

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/04/23

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 自動車の未来をめぐる戦い - The Battle for the Future of the Car Is On. Tech Is a Weapon. [カバーストーリー]
自動車のコンピューター化は大きなチャンス P.1
2. チャットGPTによるニュース事業破壊の阻止を図るバリー・ディラー氏 - Inside Barry Diller's Plan to Stop ChatGPT From Destroying the News Business. [フィーチャー]
検索エンジン被害の二の舞を防ぐ P.6
3. ビッグマネー調査：株式市場の強気派は少数 - Fewer Money Managers Are Bullish on the Stock Market Now: Barron's Poll. [フィーチャー]
今後12カ月は株式より債券ー景気後退が最大の市場リスク P.9
4. 保険販売に乗り出す米国自動車メーカー - Your Next Insurance Salesman Could Be Your Car. [自動車]
利益率の高さが株価上昇に寄与 P.16
5. バンク・オブ・アメリカ 990億ドルの債券含み損でも投資家はひとまず安心 - Bank of America Reassures Investors About \$99 Billion of Unrealized Bond Losses. [フィーチャー]
低金利下における銀行の積極投資が裏目に、バークシャーと好対照 P.19
6. 長期の低金利がバブル経済の原因なのか - Low Rates Caused Bubbles, Right? Not So Fast. [フィーチャー]
急激で予期せぬ金利変動がもたらすリスク P.20
7. リセッション、利上げ、インフレについて - A Top Economist on Recession, the Fed's Rate Hikes, and Inflation. [インタビュー]
コンサルタントのサーム氏に聞く P.23
8. 株価は横ばいでも決算発表は順調 - Stock Market Barely Budes, but Earnings Season Is Going Swimmingly. [米国株式市場]
業績予想が上方修正に転じて上昇する可能性 P.26
9. 全く異なる株式と債券のシグナル、正しいのはどちらか - As Stocks Cruise, 'Rates Are Running for the Lifeboats.' [経済政策]
株式市場の方が楽観的 P.27
10. 今週の予定 - China's Consumer-Led Growth Looks More Like a Bounce, Not a Recovery [経済関連スケジュール]
消費がけん引する中国の経済成長は、回復というより反発にみえる P.30

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

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

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

Copyright © 2023 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. 自動車の未来をめぐる戦い

[カバーストーリー]

The Battle for the Future of the Car Is On. Tech Is a Weapon.

自動車のコンピューター化は大きなチャンス

EVや自動運転を超えるポテンシャル

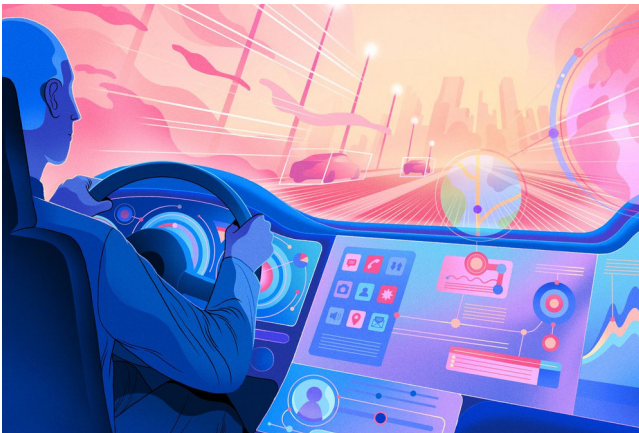


Illustration by Rune Fisker

4兆ドルの規模を持つ自動車業界は、三つの大きな革命的变化を同時に経験しており、そのうち電気自動車（EV）と自動運転の二つが特に注目を集めている。しかし、三つ目の変化は両者以上に強力かもしれない。その変化とは、自動車が走るコンピューターになるというものだ。

EVと自動運転車の重要性が低下するわけではない。しかし、これらの進歩には数十年がかかるだろう。一方、自動車メーカーは現在、既に「ソフトウェア定義型自動車（SDV）」を推進している。SDVでは、スマートフォンのよう

に、即座に自動車のアップグレードや改善が可能だ。

スマートフォンと同様に、デジタルディスプレイは、ほとんど無限の選択肢と全く新しいビジネスモデルを利用可能にする。さらに、マイクロプロセッサ、多様なソフトウェアツール、ネットワークにどこでも接続できる機能、大型の高解像度ディスプレイを必要とする。

ソフトバンクグループ<9984>傘下の半導体設計会社アームで自動車およびモノのインターネット（IoT）担当シニアバイスプレジデントを務めるディプティ・パチャニ氏は、「今や平均的な自動車のソフトウェアコードは航空機のボーイング747型機より多い」と語る。

この進歩は自動車メーカーにとって決して早過ぎるものではない。自動車メーカーは、アップル<AAPL>やアルファベット<GOOGL>傘下のグーグルがエンターテインメントやナビゲーションの分野で支配を強める中で勢力を失ってきた。

しかし、何年もの時を経て、自動車メーカーは反攻に転じつつある。ゼネラル・モーターズ（GM）<GM>は先月、2024年のシボレー・ブレイザー以降のEVでは、アップルのiPhone（アイフォーン）と車載システムを連携させる「CarPlay（カープレイ）」や、グーグルのAndroid（アンドロイド）スマートフォンをサポートしないと発表した。その代わりに、車載用システム「アンドロイド・オートモーティブ」に基づく独自システムを標準搭載するという。

一方、メルセデス・ベンツ・グループ<MBG.ドイツ>は、自社製の地図、ナビ、自動車モニタリングプラットフォームの「MBドット・コネクト」と、同じく自社製の自動運転プラットフォーム「MBドット・ドライブ」による2025年の売上高を数十億ドルと予想している。他の自動車メーカーも同様の道をたどっている。

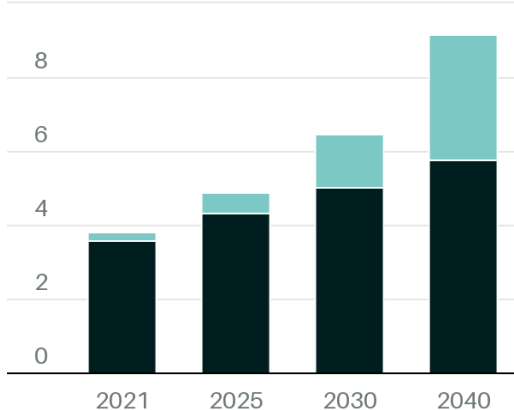
自動車メーカーがハイテク大手に反撃

Cars in the Fast Lane

Auto revenue is forecast to more than double over the next two decades, but most of the growth is coming from new digitally enabled services.

■ Traditional auto revenue
■ Digitally enabled revenue

\$10 trillion



Source: Accenture Research

自動車業界の反撃は、アップルが業界への進出を強めていることに対抗したものだ。昨年、アップルはCarPlayが米国の新車の90%超で利用できると発表した。アップルの自動車体験エンジニアリング担当シニアマネジャーのエミリー・シュバート氏は、昨年6月のアップル世界開発者会議（WWDC）で、米国の自動車購入者の79%はCarPlayが搭載されている自動車しか購入を検討しないと述べた。

シュバート氏はWWDCでCarPlayの新たなプロトタイプも発表した。これはiPhoneの接続範囲をセンターコンソールから拡大し、アップルがデザインしたアイコンやダイヤルを通じて、計器類（スピードメーターなど）と車内機能（車内温度管理など）のすべてにアクセスできるようにするものだ。

アップルは、新たなCarPlayの導入を検討している企業として、フォード・モーター<F>、ホンダ<7267>、メルセデス・ベンツ、ボルボ<VOLVB.スウェーデン>などの多数の自動車メーカーの名前を挙げた。その後のニュース

はほとんどないが、アップルは新バージョンのCarPlayを搭載した自動車が最初に発表されるのは2023年終盤としている。今年6月上旬のWWDCで最新情報が提供される可能性がある。

グーグルは2種類のサービスを提供している。一つはCarPlayと同様に機能する「アンドロイド・オート」で、もう一つが自動車メーカーに直接ライセンスされる組み込みソフトウェアの「アンドロイド・オートモーティブ」だ。アンドロイド・オートモーティブでは、現行のCarPlayやアンドロイド・オートに比べて、車内におけるアプリの利用や表示をメーカーがコントロールしやすい。

自動車メーカーにとってコンピューター業界は他山の石だ。デル・テクノロジーズ<DELL>、HP<HPQ>、レノボ・グループ<0992.香港>など、かつて隆盛を誇ったPCメーカーの製品は差異がほとんどなくなり、コモディティー化した。代わって、マイクロソフト<MSFT>が基本ソフト（OS）の分野で支配的な地位を築き、インテル<INTC>、アドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>、エヌビディア<NVDA>が特に重要な半導体を製造し、グーグルなどがWebブラウザ等の主要ソフトウェアを保有している。

半導体大手クアルコム<QCOM>の自動車担当シニアバイスプレジデントであるナクル・デュガル氏は、「自動車メーカーは、グーグルやアップルのサービスを自動車に導入したことで消費者との接点を失い始めた。メーカーは顧客の嗜好（しこう）を把握する必要がある。消費者との主要な接点を失えば、顧客の好みを知るのは非常に難しくなる」と指摘する。

半導体メーカーに注目



Courtesy of Apple

投資家にとっての朗報は、アップルおよびアルファベットと自動車メーカーの戦いで、どちらかの肩を持つかを決める必要がないということだ。その代わり、「武器商人」である半導体メーカーに投資すればよい。

エヌビディアは、人工知能（AI）機能を持つ高性能プロセッサや関連ソフトウェアツールをより多くの新車に提供している。自動運転はAIの最も強力な活用例の一つだ。エヌビディアの半導体はメルセデス・ベンツのレベル3自動運

転システム「ドライブ・パイロット」に利用されている。このシステムは特定の状況下でドライバーがハンドルから手を離すことを可能にする。

クアルコムも同様のアプローチを取っている。クアルコムのビジョンは、自動車のコネクティビティー、バッテリー、センサー、カメラ、ディスプレイ、先進運転支援システム（ADAS）をコントロールする「デジタル・シャシー」のプロバイダーになるというものだ。メモリー半導体メーカーのマイクロン・テクノロジー<MU>は、自動車業界は最高の長期的な成長機会を提供していると述べる。

さらに、アームも年内にナスダックで新規株式公開（IPO）を予定している。アームのバチャニ氏によると、アーム設計の半導体は車載エンターテインメントシステムの85%に搭載されている。バチャニ氏は「消費者はスマートフォンと同じ利用感を自動車に求めている。当社はその利用感を理解している」と語る。アーム設計の半導体は、iPhoneやサーバーなどの機器に利用されている。

より小規模な企業も、特殊な半導体に依存するニッチなアプリケーションの恩恵を受けるだろう。アンバレラ<AMBA>は、ADASとドライバー監視アプリケーションに利用される半導体を提供するほか、子供を後部座席に放置しないようドライバーに警告するための車内レーダーシステムを生産している。アンバレラの半導体は、顔認証で自動車を開錠するシステムや、車内をモニタリングして電話中にラジオの音量を下げたり、喫煙中に窓を開けたりするシステムにも利用されている。

サムスン電子<005930.韓国>傘下のハーマン・インターナショナルは、ヘッドアップディスプレイの「レディー・ビジョン」を提供する。これは重要な運転データをフロントガラスに投影し、ドライバーの視野に映るようにする。「レディー・ケア」は、ドライバーの心拍数、呼吸、眼球の動きなどを監視し、注意が散漫になっていることを検知したときは、座席を揺らしたり、シートベルトを引き締めたりする。

かつて携帯電話の大手メーカーだったブラックベリー<BB>も、重点分野をセキュリティーや自動車関連のソフトウェアに変えている。ブラックベリーの「アイビー」は、現代の自動車において増え続けるセンサーデータを管理するためのプラットフォームだ。またブラックベリーは、1月の家電見本市「CES」で、中国の自動車メーカーである東風汽車が新モデルのバッテリー管理にアイビーを採用すると発表した。

無線アップデートが大きな強みに

The Digital Arms Dealers

As Apple and Alphabet battle auto makers for cockpit supremacy, investors don't have to pick a side. These

Company / Ticker	Market Value	Comment
Apple / AAPL	\$2.6 trillion	CarPlay works in most cars, but some auto makers pushing back
Alphabet / GOOGL	1.4	Two-pronged strategy, with phones and embedded systems
Amazon.com / AMZN	1.1	Cloud unit AWS plays key role in cloud-based services in the car
Nvidia / NVDA	\$667.2 billion	Big automotive push includes graphics processors in Mercedes, other cars
Qualcomm / QCOM	133.1	Its "digital chassis" powers batteries, assisted-driving services, and entertainment
Micron Technology / MU	68.4	Software-driven cars provide big opportunity for the company's memory chips
Ambarella / AMBA	2.7	The chip maker is focused on vision- and sensor-processing systems
BlackBerry / BB	2.6	Its QNX unit plays key role in managing sensors, other services
Arm Holdings	N/A	The soon-to-be-public SoftBank unit is a key technology provider for in-car processors
Harman International	N/A	The Samsung unit is expanding beyond stereos to in-cabin systems

N/A=not applicable

Source: Bloomberg

もちろん、自動車にとってテクノロジーは目新しいものではない。自動車メーカーは、アンチロックブレーキから電子ロックに至るまで、数十年にわたって半導体と組み込みソフトウェアを利用してきた。ただし、これらの電子機器は、マイクロコントローラーという半導体や、それを若干高度化した「エレクトロニックコントロールユニット」（ECU）によるものだ。

調査会社ガイドハウス・インサイトのアナリストであるサム・アブエルサミド氏は、「現代の平均的な自動車には30～50個のECUが搭載されており、高級車では100個を超える。各ECUが小規模なOSを独立して実行しているため、システム全体のアップデートは困難だ」と語る。

クアルコムやエヌビディアなどのプロセッサのメーカーは、以前は独立したマイクロコントローラーに依存していた多くの自動車の機能を管理するための半導体を発表している。これにより、搭載される半導体が減少し、自動車をアップグレードしやすくなる。アブエルサミド氏によると、電気自動車大手テスラ<TSLA>はこの分野のパイオニアだった。

この方式には二つのメリットがある。一つは自動車の完成時点で機能を固定する必要がなくなること、もう一つは強制リコール時に無線でソフトウェアを修正できることだ。リコールのために販売店を訪問する自動車所有者の数が十分ではない場合、自動車メーカーは罰金を科される可能性がある。アブエルサミド氏は「無線なら100%の所有者のアップデートが可能だ」と語る。

自動車のソフトウェアコードが増加し、コネクティビティーが高まるにつれて、消費者に対して支出を求める圧力も強まる。これには二つの側面がある。一つは、自動車のほとんどすべての機能について、ソフトウェアを無線で更新できることだ。バッテリーの航続距離の改善、新たな自動運転機能の追加、車内体験の向上など、従来はアップグレード不可能なマイクロコントローラーによって処理されていた分野でアップデートが可能になるだろう。

魅力的なサブスクリプション



Courtesy of Mercedes-Benz

自動車メーカーにとってそれ以上に魅力的なのは、自動車をサブスクリプションサービスのプラットフォームに変えるというアイデアだ。例えばテスラは、完全自動運転モードに最大で月額199ドルの料金を課している。必要なハードウェアやセンサーが既に工場で搭載されているにもかかわらず、である。

アマゾン・ドット・コム<AMZN>のクラウドサービスであるアマゾン・ウェブ・サービス（AWS）の自動車担当ゼネラルマネジャー、ウ

エンディ・パワー氏は、娯楽や情報の選択肢が増えるにつれて、AWSが車内体験にとってますます重要な役割を果たすようになると語る。パワー氏は「レベル3の自動運転では、車内での時間を仕事や娯楽に自由に利用できる」と述べる。

自動車がサブスクリプションプラットフォームに変わることは、サブスクリプション管理を専門とするソフトウェア会社ズオラ<ZUO>にとって新たなチャンスだ。ズオラのティエン・ツォ最高経営責任者（CEO）は、「自動車を決済手段にして何がいけないのか。あなたが自動車をリースしているなら、自動車メーカーとの間で既に金融取引をしていることになる」と語る。

GMはサブスクリプションに長年取り組んでおり、車載テレマティクスサービスの「オンスター」は1996年に導入されている。GMは今年、IBM<IBM>傘下のレッド・ハットが開発したシステムに基づくソフトウェアサービスの「アルティファイ」を開始する予定だ。開発者は、このシステムにより、GM製自動車向けの新たなアプリやサービスを開発することができる。

エヌビディアは、同乗者や（駐車中やEV充電中の）運転者が車内でゲームを遊べるように、ゲーミン

グサービス「ジーフォース・ナウ」を自動車に導入すると発表した。メーカー各社は、充電ステーションでのプラグイン時に決済システムに接続し、スムーズなEV充電を実現するソフトウェアや、通行料金と駐車料金を自動的に支払うソフトウェアの提供を計画している。一部のメーカーは保険にも参入しつつある。

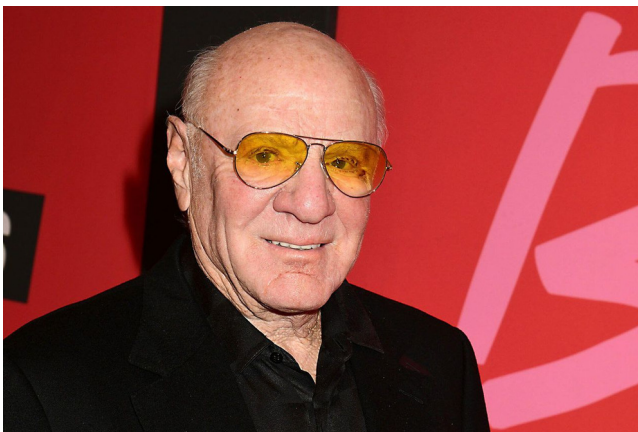
自動車メーカーのBMW<BMW.ドイツ>はシートヒーターの実験的な有料化を検討したが、現在は計画を撤回し、自動車に既に搭載されている機器についてサブスクリプション料金を課す予定はないと述べている。メーカー各社は地図や音楽・動画配信などのサービスをサブスクリプション化できる可能性に言及しているが、消費者がiPhoneやAndroid端末でこれらのサービスを利用し続けるというリスクは残る。

自動車メーカーにとっては幸いなことに、業界全体でビジネスモデルを再編するための資金は十分にある。課題は、消費者が何を求め、いくらまでなら対価を支払うかを明らかにし、その対価の全部（少なくとも大部分）を獲得することだ。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

2. チャットGPTによるニュース事業破壊の阻止を図るバリー・ディラー氏 [フィーチャー] Inside Barry Diller's Plan to Stop ChatGPT From Destroying the News Business. 検索エンジン被害の二の舞を防ぐ

水面下の接触



Robin Platzer/Twin Images/Sipa USA/Alamy Live News

デジタルメディア複合企業のIACインタラクティブコープ<IAC>の会長で、かつてはハリウッドの大立者であった億万長者のバリー・ディラー氏は、チャットGPTのような生成人工知能（AI）プラットフォームがもたらす脅威について、筆者に厳しい非難の言葉を述べた。

ディラー氏には既視感がある。25年ほど前、当時、シリコンバレーの検索エンジンの連中（グーグルだけでなく、エキサイト、ヤフー、ライコス、アルタビスタなど）が、昔ながらの新聞社や雑誌出版社にそのコンテンツを無料でネット

ト上に公開するように説得した時に起きたことが記憶によみがえってくるのだ。その時は、（映画『ビッグ・リボウスキ』のジェフ・ブリッジス調で読んで欲しい）「やあ、インターネットって言う新しいものがあって、そこではすべてがただなんだ。あんたたちもやった方がいいぜ」といった調子だった。出版社側は渋々と従い、検索エンジン側（最終的にはほぼグーグルに集約された）は「どうもありがとう」と言ってすべての広告収入を手にした。その結果、報道業界は衰退した。ディラー氏は「生成AIが同じ道をたどり破壊的になる前にわれわれがやらなければならないのは、実際の出版を行う出版社の能力を保護するためのルールと手続きを制定することだ。さもないと、出版活動がなくなる」と切迫した調子で語った。

ジョージ・W・ブッシュ元大統領が引用を間違えた有名な言い回しに「私を一度だますのはあなたの恥だ。二度だまされれば私の恥だ」というのがあるが、二度とだまされないことが、AIによる知的財産の持ち逃げについて、ディラー氏や他のメディア企業の幹部が念頭に置いていることだ。ディラー氏は、そうした観点から、バロンズの親会社ダウ・ジョーンズを傘下に収めるニュース・コープ<NWS>やドイツを本拠とするアクセル・シュプリングァーなど大手出版社と接触し、この仮想敵との戦いに備え、団結するように説得を行っている（各社はコメントを控えた）。

また、ディラー氏と他のメディア企業幹部は、マイクロソフト<MSFT>およびグーグルの親会社アルファベット<GOOGL>とも対話を行っているという。マイクロソフトはチャットGPTを所有するオープンAIに対し数十億ドルの投資を行っており、これまで負け組となっていた検索エンジン「ビング」の最新バージョンにチャットGPTの大規模言語モデル（LLM）を搭載した。アルファベット傘下のグーグルにはチャットGPTに似た「バード」があり、競合するLLMをベースにしている。ディラー氏によれば、こうした話し合いの目的は、脅威に満ちた新たなAIの世界におけるコンテンツの使用許諾のあり方について合意に達することだ（先月、ニュース・コープのロバート・トムソン最高経営責任者（CEO）が、ニュース・コープのコンテンツを使用する際の対価について、あるAI企業と協議を行っていると言っている）。

ディラー氏の手腕



Dreamstime.com

81歳になるディラー氏に出版業界の大物としてのイメージはないかもしれないが、一部の経験不足の同業者とは異なり数十年にわたる業界経験があり、ABCの若手幹部として1960年代半ば以降、メディアの権利について交渉にあたったこともある。出版社間およびAI業者との間の合意の仲介にディラー氏の手腕は打ってつけだ。また、こうした複雑な状況を乗り切るには過去のしがらみにとらわれない考え方が必要となる可能性があるが、それもディラー氏の長所の一つだ。

ユニークなファッションやヘアスタイル、容赦のない率直さ、IAC本社の驚くほど未来的な建物のすべてが、ディラー氏の「Think different」思考の表れだが、それ以上にユニークなのがIACそのものだ。持ち株会社でもあり、インキュベーターでもあり、プライベートエクイティ企業でもあるIACは、まさに独自のカテゴリーに属すると言ってよい。ディラー氏は「当社は反複合企業的な複合企業だ。企業を育成し、独立すべき段階に達したと判断すればスピニアウトする。これまでに12社独立させた。そして最初からもう一度育成を始める」と語る。スピノフした企業には、オンライン旅行サービス会社のエクスペディア<EXPE>、マッチングアプリを運営するマッチ・グループ<MTCH>、チケット販売会社のチケットマスターなどがある。新たな買収企業としてはメディア企業のメレディスと17%の株式を取得したカジノリゾート運営のMGMリゾート・インターナショナル<MGM>がある。こうした取引は華やかだが、失敗に終わる可能性もある。

「IACの株価が低迷しているが」と切り出した筆者をさえぎり、ディラー氏は「その通りだ。過去2年

間、S&P500指数が横ばいであったのに対し、68%も下げた。1年半前、メレディスを約30億ドルで買収したが、この1年間、広告市場は必ずしも堅調だったとは言えない。もう一つは、当社が傘下のドットダッシュ（電子出版業）と主として紙の雑誌を出版するメレディスとの統合の困難さを過小評価していたことだ。極めて厄介な作業だった。早期に成果が出ると楽観し過ぎていた。そして、住宅関連のマーケットプレイスを提供するアンジー・ホーム・サービス（旧アンジーズ・リスト）がちょうど同じ時期に全面的な変革を進めていた」と語った。ディラー氏は今年後半には各事業が回復すると見込んでおり、株価が反発しなければ「腹が立つだろう」と言う。

長年、長期保有株主の信頼は報われてきた。6月の株主向け資料によると、株主にもたらされた価値は1995年以降で6000億ドルに上り、この間のリターンはS&P500指数が年率10%であったのに対し、IACは13%に達する（ただし、現在のリターンは低い）。

■ 共存のためのルールを模索

ディラー氏はIACをアウトパフォームの軌道に戻すことに注力しており、AIという獣を手なづけようとしている。具体的な対象を聞くと、「誰と戦うことになるか、現時点では分からない。現在、マイクロソフトとグーグルのバードの二つが主要プレーヤーなのは間違いないが、この2社が戦うべき相手なのか確信はない。協力企業となる可能性もあると考えている。マイクロソフトにとっては、検索市場のシェアがわずか3%で広告事業もほとんどないため、大きなリスクはない。グーグルには大きなリスクがある。実は、相互に打診を行っており、われわれからだけでなく、先方からも同様に打診がある」と語った。

この点について、グーグルとマイクロソフトにも聞いてみた。グーグルのグローバル・パートナーシップ責任者のドナルド・ハリソン氏は電子メールで「当社には、ニュース出版社がコンテンツを収益化し、視聴者との関係を強化するためのツールを開発してきた長い実績がある。LLMを搭載した機能を開発していく上で、新たなエコシステムに価値のあるトラフィックをもたらす体験を引き続き優先していく。まだ極めて初期の段階であり、引き続き、ニュース出版社も含め、エコシステムと協力し、その意見に耳を傾けていく」と語った。マイクロソフトはコメントを控えた。

マイクロソフトに関しては、2022年3月上旬にウォール・ストリート・ジャーナル紙が、ディラー氏、その妻の連れ子のアレックス・フォン・ファーステンバーグ氏、および億万長者のメディア企業経営者デービッド・ゲフィン氏が、アクティビジョン・ブリザード<AVTI>の株式について、同社がマイクロソフトによる買収に合意するよりも前の2022年1月に行った多額の取引を、米司法省と証券取引委員会（SEC）が調査中であると報じた。ディラー氏はインサイダー取引が進行中であったことを強く否定し、「単に運の良い投資だった」と同紙に語っている。IACの広報担当者にディラー氏の嫌疑は晴れたか聞いたところ、「嫌疑なし」とはなっていないが、捜査当局からの直接の連絡はしばらくないとのことだった。

AIとの戦いのもう一つの側面として、他の出版社と協力する際、独占禁止法に抵触しないようにするため、慎重に行動しなければならないことが挙げられる。ディラー氏は「弁護士に慎重に行動するように諭されている。規制当局の承認が必要となるだろう。問題はシャーマン法だ。刑事罰だけでなく民事の罰金もある。業界団体なら可能だが、できることに限界がある」と語った（4月20日、業界団体の一つがAIシステムによるコンテンツ使用の原則に関する声明を発表した）。

ディラー氏は「ただ列車を止めろとは言えない。列車が線路を進む前提でソリューションを提示する必要がある。それがわれわれの目標だ。共存が必要だ」と言う。

By Andy Serwer
(Source: Dow Jones)

3. ビッグマネー調査：株式市場の強気派は少数

[フィーチャー]

Fewer Money Managers Are Bullish on the Stock Market Now: Barron's Poll.

今後12カ月は株式より債券ー景気後退が最大の市場リスク

春のビッグマネー調査では、130人の投資家が参加



Illustration by Barron's Staff; Dreamstime (1)

ウォール街は困難の時代から混迷の時代へ移行した。投資家は米連邦準備制度理事会（FRB）が年内に金利を引き下げると予想しているが、FRB幹部はその予定にはほど遠いことを示唆している。エコノミストは景気後退を予測しているが、失業率は過去最低水準にとどまっている。また、企業が不況を警告しているにもかかわらず、アナリストは2023年が過去最高益の年になると予想している。

トレーディングが低調で、投資家が確信を持っていないのも無理はない。彼らの不安は本誌の最新

のビッグマネー調査でも明確に表れており、多くの回答者との会話でも明らかだった。この1カ月間に調査したプロの投資家のうち、今後12カ月間の株式の見通しについて強気だと答えたのは36%にとどまった。「中立」とする回答者も同率で、「弱気」とする回答は28%に上った。

ブリッジズ・トラストの最高経営責任者（CEO）兼最高投資責任者（CIO）であるテッド・ブリッジズ氏は、「年内は、企業利益の減少と、FRBの利上げ終了が近づいて穏やかになる金利の様相との戦いになるだろう」と述べ、強気の立場を維持している。そして、「投資家は、企業利益がどの程度になるかを見極め、その利益水準に見合ったバリュエーションを決定するため、その過程では多くの変動が生じる可能性がある」と語った。

米国株にとって過去最悪レベルの年だった昨年秋の調査では、40%のマネジャーは強気だった。しかし、今年に入って相場が上昇していることで、ビッグマネー調査の回答者の将来に対する楽観的な見方が抑えられているのかもしれない。S&P500指数はグロース株にけん引され、年初来で8%上昇し約4130となっている。一方、ブルームバーグ米国総合債券指数は約3%上昇している。

強気派のマネジャーは、S&P500指数が年末までに1%、2024年6月30日までに8%上昇し4450に達すると予想している。一方、弱気派は、現在の水準から年末までに13%下落し、2024年半ばまでに8%下落して3801まで落ち込むと予測している。

債券は今や魅力的になった利回りにより、マネジャーの間で人気が高まっている。実際、52%のマネ

ジャーが、2023年には債券が株式よりも高いリターンをもたらすと予想している。さらに、その他の保守的な運用手法も流行している。金はマネジャーの平均予想で、1オンス当たり2106ドルと先週の2007ドルから上昇し、1年以内に過去最高値を更新するとしている。

本誌は、ベータ・リサーチ社の協力を得て、春と秋の年2回、経済、市場、投資に関する機関投資家の意見を調査するビッグマネー調査を実施している。4月上旬に締め切られた最新の投票には、約130人のマネジャーが参加した。

FRBはインフレを抑えるために利上げを続けるのか、それとも一時停止するのか、あるいは物価の下落や経済の弱体化に伴って利下げに転じるのかなど、金利見通しはほとんどの投資家にとって重要な要素だ。3分の2の回答者は、フェデラルファンド（FF）金利の直近目標レンジが4.75%～5%であるのに対して、4.5～5.25%で年末を迎えたと予想している。つまり、FRBの利上げはほぼ終了しているが、投資家は今年中に利下げが行われるのを当てにすべきではないということになる。

フレイジャー・フィナンシャル・アドバイザーズのCIO、ジョシュ・フレイジャー氏は、「FRBによるインフレ率上昇への対応が遅かったことに異論はないだろう。そして今、FRBはインフレ率の低下に対しても反応が鈍くなる、という懸念が当然ながら存在している」と指摘する。

株式市場に対する見方の混迷深まる

ビッグマネー調査の回答者の多くは、消費者物価指数（CPI）に基づく2023年のインフレ率が4～5%になり、その後2024年は3%程度に低下すると予想している。2024年のインフレ率がFRBの目標値である2%以下になると予想する回答者は、わずかに9%だ。

回答者の約24%は、今年の米国の実質GDP（国内総生産）がマイナス成長になるとみており、1%程度の成長を見込む、あるいは2%以上の成長を見込む回答者はそれぞれ38%だ。アルタ・キャピタル・マネジメントのプリンシパルであるケイシー・ネルソン氏は、2023年後半、あるいは2024年前半に穏やかなリセッション（景気後退）が始まるとみており、「消費者のバランスシートは、今のところ良好に見えるが、貯蓄が減少しているため、悪い方向に向かっている。失業率が上昇すれば、事態はさらに悪化する可能性がある。エコノミストは、過去1年間のFRBの利上げが経済全体に影響を及ぼし始めたばかりだと言うだろう」と指摘する。ビッグマネー調査の回答者の約25%が今後数カ月の株式市場に対する最大のリスクとして米国の景気後退を挙げ、続いて23%が金利上昇を、20%が失望的な企業業績をそれぞれ挙げている。

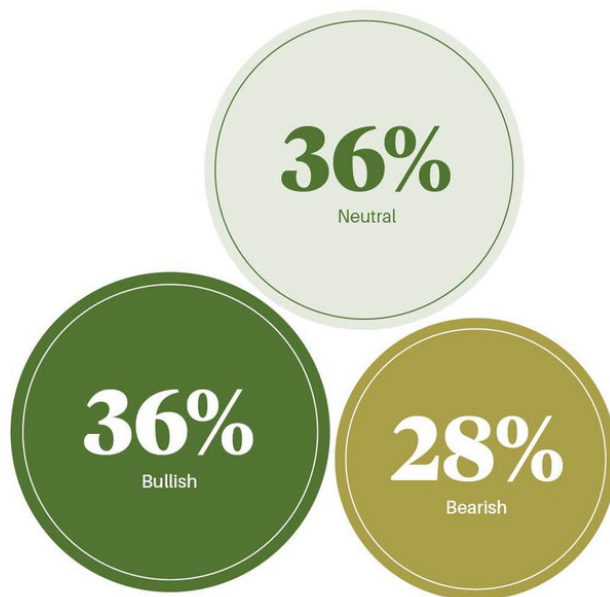
シリコンバレー銀行（SVB）とシグネチャー銀行の破綻、さらにファースト・リパブリック銀行＜FRC＞のトラブルが3月の市場を動揺させ、一時は金融機関に悪影響の連鎖が懸念されたが、ビッグマネー調査の回答者の多くは、米銀最大手と地方銀行の健全性に懸念を抱いていない。さらに、回答者の66%が銀行の混乱に対する規制当局の対応を支持している。

アルジャーのCEO兼CIOであるダン・チャン氏は、「S&P500指数は昨年10月に底を打ったように思われ、再び大きな試練に直面することはないと思う。FRBの利上げサイクルは終わりに近づいている。これは新たな強気市場の始まりであり、グロース株が再び市場をリードするはずだ」と述べている。

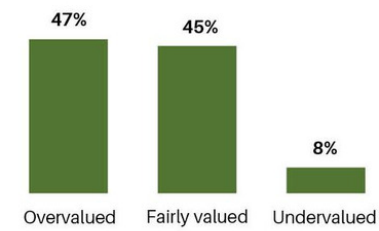
それでも、バリュエーションはあまり余裕のある水準にはなっていない。S&P500指数の予想PER（株価収益率）は18.4倍で、1年前より割安になっているが、過去20年間の平均値である15.7倍を大きく上

THE MARKET

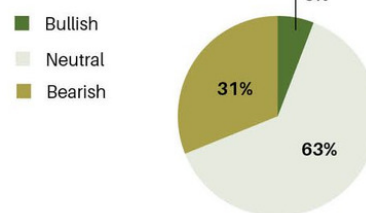
◎ Describe your investment outlook for U.S. equities in the next 12 months.



◎ Is the U.S. stock market overvalued, undervalued, or fairly valued at current levels?



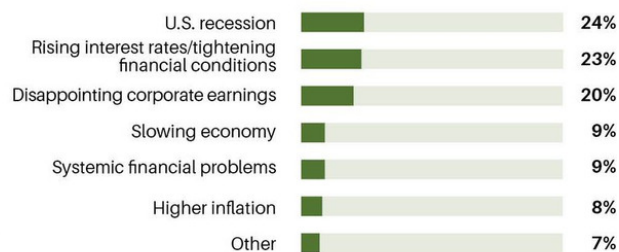
◎ Are your clients bullish, bearish, or neutral about U.S. stocks?



◎ Where do you expect the following market measures to trade as of Dec. 31, 2023, and June 30, 2024, if you are...

BULLISH			
	12/31/23	6/30/24	
DJIA	33,753	35,698	
S&P 500	4187	4447	
Nasdaq Composite	12,353	13,435	
BEARISH			
	12/31/23	6/30/24	
DJIA	30,035	31,422	
S&P 500	3598	3786	
Nasdaq Composite	10,371	10,998	

◎ What is the biggest risk stocks will face in the next six months?

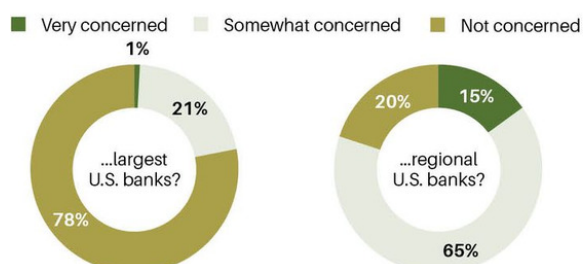


◎ Which asset class will provide a higher return in the next 12 months? In the next five years?

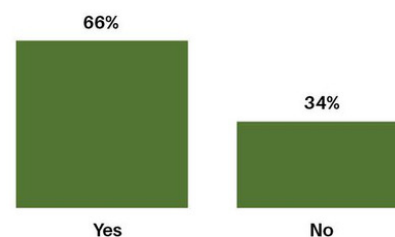


BANKS

◎ How concerned are you about the health of the...



Do you approve of regulators' response to recent bank troubles?



回る。米国株式市場を割安とする回答者はわずか8%で、47%が割高と評価している。

ビッグマネー調査の回答者は、経済状況が悪化すれば、FRBは早ければ今年後半にも金利を引き下げ、市場のPERを高める可能性があるが、それも株式にとって必勝法とは言えないと述べている。それは、潜在的な企業利益悪化の程度に大きく左右される。

ウェルス・エンハンスメント・グループのシニアバイスプレジデント兼ファイナンシャルアドバイザーであるマーク・キーリング氏は、「昨年の相場下落は、金利上昇によってバリュエーションが低下したことが主因だった。問題は、企業利益の成長が鈍化したり、あるいは減益になったりしたときに、相場がどの程度下落するかだ」と言う。

ビッグマネー調査の回答者の平均予測によれば、S&P500指数の今年の1株当たり利益（EPS）は約213ドルとなる見通しだが、これは昨年を約1.4%下回ることになる。回答者は現時点で2024年のEPSを9%増の232ドルと予想している。

FRBが景気後退させることなくインフレを抑制するというソフトランディングは、多くの専門家にあり得ないことだと思われる。キーリング氏は、「FRBが針に糸を通すような巧妙な技を使えば可能かもしれない。われわれはそれを応援しているが、期待してはいない」と言う。スピアーズ・アバカス・アドバイザーズのプリンシパルであるボブ・モーゲンソー氏は、「より可能性が高いのは、長期的に金利が高止まることだ」と言う。これは、インフレと金利の両方が、ここ数十年で見られた超低水準を上回る水準を維持することを意味する。

回答者が選好する銘柄、セクター

モーゲンソー氏は、割高なバリュエーションを維持しながら利益を伸ばし続けることができる、競争力が強く資本効率の良い企業として、アップル<AAPL>、マイクロソフト<MSFT>、アルファベット<GOOGL>を挙げている。クレジットカード会社のビザ<V>とマスターカード<MA>もその条件に当てはまるが、モーゲンソー氏は決済分野の割安な銘柄を好む。すなわち、金融機関からの業務アウトソーシング企業のフィデリティ・ナショナル・インフォメーション・サービス<FIS>、金融情報処理システムのプロバイダーであるファイサーブ<FISV>、決済サービスのグローバル・ペイメント<GPN>だ。

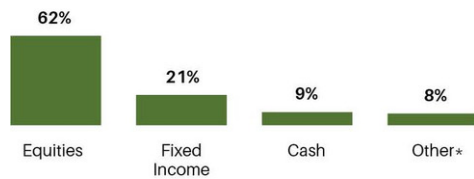
最も選好する好きなセクターとして、ビッグマネー調査の回答者の25%がテクノロジーセクターを、21%がエネルギーセクター、19%がヘルスケアセクターをそれぞれ挙げている。キーリング氏は、ヘルスケアセクターの強気派の一人で製薬株と保険株を好んでおり、「ヘルスケア株は今年下落したことから、バリュエーションが魅力的で、ディフェンシブな特性を気に入っている。景気後退であろうとなかろうと、人々は依然として薬を飲み、医療を受けなければならない」と指摘する。

長期的には、先進国の人口動態は高齢化が進む一方、新興国では医療へのアクセスが向上することで、医薬品やサービスに対する需要が高まると考えられる。また、遠隔地から医療を提供する新しい方法や、治療法を開発するための高度な技術など、多くの技術革新が進んでいる。

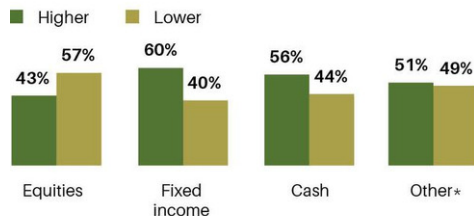
エネルギー関連銘柄について、ビッグマネー調査の回答者の複数が、今後数年間、再生可能エネルギーへの移行が長期化する中で、石油や天然ガスの供給が不足するとの見通しを示した。そのため、強気派は、エネルギー価格は業界の潤沢な利益と高い株主還元を支えるのに十分な高値に維持されるは

INVESTING

Describe your current asset allocation.

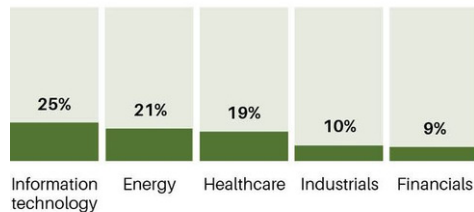


Is your weighting in each of these asset classes higher or lower than six months ago?



*Alternatives, convertible bonds, precious metals, real estate, and other

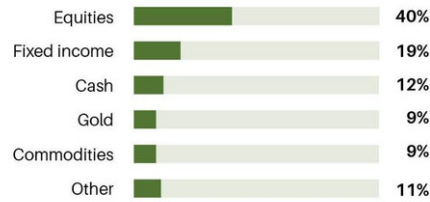
Which equity sector do you currently favor most?



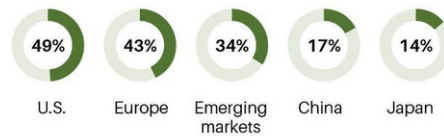
Which investment approach will perform best in the next 12 months?



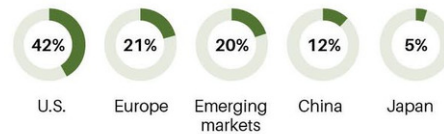
Which asset class do you consider most attractive today?



Which major equity markets look attractive now?



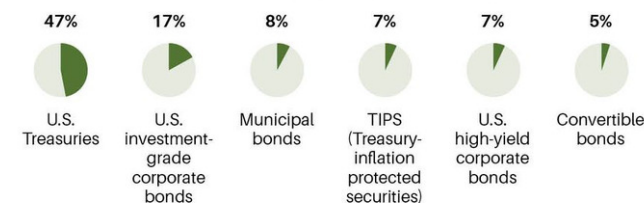
Which major equity market will perform best in the next 12 months?



Which equity category will perform best in the next 12 months?



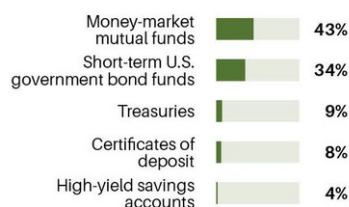
Which fixed-income category do you currently favor most?



Describe your fixed-income allocation by duration.



Where is the best place to park cash today?



Predict the level of S&P 500 earnings for...

2023

\$212.98

2024

\$232.02

Predict the levels of the following 12 months from now.

Oil, Nymex (per barrel)	\$78
Gold (per troy ounce)	\$2,106
Bitcoin	\$24,587

ずだと予測している。回答者は、今後1年間の原油価格にほとんど変化はないとみている。12カ月間の平均予想は1バレル当たり78.23ドルで、これは現在の原油価格とほぼ同じだ。

チャン氏は、米国の雇用市場が引き続き好調であること（3月の失業率は3.5%）を指摘し、米国の個

人消費が減速した場合には、中国の消費者がそのバトンを受けるとみている。ファッション業界大手のLVMHモエ・ヘネシー・ルイ・ヴィトン<MC.フランス>の直近の四半期決算では、米国での売上高が比較的横ばいだったのに対し、中国での売上高が大きく伸びており、この傾向は明らかだ。スポーツ用品大手ナイキ<NKE>も同様だ。チャン氏は「こうした動きにより、消費者向け商品の売上高は増加し続ける。多くの企業でコスト削減が行われ、サプライチェーン（供給網）の問題が緩和されれば、利益率も改善されるだろう。景気後退に突入すると考えれば、消費者関連株は奇妙に思えるかもしれない。しかし、このセクターの利益成長の原動力は、売上高の拡大に依存するものではない。コスト削減で利益率は改善され、昨年からのベース効果もある」と言う。

チャン氏は、特にアマゾン・ドット・コム<AMZN>、民泊仲介大手エアビーアンドビー<ABNB>やオンライン旅行会社最大手のブッキング・ホールディングス<BKNG>など、旅行や体験に関連する消費者関連株に対して強気だ。また、カジノ運営会社のラスベガス・サンズ<LVS>とフォーミュラ・ワン・レースを主催するフォーミュラ・ワン・グループ<FWONK>は、旅行が引き続き回復することで恩恵を受けるだろうと指摘する。

■ 前回調査に続き債券に注目が集まる

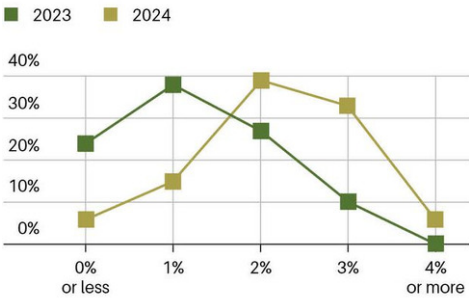
ビッグマネー調査の回答者の間では、ここ数年よりも債券に対する熱意が高まっている。ブリッジズ氏は、米国債のリターンを上回る、投資適格債の中でも格付けの低い債券と一部のハイイールド債銘柄に注目しており、ここ数カ月は利回りを確保するためにデュレーションを長期化している。ブリッジズ氏は「6カ月物財務省短期証券（TB）で5%超の利回りを得ることができるが、それで終わってしまうことも分かっている。5%は素晴らしいが、問題は6カ月という期間だ」と言う。

他の回答者も同様に、最近の利回りを高く評価する一方で、保有ポートフォリオの債券にはより保守的なアプローチを取っている。モーゲンソー氏は、「債券でようやくリターンが得られるようになったのは素晴らしいことだ。しかし、債券はやはり退屈だ。債券を買っても金持ちにはなれない、ただ貧乏にもならない方がいい」と言う。回答者の半数近くが、今日最も魅力的な債券カテゴリーとして米国債を挙げ、次いで米国投資適格社債を挙げている。回答者はおおむねデュレーションを短くしており、平均して債券ポートフォリオのうち61%を満期が3年未満の債券へ配分し、満期が10年超の債券へのウェイトはわずか8%だった。

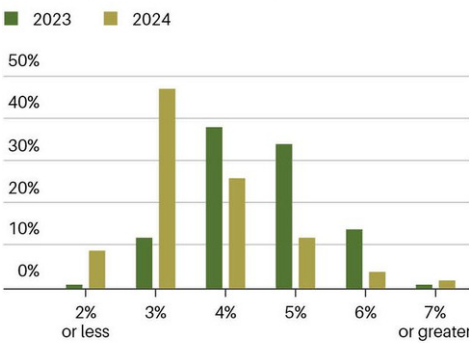
痛手を被った2022年以降、株式はやや回復し、債券は再び安定したものとなったが、2023年は投資家にとって厳しい年となっている。ビッグマネー調査の回答者のうち、S&P500指数に勝っていると答えたのは53%にすぎない。その原因は、春のビッグマネー調査に優柔不断な結果をもたらしたのと同じ、相反するシグナルにあるようだ。株価は依然として高値圏にあり、FRBの動向も不透明であるため、市場が明瞭になるという保証はない。

THE ECONOMY

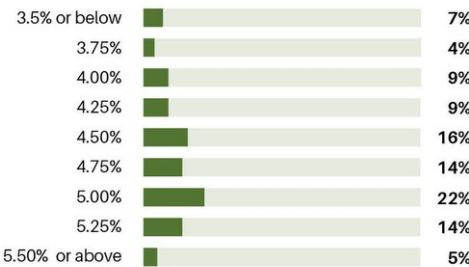
◎ Predict the growth rate of real U.S. GDP in 2023 and 2024.



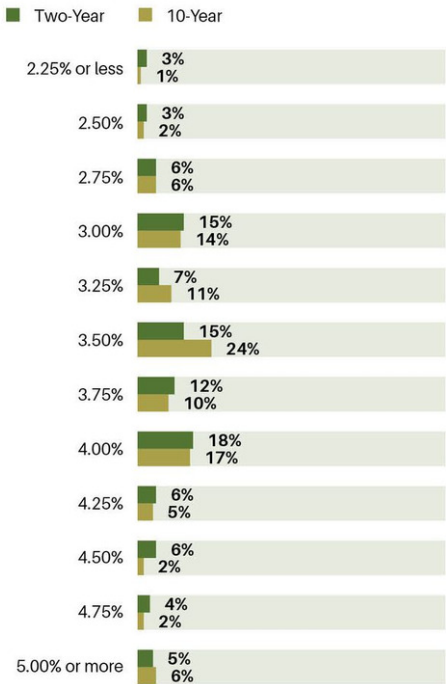
◎ Predict the year-over-year U.S. inflation rate (CPI) at year-end 2023 and year-end 2024.



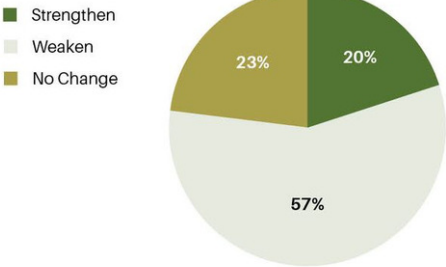
◎ What will the federal-funds rate be at the end of 2023?



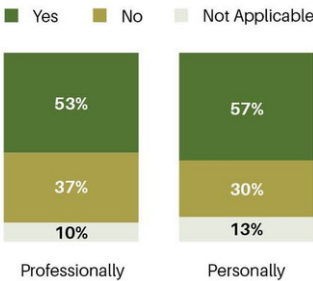
◎ What will the two-year Treasury note and 10-year Treasury note yield one year from now?



◎ Will the U.S. Dollar Index (DXY) strengthen, weaken, or stay the same in the next 12 months?

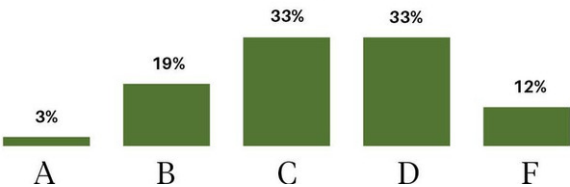


◎ Are you beating the S&P 500 this year?



THE FED

◎ How would you grade the performance of the Federal Reserve in achieving its dual mandate of maximum employment and price stability?



By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

4. 保険販売に乗り出す米国自動車メーカー Your Next Insurance Salesman Could Be Your Car. 利益率の高さが株価上昇に寄与

[自動車]

ドライバーは年間1700ドルの保険料を支払っている



Illustration by Mike Ellis

自動車メーカーがドライバーへ保険の直接販売に乗り出そうとしている。背景には、かつて米国製造業の花形だったフォード・モーター<F>やゼネラル・モーターズ<GM>（GM）が近年は苦戦していることがある。売上高と利益は10年前からほぼ横ばいで、この期間の平均年間リターンはGMが4.1%、フォードが3.8%にとどまる（S&P500指数は12.4%）。12カ月予想株価収益率（PER）はいずれも8倍未満で、S&P500指数の18.9倍の半分にも満たない。

電気自動車メーカーのテスラ<TSLA>の成功はより明るい未来への青写真を提示している。成長の原動力は新車販売だけでなく、車両から集めた膨大な量のデータを使って新たな収益源を生み出す能力だ。自動車のスマート化に伴い、自動車メーカーはコネクテッドカーから得るデータの管理をめぐる戦いを余儀なくされる。

ウェドブッシュのアナリストであるダン・アイブス氏は、「テスラがソフトウェアというフロンティアを開拓していることを受けて、伝統的な米国自動車メーカーはソフトウェアを重視するようになり、大手ハイテク企業による自動車分野への進出阻止に努めている。自動車メーカーはデータと顧客を囲い込みたいと考えている」と指摘する。

残念ながら自動車メーカーは既に一部の領域でハイテク企業による浸食を許している。自動車メーカーは運転支援ソフトウェアの提供ではリードしているが、地図や音楽およびエンターテインメントといったアプリケーションは既にiPhone（アイフォーン）やiPad（アイパッド）などのコネクテッドデバイスによって実行されている。ただし、自動車メーカーはハードウェアを支配しており、それ以外の企業がするのはそのハードウェア、つまり自動車で動作するアプリの販売のみだ。

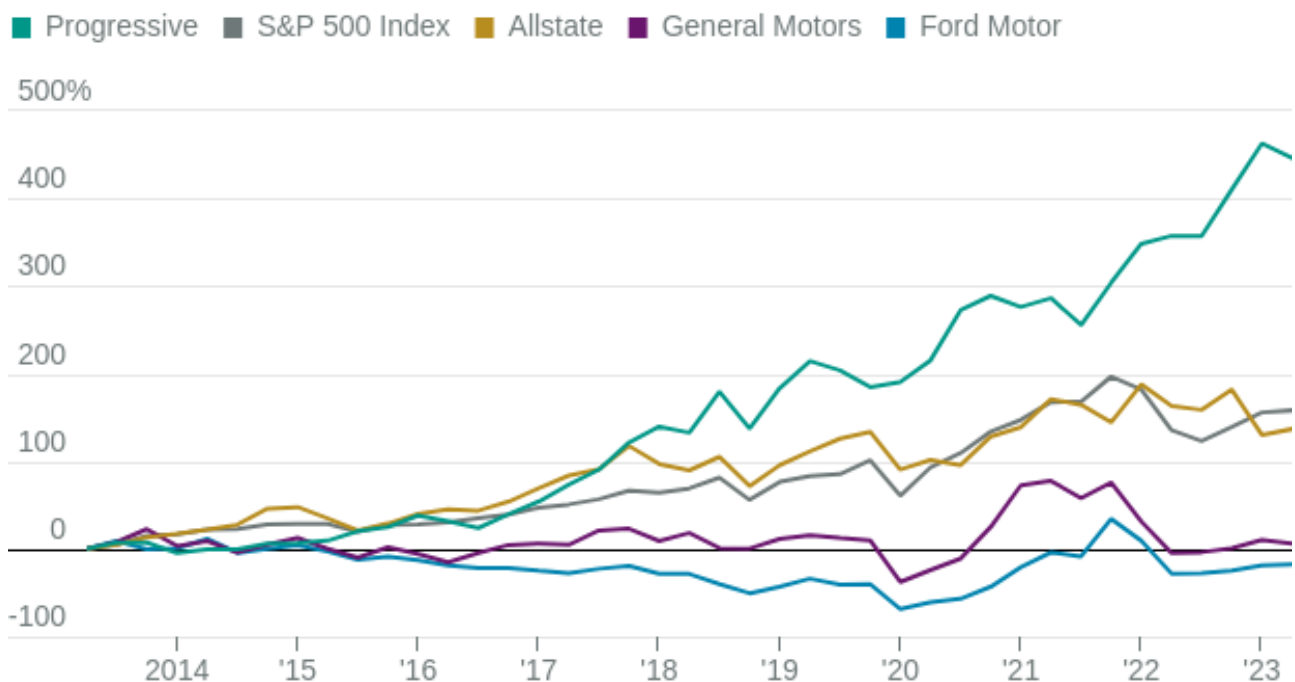
とはいえ、自動車メーカーが最も優位性を確保できる分野は、年間市場規模が3000億ドルの保険事業かもしれない。平均的なドライバーは毎年約1700ドルの保険料を支払っている。保険は自動車業界にとって非常に魅力的な経常収益だ。

事故予想や保険支払額の計算に車両データを活用

自動車メーカーによる保険事業への進出は既に始まっている。テスラは2019年にカリフォルニア州で保険を販売し始めた。GMは保険事業への進出を発表済みで、2020年代末までに保険関連の売上高が年間60億ドルに達すると考えている。フォードは保険事業の構築に取り組んでいると考えられているが、計画はまだ発表されていない。

Give Me a Lift

Selling insurance could help get shares of GM and Ford out of the doldrums.



Source: FactSet

大手自動車メーカーは、伝統的な保険会社と大手ハイテク企業およびインシュアテック（保険テクノロジー）スタートアップに対する優位性を、コネクテッドカーから取得するテレマティクス（コンピューター機器と移動体通信技術を組み合わせることで情報を無線で送受信できるようにする仕組み）データだと考えている。データは運転習慣など多くのことを伝える。誰が事故に巻き込まれるのか、事故の深刻さはどの程度か、修理にどれぐらいの費用がかかるのかを予測する上で優位性を持つことは、自動車メーカーがドライバーに魅力的な保険料を提供するのに役立つ。

ビジネスチャンスは大きい、ものにするのは容易でない。米国保険市場の約50%を支配するステート・ファーム、オールステート<ALL>、プログレッシブ<PGR>、およびガイコの4社が戦うことなくシェアを譲り渡すことはないからだ。

オートノマス・リサーチのアナリスト、ライアン・チュニス氏によると、事故に巻き込まれる自動車の数とそれらを修理するのにかかる費用を計算するのは比較的容易だが、50の異なる州の陪審員と法律が関与する人身事故にまつわる保険金の計算はより複雑だ。しかも、自動車データは役には立つがそれほど必要ではないかもしれない。「ドライバーの70~80%は過去5年間事故を起こしていない『クリーン』に分類される。自動車の使用状況に関するデータは必要とされない」からだ。

ところが、保険金支払額を正確に計算するのは非常に困難であることがここ数年で分かってきた。ガイコは最近、保険引き受け業務をなかなか改善できずにいる。ステート・ファームは今年2月に2022年の保険引受損失が過去最高の132億ドルに達したと発表した。問題が少ないと考えられていたプログレッシブでさえ、保険料に対する保険金支払額の指標であるコンバインド・レシオが99%に達したと発表した（主な原因は、分析手法が十分に開発されていない新規事業への進出だった）。

こうした伝統的保険会社の苦戦は自動車保険事業の難しさを如実に示している。チュニス氏は、「失

敗の原因は、自動車保険を比較的単純な商品と考えていることだ。実は、あらゆる損害保険商品の中で自動車保険が最も難しい」と指摘する。

■ 営業利益が10億ドルの場合の上値余地は33%

いずれにせよ、自動車メーカーは保険事業に挑戦しようとしている。テスラは12の州で保険引き受け業務を行っており、保険子会社を設立してさえいる。テスラは2022年の年次報告書に「一部の州ではリアルタイムの運転行動を使用して、しばしば他の保険よりも低い保険料を提供し、より安全な運転を推進している」と書いている。

テスラは伝統的な保険会社に対して優位性を持つ可能性がある。電気自動車はまだ比較的新しく、アフターマーケットのサプライチェーンが完全でないのに対し、テスラは電気自動車の修理方法と修理費用について誰よりも熟知しているからだ。

テスラの最高財務責任者（CFO）であるザッカリー・カークホーン氏は1月に行われた第4四半期決算説明会で、「昨年末時点の年間換算保険料収入は3億ドルだ。保険事業は四半期ごとに20%のペースで成長している。つまり、自動車事業よりも急成長を遂げている」と述べた。

しかし、自動車メーカーは必ずしも保険引き受けまで手掛けなくてよい。ゼネラル・モーターズは今のところ、加入者と保険会社を仲介する代理店業務に取り組もうとしている。インディペンデント・インシュアランス・アナリストの社長であるユッカ・リップネン氏は、「（車載テレマティクスサービス）のOnStarは保険引き受けを行わず、自動車保険を全米で販売する」と述べている。

代理店業務に徹する場合、GMの最大市場規模は約10分の1の300億ドルに減少するが、それでも十分に重要な市場である。米国新車市場におけるGMのシェアは約17%だ。データを販売し、販売するすべての自動車の保険手数料を獲得した場合、年間50億ドルの現金をもたらす利益率の高い事業になる可能性がある。あるいは、利益がそのほんの一部であったとしても、過去5年間の年平均フリーキャッシュフローが約40億ドルだった企業にとっては大きい。

いずれにせよ、保険の魅力は分かりやすい。プログレッシブとオールステートを合計すると、過去3年間の年間営業利益は平均約70億ドルで、時価総額はその16倍だ。GMとフォードが保険によって10億ドルの営業利益を生み出すことができ、この利益に同じバリュエーションを適用すると、時価総額は160億ドル（33%）増加することになる。

保険はソフトウェアや自動運転ほど人目を引かないが、GMとフォードにとっては魅力的だ。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

5. バンク・オブ・アメリカ 990億ドルの債券含み損でも投資家はひとまず安心 [フィーチャー] Bank of America Reassures Investors About \$99 Billion of Unrealized Bond Losses. 低金利下における銀行の積極投資が裏目に、バークシャーと好対照

■ バンカメ決算と含み損



Patrick T. Fallon/Getty Images

バンク・オブ・アメリカ（バンカメ）＜BAC＞は、債券ポートフォリオの約990億ドルの含み損について投資家を安心させるのに必死だった。最高財務責任者（CFO）は純金利収入が金利上昇環境下で増加する点を強調した。

アラステア・ボースウィックCFOは18日午前、バンカメの第1四半期決算説明会でこうしたコメントを発表した。決算補足財務資料で3月末時点の債券ポートフォリオの含み損が開示されており、会計上、保有区分は満期保有目的債券とされている。

含み損の総額は990億ドルで、第1四半期の債券相場の上昇を反映して12月末時点の1090億ドルから縮小している。ポートフォリオの簿価残高は6240億ドルで、大半は政府系金融機関の住宅ローン担保証券（MBS）である。

3月のシリコンバレー銀行の経営破綻を受けて、投資家は銀行の債券ポートフォリオの莫大（ばくだい）な含み損を注視してきた。バンカメは米銀の中で圧倒的に多額の債券含み損を抱えている。ライバルのJPモルガン・チェース＜JPM＞は、3月末現在で310億ドルの含み損を抱えている。銀行はこれらの含み損を自己資本比率に反映する必要がない。

バンカメの株価は18日の決算発表後小動きで、0.6%上昇して30.56ドルとなった。1株当たり利益（EPS）は94セントで事前予想の81セントを上回った。

■ 債券含み損に対するアナリストの追及

決算説明会では、ウエルズ・ファーゴのアナリスト、マイク・メイヨー氏が「多くの新聞紙上の1面に貴行の有価証券含み損が大きく取り上げられているが、あなたは証券利回りが2.6%、満期保有目的債券の平均残存年限が8年であると強調された」と指摘した上で、そうなると、ALM（資産・負債の総合管理）はミスマッチとなっているかもしれないと付け加えた。

これに対してボースウィックCFOは、債券価格が下落する金利上昇局面においては、バンカメの低コストの預金基盤の価値がより高まる点を強調した。

ボースウィックCFOは、「預金基盤を時間をかけて整備拡大してきた理由の一つは、金利上昇環境下では債券相場が下落することが明らかであり、同時に、金利が上昇すれば純金利収入が増加するからだ。だからこそ、そうした環境においては預金の価値が非常に高まる」と語った。

エバーコアISIのアナリスト、グレン・ショア氏はバンカメの有価証券含み損について質問し、「現時点で、安定性と銀行の預金基盤、貸し出しの伸び、資本の増加を踏まえて、現状を乗り切り、含み損を減らすことができると考えているか」と伺いました。

ボースウィックCFOは、「現状、まさしくそれこそ、われわれが行っていることだ。われわれが行っていることを極めて明快に伝え、またそれを続けて行くつもりだ。含み損は縮小し続けており、債券の残存期間も短くなっている」と応じた。

好対照：銀行とバークシャーの債券投資

先週CNBCのインタビューで、バークシャー・ハサウェイ<BRK.A><BRK.B>の最高経営責任者（CEO）のウォーレン・バフェット氏は、歴史的な低利回りで銀行がMBSに投資したことを非難し、低利回りのMBSを「銀行にとって非常に厄介なお荷物」と表現した。

MBSが投資家にとって問題なのは、金利が上昇すると実質的に満期が伸びることで、それは投資家が最も望まないことである。

銀行と異なり、バークシャーは1000億ドル以上の現金の大半を短期の米国債へ投資することを選択した。2020年と2021年にはほぼゼロ金利を甘んじて受け入れたが、今では投資残高に対して5%の利回りを得ている。バンカメがバークシャーのようなアプローチを取るべきだったのは明らかだ。そうしていれば、債券ポートフォリオで得られる利回りは、現状の2倍の水準の5%になっていたはずだ。

バークシャーはバンカメの株式の約13%、10億株程度を保有する筆頭株主である。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

6. 長期の低金利がバブル経済の原因なのか

[フィーチャー]

Low Rates Caused Bubbles, Right? Not So Fast.
急激で予期せぬ金利変動をもたらすリスク

資産の暴落と低金利

この1年、金融機関の破綻や資産価格の暴落が相次いだ。シリコンバレー銀行は2020年以降初の銀行破綻であり、2008年以降では最大の破綻であった。その前には暗号資産（仮想通貨（暗号資産））交換業大手FTXの破綻もあった。投資対象の高級腕時計さえも価格が急落している。

これだけ多くの資産が過大評価されたとすれば、その原因は米連邦準備制度理事会（FRB）をはじめとする各国の中央銀行によって10年以上継続された低金利政策にあったのではないかと考えても無理ないことだ。この見方では、広範囲に起きているバブルと詐欺事件も過剰に緩和的な金融政策が原因ということになる。

金融ジャーナリストや著名なケインズ派学者だけでなく保守的な経済学者たちも、低金利がバブルを



Illustration by Doug Chayka

引き起こしたと主張している。国際決済銀行（BIS）も、「低金利の長期化が金融システムの脆弱（ぜいじゃく）性の原因になり得る」と警鐘を鳴らしている。しかし、これは本当だろうか。

低金利がもたらすもの

確かに、低金利は資産価格の高騰を引き起こす。しかし、それはバブルとは違う。ある資産によって将来の収入が見込める場合、割引率（金利）が低下すればその資産の現在価値は上がる。一方、資産価格は将来の収入の現在価値だけでなく資産そのものの将来の値動きの見込みも織り込んでいる。金利の低下によって資産価格が上昇した場合でも、市場参加者はその資産価格の上昇が続くと誤解する可能性がある。

また、低金利がバブルをもたらす別の理由として、安全資産からの収入が少なくなると投資家は、より高い利回りのリスク資産を求めようになり、リスク資産の価格が上昇することが挙げられる。また、投資家は金利が低くて資金を調達しやすくなると、資金調達が困難な時には魅力的に見えなかった資産が魅力的に見えるかもしれない。

しかし、低金利がリスク資産の取得をより魅力的にするとしたら、それは問題なのだろうか。そもそも、金利引き下げの目的は、金利が高ければ行われなような投資支出を促すことである。企業投資が金利に極めて敏感に反応しているかは明らかではないが「低金利によって、そうでなければ買わないような資産を買うようになる」というのは、その効果の強弱は別としても、金融政策が意図したとおりに機能しているということだ。

ただ、意図した結果が意図しない結果をもたらすこともある。当たり前の話だが、人々が高い利回りを求めるときは、詐欺や誇大広告、作り話に基づく案件に手を出す可能性が高くなると言われている。低利回りの環境でも詐欺事件が多発するが、その理由は明らかではない。期待リターンが控えめな投資案件は、期待リターンが高い案件と違ってどこにでもある。リスクフリーのリターンが低い時には、より高い利回りの投資案件は多くあり、リスクの高い危険な案件へ投資を行う必要性は低いはずなのだ。

高金利の危険性

逆に、非常に高いリターンを約束する案件こそ詐欺である可能性が高く、市場金利が高い時に起きやすいのだ。これはアダム・スミスの見解でもある。もし法定金利が「8%や10%という高金利」であれば、「貸し出される資金の大部分は、高金利を喜んで支払う道楽者や投機的企業家しか借入れをし

ない（まじめな人たちは借りない）だろう」と考えていた。彼は投機や詐欺を理由に高金利を禁止した。

FTXの悲劇はその好例である。ウォール・ストリート・ジャーナル紙によると、まさに道楽者や投機的企業家を体現したようなサム・バンクマン・フリード氏は一時期、自身のヘッジファンドであるアラメダへの新規融資に20%もの金利を提示していた。低金利でなくても、その気になれば、魅力的に見えるのだろう。バンクマン・フリード氏のような人物は、金利が低いときにだけ魅力的な商品を提供していたのではない。彼は、今にして思えば、（元本がなくなることに等しい）マイナス100%に近い期待リターンを提供していたのだ。

低金利の危険性

一方、低金利が危険なリスクテイクにつながるという、ありそうな話もある。保険や年金のような機関投資家には、ほぼ決まった額の長期負債がある。彼らの長期の投資期間では、低金利によるインカムの喪失がキャピタルゲインより大きくなることもある。それをやらなければ破綻する以外の選択肢がない場合、期待リターンがマイナスの案件を選択することもあり得る。1980年代に多くの貯蓄貸付組合（S&L）が行った無責任とも思える融資は、破綻覚悟の上で「復活のためのギャンブル」を行ったというのが一般的な説明である。他の金融機関も同じような選択をすることは想像に難くない。

予期せぬ金利変動がもたらすリスク

S&Lが破綻した時代は高金利であり低金利ではなかった。しかし、破綻が起きる時には共通点がある。ある範囲の金利を前提に設定されたバランスシートは、金利がその範囲から外れると問題を起こす。現代の経済は、将来に向けての膨大な量の支払い期待と支払いのコミットメントに依存している。金利が変われば将来の支払額も変わる。金利が上がっても下がっても、それは期待外れや支払い不履行をもたらす。

最近の低金利時代に金融市場が不安定になっていたとしたら、それは金利が低かったからではない。それは、金利が見込んでいたものと違っていただけからだ。FRBが、現在はじけつつあるバブルから教訓を引き出すならば、それは低金利の危険性ではなく、金利を一つの方向へ劇的に予期せぬ形で動かす危険性についてであろう。

By J.W. Mason
(Source: Dow Jones)

7. リセSSION、利上げ、インフレについて

[インタビュー]

A Top Economist on Recession, the Fed's Rate Hikes, and Inflation.
コンサルタントのサーム氏に聞く

経済の今後の見通し



Photograph by Jared Soares

エコノミストは2022年の大半の期間にわたって、米連邦準備制度理事会（FRB）がインフレ抑制を目的にした金融引き締めの実施を待ち過ぎたと非難した。9回の利上げを経てエコノミストからは、FRBが利上げを休止するタイミングであり、利上げを継続すればその結果は深刻になる可能性があるという意見が増しており、独立系経済コンサルタントのクラウディア・サーム氏もその一人だ。

サーム氏は、FRBで十数年を過ごした後、議会が新型コロナウイルスへの対応策を立案する際の議員のアドバイザーとなった。サーム氏は、

FRB時代のいわゆる「サーム・ルール」の開発者として良く知られている。そのルールは、「失業率の3カ月平均が、それ以前の12カ月の最低水準から0.5%ポイント以上上昇すると、経済はリセSSION（景気後退）の初期段階にある」としている。

サーム・ルールは、正式な景気下降局面以外には決して発動したことはなく、現在でもリセSSIONを示していない。しかしサーム氏は、FRB自身の経済予測（失業率が現在の3.5%から年末には4.5%へ上昇）が、リセSSIONが控えていることを示唆しているのではないかと懸念する。本誌はサーム氏に、過去1カ月の間に数回にわたって話を聞いた。

本誌：米国経済の行き先は。

サーム氏：リセSSIONというのは、ワイリー・コヨーテのアニメにあるように、床が急に消えてなくなるようなものではなく、われわれを崖から突き落とす何かがある。ITバブルの崩壊であれ、住宅ローンの崩壊であれ、パンデミック（世界的大流行）であれ、何かが起きている。シリコンバレー銀行（SVB）の破綻で大きな懸念が発生し、景気が既に減速していたために、それはまさにすべてを破壊させ得るようなものだった。景気は確かに減速していたために、それから逃れる手段を持っていなければ打ちのめされていただろうが、労働市場は好調で、リセSSIONに至らない可能性も残っている。

Q：あなたは、リセSSIONが差し迫っているという予想に異論を唱えるという意味で、エコノミストの中で異質だった。今では、リセSSIONの可能性が高まったとみているか。

A：現在、最もあり得る帰結はリセSSIONだ。金融情勢の逼迫（ひっばく）に関して、銀行セクターの混乱がどれだけ寄与したかについては、私ははっきりとは分らない。とはいえ、FRBのパウエル議長が3月の記者会見で述べたように、銀行セクターの混乱は助けにはならなかった。リセSSIONの可能性は半々に近いとみている。

それ以上に私が確信していることは、市場に反した見方だが、FRBが利下げしないだろうということだ。FRBは、インフレが沈静化するまで、利下げしないだろう。リセッション入りさせるような何かが起これば、インフレ率は0%に向かって低下する可能性があり、そうなれば、FRBは利下げするだろう。しかし、今示唆されているような、じわじわと進行するようなりセセッションは、FRBが利下げするシナリオではないと私は考えている。

■ サーム・ルールについて



Photograph by Jared Soares

Q：サーム・ルールの話をしたい。どのようにサーム・ルールを開発したのか、そして、それは現状をどのように示しているのか。

A：リセッションに有効に対応するために、私はリセッションが始まり次第、世帯に給付金を自動的に支払える制度を提案し、そのために、信頼の置ける、データに基づいた指標が必要だった。サーム・ルールは、現状について述べているのであって、将来を予想するものではない。1970年以降でみると、すべてのリセッションの初期の数カ月において発動され、リセッション以外の時期では発動されなかった。

とはいえ、過去3年の間に、多くの経験則が破られている。例えば、2022年には国内総生産（GDP）が2四半期連続でマイナス成長となったが、リセッションではなかった。つまり、長きにわたってリセッションを示唆してきた一つの指標が、役に立たなかったことになる。サーム・ルールが破られるとすれば今だろう。

Q：サーム・ルールが無効になったと考える理由は。

A：新型コロナウイルスが米国経済に大きな不均衡をもたらした。支出先がサービスから財へと急激に転じ、多くの労働者が労働力から脱落した。通常への回帰は複雑で、リセッション入りせずに失業率を押し上げる可能性がある。サーム・ルールでは4%の失業率でリセッション入りを示唆するだろうが、それは水準としては依然として低い。

■ FRBに対する見解

Q：FRBは3月の連邦公開市場委員会（FOMC）で0.25%の利上げを決め、市場は5月も同程度の利上げを予想している。あなたはFRBが5月にどうすべきだと考えているか。

A：利上げ休止だ。世界に対して、FRBがこれまで行ってきたことに追い付くチャンスを与えるべきだ。FRBは1年の間に金利を4.75%引き上げた。ボルカー議長が1980年代初めに取り組んだ利上げ以来の急速な引き上げだ。パウエル議長は、経済がデスインフレーション入りしたと明確にしていた。急ぎ過ぎた金融引き締めは、労働市場の力強い回復に対するリスクとなるが、それはFRBが取るべきリスクではない。

Q：あなたは、2022年のパウエル議長の再任を支持していた。それでも、過去1年程度は、FRBの金融政策を厳しく非難してきた。FRBのアプローチのどこに同意できないのか。

A：私は、労働者に対する過度に急速で大幅な利上げのリスクを、FRBが過小評価しているのではないかと懸念している。FRBには、物価安定と雇用最大化という二重の責務がある。加えてFRBは、インフレファイターとしての信頼性を最優先しているように見える。銀行危機の最中の3月の利上げは、極めてリスクだった。

Q：パウエル氏のFRB議長としての成果に対する評価は。

A：パウエル議長の、正しいことを行うことに対する注力を高く評価している。私は、FRBの多くの判断に同意できないが、パウエル氏はFRBの議長だ。決定はパウエル議長の考え方を反映している。しかし、良い選択肢はなく、パウエル議長はそのことについて正直だ。

パウエル議長が行っていないことの一つは、先任者の一人であるバーナンキ元議長のように、「われわれだけでは実行できない。われわれには議会の助けが必要だ」と公言することだ。FRBは、2008年から2009年にかけてのリセッションからの回復を可能にするようなツールを単独では有していなかった。金利は単にそれほど強力ではない。量的緩和（QE）はリセッションを中断させられなかった。

パウエル議長は、最近の上院銀行委員会の証言で、「金利は、需要を抑制するためのわれわれのツールだ。われわれは失業を望んでいないが、金利はわれわれが持っている一つのツールだ」と言うチャンスがあった。議会にも需要を抑制し、経済から資金を吸い上げられるツールがある。しかし、パウエル議長は一線を越えず、助けを求めなかった。

経済政策に関する意見

Q：あなたは、パンデミックの間の連邦政府の支出と新型コロナウイルス政策を強く支持していた。その支出がインフレに大きく寄与したと非難する意見もある。あなたは依然として支持するのか。

A：政策を支持する。危機の際に急いでまとめられたプログラムについては、その一部の詳細について「もっと良くできた」と後から言われるだろう。

Q：景気刺激支出の批判に対する反論は。

A：それについては、永遠に議論することになるだろう。新型コロナウイルス関連の多くの法案は、危機の最中に可決された。それは完璧ではなく、インフレにもある程度寄与した。しかし、タイミングを考えてほしい。米国経済救済法が可決された際、失業率は6%を超えていた。それ以前のリセッションで政府の景気刺激策が可決された時には、失業率はそれより低かった。当時誰もが、パンデミックがその後になくなるかは分かっていなかった。

さらに、供給を削減し、需要を押し上げた他の要因もあった。労働市場が好調だった理由の一つは、新型コロナウイルスで人々が死亡し、労働者数が減ったことだ。高齢者はパンデミックをリタイアの機会と捉えた。国境では移民流入を停止した。労働者不足が賃金を押し上げ、それが需要を生み出した。経済が封鎖された際には人々は支出できなかった。繰り延べ需要は米国経済救済法とは無関係だ。

米国経済救済法に間違いがあるという考えには同意するが、それから教訓を得ることが重要だ。とはいえ、救済策が家計を助け、労働市場の回復に役立ったことは既に明らかになっている。インフレは困窮の原因だ。収入の欠如は、家計にとって悲劇だ。

By Megan Cassella
(Source: Dow Jones)

8. 株価は横ばいでも決算発表は順調

[米国株式市場]

Stock Market Barely Budes, but Earnings Season Is Going Swimmngly.
業績予想が上方修正に転じて上昇する可能性

景気後退で減益に陥る可能性



Spencer Platt/Getty Images

株式市場にとって決算発表は、株式投資のすべての恐怖を積み上げたものだ。それでも、決算発表が弱気の投資家の思惑通りにならなければ、次に来る市場の動きは上昇かもしれない。

経済動向や米連邦準備制度理事会（FRB）の動き、金利や地政学的な状況など、世界で起きているあらゆることは、その瞬間の業績予想に反映されている。現時点で株式市場に広がっている恐怖の大半は、経済に対する見通しから生じている。FRBは経済における需要を減らすことでインフレを抑制しようとして金利を引き上げ

ており、今のところ、それはうまくいっているようだ。インフレ率は新型コロナウイルスまん延後のピークからほぼ半分になったが、それに伴って経済成長率も鈍化している。4月27日に発表される第1四半期の国内総生産（GDP）成長率は、昨年の前年比2.1%から前年同期比1%に低下する見込みだ。また、利上げにはタイムラグが伴うため、利上げの効果はまだ十分に出ておらず、景気後退の可能性もある。

景気後退になれば、企業収益は、現在のアナリスト予想よりもはるかに大きな影響を受ける。今年のS&P500指数全体の1株当たり利益（EPS）は、昨年の216ドルから微増の218ドルと予想されているが、景気後退になった場合は前年比で減益となり、株価急落の引き金になる可能性がある。

ウェルズ・ファーゴの米国株式チーフ・ストラテジストであるクリス・ハーベイ氏は、「そうした場合の株価下落がどの程度になるかは分からない」が、リスク資産にとっては「かなり大きな値動きが必至になるだろう」と言う。

割高な株式市場が織り込むもの

それでも現在の株式市場は順調のようだ。先週の主要株価指数をみると、S&P500指数は0.1%安の4133.52となり、ダウ工業株30種平均は0.2%安の3万3808ドル96セントで引けた。ナスダック総合指数は0.4%下落して12072.46となったが、3指数とも年初来では依然としてプラス圏を維持しており、S&P500指数の上昇率は7.7%だ。小型株のラッセル2000指数は0.6%高の1791.51で週末を迎えた。

年初来の上昇を受けてS&P500指数の予想PER（株価収益率）は年初の16.7倍から18.3倍に上昇しており、はるかに割高になっている。これは、将来の企業業績に対して投資家がかなり高い期待を抱いて

いることを表しているのかもしれないが、アナリスト予想よりも良い結果が得られるとの確信が市場にあることを示しているのかもしれない。

現時点では、第1四半期の決算発表シーズンは順調に進んでいるように見える。エバーコアによると、S&P500指数採用企業の決算発表は、21日の時点でアナリストの予想を5%近く上回る結果だった。また、市場予想を上回った銘柄の買われ方が大きかった一方、予想を下回った銘柄はそれほど売られなかった。予想を上回る業績と売り上げを発表した銘柄の上昇率は、過去5年間の平均が1%であるのに対し、今回は2.3%となっている。両方とも予想を下回った場合の下落率は、過去5年の平均2.9%に対し、わずか1.8%にとどまっている。

業績予想の上場修正で上昇の可能性

これは、景気の最悪期が実際に終わったことを示す兆しかもしれず、その可能性は、少なくとも現時点では、アナリスト予想に表れている。ネッド・デービス・リサーチによると、MSCI米国株指数に採用されている銘柄の約76%で、来年の業績予想が上方修正されているという。この比率は直近の最低の60%弱から上昇して過去10カ月で最も高い水準になっており、業績予想が底を付けて反発に向かう兆しかもしれない。

ネッド・デービス・リサーチでチーフ・グローバル投資ストラテジストを務めるティム・ヘイズ氏は、「業績予想を上方修正する比率がますます高まっているため、2年近く業績に対する悲観が高まっていた状況が変わり、今後の業績改善に対する期待から投資家が買いを入れる可能性が高まっている」と述べる。

自己満足と言われようが、近視眼的と言われようが、単なる愚か者と言われようが、株式市場は、差し迫った懸念のように感じられるものを正しくやり過ごすことが時としてある。今がその時かもしれない。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

9. 全く異なる株式と債券のシグナル、正しいのはどちらか

[経済政策]

As Stocks Cruise, 'Rates Are Running for the Lifeboats.'

株式市場の方が楽観的

落ち着いたVIXと高止まりするMOVE

だいぶ前に、ハंक・ウィリアムズが「We live in two different world, dear（僕らは別々の世界に生きている）」と歌ったが、今の株式市場と債券市場も同じようなもので、これら二つの市場は全く別々の経済環境を示しており、両者を調和させるのは難しいかもしれない。株式市場では、今後30日間のS&P500指数オプションの予想ボラティリティーを示すボラティリティー指数（VIX）、いわゆる恐怖指数の数値が落ち着き、すべてが順調であるかのようだ。しかし、米国債市場の類似指標であるMOVEは、その逆を示している。

エバーコアISIのエコノミスト兼ストラテジストのスタン・シプレイ氏は、「MOVE指数はかなり高く



Spencer Platt/Getty Images

（景気後退の領域にある）、不安定な経済情勢と金融ショックが国債利回りを揺るがす状況に一致している。株式のボラティリティーに基づくマクロ経済見通しは、利回りが大きく変動しないソフトランディングに近く、金融ショックが株価やクレジットスプレッドに波及することもない」と顧客向けノートに書いている。クレジットスプレッドとは、リスクの高い社債利回りの米国債利回りに対する超過分を指す。

MOVEの考案者であるハーレー・バスマン氏は「金利のボラティリティーの指標であるMOVE

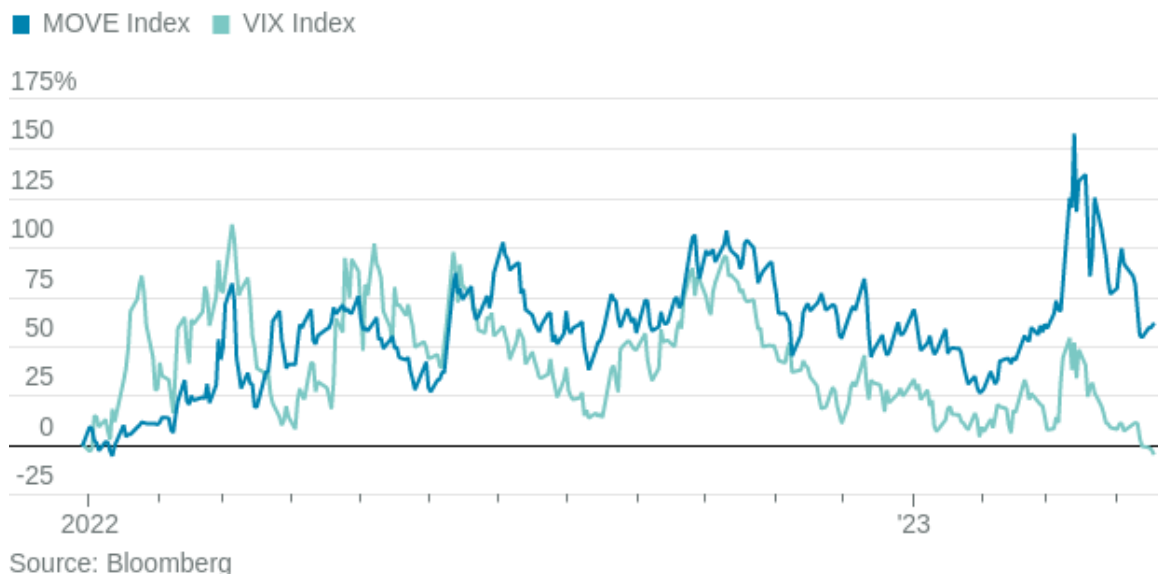
は、認知的不協和を叫んでいる。株式とクレジットは最上階で葉巻を吸っているが、金利市場は救命ボートに向かって走っている」と、電子メールで辛辣（しんらつ）に表現している。

シリコンバレー銀行（SVB）とシグネチャー銀行の破綻により、銀行危機の拡大が懸念された3月に、各市場のボラティリティー指標が急上昇した。規制当局の迅速な対応により、少なくとも当面は銀行破綻を食い止められたとみられ、株式と債券のボラティリティー指標はピークを脱した。14日にはVIXが52週間ぶりの低水準となる17近辺まで低下し、投資家の充足感ではないにせよ平静さを示す水準となった。しかし、MOVEは依然として高止まりしている。

年末までに利下げはあるか

Nothing to Fear?

The VIX, aka the fear gauge for stocks, indicates extreme calm—or complacency—while its bond counterpart, the MOVE, shows continued worry about the economy. Which is right?



長期的には、すべての金融資産は連動して取引される傾向があるため、金利市場とリスク市場の間の分断には疑問が残る。バスマン氏は「金利市場は、インフレがまもなく後退し、米連邦準備制度理事会（FRB）がもう一度利上げしてフェデラルファンド（FF）金利誘導目標を5～5.25%にし、その後12

月までに2回、2024年5月までに5回の利下げを行うことに賭けている。私は、そうは思わない」と語る。

CMEフェドウォッチのサイトによると、連邦公開市場委員会（FOMC）が5月2～3日の会合で、FF金利の誘導目標をさらに0.25%引き上げ、5～5.25%にすることはほぼ確実であるとのことである。21日早朝の時点で、FF金利先物市場はこのような動きになる可能性を87%とみており、FOMCは市場の期待に応える傾向がある。

そうした利上げにより、FRBの主要政策金利は、3月22日のFOMCで設定された直近の年末予測値である5.1%と整合的になる。バスマン氏が指摘するように、SVBの破綻をきっかけに先月想定したよりもかなり小幅ではあるが、先物市場は、これから年末までのどこかで利下げが行われることを想定している。

しかし、データトレック・リサーチの共同設立者であるニコラス・コラス氏は、FRBはこれまでVIXがこれほど低いときには利下げを行ってこなかったと、レポートに書いている。VIXはゼロ日オプションの普及によって下方にゆがんでいるとみられることから、コラス氏は、VIXが示唆する株式市場のリラックスムードの裏付けとして、社債スプレッドのタイト化を挙げている。

マスミューチュアルのグローバル投資戦略責任者であるクリフ・ノリーン氏は、銀行・金融セクターや一部のハイイールド債を除けば、社債のスプレッドは比較的穏やかな状況によって安定的に推移してきたと語る。最近の米国債市場の高いボラティリティーは、過去3年間の市場の拡大と、FRBによる債券購入、いわゆる量的緩和（QE）の終了反映している可能性がある、と電子メールに書いている。

■ ボラティリティーの急上昇はあるか

コラス氏は、VIXが低いのは、パウエルFRB議長が今年後半に利下げに踏み切るという市場の予想を反映していることもある、とみる。しかしコラス氏は、そうなるためには、地政学的事象や景気後退の始まりといったショックによるボラティリティーの急上昇が確実に起きると断言する。1990年のイラクのクウェート侵攻、1998年のロングターム・キャピタル・マネジメント危機、2001年と2008～2009年の景気後退、そして2020年のパンデミック（世界的大流行）開始のときがまさにそうであった。

コラス氏によると、そうなれば「FRBプット」が発動されることになり、そのような出来事がなければ、市場が金融当局に行動の必要性を伝えるには程遠いと彼は付け加えた。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

China's Consumer-Led Growth Looks More Like a Bounce, Not a Recovery

消費がけん引する中国の経済成長は、回復というより反発にみえる

個人消費の健全性に疑問



Illustration by Elias Stein

4月18日に発表された中国の2023年第1四半期の国内総生産（GDP）成長率は4.5%で、2022年第4四半期の2.9%を上回った。小売売上高が2年ぶりの水準となる伸びを示し、主要都市での住宅販売が増えたことによる。アナリストは、この回復は第2四半期にかけても続き、中国株式の支えになると予想する。iシェアーズMSCIチャイナETF<MCHI>は年初来5%上昇している。

だが、消費けん引による長期的な回復には疑問もある。チャイナ・ページブックのマネージングディレクター、シェザード・カジ氏は、富

裕層はぜいたく品を購入できるが、大半の消費者は旅行や車などの高額商品に手を出してはいないと述べる。カジ氏は、個人消費が中国経済を持続的にけん引したことは今までになく、今年そうなるとも思えないと言う。インフレが比較的軟調であることは、企業に価格決定力がないことを示している。また若者の失業率は19.5%と、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）時の水準に近い。

TSロンバードでチーフ・チャイナエコノミストを務めるローリー・グリーン氏は、労働者の実質所得の伸びは3.8%でGDP成長率を下回っており、パンデミック前のトレンドの半分だと記している。消費者信頼感もパンデミック前の水準を下回る。住宅販売は回復しつつあるとはいえ、中国中心部では8%減、西部では3%減だ。比較的小規模な都市における販売が大半を占める。

クロックタワー・グループのチーフストラテジスト、マルコ・パピック氏は、中国の消費者の健全性に懸念を示している。2017年以降、家計部門はレバレッジ解消の方向に動いており — その傾向は2022年以降一層顕著 — 個人による貯蓄は借入を上回っていると述べる。パピック氏は、家計部門の借入は可処分所得の100%で、その割合は2009年の20%から上昇しており、中国は、米国が世界金融恐慌後に経験したような構造的な経済低迷に直面する可能性があると言う。さらに、これには米中の地政学的な緊張は織り込まれていない。

今週の予定

4月24日（月）

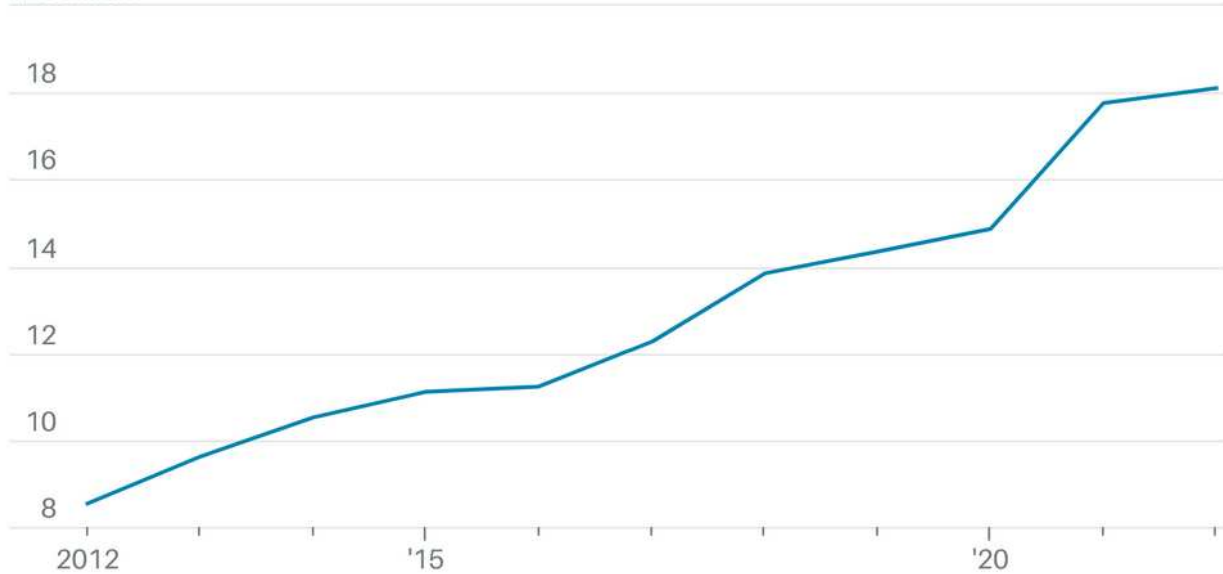
・ 金融サービスのアメリプライズ・ファイナンシャル<AMP>、保険会社ブラウン・アンド・ブラウン<BRO>、半導体開発用ソフトウェアのケイデンス・デザイン・システムズ<CDNS>、飲料大手コカ・コーラ<KO>、金融サービス会社ファースト・リパブリック・バンク<FRC>が決算発表。

4月25日（火）

Growth Story

China's GDP has steadily climbed, but a number of challenges remain, even after the pandemic.

\$20 trillion



Source: Statista

・化学・電気素材メーカー大手スリーエム（3M）＜MMM＞、アルファベット＜GOOGL＞、バイオ医薬品のバイオジェン＜BIIB＞、損害保険会社のチャブ＜CB＞、計測装置および医療機器メーカーのダナハー＜DHR＞、化学品大手のダウ＜DOW＞、複合企業ゼネラル・エレクトリック（GE）＜GE＞、自動車大手ゼネラル・モーターズ＜GM＞、油田開発サービス会社ハリバートン＜HAL＞、日用品メーカーのキンバリー・クラーク＜KMB＞、ファストフードチェーン大手マクドナルド＜MCD＞、ソフトウェア大手マイクロソフト＜MSFT＞、信用格付け会社ムーディーズ＜MCO＞、金融サービス企業MSCI＜MSCI＞、再生可能エネルギー大手のネクステラ・エナジー＜NEE＞、飲料・スナック菓子大手のペプシコ＜PEP＞、防衛・航空宇宙大手のレイセオン・テクノロジー＜RTX＞、半導体大手テキサス・インスツルメンツ＜TXN＞、小口貨物運送大手ユナイテッド・パーセル・サービス＜UPS＞、通信大手ベライゾン・コミュニケーションズ＜VZ＞、クレジットカード大手ビザ＜V＞が決算発表。

・米国勢調査局が3月の新築住宅販売件数を発表。予想は季節調整済み年率換算で63万2000戸と2月よりやや減少。

・コンファレンス・ボードが4月の消費者信頼感指数を発表。コンセンサス予想は104.1と3月からほぼ変わらず。

・S&Pコアロジックが、2月のS&Pケース・シラー住宅価格指数を発表。予想は前年同月比で変わらず。同指数が前年同月比で上昇を見せないのは、2012年初め以来のこと。

4月26日（水）

・基地局（タワー事業）運営の不動産投資信託（REIT）のアメリカン・タワー＜AMT＞、給与計算代行のオートマチック・データ・プロセッシング＜ADP＞、航空機大手ボーイング＜BA＞、医療機器メーカーのボストン・サイエンティフィック＜BSX＞、先物取引所グループの持ち株会社CMEグループ＜CME＞、オークションサイト運営のイーベイ＜EBAY＞、医療機器メーカーのエドワーズ・ライフサイエンス＜EW＞、防衛大手ゼネラル・ダイナミクス＜GD＞、医療保険大手ヒューマナ＜HUM＞

、メタ<FB>（旧フェイスブック）、大手鉄道持ち株会社ノーフォーク・サザン<NSC>、小口トラック輸送のオールド・ドミニオン・フレート・ライン<ODFL>、石油・ガス開発企業のパイオニア・ナチュラール・リソースズ<PXD>、企業向け業務管理ソフトウェアのサービスナウ<NOW>、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>が決算発表。

・米国勢調査局が3月の耐久財受注を発表。耐久財受注額のエコノミスト予想は前月比0.7%増で季節調整済み2700億ドル。

4月27日（木）

・米商務省経済分析局（BEA）が、2023年第1四半期の国内総生産（GDP）速報値を発表。コンセンサス予想は季節調整済み年率換算で前期比1.8%（2022年第4四半期は2.6%、2022年通期では2.1%）。

・バイオ医薬品企業アッヴィ<ABBV>、たばこ・ワイン製造持ち株会社アルトリア・グループ<MO>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、バイオ医薬品大手アムジェン<AMGN>、製薬大手ブリistol・マイヤーズ・スクイブ<BMY>、金融サービス持ち株会社キャピタル・ワン・ファインシャル<COF>、建設機械大手キャタピラー<CAT>、ケーブルテレビ大手コムキャスト<CMCSA>、製薬大手イーライリリー<LLY>、バイオ製薬会社ギリアド・サイエンシズ<GILD>、チョコレートメーカー大手のハーシー<HSY>、総合テクノロジー企業ハネウェル・インターナショナル<HON>、半導体大手インテル<INTC>、紙・包装材メーカーのインターナショナル・ペーパー<IP>、クレジットカード大手マスターカード<MA>、製薬大手メルク<MRK>、飲料・食品メーカーのモンデリーズ・インターナショナル<MDLZ>、鉱山会社のニューモント<NEM>、防衛大手のノースロップ・グラマン<NOC>、金融サービス会社S&Pグローバル<SPGI>、通信大手TモバイルUS<TMUS>が決算発表。

4月28日（金）

・ケーブルテレビ・携帯電話サービスのチャーター・コミュニケーションズ<CHTR>、石油大手シェブロン<CVX>、消費財メーカーのコルゲート・パルモリブ<CL>、石油大手エクソンモービル<XOM>が決算発表。

・BEAが3月の個人所得および消費支出統計を発表。個人所得の予想は前月比0.2%増（2月は0.3%増）、個人消費支出（PCE）は同0.1%減（2月は0.2%増）。食品とエネルギーを除くコアPCE物価指数の予想は、前年同月比4.5%の上昇（2月は同4.6%の上昇）。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

『バロonz・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

時事通信社

編集人

川田 重信（かわた しげのぶ）

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

『バロonz・ダイジェスト』 2023/04/23

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 © 2023 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます