

# アップル(Apple Inc、 MDY;Aaa/S&P;AA+)のクレジット評価

チーフ・インベストメント・ストラテジスト

上田 祐介

## [本レポートのサマリー]

### 1. 本レポートの目的

p. 1

本レポートでは、Apple Inc.(以下、アップル)の、FY2023 Q2(2023年3月期)までの四半期決算(アップルは9月末決算)を元に、アップルの経営状況や主要商品市場の現状を確認し、同社に対するクレジット評価を行う。

### 2. アップルの事業概要

p. 1

- アップルは、モバイル端末等独自の製品を設計/生産/販売し、世界各国で事業を展開している、米国のIT機器最大手企業。総売上高の過半(55%)を占めるiPhoneの販売では、毎年新型機種を投入することで同製品セグメントの売上を増強。製品全体が80%、サービスが20%を占める。
- 世界市場のモバイル端末の販売台数が減少する中、アップルの販売台数は増加し、台数ベースの世界シェアは約16%に、販売金額ベースの世界シェアは約47%に増加。

### 3. アップルの業績・財務状況

p. 5

- アップルの今期の2四半期(FY2023 Q1-Q2)決算:絶対値では高い水準を維持しているものの、対前年比では減収、減益。内訳として製品が減収の一方、サービスは増収。
- 全体として、減収減益に転じているものの、一般的な事業会社の中で相対的に高い利益率は維持、安定した利益構造を維持しやすい状況。
- アップルの地域別売上高では、相対的に所得水準の高い先進国(米国、欧州、日本)での売上高構成比が同業他社よりも高い。先進国経済中心の、アップルのビジネス・モデルの頑健性は保たれやすく、社債投資などにおける高い信用格付けの裏付けとなる
- 半面で、途上国を中心とする成長市場においてアップルの拡大戦略には一定のハードルが存在。持続的成長を前提とする株式などの投資評価では、グローバル戦略の進展を見守る必要がある

### 4. アップルの財務状況

p. 9

- アップルでは FY2023 上半期において全体的に財務が健全化傾向。(1)自己資本比率は+5ポイント改善、(2)有利子負債は減少、流動資産は増加、(3)有利子負債の返済余力の指標であるネット有利子負債/EBITDA 倍率も FQ2 末の推移を見る限り改善。

### 5. アップルの信用格付、及び社債の投資評価

p.10

- アップルの信用格付は、Moody's から最高格の Aaa 格、S&P からは上位から 2 番目の AA+格と、それぞれ評価される極めて信用力の高い発行体。
- アップルの社債は、米国の事業社債の中でも流動性が高く、一般投資家にとっても投資機会となりやすい。
- 米国債投資の代替として考えれば、特に 5 年超のアップル社債の利回りには相対的な投資価値がある

## 5バリューアセット アナリスト・レポート

## アップル(Apple Inc、 MDY;Aaa/S&amp;P;AA+)のクレジット評価

5バリューアセット チーフ・インベストメント・ストラテジスト 上田 祐介

## 1. 本レポートの目的

本レポートでは、Apple Inc.(以下、アップル)の、FY2023 Q2(2023年3月期)までの四半期決算(アップルは9月末決算)を元に、アップルの経営状況や主要商品市場の現状を確認し、同社に対するクレジット評価を行う。

なお本レポートでは同社の事業年度を下記の基準で表記している点にご注意されたい。

- 2022年度(FY2022)は2021年10月1日から2022年9月末まで、2023年度(FY2023)は2022年10月1日から2023年9月末までとして表記する。
- 四半期の決算期表記については、FQ1が10~12月、FQ2が1~3月、FQ3が4~6月、そしてFQ4が7~9月として記載する。

## 2. アップルの事業概要

## アップルの事業概要

## [ポイント]

- アップルは、モバイル端末等独自の製品を設計/生産/販売し、世界各国で事業を展開している、米国のIT機器最大手企業
- 総売上高の過半(55%)を占めるiPhoneの販売では、毎年新型機種を投入することで同製品セグメントの売上を増強。製品全体が80%、サービスが20%を占める
- モバイル端末の売上は為替影響を除けば現状維持。売上が大きく減っているのはパソコン販売

アップルは、絶対的なブランド力と技術力を武器に、モバイル端末などのハードウェア製品と、ソフトウェアなどのサービスを提供

売上高の過半を、毎年新型モデルを投入するモバイル(iPhone)事業が占める

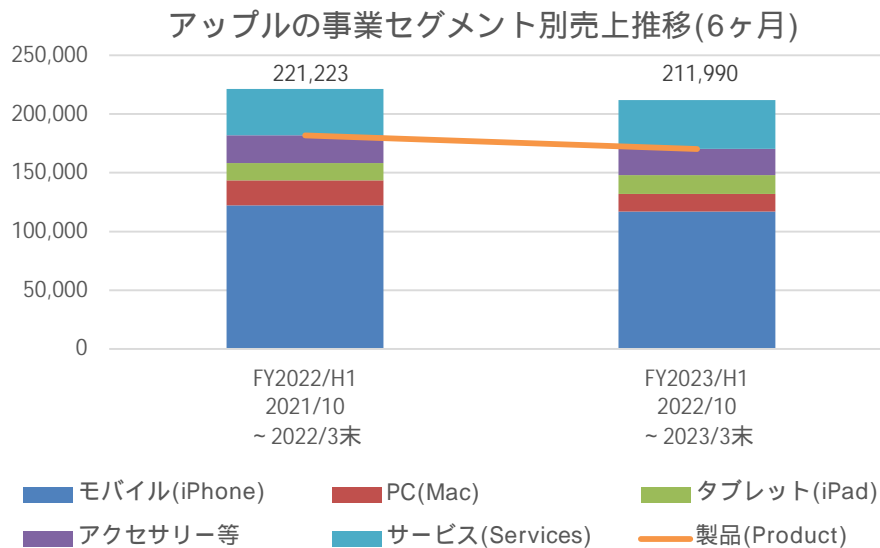
売上が大きく減っているのはPC(Mac)事業  
逆に増えているのはサービス事業

アップルは米国のカリフォルニア州に本社を構える米国企業である。同社が持つ絶対的なブランド力と技術力を武器に、iPhone、iPadといったモバイル端末やパソコン(Mac)やアクセサリ等のハードウェア製品を販売する一方で、ソフトウェアやコンテンツや独自のOSを含むプラットフォーム等を武器にサービス事業も提供している。以下の図表1にアップルの事業セグメント別の半期売上高の構成を示した。同図表に示した通り、アップルの事業構造は下記の特徴を備える。

- アップルの売上高の約8割は製品事業、残り2割をサービス事業が占める。
- 製品事業の中で最も多くを占めるモバイル(iPhone)の販売は、全社売上高の55%と半分以上を占める。アップルでは基本的に毎年新型のiPhoneを発売しており、同社の売り上げの半分程を創出している。
- ドル高が続くと海外事業の米ドル・ベースでの販売高が減少して見える。製品事業は為替影響を一定程度受けやすいが、同影響を除いても売上が大きく減少して見えるのはPC(Mac)事業のみ。
- 逆に、サービス事業は製品事業が減収に見える中でも米ドル・ベースで増収を維持。

図表1 アップルの事業セグメント構成と半期売上高(及び前年同期比)

6か月売上高 (百万米ドル)	6ヶ月売上高				
	FY2022/H1 2021/10 ~ 2022/3末		FY2023/H1 2022/10 ~ 2023/3末		変化率
	売上高	(構成比)	売上高	(構成比)	
<b>製品(Product)</b>	<b>181,886</b>	<b>82%</b>	<b>170,317</b>	<b>80%</b>	<b>-6.4%</b>
モバイル(iPhone)	122,198	55%	117,109	55%	-4.2%
PC(Mac)	21,287	10%	14,903	7%	-30.0%
タブレット(iPad)	14,894	7%	16,066	8%	7.9%
アクセサリ等	23,507	11%	22,239	10%	-5.4%
<b>サービス(Services)</b>	<b>39,337</b>	<b>18%</b>	<b>41,673</b>	<b>20%</b>	<b>5.9%</b>
<b>売上高総計</b>	<b>221,223</b>	<b>100%</b>	<b>211,990</b>	<b>100%</b>	<b>-4.2%</b>



出所: アップル開示資料より5バリューアセットで作成

## 世界のモバイル市場とアップルのシェアの状況

## [ポイント]

- 世界のモバイル端末市場におけるアップルの優位性を確認
- 2017～2023 にかけて世界市場のモバイル端末の販売台数が減少。しかしアップルの販売台数は増加、台数ベースの世界シェアも 10%未満から 16%台まで増加。
- アップルは主要端末メーカー内で、唯一平均端末売価が 1,000 ドルを超える
- 販売代金ベースのシェアで見れば、アップルの世界シェアは約 47%と過半に迫っている。最も近いライバル企業であるサムスンのシェアは横ばいであり、アップルの相対的な優位性は増している。

世界のモバイル端末市場におけるアップルの優位性を確認

2017～2023 にかけて世界市場のモバイル端末の販売台数が減少

しかしアップルの販売台数は増加、台数シェアも 10%未満から 16%台まで増加

アップルは主要端末メーカー内で、唯一平均端末売価が 1,000 ドルを超える

販売代金ベースのシェアで見れば、約 47%と過半に迫っている

前述の通り、アップルの売上高の過半は、モバイル端末 (iPhone) の売上が占める。また、アップルのソフト事業も、同社独自の OS である iOS 上で作動するモバイル端末やタブレットの売上高に依拠している。このため、以下では世界のモバイル端末の市場動向について確認しておく。

図表 2 の上段には、世界のモバイル端末の四半期別販売台数を示した。同図が示す通り、グローバル市場におけるモバイル端末の販売台数は、2017 年頃をピークに 2023 年にかけて減少傾向にある。一方で、アップルの iPhone の販売台数は同期間に増加しており、端末台数で見たシェアも 10%未満から 16%台まで増加していた。しかし、台数ベースでのシェアは、必ずしもアップルの事業状況を適切には表現出来ていない。

図表 2 の下段に示した通り、主要端末メーカーの中でも、アップルの一台当たり販売単価は 2023/3 期において唯一 1,000 ドルを超えており、他のほとんどのメーカーの 2～3 倍以上の水準を維持している。

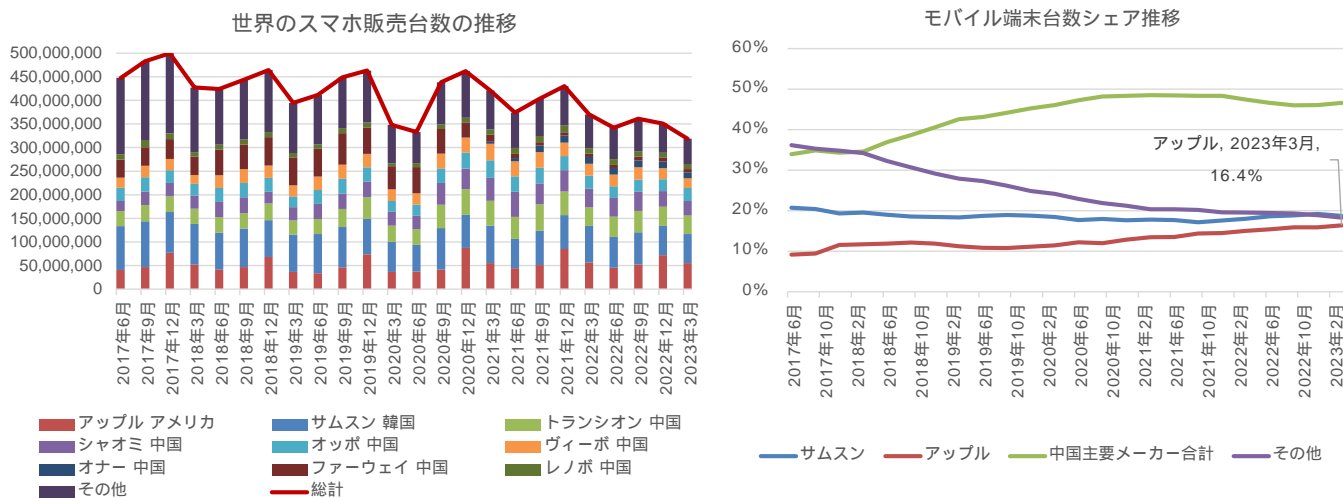
この結果、販売金額ベースで見たアップルのモバイル端末市場に占めるシェア (図表 2 中段) は、同期間において 47.3%とほぼ半分にまで迫っている。また、報道<sup>1</sup>によれば 2022 年の Q3 以降の四半期集計において、米国内で使用されているスマートフォンに占める米アップルの比率は 50%を上回る状況が継続、同国内でトップシェアを継続的に維持している、と報じられている。

高付加価値モデルを含み、高いシェアを持つライバル企業は韓国のサムスンとなるが、同社は台数シェア・金額シェア共横ばいで推移しており、シェアの拡大を続けるアップルに比べると、相対的な競争力に劣るように見える。

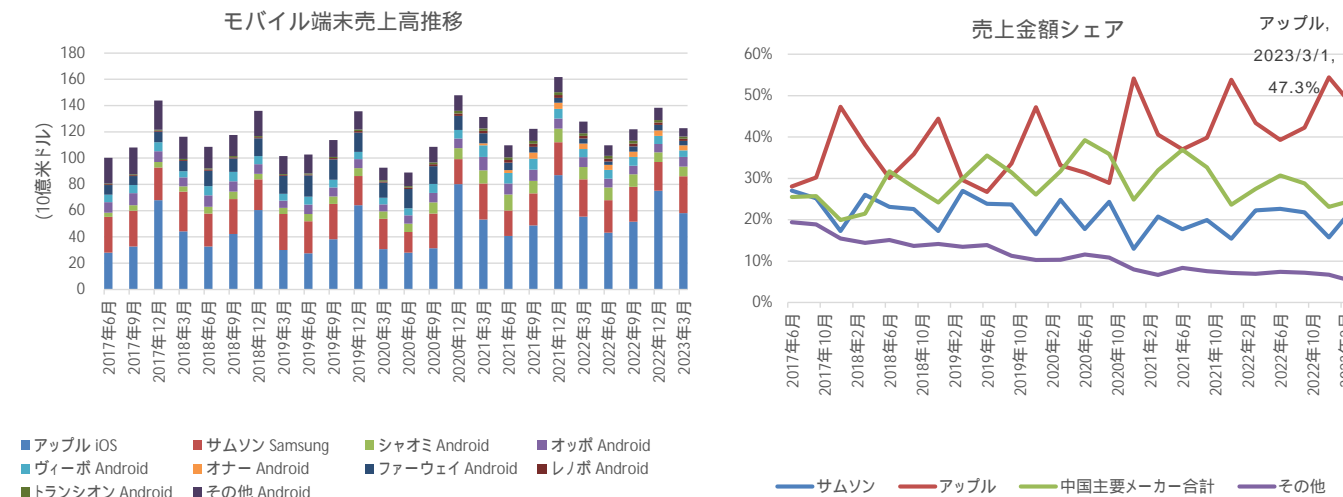
<sup>1</sup> “US Smartphone Shipments Market Data (Q4 2021 – Q1 2023)”, 2023/5/16, Counterpoint

図表2 世界のモバイル販売台数、単価、販売金額に占めるアップル等のシェア推移

[モバイル端末 販売台数]



[モバイル端末 販売金額]



[モバイル端末 平均販売単価]

	平均単価(米ドル/台)						2018 2023/3
	2023年3月	2022年3月	2021年3月	2020年3月	2019年3月	2018年3月	
アップル	1,048.6	981.1	965.0	836.3	815.9	848.0	23.7%
グーグル	666.1	784.9	543.6	567.2	750.0	749.9	-11.2%
ファーウェイ	499.3	545.8	510.2	293.9	297.3	269.6	85.2%
サムスン	457.0	366.2	344.9	360.7	351.0	352.3	29.7%
オナー	293.4	289.7	400.0				
オッポ	268.3	275.0	271.9	233.0	236.7	278.4	-3.6%
ヴィーボ	243.4	249.3	249.6	199.3	220.6	251.3	-3.2%
シャオミ	243.2	233.5	207.9	195.8	167.8	144.9	67.9%
レノボ	215.2	246.7	211.5	215.3	226.0	206.0	4.5%
トランシオン	50.6	57.6	43.0	34.7	31.5	34.4	47.1%

出所: IDC データより5バリュアセットで作成

### 3. アップルの業績・財務状況

#### [ポイント]

- アップルの今期の2四半期(FY2023 Q1-Q2)決算: 絶対値では高い水準を維持しているものの、対前年比では減収、減益。内訳として製品が減収の一方、サービスは増収だった
- 全体として、減収減益に転じているものの、一般的な事業会社の中で相対的に高い利益率は維持、安定した利益構造を維持しやすい状況
- 売上高の過半を、毎年新型モデルを投入するモバイル(iPhone)事業が占める
- アップルの地域別売上高では、相対的に所得水準の高い先進国(米国、欧州、日本)での売上高構成比が同業他社よりも高い
- 競合他社であるサムスンの地域別売上高では、米国と韓国国内の構成比が過半を占める一方、ヨーロッパ、中華圏のシェアはアップルに比べ 3/4 ~ 2/3 程度と相対的に小さく、アフリカを含むその他地域の構成比がアップルよりもかなり大きい
- 先進国経済中心の、アップルのビジネス・モデルの頑健性は保たれやすく、社債投資などにおける高い信用格付けの裏付けとなる
- 半面で、途上国を中心とする成長市場においてアップルの拡大戦略には一定のハードルが存在。持続的成長を前提とする株式の投資評価では、グローバル戦略の進展を見守る必要がある

#### ・ P/Lと事業セグメント別の傾向

アップルの今期の2四半期(FY2023 Q1-Q2)決算: 絶対値では高い水準を維持しているものの、対前年比では減収、減益。内訳として製品が減収の一方、サービスは増収だった。

全体として、減収減益に転じているものの、一般的な事業会社の中で相対的に高い利益率は維持、安定した利益構造を維持しやすい状況

ここでは、直近までの損益計算書に基づき、アップルの収益力について確認する。前述の通り、同社のビジネスにおける収益の柱は、下記の二つに分類することができる。

- (i) 製品事業 : ブランド力のある独自製品 (iPhone, iPad や Mac 等) の販売
- (ii) サービス事業 : 広告料、アップルケア、クラウドやデジタルコンテンツといった無形サービスの提供による収益

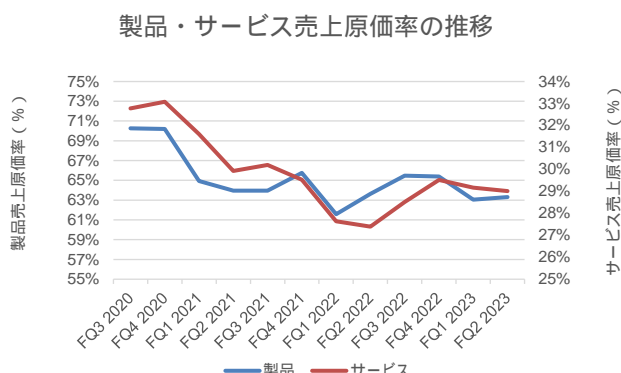
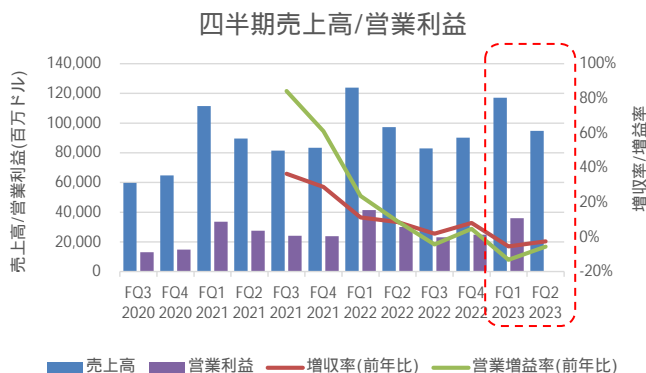
これら2つの事業セグメントを含む、同社ビジネスの損益状況について図表3で確認した。

アップルの今期の2四半期(FY2023 Q1-Q2)における企業全体での売上高、営業利益をみると、いずれも絶対値では高い水準を維持しているものの、対前年比変化率で見ると、いずれも減収(-5.5%、-2.5%)、減益(-13.2%、-5.5%)となっていた(図表3 上段、下段左)。ただし、製品は減収であった一方、サービスは増収傾向を維持していた。

一方、製品・サービスそれぞれの売上原価率の推移を確認すると、両ラインの原価率は連動して推移しており、FY2022に比べると若干切りあがっているものの、FY2020頃の水準に比べると低い水準を維持しており、安定した利益構造を維持しやすい状況にある。

図表3 アップルの四半期損益計算書、ライン別売上原価率の推移

損益計算書	FQ1 2022	FQ2 2022	FQ3 2022	FQ4 2022	FQ1 2023	(FQ2の	FQ2 2023	(FQ2の
	2021/12/25	2022/3/26	2022/6/25	2022/9/24	2022/12/31	前年同期比)	2023/4/1	前年同期比)
製品売上	104,429	77,457	63,355	70,958	96,388	-7.7%	73,929	-4.6%
サービス売上	19,516	19,821	19,604	19,188	20,766	6.4%	20,907	5.5%
<b>総売上高</b>	<b>123,945</b>	<b>97,278</b>	<b>82,959</b>	<b>90,146</b>	<b>117,154</b>	<b>-5.5%</b>	<b>94,836</b>	<b>-2.5%</b>
製品売上原価	64,309	49,290	41,485	46,387	60,765	-5.5%	46,795	-5.1%
サービス売上原価	5,393	5,429	5,589	5,664	6,057	12.3%	6,065	11.7%
総売上原価	69,702	54,719	47,074	52,051	66,822	-4.1%	52,860	-3.4%
<b>売上総利益</b>	<b>54,243</b>	<b>42,559</b>	<b>35,885</b>	<b>38,095</b>	<b>50,332</b>	<b>-7.2%</b>	<b>41,976</b>	<b>-1.4%</b>
販売費および一般管理費	6,449	6,193	6,012	6,440	6,607	2.4%	6,201	0.1%
研究開発費	6,306	6,387	6,797	6,761	7,709	22.2%	7,457	16.8%
営業費用	12,755	12,580	12,809	13,201	14,316	12.2%	13,658	8.6%
<b>営業利益</b>	<b>41,488</b>	<b>29,979</b>	<b>23,076</b>	<b>24,894</b>	<b>36,016</b>	<b>-13.2%</b>	<b>28,318</b>	<b>-5.5%</b>
税引前当期純利益	41,241	30,139	23,066	24,657	35,623	-13.6%	28,382	-5.8%
法人税	6,611	5,129	3,624	3,936	5,625	-14.9%	4,222	-17.7%
<b>当期純利益</b>	<b>34,630</b>	<b>25,010</b>	<b>19,442</b>	<b>20,721</b>	<b>29,998</b>	<b>-13.4%</b>	<b>24,160</b>	<b>-3.4%</b>



出所:アップル開示資料より5バリュースセットで作成

アップルの事業セグメント別売上高の年次傾向

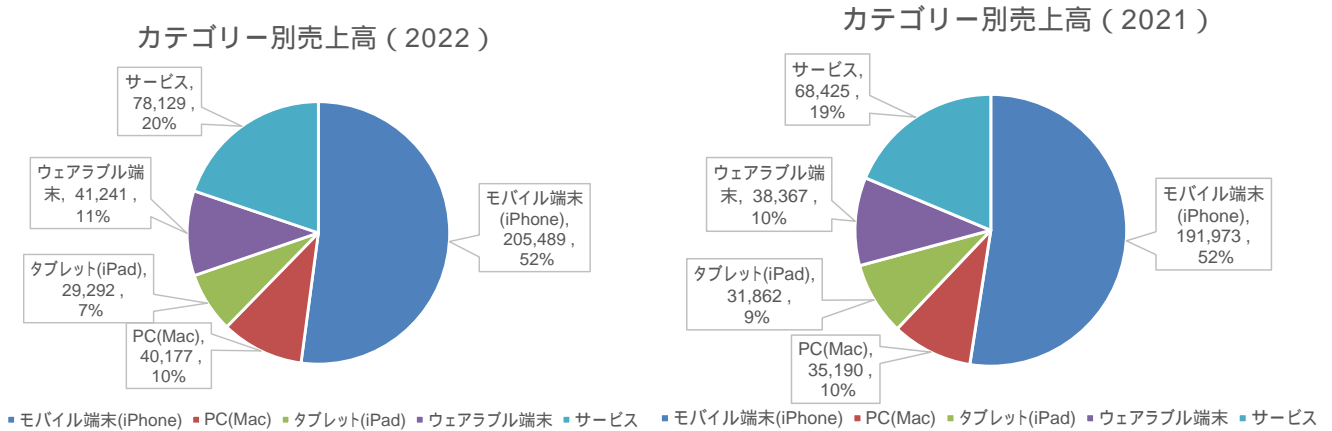
アップルの売上高の過半を、毎年新型モデルを投入するモバイル(iPhone)事業が占める

ここでは、アップルのセグメント別売上高の構成比とその年次傾向(FY2021 FY2022)を概観する。アップルのビジネスモデルでは、モバイル端末への依存度が極めて高い。

- モバイル端末(iPhone) : 売上高の半分以上を占める。FY2022Q4中にリリースされたiPhone14の売り上げがFY2022の純売上高の増収要因。
- PC(Mac) : ノートブック型パソコンの売上増によりFY2022には前年比+14%の増収を記録。
- タブレット端末(iPad) : iPad Proの売上不振により、前年比-8%の減収
- ウェアラブル端末 : 第三世代AirPods、Apple Watch SE、そしてApple Watch Ultraの発売により、売上高は前年比+7%の増収。
- サービス : 広告料、クラウドサービス、そしてアプリストアでの売上増により前年比+14%の増収。

モバイル端末(iPhone)、サービス、PC(Mac)の三つのセグメントにおける売上高の増加が、同期間における売上高+8%の増収をけん引した。

図表4 アップルの事業セグメント別売上高



出所: アップル開示資料より5バリューアセットで作成

アップルの地域セグメント別売上高の傾向

アップルの地域別売上高では、相対的に所得水準の高い先進国(米国、欧州、日本)での売上高構成比が同業他社よりも高い

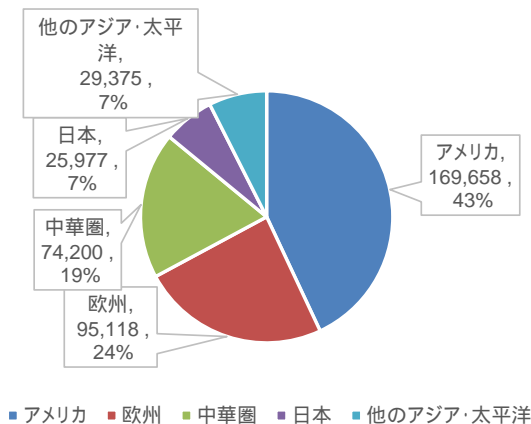
次に、アップルの地域別売上について確認し、同社のビジネス・モデルの強みと弱みについて、図表5を元に確認する。

アップルは、米国における売上高構成比が40%強を占め、続く欧州が24%ほど、中国が20%弱、日本が7%前後、そして残りの7%を日本・中華圏以外の太平洋・アジア地域が占めている。FY2022には、日本を除く全地域で増収傾向が見られ、特に米国とその他アジア太平洋地域の増収が顕著であった。アップルは高いブランド価値と高付加価値の製品を有するため、相対的に所得水準の高い先進国での売上高構成比が高い状況にある。

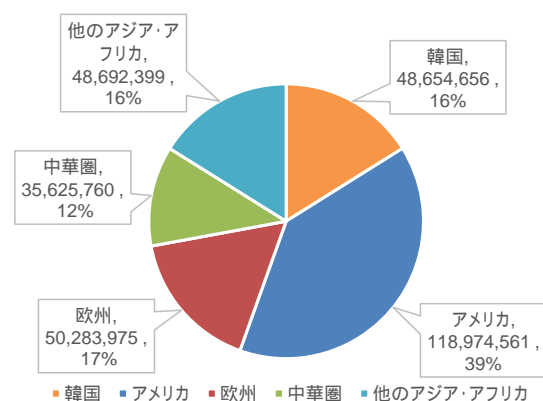
この他、地域別売上高において、FY2022に見られたような米国ドルに対する外貨安に起因した名目的な影響に留意しておく必要がある。この時期には、為替の影響により、欧州、日本、そしてその他アジア太平洋地域の米ドル建て売上高にはマイナスの影響が生じており、一方で中華圏の売上高には米ドル/人民元がプラスの影響を与えていた。

図表5 アップルとサムスンの地域別売上

アップル社地域別売上高 (2022)



サムスン社地域別売上高 (2022)



出所: アップル開示資料より5バリューアセットで作成



競合他社であるサムスンの地域別売上高では、米国と韓国国内の構成比が過半を占める。

一方、ヨーロッパ、中華圏のシェアはアップルに比べ3/4~2/3程度と相対的に小さく、アフリカを含むその他地域の構成比がアップルよりもかなり大きい

先進国経済中心の、アップルのビジネス・モデルの頑健性は保たれやすく、社債投資などにおける高い信用格付けの裏付けとなる

半面で、途上国を中心とする成長市場においてアップルの拡大戦略には一定のハードルが存在。持続的成長を前提とする株式の投資評価では、グローバル戦略の進展を見守る必要がある

次に、アップルの地域別売上高と、競合他社であるサムスンの地域別売上高を比較する。FY2022実績において、サムスンでもハイエンド・モデルを中心に米国における売上高が最も大きな構成比(39%)を占めていた。この他、韓国国内の売上高構成比が16%と、米国・韓国両市場で売上高の過半を占めている。一方、ヨーロッパ、中華圏のシェアはアップルに比べ3/4~2/3程度と相対的に小さく、アフリカを含むその他地域の構成比がアップルよりもかなり大きい点が特徴的な違いとなっている。

また、世界のスマートフォン端末メーカー主要10社と売上金額シェアの推移を比較した場合(図表2中段右図)、2017年頃にはサムスン、アップル、中国主要メーカー合算の3グループはそれぞれおおむね同水準の市場シェアであったが、2023年3月にはアップルが最も高い占有率を占める一方、サムスンと中国メーカー合算はほぼ同水準で推移した。図表2にも示した通り、モバイル端末の販売台数が全世界ベースで相対的に落ち込んだ背景には、先進国と途上国の間でのコロナ危機からの経済の回復ペースの差も寄与していると考えられる。逆に見れば、先進国経済の安定性が保たれている限りは、アップルのビジネス・モデルの相対的な頑健性が保たれやすい、とも言える。こうした点は、社債投資などにおける高い信用格付けの裏付けともなりやすい

なお、アップルの製品は端末の場合平均単価でも1,000ドル以上するのに対し、サムスンを筆頭とした競合他社は比較的安価な商品を中心に供給しており、2023年1-3月期の平均販売単価もサムスンで457ドル、中国メーカーでおおむね215-293ドル近辺に留まっている。このことはアップルが先進国で強い状況と一体である一方、株式など中長期の成長性を重視する投資においては、人口面や経済面において先進国よりもはるかに潜在成長性のある発展途上国のシェアの獲得戦略において、逆にアップルが相対的に弱い部分もあることも考慮に入れておく必要があることを意味する。

なお、アップルでは中国での地政学的緊張感の高まりなどを背景とし、2025年までに生産の25%をインドに移管する可能性があるとの報道<sup>2</sup>もある。同社ではインドのムンバイとデリーに初の直売店の展開にも着手しているが、新興国への事業展開はこれまでの公付加価値製品のブランディングとは異なる性格も要し、同分野での同社の拡大戦略には一定のハードルが存在し短期的に進む可能性は限定的だと、弊社では考えている。持続的成長を前提とする株式の投資評価においては、同社のローエンドを含むグローバル戦略の進展を見守る必要がある。

<sup>2</sup> “Apple、最新 iPhone14 をインド生産 中国依存を修正か”、2022/9/26、日本経済新聞

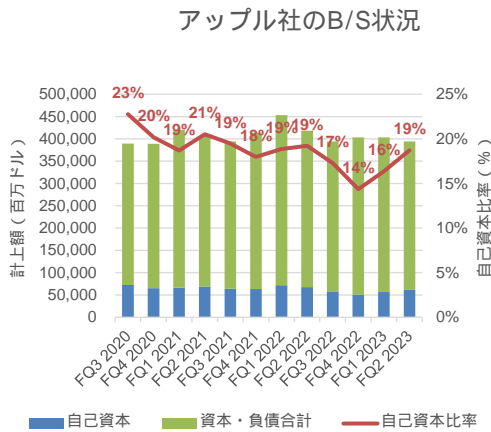
### 4. アップルの財務状況

[ポイント]

- アップルでは FY2023 上半期において、下記の通り全体的に財務の健全化傾向を示していた。
  - (1)自己資本比率が+5 ポイント改善し 19%に上昇、
  - (2)有利子負債の減少と流動資産の増加により 224 億米ドルのネット債務圧縮を実現、
  - (3)有利子負債の返済余力の指標であるネット有利子負債/EBITDA 倍率も、FQ2 末の推移を見る限り改善、

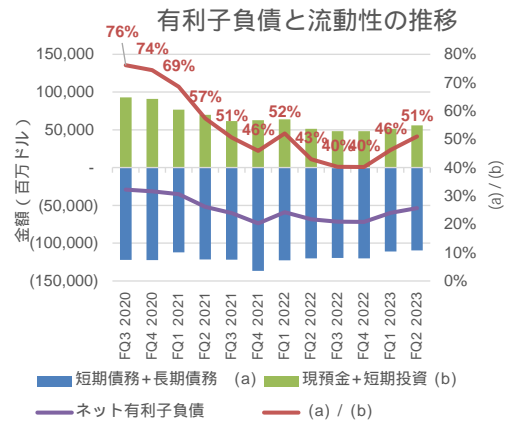
以下の図表 6 はアップルの自己資本比率の推移を、図表 7 には有利子負債と手元流動性の推移を、それぞれ抜粋した。

図表 6 アップルの四半期財務状況のサマリー



出所: アップル開示資料より5バリュアセットで作成

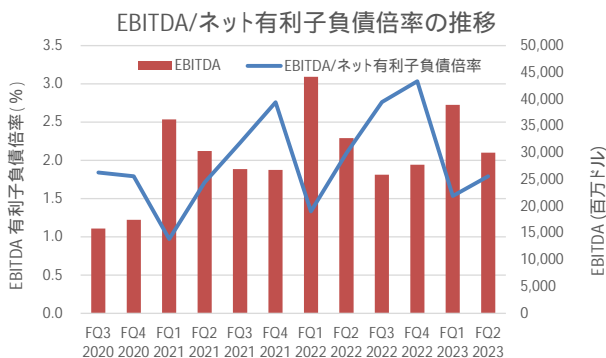
図表 7 アップルの有利子負債と手元流動性の推移



出所: アップル開示資料より5バリュアセットで作成

アップルの自己資本比率は、FY2020 Q3 から FY2022 Q4 にかけては低下傾向にあった。しかし、FY2023 Q3 にかけて有利子負債の圧縮などを実施、自己資本比率も 14%から 19%まで大きく回復、財務の健全性が増していた。

図表 8 アップルの債務返済力指標 (=EBITDA / ネット有利子負債) の推移



出所: アップル開示資料より5バリュアセットで作成

アップルはもともと手元資金が多い会社であり、特にここ2四半期において、有利子負債を圧縮しつつ、手元の現金を積み増している。このため、ネット債務(長短債務から手元流動性を差し引き)も圧縮されており、債務の返済余力が増していた。また、有利子負債の返済余力の指標である、ネット有利子負債/EBITDA 倍率で見た場合、季節性はあるものの FQ2の過去 3 年推移でみる限り、いくぶん低下(改善)している傾向が観測できる。

以上の状況から、アップルの債務返済余力は、FY2023 の上半期において、さらなる改善傾向を示していたと考えられる。

## 5. アップルの信用格付、及び社債の投資評価

### [ポイント]

- アップルの信用格付は、Moody's から最高格の Aaa 格と、S&P からは上位から 2 番目の AA+格と、それぞれ評価される極めて信用力の高い発行体。
- アップルの社債は、米国の事業社債の中でも流動性が高く、一般投資家にとっても投資機会となりやすい。
- 米国債投資の代替として考えれば、特に 5 年超のアップル社債の利回りには相対的な投資価値がある

アップルの信用格付は、Moody's から最高格の Aaa 格、S&P からは上位から 2 番目の AA+格と、それぞれ評価される極めて信用力の高い発行体

以下の図表 9 には、アップルの信用格付(発行体格付)を示した。アップルは、Moody's から最高格の Aaa 格と、S&P からは上位から 2 番目の AA+格と、それぞれ評価される極めて信用力の高い発行体である。前述のように、先進国を主体とする高い市場シェア(販売代金ベース)と独自の技術に基づく高いブランド価値を伴う製品・サービスが、同社の安定したビジネス基盤を下支えしている。同社の今後の利益やキャッシュフローは安定している半面で、明確に高成長を伴う事業モデルの変革が想定される訳ではない。このため、株価が著しく上昇する局面ではオーバーシュートの可能性も否定しきれないが、社債のスプレッドのタイト化については、頑健なビジネス・モデルを反映したものとして正当化されやすい。

図表 9 アップルの発行体格付け一覧

	発行体格付					
	Moody's		S&P		Fitch	
	格付 /Outlook	日付	格付 /Outlook	日付	格付 /Outlook	日付
発行体格付	Aaa		AA+	2013/04/23		
見通し	STABLE	2021/12/21	STABLE	2013/04/23		
ウォッチ						
劣後価格付	WR	1999/05/28				

出所：アップル開示資料より5バリュースセットで作成

注：海外格付けについては巻末の無登録格付けに関する説明書を参照いただきたい。

アップルの社債は、米国の事業社債の中でも流動性が高く、一般投資家にとっても投資機会となりやすい。

米国債投資の代替として考えれば、特に 5 年超のアップル社債の相対利回りには相対的な投資価値がある

以下の図表 10、11 には、アップル社債のスプレッドと利回りの期間構造を示した。同図表が示すとおり、5 年未満の社債ではスプレッドが大きく落ち込んでいる半面、5 年超のスプレッドは長い年限でも極端なスプレッドの増減は観測されないなど安定的に乗っており、市場がアップルのビジネス・モデルに関する長期の安定性を織り込んでいるものと考えられる。

アップルの社債は、米国の事業社債の中では、相対的に発行額も多く流動性も高いことから、一般投資家にとっても投資機会となりやすい。よって、信用リスク面から安全な米国債投資の代替として考えれば、アップル社債の利回りには相対的な投資価値があると考えられる。

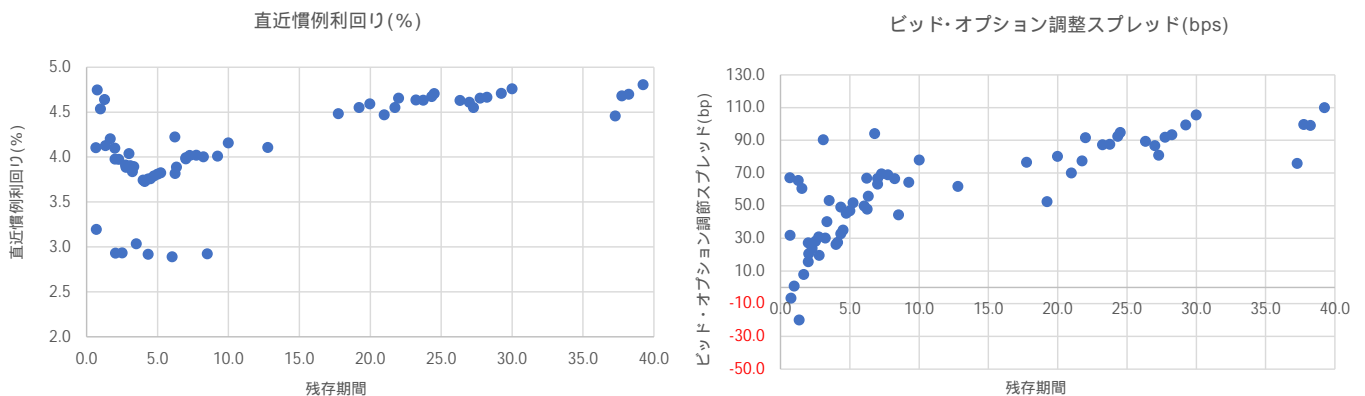
以上

図表 10 アップル社債の利回り/スプレッド例 (2023年7月18日時点)

日本語名	ISINコード	満期	クーポン	残高 (百万米ドル)	通貨	S&P 格付	劣後 債	コール 可能	リスク 国	直近慣例 利回り	アスク・オ プション調 整スプレ ッド (bp)	ビッド・オ プション調 整スプレ ッド (bp)
アップル	US037833DT41	2025/05/11	1.125	2,250	USD	AA+	N	Y	US	4.92	10.1	13.8
アップル	US037833EP10	2032/08/08	3.350	1,500	USD	AA+	N	Y	US	4.18	34.7	38.0
アップル	XS2079716853	2025/11/15	0.000	1,000	EUR	AA+	N	Y	US	3.40	15.9	29.1
アップル	US037833BA77	2045/02/09	3.450	2,000	USD	AA+	N	N	US	4.58	51.5	56.1
アップル	US037833EA41	2060/08/20	2.550	1,750	USD	AA+	N	Y	US	4.45	54.2	60.1
アップル	US037833BG48	2025/05/13	3.200	2,000	USD	AA+	N	N	US	4.93	9.4	15.7

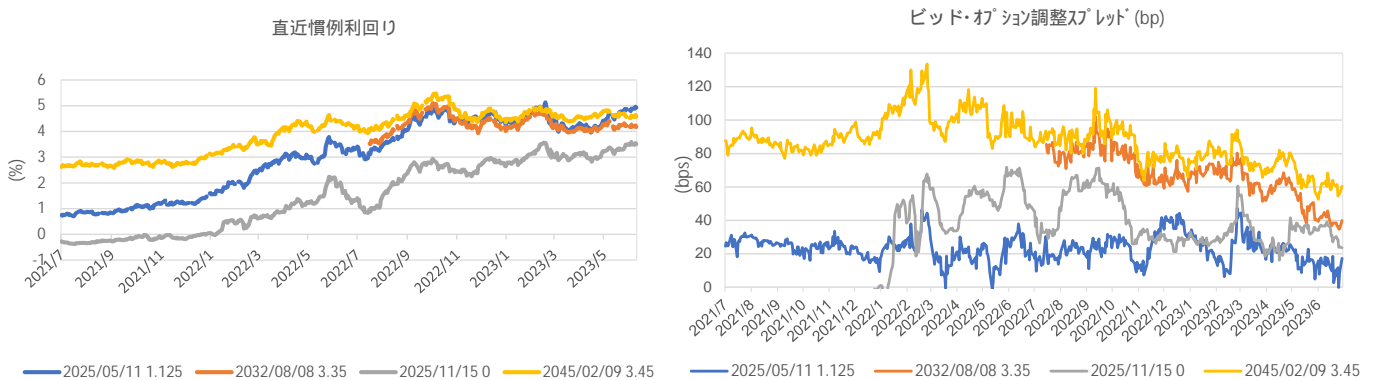
出所: Bloomberg データより5バリューアセットで作成

図表 11 アップル社債の利回り/スプレッド・カーブ(2023年7月18日時点)



出所: Bloomberg データより5バリューアセットで作成

図表 12 アップル社債のスプレッド・利回り



出所: Bloomberg データより5バリューアセットで作成

## 無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、誠実義務、利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

<p>ムーディーズ・インベスターズ・サービスについて 格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス(以下「ムーディーズ」と称します。)</p> <p>グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第2号)</p> <p>信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ(ムーディーズ日本語ホームページ(<a href="https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx">https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx</a>))の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。</p> <p>信用格付の前提、意義及び限界について ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。</p>	<p>S&amp;P グローバル・レーティングについて 格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：S&amp;P グローバル・レーティング(以下「S&amp;P」と称します。)</p> <p>グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&amp;P グローバル・レーティング株式会社(金融庁長官(格付)第5号)</p> <p>信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について S&amp;P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ(<a href="https://www.spglobal.com/ratings/jp/index">https://www.spglobal.com/ratings/jp/index</a>)の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付情報」(<a href="https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered">https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered</a>)に掲載されております。</p> <p>信用格付の前提、意義及び限界について S&amp;P グローバル・レーティングの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものではなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。</p> <p>信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。</p> <p>S&amp;P グローバル・レーティングは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合のみ信用格付を付与します。しかしながら、S&amp;P グローバル・レーティングは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。</p>	<p>フィッチ・レーティングスについて 格付会社の呼称について 格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス(以下「フィッチ」と称します。)</p> <p>グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第7号)</p> <p>信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ(<a href="https://www.fitchratings.com/ja">https://www.fitchratings.com/ja</a>)の「フィッチの格付業務」欄の「規制関連」(<a href="https://www.fitchratings.com/ja/regulatory">https://www.fitchratings.com/ja/regulatory</a>)の「信用格付の前提、意義及び限界」に掲載されております。</p> <p>信用格付の前提、意義及び限界について フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一セグメントの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。</p> <p>フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。</p> <p>信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明についてはフィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。</p>
---	---	---

この情報は、2022年8月10日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。

## Disclaimer

本資料は、5VA が本資料を受領されるお客様への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券又は金融商品の売買の推奨・取引・勧誘・申込みを目的としたものではありません。

### 開示事項

本資料の作成及び配布は5バリューアセット株式会社（以下、5VA）が行っております。

5VA では調査部門の活動（リサーチレポート作成、リサーチ情報の伝達を含む）に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業協会によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

5VA はリサーチ部門・他部門間の活動及び/又は情報の伝達、並びにリサーチレポート作成に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業協会によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

5VA では、所属するアナリスト及びその家族が、当該アナリストの担当カバレッジに属するいずれの企業の株式も保有することを禁じられています。また、本リサーチレポートが公開される前後3か月間に、本リサーチに関連する金融商品を個人的に取引することも禁じています。

### アナリストによる証明

本レポート表紙に記載されたアナリスト（以下、同アナリスト）は、本レポートに記載した見通し・評価・分析等の内容が、分析対象銘柄の発行企業及びその証券に対する同アナリスト個人の見解に一致していることを証明いたします。また、本レポート内で特定の判断もしくは見解を表明する見返りとして、いかなる報酬も一切受領しておらず、受領する予定もないことを合わせて証明いたします。

### 免責事項

本資料内で5VA が言及した全ての記述は、公的に入手可能な情報のみに基づいたものです。本資料の作成者は、インサイダー情報の入手・使用を禁じられています。

本資料に含まれる情報は、弊社が正確かつ信頼できると考える情報に基づき、正確性と信頼性を担保することを目標として作成していますが、その正確性、信頼性を客観的に検証しておりません。本資料内で5VA 以外の外部サイトのインターネット・アドレスを参照していることがございますが、リンク先の内容・正確性について5VA は一切責任を負いません。本資料はお客様が必要とする全ての情報を網羅することを意図したものではありません。

5VA は本資料に掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる保証も表明しておりません。また、5VA は、本資料の論旨と一致しない他の資料を発行している場合があり、又は今後発行する場合があります。

本資料に示したすべての内容は、本資料発行時点において5VA が入手可能な範囲で最新の評価や判断を示しておりますが、本資料に含まれる情報は金融市場や経済環境の変化等のために最新の内容ではない可能性があることをご認識ください。5VA では、本資料内に示した見解は予告なしに変更することがあります。また、5VA は本資料内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。

本資料で直接的又は間接的に言及・例示・評価・推奨している有価証券や金融商品は、市場価格の変動や発行体の財務状況の変化、経済環境の変化や経営判断、同証券や発行体に関わる外部評価の変化、金利や為替などの市況変動などの影響など、様々な要因により投資元本を割り込むリスクがあります。

本資料の作成にあたり、5VA では本資料を受領される個々のお客様の財務状況、ニーズもしくは投資目的を考慮しておりません。このため、本資料で言及されている有価証券や金融商品、市場見通し、投資戦略などは全てのお客様にとって適切なものであるとは限りません。お客様の投資に当たっては、ご自身の判断により投資評価や投資戦略を評価し、本資料に記載されている有価証券又は金融商品に関して投資・取引を行う際には、専門家やファイナンシャル・アドバイザーにご相談ください。

お客様による最終的な投資判断は必ずお客様自身によりなされなければならず、投資によって生じたいかなる結果につきましても、一切の責任はお客様にあります。5VA は、本資料を直接的にまたは間接的に入手したお客様が、本資料を参照した結果として生じたいかなる事象(直接・間接の損失、逸失利益及び損害、その他の状況) についても一切の法的責任を負いません。

本資料は、お客様に対し税金・法律・投資上のアドバイスとして提供する目的で作成されたものではありません。法律・制度・税金・会計等につきましては、お客様ご自身の責任と判断で専門家にご相談ください。

本資料に過去の投資パフォーマンスや過去データに基づく分析が示されていたとしても、これらは将来の投資パフォーマンスを確定的に予測したり、保証するものではありません。特に記載のない限り、本資料に含まれる将来予想は、アナリストが適切と判断した材料に基づく本資料公表時点におけるアナリストの予想であり、実現値とは異なることがあり得ます。5VA では、将来の投資パフォーマンスやリスクについての参考情報や見通しを示すことがありますが、いかなる観点でも、これを保証するものではありません。

本資料の作成アナリストによる投資・保有禁止に関わらず、5VA 及び社員は、本資料で言及された有価証券等や関連するエクスポージャーを、自己の勘定もしくは他人の勘定で取引もしくは保有する可能性があります。また、本資料で示された投資判断に反する取引を行うことがあります。本資料のご活用にあたりましては、お客様と5VA 並びにその社員との間で、利益相反が起こりうることに留意ください。

本資料は、日本国内に限定して配付致します。間接的に海外で入手されるような事態が生じた場合があったとしても、5VA では諸外国の法制度や規制に対応する責任を負いません。

Copyright 5VA Co., Ltd. All rights reserved.

本資料は5VAの著作物であり、著作権法により保護されております。

5VAの書面による事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を変更、複製・再配布し、もしくは直接的又は間接的に第三者に交付することはできません。

〒100-0005 東京都千代田区丸の内1丁目4-1  
丸の内永楽ビルディング 20階  
5バリューアセット株式会社 調査部  
(金融商品仲介業者 近畿財務局第437号)

この書面は金融商品仲介業者（以下、弊社）が所属金融商品取引業者等の委託を受けて行う金融商品仲介業に関し、広告又は広告類似配布物をお客様にお渡しする場合に一緒にお渡しする書面です。お取引前に下記内容をご理解くださいますよう、お願い申し上げます。

広告等補完書面（金融商品取引法 66 条の 10（広告等の規制）に基づく表示

金融商品仲介業者の商号 **5 バリューアセット株式会社**  
 登録番号：近畿財務局長（金仲）第 437 号  
**楽天証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 195 号**  
 加入する協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会、  
 一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会  
**東海東京証券株式会社 金融商品取引業者 東海財務局長（金商）第 140 号**  
 加入する協会：日本証券業協会一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融  
 商品取引業協会、一般社団法人日本 STO 協会  
**マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 165 号**  
 加入する協会：日本証券業協会一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人金融  
 先物取引業協会、一般社団法人日本暗号資産取引業協会、一般社団法人  
 投資顧問業協会

【手数料等について】

商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等（例えば、国内の金融商品取引所に上場する株式（売買単位未満株式を除く。）の場合は約定代金に対して所属金融商品取引業者等ごとに異なる割合の売買委託手数料、投資信託の場合は所属金融商品取引業者等および銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等）をご負担いただく場合があります（手数料等の具体的上限額および計算方法の概要は所属金融商品取引業者等ごとに異なるため本書面では表示することができません。）。債券を募集、売出し等又は相対取引により購入する場合は、購入対価のみお支払いいただきます（購入対価に別途、経過利息をお支払いいただく場合があります。）。また、外貨建ての商品の場合、円貨と外貨を交換、または異なる外貨間での交換をする際には外国為替市場の動向に応じて所属金融商品取引業者等ごとに決定した為替レートによるものとします。

【リスクについて】

各商品等には株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況（財務・経営状況含む。）の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ（元本欠損リスク）、または元本を超過する損失を生ずるおそれ（元本超過損リスク）があります。

なお、信用取引またはデリバティブ取引等（以下「デリバティブ取引等」といいます。）を行う場合は、デリバティブ取引等の額が当該デリバティブ取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額（以下「委託保証金等の額」といいます。）を上回る場合があると共に、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等の額を上回るおそれ（元本超過損リスク）があります。

上記の手数料等およびリスク等は、お客様が金融商品取引契約を結ぶ所属金融商品取引業者等（上記記載）の取扱商品毎に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料等をよくお読みください。

(202204\_159) (2016年5月) 0390900204