らし、従業員数を絞っている、とのことだ。人件費と管理費用が運営費の大きな割合を占めるが、2025年度の増加幅はわずかに1%にとどまる見込みである。その結果、利益率は7.1%から7.9%へ上昇することが見込まれる。2025年度の予想EPSは20.97ドルへ増加すると予想される。EPSの増加は特に数十億ドルのフリーキャッシュフローを用いた自社株買いの効果が大きい。

TDカウエンのアナリスト、ヘレン・ベッカー氏は「フェデックスは引き続きコスト削減プログラム（DRIVE）を推進してコスト低減を図っている。時間の経過とともに取扱量が増加すれば、利益率が改善してくるはずだ」と指摘する。

フェデックスがこうした結果の達成の途上にあることが示されれば、割安に放置されている株価は上昇するはずだ。12カ月予想EPSに基づく株価収益率（PER）は11.7倍で、バリュエーションは過去1年超の最低水準で10年平均の13倍を下回る。ライバルの貨物大手のUPS<UPS>の15倍よりも低い。UPSはフェデックスが改善を目指す水準の健全な利益率を誇る。

経営陣が有言実行するならば、フェデックスには自社が掲げるキャッチコピー（Where now meets next）が実現するだろう。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

10. エヌビディア急騰で、ハイテクETFに生じる問題 Nvidia Is Surging. Why That's a Problem for a Tech ETF. 集中リスク基準回避に苦しむ

[経済関連スケジュール]

ハイテク3大銘柄の株価が記録的な高騰

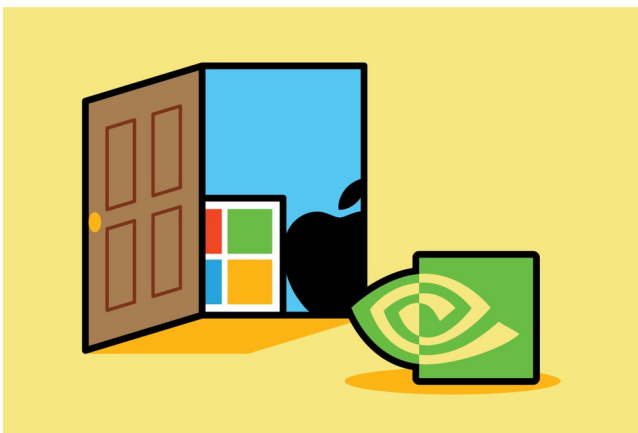


ILLUSTRATION BY ELIAS STEIN

ハイテク上場投資信託（ETF）の中でも最大規模のテクノロジー・セレクト・セクターSPDR<XLK>が、株式市場で最もホットなハイテク銘柄である米半導体大手エヌビディア<NVDA>の保有比率（ウェイト）を4倍に引き上げる一方で、同じく巨大IT企業であるアップル<AAPL>の保有比率を大幅に引き下げることになった。運用資産700億ドルのテクノロジー・セレクトETFの年初来リターンは17%と、大型ハイテク株のリターンを7%ポイント近く下回っている。

テクノロジー・セレクトETFには米内国歳入庁（IRS）の分散投資ルール上の問題が生じている。IRS基準では、ファンド運用資産の5%を超える個々のポジションは、合計で保有資産全体の50%を超えてはならないとされている。テクノロジー・セレクトETFは最近まで、運用資産の22%をマイクロソフト<MSFT>に、22%をアップルに投資しており、これら2社の時価総額はそれぞれ約3兆3000億ドルだった。しかし、時価総額が2社に匹敵するエヌビディアへの投資は、わずか5.7%に抑えられていた。そのため、ETFの集中リスク上限基準の50%を下回っていた。

しかし、重要なリバランス日である6月14日、エヌビディアの時価総額はアップルを上回り、テクノロジー・セレクトETFはアップル株を売却する一方でエヌビディア株を購入せざるを得なくなった。エヌビディア株は先週20日に下落し、現在では時価総額でアップルを下回っているにもかかわらず

だ。

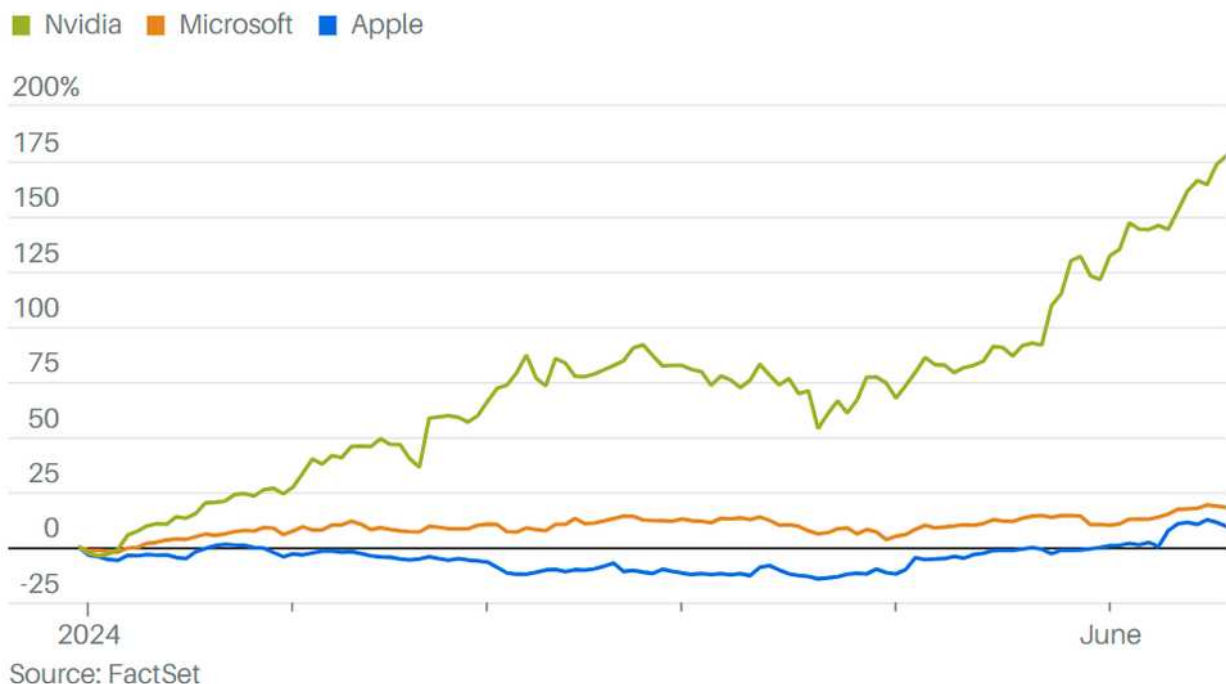
投資家は恩恵を受けるのだろうか？それは、銘柄のパフォーマンスや市場の銘柄集中度合いにもよる。ネッド・デイビス・リサーチの米国セクター・ストラテジスト、ロブ・アンダーソン氏は、集中リスク上限問題に対する最善のアプローチは、単にルールに従ってリバランスを行うことかもしれないと語る。

セクターETFへの投資は個別銘柄を買ってセクターの動向を追うのに比べて簡単だ。そして前者と後者でのリターンの差は大きくない場合も多い。実際、モーニングスターによれば、ハイテクETFの15年間の年間リターンは平均19.9%、ハイテク株のリターンは平均20.3%であった。

先週の出来事

Big Boppers

Fueled by artificial intelligence, the big three tech stocks have hit remarkable highs.



株式市場

S&P500指数は、週明けに史上最高値を更新し、今年30回目の高値更新となった。エヌビディアは祝日前日の18日、株価がさらに3.5%上昇し、時価総額でアップルとマイクロソフトを抜いたが、週の後半には下落した。米国債の年初来のトータルリターン指標が、ゼロに近づいた。英国は5月にインフレ目標2%を達成し、イングランド銀行（中央銀行、BOE）は金利を据え置いた。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1.45%上昇、S&P500指数は0.6%とわずかに上昇、ナスダック総合指数は先週と変わらず。

企業動向

アップルは昨年開始した商品購入代金などの後払いサービス（BNPL）を終了する。アップルへの主要バッテリーサプライヤーである日本の電子部品メーカーTDK<6762>は、全固体電池向けの新素材開

発に成功したと発表した。米連邦取引委員会（FTC）は、文書・画像処理ソフトウェア大手のアドビ＜ADBE＞を提訴。サブスクリプション解約手続きを困難にすることで消費者に損害を与えたとしている。新興の電気自動車（EV）メーカー、フィスカー＜FSR＞が2回目の連邦破産法第11条（日本の民事再生法に相当）の適用申請を行った。米国の銀行規制当局は、シティグループ＜C＞、JPモルガン・チェース＜JPM＞、バンク・オブ・アメリカ＜BAC＞およびゴールドマン・サックス・グループ＜GS＞は、金融危機発生時にデリバティブ・ポジションを解消する計画に弱点があると述べた。ウォルト・ディズニー＜DIS＞の新作アニメ映画「インサイド・ヘッド2（原題Inside Out 2）」が、全米で1億5500万ドル、全世界で2億9500万ドルの興行収入を達成し、今年最初の超大作となった。

M&A（合併・買収）など

大手飲料メーカー、ブルートリトン・ブランド（ボトル入り飲料水のポーランド・スプリングの親会社）と同業のプリモ・ウォーター＜PRMW＞は、全額株式交換で合併することに合意した。英石油大手シェル＜SHEL＞は、シンガポールの液化天然ガス（LNG）会社パビリオン・エナジーを、シンガポール政府系投資ファンドのテマセクから買収する。大手総合テクノロジー企業ハネウェル＜HON＞は、プライベートエクイティ会社アドベント・インターナショナルから、防衛関連機器メーカー、CAESシステムズ・ホールディングスを20億ドルで買収することに合意した。

■ 今週の予定

6月25日（火）

大型株3社が決算を発表する。物流サービス大手フェデックス＜FDX＞は25日に、半導体大手のマイクロン・テクノロジー＜MU＞は26日に、スポーツ用品大手のナイキ＜NKE＞は27日に四半期決算を発表する。

6月26日（水）

米国勢調査局が5月の新築住宅販売件数を発表。エコノミストによる一戸建て住宅販売戸数の予想は季節調整済み年率換算で65万戸、4月に比べ1万6000戸の増加。

6月28日（金）

米商務省経済分析局（BEA）が5月の個人消費支出（PCE）物価指数を発表する。エコノミストのコンセンサス予想は前年同月比2.6%の上昇で、4月に比べて0.1%ポイント低下。変動の大きい食品とエネルギーを除いたコアPCEも前年同月比2.6%の上昇と予想され、4月から0.2%ポイントの低下。米連邦準備制度理事会（FRB）が重視するインフレ指標であるコアPCEの4月の前年同月比2.8%の上昇率は2021年3月以来の最低水準だった。

米サプライ管理協会（ISM）が6月のシカゴ購買部協会景況指数（シカゴPMI）を発表する。エコノミスト予想は40で、5月の数字を5ポイント近く上回る。同指数は6カ月連続で低下しており、2020年5月以来の最低水準となっている。

統計と数字

33%：国際通貨基金（IMF）の分析による、世界の投資資金フローのうち米国に流入した割合で、コロナ禍以降の数字。コロナ禍前は18%だった。

120億ドル：蚊が媒介する感染症（マラリアやデング熱など）対策の年間経済コスト。耐性菌が増加し費用も増加している。

106%：米国議会予算局（CBO）が予測する、2027年度の米国政府債務を国内総生産（GDP）に対比した数値で、史上最高となる。2034年には122%に達すると予測されている。

3.6：平均的労働者が1週間分の食料品を購入するのに必要な労働時間。2023年の最高値3.8時間から減少した。

By Ian Salisbury
(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』 2024/06/23

THIS WEEK'S MAGAZINE

発行 : Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信 : 時事通信社

編集

THIS WEEK'S MAGAZINE : エグゼトラスト

TODAY'S MAGAZINE : 時事通信社

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

（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 © 2024 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます