

# バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/06/04

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIIJI PRESS



DOW JONES

1. 「シャドーバンク」が世界の資産の半分を所有 - 'Shadow Banks' Hold Half of the World's Assets. Why Concerns Are Growing [カバーストーリー]  
懸念が高まっている理由とは P.1
2. 合併アービトラージに投資妙味 - Regulators Have Cracked Down on Big Deals. [フィーチャー]  
当局の規制リスクを上回るリターン P.7
3. AIだけでなく五つの重要投資トレンド - It's Not Just AI. 5 Trends That Will Change How You Invest. [フィーチャー]  
投資家が備えるべき変化とは P.9
4. 将来に向けて投資すべき4分野 - David Giroux Looks Into the Future [インタビュー]  
ティール・ロウ・プライス・インベストメント・マネジメントのジルー氏に聞く P.14
5. ディフェンシブ株や景気敏感株も上昇する全面高 - The Stock Market Throws a Party-and Everyone's Invited [米国株式市場]  
次回FOMCでの利上げ見送り織り込む P.17
6. 債務上限合意で株式投資家が窮地に立つ可能性 - The Debt-Ceiling Deal Could End Up Biting Stock Investors [経済政策]  
流動性の動きに連動する株式市場 P.19
7. 隠れAI株、それはIBM - A Hidden AI Stock That Pays a Big Dividend [ハイテク]  
法人顧客の独自AI構築を支援 P.21
8. AIで投資はどう変わる - AI Will Change Investing. How It Could Play Out. [コラム]  
情報処理に優れるが、投資アドバイスは未知数 P.23
9. エヌビディアは新たなテスラ、「バリュエーション学部長」の判断は売り時 - Why the 'Dean of Valuation' Just Sold Nvidia Stock [投資戦略]  
エヌビディアの株価は正当化できるのか P.26
10. 今週の予定 - What's Inside Nvidia's AI Supercomputer? [経済関連スケジュール]  
エヌビディアのAI用スーパーコンピュータの中身とは P.29

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

# 1. 「シャドーバンク」が世界の資産の半分を所有 [カバーストーリー]

'Shadow Banks' Hold Half of the World's Assets. Why Concerns Are Growing  
懸念が高まっている理由とは

## 金融セクター全体に波及する恐れ



Illustration by Ben Wiseman

今年、米国の中堅銀行3行が破綻した。米連邦準備制度理事会（FRB）などの中央銀行が金融の正常化に取り組む中で、金融システムの「壊れ方」の一例が明らかになった。しかし、リスクは他にもある。

リスクを警戒している規制当局、政策決定者、投資家は、ノンバンク金融仲介機関に注目している。この業界は膨大だが不透明で、大部分が規制を受けていない。俗に「シャドーバンク」と呼ばれており、将来の問題の中心となる可能性がある。シャドーバンクには、政府系ファン

ド、保険会社、年金基金、ヘッジファンド、フィンテック企業、清算機関、ミューチュアルファンド、およびマネーマーケットファンドやプライベートクレジットファンドなどの急成長している機関が含まれる。

主要国の金融当局などで構成される金融安定理事会（FSB）によると、ノンバンク金融システムは、今や世界の金融資産の約半分に相当する239兆ドルを管理している。これは2008～2009年の金融危機時の約2倍である。危機後に制定された規制により、米国の最大手クラスの銀行は強化されたが、規制による制限と超低金利が相まって、ノンバンク金融の爆発的な成長を促すこととなった。

しかし、仮にノンバンク金融機関が関係する無数の取引や投資が不良債権となった場合、それによって生じるリスクをしっかりと管理できる規制機関は存在しないと思われる。また、ノンバンク同士の関係や、規制対象の銀行システムとのつながりについても、詳細は分かっていない。

ノンバンク金融システムは、これだけの規模に成長してから現在に至るまで、金利上昇と景気低迷による貸倒損失やデフォルト（債務不履行）の波にさらされた経験がない。しかし、歴史的には、シャドーバンクは金融危機の中心だった。非従来型の金融機関は、往々にして高度なレバレッジを利用し、サブプライム住宅ローンを複雑な証券に転換して銀行や投資家に売却した。住宅所有者のデフォルトにより、これらの商品は価値を失い、損害が金融システムに波及した。

現在のノンバンク金融と潜在的リスクは大きく異なるように見えるが、懸念の種であり続けている。一部の政策決定者と銀行幹部は、過去と同様の流動性枯渇の引き金になる公算が最も大きいノンバンク業界のセグメントを指して、シャドーバンクと呼んでいる。国際金融協会（IIF）の概算では、そのようなセグメントへのエクスポージャーはノンバンク金融資産の約14%だ。しかし、シャドーバンクのリスクが高い部分と、より強固な市場ベースのファイナンスの世界との関係は依然として不透明である。

国際通貨基金（IMF）で勤務経験があり、コーネル大学教授およびブルッキングス研究所シニアフェローを務めるエスワー・プラサド氏は、「ノンバンク金融機関セクターは、規模が膨大で、レバレッジの水準が高く、銀行と比べて報告と規制の基準も緩いため、潜在的な火種となっている」と指摘する。

ノンバンクセクターで起きることは、セクター外にも波及する。2021年の投資会社、アルケゴス・キャピタル・マネジメントの破綻を思い出してほしい。アルケゴスは優良株への集中投資で損失を計上し、追加証拠金を要求され、約200億ドルの資産を売却した。その結果、アルケゴスへのエクスポージャーがあった大手銀行は数十億ドルの損失を被った。

FRBのミシェル・ボウマン理事は今年春のスピーチで、銀行システムから排除された高リスクの活動に起因する損失は、ノンバンクの貸し手への与信などを通じて、結局は銀行を脅かす存在として戻ってくる可能性があるとして指摘した。FRBによると、ノンバンク金融仲介機関に対する銀行の貸し出しは、2022年末時点の融資枠で合計2兆ドルと高水準である。

多くのノンバンクは何らかの形で規制されているが、ノンバンク全体の金融安定性を評価する規制当局は存在しない。現在、金融安定監督評議会（FSOC）が、一部のノンバンクをシステム上重要な金融機関に指定し、連邦準備制度の監督対象とすることについてコメントを求めている。実現すれば、トランプ政権下で行われた制度改正の一部を巻き戻すことになる。

以下では、プライベートクレジット企業、オープンエンド型債券ファンド、ノンバンク住宅ローン会社の3種のノンバンク金融仲介機関に注目し、シャドバンクに関する主な懸念を紹介する。また、このセクターがどのように経済や市場を混乱させる可能性があるかも明らかにする。

## ■ プライベートクレジット

金融危機以降、金融業界においてプライベートクレジットほど成長したセグメントはほとんどない。通常、プライベートクレジット企業が直接貸し出しを行うのは、売上高が1000万～10億ドルで、機関投資家主体の市場では資金を調達できない中規模な未上場企業である。

プライベートクレジット会社は、金融危機とその後の小規模な危機で銀行が撤退したことを受けて市場に参入した。プライベートクレジット資産は2008年の2300億ドルから約1兆5000億ドルに膨らんでおり、その市場はレバレッジドローン市場やハイイールド債市場と同等の規模になっている。

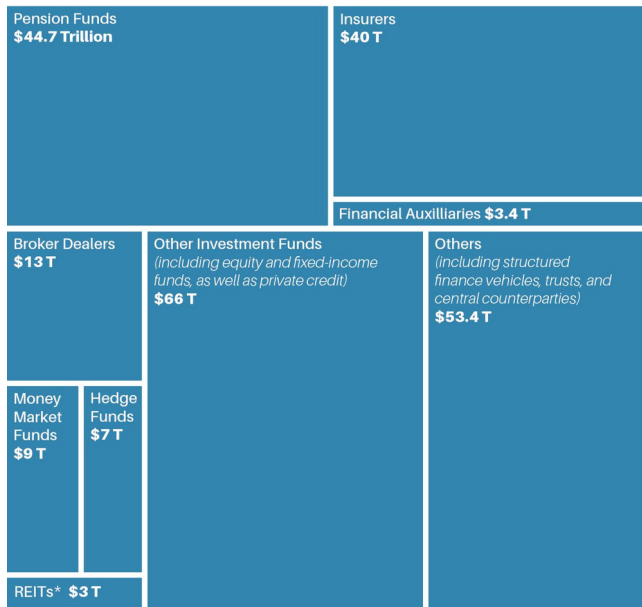
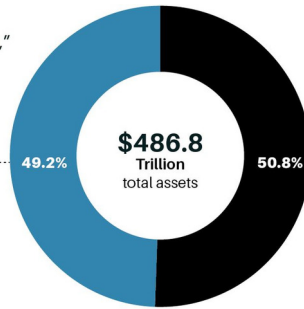
高い利回り、魅力的なリターン、分散投資の機会に引き付けられ、投資家はプライベートクレジットファンドに資金をつぎ込んでいる。保険会社は過去10年間で、大部分が流動性の乏しいプライベートクレジットへの資産配分を倍増させた。年金基金は2006年以降、プライベートクレジットを含むオルタナティブ投資への配分を2倍以上に増やしている。

FRBは、5月に公表した金融安定報告書において、プライベートクレジットファンドによる金融安定性へのリスクは限定的とみられると述べている。こうしたファンドはレバレッジをあまり利用しておらず、機関投資家によって保有されており、ロックアップ期間が長いため、取り付け騒ぎのリスクは小さい。しかし、FRBは、借り手の特徴、取引条件の性質、デフォルトリスクなどに関して、貸し出しポートフォリオの透明性が乏しいと認めた。

## Where Money Rules

Nontraditional finance, or "shadow banking," now accounts for nearly half the assets of the global financial system.

- Nonbank financial intermediaries
- Banks, central banks, and other public financial institutions



\* Real estate investment trusts  
Source: Financial Stability Board

一部の識者は、未上場企業への貸し出しとその他のノンバンク活動の関係や、貸し手と銀行セクターのつながりについて懸念している。ムーディーズのプライベートクレジットリサーチ責任者であるアナ・アルソフ氏は、「ウォール街の大手銀行はサブプライム層の借り手には貸さないと断っているが、彼らが資金を貸すファンドがサブプライム層に貸している」と指摘する。

アルソフ氏は、銀行のプライベートクレジットへの合計エクスポージャーについての公開データは存在しないと言う。アナリストは、事業の規模とリスクの不透明性に鑑みて、規制当局が動く前に、広範囲にわたる資産の質の悪化が金融業界の別の部分に波及する可能性を恐れている。

プライベートクレジット業界全体にとって問題の引き金となり得るのは何だろうか。懸念の一つは、返済に苦しむ借り手の割合が、想定5～6%を上回る可能性があることだ。アルソフ氏は想定が楽観的過ぎるかもしれないと言う。なぜなら、この想定はコロナ禍における低いデ

フォルト率に基づいているが、当時はFRBが刺激策として数兆ドル規模の資金を注入していたからだ。FRBがインフレ抑制のために金利を引き上げ、バランスシートを縮小していることを考えると、コロナ禍の時期のような支援が繰り返される公算は小さい。

レバレッジ指標も悪化しており、プライベートクレジットの成長によって案件の獲得競争が激化する中でコベナンツ（財務制限条項）による保護も弱まっている。資産運用会社TCWでプライベートクレジット責任者を務めるリチャード・ミラー氏によると、多くのプライベートクレジット投資家は、近年の穏当な金利と経済環境を背景に、企業価値から見て割高なバリュエーションでも積極的に投資しており、それによってレバレッジも一段と高まった。

現在、投資先企業の一部ではキャッシュフローが減少しており、利子の支払い能力に影響を及ぼしている。レバレッジは金融危機時ほど高くはないため、潜在的なシステムリスクは限られているが、ミラー氏はリスクが個々の借り手に転嫁されているとみており、一部の借り手が資金不足となることを懸念している。

市場の変化によって、脆弱（ぜいじゃく）な新興プライベートクレジットファンドは一掃されるかもしれない。しかし、デフォルト率の上昇、金利の高止まり、投資家によるプライベートクレジットへの投資意欲の高まりが相まって、下降局面の状況が悪化する可能性がある。

当然ながら、業界リーダーの見方はもっと前向きだ。ブラックストーン・クレジットのグローバル責任者であるドワイト・スコット氏は、「人々はデフォルトと損失を混同している」が、直接貸し出しの大部分には有担保のシニア債務が含まれているため、実際の損失は最小限に抑えられ、貸し手は苦しい時期でも企業を支援することができるという。

大手オルタナティブ資産運用会社アレス・マネジメントのマイケル・アルゲティ最高経営責任者（CEO）は、「プライベートクレジットマネジャーは、市場のリスクを高めるのではなく、通常は市場を安定化させている。なぜなら、銀行などの従来の市場参加者が投資しない時期に、レバレッジをほとんど利用せずに、慎重かつ機動的に投資する能力があるからだ」と語る。

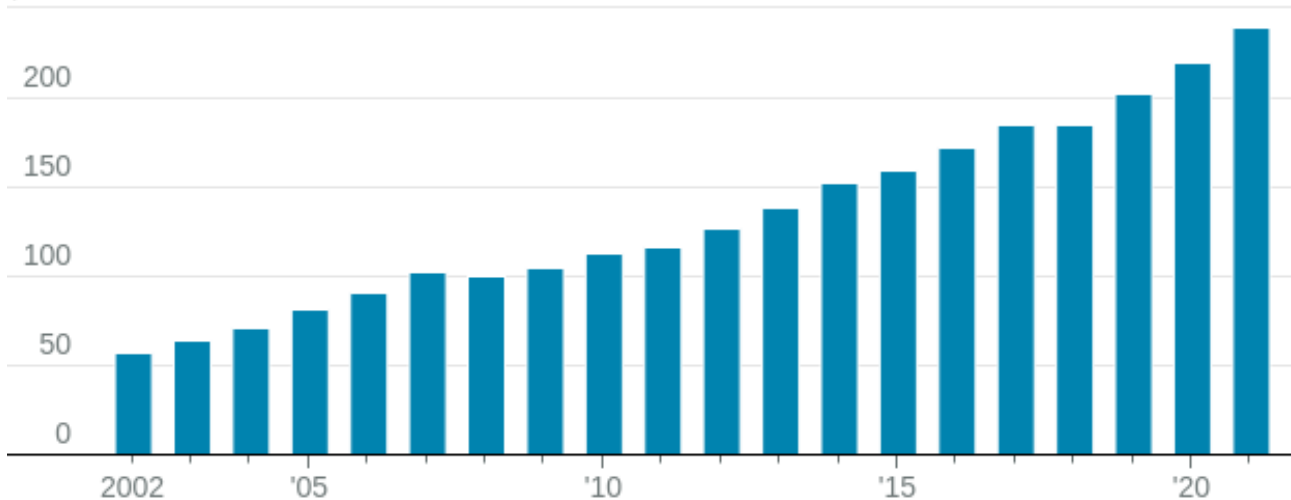
## 債券ファンド

### Explosive Growth

Assets controlled by nonbank financial intermediaries have more than doubled since the global financial crisis, fueled by restrictions on banks and the availability of cheap financing.

#### Assets controlled by NBFIs

\$250 trillion



投資家が一定期間にわたって資金を自由に動かさないプライベートクレジットファンドとは異なり、ほとんどのミューチュアルファンドは投資家がいつでも自由に売買できる。しかし、債券ファンドに関しては、これが問題になるケースがある。一部の社債は月1回、ストレス期にはそれよりも少ない頻度でしか取引されないからだ。貸倒損失が蓄積した場合や市場がストレスにさらされた場合、流動性の低い資産を所有するファンドを売却しようと投資家が殺到するため、債券ファンドが持ち分を非常に安い価格で流動化せざるを得ない恐れがある。

新型コロナウイルスによるパンデミック（世界的大流行）の当初、債券市場の流動性は枯渇した。投資家がわれ先にと現金を求め、一部の債券ファンドが償還要求に応じるために資産を売却したからだ。その結果、投資家は流動性がさらに低下する前に資産を売却しようと、パニックに拍車がかかった。最終的にFRBが介入し、史上初の社債買い入れを余儀なくされた。次の投げ売りによる打撃を最小限に抑えるため、政策決定者はファンドの価格設定などに関する新規則の策定に取り組んでい

る。

米投資信託協会（ICI）はこうした取り組みについて、2020年に債券ファンドが果たした役割についての見方が誤っていると反発している。ICIは自らの調査に基づき、債券の売却は、米国債市場の機能不全によって与信の流れが妨げられる引き金とはなっていないと主張している。債券が売られたのは市場が過熱し始めてからであり、しかも市場全体の売りに占める割合はごくわずかだったという。また、市場のストレス期における投げ売りの懸念は、ミューチュアルファンドに固有のものではないと指摘する。

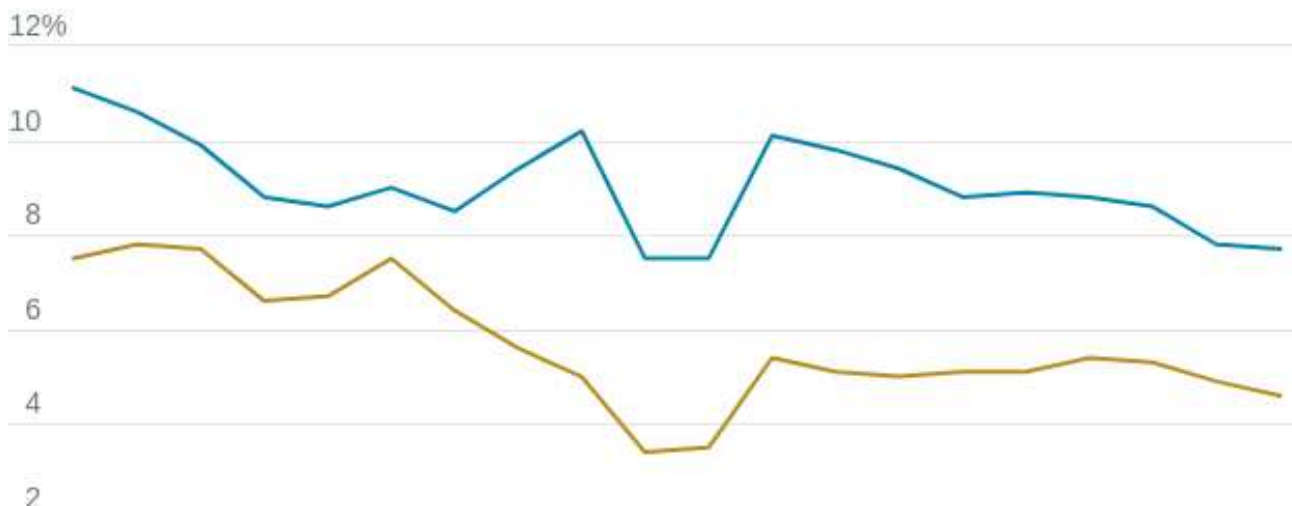
2013年以降、債券ファンドへの純資金流入は1兆7400億ドルに上る。そのサブセクターであるグローバル債券ファンドは、過去2年間の投資が市場の同じセグメントに集中している。IMFはこの点に関して警告を発しており、一つのファンドがトラブルに陥った場合に特定の資産から一斉に資金が引き揚げられる恐れがあるという。IMFによると、市場の流動性指標として一般的なビッド・アスク・スプレッドは、ハイイールド債や新興国債券などの分野において、2020年春以来の水準まで拡大している。

## ノンバンクの住宅ローン会社

### Funding Partners

While banks' exposure to nonbank financial intermediaries has declined globally in recent years, U.S. bank lending to NBFIs totaled \$2 trillion at the end of 2022, a level the Federal Reserve has described as high.

- Banks' use of funding from NBFIs as a share of global bank assets
- Banks' exposure to NBFIs as a share of global bank assets



世界金融危機以降、住宅ローン市場は劇的に変化した。ローンの組成と回収の事業は、銀行から徐々に移行しており、現在は組成全体の3分の2以上をノンバンクが占める。最大手の貸し手は、住宅ローン融資会社ロケット・カンパニーズ<RKT>のロケット・モーゲージ部門と同業のUWMホールディングス<UWMC>のユナイテッド・ホールセール・モーゲージだ。両社とも本誌のコメント依頼に返答しなかった。

住宅金融市場には再び危険信号が現れつつある。それは2008年と同様の高リスクの貸し出し慣行によ

るものというより、銀行並みの資本を持つ必要がないノンバンクのビジネスモデルによるものだ。住宅購入の減少により、住宅ローンの組成は過去2年間で60%減少している。そのため、損失がノンバンクの薄い資本クッションを毀損（きそん）し、レバレッジの水準が上昇する可能性があるという懸念が高まっている。

ノンバンクが短期の資金調達を銀行の住宅ローン会社向け信用枠に依存していることも懸念の一つだ。市場がストレスにさらされた場合や、借り手の財務状態が悪化した場合、信用枠は縮小するだろう。

今年第1四半期の滞納率はわずか3.6%で、米抵当銀行協会が1979年に調査を開始してから第1四半期としては最低を記録した。しかし、滞納率が急上昇すれば大きな痛みをもたらすかもしれない。なぜなら、返済が滞納している場合、ノンバンク住宅ローン会社の回収部門は、借り手からの支払いを回収する前に銀行などの投資家に資金を支払う必要があるからだ。

アナリストは、ノンバンク住宅ローン業界自体が金融危機を引き起こすとは考えていない。ただし、業界全体の低迷が他のノンバンクの貸し手の信頼感を低下させる可能性はある。最悪のシナリオでは、リスクが比較的高い借り手への与信が枯渇し、住宅価格に打撃を与え、住宅ローンの需要が失われかねない。

抵当銀行協会の住宅政策担当シニアバイスプレジデントであるピーター・ミルズ氏は、ノンバンクの貸し手をシステム上重要な金融機関に指定しようとする最近の規制上の動きに反発している。ミルズ氏は、現在検討されている枠組みには、費用便益分析や、デフォルト率の評価が組み込まれていないと指摘する。さらに、業界は滞納による影響を緩和するためのツール開発に取り組んでおり、金融全体への波及リスクがあるとは考えていないという。ミルズ氏は「金融ショックの要因というより、事業運営上の課題だ」と語る。

金利が正常化し、ゼロ金利の時代が終わりつつある中で、ミルズ氏の見方はノンバンク金融セクター全般に関して正しいと証明されるかもしれない。この膨大で不透明な世界では、多くの物事が破綻することなく変わり得る。それでも、警戒を続ける価値はある。

By Reshma Kapadia  
(Source: Dow Jones)

## 2. 合併アービトラージに投資妙味 Regulators Have Cracked Down on Big Deals. 当局の規制リスクを上回るリターン

[フィーチャー]

### 冷え込む合併アービトラージ市場



Chesnot/Getty Images

バイデン政権の企業買収に対する厳しい姿勢により、合併アービトラージ市場は冷え込んでいる。

リナ・カーン委員長率いる連邦取引委員会（FTC）は、合併の阻止に極めて積極的である。FTCは、マイクロソフト<MSFT>による米ゲームソフトウェア開発会社のアクティビジョン・ブリザード<ATVI>への680億ドルの買収提案や、米バイオテクノロジー企業のアムジェン<AMGN>によるアイルランドの同業企業であるホライズン・セラピューティクス<HZNP>

への280億ドルの買収提案を阻止するために、専門家から見れば法廷では認められないと思われるような議論を展開している。

大型案件を阻止しようとすることで、政府はより多くの合併を抑止しようとしているのかもしれない。この戦略はうまくいっているようで、米国のM&A（合併・買収）の案件数は、少なかった2022年と比較しても2023年はさらに20%減となっている。買収提案を受けている企業の株式を購入することを戦略として数十年にわたり実践している合併アービトラージャーにとっては、厳しい状況となっている。買収案件は破綻し、買収対象企業の株価は下落、この戦略に特化したファンドは損失を被っている。

### リスクとリターン

しかし、規制当局の厳しい姿勢にもかかわらず、投資家はこのセクターに投資した方がいいかもしれない。なぜなら、国内外で高まる規制リスクを補う魅力的なリターンが最終的に見込めるからだ。

運用資産110億ドルのアービトラージ・ファンド<ARBFX>を運用するウォーターアイランド・キャピタルの最高投資責任者（CIO）であるジョン・オリコ氏は、「過去20年間と変わらず魅力的な環境だ」と語る。

合併アービトラージ（リスク・アービトラージとも言われる）は、至って簡単だ。合併アービトラージャーは、買収される企業の株を買い、買収する企業の株を空売りし、買収が成立したときに両社の株価が収束することに賭けるのが普通のやり方だ。政府による買収阻止のリスクが高まるにつれ、買収される企業の実際の株価と買収価格との差も大きくなっている。

オリコ氏は、投資家のリターンは、1年前は1桁台半ばだったが、現在のアービトラージ・スプレッド



に基づく、2桁台のリターンを得ることができるとし、「分散したポートフォリオであれば、買収案件の遅延や阻止によるマイナスを吸収し、魅力的なリターンを得ることができる」と言う。

## ■ 合併アービトラージの投資方法

投資家は、アービトラージ・ファンド、マージャー・ファンド<MERFX>、ネクスポイント・マージャー・アービトラージ<HMEZX>などのミューチュアルファンドや、IQマージャー・アービトラージ<MNA>などの上場投資信託（ETF）を通してこのセクターに投資することができる。これらのファンドは5月の厳しい状況を受けて年初来で1~2%下落しており、過去3年の平均リターンも1%と元気がない。

最近の下落は、アービトラージ・スプレッドの拡大と、カナダのトロント・ドミニオン銀行<TD>が発表した米地方銀行のファースト・ホライズン<FHN>の買収案件などの破綻が原因だ。無リスクの国債利回りがほぼゼロから5%に上昇した点は考慮すべきだが、アービトラージ・スプレッドがここ数年よりも魅力的になっているため、投資家は過去に目を向けるべきではない。

投資家はファンドに頼らなくても、買収される企業の株式を自ら購入することで、買収案件に対して投資することができる。現在、多くの買収案件は現金で行われるため、買収対象を購入することは合理的な戦略である。バークシャー・ハサウェイの最高経営責任者（CEO）であるウォーレン・バフェット氏はアービトラージ取引に長けており、80年にわたる投資キャリアの中で、定期的に合併案件に投資してきた。バークシャーは、最新の提出書類によれば、人気ビデオゲーム「コール・オブ・デューティ」のメーカーであるアクティビジョンの株式を所有している。マイクロソフトの買収価格は95ドルであるが、アクティビジョンの株価はわずか80ドルで取引されている。その理由は、英国の規制当局がこの買収に反対しているため、マイクロソフトのクラウドコンピューティングにおける強みが、ビデオゲームのクラウド化に伴い不公正な優位性をもたらす可能性があるというのだ。ウォール街では、この買収が成立する可能性はせいぜい33%程度と見ている。

## ■ リスクを上回るリターン

アクティビジョンの株価は、たとえ買収が成立しなかったとしても上昇する可能性がある。シティグループのアナリストであるジェイソン・バジネット氏によれば、最近の四半期決算は良好で30億ドルの違約金を含めると、2023年末には1株当たり17ドルのネットキャッシュになる可能性があるという。バジネット氏は目標株価を90ドルとしている。アクティビジョンは現在、2023年度予想株価収益率（PER）が20倍前後である。

他にも魅力的な案件がある。半導体メーカーのブロードコム<AVGO>が買収しようとしているソフトウェアメーカーのVMware<VMW>の株価は、FTCや海外の規制当局が買収案を反トラスト法違反とする可能性を懸念し、買収価格を約37ドル下回る136ドル程度で取引されている。マージャー・ファンドの共同マネージャーであるロイ・バーレン氏は、リスクよりリターンが大きいと見ており、テクノロジー株が上昇しているため、取引が破綻した場合でも株価の下落幅は抑えられるとしている。VMware株は、取引が実現しなかった場合、1株105ドルまで下落するリスクがあるが、直近の株価から27%高い173ドル程度まで上昇する可能性があり、リターンはリスクより大きい。

ホライズン・セラピューティクスは100ドルで、アムジェンの116.50ドルの買収価格を下回って

おり、FTCがこの買収が将来的に競争を弱める可能性があるとして買収阻止のために提訴して以来、10%下落している。この提訴により、製薬大手のファイザー<PFE>が買収を計画しているバイテクノロジー企業のシーゲン<SGEN>の株価も下落している。

バーレン氏は「FTCはひどい裁判を起こした」と嘆くが、トランプ前大統領が任命した担当判事が、10月末までにFTCの訴えを棄却する可能性が高いと見ている。買収が成立すれば、投資家は6カ月以内にホライズン・セラピューティクス株で約15%の利益を得ることができる。

合併アービトラージは、投資家が大きなリスクを負っても利益は小さいことが多かったが、今や違う。リスクはあるが、大きな利益が期待できる投資なのだ。

By Andrew Bary  
(Source: Dow Jones)

### 3. AIだけでない五つの重要投資トレンド

[フィーチャー]

It's Not Just AI. 5 Trends That Will Change How You Invest.

投資家が備えるべき変化とは

#### 五つの重要トレンドの紹介

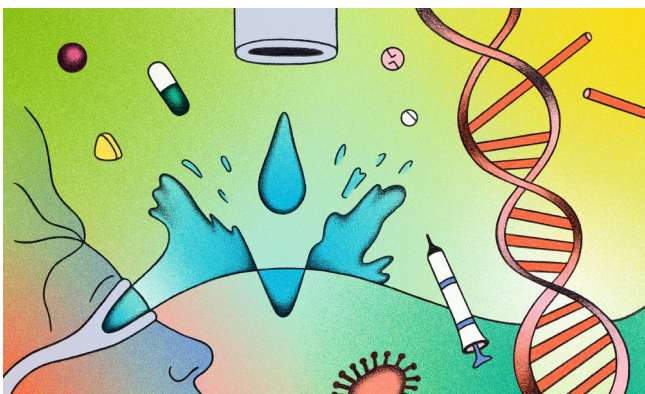


Illustration by Linda Merad

将来、私たちの喉が渇く中で、人工知能（AI）が仕事をするようになり、私たちは皆すらりとした体形になるだろう。

これは、本誌が投資の専門家やファイナンシャルアドバイザーに、今後数年間で投資家が備えるべき経済的、人口統計的、技術的变化について尋ねた際に得た洞察の一部だ。ハロー・ブルック・ウェルス・マネジメントの最高経営責任者（CEO）であるアラン・L・バザール氏は、「次の10年は、過去10年のようにはいかないだ

ろう」と述べている。

以下では、経済や企業を根底から覆す五つの重要なトレンドについて紹介する。

#### 医療の進歩

生物医学の進歩は、希少な遺伝病や肥満に関連する多くの人々の苦痛を軽減するであろう。

例えば、正常な遺伝子を問題のある細胞に移植する遺伝子治療は、約7000の病気の原因となる遺伝的障害に対処するのに役立つかもしれない。これらの病気の中には、希少かつ致命的で、治療法がないものもある。例えば、デュシェンヌ型筋ジストロフィーだ。筋肉が衰弱するこの病気は、致命的で治療法がなく、5万人弱が罹患（りかん）しており、そのほとんどが若い男子だ。バイオテクノロジー企業のサレプタ・セラピューティクス <SRPT>は、この病気の遺伝子治療法の開発に取り組んでいる。

遺伝子治療は、患者が他の方法では作れない重要なタンパク質を作るのを助けることができる。この治療法はまだ米国食品医薬品局（FDA）の承認を得ていないが、5月の諮問委員会において僅差で承認勧告が決定された。

ジャナス・ヘンダーソンのポートフォリオマネジャーで、グローバル・ライフ・サイエンスおよびバイオテクノロジー戦略を統括するアンディ・アッカー氏は、「遺伝子治療は、現在解決策がない病気に対処できる可能性がある」と語る。デュシェンヌ型筋ジストロフィーは、その始まりにすぎないかもしれない。

投資家が注視すべきもう一つの大きな医療上のブレイクスルーは、減量薬の登場である。世界保健機関（WHO）によると、世界の肥満は1975年以降ではほぼ3倍に増加し、2016年には19億人以上の成人が太り過ぎと推定された。米国人の約40%が肥満である。肥満は糖尿病、脳卒中、心臓病と関連しており、米疾病管理予防センター（CDC）によると、予防可能な早期死亡の主要原因の一つとなっている。

肥満を解消すれば、多くの方がより健康で長生きできるようになるが、それは簡単なことではない。イーライリリー<LLY>のマンジャロやノボ・ノルディスク<NVO>のオゼンピックのような新薬も登場している。どちらも糖尿病の治療薬として開発されたが、体重を減らす効果もある。そのため、投資家だけでなく競合他社も注目し、独自の減量薬の開発に取り組んでいる。アッカー氏は、「これは社会に大きな影響を与える可能性がある。減量が進めば、心臓発作のリスクも下がるかもしれない」と指摘する。

医学的なブレイクスルーの未来は有望だが、バイオテクノロジー株にとって、現在は厳しい状況だ。パンデミック（世界的大流行）時に株価が高騰し、「上場の準備の整っていない多くの企業が前倒しになった」とUBSのチーフ・インベストメント・オフィスのヘルスケア株式ストラテジスト、エリック・ポトカー氏は語る。上場投資信託（ETF）のSPDR S&PバイオテクノロジーETF<XBI>は、2021年2月のピークである174ドルから約50%下落している。

しかしポトカー氏は、「まだ多くのイノベーションが起こっており、科学者が重要な仕事をしている。それに、今は株価がかなり安くなっている」と言う。

もちろん、多くの有望な医薬品が研究室から出ることにはない。そして、そのような薬でも、大ヒットするものはほとんどない。投資家は、変動の激しいこのセクターに分散投資するためにファンドが必要だ。最大のインデックスETFは、iシェアーズ・バイオテクノロジーETF<IBB>だ。

## ■ インドの台頭

インドは今後、経済的にも地政学的にも、より大きな役割を果たすことになるだろう。14億の人口を抱えるインドは、中国を抜いて世界で最も人口の多い国となる。また、インドの人口は若い。中国や多くの先進国が、将来的に人口の高齢化が経済の足かせとなる可能性があるのとは対照的だ。

投資家がインドを注目すべき理由は人口動態だけではない。ETFのワサッチ新興国市場セレクトファンド<WAESX>およびワサッチ新興インドファンド<WAINX>（それぞれのファンドは年初来約8%と4.5%上昇）のリードマネジャーであるアジャイ・クリシュナン氏は、最近の構造改革によってイン

ドの潜在能力が引き出されたと指摘する。例えば税制の見直しにより、インドの古風で複雑な制度が簡素化され、また交通インフラも大幅に改善された。クリシュナン氏は、「以前はある州から別の州へ物資を輸送する場合、かなり非効率的だった」と述べている。

国民IDプログラムによって、何百万人もの人々が金融サービスにアクセスできるようになり、ブロードバンドアクセスは改善され、より安価になった。また、新しい国家的デジタル決済システムによって、インド人のビジネスがより簡単になりコストも低下した。クリシュナン氏は、「なぜそれが重要なのか。それは、インドのような発展途上国では、2~3%のカード手数料が高い障害だったからだ」と語った。

世界中の国や企業がサプライチェーンや中国への依存を見直す中、インドの製造業には追い風が吹いている。アップル<AAPL>やフォックスコン・テクノロジー<2354.台湾>などの企業は、インドへの生産移転を検討中だ。S&Pグローバルによると、インドの実質GDP(国内総生産)は2021~2030年にかけて年平均6.3%成長すると予測され、日本とドイツを抜いて世界第3位の経済大国になる可能性がある。第1四半期のインドの経済成長率は、前年同期比6.1%だった。

投資対象は何が良いか。まず、このような成長には資本が必要だ。HDFC銀行<HDB>のような金融セクターは検討に値する。より広範なエクスポージャーを得るには、経費率が0.64%のiシェアーズMSCIインドETF<INDA>のようなETFの購入が可能だ。

もちろん、インドも課題を抱えている。国民全員を養うことが困難な国だ。宗教的、政治的な緊張もある。気候変動によって熱波が激しさを増し、農業が壊滅的な打撃を受けるかもしれない。人口は増加しているが、インドの女性の労働参加率は他の国と比べてはるかに低い。賢明な投資家は、インドを含むいわゆるBRICs4カ国にまつわる誇大宣伝を思い出すだろう。他の3カ国(ブラジル、ロシア、中国)の人気は既に失われた。また、インドは中国と国境を接しているため、衝突も起きている。

ティー・ロウ・プライスのポートフォリオマネジャー兼最高投資責任者(CIO)であるデービッド・ジルー氏は、「インドには、長期的に非常に強気なストーリーがある。しかし、そこには大きな『もし』もある」と指摘する。

警告はさておき、投資家はインドの台頭に投資することを検討するのが賢明と思われる。クリシュナン氏は、複数の要因が適切なタイミングで「結実」しつつあると語っている。

## 水不足

気候変動は大きな取引となると言っても過言ではない。ジルー氏は、「自分が生きている間に人類が直面する決定的な課題だ」と述べている。われわれが直面するさまざまな環境問題の中でも、水不足は最も重要な課題の一つだ。ウォーター・ファウンドリー・ベンチャーズの創業者でゼネラルパートナーのウィル・サルニ氏は、「水がなければ何もできない。アーモンドの栽培も、ビールの製造も、半導体の製造もできない。水不足への対応は、新興国だけでなく、先進国でも急務になってきている」と言う。

米国西部に住む人は、それを肌で感じている。例えば、ユタ州のグレートソルト湖は、急速に縮小している。5年後には完全に消滅してしまうかもしれない。気候変動とユタ州の人口増加がその原因だ。

湖がなくなることは、単に悲しい出来事というだけではない。ぜんそく患者にとって特に危険な砂嵐が発生するリスクが高まる。ユタ州の山々の降雪量が減り、もうかるスキー産業にも悪影響が出る。そして究極的には、人や企業、農場への水の供給が減ることになる。

もう一つ、もっと悲惨な例を挙げよう。七つの州にまたがり、4000万人の人口を支えるコロラド川流域では、貯水池の水位が急落している。この冬に降った豊富な雪は、米国西部の一部地域の水不足を緩和するのに役立っているが、危機的状況は解消されていない。アリゾナ州やネバダ州などでは、農家や企業、そして何百万人もの米国人が、減り続ける資源を奪い合っている。ラスベガスやフェニックスなど、急速に発展する都市の成長を妨げるかもしれない。

適応しない企業や人々はリスクにさらされる。投資家は、十分な水の供給に依存している食品・飲料会社について考えるべきだ。他の産業もリスクにさらされている。例えば、半導体メーカーは膨大な水を消費する。投資家は、信頼できない水の供給に依存している企業を避け、問題の根源に果敢に取り組んでいる企業に投資することをお勧めする。水に焦点を当てたファンドもいくつかある。その中の一つが、インベスコ・ウォーター・リソースETF<PHO>だ。その保有上位銘柄には、制御機器メーカーのローパー・テクノロジーズ<ROP>や水処理・浄化技術を提供するエコラボ<ECL>などがある。

もちろん、これは米国だけの問題ではなく、地球の気温が上昇し、世界的に人口が増加すれば、水不足は世界中で課題となる。モルガン・スタンレーの調査担当者は、水の処理、輸送、保存を改善するためのインフラに今後数年間で1兆4000億ドルが投資されると予測している。サルニ氏は、「水不足は既に技術革新の原動力となっており、それが投資の原動力となっている」と述べている。

## ■ エネルギー転換

再生可能エネルギーへの転換が急務とはいえ、化石燃料がすぐなくなるわけではない。LPLファイナンシャルの最高投資責任者（CIO）であるマーク・ザビキ氏は、「化石燃料への依存度が非常に高いため、再生可能エネルギーへの切り替えができる段階にはない。そこに到達するまでには、何年もかかるだろう」と述べている。

とはいえ、気候変動に対する懸念の高まり、昨年のインフレ抑制法のような措置、そして多くの国が化石燃料、特に輸入燃料への依存度を下げようとしていることなどから、再生可能エネルギーへの移行は進んでいる。再生可能なエネルギー源を構築し、それに付随するインフラを整備する取り組みがさらに進むだろう。JPモルガンのプライベートバンク部門のサステナブル投資担当グローバルヘッドであるジェシカ・マシューズ氏は、資本支出に関する「大きなチャンス」が到来すると言う。米クリーンエネルギー業界団体アメリカン・クリーン・パワー（ACP）によると、2022年8月以降、クリーンエネルギープロジェクトや製造施設に対して1500億ドルの設備投資が発表された。これは、2017～2021年に実施された米国のクリーンパワープロジェクトへの総投資額よりも多い。

電気自動車（EV）の普及が進むと、インフラへの追加投資も必要になる。EVは既に市場シェアを拡大し、ニッチからメインストリームへと移行しつつある。石油資源の豊富なノルウェーでは、販売される自動車の大半がEVになっている。しかし、米国を含む多くの国でのEVの普及は、まだインフラ整備のハードルに直面している。バンク・オブ・アメリカのグローバル・テーマ・リサーチの責任者であるハイム・イスラエル氏は「再生可能エネルギーとバッテリーに1ドル投資するごとに、4ドルのイン

フラ投資が必要となる。送電網や充電ステーションなどだ」と言う。最終的にはEVが主流になるだろうが、それには莫大（ばくだい）な投資が必要だ。

原子力発電は、かつて懐疑的だった環境保護主義者たちにも見直されるだろう。新しい発電所の建設は大きな議論を呼ぶが、原発の擁護者は、信頼性の高い膨大な量の電力を、排出物を出さずに安全に発電できることに注目している。風力発電や太陽光発電のプロジェクトは最近、大きな資本を集めている。ハロー・ブルック・ウェルス・マネジメントのバザール氏は、「化石燃料から再生可能エネルギーへの長い移行から利益を得る企業を探すこともできる。石炭から再生可能エネルギーへの移行を進めている、株価収益率（PER）が12倍の公益企業がある。これは面白い投資機会だと思う」と言う。検討すべき企業は、公益事業持ち株会社アメレン<AEE>、再生可能エネルギー大手のネクステラ・エナジー<NEE>だ。また、iシェアーズ米国公益事業ETF<IDU>を選択することも可能だ。

## AIがもたらすもの

AIの進化はめまぐるしいが、その使用に関する倫理的な懸念や、われわれの仕事を奪うのではないかという懸念も浮上している。例えば、ファストフードチェーン大手のウェンディーズ<WEN>では、AIチャットボットを使って顧客の注文を受ける実験が行われている。バンク・オブ・アメリカのイスラエル氏は、「AIを使わない業界など思いつかない。数年後には、あらゆるところでAIを目にするようになるだろう。われわれの生活を変えてしまうことになる」と言う。

AIは、ある役割において人間に取って代わるかもしれない。しかし、それと同時に、われわれの働き方の本質を変えるかもしれない。モルガン・スタンレー・ウェルス・マネジメントのテーマ別投資の責任者であるデニー・ガリンド氏は、「われわれの生産性が格段に向上する可能性がある」と言う。

フィデリティ・インベストメンツのAI・機械学習リサーチ担当のバイスプレジデントであるサラ・ホフマン氏は、「この技術の急速な進化により、AIの知能部分を過大評価する人がいる。チャットボットタイプのAIプログラムは感覚を持たないが、それでも役に立つことはある。現時点では、AIプログラムの出した結果を完全に信用することはできないかもしれない。しかし、ブレインストーミングであれば、それが真実かどうかは関係なく、考えるヒントを与えてくれる」と言う。

AIはいつか、銘柄選びにも役立つかもしれない。全米最大の銀行であるJPモルガン・チェース<JPM>は、顧客に投資アドバイスを与えるAIサービスを開発中だ。こうした動きは、AIの発展から恩恵を受けるのが、画像処理半導体（GPU）大手のエヌビディア<NVDA>のような半導体メーカーだけではないことを強調するものだ。その影響は産業界全体に及ぶ可能性がある。アーク・インベストのキャシー・ウッド氏は最近、EV大手のテスラ<TSLA>をAI関連銘柄の筆頭に挙げている。

By Andrew Welsch  
(Source: Dow Jones)

## 4. 将来に向けて投資すべき4分野

[インタビュー]

David Giroux Looks Into the Future

ティー・ロウ・プライス・インベストメント・マネジメントのジルー氏に聞く

## 将来を見据えた四つの投資テーマ



Photograph by Mackenzie Stroh

完全自動運転車が実現するまでにはまだ数年を要するだろう。しかし、ティー・ロウ・プライス・インベストメント・マネジメントのポートフォリオマネジャー兼最高投資責任者（CIO）のデービッド・ジルー氏は、その技術の一部は現在でも採用されつつあり、誰にとっても自動車の運転がより安全になり、より良い体験になると言う。

ジルー氏は、技術の採用が投資家にとっても重要な影響があるとし、「今後10年間で、事故の低減につながる技術を採用した自動車を買う消

費者が増えるに従って、自動車保険会社には悪影響になる。恐らく弁護士、さらには自動車事故で恩恵を受ける誰にとっても悪影響になる。しかし、社会的な観点で見ればそれは素晴らしいことで、その技術は今でも存在する」と語る。

ジルー氏は、経済全体およびわれわれが生活し投資する手段を変容させる可能性のある4大トレンドとその影響について本誌に語った。自動運転はその中の一つである。

## 自動運転

本誌：自動運転が、投資家が注目すべき最も重要で驚くべきトレンドである理由は。

ジルー氏：市場は、完全なハンズフリー運転に注目し過ぎているが、その実現は10年間先送りされてきた。技術は有効だが、実装には時間がかかる。今後の5年で実現しそうなことは二つある。

現状、高速道路ではハンズフリー運転が可能な、いわゆるレベル2技術がある。自動車にこの技術が採用されれば、その安全性機能の一部によって自動車事故を最大80%減らせることになる。

より長期的な観点では、それは保険会社にとっては悪いことだ。自動車事故が減れば保険料が低下するからだ。さらに、自動運転に必要なレーダー、センサーおよび半導体を考えると、オランダの半導体メーカーのNXPセミコンダクターズ<NXPI>のような企業にとってはプラスになる。大きな恩恵になるが、今後15~20年が必要になる。

Q：ハンズフリー運転は、エアバッグが死亡者数を減らしたのと同じ効果があるように思われる。

A：まさにその通りだ。新技術は、自動的に事故を防止することになるため、さらに大きな影響力を持つ可能性がある。高速道路では運転に注意を払う必要がなくなり、映画を見たり、仕事をしたりできるだろう。

## 電気自動車

Q：二つめの大きなトレンドは。

A：電気自動車（EV）だ。ほとんどの人々は、世界の新車販売台数の半分以上が2030年までにEVになると考えている。人々はEVメーカーのテスラ<TSLA>がその大きな受益者であると考えがちだが、製品を提供するのが1社だけのときに高い利益率を得られるというのが問題だ。欧州やアジアでは、EV市場に多くのメーカーが参入しつつあり、欧州、アジアおよび米国のメーカーから素晴らしいEVが市場になだれ込むことになる。

北米では、テスラの市場シェアが今後劇的に低下すると予想される。テスラの利益率は、普通の自動車メーカー並みになり、高いとはいえ、テスラが過去に享受した水準ではなくなるだろう。

人々は私に、このテーマでどのように投資すべきかと質問する。その答えは半導体メーカーだ。一般的なEVに必要な半導体の量は、従来の自動車の2倍になる可能性がある。

Q：充電スタンド不足はEV普及の障害か。

A：障害だ。それは鶏と卵のようなものだ。電力会社は、急速充電スタンド・インフラを整備しなければならない。一部の州では充電インフラを整備しつつあり、民間資金も投入されている。税額控除やその他のインセンティブも実施されているほか、ガソリン代の節約もあり、消費者にとってEVを買う誘因はある。

自動車を2台または3台保有する家庭も多い。近い将来には、短距離向けにEVを使い、長距離向けにガソリン車を持つ家庭がみられるだろう。しかし、インフラの課題は克服されつつあり、バッテリー技術は改善が続いている。5年もたてば充電せずに500~600マイル（800~960キロ）走れるだろう。

## 気候変動

Q：三つめのトレンドは。

A：気候変動は人類にとっての重要な課題になるだろう。それを恐れる人々も多いが、この課題を克服する技術と再生可能エネルギーの観点で多くの進展がみられている。

気候変動について投資するには多くの手段があるが、最も簡単なのは、リンデ<LIN>のような産業ガス企業に投資することだ。水素が、輸送、産業用途および潜在的には発電における主力燃料になる予定で、これらの企業は水素製造の最前線にいる。

もう一つの低リスク投資手段は電力会社だ。電力会社は、送電だけでなく、太陽光発電と風力発電にも莫大（ばくだい）な投資をしており、メタンを大気中に漏らしている古いパイプの交換を進めている。今後20年以内に、米国のすべての石炭火力発電所が閉鎖されるだろう。その結果、原子力、風力、太陽光、水素による発電と、バッテリー貯蔵システムが残ることになる。

電力会社はそのインフラを再構築するにつれて、電力料金も順調に引き上げられる。人々は電力会社を、低成長の高配当利回り銘柄と考えているが、多くの電力会社で利益成長が見込まれ、1株当たり利益（EPS）の成長と配当で9~10%のトータルリターンを達成できる。アメレン<AEE>、エクセル・エナジー<XEL>、エクセロン<EXC>、センターポイント・エナジー<CNP>、WECエナジー・グ



ループ<WEC>、ネクステラ・エナジー<NEE>、DTEエナジー<DTE>が、その目覚ましいトータルリターンを達成する好位置にいる。

電力会社には、発電と排出ガス削減の手段を変容させる、20年にわたる前向きなストーリーがあり、それは数年、数十年に及ぶ過小評価されたストーリーだ。また、EVのストーリーとも関連している。

## 人工知能

Q：4番目は人工知能（AI）か。

A：AIは革新的で、デフレ的でもある。AIはテクノロジーとその他さまざまなホワイトカラーの仕事の生産性を高める可能性がある。オハイオ州コロンバスのウェンディーズのドライブスルー店舗では、人ではなくAIが注文を受けることになる。そのような多くの仕事がAIに取って代わられるだろう。AIでプログラマーの生産性も向上することになり、そうなれば必要なプログラマーの数も減るだろう。

米国では、労働者が増えていないという問題があり、AIはその問題の解決にも役立つだろう。

グーグルの親会社アルファベット<GOOGL>の過去2回の決算説明を聞くと、経営陣が利益率をどのように上昇させていくかについて話している。最初に言及されたのはAIだった。ある仕事を終わらせるために、以前は10人必要だったとしたら、今後は2人しか必要とされなくなるだろう。

一方で、発行部数の多い出版物の書き手や、アルファを追加できるポートフォリオマネジャーのような付加価値の高い職業は大丈夫だろう。

## 騒がれ過ぎのテーマ

Q：ところで、大げさに騒がれていると考えるトレンドは。

A：インフレだ。インフレが解消されず、7%がニューノーマルになると、多くの人々が言うが、それは行き過ぎだ。インフレ率を押し上げた多くの要因のほぼすべてが是正されつつある。新型コロナウイルス関連の多額の給付金は、後から考えれば多過ぎた。しかしそれはすべて消費に回り、過去のものとなった。サプライチェーン（供給網）の問題もおおむね是正されている。輸送コストも低下した。米連邦準備制度理事会（FRB）は金利をゼロに長く保ち過ぎたがそれも是正されつつあり、フェデラルファンド（FF）金利は2~3%の水準に戻るだろう。

他には、リショアリング（海外の生産拠点の自国回帰）がある。中国にすべてを依存はできないが、中国で生産されている大半のものの生産は米国内に戻らないだろう。例えば、おもちゃを米国で生産することはなく、生産拠点が移るとしてもベトナムかメキシコだろう。

Q：そして、すべての生産を米国に戻せばインフレ要因になる。

A：その通りだが、別の点から考えると、米国にはそれだけの労働力がない。半導体ではリショアリングが起こっているが、人々はそれを拡大解釈し過ぎている。

By Andrew Welsch  
(Source: Dow Jones)

## 5. ディフェンシブ株や景気敏感株も上昇する全面高 The Stock Market Throws a Party-and Everyone's Invited 次回FOMCでの利上げ見送り織り込む

[米国株式市場]

### 好材料に注目が集まって上昇



Timothy A. Clary/AFP/Getty Images

夏はのんびりとして太陽の光を浴びるための時期だが、株式市場もその考え方に近づいているのかもしれない。

家計や企業はインフレの影響を受け続け、大企業による雇用削減のニュースは労働者に雇用の安定を心配させ、景気後退の懸念が大きくなるなど、間違いなく、この数カ月間は安心できない状況が続いていた。こうした困難の中において、一連の良いニュースは見過ごされていた。

数カ月に及ぶ議論の末、連邦議会は債務上限問題について合意に達し、金融市場を混乱させる

可能性のあったデフォルト（債務不履行）は回避された。一方、米労働省が発表した5月の雇用統計では33万9000人の雇用が創出されたことが分かり、アナリスト予想の18万6500人を大幅に上回った。

そして、失業率が3.4%から3.7%に上昇し、賃金の伸びが鈍化したことから、株式市場は米連邦準備制度理事会（FRB）がどう反応するかについて気をもむのをやめ、いったんは良いニュースとして受け取った。

これは市場がパーティーを開いて騒ぐには十分なものとなり、今回のパーティーにはどのセクターも招待された。S&P500指数は1.8%高の4282.37となり、ダウ工業株30種平均は2.0%上昇して3万3762ドル76セントで引けた。ナスダック総合指数も2.0%高の1万3240.77となった。小型株のラッセル2000指数は3.3%上昇して1830.91で週末を迎えた。

### 債務上限停止と経済指標

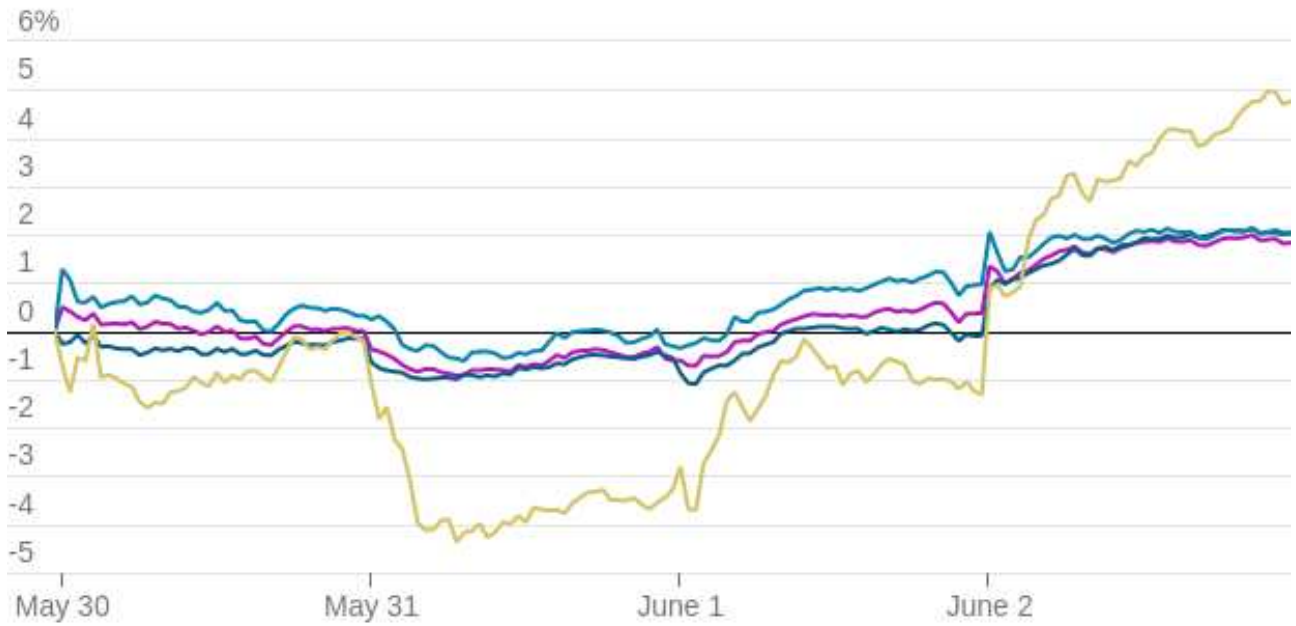
S&P500指数の11セクターのうち、エネルギーや公益事業を含む8セクターが下落したにもかかわらずS&P500指数が9%も上昇した年初からの5カ月とは対照的に、すべてのセクターが上昇した点は、より好感されるものだ。このように動きが一変したのは、31日の夜に下院が債務上限停止に関する法案を可決し、上院での可決が容易になったことがきっかけだった。

1日に米サプライ管理協会（ISM）が発表したデータによると、製造業は7カ月連続で縮小したものの、製造業者が投入する資材の価格は低下したことが示された。

セブンス・レポートの創刊者で著者のトム・エッセイ氏は2日、「1日の経済指標は、成長率がほぼ安定したまま、一部のインフレ指標が急激に低下したことを示しており、株式や債券にとってプラスとなった。これは基本的に株式にとって、少なくとも当初はゴルディロックスの経済シナリオである」

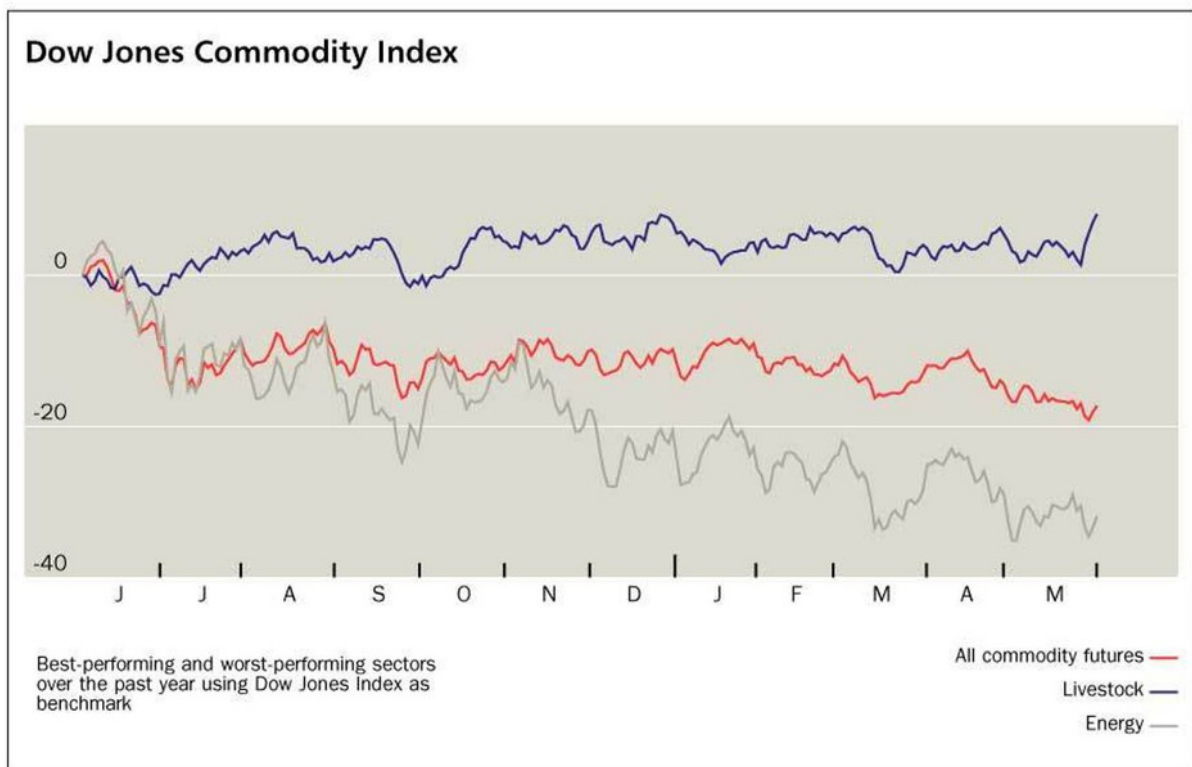
## Market Snapshot

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



と書いている。

### 利上げの一時停止が無難



経済データが良好である（しかし良過ぎるわけでもない）ことから、ウォール街では、FRBが今月の連邦公開市場委員会（FOMC）で利上げを見送るとの確信が強まっているようだ。金融政策の180度の転換を期待する向きもごく一部にはあるものの、インフレ率の低下や融資の制限に至るような最近の銀行の混乱を考慮すると、FRBは利上げを今回は見送り、これまでの努力が経済に反映されるのを引き続き待ちたいように思われる。

また、1ドルショップ大手のダラー・ゼネラル<DG>の期待外れの業績や、ニューヨーク連銀の消費者信用データにおけるクレジットカードの延滞率の上昇に反映された、低所得者層のストレスの兆候がより悪化するかどうかをFRBは確認したいのかもしれない。CMEのフェドウォッチツールによると、FRBが利上げを見送る確率は2日に68%に達しており、ウォール街は依然として一時停止すると予想しているようだ。

FRBがのんびりしたいのであれば、投資家ものんびり構えるべきなのかもしれない。

By Carleton English  
(Source: Dow Jones)

## 6. 債務上限合意で株式投資家が窮地に立つ可能性 The Debt-Ceiling Deal Could End Up Biting Stock Investors 流動性の動きに連動する株式市場

[経済政策]

### 債務上限合意のもたらすもの



David Paul Morris/Bloomberg

米連邦準備制度理事会（FRB）は、今月に予定されている連邦公開市場委員会（FOMC）での利上げを見送る意向を示した。皮肉なことだが、この決定は、6月2日に発表された5月の雇用統計などの最新の経済指標などよりはるかに、債務上限合意の金融面の影響を反映していると言えよう。

連邦債務上限問題の行き詰まりの解消は、フェデラルファンド（FF）金利を現在の5.0～5.25%から、さらに0.25%ポイント引き上げることに相当するとの試算もある。それでも、失業率

が歴史的な低水準にとどまり、最も重要な点としてインフレ率がFRBの目標値である2%を大きく上回っている限り、FRBはこれ以上の利上げはないという誤解を解くことになりそうだ。

株式の投資家にとって、これは困った話だ。財務省が旧債務上限を超えた今年初めから、現金残高を減らしてきた結果、過剰流動性が金融システムに流れ込み、人工知能（AI）の可能性に舞い上がった投資家がテクノロジー株をつり上げる燃料となった。

2025年までの債務上限の停止を議会が承認したことで、流動性の流れは逆転しようとしている。財務

省は現金残高を回復すべく財務省短期証券（TB）の売却を活発化させるだろうが、これは流動性を低下させる。インカム投資家にとっては朗報でも、AI銘柄の投資家にとってはそうとは言えない。

## 労働市場軟化か？

5月の雇用統計は表面的には堅調だった。非農業部門就業者数は季節調整済みで33万9000人増と、エコノミストの19万5000人増という予測を大幅に上回った。さらに、前々月までの2カ月の改定値である9万3000人分が上乘せされる。

MFRのチーフ米国エコノミスト、ジョシュア・シャピロ氏によると、4月の44%に続き今月は約26%と、今回もいわゆる開廃業調整（労働統計局が想定する純創業数）が調整前の民間部門就業者数の増加の多くを占めた。シャピロ氏は、開廃業調整の精度は長期的には妥当だが、影響が大きい月にはゆがみが生じる可能性があるという。

就業者数の数値とは対照的に、別の家計調査では、失業率が3.7%と、エコノミスト予想の3.5%、4月の3.4%を上回る意外な結果となった。また、週平均労働時間は0.3%減少し、平均時給の上昇率は前年同月比4.3%に減速するなど、労働市場の軟化を示す明らかな兆候が見られた。

## インフレ継続は中低所得者に打撃

最後の2つの要素を組み合わせると、直近3カ月間の労働所得は年率換算で4.2%の伸びとなる。JPモルガンの米国チーフエコノミストのマイケル・フェローリ氏は、「コアインフレ率が2%の時なら問題ないが、4%の時には問題だ」と言う。要するに、最近の百貨店大手メイシーズ<M>のような小売業者の業績発表やガイダンスにも表れているように、中低所得層の消費者が圧迫されているのだ。

FRBが重視する、食品とエネルギーコストを除くコアインフレ率は直近12カ月で4.7%だが、これは、想定目標の2%はおろか、2023年末の前年比3.6%や2024年末の同2.6%という楽観的予測をも上回る。ということは、6月13、14日のFOMCが利上げ見送りの方向であっても、抑制が続くことを意味する。先週、FRBの副議長に指名されたフィリップ・ジェファーソン理事は、過去の引き締めが遅効的な影響を評価するため、次のFOMCでは金利を据え置くことを提案したが、将来的な利上げは否定しなかった。

## 流動性と市場の連動性に注目

今後の金融状況の引き締めは、財務省の財源補充やFRBのバランスシートの縮小（いわゆる量的引き締め）などによって達成されるだろう。FRBの財務省証券および政府機関住宅ローン担保証券（MBS）保有高の減少による影響は、シリコンバレー銀行やファースト・リパブリック銀行といった地域金融機関の破綻に伴うFRBの支援によって部分的に損なわれた。

TSロンバードのチーフ米国エコノミスト、スティーブン・ブリッツ氏によると、過去5カ月間に金融市場に名目GDPの3%相当の流動性を追加した財務省は、方針を転換し、今後3カ月で10%相当の流動性を市場から吸収する。

ブリッツ氏は「このような流動性の動きは、必ず株式に影響を与える」と顧客向けノートに書いてい

る。FRBのバランスシート、財務省の現金残高、銀行準備などの変化は、S&P500指数の対前年比の動きと連動している。ブリッツ氏は、「2022年末から流動性が改善すると、（一部のハイテク銘柄にパフォーマンスが偏っていることはともかく）株式市場もそれに呼応した」と語る。ブリッツ氏の予測モデルでは、流動性指標は5カ月前の水準に戻っており、株式市場も追随するはずだが、必ずしも1対1で連動するとは言えないという。

CMEフェドウォッチによると、6月2日のFF金利先物は、今月のFOMCで政策金利が据え置かれる確率を70%としており、0.25%の利上げ確率が64%だった1週間前とは対照的だった。明らかに何かが変わったのだ。

ジェファーソン理事は、予想外の（しかし曖昧な）5月の雇用統計の発表に先立ち、FRBは政策を据え置くだらうと発言した。これは、FOMC初日の6月13日に発表予定の5月の消費者物価指数にも先立つものだった。金融当局にとって確かなことは、財務省が今後数週間で、流動性を大幅に吸収することで、引き締め的一端を担うことである。重要なのは、その先のメッセージである。

By Randall W. Forsyth  
(Source: Dow Jones)

## 7. 隠れAI株、それはIBM

A Hidden AI Stock That Pays a Big Dividend  
法人顧客の独自AI構築を支援

[ハイテク]

### 市場はAIにおけるIBMの地位に懐疑的だが…



Ben Hider/Getty Images

人工知能（AI）に投資する際の最も魅力的な選択肢の一つは、誰もが知っており、ここ数年で事業をクラウドとAIに絞り込んでいるある大手IT企業だ。配当利回りが5%超とハイテクセクターで最も高い企業でもある。それはIBM <IBM>だ。

市場はAIにおけるIBMの地位に懐疑的だ。半導体メーカーのエヌビディア<NVDA>の株価は、生成AIのトレーニングに使用される半導体の成功にけん引され、年初来で172%上昇している。AIソフトウェアの主役であるマイクロソ

フト<MSFT>とアルファベット<GOOGL>の年初来上昇率はいずれも40%だ。一方のIBMはというと、年初来で8%下落している。

IBMはこの3年間、最高経営責任者（CEO）のアービンド・クリシュナ氏の優れたリーダーシップの下で改革を進めてきた。IBMのAIに関する知識が大半の企業より深いことは間違いないが、予想株価売上高倍率（PSR）は2倍を下回っている。

IBMは40年にわたりAIアプリケーションに取り組んできた。1997年に自社のスーパーコンピューター

「ディープブルー」がチェスで世界チャンピオンに勝利し、2011年にはスーパーコンピューター「ワトソン」がテレビのクイズ番組で人間のチャンピオンを打ち負かした。だがその後、IBMはワトソンをヘルスケアの分野で創薬その他の用途に積極的に活用しようとしたがうまくいかず、2022年にワトソン・ヘルス事業を10億ドルで売却した。IBMがAIを諦めたと解釈している向きもあるようだが、実際はまったく違う。

## CEOが明かすIBMのAIへのアプローチとは？

筆者は先週、AIビジネスへのIBMのアプローチについてクリシュナ氏にインタビューした。クリシュナ氏には言うべきことがたくさんあった。

その一つが最近発表した「ワトソンX」だ。この新しいAIアプリケーションは三つの機能、すなわち顧客と協力して新しい学習モデル（データセット）を構築する機能、データを蓄積するデータストア機能、AIモデルを監視してその正確さと説明責任を保証する機能で構成される。

IBMが目指しているのはChat（チャット）GPTに対抗するAIアプリケーションの開発ではない。クリシュナ氏は、こうしたチャットボットに代表されるパブリックな（公開された情報を利用する）アプリケーションはAIの可能性のごく一部を示しているにすぎないと考えている。「パブリックな学習モデルの恩恵を受けられないユースケースがたくさんある」からだ。

IBMの戦略は、顧客が独自のAIアプリケーションを構築し、データからより多くの価値を引き出すのを支援することだ。

IBMにはチャットGPTのような汎用の大規模学習モデルを構築する計画はないが、クリシュナ氏によると、特定分野のデータセット群を構築中だ。例えば、パブリックドメイン上の情報（知的財産権により保護されていたが保護期間を経て誰でも自由に利用できるようになった情報）に基づいて化学企業向けのプライベートな（顧客独自の情報を使用する）学習モデルを構築している。

クリシュナ氏はその背景を次のように説明する。「化学企業は化学品の製造方法に関する独自のデータを持っているが、そうした専有データをパブリックな学習モデルに投入することはない。ただし、そうした企業は独自の学習モデルを拡張して自社のデータを投入したいと考えている。そうすることで、顧客や社内の質問により迅速に回答したり、新しい製法を考案したりできるようになるからだ。こうした取り組みは化学会社のビジネスモデルを加速させる」。

## 20種類の学習モデルを構築済み

IBMはほかにも20種類の分野ごとのモデルを構築済みで、それにはプログラムコードを記述するためのものや、IT運用を効率化するためのものが含まれている。傘下にオープンソースソフトウェア（ソースコードが無償で公開されているソフトウェア）大手のレッド・ハットを持つIBMはオープンソースの学習モデルの使用にも前向きで、13万種類の学習モデルからなるライブラリーを公開しているAIスタートアップ、ハギング・フェイスと提携している。

投資家が混乱している要因は、どの程度の売上高がAIに関連しているのかをIBMが明らかにしようしないことだ。だがクリシュナ氏は、それを数値化するのは不可能だと言う。理由は、「当社のメイ

ンフレームにはAI回路が組み込まれているが、メインフレームビジネスがAIビジネスかという点、そうではない。将来的にストレージのバックアップをAIが実行するようにする計画だが、ストレージのバックアップはAIビジネスなのか。しかも今後5年以内にすべてのアプリケーションにAIが組み込まれるようになる」からだ。

クリシュナ氏は、AIが2030年までに16兆ドルの経済価値を生み出す可能性があるとするプライスウォーターハウスクーパーズ（PwC）の予測を引用した一方、IBMの増収率は長期的に1桁台半ばとなるとの見方を示した。

クリシュナ氏が直接言及しなかったのは、AIがIBMの新しいビジネスチャンスを開き、売上高を増やす可能性があるということだ。クリシュナ氏は「AIは隠れた成長促進剤だ」と指摘する。

投資家は、行間を読む必要がある。

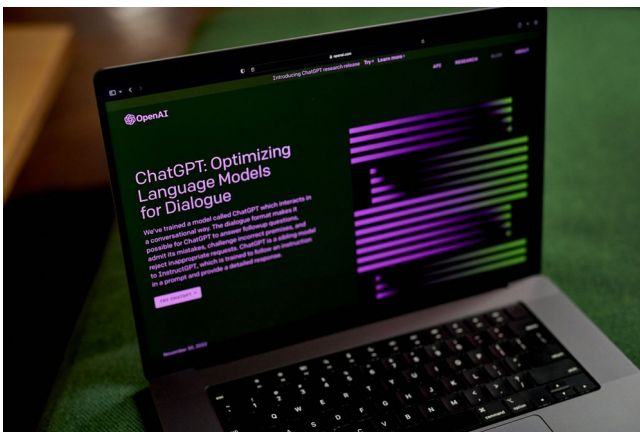
By Eric J. Savitz  
(Source: Dow Jones)

## 8. AIで投資はどう変わる

[コラム]

AI Will Change Investing. How It Could Play Out.  
情報処理に優れるが、投資アドバイスは未知数

### 新たなバブルと暴落の要因になるか



Gabby Jones/Bloomberg

ブラックマンデー（1987年10月19日）の数日後、フォーチュン誌の若手記者で、テクノロジーにいささか詳しくあった筆者は編集委員会に呼び出され、株式相場が22%も下落した理由を説明させられた。そして、この古めかしい集団（パイプをくゆらせている者もいた）にプログラムトレードとは何か、それがどのようにして市場暴落を引き起こしたのかを説明することになり、当時、投資銀行でオプション取引を担当していた友人から聞いたことをそのまま説明した。コンピューターアルゴリズムによって株式のバスケットを売買するプログラムで、株価指

数に対する裁定取引として使用されることもあるという内容だ。編集委員たちが、映画『メリー・ポピンズ』の銀行家のように、困惑し信じられないといった風に頭を振っていたのを覚えている。

ウォール街とテクノロジーとの間には長年にわたる深く不安定な関係があり、1980年代の処理能力の飛躍的な向上や1990年代後半のインターネットの消費者への普及は、その後の株式市場のバブルや暴落（前述の1987年の暴落のほか、ITバブルや、より最近では高速・高頻度取引（HFT）が関係した2010年5月と2013年4月のより小規模なフラッシュ・クラッシュなど）の前兆だった。そして、人工知能（AI）時代の幕が開けた今、ウォール街は大小の嵐に見舞われる可能性がある。画像処理半導体（GPU）の最大手エヌビディア<NVDA>の株価の乱高下や、最近の米国防総省周辺の火災を偽装したAI生



成写真による相場の一時的な下落は一過性の出来事かもしれないが、将来の先触れである可能性もある。

AIをどう捉えるべきか。経済への影響については先週、同僚のランドール・フォーサイス記者が書いた。当然ながら、もう一つ考慮する必要があるのは投資対象としてのAIだ。エヌビディアだけでなく、マイクロソフト<MSFT>やグーグルの親会社アルファベット<GOOGL>、半導体メーカーのマーベル・テクノロジー・グループ<MRVL>、そして入手可能であればチャットGPTを開発したオープンAIや、アンスロピックといった人気の高い未上場株などである。

## テクノロジー専門家の見方

シリコンバレーがこの10年間で暗号資産（仮想通貨）から、非代替性トークン（NFT）、仮想現実（VR）やエクステンデッド・リアリティ（XR）、メタバース、そして愛犬の体重をモニターするといったほぼ価値のないアプリまで世に送り出してきたことを考えれば、投資家が懐疑的になるもの当然だ。AIはこうした一連の怪しげなイノベーションの集団から抜け出せるのだろうか。多くの経験豊富なテクノロジー関係者や、テクノロジー専門のプライベートエクティ企業であるシルバー・レイクおよびベイパインの共同創設者であるデブ・ルー氏は肯定的だ。

ルー氏は「AIは火や電気と同じとまでは言わないが、恐らくパソコンや携帯電話よりも重要だ。これらのテクノロジーの影響の大きさを考えてみるとよい」と言う。

そうした考えを受け、AIが個人投資家や機関投資家の活動にどのような影響を与える可能性があるか、深掘りしてみることにした。

ビットワイズ・アセット・マネジメントの最高情報責任者（CIO）で、上場投資信託（ETF）のAIワード・エクイティETF<AIEQ>を運用するAIベースの投資プラットフォームであるエキュボットの取締役でもあるマット・ホーガン氏は、AIは「多くのリソースを持つ機関投資家と最小限のリソースしかない個人投資家との間の情報格差の長期にわたる平準化の一環である」と言う。つまり、AIはルネサンス・テクノロジーズやDEショーなどのクオンツ戦略系ヘッジファンドのみが利用可能であったツールを個人投資家にもたらす可能性があるということだ。これは理屈としては素晴らしいのだが、彼我の隔たりの大きさを考えると、まだ道のりは遠そうだ。

ある大手クオンツ系企業の元最高リスク責任者（CRO）は「AIで投資がどう変わるのか、理解に苦しんでいる」と述べ、AIは必ずしも信頼できず、「成功しているクオンツは高度なアルゴリズムだけでなく、市場における極めて効率的な取引の執行にも依存しているが、執行については恐らくAIの出番はない」と語る。さらに、AIに単に「Xドルの資金を投資して儲けろ」と命じるわけにはいかず、何らかのパッケージングやプラットフォームが必要だが、個人投資家にそうしたプラットフォームを手頃な価格で提供できるだろうか、と疑問を呈する。

オックスフォード大学の著名なAI専門家ニック・ポストロム氏は「新たな年次報告書を0.5秒で読むのであれ、ソーシャルメディア上の人々の発言を読むのであれ」、膨大な情報を消化する必要がある投資家にとってAIは恩恵になるとしつつ、想定されている幾つかの優位性については「特定の国で政変が起きるかとか、大手石油会社が接収されるかといったことについて人間の専門家よりも優れた予測が可能なのだろうか。私は今のところそうしたデータを持ち合わせていない」と懐疑的だ。

## 金融機関の動向

とはいえ、銀行や証券会社は前のめりになりつつも、興味深い二分化を示している。ブルームバーグによると、バンク・オブ・アメリカ（バンカメ）＜BAC＞、シティグループ＜C＞、ゴールドマン・サックス＜GS＞、JPモルガン・チェース＜JPM＞など多くの金融機関が職場でのチャットGPT使用を禁止している。エンジニアが社外秘のソースコードをチャットGPTに流出させたサムスン電子＜005930.韓国＞のような悪夢のシナリオを想定すれば無理もない。

しかし、他の銀行（あるいは同一金融機関の別の部門）では、AIを慎重に試している。ゴールドマンではシステム開発者がAIを使用してコードを書き写しており、JPモルガンでは（6月1日にフィラデルフィア連銀のハーカー総裁が6月の連邦公開市場委員会（FOMC）で利上げ見送りを支持すると発言した時が恐らくそうであったように）米連邦準備制度理事会（FRB）の声明やスピーチから取引シグナルを察知するためにAIを使用している。

ブラックロックはブラックロックAIラボを設立し、素晴らしい科学者を集めているが、何を行っているかは不明だ。関係者によれば、近く何らかの発表があるという。

AIで最も先行しているのはモルガン・スタンレー＜MS＞かもしれない。モルガン・スタンレー・ウェルズ・マネジメントでマネジングディレクターを務めるデービッド・ウー氏によると、モルガン・スタンレーのチームは約1年半前にオープンAIと会っている。モルガン・スタンレーのファイナンシャルアドバイザーはGPT4（オープンAIの最新の大規模言語モデル）ベースのツールを使用する訓練を受けており、これにより、自社のデータや調査資料との間で「ライブ・チャット」を行うことが可能になるという。数カ月前であれば、「アップル＜AAPL＞をどう思う」と聞かれたアドバイザーは調査レポートのポータルから最新レポートを探し出す必要があり、「今日中に折り返します」と回答することも多かったが、現在開発中のチャットインターフェースを使用すれば、アップルの最新の見通しをリアルタイムで尋ねることが可能になり、機械が社内の全資料を調べ、2秒で回答を作成する。

## AIによる銘柄選択

証券会社を介さず、チャットGPTを使用して直接投資をするのはどうだろう。チャットGPTは投資に関するアドバイスはしない。どの株を買うべきか尋ねると、「AI言語モデルである私は、個人的な金融アドバイスや特定の銘柄の推奨を行うことはできません」などと、定型文のような回答が返ってくる。一方、お金の時間的な価値や株式と債券の違いに関する質問には答えてくれる（他の生成AIサイトには投資アドバイスをしてくれるものもあるが、注意した方がよい）。

現実把握のため、ウォール街の2人の（合計で120年間の市場経験をもつ）賢人に電話した。まず、ウォートンスクールのジェレミー・シーゲル教授に、AIに銘柄選択を委ね、安心して投資できるか聞いてみた。答えはノーだった。「チャットGPTは誰かが既に記述したことを全てスキャンするが、それで銘柄選択できるとは思えない。AIは大きな可能性を秘めているが、銘柄選択についてはそう思わない」とのことだ。

次は、プリンストン大学のバートン・マルキール教授だ。教授は「私がアナリストであれば、AIのおかげで以前よりも優れた仕事ができるようになるのは間違いない。しかし、それによって、個人投資家は銘柄選択をすべきではないという私の見解が影響を受けるわけでは決していない。AIの恩恵がある

とすれば、それは全ての情報が市場価格により良く反映されるようになるという点だろう。逆説的だが、全ての人が改善すれば、個別銘柄の選択は従来よりも一層困難になる」と話してくれた。

銘柄選択がAIにとっても容易でないことは一見して分かる。AIEQ ETFの株価は2017年10月18日の設定以降16.1%上昇しているが、S&P500指数は63.9%上昇している。さらに、5月30日には、チャットGPTが「1ポンドの羽毛と5ポンドの鉛のどちらが重いか」という質問に簡単に騙されて、冷笑の対象となった（「同じ重さ」と回答）。それでも、私がおの2日後に再び同じ質問をしてみると「5ポンドの鉛の方が1ポンドの羽毛より重い。いずれもポンドで計測されているが、5ポンドの方が1ポンドよりも重い。従って、重量についていえば、5ポンドの鉛の方が1ポンドの羽毛よりも重い」と回答してきた。

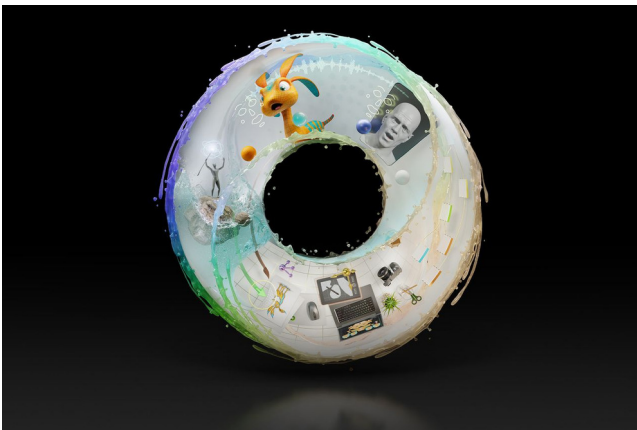
結論：チャットGPTやその他のAIは投資家の期待に応えるには程遠い状態だ。しかし、われわれがベッドで眠りにについている間もチャットGPTは働き続け、改善を続けていることは覚えておくべきだ。

By Andy Serwer  
(Source: Dow Jones)

## 9. エヌビディアは新たなテスラ、「バリュエーション学部長」の判断は売り時 [投資戦略]

Why the 'Dean of Valuation' Just Sold Nvidia Stock  
エヌビディアの株価は正当化できるのか

### 時価総額1兆ドルを突破したエヌビディア



Courtesy of Nvidia

画像処理半導体（GPU）大手のエヌビディア〈NVDA〉は半導体メーカーとして初めて時価総額1兆ドルを突破したところで、2017年以来投資してきたファイナンス論のアスワス・ダモダラン教授はエヌビディア株を売却した。ダモダラン教授は「幸運に恵まれた」と語った。

恐らくその通りだろう。しかし、ダモダラン教授は数十年におよぶ資産価値推定の取り組みからバリュエーション"学部"の学部長との異名を取る。そのため、ダモダラン教授の売却は、なぜエヌビディアが、1兆ドルクラブのアップル

〈AAPL〉やマイクロソフト〈MSFT〉、アルファベット〈GOOGL〉、アマゾン・ドット・コム〈AMZN〉に匹敵しないと考えたのかという問題を提起した。人工知能（AI）関連の企業は今、多額の利益を得ており、エヌビディアはAI半導体で圧倒的な市場シェアを有している。また、他の大手ハイテク株で割高なのはどの銘柄か、そして最近の相場上昇を一握りの銘柄が主導していることにも疑問を投げ掛けている。ダモダラン教授は5月30日に本誌に「ブレドス（物色の広がり）が欠如しており、そこに心地悪さを感じる。そう、マーケットにブレドスがない」と語った。

ダモダラン教授はニューヨーク大学スターン経営大学院でコーポレート・ファイナンスと株式バリュエーションについて教えている。これらのテーマで数多くの教科書を執筆しており、エヌビディアは

「異常なほど割高」であると語った。最近、80年分の市場データを分析し、大きな強気相場は通常全体の10%かそれ以下の株式によって牽引されていたことを発見した。ダモダラン教授は現在、ほとんどの大手ハイテク企業株を保有しているが、そのうち3銘柄は「2022年の大底水準で」取得したそうだ。

フェイスブックを保有するメタ<META>（旧フェイスブック）も保有株の中に含まれ、最近の株価は262ドルである。ダモダラン教授は「フェイスブックの株価が95ドルを付けたときに、私が言ったのは、このキャッシュフローを前提とすれば、ウォーレン・バフェット氏がサラダ油疑惑後に見ていたアメリカン・エクスプレス<AXP>株のようなものだ。向こう4年間広告事業から得られるキャッシュフローで株価は賄うことができる。それで私は買い、メタバースでおかしなことにはならないだろうと期待している」と語る。

## 投資家はどこに注目すべきか



Jerod Harri/Getty Images for Vox Media

ここで歴史を振り返るために寄り道をする。サラダ油疑惑は1960年代のスキームで、アライド・クルード・ベジタブル・オイル・カンパニーが過大評価した大豆油の在庫を担保にアメリカン・エクスプレスから融資を受けた。アライド・クルードは借入金で大豆油先物を買ひ、在庫の過大評価していない分の価格を引き上げようとしたのである。内部告発者や損失、連鎖反応、破綻と続き、後から振り返れば、アメックス株を安く買う好機だった。なぜこの興味深いエピソードが映画化されないのかと疑問に思うかもしれないが、オンラインマガジンのデッド

ラインによれば、実はすでに台本も撮影所も手配済みだそうである。CNBCのロン・インサナ氏が製作計画に関わっており、バフェット氏も映画化の構想を気に入っているとのことである。

話をエヌビディアへ戻すと、ダモダラン教授は5月30日に「今朝までは保有していた。売ったのは、これ以上上値を期待することはできないと考えたからだ。1週間で3000億ドルも時価総額が増加し、持続的価値の絶対的な限度まで押し上げられてしまった」と語った。

ダモダラン教授の推計では、エヌビディアは現状250億ドルのAI半導体市場の80%のシェアを握っており、最も強気の前提では向こう10年で市場規模は3500億ドルにまで拡大すると見込まれている。将来の市場シェアを100%と見込んだとしても、ダモダラン教授の評価額は現状の株価を20%下回る水準近くまでも届かなかった。ダモダラン教授は「企業としてエヌビディアは素晴らしいが、株価400ドル超で投資するには、その水準の評価が得られなかった」と語る。

より広い意味では、エヌビディアは基本的にハードウェア企業である一方、他の時価総額1兆ドルクラブ企業はソフトウェアを活用して多数のエンドユーザーを自社のエコシステムへ呼び込むのである。それこそ統計学者がビジネス機会のロングテール分布と呼ぶもので、新製品や新サービスで稼ぐ方法がたくさんある。ダモダラン教授は半導体を他社へ販売する企業は自ずと制約に直面すると言い、「分布上のテール（裾野）ははるかに控えめなものになる傾向がある。数十億人のユーザーからなる

エコシステムを有する消費者関連企業の場合ほど拡大余地は大きくはならない。それが、オプション性にどの程度賭けられるかを制約する」と語る。

## バリュエーションを考える

ダモダラン教授はエヌビディアに対する現状の考え方を電気自動車（EV）メーカーのテスラ〈TSLA〉の時価総額が2021年11月に1兆2000億ドルに達したときに感じた印象になぞらえる。ダモダラン教授は、「考えられるあらゆることを織り込んだが、1兆2000億ドルの3000億ドル以内にさえ近づけなかった」と語る。その後株価は下落し、今年初頭から反転し始めている。ダモダラン教授は、「後から見れば1月の株価は適性だったが、2月にバリュエーションの見直しを終えた頃には再び株価は暴騰していた」と語る。

ダモダラン教授は動画配信大手のネットフリックス〈NFLX〉は保有していない。ハイテク以外では、大手銀行持ち株会社のシティグループ〈C〉を購入した。大手銀行持ち株会社のJPモルガン・チェース〈JPM〉の方がはるかに優れた銀行ではあるが、ダモダラン教授はシティグループは株価が低過ぎるため、必要なのは「有能な経営陣を据える」ことだけだと語る。シティグループを他の銀行と比較する方法として株価純資産倍率（PBR）を見ることもできる。しかし、ダモダラン教授はこうした相対的バリュエーションはトレーダー向きだと語る。ダモダラン教授の意見では、投資家は将来のキャッシュフローを基準に事業にいくら支払うべきかと考える方が報われる可能性が高い。

ダモダラン教授は「トレーディング手法としてバリュエーションや同業他社比較を用いることはよく理解できる。しかし、同じ人が『価値も気にしている。バリュエーションがすべて』と言うのを聞くと腹が立つ。投資はバリュエーションではなくて、価格を追いかけるゲームだ。うまくやれるかもしれない。うまくできたら褒めてもらったらい。しかし、価格の文脈で価値について話すのはやめようではないか。およそ異なるゲームなのだから」と言う。ダモダラン教授は、市場価格が妥当かどうかを気にする必要はないと語る。単にインデックスファンドを買って持ち続けるか、優良株を買うか、あるいはその両方を行えばよい。

ビットコインの最近の反騰はどうだろうか。ダモダラン教授は、ボラティリティの高い投資手段にしておけば投機対象にできるため、ビットコインの支持者はそれを優良な通貨とすることはないだろうと語る。

今バブル化しているのはどこかと問われて、ダモダラン教授はシステミックな金融リスクの発生源として思い浮かばなかった資産クラスであるプロのスポーツチームを挙げた。たとえば、メジャー・リーグ・ベースボール（MLB）は低成長事業で年間の税引前、再投資前キャッシュフローが6億ドルである。恐らく「運がよければ」100億ドルの価値がある。しかし、MLBのチーム総額は700億ドル近い。

ダモダラン教授は、今の球団の価格は経済的なリターンよりも見栄によるところが大きいようだが、球団オーナーは一夜にして暴落すると心配すべきではないと語る。「億万長者の数がスポーツ球団の数を上回っている限り、崩壊は訪れない」。

By Jack Hough  
(Source: Dow Jones)

## 10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

What's Inside Nvidia's AI Supercomputer?

エヌビディアのAI用スーパーコンピュータの中身とは

## 高性能チップと大容量メモリーを備え、生成AIアプリケーションに対応

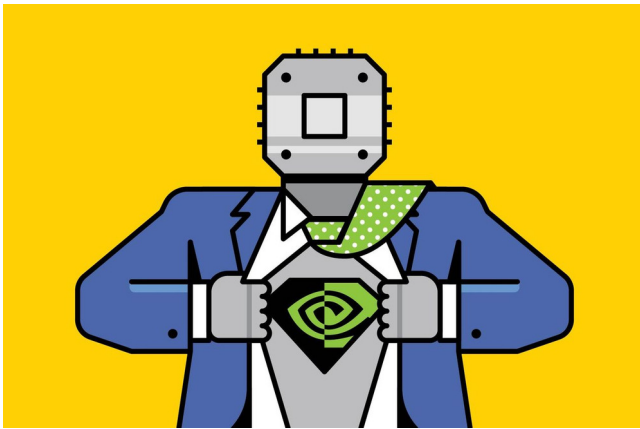


Illustration by Elias Stein

人工知能（AI）アプリケーションは、間もなくコンピューティング・パワーの大きな衝撃を受けることになる。画像処理半導体（GPU）大手のエヌビディア<NVDA>は、AI向け需要の高まりにより株価が年初から3倍近く上昇し、一時400ドルを超えた。エヌビディアは5月29日、「GH200 グレース・ホッパー」スーパーチップを搭載した新製品「GDX GH200」AIスーパーコンピュータを発表した。文字、数字、「スーパー」だらけだ。

つまりどういうことか。エヌビディアの経営陣はビデオカンファレンスで、この新たなスーパーコンピュータは、大容量メモリーとスケールの大きなモデリング性能を備えた、次世代の生成AIアプリケーションを可能にすると述べている。「GDX GH200」のメモリー容量は144テラバイト（1テラバイトは1兆バイト）で、前世代のDGX A100と比べてほぼ500倍となる。これにより開発者は、さらに優れたAIチャットボット言語モデルや複雑なレコメンドーション・アルゴリズムの構築、さらに効率的な不正検知やデータ分析も可能となる。

「GH200」は、PCやサーバーのコンピューティング頭脳である中央演算処理装置（CPU）と、エヌビディアの強みであり、画像やビデオゲーム、AIの演算処理に用いられるGPUの2種類のロジック半導体を使用する。「GDX GH200」は256個の「GH200 グレース・ホッパー」スーパーチップが組み込まれているが、それぞれにGPUがある。DGX A100が搭載するのはわずか8個のGPUだ。このスーパーチップは、エヌビディアの「グレース」CPUと「ホッパー」GPUを統合して一つのパッケージとし、スピードと効率を向上させている。

エヌビディアは、アルファベット<GOOGL>、メタ<META>（旧フェイスブック）、そしてマイクロソフト<MSFT>が、最初にDGX GH200を利用することになるだろうと述べる。同スーパーチップは現在生産段階にあり、スーパーコンピュータは年末までには入手可能になるはずだ。価格についてエヌビディアは言及していない。

## 今週の予定

6月5日（月）

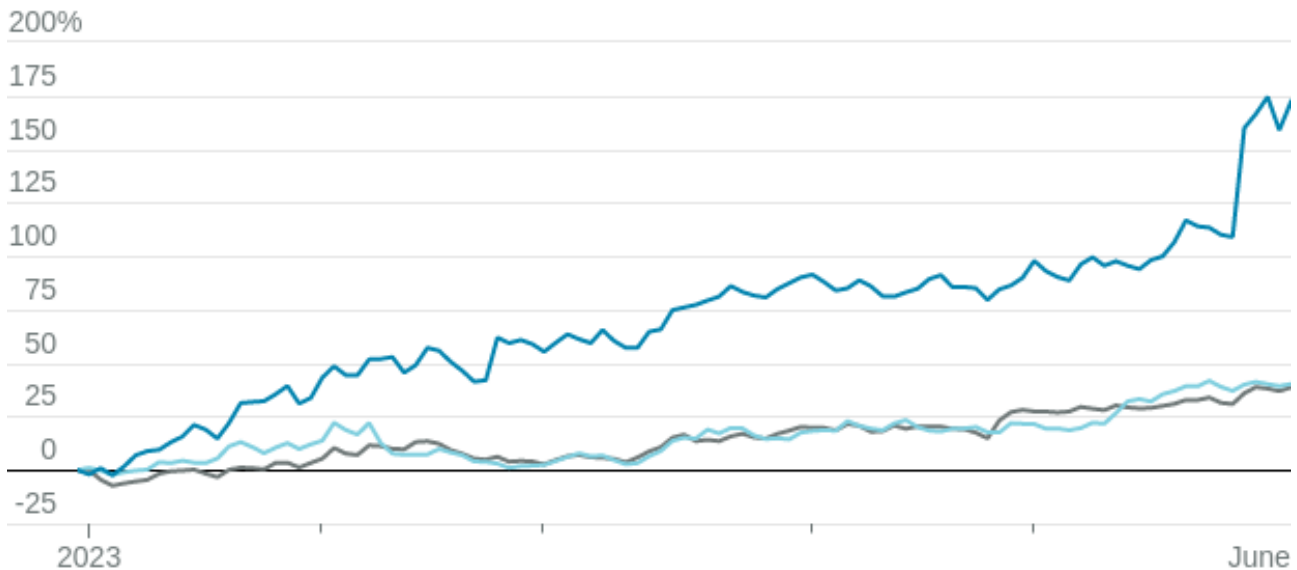
- ・米商務省国勢調査局が4月の耐久財と非耐久財の製造業新規受注を発表。受注合計の予想は前月比0.9%増（3月は0.4%増）。
- ・ソフトウエア企業ギットラブ<GTLB>が2024年度第1四半期決算を発表。

6月6日（火）

## AI Fever

Artificial-intelligence projects at Microsoft and Alphabet lifted the stocks. Then Nvidia's blowout forecast boosted the rally.

■ NVIDIA ■ Alphabet ■ Microsoft



- ・ 通信ネットワーク機器のシエナ<CIEN>、配管、暖房、換気、空調製品の卸売業者であるファーガソン<FERG>、食品会社JMスマッカー<SJM>が四半期決算発表。
- ・ 自動車部品大手のボルグワーナー<BWA>が2023年投資家向け説明会をニューヨークで開催。
- ・ オーストラリア中銀（RBA）が金融政策を発表。投資家は、33%の確率で政策金利であるキャッシュレートの誘導目標を0.25%引き上げ、4.1%とするとみる。RBAは2022年4月から政策金利を11回引き上げ、キャッシュレートの誘導目標を0.1%から3.85%としている。

6月7日（水）

- ・ アルコール飲料製造販売大手ブラウン・フォーマン<BF.A>、食品大手キャンベル・スープ<CPB>、ゲームソフト小売りゲームストップ<GME>、中国のオンライン旅行会社のトリップ・ドット・コム・グループ<TCOM>が四半期決算発表。
- ・ 米連邦準備制度理事会（FRB）が4月の消費者信用残高を発表。第1四半期には消費者信用残高は季節調整済み年率5.4%増加して過去最高の4兆8500億ドルを記録した。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）期の消費者の過剰貯蓄は減少を続け、クレジットカード債務が大半を占めるリボルビング払い債務は12.3%増加した。

6月8日（木）

- ・ 電子署名ソフトウェアのドキュサイン<DOCU>、山岳リゾート施設運営のベイル・リゾート<MTN>が決算カンファレンスコールを実施。
- ・ 医薬品流通会社カーディナルヘルス<CAH>がニューヨークで投資家向け説明会を開催。長期財務見通しと成長戦略について説明を行う。
- ・ 米労働省は6月3日までの週の新規失業保険申請件数を発表。2023年5月の週平均申請件数は22万9500件となり、18カ月間にわたりトレンドを下回った後、平均的な水準となった。一方で、5月31日に発表された求人情数は3カ月ぶりに1000万人を超えてウォール街を驚かせた。

・ FRBが、2023年第1四半期の家計金融資産を発表。報告書は家計部門の純資産などを示す。2022年末時点の家計部門の純資産は147兆7000億ドルで、過去最高を記録した2022年第1四半期から約4兆ドル減少。S&P500指数は第1四半期に7%上昇し、高値更新が射程圏内となった。

6月9日（金）

・ 中国のEVメーカーであるニーオ（上海蔚来汽車）＜NIO＞が2023年度第1四半期決算発表。

By Tae Kim  
(Source: Dow Jones)



『バロンズ・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

時事通信社

編集人

川田 重信（かわた しげのぶ）

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

『バロンズ・ダイジェスト』 2023/06/04

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](mailto:barrons@grp.jiji.co.jp)

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

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

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

※図・表・データの無断使用を禁止します。

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

Copyright © 2023 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます