

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/05/28

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. エヌビディア、半導体企業で初めての時価総額1兆ドル超えが目前 - How Nvidia Can Become First [ハイテク]
\$1 Trillion Chip Stock P.1
問題は、その持続可能性
2. 利回りを求める投資家が財務省短期証券（TB）に殺到 - Yield-Hungry Investors Are Feasting [フィーチャー]
on T-Bills P.3
TB-billは今や安全かつ高利回りの最高の投資商品
3. 銀行の預金者が規制当局に本当に求めているものとは - Ex-FDIC Chair Sheila Bair: What Bank [銀行]
Depositors Really Need From Regulators P.5
シーラ・ベア連邦預金保険公社（FDIC）元総裁の見方
4. 社会保障制度再建の三つの選択肢 - 3 Options for Fixing Social Security [退職運用計画]
月200ドルの増額から資産調査まで P.7
5. 来るリセッションが長引く可能性 - A Recession Is on the Way. It Could Be a Long One. [インタビュー]
アポロ・グローバル・マネジメンツのクロック氏に聞く P.12
6. 大手ハイテク企業がさらに大きな勝ち組に。ドットコムブーム終焉の再来？ - Big Techs Become Even [コラム]
Bigger Winners. Shades of the Dot-Com Boom? P.16
異例づくめの上昇相場だが利上げなしとは思えず、パーティーはいつか終わるのか
7. アップルの複合現実（MR）ヘッドセットがお披露目間近 - Apple's Mixed-Reality Headset Is Still [投資戦略]
Virtual. Here's What We May Know. P.17
他社が失敗してきた製品カテゴリで勝ち目はあるか
8. AIがもたらすハイテク企業の栄枯盛衰 - AI Could Turn Some Tech Winners Into Has-Beens [コラム]
AIへの移行を生き残れるか P.20
9. ナスダック総合指数がNYダウをはるかに凌駕 - The Nasdaq Has Been Crushing The Dow. [米国株式市場]
Can It Last? P.22
債務上限問題の解決で逆の動きになる可能性も
10. 今週の予定 - Chevron Tests the M&A Narrative With a Modest Deal [経済関連スケジュール]
シェブロン、控えめな案件でM&Aのシナリオを試す P.25

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

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

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

Copyright © 2023 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. エヌビディア、半導体企業で初めての時価総額1兆ドル超えが目前 How Nvidia Can Become First \$1 Trillion Chip Stock 問題は、その持続可能性

[ハイテク]

決算とガイダンスの上振れを受けて株価が急騰



MANDEL NGAN/AFP via Getty Images

画像処理半導体大手のエヌビディア<NVDA>は世界で初めて時価総額が1兆ドルの半導体株になるかもしれない。だが、先週の株価急騰を後追いするほどの価値はあるのだろうか。

エヌビディアが5月25日、市場参加者が「信じられない」、「計り知れない」、「史上最大の予想超過」と表現した決算とガイダンスを発表したことを受けて、株価は24%上昇した。市場参加者の表現は誇張ではない。第1四半期の1株当たり利益（EPS）は1.09ドルで、コンセンサス予想の0.92ドルを上回った。第2四半期の売上

高ガイダンスは110億ドルとされ、71億5000万ドルのコンセンサス予想を40億ドル近く上回った。

しかもガイダンス引き上げの理由は、人工知能（AI）アプリケーションを処理できる性能を備えた同社の半導体への需要の一時的な急増ではなさそうだ。エヌビディアの最高財務責任者（CFO）を務めるコレット・クレス氏は決算説明会で、「生成AIが当社の製品への需要を大きく引き上げており、市場全体で当社に機会と成長をもたらしている」と指摘し、今年度下半期の旺盛な需要に応えるための措置を既に講じていると説明した。

サスケハナのアナリスト、クリストファー・ロランド氏は、エヌビディアの四つの製品分野（自動車、データセンター、ゲーム、プロフェッショナルビジュアライゼーション）が半導体全般の少なくとも3倍のペースで成長する可能性があると言う。ロランド氏は顧客向けレポートで、「（AIという）新しいゴールドラッシュが到来しているかのようだ。エヌビディアはすべての採掘用具を販売している」と書き、株価目標を350ドルから450ドルに引き上げた。

時価総額が1兆ドルに達したとしてもそれを維持できるかが問題

最近の株価上昇と業績上振れにより、エヌビディアの時価総額が1兆ドルを超える可能性が出てきた。インテル<INTC>と台湾積体電路製造（TSMC）<TSM>の時価総額のピークはそれぞれ2000年8月の5015億1000万ドル（インフレを調整して現在のドルの価値に換算すると9013億ドル）、2022年1月の6421億ドルだ。これに対してエヌビディアの5月25日終値（379.80ドル）に基づく時価総額は9393億ドル。株価があと6%超上昇すれば1兆ドルに届く。

エヌビディアの株価は2022年に50%下落した。背景には、米連邦準備制度理事会（FRB）による利上げと経済成長の鈍化によってハイテク株が打撃を受けたことがある。しかし、エヌビディアの製品を必要とする業界は幅広い。マイクロソフト<MSFT>、アルファベット<GOOGL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>などの大手ハイテク企業、メタ<META>（旧フェイスブック）などのインター

NVIDIA

(NVDA / Nasdaq)



Source: FactSet

ネット企業だけでなく、アムジェン<AMGN>のようなバイオテクノロジー企業などからの需要も旺盛だ。

エヌビディアの目標株価を460ドルとしているニーダムのアナリスト、ラジビンドラ・ギル氏は「過去のほぼ全ての逆風がやみ、エヌビディアは近い将来、真のAI関連需要の波に乗ると予想している」と述べている。

だがエヌビディアは、時価総額1兆ドル企業の仲間入りを果たせたとしても、その地位を維持できるのだろうか。25日の株価急騰にもかかわらず、バリュエーションは前日比で低下した。第1四半期の利益の伸びが株価上昇を上回ったためだ。だが、12カ月予想株価収益率（PER）は47.4倍で、決して割安ではない。予想PERに織り込まれた利益をエヌビディアが達成できるかどうかは、AI需要に追いつくための多額の設備投資をいつまで続けられるかによって決まる。来年度以降に需要が鈍化すれば、株価はいっそう割高に見えるだろう。

他社の例はより大きな警告を発している可能性がある。これまでに時価総額が1兆ドルに達したことがある米国企業は6社のみ。このうちアップル<AAPL>、アマゾン、アルファベット、マイクロソフトはいずれも時価総額が最初に1兆ドルに達した後に株価は下落した。一方、メタと電気自動車大手のテスラ<TSLA>は1兆ドルに達した後にやはり株価が下落し、今もこの節目の水準を取り戻せていない（現在の時価総額はそれぞれ6660億ドルと6010億ドル）。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

2. 利回りを求める投資家が財務省短期証券（TB）に殺到 Yield-Hungry Investors Are Feasting on T-Bills TB-billは今や安全かつ高利回りの最高の投資商品

[フィーチャー]

人気沸騰のTB

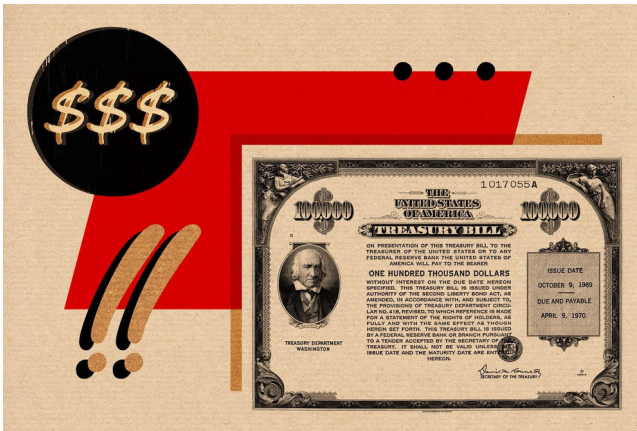


Illustration by Barron's Staff; Public Domain (1)

満期1年未満の米財務省短期証券（TB）が最も人気を集める投資商品の一つになっている。それもそのはずである。米連邦準備制度理事会（FRB）が短期指標金利を0%近くから5%まで引き上げ、2022年初頭から利回りは着実に上昇し、現状3カ月物TBや6カ月物TBで5.3%程度となっており、過去半年間インフレ率は消費者物価指数（CPI）基準では3.6%で推移しているが、それを優に上回っている。

現状、米国債の定例入札および上場投資信託（ETF）を通じた投資家のTBの購入額は史上最高となっている。

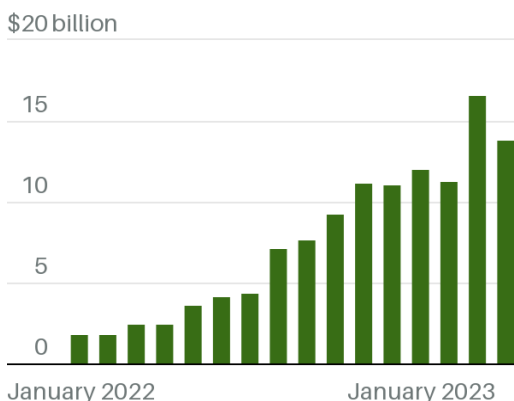
個人投資家の需要を測る優れた指標である非価格競争入札に基づく、個人投資家需要は2022年1月の16億ドルから今年4月には134億ドルへと急増した。モーニングスターによると、S PDRブルームバーグ1-3カ月TB ETF<BIL>の運用資産額は300億ドルで、2022年1月から倍増。iシェアーズ米国短期証券0-3カ月ETF<SGOV>も過去半年間で100億ドルへほぼ倍増したという。モルガン・スタンレー傘下のEトレードのクリス・ラーキン氏は「金利が上昇する中、債券人気が復活している。過去から現在に至るまで面白味のないTBがこれほどまでに脚光を浴びたことはかつてなかったと言っても過言ではないのではないか」と書いている。

旺盛な需要

In Demand

Retail investors have been flocking to Treasury bills as yields rise

Retail Involvement in Treasury Auctions



January 2022

January 2023

Note: These are noncompetitive bids at T-Bill auctions, a good proxy for retail involvement.

Source: U.S. Treasury Department

ブラックロックの債券戦略ディレクターであるドゥルーフ・ナグラス氏は「しばらく前までは、5%の利回りを得ようとすれば、投資家はジャンク債あるいは新興国債を買わなければならなかった。それが今では、TBの利回りは4.5%の高格付社債や5.5%の住宅ローン担保証券（MBS）などリスクのある債券の利回りと同等の水準にあるのである。今は金利リスクを取ることなく、十分な高利回りを得ることができる。債券の投資環境がリセットされた」と語る。

TBは低金利の銀行預金の代替で、譲渡性預金（CD）や社債と異なり、利息は国税や地方税が免除される。また、株式の代替にもなるのである。個人投資家で元ハイイールド債のトレーダー、デビッド・ファインマン氏は「TBは一番安全性が高く、マネー・マーケット・ファンド（MMF）や金利の低い銀行預金のもっとも手軽な代替である。3カ

月から6カ月満期は現状もっとも魅力的で、利回りと適度な流動性を最適化することができる」と語る。

米財務省は4週間（1カ月）物、8週間（2カ月）物、13週間（3カ月）物、17週間（4カ月）物、26週間（6カ月）物の入札を毎週、52週（1年）物の入札を4週間ごとに実施する。個人投資家は最低入札金額100ドルで、米財務省のTreasury.Direct.govウェブサイトを通じて、あるいは通常手数料無料でフィデリティやEトレードなどの証券会社を通じた定例入札でTBを購入する。TBは額面から割引価格で販売され、投資家は満期に額面金額を受け取る。差額が利息である。例えば、5月24日の入札では4カ月物TBが額面100ドルに対し98.26ドルで売却され、投資家は満期に1.74ドルを利息として受け取る。コンベンショナル方式で入札が実施される債券は通常額面で売却され、現金利息が支払われる。

TBの満期償還金を新規入札銘柄へ再投資する投資家が多いが、それがローリングとして知られる慣行である。償還日前に売却すると証券会社へ支払う手数料が高くつき費用がかかるため、TBを満期まで保有するのがもっとも望ましい。

TBのETFは保有の利便性を高め、流動性も高く、月次の収益を確保することができる。ビッド・アスク・スプレッド（ビッドレートとオファーレートの差、売買コスト）は小さく、たいていごくわずかである。BILとSGOVの平均満期は1カ月をわずかに上回る程度で、iシェアーズ米国短期国債ETF＜SHV＞は約3カ月である。これら3本の利回りはいずれも4.5%以上である。

TBに賭ける

Betting on Bills

Investors can buy short-term Treasury ETFs if they want to avoid the auctions

ETF / Ticker	Total Assets as of 1/31/22 (bil)	Total Assets as of 5/22/23 (bil)	Expense Ratio	30-Day SEC Yield
SPDR Bloomberg 1-3 Month T-Bill / BIL	\$14.5	\$30.0	0.14%	4.66%
iShares Short Treasury Bond / SHV	13.9	20.3	0.15	4.84
iShares 0-3 Month Treasury Bond / SGOV	1.0	10.4	0.05*	4.87
Goldman Sachs Access Treasury 0-1 Year / GBIL	2.0	5.4	0.12	4.57

*0.05% net expense ratio to increase to 0.12% after June 30.

Sources: Morningstar; company reports

有価証券のなかでTBよりもリスクが小さなものはない一方、ロール時に投資するTBの利回りは現在保有するものより低くなる可能性があるため、「再投資」リスクを負う。現状、TBの利回りは2年債の4.5%、10年債の3.8%を上回っている。しかし、FRBが利下げを開始すれば、TBの利回りは1年のうちに4%を下回るだろう。それでも依然として利回りは高いと言える。短期金利が過去15年間のほとんどの期間留まっていた0%へ向かって低下することは考えにくい。

6月初旬に与野党合意に達しない場合、米国債のデフォルト（債務不履行）の可能性があるため、債務上限危機もリスクである。5月25日に実施された21日（3週間）物TB入札では6%以上で売却されており、債務上限問題に対する懸念を反映している。この膠着状態は解決される可能性が高く、予想以上に時間がかかったとしても、投資家は1979年に米国政府の支払い遅延（部分的には債務上限問題が原因で）があったときのように、おそらく満額償還されることになるだろう。

ゴールドマン・サックスの予想によれば、債務上限が引き上げられれば米国政府は現金残高不足を埋め合わせるため、向こう2カ月にわたり、最大7000億ドルのTBを発行することが見込まれる。高利

回りでTBを買う大いなるチャンスが到来することになる。

投資家や、儉約家、年金生活者にとって朗報なのは、現金はもはや（富を生まない）がらくたではなく、当面富を生み続けてくれそうなことである。

By Andrew Barry
(Source: Dow Jones)

3. 銀行の預金者が規制当局に本当に求めているものは

[銀行]

Ex-FDIC Chair Sheila Bair: What Bank Depositors Really Need From Regulators

シーラ・ベア連邦預金保険公社（FDIC）元総裁の見方

世界金融危機で陣頭に



Photograph by Lexey Swall

カンザス州出身の穏健な女性共和党員で、われわれの銀行システムの専門家でもあるシーラ・ベア氏は極めてユニークな存在だ。特に銀行の安全性や、銀行規制の在り方、2006～2011年の極めて重要な時期にベア氏が総裁を務めた連邦預金保険公社（FDIC）の果たすべき役割について疑問が噴出している今、ベア氏の話に耳を傾ける価値は大いにある。

2008～2009年の金融危機がいかに劇的であったかは、アンドリュー・ロス・ソーキン（Andrew Ross Sorkin）のノンフィクション受賞作である『リーマンショック・

コンフィデンシャル（原題：Too Big to Fail）』に基づくHBOの作品を含め、この時期について数多くのハリウッド映画が制作されていることから分かる。HBOの映画では、女優のパトリシア・ランデル（Patricia Richardson）がベア氏を演じたが、他のFDIC総裁が映画に登場したことはない。

ベア氏が住宅ローンの問題について警告を始めたのはFDIC入りして間もなくの頃だ。2007年になると銀行業界の問題は深刻化し、すぐにベア氏は金融危機の渦中に巻き込まれ、ポールソン元財務長官、続くガイトナー元財務長官、そしてバーナンキ元連邦準備制度理事会（FRB）議長と（時には意見を戦わせながら）協力していくことになる。

現在の銀行業界の課題

大局的に見た現在の銀行業界について、ベア氏は「あまりにも規則が多く複雑過ぎ、順守できていない」と言う。より詳しい説明を求めると、満期の長い資金の調達を地方銀行に義務付けることを含め、多くの見解や改善策を語ってくれた。ベア氏は「少し慢心があったのではないかと思う。金利が上昇すると金融資産の価値が下がることは分かっていたはずだ。破綻した銀行は本当に例外的な存在だったと思う。銀行経営上、かなり基本的な誤りを犯しており、規制当局の監督には改善の余地がある」と語った。

ベア氏は、「改善の余地」については「預金保険の対象とならない預金は不安定で、流出の対象だ。それが世界金融危機の時に経験し、今経験していることだ。そうした状況については、2008年から2012年にかけて実施したように、取引口座（企業が給与や経費の支払いに使用する口座）に対し一時的な保証を提供するなど、幾つか対処方法がある。事業用口座に対し恒常的な保証を提供するという考え方もあり、日本では実施されている。ただし、金利ゼロが条件だ。高利回りの預金に無制限の保証を提供するわけにはいかない。全ての預金を預金保険の対象とすることも反対だ。大きな歪みとモラルハザードを生むことになりかねないからだ」と話した。

ベア氏のもう一つのアイデアは、預金者の保護を目的とした資金調達を地方銀行に義務付けることだ。ベア氏は、「無担保での資金調達の義務化も解決策になると思う。市場規律を促進しつつ預金保険対象外の口座を守る費用対効果の高い方法は、こうした口座の銀行破綻時の損失吸収力を高めることだ」と語る。

今年、銀行破綻の最前線に立っているサンフランシスコ連邦住宅貸付銀行（FHLB）のテレーザ・ベーズモア最高経営責任者（CEO）のアプローチは異なる。市中銀行向けに資金を提供する政府系機関であるFHLBシステムに属する同行の加盟行に対する融資額は最近急増している。シリコンバレー銀行からも破綻直前に200億ドルの借入申し込みがあったが、実行されることはなかった。ベーズモア氏は「地方銀行がより多くの資金を必要する場合、われわれから借りることができる」と語る。これに対し、ベア氏は、FHLBの融資は（住宅ローンや不動産担保証券を主とする）担保を必要とするが、破綻時には売却され、預金に対する保護にはならないと指摘する。

規制当局者や銀行家と議論を交わすのはベア氏にはお馴染みの世界だが、FRBとFDICとの間に存在する緊張関係については「FRBの金融政策は銀行破綻の原因となり得る。銀行が破綻すると、FRBは通常、介入を図る。そのたびに私は『感謝する。しかし、FDICで対応可能だ』と伝えた。FRBは大手行の影響を大きく受けており、救済のメンタリティーが強い。FRB側は異を唱えるだろうが、私の経験では（そして事実として）FRBは常に（特に最大手行に対する）資本要件の引き下げを支持してきた。銀行の自己資本はFDICを損失から保護するものであり、FDICは常により多くの資本を求めている」と語った。

銀行の多さが問題か

FDIC離任後、ベア氏はピュー慈善信託のシニアアドバイザーに就任し、2015年にメリーランド州東岸にあるワシントン・カレッジの学長に就任した（2年後に退任）。現在は、セントルイスを本拠とする穀物大手のブンゲ<BG>や、カナダの中・大型電気自動車メーカーのライオン・エレクトリック<LEV>、ブロックチェーン（分散型台帳）インフラ企業のパクススなど、複数の企業の取締役を務めている。また、スペインの大手銀行であるサンタンデル銀行<SAN.スペイン>の取締役を務め（2016年に顧問に転じた）、非営利団体センター・フォー・フィナンシャル・スタビリティの上級研究員であることから、米国の銀行数は過剰かといった議論も含め、銀行業界の動向を今も把握している。

銀行が多過ぎると考える人々は、FDIC加盟行が4100行に上り、他の国々よりも多いと指摘する（2位はロシアの約400行）。人口と国内総生産（GDP）が米国の約10%であるカナダの銀行数が約80行だが、これは米国の銀行数が800行であるべきだ（あるいはカナダの銀行数は410行であるべきだ）ということなのか。どちらが正しいとも言い難い。

銀行悲観論者は2000年以降、564行が破綻したと指摘する（銀行破綻がなかった時期の後の年は、市場のパフォーマンスが平均を下回ること、投資家は注意が必要だ。また、FDICが破綻した銀行の経営をどのように引き継ぐかは、CBSのTV番組『60ミニッツ』を視ると良い）。ちょうど先週、イエレン財務長官が銀行のさらなる整理統合の必要性を語ったが、これはゴールドマン・サックス<GS>のデービッド・ソロモンCEOの見解でもある。

しかし、ベア氏は「申し訳ないが、こうした多くの銀行は必要とされている。これほど多くの銀行を監督するのは困難かもしれないが、われわれが危機に直面する時、ほとんどの場合、問題を作り出したのは大手行だった。世界金融危機の時、地方銀行はヒーローであり、地域向けの融資を継続した」と主張する。

そうした英雄的な行動の例として、メイン州ポートランドの弁護士事務所の代表者ベンジャミン・フォード氏は、2008年、全米に展開する大手行や金融会社が撤退する中、地域造船会社向けの在庫融資を維持したバンゴール・セービングズ・バンクや、コロナ禍中に給与保証プログラム（PPP）ローンの提供を大手行よりも数週間早く開始したノルウェー・セービングズを挙げる。その結果、取り付け騒ぎと全く逆の現象が起き、企業は口座開設のため、これら地域銀行に殺到した。地域の銀行が従来からの取引関係を基に柔軟な対応を取ったため多くの企業と雇用が救われた。

ベア氏は、お金と事業に関するシリーズ物の本を子供向けに執筆している。本気か、と聞いたところ、「子供も、親も気に入っている。子供たちは基本を学ぶ必要がある。この小さいお姫様とお金の魔法使いの物語で、お姫様は豪華なバケーションに行きたいが、友人たちはお金がなく、一緒に行けない。そこで、お姫様はお城にいる仲間の魔法使いに話して、お金の印刷を始める。面白くて、ユーモアにあふれているが、扱っているのは金融リスクの問題だ」とのことだった。恐らく、世界中の銀行の経営幹部の必読書とすべきだろう。

By Andy Serwer
(Source: Dow Jones)

4. 社会保障制度再建の三つの選択肢 3 Options for Fixing Social Security 月200ドルの増額から資産調査まで

[退職運用計画]

枯渇予想が1年早まる



Illustration by Simone Massoni / Dutch Uncle

米国人は昔から、社会保障制度の原資である信託基金が間もなく枯渇すると知っていた。しかし、今年の春、その余命は想定よりもさらに短いことが明らかになった。米社会保障庁は、議会が何も行動しなかった場合、社会保障年金の積立金が以前の予測より1年早い2034年に枯渇すると予想している。

たとえ議会が（債務上限問題の行き詰まりから分かるように）重要な財政上の問題について行動する能力がないとしても、議員は有権者に愛されている年金制度の再建に動く公算が大きい。しかし、信託基金の枯渇が迫る中、この問題にいつ、どのように取り組むのかというテーマは一段と切迫性を増している。

ほとんどの政策ウォッチャーは、議会はぎりぎりまで動かず、最終的に給付がわずかに削減され、増税によって既存の収益源が補強されると予想している。つまり、現在の制度構造が守られるということだ。しかし、一部の専門家は、このような対応は大きなチャンスを逃すことになる」と述べている。議会は、米国の人口における若年層がはるかに多かった頃に策定された現行の枠組みに固執するのではなく、この機を捉え、連邦政府支出の約20%を占める社会保障制度を再考できる可能性がある。

フランクリン・ルーズベルト大統領は、1935年に社会保障法に署名した当時、「（この法律は）平均的な市民とその家族を、失業と老年期における貧困の苦しみからある程度守るものだ」と宣伝していた。それから約1世紀が経過したが、社会保障制度は、現在の長寿命化と生活費の増加を考慮して拡大されるべきだろうか。それとも、厳しい人口構成などの課題を踏まえ、よりのめを絞ったものにするべきだろうか。

本誌はこの疑問に答えるため、社会保障制度を再建するための三つの提案について検証する。いずれの提案も、社会保障庁の予測期間である75年の間に、信託基金の積立金不足をほぼ解消するものだ。しかし、そこに至るまでの道のりは全く異なっている。

議員だけでなく政策通にとってさえ、往々にして米国政治の「サードレール（回避したいテーマ）」と呼ばれる社会保障制度に言及するのは簡単ではない。しかし、積立金不足が自然に解消することはない。非営利団体「責任ある連邦予算委員会」のマヤ・マクギニアスズ委員長は、「この問題に正しいも悪いもない。唯一悪いのは何もしないことだ」と語る。

社会保障制度よりも愛されている政府の制度はない。全米退職者協会高齢者団体（AARP）の世論調査によれば、社会保障制度は共和党支持者、民主党支持者、無党派層から90%超の支持を得ている。どんな政治集会でも、「社会保障制度の維持」と書かれたプラカードをよく見かける。

ルーズベルト大統領は、社会保障制度は貧困層向けの福祉プログラムではなく、すべての米国人が働いて勝ち取る給付だと言う方が「ウケが良い」ことを知っていた。それこそが、政治家と市民が社会保障制度の改正に対して脊髄反射的に反発する理由だ。人々は、将来の給付の対価を給与税として前払いしていると思っているため、給付の削減は銀行預金を奪われるように感じる。しかし、現実には、現在の労働者が現在の退職者の給付を支払っている。

実際、社会保障制度に支払った金額と厳密に同額を受け取る人はほとんどいない。1964年生まれの夫婦で、夫が中程度の所得、妻の所得が低い部類だ所得を稼ぐと想定した場合、給付額は支払額の1.51倍になる。同年生まれの高所得層の夫婦は1.05倍、低所得層の夫婦は1.69倍を受け取る。2029年以降に65歳になるほとんどの人は、支払額よりも給付額の方が大きい（上記は女性の寿命が男性より長いことを前提としているため、同性カップルには当てはまらない）。

しかし、このような制度はもはや持続可能ではない。多くの労働者が社会保障税を支払って退職者を支えていた時代はうまくいっていたが、現在は退職者1人当たりの労働者数が2.8人に減少しており、2

035年には2.3人に減ると予想されている。退職者が増え、それを支える労働者が減るならば、何らかの妥協が必要だ。

直近で信託基金が債務超過に直面したのは1983年だ。当時は超党派の議員が改革案を可決し、レーガン大統領が署名した。改革には、通常退職年齢の65歳から67歳への段階的な引き上げ、以前から予定されていた給与税率引き上げの前倒し、一部の給付を連邦所得税の課税対象にすることなどが含まれる。

これによって社会保障制度は数十年の時間を稼いだが、2021年以降は給付の支払いのために積立金を取り崩している。信託基金が2034年に枯渇した場合、給与税による予定給付のカバー率は80%であるため、受給者にとっては給付が20%削減されることになる。

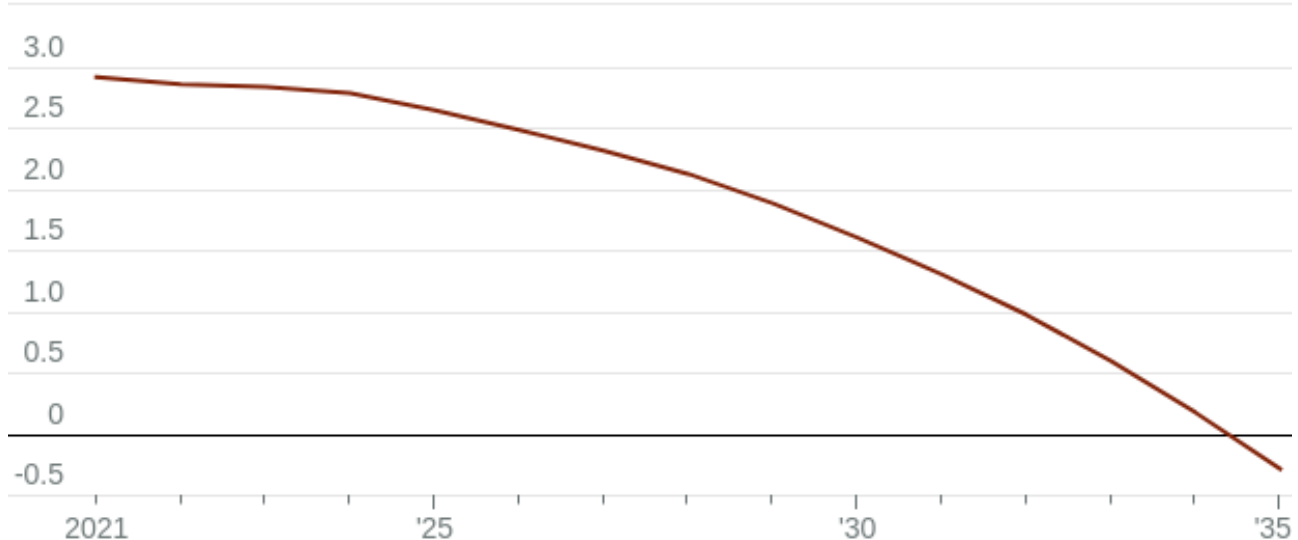
収入の増加と給付の削減

Falling Short

A new analysis finds Social Security's reserves will run dry in 2034, one year earlier than previously expected.

Combined Social Security and Disability Trust Funds

\$3.5 trillion



Sources: Committee for a Responsible Federal Budget; Social Security Trustees

現行の制度で信託基金の積立金不足を解消する方法は、増税と給付削減の二つだ。法律上、社会保障制度は運営のために借入れをしてはならず、信託基金の投資先は政府証券に限られる。この投資制限を変えようという議論は以前からあるが、法制化の機運は高まっていない。社会保障庁最高アクチュアリー室によると、現状維持のシナリオでは、議会は2034年までに予定収入を約3分の1増額するか、予定給付を約4分の1減額するか、あるいは両者の組み合わせを実施する必要がある。

以下では収入の増額と給付の減額によるアプローチの例を以下に示す。まず税金についてみると、2023年の時点で、従業員が支払う6.2%の社会保障税の対象となるのは、給与全体のうち16万0200ドル以下の部分のみだ。社会保障庁のアクチュアリー試算では、給与の40万ドル超の部分に課税対象とした場合、積立金の不足は64%縮小する。給与税率を12.4%から13.4%（雇用者と従業員で折半）へ

徐々に引き上げれば、さらに26%縮小できる。

給付面では、（1960年以降生まれを対象に）通常退職年齢を67歳から68歳に引き上げることで、積立金の不足は12%解消する。通常退職年齢とは、給付額の100%を受け取ることができる年齢を指す。通常退職年齢より早く支給を受けると、給付額は恒久的に減額される。退職年齢の引き上げは実質的な給付の削減だ。米シンクタンク、予算・政策優先事項センターの社会保障および障害政策担当ディレクターであるのキャスリーン・ロミグ氏は、通常退職年齢の2年引き上げは生涯給付額の13%削減に相当すると指摘している。

上記を合わせると、信託基金の長期的な積み立て不足を解消できるだろう。専門家は、超党派的な支持を得られる可能性が最も高いため、この種のアプローチが採用される公算が最も大きいという見解で一致している。

全受給者の給付増額



Illustration by Simone Massoni / Dutch Uncle

米国会計検査院の調査では、55歳以上の人が世帯主である米国の世帯の約半数は、退職後のための貯蓄がない。何とか貯蓄ができている世帯の多くも、貯蓄額が十分ではない。従業員給付研究所によると、60～65歳の人が世帯主で、世帯所得が7万1000ドルから12万6000ドルである家族の貯金額の中央値は約15万ドルだ。

こうした退職危機の中で社会保障を削減すれば大惨事を招くと、民主党は主張する。それどころか、寿命の長期化、企業年金の縮小、インフレによる家計の貯蓄能力の低下を考えれば、現

在ほど社会保障の拡大に適した時期もないだろう。民主党は議会において、さまざまな法案を通じて、給付を増額するための方法を提案してきた。

バーニー・サンダース上院議員は、社会保障制度の拡大を最も声高に主張している一人だ。サンダース議員がエリザベス・ウォーレン上院議員とともに今年提出した法案では、給付の計算式を微修正し、ほとんどの受給者が月に200ドルを追加で受け取れるようになっている。社会保障庁のアクチュアリー計算では、これによって積立金の不足は43%拡大する。

しかし、この法案の九つの条項による影響を合計すると、積立金の不足は約97%縮小する。法案では、給与税の対象となる所得の上限を徐々に撤廃する。当初は現行の上限である16万0200ドル以下の部分と25万ドル超の部分に課税し、インフレを考慮して上限を毎年引き上げる。上限は25万ドルに達した時点で撤廃され、積立金不足は73%縮小する。

法案は新たな収入源も提案している。例えば、20万ドルまたは夫婦で25万ドル以上の所得がある個人に対し、医療保険制度改革法（オバマケア）で定義される投資収入（キャピタルゲイン、利子、配当など）に12.4%の税金を課す。収入によって積立金不足は56%縮小する。

社会保障を拡大するための増税は、共和党が下院を支配している現在の議会では成立しないだろう。しかし、アドボカシー（政策などの提唱）団体であるソーシャル・セキュリティ・ワークスのナンシー・アルトマン会長は、民主党がホワイトハウスと上院の支配を維持し、下院で過半数の議席を取り戻した場合、この種の制度改正が実現される可能性は高まるという。

資産調査の導入



Illustration by Simone Massoni / Dutch Uncle

社会保障給付の計算式は1977年からあまり変わっていないが、当時と比べて世界は大きく変化した。アメリカン・エンタープライズ研究所のシニアフェローであるアンドリュー・ビッグズ氏は、仮に社会保障制度を一から設計するならば、個人の貯金により大きな重点を置くだらうと語る。ビッグズ氏の案では、給与の3%を、雇用者が支援する退職口座に貯金することが義務付けられる。これは、ほとんどの人にとって現行のシステムより少ない給付額を補うためだ。雇用者の制度を利用できない人には、政府が提供する退職金制度に所得の3%を貯金することを義務付ける。

ビッグズ氏は給付の計算式も調整し、徐々に中・高所得層への給付を減らす一方で、所得が特に低い層の受給者を保護するために最低給付

額を引き上げるといふ。また、現在の最大給付額（2023年時点で月4555ドル）は、十分な貯金が可能と推定される高所得層にとっては多過ぎると語る。

ビッグズ氏の制度では、すべての受給者への給付額を徐々に一律化する。この制度は25年かけて導入され、導入の完了後は、1カ月当たりの給付額が中所得層で46%、高所得層で67%減少する。一方、所得が非常に低い層の給付は17%増加する。この増額は即座に実施されるが、中・高所得層の減額は徐々に行われる。

ビッグズ氏の案はオーストラリアの制度が元になっている。オーストラリアでは、資産調査に基づく対象者全員に一律の政府年金が支給され、職場における強制加入の退職金口座からの所得も支払われる。ビッグズ氏は新たな税金を課さず、62歳以上の従業員による社会保障税の支払いを不要とし、より長期にわたって働き続けるインセンティブを与える。上記の案は、ペンシルベニア大学の超党派組織ペン・ウオートン・バジェット・モデルとビッグズ氏自身の分析によると、上記の案は基づくと、長期的な積立金不足を解消できる。

しかし、ビッグズ氏は、米国人がこの提案を受け入れるという楽観的な見方は取らない。ほとんどの人は、現行のシステムにあまりに多くの金額を投じてしまっているの、より良い方法を構想することができないという。それでも、上記のような提案は、人々の社会保障についての考え方を拡大するという点で有益な試みだと、ビッグズ氏は語る。

モーニングスターの政府リサーチ責任者であるアーロン・サピロ氏は、年金を資産調査に基づいて給付するという改革は「制度の性質を根本的に変える」と語る。サピロ氏は、これは誰もが給付を受けられるという普遍性を損なうものであり、議会も歓迎しないだろうと指摘する。ビッグズ氏の案を支持するグローバル高齢化研究所のリチャード・ジャクソン氏は、「われわれは分別ある改革を実現できないだろう。しかし、そのような改革こそが制度のねじれを修正するのだ」と言う。

By Elizabeth O'Brien
(Source: Dow Jones)

5. 来るリセッションが長引く可能性

[インタビュー]

A Recession Is on the Way. It Could Be a Long One.

アポロ・グローバル・マネジメントのスロク氏に聞く

根強いインフレ圧力



Photograph by Amir Hamja

シリコンバレー銀行（SVB）の破綻から数日後、投資運用会社であるアポロ・グローバル・マネジメント（APO）のチーフ・エコノミスト、トーステン・スロク氏は景気見通しについて弱気に転じ、その見方を、「ノーランディング」のシナリオから、市場が予想するよりも長期かつ深い減速の予想へ変更した。

スロク氏は、国際通貨基金（IMF）勤務の経験もあり、経済統計の正真正銘の生き字引だ。ウォール街では、短期および長期の経済見通しに関する顧客向けのノートで知られている。本誌

は5月10日にスロク氏と対談した。

本誌：地方銀行の破綻が増えているが、米国経済の見通しは。

スロク氏：コンセンサス予想はソフトランディングで、第3四半期と第4四半期にリセッション（景気後退）に陥り、国内総生産（GDP）の成長率はそれぞれマイナス0.5%になると見込まれている。それは、7月から12月にかけて、非農業部門就業者数が毎月20万人減ることにつながる。

銀行危機は、リセッションが長期化し深まるリスクを高めた。信用状況のはるかに厳しい逼迫（ひっばく）と、米連邦準備制度理事会（FRB）がインフレのしつこさを懸念する中で金利が高止まりするという不安によって、ハードランディングの方向に傾いた。

Q：コンセンサス予想でさえ、大量の雇用喪失を予測している。それは、インフレの問題を解決するのだろうか。

A：移民は新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の期間に減少したが、過去2年半では400万人増加している。それは、ブルッキングス研究所が、コロナ禍の間に労働市場から離れたと推定する労働者数と同じ数だ。

インフレを封じ込めるためには、賃金上昇率を低下させる必要がある。働き盛り（25～54歳）の労働者を中心とする労働供給の増加や移民の増加はプラスだ。しかし、インフレを持続可能な水準まで低下させるためには、もう一押し必要だ。

Q：他にインフレ圧力があるとみている分野は。

A：新規住宅購入の予定者数、住宅建設会社および住宅購入者の信頼感は上昇に転じつつあり、新築と中古の住宅販売は増加傾向だ。売却物件に対する引き合いは増加している。引き合いは、6カ月前は物件当たり平均で約2件だったが、現在は3件を超えている。住宅関連は、消費者物価指数（CPI）の40%を占める。住宅が回復を始めれば、インフレが今よりも執拗になり、FRBは困難な状況で身動きが取れなくなるだろう。

銀行への影響



Photograph by Amir Hamja

Q：一層執拗なインフレは、銀行の最近の問題とどのように関係しているのか。

A：銀行大手のJPモルガン・チェース<JPM>とバンク・オブ・アメリカ<BAC>は合わせて、米国の銀行セクターの総資産の26%を占めており、上位13行で60%を占めている。残る40%は、資金調達コストの上昇に直面している。

Q：40%の銀行は、SVBを破綻させたのと同様の預金取り付け騒ぎを懸念しているのか。

A：モバイル銀行とネット銀行を利用した人々の割合は、2013年は39%だが現在は66%で、iPhone（アイフォーン）の利用で預金の移動がはるかに容易になっている。銀行の預金が速やかに消滅するリスクがある。

銀行は他の逆風にも直面している。銀行が保有する米国債と住宅ローンの価値は低下しており、安全で無リスクな資産で多額の評価損を抱えている。また、監督機関による地方銀行の規制も強まるだろう。

IMFでキャリアを開始した時に最初に学んだのは、経済状況が悪い時に銀行危機が生じるということだった。銀行はそのような状況において、個人向け、企業向けおよび商業用不動産向け貸し出しで損失を出すからだ。現在は、規模で14番目と16番目の銀行（ファースト・リパブリック銀行とSVB）が破綻し、良好な経済状況の下で銀行危機が生じていることが異例だ。さらに、経済状況は悪化している。

Q：経済軟化の影響は。

A：銀行の最も流動性の高い資産の価格は既に低下している。リセッションになれば、個人や企業向け

貸し出しの貸倒損失などによって流動性の低い資産にリスクが生じる。資産規模で26位から4500位までの小規模銀行が、銀行セクターの総貸し出しの約37%を占めている。銀行による個人向け貸し出しの意欲は2008年の水準までは低下していないものの、傾向は良くない。

ハイイールド債市場、証券発行、地方銀行からの資金調達が干上がった場合、プライベート・クレジットやプライベート・キャピタルが介入し、貸し出しによって市場を安定化させてきた。

金利見通し

Q：プライベート市場は、金利上昇や景気減速の影響をまだ感じていないのか。

A：金利上昇によって、テクノロジー企業やグロース企業は、長期のキャッシュフローがフェデラルファンド（FF）金利に敏感なために悪影響を被っている。プライベート市場もまさに同じで、テクノロジー企業や、低金利に大きく賭けていた企業は悪影響を被っている。リフィニティブによると、ベンチャー・キャピタルの総価値は、FRBの利上げ開始以来で60%減少している。

Q：金利がいつ低下に転じると予想するのか。

A：インフレ率は、昨年6月の9%から現在は5%へ低下している。インフレ率が5%から2%へ低下するのはさらに困難だ。

市場は、FRBが9月に利下げすると予想している。しかし、インフレが非常にしつこいことと、FRBのインフレ率を2%へ低下させる責務を考慮すると、利下げできるようになるのは来年半ばだろう。

金利に敏感なものは、引き続き悪影響を受ける公算が大きい。つまり、住宅市場の回復は時期尚早だろう。FRBは、住宅市場の回復がインフレを押し上げるのであれば、回復を容認できない。今後は、インフレ率が高止まりする一方で、GDPがマイナス成長になるスタグフレーションが3四半期続くだろう。

Q：どのような投資のリスクが比較的高いか。

A：信用格付けが低いクレジット、特にCCC格の社債やハイイールド債は、悪影響を受けるだろう。

S&P500指数を現在買うべきではない。今後3カ月または6カ月で、より安く買える可能性があるからだ。S&P500指数の12カ月予想利益に基づく株価収益率（PER）は、成長率予想の低下とリセッションの予想に鑑みると驚異的だ。しかし、12カ月か24カ月たてば、今の状況は終わるだろう。

不動産の状況

Q：商業用不動産の価値は低下している。その経済的な影響は。

A：不動産投資信託（REIT）の中で、オフィスREITの状況は良くないが、産業施設と倉庫のREITのリターンはまだプラスだ。現状は、問題が一様で、住宅用不動産がGDPの7%を占めていた2008年とは異なる。

現在の商業用不動産は、GDPの約2.5%を占めている。2008年のGDP成長率はマイナス3%で、今後3四半期のGDP成長率はマイナス0.5%になるだろう。今回のリセッションは2008年よりも浅いが、長期化する可能性がある。

Q：最悪期が終わったことが、どのように分かるのだろうか。

A：商業用不動産の空室率と単位面積当たり賃料が好転し始めれば、それは、株式市場の投資家と経済にとって強気の兆候だ。問題は、空室率がまだ上昇しており、オフィスの単位面積当たり賃料がピークから30%低い水準にあることだ。

Q：投資家は、他に何をモニターすべきか。

A：運輸保安庁による航空旅客数の統計。劇場やブロードウェイの観客数やホテルの宿泊客数だ。消費者が貯蓄を使い果たして、これらのために消費する金がなくなった時が、われわれが待ち望んでいる景気の転換点になるだろう。

飲食店の業績は、軟調の幾分かの兆しを示している。新規失業保険申請件数は緩やかに増加している。テクノロジー産業の労働者は、通常であれば高額所得者であるため、失業保険を申請しておらず、新規失業保険申請件数には含まれていないかもしれない。レイオフの大部分はテクノロジー業界で行われていたので、実際の失業率は公表値よりも高い可能性がある。サービス業が減速している早期の兆候もある。投資家は、FRBによるインフレを2%へ戻すというコミットメントと、それが景気のさらなる減速をもたらすリスクを過小評価すべきではない。

外国の状況

Q：米国以外では何をモニターしているのか。

A：日本銀行の、イールドカーブ・コントロールに関する声明に注目することが重要だ。日本銀行は10年債利回りが上昇しないように、日本国債を無制限に買い入れると述べてきた。日本の保険会社や銀行は、国内金利が非常に低いために、米国債、米国の投資適格社債、欧州債券に投資した。今後6カ月間で、日本銀行が金利上昇を容認すれば、日本の投資家は国内へ資金を還流させるだろう。

Q：その波及効果は。

A：日本は、米国債の最大の保有国で、保有額は1兆ドルを超えている。日本の投資家が米国債を売り始めれば、米国債利回りが上昇し、米国のクレジット・スプレッドがワイド化する可能性がある。日本の投資家が何もしなくとも、日本が売却しそうだということで、その他世界の投資家が保有米国債を売却するリスクがある。

Q：日本の行動は、FRBによるさらなる引き締めを不要にするのだろうか。

A：そのとおりだ。しかし、金利には、大幅で制御不能の動きのリスクがあり、それは、世界経済に対してあらゆるリスクを投げかける。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

6. 大手ハイテク企業がさらに大きな勝ち組に。ドットコムブーム終焉の再来？ Big Techs Become Even Bigger Winners. Shades of the Dot-Com Boom? 異例づくめの上昇相場だが利上げなしとは思えず、パーティーはいつか終わるのか

[コラム]

パーティーの真っ最中



Photo illustration by Barron's Staff; Getty Images (2); Dreamstime (2)

最初に、言い古された説明であることをお詫びするが、実際その通りなのだ。まるで1999年のようなパーティーが、少なくとも株式については、繰り広げられている。株式市場はまたも、世界を根本的に変えるとの期待から株価が急騰した一握りのテクノロジー銘柄に支えられている。従来の時価総額加重型のS&P500指数（最大級の超大型ハイテク6社が支配している）と、S&P500指数構成銘柄の均等加重による代替指標との格差がこれほど極端になるのは、1999年以来のことだ。

今の相場はレジェンドの投資ルールに反する

ドイツ銀行の試算では、2023年初めから5月25日まで、S&P500指数が8.1%上昇したのに対し、均等加重のS&P500指数は1.2%下落し、その差は9.3%ポイントになった。1999年通年でも両者の差は9.3%ポイントであり、それを上回ったのは1998年の16.3%ポイントだけである。このコラムの長年の友人で、フロリダ州パームビーチにあるシーブリーズ・パートナーズ・マネジメントの代表を務めるダグ・カス氏によれば、市場の強さが少数の高騰銘柄に集中していることは、1970年代初めの少数優良銘柄中心の上昇相場であるニフティ・フィフティを思い起こさせるという。ニフティ・フィフティは1973年から74年にかけての超弱気相場に先立つものだった。しかも現在の市場は、カス氏がよく引き合いに出すメリルリンチの元市場分析責任者で、今やレジェンドのボブ・ファレル氏の有名な投資ルール、「市場が最も強いのは広範囲にわたって上がるときで、最も弱いのは一握りの優良銘柄だけが上がるとき」に反している。

金融情勢もいつか見た通り

金融情勢も20世紀末の出来事を思い起こさせる。当時、米連邦準備制度理事会（FRB）は引き締め政策をとり、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を4.75%前後から2000年年央までに6.50%へ引き上げた。過去1年余り、FRBはFF金利の誘導目標をゼロ近辺から5～5.25%へと急激に引き上げ、同時にバランスシートを縮小して一層の政策引き締めを図ってきた。

カス氏は、金利の上昇により株式は債券との比較で、2008～2009年金融危機の直前となる2007年10月以降最も割高だと付言する。カス氏はさらに、FRBが金利を引き上げたことで、2023年のS&P500指数の予想利益は10%以上低下したと、電子メールで述べている。

皮肉なことだが、株式が上昇した一つの要因は、29日のメモリアルデーを含む週末を前に、幸いにも解決間近とみられる債務上限問題である。連邦政府は借入金を増やすことができない一方で、金融システムの流動性支援のために自己の財源を空にしている。債務上限を引き上げれば、連邦政府は財源を補充するために何十億ドルもの財務省証券を発行し、市場は消化しきれず、流動性の低下につながる。

政策金利の確率分析ツールでは利上げ優勢

一方、FRBの政策金利変更に対する期待は大きく逆転した。以前の市場予想はFRBは利上げしないというものだったが、足元では次回の連邦公開市場委員会（FOMC）でのさらなる利上げが予想されている。実際、以前のような利下げ期待は薄れている。CMEフェドウォッチサイトによると、6月13～14日のFOMCでFF金利が0.25%引き上げられる確率は、26日時点で66.5%と、わずか1週間前の17.4%から大幅に上昇した。7月25～26日のFOMCまでに少なくとも1回の利上げが行われる確率は78.9%と、1週間前の20%未満から上昇した。4月末に市場では、43%の確率で利下げが行われるとみられていた。経済状況の改善、持続的なインフレ、地方銀行の破綻懸念が薄れたことから、利下げ期待は変化している。この点は2年物国債の利回りから明らかで、3月にシリコンバレー銀行が破綻する直前は5%を超えていたのが5月初旬には3.80%まで低下した後に、26日には4.56%まで反発している。

まずは雇用統計に注目するとして、その先パーティーは続くだろうか

主要経済指標、特に6月2日に発表される5月の雇用統計が、連休でいつもより短い5月29日からの週の主役になるだろう。エコノミストのコンセンサスでは、非農業部門就業者数が19万人増と、再び堅調な増加を示すと予想されている。一方、インフレはほとんど緩和の兆しを見せていない。個人消費支出（PCE）デフレーターのコアサービス（住宅を除く）はパウエルFRB議長が注目する物価指標だが、米資産運用会社グリーン・キャピタルによると、1月以降4.3%、過去12カ月では4.5%上昇している。

インフレ率は依然FRBが目標とする2%をはるかに上回り、失業率は歴史的な低水準、主要株価指数はピークに近い。利上げを予想しない理由を見つけるのは難しい。1999年にパーティーは終わらなかった。だが結局は終焉を迎えたのだ。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. アップルの複合現実（MR）ヘッドセットがお披露目間近 Apple's Mixed-Reality Headset Is Still Virtual. Here's What We May Know. 他社が失敗してきた製品カテゴリで勝ち目はあるか

[投資戦略]

新製品のヘッドセット端末に一定の期待

ハイテク大手がまたしてもインターネットを私の顔にくくりつけようとしている。今回はアップル<AAPL>が、6月5日に開催される世界開発者会議（WWDC）で、3000ドルの「複合現実（MR）」ヘッドセットを発表すると報じられているのだ。



David Paul Morris/Bloomberg

私はそれに手を出すつもりはない。私の一日は既に、アップル製のスマートフォンとスマートウォッチとイヤホンに手を伸ばすことから始まっている。そこにヘッドセットが加われれば、もはやロボコップと化してしまうかもしれない。

しかしウォール街は、この新製品が商業的に少なくとも中程度には成功すると予想している。ゴールドマン・サックスは、2025年以降1桁前半のペースで利益を押し上げると見込んでいる。ビーオブエー・セキュリティーズは、2026

年までに1株当たり36セント（コンセンサス予想の約5%）、相当程度普及すればそれ以上の利益貢献をすると予測している。

アップルのエコシステムを活用して優位に立てるか

私自身はこれまでバーチャルリアリティ（VR）を軽視し過ぎていたかもしれない。メタ<META>のVRヘッドセット、オキュラス・クエスト2を額に装着したおまるに例えたことがあるし、数年前には人気の正体を確かめるために、ソニー<6758>のプレイステーションVRというかさばる端末を購入した。楽しみが持続したのは、主に初日の1時間弱だった。

上の二つのデバイスはVR機器であり、ユーザーは現実世界から遮断されたデジタルの世界に没入することになる。一方拡張現実（AR）とは、現実世界にデジタル情報の層を重ねることを指す。スマートフォンの画面上で、現実の環境に配置されたバーチャルのキャラクターを見つけるゲーム「ポケモンGO」がその例だ。

MRは、デジタル世界と現実世界の相互作用を実現させるものだ。新しく買おうとしている家具が自宅で見えるかを確認したり、メーカーが工場や機械を低コストで調整したり、同僚同士で服装を気にせずホログラムとして会ったりすることが可能となる。

これまでのところ、VRヘッドセットは、ゲーム用のものですらほとんどゲームチェンジャーにはなっていない。また、マジック・リープ1、グーグル・グラス・エンタープライズ2、マイクロソフト・ホロレンズ2のようなMR端末も既に存在している。しかし、ハードウェアユーザーとアプリ開発者の巨大なエコシステムと、新製品を宣伝する大規模な小売事業を有するアップルは、VRで優位に立てる可能性がある。

また、アップルは他社がデバイスの欠点に対処するのを辛抱強く待ってから、洗練された製品を投入し、圧倒的な市場シェアを徐々に確立していくという傾向があるように思われる。前回新しいカテゴリーに参入したときの製品はアップル・ウォッチで、2015年のことだった。当初はフィットビットに負けていたが、現在ではスマートウォッチのインストール数の4分の3を占めるまでになっている。

■ 推測される製品の概要

アップルはヘッドセットの詳細や発売について公表していないため、メディアは特許出願情報、リーク情報、リーク情報の噂、噂のリーク情報、そして経営陣の曖昧なコメントに頼って報道している。最も信頼できそうな、かつもっともらしい情報を総合すると、ゴールドマンは「リアリティ・プロ」という名前のデバイスが今年秋以降に発売されると予測している。ウォール・ストリート・ジャーナルによると、このデバイスはスキー用ゴーグルのように軽量で、表情や体の動きを捉える少なくとも12個のカメラと、深度を感知するライダー技術を搭載している。ユーザーはVRとARを切り替えて使用でき、デバイスの内側と外側の両方にディスプレイが搭載されることで、周囲の人にユーザーの顔を見せることも可能となる。また、機器の重量と熱を顔に集中させないように、外付けのバッテリーパックがケーブルで接続される予定だ。

これまでのヘッドセットの普及はゲーマーが中心となっているが、リアリティ・プロは、ゲーム以外にも多くのアップルの事業と結びつく可能性がある。ゴールドマンによれば、アップルが提供する音楽、テレビ、フィットネス製品とつながった没入型のコンサート、スポーツ観戦、レッスンの他、地図のためのインタラクティブな都市モデルや、VR空間でのビデオ通話、写真共有、オフィスでのホワイトボード作成といった可能性が考えられる。

アップルはハードウェアで儲けるわけではない。ビーオブエーは、販売台数が今年は20万台にとどまり、平均販売価格が800ドルに下がる2026年には年間800万台まで増加すると想定している。それまでに見込まれる営業利益率はわずか6%だ。しかし、ソフトウェア対ハードウェアの売上高比率は2対1と想定され、ソフトウェアは50%の利益率を確保し得るとビーオブエーは指摘する。さらに、ヘッドセットがヒットすれば、2026年までにApp Storeの売上高の3分の1を占める可能性があると付け加えている。

■ アップルの株価への影響は

これらの推測はもちろん全て、今のところ仮想的なものだ。しかし、アップルはちょっとした話題作りに助けられるだろう。アップルの年初来の株価上昇率は35%と、エヌビディア<NVDA>の163%、メタの114%といった人工知能（AI）業界の一部を大きく下回っている。

ここでアップルを割安と呼ぶには、特別なゴーグルが必要になるだろう。2023年の予想株価収益率（PER）は29倍と、S&P500指数の19倍と比較しても高い。推奨はビーオブエーが「中立」で、ゴールドマンは「買い」で1年以内に直近の175ドルから209ドルに上昇すると予測している。

あるいは、新しいヘッドセットを買って未開封のままとおけば、将来コレクターズアイテムになるかもしれない。初代iPhone（アイフォーン）に今年6万3000ドルを超える値が付いたが、これは年間33%のリターンに相当する。仮に新製品が売れなかったとしても、アップルにとって最大の失敗作にはならないだろう。アップルは2015年に金のスマートウォッチを最高1万7000ドルで発売したが、2018年には対応ソフトウェアのアップデートを停止した。

アップルはWWDCにおいて、ヘッドセットの発表以外にもソフトウェアのアップデートや新型のマックブックを披露すると見込まれている。iPhoneは夏以降まで待つ必要があるが、期待しない方がいい。UBSは、「われわれの調査によると、次世代iPhoneのスペックはiPhone 14とかなり近いものに

なりそうだ」と書いている。スマートフォンの販売数はすでに減少しているから、これは潜在的な問題だ。

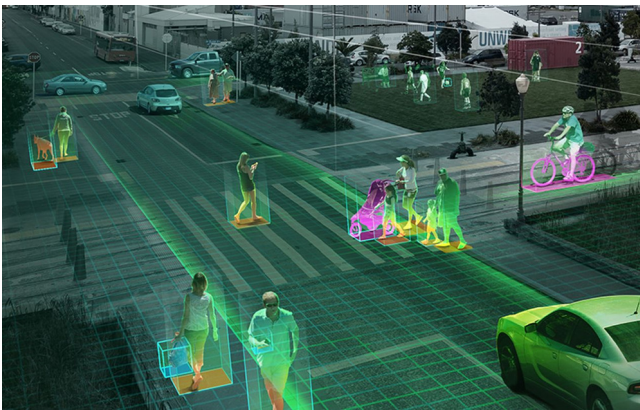
他社の多くが失敗しているできの悪いカテゴリに大きく賭けることは、アップルとしては愚か過ぎるように思える。となると、リアリティ・プロなる新製品はひょっとしたら本物の傑作なのかもしれない。一方、アップルが単に新たなヒットを無理して探しているだけの可能性もある。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

8. AIがもたらすハイテク企業の栄枯盛衰 AI Could Turn Some Tech Winners Into Has-Beens AIへの移行を生き残れるか

[コラム]

AI関連銘柄が市場をけん引



Courtesy of Nvidia

先週、半導体メーカーのエヌビディア<NVDA>が非常に好調な決算を発表する前から、人工知能（AI）は市場の注目の的だった。AI関連銘柄がナスダック総合指数を押し上げるだけでなく、S&P500指数といった幅広い市場指標の上昇の大部分をけん引してきたからだ。

ドイツ銀行のジム・リード氏が率いるテーマリサーチチームが発表した一連の刺激的なリポートによると、チャットGPTのような生成型AIの影響は、投資の枠をはるかに超え、「良くも悪くも人類の転換点」となることを意味する。バ

ンク・クレジット・アナリスト（BCA）リサーチの地政学ストラテジストであるマット・ガートケン氏とチーフ外国為替ストラテジストであるチェスター・ノトニフォー氏のリサーチノートによれば、超高性能AIは経済成長を30倍から100倍に押し上げ、農業革命や産業革命に匹敵するインパクトを与える可能性があるという。

これは良いニュースだ。しかし、ガートケン氏とノトニフォー氏は、AIのポジティブなインパクトは、経済全体に対するものと比較してテクノロジー株にはあまり強くないかもしれないと付言した。今日の勝者とされるテクノロジー株は、急速な技術革新によって時代遅れになり、多くの株が塵（ちり）と化すかもしれない。本誌のジャック・オッターが伝える学術研究によると、AIに言及があるだけで、一部の銘柄が上昇するという。しかし、その勢いは、1990年代後半、企業が社名に「ドットコム」を付けることで株価を上昇させたときのように、一瞬で終わってしまうかもしれない。その時の結末は誰もが知る通りだ。

AIの進歩は予想よりもはるかに速い

現在が異なるのは、AIの導入がかつてないほど容易で迅速である点だ。電気や自動車が本格的に普及するのは、それが認知されてから数十年後のことだった。また、BCAのストラテジストは、「1980年代から90年代にかけて表計算ソフトやワードプロセッサ、グラフィカル・ユーザー・インターフェースが生産性を向上させたが、コンピューターがインターネットを介してつながるようになってからその真価が発揮されるようになった。こうした前例から、AIによる経済全体の生産性向上が見られるのは2030年代に入ってからではないか」と推測している。

さらに多くの予言は、AIの影響を既知のデータから直線的に推定するものだ。ところがBCAのレポートでは、AIの進歩は指数関数的な曲線を描いており、予想よりもはるかに速いスピードで進歩する可能性があるとして主張している。ガートケン氏とノートニフォー氏は、「新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の初期に、投資家や一般の人々が症例の急激な増加に目を奪われたように、AIがわれわれを取り巻く世界をいかに早く変えるかに目を奪われることになるだろう」と書いている。

AIは今や、人類の未来も左右する

経済的・金融的な影響という観点から見ると、この急激な技術変化によって、今日のAIの勝者が明日は落ちぶれる可能性もあると、BCAチームは主張する。十数年前にサン・マイクロシステムズがオラクル<ORCL>に買収されたように、消滅する企業や、生き残った企業に飲み込まれる企業もでてくるだろう。マイクロソフト<MSFT>が、現在の経営陣によって今日の市場を支えるハイテク勝者の一角を占めるようになるまで今世紀初頭は不振にあえいでいたように、大企業であっても何年間も低迷する可能性がある。

マイアミ大学のアルカ・P・ボンダパッタエ助教授と、ミズーリ大学の博士課程の学生であるダット・マイ氏とファイナンスの教授であるクンタラ・パスワンサン氏による近日公表予定の論文によると、ある銘柄がAIにけん引されていることが広く認識されると、その影響はすぐに表れるという。彼らは1974年から2020年までの報道を分析した結果、「AI性」を示した企業はその翌月に超過リターンとなることを明らかにした。だが、そのようなリターンはその後5〜7カ月で消滅する。AIの影響は中小企業で最も大きく、年率3%のケースもあったが、これは小型株の評価の難しさを反映していると考えられる。また、エヌビディア株の決算発表後の急騰以前から、ソフトウェアや半導体の大手企業の投資家向け説明会では、最近、AIや機械学習などの用語が盛んに用いられているという。

BCAのアナリストであるゲルトケン氏とノニフォー氏は、マクロ経済的な観点から、人工知能が経済成長を加速させる結果、実質（インフレ調整後）債券利回りが上昇するとみている。コモディティーや不動産も恩恵を受ける可能性がある。両氏は、「人々は新たに得た財産で土地を買おうとするだろうが、土地はAIが生産できないものの一つであることに気づくだけだ」と述べる。中央銀行が、生産の増加に見合うよう、躍起になって需要を増やそうとする中でも、もしかすると「大規模なデフレ」で実質債券利回りが上昇するかもしれないと、両氏は付け加える。

AIが労働者にとって代わることで、大規模な失業が起きるのではないかと、という大きな懸念がある。だが、歴史的に見ると、生産性を高める技術革新は最終的に実質賃金の上昇につながっている、とドイツ銀行のチームは書いている。

BCAが引用した最近の報道は、仕事の10%がAIによって行われる可能性がある、と主張する。米国の労働人口の80%が影響を受け、特に、法律、教育、情報技術、経営コンサルティングへの影響が大きいという。確かに、失職は痛ましい出来事だが、ドイツ銀行は、人工知能が普及することで、より良い幸せな生活を送ることが可能になると考えている。

人類が超知能AIへの移行を乗り越えたとすれば、今世紀半ばまでにそれが起きる確率は半々だとBCAは推測する。BCAによれば、テスラ<TSLA>のイーロン・マスク最高経営責任者（CEO）やアップル<AAPL>のスティーブ・ウォズニアク共同創業者などの著名人が、より良い安全プロトコルを開発するために、AI研究を6カ月間休止することを求める書簡に署名しているという。

サイバーセキュリティはすでに1880億ドル規模の世界的な産業であり、セキュリティ製品にAIの安全性を付加する企業は、投資家に投資機会を与えてくれる。人類の終わりが迫っていても、強気な市場は必ずある。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

9. ナスダック総合指数がNYダウをはるかに凌駕 The Nasdaq Has Been Crushing The Dow. Can It Last? 債務上限問題の解決で逆の動きになる可能性も

[米国株式市場]

AI関連のグロース株がけん引



Courtesy of Nvidia

止められない物体が債務上限という不動の力にぶつかるとうなるのか。株式市場はそれを見極めようとしているのかもしれない。

半導体大手のエヌビディア<NVDA>が先週、第1四半期の決算と非常に好調な業績見通しを示したことで、人工知能（AI）関連の銘柄が止められない物体となっている。エヌビディアの株価はこれらを受けて25日に24%上昇し、時価総額は約2000億ドル増加して年初来の上昇率は約160%に拡大した。

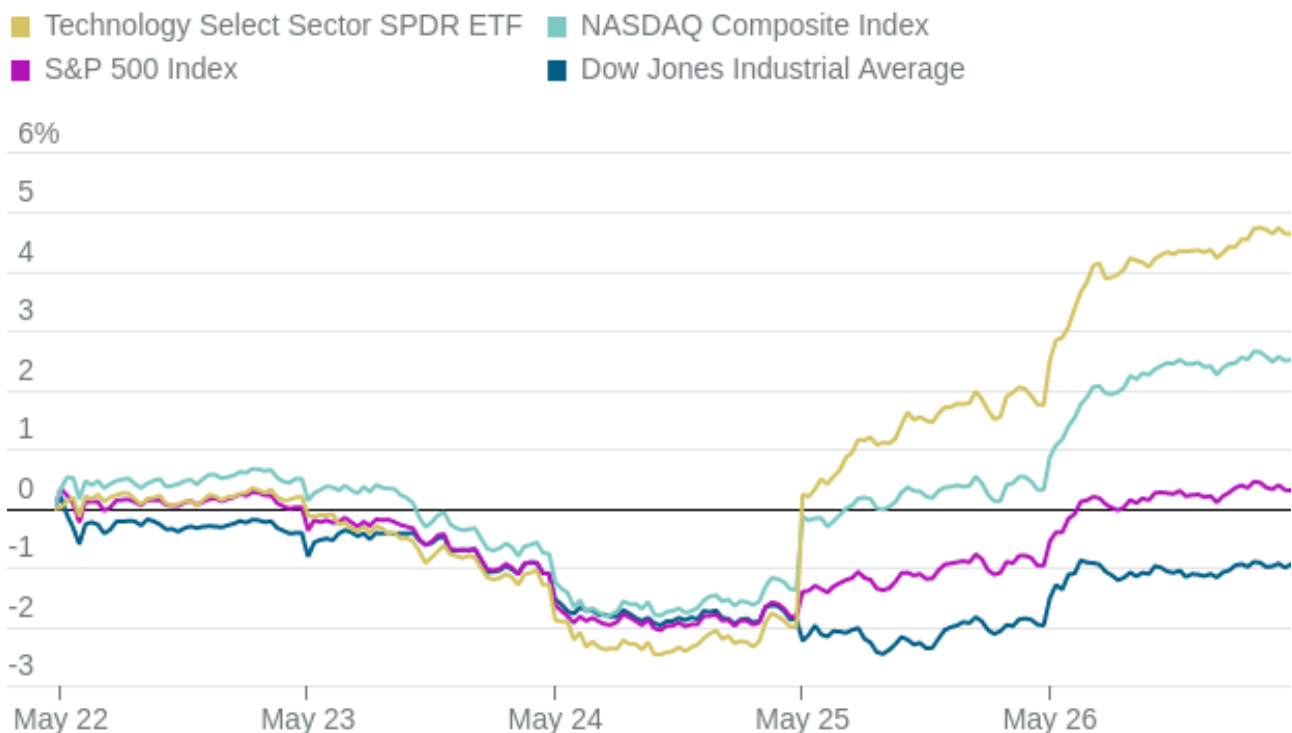
エヌビディアがAIのアプリケーションに使用されるチップの需要について非常に強気の見通しを示したことで、アドビ<ADBE>やアドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>といったAI関連企業の株価も高騰した。これらの急騰した銘柄が多く集まるナスダック総合指数は先週2.5%上昇して、1万2975.69で週を終えた。

この動きはS&P500指数の上昇にもつながり、先週は0.3%高の4205.45で引けたが、現在、S&P500指数は時価総額上位の銘柄だけがけん引しているように感じられる。というのも、S&P500指数は今年9.5%上昇しているが、上場投資信託（ETF）のインベスコS&P500イコール・ウェイト<RSP>（この指数に採用されている500銘柄をすべて同じ0.2%のウェイトで保有するETF）はわずかに下落してい

るからだ。これだけ時価総額加重型の指数のほうが均等加重型の指数を大きく上回ったのは、1999年のハイテクバブルの時に、通信用半導体のクアルコム<QCOM>、セキュリティー・ソフトウェアのベリサイン<VRSN>、ビジネス用ソフトウェアのオラクル<ORCL>などの銘柄が急騰して以来のことだ。

AI関連のグロース株がけん引

Market Snapshot

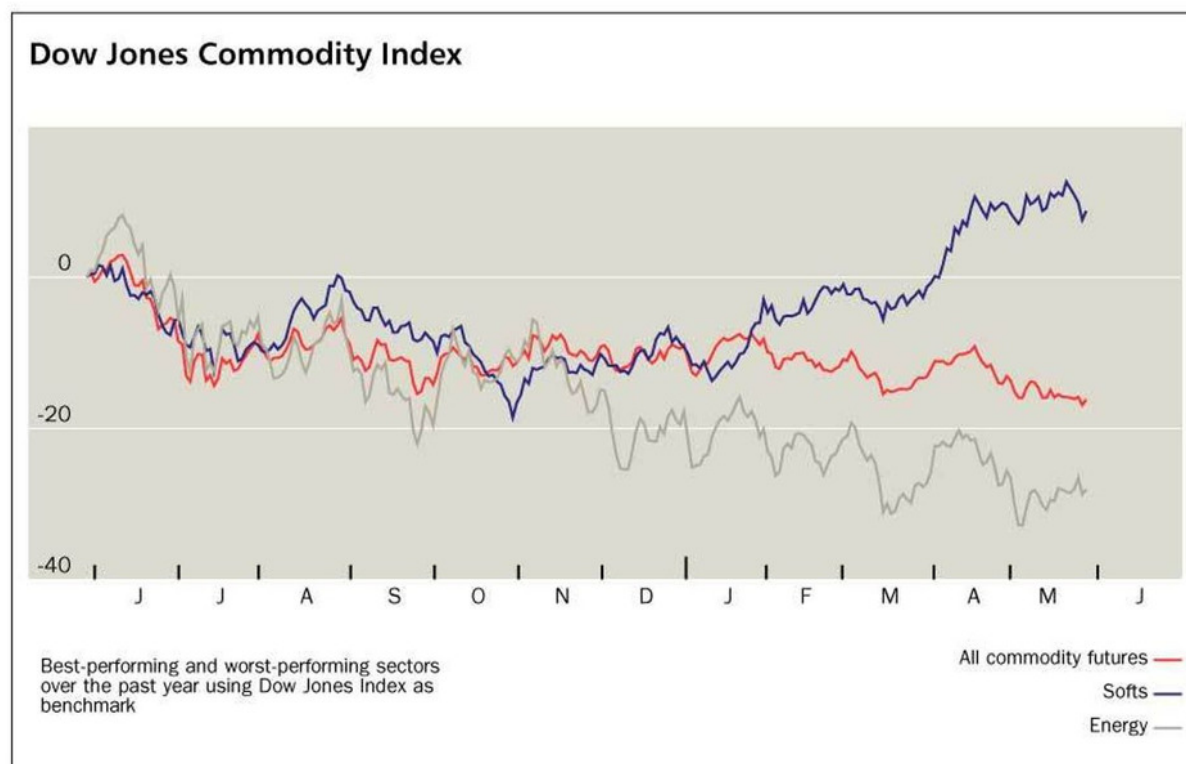


一方、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は先週1%下落して3万3093ドル34セントで引け、2023年に入ってから0.2%の下落となっている。これはナスダック総合指数に対して過去最悪のアンダーパフォームであり、ダウ・ジョーンズ・マーケット・データによると、5月にNYダウが上昇した日はわずか5日だけで、過去10年以上にわたって最も少ない日数となっている。なお、小型株のラッセル2000指数は先週わずかに（0.1%未満）値下がりして1773.02で週末を迎えた。

NYダウがこれまでで最も厳しい局面の一つを迎えている一方、ナスダック総合指数は年初来の100日としては1991年以降で最高を記録するなど、好調な動きを見せている。

過去を振り返ると、さらなる上昇の可能性が示唆されている。ナスダック総合指数が年初の100日間で15%以上上昇した場合、69%の確率で年内にさらに値上がりしている。ただし、米財務省の資金が底をつくXデーは迫っており、数日延期されたものの、問題は複雑になっている。

債務上限問題の解決がグロース株の逆風になる可能性も



デフォルト（債務不履行）が回避される解決策が多くの投資家の基本シナリオであり、議会で合意があれば、株式市場は安堵のラリーを楽しめるはずだ。ただし債務上限問題の解決は、これまで市場をけん引してきたグロース株にとって短期的にはプラスに働くことばかりではない。

財務省は、議会で債務上限に関する合意に達した直後から、1月以降に5000億ドル減少した一般会計の現金残高を再度引き上げる必要がある。そのため、6月上旬には大量の財務省短期証券（TB）が発行され、利回りが上昇して金融システムからキャッシュが引き出される可能性がある。これは、国債の保有を毎月600億ドル減少させている米連邦準備制度理事会（FRB）が進行中の量的引き締めプログラムに上乗せされるものだ。

米国経済システムからの流動性の流出は、グロース株のようなリスク資産にとってより大きな逆風となり、ナスダック総合指数とNYダウのパフォーマンスの差を縮めることにつながるかもしれない。

私たちの選良である議員たちが債務上限に関する大惨事を回避するのを、AIが助けてくれるのならよいのだが。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

Chevron Tests the M&A Narrative With a Modest Deal
シェブロン、控えめな案件でM&Aのシナリオを試す

パーミアン盆地にも注目が集まる

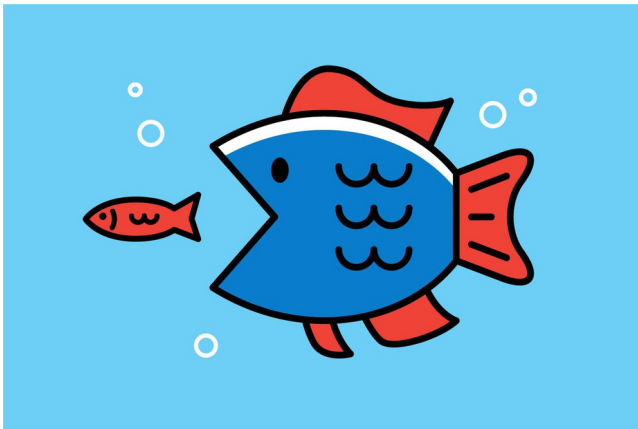


Illustration by Elias Stein

石油大手シェブロン<CVX>は5月22日、中堅の石油・ガス生産会社PDCエナジー<PDCE>を63億ドルで買収すると発表した。これはエネルギー企業の大規模合併の新たな波の到来を示すものではない。だがこの買収は、ウォール街が予想していなかった業界統合の道筋を示す可能性がある。

エネルギー業界は、M&A（合併・買収）を念頭に置いている。もはや、エネルギー企業の利益は増加せず、株価は上昇していない。だが近年のM&Aの規模は控え目で、PDCの買収がそう

であるように、2010年にエクソンモービル<XOM>が410億ドルでXTOを買収したような、変革をもたらす類のものではない。

大半の案件は、上場企業が非公開企業あるいは採掘地域を買収するものだ。たとえば独立系石油・天然ガス会社ダイヤモンドバック・エナジー<FANG>は、2022年後半に、非公開企業のラリオ・オイル・アンド・ガスから20億ドル弱でテキサス州にある資産を買収している。みずほ証券のアナリスト、ニティン・クマー氏は、シェブロンによる買収で、それほど規模が大きいオペレーターの魅力が増す可能性があるとする。パーミアン・リソーシズ<PR>、マタドール・リソーシズ<MTDR>、カロン・ペトロリアム<CPE>は23日に軒並み上昇した。

とはいえ、大型案件が不可能となったわけではない。ウォール・ストリート・ジャーナル紙は、エクソンがパイオニア・ナチュラル・リソーシズ<PXD>と買収に関する協議を行っていると報じた。両社からのコメントはない。だがパイオニア・ナチュラル・リソーシズのスコット・シェフィールド最高経営責任者（CEO）は、去る4月の本誌によるインタビューで、買い手には高プレミアムに対する抵抗感があり、近い将来にM&Aの波が来るとは思わないと語り、「売り手も買い手も、条件面で合意するのが非常に難しい」としている。

主にコロラド州で採掘を行うPDCエナジーは、新たな可能性を開く。TDカウエンのアナリストであるジェソン・ガベルマン氏は、「市場は、シェブロンがパーミアン地域の資産を買収する可能性があるのではと注目している」と記す。テキサス州とニューメキシコ州にまたがるパーミアン盆地は最も生産性の高い石油・ガス地帯であり、コロラド州と比べてかなり多くの企業が参入している。コロラド州に拠点を置くシビタス・リソーシズ<CIVI>の株価は5月22の週に1週間で0.56%上昇した。

今週の予定

Out of Gas

In the first quarter, energy exploration-and-production M&A fell 20% by value and 80% by volume. Here are the top five deals.

Buyer	Seller	Deal Type	Value
1. Bartex Energy	Ranger Oil	Corporate	\$2.5 B
2. Matador Resources	Advance Energy	Property	1.6 B
3. WildFire Energy	Chesapeake Energy	Property	1.4 B
4. INEOS Energy	Chesapeake Energy	Property	1.4 B
5. Undisclosed	Chesapeake Energy	Property	439 M

Source: Enverus Energy Analytics

5月29日（月）

- ・ 米国株式・債券市場は、メモリアルデーの祝日で休場。

5月30日（火）

- ・ コンピューター・IT大手ヒューレット・パッカード・エンタープライズ<HPE>、パソコン大手HP<HPQ>、トラックレンタルなどの持ち株会社Uホール・ホールディング<UHAL>が四半期決算発表。

- ・ S&Pコアロジックが、3月のS&Pケース・シラー住宅価格指数を発表。コンセンサス予想は前年同月比1.5%低下（2月は同0.2%上昇）。住

宅価格は2022年7月以来7カ月連続で下落した後、2月に0.2%上昇した。同指標は、2022年6月の過去最高値から4.9%低い水準にある。

- ・ コンファレンス・ボードが5月の消費者信頼感指数を発表。予想は100と4月の数値を約1ポイント下回る。同指数は2022年の夏以降で最も低い水準にある。

5月31日（水）

- ・ 補修用自動車部品小売り大手アドバンス・オート・パーツ<AAP>、ペット用品オンライン販売のチュイ<CHWY>、サイバーセキュリティ対策ソリューションのクラウドストライク・ホールディングス<CRWD>、ストレージ・データ管理ソリューション会社ネットアップ<NTAP>、ID管理サービスのオクタ<OKTA>、顧客管理ソフトウェア大手セールスフォース<CRM>が決算発表。

- ・ シェブロン、エクソンモービル、メタ<META>（旧フェイスブック）、小売り大手ウォルマート<WMT>が年次株主総会を開催。

- ・ 米労働省労働統計局（BLS）が求人離職統計（JOLTS）を発表。コンセンサス予想では4月最終営業日時点の求人件数は944万件で、3月から15万件の減少。求人件数は2月に1000万件を下回ったが、これは2021年5月以来初めてであり、歴史的にも逼迫した労働市場が緩和される兆候である。

- ・ 米サプライ管理協会（ISM）が5月のシカゴ購買部協会景況指数（シカゴPMI）を発表。コンセンサス予想は47と4月から2ポイント近く低下。同指数は8カ月連続で好況を示す50を下回っている。

6月1日（木）

- ・ 通信半導体大手ブロードコム<AVGO>が2023年度第2四半期決算を発表。株価は年初来45%上昇している。5月22日の週には、アップル<AAPL>と複数年にわたり数十億ドル規模で5G関連通信部品の供給契約を結んだことで過去最高値を記録した。

- ・ 医療器具メーカーのクーパー・カンパニーズ<COO>、ITサービス持ち株会社デル・テクノロジーズ<DELL>、ディスカウント・ストアのダラー・ゼネラル<DG>、パッケージ食品メーカーのホーム・フーズ<HRL>、スポーツウエアメーカーのルルレモン・アスレティカ<LULU>、汎用データベース・プラットフォームのモンゴDB<MDB>、クラウドベースの情報セキュリティ会社ジースケイラー<ZS>が決算コンファレンスコールを開催。

- ・ 人材管理ソフト・サービス会社オートマティック・データ・プロセッシング<ADP>が5月の非農業部門民間就業者数を発表。エコノミスト予想は前月比17万人の増加（4月は同29万6000人の増加）。

増加分の大部分は、引き続きサービスセクターが占める。

- ・ ISMが5月の製造業購買担当者景況指数（PMI）を発表。コンセンサス予想は47.1で4月と同じ。

6月2日（金）

- ・ BLSが5月の雇用統計を発表。非農業部門就業者数は前月比20万人の増加予想（4月は25万3000人の増加）。失業率の予想は3.5%と、1969年以来の低水準だった3.4%からは上昇する予想。平均時給の予想は前年同月比4.3%増（4月は同4.4%増）。

By Avi Salzman
(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』 2023/05/28

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