

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/06/11

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 強気相場が続くと考えられる理由 - Forget the Naysayers. Why the Market Can Keep Climbing [カバーストーリー]
弱気派を気にしなくてよい理由とは P.1
2. 本誌が選ぶ2023年のネット証券会社ランキング - The Best Online Brokers of 2023: Meeting the Challenge of Diverse Investors [フィーチャー]
多様な投資家のチャレンジに応えられるかが問われる P.4
3. AIの巨大事業化を狙うアドビ - Adobe's CEO Has Big Plans to Turn AI Into Big Business [インタビュー]
強みの画像処理分野に特化 P.8
4. 復活した債券に投資する手段 - Bonds Are Back. Where Vanguard's Bond Chief Is Shopping Now. [インタビュー]
バンガードのデベロー氏に聞く P.11
5. 心配の壁がなくなって株式市場は上昇 - Market Gains as Wall of Worry Crumbles. What Happens Next. [米国株式市場]
消費者物価指数の発表とFOMCが目先のハードル P.15
6. FRBは6月の利上げは見送るが、利上げ自体は継続する - Fed Will Have to Keep Raising Rates, Even if It Pauses in June [コラム]
6月は据え置き、7月に利上げの公算もインフレと労働市場注視の必要あり P.17
7. AIマジックの不均衡は打破できるか - AI Is Stock Market Magic. Now, If We Could Only Spread It Around. [投資戦略]
大型ハイテク株に偏る恩恵が広がる先は P.19
8. アップルはAI戦略を早急に打ち出すべき - Apple Needs an AI Strategy, Not a New Virtual-Reality Headset [ハイテク]
VRヘッドセットの収益貢献は遠い先 P.21
9. 日本企業、待ったなしのガバナンス改革 - Toyota's Longtime CEO Finds Himself the Target of U.S [フィーチャー]
外堀は埋められつつある P.23
10. 今週の予定 - Oil Has a Pricing Disconnect—and a Trust Issue [経済関連スケジュール]
石油が抱える問題は価格の乖離と信用 P.24

※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. 強気相場が続くと考えられる理由 Forget the Naysayers. Why the Market Can Keep Climbing 弱気派を気にしないでよい理由とは

[カバーストーリー]

株式市場は常に未来を見る



Illustration by Eddie Guy

株式市場は年初から不安の壁を登り、強気相場に近づいている。楽しいのはこれからだ。

2023年初め、懐疑派は、昨年10月の底値からの「ベアマーケットラリー（弱気相場の反発）」の勢いが衰えたことで、株価が下落すると予想していた。米連邦準備制度理事会（FRB）は金利を急速に引き上げ、あらゆる企業の資本コストが上昇した。景気は減速し、もはやリセッション（景気後退）は時間の問題だった。企業業績は不振で、株価は一握りの大手ハイテク株を除き低迷していた。

基調にある景気の弱さにもかかわらず、S&P500指数は割高に見えた。特に、企業利益の今後の方向性を考えるとなおさらだった。こうした不安感に加えて、S&P500指数は4200の壁をなかなか突き破れず、未知のリスクが市場の上昇余地を制限していると示唆していた。

しかし、債務上限をめぐる対立、銀行業界の小規模な危機、企業業績が低迷する可能性にもかかわらず、市場は持ちこたえ、さらに上昇した。弱気派が忘れていたと思われるのは、株式市場は常に過去ではなく未来を見ているということだ。潜在的なリセッションに関するどんな懸念も、S&P500指数が2022年の弱気相場で既に下落したという事実を隠すことはできなかった。

一方、FRBが利上げを停止し、企業業績が回復し始めれば、バリュエーションは維持される可能性がある。4200の壁も既に突破された。S&P500指数は6月7日時点で昨年10月12日の底値から19.3%上昇しており、強気相場入りまであと一步に迫っている。

経済成長の底堅さが証明され、FRBは利上げ停止に近づき、企業業績は再加速に向かっている。平均的な銘柄も株価上昇に加わる態勢が整っており、今回のラリーは続くかもしれない。ヤルデニ・リサーチ社長のエド・ヤルデニ氏は、「現在は強気相場だという考えは、説得力が一段と高まっており、ますます反論するのが難しくなっている」と語る。

FRBは過去15カ月でフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を0%近傍から5～5.25%へ引き上げており、利上げは経済全体に影響を及ぼしている。例えば、住宅市場は住宅ローン金利の上昇による打撃を受け、銀行業界ではシリコンバレー銀行、ファースト・リパブリック銀行、シグネチャー銀行の破綻が融資基準の厳格化につながった。しかし、リセッションの可能性があっても、市場が必ず急落するわけではない。

CIBCプライベート・ウェルスUSの最高投資責任者（CIO）であるデービッド・ドナベディアン氏は、

「市場はリセッションのさなかでも底打ちし、回復を始める。2023年下半期には、経済ニュースは厳しい内容になるものの、より持続的な強気相場が始まるだろう」と語る。

投資家は最悪に備えてポジションを構築している。全米個人投資家協会（AII）の調査によると、弱気派の割合は強気派を約8%ポイント上回っている（通常は強気派が弱気派を6.5%ポイント上回る）。ポジショニングも弱気な状態にとどまっており、レバレッジドファンドのショートは新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）期とほぼ同規模だ。

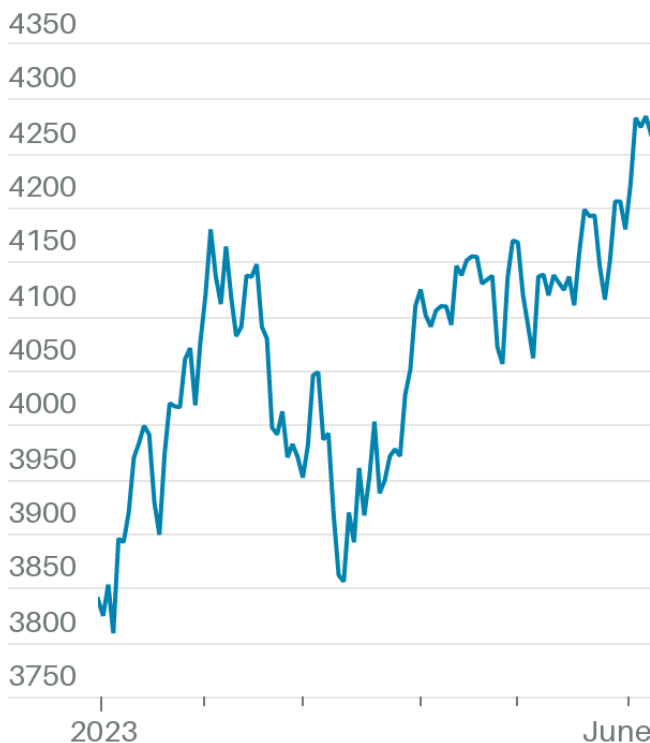
問題は、投資家が待ち構えている弱気相場が既に終わっているかもしれないことだ。そして、S&P500指数が上昇する（年初来では既に11.5%上昇）ほど、弱気派の投資家が買いを強いられる可能性も高くなり、相場を一段と押し上げる。

RBCキャピタル・マーケットのチーフ米国株ストラテジストであるロリ・カルバシーナ氏は最近、S&P500指数の目標値を4250に引き上げており、「昨年のS&P500指数の急落はリセッションを既に織り込んでいた。長期投資家なら押し目を狙うべきだ」と述べている。

押し目買いのための投資資金は十分にある。バンク・オブ・アメリカがポートフォリオマネジャーを対象に実施した調査（運用資産の合計は数兆ドル規模）によると、ポートフォリオにおける現金の保有割合の平均は約6%で、2021年終盤の4%未満を上回り、平均的なピークの6%強に近い。

景気敏感セクターに注目

S&P 500



Source: FactSet

銘柄の選択肢も豊富だ。S&P500指数の上昇がアップル<AAPL>、画像処理半導体（GPU）大手エヌビディア<NVDA>、メタ<META>（旧フェイスブック）などの大手ハイテク株によってけん引されていることは誰でも知っている。年初から5月末にかけて、時価総額上位の7銘柄が77%上昇したのに対し、S&P500指数構成銘柄は平均で1.2%下落した。このような「好ましくないブレドス（値上がり銘柄数と値下がり銘柄数の差）」を理由に、多くの投資家は、ハイテク株がついに失速して市場が急落するのを待っている。

しかし、その通りになるとは限らない。BMOキャピタル・マーケットのチーフ投資ストラテジストであるブライアン・ベルスキ氏は、アップルやマイクロソフト<MSFT>などが勢いを失うことは考えられるものの、アンダーパフォームしてきた数多くの銘柄が市場に追い付き、S&P500指数全体を押し上げる可能性があると言う。ベルスキ氏の調査によると、特定の五つの

銘柄が2023年と同程度にS&P500指数をアウトパフォームした場合、S&P500指数はその後12カ月で平

均11%上昇する。

ベルスキ氏は「弊社の調査は、超大型株の相対的なアウトパフォームが弱まって、市場全体のパフォーマンスはマイナスよりプラスになるケースが多く、全く問題なく持ちこたえてきたことを示している」と説明する。

ファンダメンタルズも辛うじて持ち直しつつあるようだ。ファクトセットによると、2023年のS&P500指数の予想1株当たり利益（EPS）は過去1年間で約12%引き下げられたが、直近1カ月では約1%引き上げられ、業績予想の下方修正はほぼ出尽くした可能性がある。現在、アナリストは来年の業績予想を発表しており、2024年の予想EPSは前年比12%増の245ドルとなっている。

シーポート・リサーチ・パートナーズのマクロストラテジストであるビクター・コッセル氏は、「2023年にEPSが減少することは以前から分かっていた。下半期に入るにつれて、市場はEPSの回復を織り込むようになるだろう」と語る。

もちろんリスクもある。モルガン・スタンレーのストラテジストで、2022年の弱気相場を予想したマイク・ウィルソン氏は、企業がコストインフレに対処するための値上げに苦慮し、今年のEPSは16%減少して185ドルになる可能性があるという。ウィルソン氏が正しければ、S&P500指数は3700まで下落し得る。ウィルソン氏は「セルサイドとバイサイドの両方で、利益成長の再加速がコンセンサス予想に織り込まれているが、この結論には同意しかねる」と述べている。

市場にとって最大のリスクはFRBの動向だ。インフレ率が低下し、ジェファースン理事らが利上げ停止を示唆したこともあり、FF金利先物市場は6月13～14日の連邦公開市場委員会（FOMC）における利上げの確率をわずか25%と織り込んでいた。利上げが停止されれば、経済、企業利益、バリュエーションが安定する機会となるため、株式市場にとっては良いニュースだろう。しかし、FRBが結局、今週に利上げを選択する可能性や、1回休んでから利上げを再開する可能性もある。

ビーオブエー・セキュリティーズのグローバル株式デリバティブリサーチ責任者のベンジャミン・ボウラー氏は、「『取り残される恐怖（FOMO）』に完全に屈しないように気を付けたい。利上げを1回休むのは停止ではなく、インフレは依然としてFRBの手を縛っており、米国のリセッションも迫りつつある」と指摘する。ボウラー氏は、上振れに備えたい場合はコールオプションを利用することを推奨している。

とはいえ、FRBが実際に2023年末まで利上げを停止した場合、市場の多くの問題は解決するだろう。これにはS&P500指数の割高に見えるバリュエーションも含まれる。S&P500指数の今後12カ月の予想利益に基づく株価収益率（PER）は18.6倍で、2021年末の21.5倍から低下しているが、依然として過去20年平均の15.7倍を上回る。FRBが利上げを停止した場合、PERは安定し、上昇する可能性さえある。例えば、ベルスキ氏はS&P500指数の年末の目標値を4550としているが、これはEPSが220ドルとわずか0.4%しか増加しないのに対し、PERは20.7倍となることを想定している。

最高の投資機会は、年初来で特に大幅に下落している景気に敏感な銘柄、いわゆるシクリカル（景気循環）銘柄にあるかもしれない。金利上昇に伴い、預金者が預金口座より利回りが高い代替となる存在を探しているため、大手銀行のJPモルガン・チェース、＜JPM＞、シティグループ＜C＞などを保有している上場投資信託（ETF）のSPDR S&P銀行ETF＜KBE＞は2月のピークから26%下落している。

しかし、大手銀行から預金は流出しておらず、地方銀行さえ打撃が大き過ぎて逆に投資妙味が出始めている。さらに、SPDR S&P銀行ETFの今後12カ月予想PERは7.9倍で、5年平均の10.8倍を大幅に下回っている。

石油関連銘柄も、景気が予想より持ちこたえれば株価が上昇しそうだ。石油メジャーのシェブロン<CVX>やエクソンモービル<XOM>を保有しているエネルギー・セレクト・セクターSPDR ETF<XLE>は、2022年のピークから約14%下落している。株価上昇のカギは原油価格だ。米国のリセッションと中国の予想を下回る経済成長への懸念を背景に、米国のベンチマークであるウエスト・テキサス・インターミディエート（WTI）原油先物は年初来で11%下落している。しかし、原油価格の下値が維持され、今年底値である1バレル当たり約66ドルから上昇すれば、エネルギー会社の業績予想と株価を押し上げるだろう。

素材や資本財など、その他の景気に敏感なセクターも追い風を受ける可能性がある。シティグループのストラテジストであるスコット・クロナート氏は、「低調なセンチメントと魅力的で正常化されたバリュエーションは、新たな投資資金をシクリカル銘柄に投じる根拠となっている」と語る。

市場が未来を織り込むスピードは非常に速い。強気相場は瞬間に去ってしまうかもしれない。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

2. 本誌が選ぶ2023年のネット証券会社ランキング

[フィーチャー]

The Best Online Brokers of 2023: Meeting the Challenge of Diverse Investors
多様な投資家のチャレンジに応えられるかが問われる

市場の変化に対応する投資家に厳しい一年

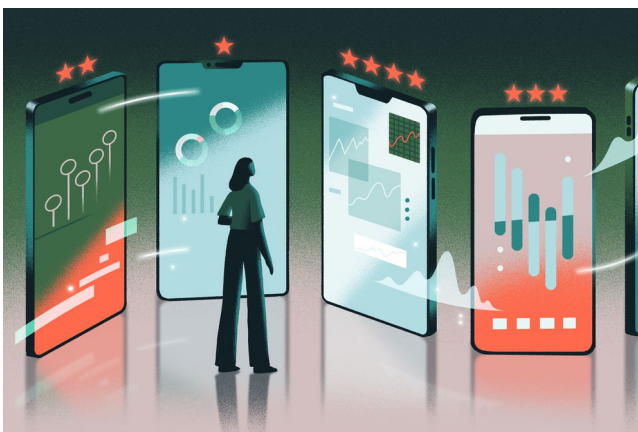


Illustration by Matt Chinworth

本誌の第28回調査に参加したネット証券会社にとって、この1年は厄介な年となった。ニーズが大きく異なる顧客に対して、ツールやガイダンスを提供する能力が試されたからだ。

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の中で、証券会社のウェブサイトは、不安定な市場に翻弄（ほんろう）された数百万人の投資初心者を取り込んだ。また、経験豊富な個人投資家も、弱気相場、時代遅れとなってしまった古い戦略、パンデミック後の不確実性などに対処しなければならなかった。フィンテック

クのウィーブルの最高経営責任者（CEO）であるアンソニー・デニーア氏が言うように、2022年に市場は大きく変化し、自ら方針を決める投資家にとって大変難しい年になった。

ネット証券会社は、投資の最前線にいる。経験豊富な投資家に対して、洗練されたデザインのアプリや、これまで以上に強力な取引プラットフォームを提供するだけではない。投資初心者には、さまざ

まな投資教育、ツールやガイドラインを提供し、情報やデータを素早く探し出し、理解しやすい形で情報提供する必要がある。そして、デスクトップコンピューターからモバイルまで、複数のデバイスに対応することが求められている。デニアー氏は、「証券会社は、自らの方針で単一銘柄に投資する顧客に頼ることはもはやできない。われわれは自分たちを、教育ツール、学習ツール、そしてアクセスツールと位置づけている」と言う。

10社をランキング

今年、本誌は10社のネット証券会社をランキングした。インタラクティブ・ブローカーズ・グループ<IBKR>とフィデリティがデッドヒートを繰り広げた。2021年と2022年にはインタラクティブ・ブローカーズがトップに立ち、フィデリティを打ち負かしたが、今年は3年前の再来となり、同率1位となった。チャールズ・シュワブ<SCHW>が3位となり、金融大手モルガン・スタンレー<MS>傘下のイー・トレードがそれに続いた。昨年はこの2社が同順位だった。

2020年にシュワブが買収したTDアメリトレードは、自身の社名でランキングされる最後の年となる今年、5位となり、バンク・オブ・アメリカ<BAC>傘下のメリルエッジが6位と続いた。5位以下に順位の変動はなく、ウィーブル、アリー・フィナンシャル<ALLY>傘下のアリー・インベスト、ロビンフッド・マーケット<HOOD>、そして最後にJPモルガン・チェース<JPM>のセルフ・ディレクテッド・インベスティングとなった。

インタラクティブ・ブローカーズを除き、すべてのネット証券会社でスコアが向上しており、幅広く改善が見られることが分かる。各社のウェブサイトは継続的に機能やサービスを追加・改良している。本誌は、他社の真似をした証券会社にペナルティを与えることはせず、革新的なサービスを提供する証券会社にはプラスポイントを与える。

昨年初めて取り上げたフィンテックアプリのソーファイ・テクノロジーズ<SOFI>は、今年から除外した。ソーファイの投資サイトは、中核となる貸出銀行業務の補完にすぎず、自ら方針を決める投資家向けの基本的なツールさえ提供できていないと判断したからだ。積極的な取引を促すテイスティワークスはランキングへの参加を拒否した。

参加企業は、約80の調査項目に回答した。本誌は独自にプラットフォームを調査し、顧客サービスからマージン率に至るまで、すべての項目でポイントを付与した。アンケートには定量的な基準を盛り込むよう努めたが、本誌の評価には主観的な部分も含まれている。必然的に、より完全で、より徹底した、より広範なサイトが高得点となる。

若い世代の投資家の動向への対応力に注目

2年前、若い投資家はロビンフッドやその他のフィンテックアプリに群がり、ゲーム感覚で行われる取引に魅了され、ミーム株のようなソーシャルメディア主導の流行にとりこになった。しかし、それは今や遠い過去の出来事のように思える。金融サービス調査・コンサルティング企業のコーポレート・インサイトが証券会社の調査を担当するイアン・ボノタル氏は、「（ミーム株は）完全に消え去ったのかどうかは分からない。しかし、影が薄くなったのは確かだ」と言う。

何十万人もの新しい投資家が逃げ出し、何百万人もの投資家が大手のネット証券会社に移ったよう

だ。ロビンフッドほど、このことをよく表しているものはないだろう。ブームの時代、ロビンフッドは若い投資家の流入の大きな波に乗り、2021年6月までに前年の2倍超となる2130万人という驚異的なユーザー数を獲得した。しかし、昨年、ロビンフッドのユーザー数は1年間で約600万人減少し、2022年末時点で前年比34%減の1140万人となった。対照的に、フィデリティは、2022年末の個人投資家の数が3710万人となり、前年比で11%増加した。ウィーブルのユーザー数は横ばいだったが、デニール氏は、「われわれのユーザーの多くが、自らの方針による銘柄選択から、パッシブ投資のツールを求めるようになった」と認めている。

かつてゲームに熱中していた若いプレーヤーが退いたからといって、ネット証券会社がミレニアル世代やZ世代に背を向けたわけではない。ネット証券会社は長期的な視点で見ているのだ。ボノタル氏は、「ここ1年ほど、証券会社はこうした若い投資家を取り込もうと、いろいろな工夫をしている。彼らは社会人になったばかりで、大金を持っているわけではない。しかし、もし（ネット証券会社が）投資初心者向けに安全で使いやすく、高度に教育的な場所を作ることができれば、彼らの忠誠心を育てることができる」と言う。

例えば、フィデリティは昨年、「ブルーム」というアプリを発表した。若い世代を対象にしたこのアプリは、投資一任勘定（いわゆるラップ口座）を通じて貯蓄と支出を分別し、その過程でユーザーに報酬を与えようとするものだ。フィデリティのアプリ戦略・商品開発担当であるミーガン・ムーア氏は、「取引や投資に興味はあるが、実際には資産水準が低過ぎて、リスクを取る余裕がないと感じている人が非常に多い。貯蓄への第一歩には、フィデリティの政府系マネー・マーケット・ファンド（MMF）だ」と言う。

証券会社の再編成は一段落か

目下、自ら方針を決める投資家を顧客とする証券会社間の、10年にわたる統合劇の最後的一幕となり得る事態が繰り広げられている。M&A（合併・買収）の波は、シュワブによる220億ドルのTDアメリカトレードの買収で頂点に達した。買収は2020年10月に完了したが、両社の証券取引サイトの統合には3年を要している。最終的に統合が完了した暁には、シュワブはフィデリティと並び、自ら方針を決める個人投資家を顧客とする2大証券会社の1社に浮上する。

2022年末、シュワブとTDアメリカトレードは合計で2470万件の個人投資家口座を擁しており、これはフィデリティより1240万件ほど少ない（バンガードは長年、本調査への参加を拒否しているが、2022年5月時点で910万人の自ら方針を決める投資家を有すると報告している）。シュワブは、TDアメリカトレードを単に傘下に収めるわけではないと繰り返し指摘している。シュワブのトレーディング・サービス部門のトップで、TDアメリカトレードの統合計画を主導してきたジェームス・コストゥリアス氏は、最も注目すべき点として、シュワブが2023年後半に、TDアメリカトレードご自慢の（個別銘柄を投資家が自ら選択する）アクティブ・トレーディング・プラットフォーム「thinkorswim（シンクオアスイム）」を「取り込み、蓄え、急展開」すべく受け入れると明らかにしている点を挙げる。

これは驚くことではない。thinkorswimは、多くの点でアクティブ・トレーディングの業界標準であり、TDアメリカトレードが多数の信奉者を引き付ける大きな理由となっている。シュワブはさらに、TDアメリカトレードの他の機能、例えば人気の高いSnapTicket（スナップチケット）発注機能や投資教育・放送サービスなども取り入れている。

■ 端株取引は投資の裾野を広げる

一方、投資環境は変化を続けている。ドルベースの端株取引は、最近の最も重要な動きの一つだ。インタラクティブ・ブローカーズは2019年後半に端数株取引の先鞭（せんべん）をつけた。ロビンフッド、シュワブ、フィデリティは2020年に急ぎ追随した。技術上の困難やコストを理由に、この機能の導入に抵抗している証券会社もある。彼らは、5年前に株式取引手数料の廃止を渋った証券会社が悟ったのと同様に、負け戦を強いられているのかもしれない。端株取引は、特に富裕層以外の投資家の間で、ますます普及することになるだろう。

端株取引は（個別銘柄に投資してインデックスに追随する）ダイレクトインデクシングを可能にし、シュワブやフィデリティが2022年にこのツールを発売して以来、自ら方針を決める投資家の間でも一つの重要なトレンドとなっている。コーポレート・インサイトのボノタル氏は、「投資のハードルが大幅に下がり、非常に重要な意味を持つ」と語る。ダイレクトインデクシングを利用できるのは、これまで投資一任勘定を持つ富裕層投資家に限られていた。ボノタル氏は、「突如として個人投資家は、何百もの異なる銘柄の端株でポートフォリオを構築できるようになった」と述べる。

人工知能（AI）の飛躍的な向上も視野に入る。チャットGPTやその他の自然言語処理が登場するにつれて、初心者でも複雑な処理をスムーズに行えるソフトウェアが現実味を帯びている。しかし、この可能性を証券会社の自動ヘルプセンターの現状と重ね合わせるのには難がある。基本的なオンライン問合せに対してさえ、返ってくる回答は、チャットボットと同等のピンボケのもの、または極めて役立たずの情報だ。

■ ランキングのアプローチ

この1年間は、革新的な変化よりも漸進的な改善が多かったことから、ほとんどのカテゴリとその相対的なウエイトは2022年から変更されていない。しかし必要だと思われる箇所は調整した。

例年通り総得点は200点を満点とした。個別の基準は101項目ある。各項目の評価は1点から5点の間だが、大半は1点または2点である。調査は、「トレーディング」「モバイル」「ニュース／情報」「ユーザビリティ」「インターナショナル」の5カテゴリに分かれている。2023年はカテゴリを一つ削除した。「配当とリタイアメント」がそれで、全体の5%にあたる10点が配分されていた。理由は、配当に焦点を置くスクリーニングはどこでも行われていること、さらにリタイアメントのための貯蓄は、そろそろリタイアを迎える人に限られないためである。このような特性は他のカテゴリに織り込むことができた。

代わりに、「モバイル」と「ニュース／情報」をそれぞれ50ポイント（全体の25%）へ引き上げ、「トレーディング」と同等にした。「インターナショナル」は多くの米国投資家にとってニッチだが重要なポイントであり、10ポイント（全体の5%）で据え置きとした。

「モバイル」の比重が高いのは、年齢、経験、投資スキルを問わず、自ら方針を決める投資家の間では携帯電話が最重要デバイスとなりつつあり、これらのユーザーは、投資教育、情報、ニュースが配列されたプラットフォームを求めているという実態を反映したものである。いくつかの項目が複数のカテゴリに該当する場合もあるが、可能な限り選択した。そのためにランキングが下がった証券会社はない。ランキングを決定するのは総合評価である。

暗号資産（仮想通貨）の付与ポイントは低下

具体的な基準やポイント付与にも手を加えた。2022年は、暗号資産（仮想通貨）を扱っている証券会社には5ポイントを与え、扱っていない証券会社にはポイントを付与しなかった。その後、暗号資産市場は大打撃を受け、FTXの破綻などの出来事は、暗号資産への自由なアクセスは大きなリスクを伴うことを示すものとなった。これを受けて付与ポイントを下げ、3ポイントとした。暗号資産取り扱いの有無だけでなく、証券会社が防御策を講じているかどうかも分析した。銀行傘下の証券会社には、暗号資産取引を除外する法令上の課題があることも、本誌は理解している。

金利環境の変化への対応も評価対象

金利上昇に伴い、固定利付金融商品が再び注目されていることから、この動きを反映した項目を追加した。今や譲渡性預金（CD）さえも、価値が認められている。CDをダイナミックに表示するのに他社よりはるかに長けている証券会社も見られ、それに呼応してポイントを付与した。

本誌は休眠資金の活用に向けた証券会社の取り組みに、より一層注目している。ウィーブルは、口座保有者の現金の足元の年利回りを点減させる赤いお知らせボックスを備え、この機能をアピールしている。

現状、多くの投資家は大きなリスクを取って大きなリターンを狙うよりも、安心、安全志向だ。が、それも変わるかもしれない。

By Matt Miller
(Source: Dow Jones)

3. AIの巨大事業化を狙うアドビ Adobe's CEO Has Big Plans to Turn AI Into Big Business 強みの画像処理分野に特化

[インタビュー]

AI画像生成サービス「ファイアーフライ」



Carolyn Fong/Redux

「フォトショップ」のメーカーで、文書・画像処理ソフトウェア大手のアドビ<ADBE>は、長年にわたり、自社ソフトウェアの限界に挑戦してきた。デザイン系ソフトウェアの定額料金制サービス移行に先鞭を付け短期的には痛みを伴ったが、最終的には利益の拡大につながり、株価は何年にもわたり上昇を続けている。

年初の段階では、さまざまなソフトウェア会社が無料で提供する人工知能（AI）アプリによってアドビが打撃を受けると懸念する投資家もいたが、実際はその逆のようだ。アドビはAI革命

の最大かつ最初期の勝者となる位置に付けており、この数週間、拡大を続けるアドビの生成AIソフト

ウェア・ポートフォリオに関する発表が続いている。マイクロソフト<MSFT>とグーグル親会社のアルファベット<GOOGL>を除けば、アドビはAI時代に向けた事業の刷新に最も積極的なソフトウェア会社かもしれない。

2007年からアドビの最高経営責任者（CEO）を務めるシャントヌ・ナラヤン氏は最近本誌と行ったインタビューで、生成AIによって、自身でコンテンツを制作する人が増加し、その結果、AIはアドビの事業に打撃を与えるよりもむしろ、フォトショップや「イラストレーター」、「プレミアプロ」など、アドビのクリエイティブソフトウェアに対する関心が高まり、その利用が増加すると主張した。

現在アドビはファイアーフライという名称で、驚くような（そして使いやすい）新たな写真加工ツールや、チャットGPTの開発会社オープンAIが提供するアプリDALL・Eと同じように、簡単なテキストコマンドで画像を作成することができるサービスを無料で提供しており、既にファイアーフライ上で20万件以上、フォトショップ用新規ツールのベータ版を使用して1億5000万件以上のデジタルオブジェクトが作成されているという。これらのツールはこれまで無料で提供されてきたが、近く有償化され、AIがアドビの将来の収益の一端を担うことになる。

以下は、ナラヤン氏とのインタビューの要約だ。

AIに対するアプローチ

Adobe

(ADBE / Nasdaq)

\$800



Source: FactSet

本誌：生成AIに関するアドビの見方について。
ナラヤン氏：当社にとってAIは新しいものではない。人々が自身のアイデアを表現する支援をするという当社の使命を追求し、当社製品のアクセスのしやすさや手頃な価格の実現のため、既に活用されている。今盛り上がりを見せているのは生成AIだが、当社は、生成AIが当社のソフトウェアを使用してユーザーが実現したいことをより迅速に実現するための発射台になり得ると常々考えていた。

当社はこれについて三つの階層で考えている。まず、生成AIを使用するのであれば、既存の製品に統合し、ユーザーにとってより効果的なソフトウェアにする必要がある。

次に、基本的な基盤となるモデルを開発している。これは当社が専門とし、最も情熱を持っている分野だ。当社は常に同じアプローチを取るわけではない。ファイアーフライによる画像処理については、基本的な基盤となるモデルを開

発する能力があると確信していたため、そうしたモデルを構築した。テキスト関連は、チャットGPTが最先端技術であると考え、自社で開発するよりも、これを活用することにした。デジタルマーケティングでは、「リキッドモード」という、あらゆるPDF文書をモバイルデバイス向けに再利用可能に

するPDFの機能を既に開発済みだった。

第3の階層はデータだ。当社は、当社の写真ライブラリーである「アドビストック」内の画像（当社が使用許諾を受けている、あるいはパブリックドメインにあるコンテンツ）のみをモデルの学習に使用する独自のアプローチを採用した。データの使用方法や所有権について、当社だけでなく、業界に対して責任を負うべきであると判断した結果だ。

■ 今後の見通し

Q：AIと他の技術トレンドとの比較について。

A：モバイル機器や、クラウドへの移行、ソーシャルメディアの登場などと同様に、大きなテクノロジー上の変曲点になるだろう。

Q：AI規制の見通しについて。

A：世界の他の地域が同調しない可能性がある中、「米国でAIをいったん停止する」という考え方は適切ではない。われわれは、AIの影響を理解しつつ、その力を活用する必要がある。拙速なAIの規制は間違いだ。

Q：ファイアーフライの初期成功について。

A：これまでで最も成功したベータ版の一つだが、これで終わりではない。当社にはインターフェースとしてのコパイロット（副操縦士：対話型AIのこと）について素晴らしいロードマップがある。フォトショップのベータ版に導入された生成型塗りつぶし機能のように、フォント、ベクター、カラー、ビデオなどさまざまな機能がファイアーフライの力で当社の各ソフトウェアに統合されたと想像してみたい。

Q：ファイアーフライやAIツールの収益化について。

A：ファイアーフライは、現在はベータ版で無料だが、独立したサービスとなる。製品化後も無料で使用できるサービスはあるが、最近の発表の通り、より高品質で用量上限を引き上げた、さまざまな使い方が可能な定額料金サービスも提供する。ノン・アルコール飲料の世界最大メーカーのコカ・コーラ<KO>であれ、バロンズであれ、顧客は自身のモデルを自身のコンテンツを使用して学習させられるようになる。当社のモデルを自社のコンテンツで調整し、自社内のみで使用したいという企業もあるだろう。

■ 知的財産権の保護

Q：知的財産を保護しつつAIを商業的に安全なものにする方法について。

A：ファイアーフライの発表時に、商業的に安全な設計となっていることを明確にした。他のモデルの中には明らかに著作権や商標権の侵害となり得るものもあるが、ファイアーフライでは不可能だ。メディア企業や消費財メーカーなどが関心を寄せており、そうした企業は全て生成AIの力を理解しているが、いずれも自社のデータや資産を自社のみで収益化したい、またはその対価を得たいと考えている。企業から保有データの一部の提供を受け、専用モデルを構築する場合もある。そうすることによって、企業内のあらゆる個人、知識労働者がコンテンツやキャンペーン、マーケティングを制作することが可能になる。

Q：アドビストックにコンテンツを提供したアーティストへの報酬について。

A：ストック内の画像を使用した制作物について、画像提供者に報酬を支払うという当社の計画に対するフィードバックは極めて好意的だ。当社がイノベーションとコミュニティの双方を尊重しているとの受け止め方だ。新技術に否定的な反応を示す人々は常に存在するが、圧倒的にポジティブなフィードバックに驚いている。

市場規模

Q：AIによるアドビの獲得可能な最大市場規模（TAM）の拡大について。

A：拡大するのは明らかだ。インターネットの普及が始まった時はコンテンツの制作は増加するのか、モバイル機器の登場時はどうやって専用のコンテンツを制作するのかが議論になったが、AIについても同様の議論が出ている。われわれが住む世界では、顧客一人ひとりが自分自身に合ったものを求めている。これは、コンテンツの制作が右肩上がりの増加を続けることを意味し、その点について疑いの余地はない。当社は、TAMを2000億ドルとみている。現在の年間売上高は200億ドルであり、既に大きな事業機会が存在するが、AIが成長し、より多くの人々が使用するようになれば、当社の成長を促進する要因となる。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

4. 復活した債券に投資する手段

[インタビュー]

Bonds Are Back. Where Vanguard's Bond Chief Is Shopping Now.
バンガードのデベロー氏に聞く

投資対象として債券が有望



Photograph by Michelle Gustafson

債券にとって、2022年は厳しい年だったが、今年は見通しが改善している。そのためバンガードの債券グループを率いるサラ・デベロー氏は、オフィス中に「債券復活」と触れ回った。デベロー氏は、「利回りがゼロ下限に10年間張り付いていたため、このような投資機会を長らく目の当たりにしなかった」と言う。

バンガードの運用資産は7兆7000億ドルで、世界第2位。債券では、インデックスファンドで最もよく知られている。また、米国のアクティブ運用債券ファンドでも最大で、運用資産は89

00億ドルに及んでいる。本誌はデベロー氏と5月24日に対談した。

経済見通し

本誌：米国経済の行方は。

デベロー氏：今年後半の浅いリセッションに向かっていると考えます。年初にそういう見方をしていたが、現在でも変わらない。ハードランディングは予想していない。

Q：インフレ率はピークからは低下したが、安心するには高過ぎる。今後の行方は。

A：インフレとの闘いは終わっていない。消費者物価指数（CPI）上昇率で、約9%から5%へ改善した。コア個人消費者支出（PCE）について、年末は3.3%、来年末は2%台前半と予想する。

インフレ改善の主因は供給サイドによるものだ。サプライチェーンの混乱が解消されるにつれて、財のインフレは低下した。それは素晴らしいことだが、一段の低下のためには、需要サイド、特に、粘着的なサービス価格に大きな影響を持っている賃金と労働市場が冷え込む必要がある。

労働市場は冷え込みつつあるが、まだ逼迫（ひっばく）している。有効求人倍率は、今年初めは2倍で、現在は低下したとはいえ1.8倍にとどまっており、1倍近くに低下する必要がある。それが、米連邦準備制度理事会（FRB）がなすべき核心だ。労働市場を冷え込ませるべきだが、レイオフや深いリセッション（景気後退）へ行き過ぎてはならない。達成が困難な課題だ。

労働市場は遅行指標で、悪化する場合には急速に変化する傾向がある。過去を見ると、リセッションで失業が急増した場合、その半分はレイオフまたは求人の減少が原因で、残り半分は労働市場に参入または再参入した人がすぐに職を見つけられないことによるものだ。今回は、労働参加率の上昇が予想されないという点で、過去とは異なる。それには、人口動態や他の多くの要因がある。しかしこの点が実質的に、失業率の上限を5%としている。

FRBはインフレ率を低下させるために、引き続き闘わなければならない、浅いリセッションは避けられないだろう。

Q：FRBは6月に、金利を再度引き上げるべきか、あるいは利上げを休止するべきか。

A：われわれはFRBが、インフレおよび労働市場の抑制策の影響を評価するために6月に利上げを休止するとみている。しかし、金融政策の効果が表れるには長い時間がかかる。多くの金融引き締めが短期間に実施されたため、いつ効果を発揮するかを予想するのは非常に困難だ。

当社は、FRBが年末まで金利を引き締める領域に維持することを、基本シナリオとしている。景気を減速させ、労働市場を冷え込ませるためにはそれが必要だ。その結果、インフレは減速するだろう。われわれは市場とは異なり、FRBが年内に利下げするとは考えていない。

投資機会

Q：バンガードは、経済が不透明で市場のボラティリティーが高まる期間を「バンガード・ウエザー」と呼んでいる。今後の見通しは。

A：現在のような環境は、われわれの強みと合致しており、アクティブ運用にとって良い兆しだ。ボラティリティーはバリュエーションの分散の原動力となり、分散が広がればレラティブ・バリュエーションから利益を得る機会が増える。

ボラティリティーはまた、バリュエーションが行き過ぎる混乱期も生み出す。シリコンバレー銀行の危機はその一例だ。優れたアクティブ運用マネジャーは、潤沢な投資資金を抱えている。われわれはリセッションに向かっており、信用リスクは高まっている。それこそが、当社の業界最高のクレジット・チームが適切な銘柄選択をできる時だ。社債などには、獲得すべき多くの利回りがある。

Q：他には。

A：当社の経済予想を踏まえ、高クオリティー銘柄を好んでいる。それは、米国債、地方債および投資適格社債だ。しかし、リスクが比較的高い部分（ハイイールド債、新興国市場）にも機会があり、選別的なアプローチを取っている。

■ 熱い4分野

投資家が4分野に焦点を当てていると、われわれは判断している。第1に、米国のマネー・マーケット・ファンドに資金が流入している。利回りが魅力的なので当然だ。利回りが比較的低い銀行預金から資金が流出している。3～6カ月という投資期間では、現金を投資する素晴らしい対象だ。

それより長い投資期間を想定しているのであれば、イールドカーブのさらに先に投資する方が良いだろう。幾分か高い利回りを得られる他、リセッション入りした場合には上昇するデュレーションも得られる。

第2は、米国債のファンドおよび上場投資信託（ETF）だ。やはり利回りは魅力的だ。昨年の今頃は、4%の利回りを得るためには、ハイイールド債かプライベート・クレジットしかなかった。今は、連邦政府の保証がある米国債で4%の利回りが得られる。

投資家およびわれわれが米国債を好むもう一つの理由は、ポートフォリオが株式に偏っている場合には、債券が最も純粋な分散効果のある投資対象となることだ。リセッションに向かっており、通常このような債券は上昇する。しかし、この場合は信用リスクも高まっており、それは上昇局面で社債が米国債に出遅れることを意味する。

米国債カーブの中間部、例えば5年に最も妙味があるが、投資家が想定する投資期間によって変わる。ただ、想定する投資期間にかかわらず、対象の債券ファンドはそれよりも短い投資期間とすべきだ。一例は、バンガード米国中期国債ETF＜VGIT＞だ。

第3は、地方債だ。昨年の地方債は、投資家が税法上の損金を活用できるユニークな機会のために資金流出が史上最高となった。その売りによって、バリュエーションは割安な側へ行き過ぎた。なお、地方債の70%超の信用格付はAA格またはそれ以上となっている。

当社は3月に、投資期間が短く、金利リスクの許容度が低い投資家向けに、地方債のインデックスETFであるバンガード短期非課税債券ETF＜VTES＞を設定した。

第4は社債だ。利回りは、投資適格社債が5.5～6%、ハイイールド債で8～9%となっている。アセットマネジャーの利用を強く推奨する。リセッションに向かうにつれて状況の変化は激しくなり、全てのアセットマネジャーが波に乗れるわけではないため、適切な会社選びが非常に重要になる。

社債の中でも高クオリティを好んでいる。投資適格債の中でわれわれが高クオリティと定義するのは、利益が安定している企業だ。製薬、ヘルスケア、公益、大型銀行などのセクターを 선호し、景気敏感セクターよりも景気に敏感でないセクターを 선호する。

バンガード・コア・ボンド・ファンド＜VCOBX＞およびバンガード・コア・プラス・ボンド・ファンド＜VCPAX＞は投資家に対して、高クオリティの債券に対する分散されたエクスポージャーを得るための簡単な手段を提供する。両ファンドの投資対象はおおむね投資適格債で、ハイイールド債と新興国市場債券を一部含んでいる。

■ ハイイールド債および新興国市場

当社は今年、バンガード・マルチ・セクター・インカム・ボンド・ファンド＜VMSIX＞を設定した。このファンドは、投資適格債、ハイイールド社債および新興国債券に対するエクスポージャーを備えている。

Q：投資家は、ハイイールド債と新興国市場をどのように考えるべきか。

A：ハイイールド債と新興国市場は株式との相関性が比較的高いために、両者に投資する資金はポートフォリオ内の株式の売却資金を原資とすることを検討すべきだ。現在の利回りは8～9%で株式と比較して魅力的だが、銘柄を選別する必要がある。

ハイイールド債については、現在のスプレッドのバリュエーションに基づき、われわれは慎重にみている。しかし、オールインイールドは魅力的で、銘柄選別が重要だ。高クオリティ、具体的にはB格およびBB格のカテゴリーを 선호する。セクターに関しては、食品・飲料、紙・パッケージング、ヘルスケアおよびその他の非景気敏感セクターに投資機会があるとみている。

またハイイールド債では、ローン、特に信用の質が低い発行体であるローンオンリーの発行体のバンクローンよりも債券を 선호する。バンクローンは変動利付のため、金利上昇に伴って資金調達コストが上昇し、何らかのストレスが引き起こされる可能性があるためだ。ただしハイイールド債でも、企業別に状況を調べ、強力なバランスシートとキャッシュフローを持つ企業のハイイールド債に投資すべきだ。

By Lauren Foster
(Source: Dow Jones)

5. 心配の壁がなくなって株式市場は上昇 Market Gains as Wall of Worry Crumbles. What Happens Next. 消費者物価指数の発表とFOMCが目先のハードル

[米国株式市場]

懸念材料がなくなり、S&P500指数は強気相場入り



Michael M. Santiago/Getty Images

S&P500指数は直近の安値から20%超の上昇となって強気相場入りし、ボラティリティーは非常に低く、最近の数カ月よりも上昇銘柄数が多くなっている。投資家を心配させるようなことは何も起こっていないに違いない。そうだろうか。

明らかにそのようだ。先週の主要株価指数を見ると、S&P500指数は0.4%高の4298.86となり、ダウ工業株30種平均は0.3%高の3万3876ドル78セントで引けた。ナスダック総合指数は0.1%上昇して1万3259.14となり、小型株のラッ

セル2000指数は1.9%高の1865.71で週末を迎えた。シカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティー指数（VIX指数）は14ポイントを割り込み、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）以降で最低の水準となった。VIX指数は恐怖指数とも言われているが、恐怖の証拠を示していない。

値上がり銘柄数の増加は好材料

Market Snapshot



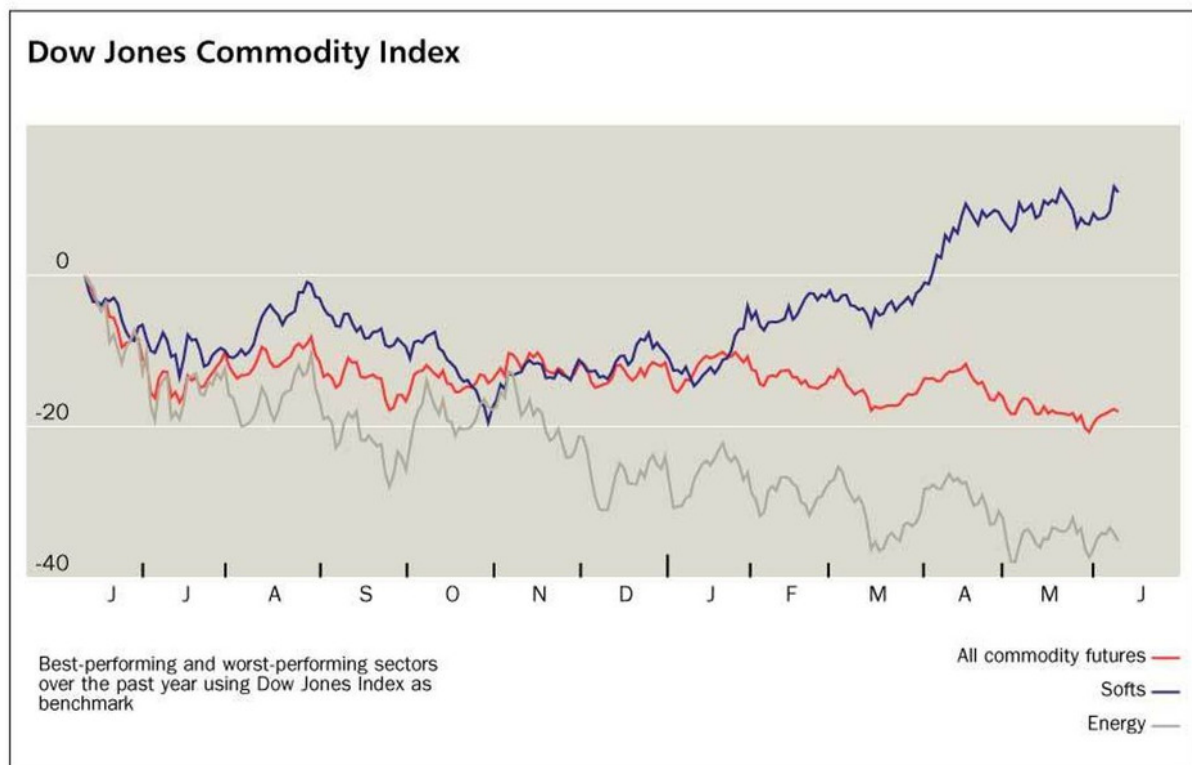
そうなるべき理由はあるのだろうか。共和党と民主党は次期大統領選挙後まで債務上限を引き上げるという合意を成立させ、銀行の混乱は落ち着き、経済データは景気減速の懸念を和らげるのに十分な強さを示している。

JPモルガンのチーフ・グローバル・マーケット・ストラテジストであるマルコ・コラノビッチ氏は、「米国と世界の景気は堅調に推移しており、景気後退が迫っているという懸念は誇張されているように見える」と書いている。

このような好材料は、5月の株式市場の上昇を支えた一握りの大型ハイテク株以外の銘柄やセクターへの関心を、再び高めるのに役立っている。S&P600小型株指数は6月に入ってから7%上昇したが、こうした銘柄は人工知能（AI）のような長期的なトレンドにはあまり影響されず、従来型の経済成長の影響が大きい。金融や資本財セクターの上昇はS&P500指数にとって朗報である。もし7、8銘柄の超大型株の上昇がなければ、今年のS&P500指数は横ばいになっていたと思われるが、一部の銘柄だけが市場をけん引するトレンドは永遠に続くものではない。

S&P500指数が1948年以降で最長となる248営業日の弱気相場から脱却したのは、多くの銘柄が上昇相場に参加し始めたからにはほかならない。2022年初頭に付けた史上最高値を更新するには10%程度の上昇がまだ必要だが、更新する可能性は十分にある。

来週に控えるハードル



まず飛び越えなければならないハードルがいくつかある。13日の火曜日には5月の消費者物価指数（CPI）が発表される。コアCPIは前月比0.4%の上昇と、4月と同じ上昇率が予想されており、前年比では5.2%の上昇と、4月の同5.5%の上昇からの低下が予想されている。

米連邦準備制度理事会（FRB）は13、14日に連邦公開市場委員会（FOMC）を開き、14日に金融政策の決定内容を発表する。先物市場では、2022年3月以降の計5%の利上げを経て、利上げが一時停止されるとの見方がかなりの確率で織り込まれている。いずれかのCPI指標にサプライズがあれば、おそらく市場で新たに打ち出された自信を揺るがすことになるようだ。

コラノビッチ氏は、利益率の圧縮や信用状況の厳格化などを、たとえ景気後退が遅れたとしても米国が景気後退局面を迎える証拠として挙げており、「これらのデータは、景気拡大の終わりの種がまかされていることも示唆している」と書いている。

それでも現時点では、市場が登ってきた心配の壁は消えつつある。今のうちに楽しんでおくことだ。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

6. FRBは6月の利上げは見送るが、利上げ自体は継続する Fed Will Have to Keep Raising Rates, Even if It Pauses in June 6月は据え置き、7月に利上げの公算もインフレと労働市場注視の必要あり

[コラム]

6月FOMC据え置きの公算



Al Drago/Bloomberg

“To have and to hold”（永遠の愛を誓う）は英国国教会の祈祷書に由来する、世界中で多くの6月の花嫁花婿が交わす誓いの言葉である。少なくとも金融政策に関する限り、米連邦準備制度理事会（FRB）も同様に利上げの一時休止（“on hold”）を行う可能性が高い。しかし、カナダとオーストラリアの中央銀行が最近の動きで示したように、利上げの停止は長期のコミットメントとはならない可能性が高い。

連邦公開市場委員会（FOMC）は6月14日に会合2日間の締めくくりとして、フェデラルファ

ンド（FF）金利の誘導目標を現状の5～5.25%に据え置くことがほぼ確実視されている。FRB副議長に就任予定のフィリップ・ジェファースンFRB理事が6月利上げ停止を示唆したと報じられた。

しかしながら、FOMC声明文で追加利上げの可能性が強調されることはまず間違いないことから、「タカ派的な据え置き」となろう。FOMCでは過去の政策効果の検証の必要性に言及すると見込まれるが、経済予測でもインフレを2%に抑えるという最終目標に向けた進捗が緩慢なことが示され、さらなる引き締め論となるだろう。

改めて、今回の決定はほぼ確定的であることから、FOMC声明文は今回の決定内容より重要となり得る。FOMCは経済見通しサマリー（SEP）の改定を公表予定であり、3月以来初めての改定となる。特に、新たなSEPでは年末のFF金利が現状の中央値5.1%から0.25%切り上がると予想するFRBウォッチ

ャーが多い。

もう一つの注目点はFOMCが他の経済予測をどのようにアップデートしてくるかである。失業率は5月に前月の3.4%から3.7%へ上昇したが、2023年末予想は従来の4.5%より低くなる可能性が高い。

一方、インフレ率に関しては、食品とエネルギーを除くコア個人消費支出（PCE）の年末予想は3.6%から上方修正される可能性が高い。コアPCEはここ数カ月低下が見られず、4月までの直近3カ月で年率4.3%上昇、直近の1年間では4.7%上昇となっている。

インフレの最新データは6月13日に5月の消費者物価指数（CPI）が公表される予定である。5月のコアCPIは前月比0.4%上昇が見込まれ、前年同月比上昇率は前月の5.5%から5.2%へのわずかな減速が予想されている。

7月以降は利上げの確率が上昇

CMEグループのフェドウォッチサイトによると、先物市場はジェファソンFRB理事の見方に同調しており、FRBが6月13、14日開催のFOMCでFF金利誘導目標を5～5.25%に据え置く確率を72%としており、1週間前あるいは1カ月前からはほとんど変化はない。

しかし、7月に関しては、少なくとも0.25%の利上げが行われるとの予想がおおよそ2対1の割合で優勢となっている。1カ月前からは大きな変化であり、当時の予想では据え置きが多数派で、0.25%の利下げが29%と見込まれていた。12月までを見通すと、先物市場は現状の5～5.25%を中心に予想が分布しており、利上げと利下げがほぼ拮抗する状況である。対照的に、1カ月前は年末までに利下げの一方向に傾いていた。

オーストラリア準備銀行（中央銀行、RBA）とカナダ中銀が利上げ停止後、それぞれ先週6日、7日に利上げを再開した。米資産運用会社グリーン・キャピタルの経済アドバイザー、ジョン・ライディング氏とコンラッド・デクアドロス氏はFRBがRBAやカナダ中銀の真似をする必要はないと語る。両氏は「インフレ率がFRBの目標から大きく乖離（かいり）しており、労働市場が引き締まっていることから、利上げの休止と再開を行う金融政策上の戦略は利点よりリスクの方が大きい」と顧客向けリサーチレポートに書いている。

株式市場はFRBの利上げ終了に近いとの見通しを材料に上昇している。しかし、マイケル・ハートネット氏率いるバンク・オブ・アメリカの著名なストラテジストチームは、来年の最大の「ペイントレード（痛みを伴う取引）」はインフレを3%まで引き下げようとするれば、失業率は4%超となる必要があり、FF金利が大方の予想を上回る6%へ上昇することである、と書いている。リスク資産の上昇も当局に金融環境の引き締めを促す材料となる。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. AIマジックの不均衡は打破できるか

[投資戦略]

AI Is Stock Market Magic. Now, If We Could Only Spread It Around.

大型ハイテク株に偏る恩恵が広がる先は

上位10銘柄が株価上昇をけん引



Courtesy of Campbell's

複数の銀行の破綻、景気後退（リセッション）の不安、かろうじて回避された米国の債務不履行（デフォルト）問題、カナダ東部の森林火災の影響によるニューヨーク マンハッタンの大気汚染。心配ごとは尽きないがS&P500指数は年初来12%上昇している。しかし好調は指数構成銘柄の時価総額上位10銘柄に集中しているようだ。10銘柄の上昇率中央値は39%だがそれ以外の構成銘柄では1%を下回る。

躍進の立役者は人工知能（AI）だ。AIの重要性を語るのベンチャー・キャピタリストであるマーク・アンドリーセン氏に任せよう。アンドリーセン氏は、AIの意義は文明の創造の歴史の中で最も重要である可能性が高く、「電気の発明と同等であることは確実で、多分それ以上」と述べている。

画像処理半導体（GPU）大手のエヌビディア<NVDA>の株価はAI用半導体が爆発的に売れて年初来163%の上昇、マイクロソフト<MSFT>はチャットGPT機能を自社の検索エンジンBingに搭載後に36%上昇。120%上昇のメタ<META>（旧フェイスブック）は先週、傘下のフェイスブックとインスタグラムにテキストや写真、動画の生成AIを導入する予定だと発表した。創業者のマーク・ザッカーバーグ氏はAIを「民主的に手が届く存在にすることは価値の塊だ」と従業員に語ったという。

「価値の塊」とはまさに株価の下支えに必須の要素だ。AIが企業利益にいかに貢献できるかを正確に算出する手段はないが、ゴールドマン・サックスは今後20年間の企業利益の成長予想を0.5%ポイント引き上げて5.4%にする効果があると試算する。この場合、S&P500指数の時価総額は現在比で9%押し上げられる。ゴールドマンによれば、遠く離れた未知のAIの恩恵による、理論上の市場公正価値の実際の増加は5%から14%の間らしい。

マジックは「堅実」

良いニュースは、ゴールドマンが言うにはこの株高はAI「バブル」ではない。確かにエヌビディアの現在の株価収益率（PER）は50倍で、1990年代のインターネット・バブル時代のマイクロソフトの60倍、インテル<INTC>の40倍を彷彿（ほうふつ）とさせる。だがゴールドマンによれば当時、ネットワーク機器大手のシスコシステムズ<CSCO>はその上を行く125倍だった。さらに安心感が増すのは、足元の企業の利益予想は急増していない。AIの恩恵を最も享受している銘柄は、市場のPERを17倍から18倍とわずかに押し上げているに過ぎない。

AIの恩恵は大企業ほど受けやすく、市場全体に株高効果を波及させることは容易ではない。しかしインターネット・バブルで得た教訓から言えるのは、初期の段階ではインターネットについて語るこ

自体がそこから儲けを得ることと同じぐらい株価上昇には重要だったということだ。米国パデュー大学はインターネット・バブル期に社名に「ドットコム」「ネット」「インターネット」と付け加えた95社についての調査を行っており、社名変更発表前後の10日間で株価は平均74%上昇したと言う。

UBSのレポートでは、ソフトウェア、メディア、半導体といった業界は企業による発信の中でのAIに関する言及が顕著で、金融や医療業界もそれに並ぶとしている。しかし食品や紙製品業ではAI関連の言及が非常に少ない。この不均衡は注目すべきだが、ハイテク企業以外でAIに積極的な企業も存在する。

出遅れのセクターに注目

筆者は食品大手キャンベル・スープ<CPB>のチャンキー・ゴースト・ペッパー・チキンヌードルをまだ試していないが、AIからアイデアを得た新商品だという。辛さの設定は従来のスパイシー・チキンヌードルの13倍で、アルゴリズムが「消費者は暴力的な辛さを求めている」と導き出したようだ。キャンベルの足元のPERは15倍でAI効果はまだ現れていない。同じくキャンベルの激辛ゴールドフィッシュ・クラッカーについても、AIエンジンによる何らかの提案があるらしい。

加工食品大手クラフト・ハインツ<KHC>はケチャップ商品のキャンペーンに、冷凍フレンチ・フライを展開するラム・ウェストン・ホールディングス<LW>はじゃがいもの収穫にAIを活用している。調味料大手のマコーミック<MKC>は4年前からIBM<IBM>と提携して、スパイスに関するデータを元に「豚ヒレ肉のバーボン風味」などの調理用スパイス・ミックスをAIに開発させている。ビーオブエー・セキュリティーズは先週、マコーミック株の投資評価を「アンダーパフォーム」から「買いい」に2段階引き上げたがこれは偶然だろうか。引き上げの理由には食肉価格の高騰が落ち着いたことや昨年のバーベキュー・シーズンとの比較が挙げられているが、筆者は何やら機械学習の匂いを感じている。

AI関連の発表で出遅れている紙製品業界でもキンバリー・クラーク<KMG>は例外だ。最近、物流アルゴリズムにより注文急増の偏りを解消し輸送効率（積載率）を3%改善したと自慢している。この業界では、サプライチェーンより顧客に向き合うデータの魔術の方に株価を動かす力があるらしい。

シティ・グローバル・ウェルスの北米運用を統括するクリスティン・ビタリー氏は先週、大型ハイテク株のバリュエーションに尻込みする投資家なら株価が4分の1ほど低い水準にある中型株に注目すべきと記している。JPモルガン・チェースも同じ考えのようで、夏は歴史的に中型株が不振なシーズンであるが、長期的な視点では大型株のリターンを上回ると記している。

中型株への投資には上場投資信託（ETF）を購入する選択肢もある。SPDR S&Pミッドキャップ400 ETF<MDY>の管理手数料は年間0.23%、追従対象の株価指数は収益性を重視しており予想PERは14倍だ。個別銘柄なら、JPモルガンの中型株モデルポートフォリオは、年初来では下落しているものの、昨年夏の設定以来、ラッセル2000指数を15ポイントアウトパフォームしている。モデルポートフォリオにはウェスタンウェアの小売企業ブーツ・バーン・ホールディングス<BOOT>や現金創出力の高い掘削業者マグノリア・オイル・アンド・ガス<MGY>が含まれ、先週、スポーツ用品チェーンのヒベット・スポーツ<HIBB>が追加された。ヒベットの株価は年初来46%下落しており、PERは約5倍となっている。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

8. アップルはAI戦略を早急に打ち出すべき

[ハイテク]

Apple Needs an AI Strategy, Not a New Virtual-Reality Headset
VRヘッドセットの収益貢献は遠い先

先週の開発者会議の基調講演では生成AIへの言及がなかった



Courtesy Apple

アップル<AAPL>が先週開催した世界開発者会議での基調講演を聞いて筆者は困惑した。2時間を超えた講演の中でアップルが「生成人工知能 (AI)」という言葉にまったく言及しなかったからだ。

AIが世界をどう変えるのか。今やそれがハイテク業界の最大の話題だ。先週だけでも、ビジネス・財務管理ソリューションプロバイダー大手のイントゥイット<INTU>が現状を一変させる可能性のあるAI戦略を発表し、通信機器大手

のシスコシステムズ<CSCO>はビデオ会議ソフトウェアWebEx (ウェブイーエックス) の新しいAI機能を発表し、画像編集ソフトウェア大手のアドビ<ADBE>は成長中の画像生成AIツールFirefly (ファイアーフライ) を使用している企業への課金を開始する計画を明らかにした。

ここで明確にしておく、アップルはAIに関する過剰な期待を込めた予測を発表して投資家の目を引きつける必要はない。時価総額は米国企業の中で最大の3兆ドル弱であり、株価は年初来で37%上昇して史上最高値を更新した。しかも、予測タイピングや自動修正機能など、AIの応用例は既にある。では、アップルの大局的なAI戦略とはどのようなものなのか。アップルはそれを必要としていないのか。筆者はこの疑問をアップルにぶつけたが回答は得られなかった。

他の大手ハイテク企業はいずれもAI戦略を打ち出している

時価総額がアップルに続く大手ハイテク企業15社はいずれもAIトレンドに何らかの形で乗じるための詳細な計画を公表している。マイクロソフト<MSFT>はChat (チャット) GPTとBing (ビング)、アルファベット<GOOGL>はBard (バード) というAIチャットボットを擁し、大半のアプリケーションソフトウェアにAI機能を統合する計画を発表済みだ。アマゾン・ドット・コム<AMZN>はクラウドサービスのアマゾン・ウェブ・サービス (AWS) 用のAIツールを構築中である。画像処理半導体 (GPU) 大手のエヌビディア<NVDA>はAIコンピューティング向けプロセッサのおかげで株価が年初から160%上昇し、時価総額は最近1兆ドルを超えた。電気自動車大手のテスラ<TSLA>、メタ<META> (旧フェイスブック)、ファウンドリ大手の台湾積体回路製造 (TSM) (TSMC)、半導体大手のブロードコム<AVGO>、法人向けソフトウェア大手のオラクル<ORCL>もAI関連事業に積極的に取り組んでいる。

一方、アップルが仮想アシスタントSiri (シリ) を発表してから12年近くが経つが、Siriの成長は止ま

っているかのように見える。自動車を運転しながらiPhone（アイフォーン）のSiriに「スティーブに電話する」や「ティムにテキストを送る」といった作業を頼むことはできるが、プログラムや文書を生成する必要がある場合の優れた選択肢ではない。

こうした状況は、グーグルがiPhoneのデフォルトの検索プロバイダーであり続けるためにアップルに年間数十億ドルを支払っているという両社の長年の関係のせいで複雑化しているのかもしれない。あるいは、アップルは仮想現実（VR）ヘッドセットVision Pro（ビジョン・プロ）の発売に気を取られ過ぎているのかもしれないし、アップルはまだ公表またはリークしていない素晴らしい何かを持っているのかもしれない。

しかし、アップルがAI戦略をすぐに提示しなければ、投資家はアップルがiPhone以来の最大の技術的進歩と言われるAIがもたらす機会を取り逃すのではないかと神経質になるだろう。

VRヘッドセットの売上高への顕著な貢献は遠い先になる

話題をVision Proに変えよう。価格は3499ドルとウォール街の予想よりも高く、発売時期は来年のいつかと予想よりも遠い先だ。おそらくはウォール街でアップルに最も強気なアナリストであるウェド・ブッシュ・セキュリティーズのダン・アイブス氏でさえ、販売台数は最初の年が15万台、2年目に価格を下げて100万台にとどまると考えている。

Vision Proがアップルにとって重要な製品となるには、たとえば年間総売上高を5%増やすには、売上高が年間200億ドルとなる必要があり、そのためには現在の価格で600万台弱を販売しなければならない。VRおよび拡張現実（AR）ヘッドセットの2022年の市場規模は80億ドル弱だった。市場が2倍に拡大し、アップルがそのすべてを奪って市場のリーダーであるメタのQuest（クエスト）を駆逐したとしても、アップルの売上高に目に見える変化をもたらすのには不十分だ。

このデバイスを実際に装着して試した多くの人は、それがもたらす体験に驚かされたようだ。だが、多くの人が指摘するように、Vision Proには「キラーアプリ」がない。そして、今年度に2億台以上が販売されると予想されるiPhoneのための新しいアプリを開発する方が得策だとアプリ開発者が判断したとしても不思議ではない。さらに言えば、MacBook（マックブック）やiPhoneと異なり、Vision Proは日常生活に不可欠なデバイスとは思えない。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

9. 日本企業、待ったなしのガバナンス改革

[フィーチャー]

Toyota's Longtime CEO Finds Himself the Target of U.S

外堀は埋められつつある

アクティビストのターゲットになったトヨタ



David Becker/Getty Images

日本はアクティビスト（物言う株主）にとって格好のターゲットである。日本の上場企業の半数は株価純資産倍率（PBR）1倍割れの状態だ。

カリフォルニア州職員退職年金基金（カルパース）とニューヨーク市会計検査院という先進的かつ巨大な二つの米国機関が、日本企業の中核に銃を突きつけている。彼らは6月14日の株主総会で、トヨタ自動車<7203>の豊田章男会長の取締役再選に反対票を投じるつもりだ。

世界トップの自動車メーカーは、日本で最も経営が悪化している企業というわけではない。しかし、外の世界から切り離された取締役会や経営陣に異議を唱える広範な圧力は効いているようで、日本株の待望の株価上昇を後押しするかもしれない。上場投資信託（ETF）のiシェアーズMSCIジャパンETF<EWJ>は年初来で12%上昇し、上昇率でS&P500指数と肩を並べている。

トヨタのハイブリッド車であるプリウスの売り上げが過去10年間で半分未満になったにもかかわらず、電気自動車（EV）への転換が遅かったことが、豊田氏に対するビジネス上の批判の中心となっている。豊田氏は「自動車業界のサイレントマジョリティー（声なき多数派）は、EVを単一の選択肢とすることが本当に良いのか疑問に思っている」と昨年12月に語っている。2014年から2016年にかけて、トヨタは豊田氏の承認の下、EV大手のテスラ<TSLA>の株式3%を売却した。その後、テスラ株は大幅に上昇し、現在の株価なら210億ドルになっており、売却は間違った判断だった。

豊田氏（67歳）はすでに4月に社長職を退任している。後任の佐藤恒治氏は、就任してすぐに、2026年までに新型EVを10車種投入し、年間生産台数を150万台とする目標を発表した。これらの野望を実行するのは難しいかもしれないが、方向性は正しいようだ。米投資銀行ジェフリーズのアナリストである中西孝樹氏は、「トヨタが本格的な巻き返しを図るには、BEV（バッテリー式電気自動車）事業の競争力を回復させる必要がある」と語る。

1937年にトヨタを創業した祖父を持つ豊田氏は、高まる圧力を受けている古き日本のコーポレートガバナンスの典型のような人物でもある。創業家は、トヨタ自動車の株式をわずか1%保有するに過ぎないが、部品メーカーのデンソー<6902>などの系列会社との相互株式保有によって決定的な影響力と長年にわたる支配力を保持している。ニューヨーク市会計検査院は、トヨタの取締役会が「十分な独立性を欠いている」と判断し、すべての取締役候補に反対しているのだ。

外堀は多方面から埋められつつある

香港に拠点を持つ資産運用会社オアシス・マネジメントの最高投資責任者（CIO）であるセス・フィッシャー氏は、幾つもの日本企業に変革を迫っており、「経営陣は数十年もの間、株式の持ち合いという外堀と、他の株主の無頓着さによって守られてきた」と語る。

この外堀が多方面から攻撃を受けている。東京証券取引所（東証）は最近、PBRが1倍未満の企業に対し、株価を上げるための計画を提出するよう要求している。これに従わない場合、東証のプライム市場から外される恐れがある。経済産業省は、買収や統合を容易にするための新しいM&A（合併・買収）ガイドラインの作成に取り組んでいる。

金融サービス会社アストリス・アドバイザリー・ジャパンの投資アドバイザリー部門の責任者であるエイドリアン・ゴーンル氏は、「経営者はメッセージを受け取っている。株主還元（自社株買い、配当）に対する考え方が大きく変わってきている」と言う。

待ったなしのガバナンス革命

今年の株主総会シーズンでホットな戦いが繰り広げられるのはトヨタだけではない。複合機器・カメラ大手のキヤノン<7751>の87歳の最高経営責任者（CEO）である御手洗富士夫氏は、株主の50.59%の支持を得て、かろうじて再任された。米国のコンビニエンスストア・チェーン、セブンイレブンの親会社であるセブン&アイ・ホールディングス<3382>は、不採算店の閉鎖を進めることでアクティビストの要求をかわした。

日本市場復活の重要な要因はガバナンスだけではない。「東京を世界トップクラスの国際金融都市にすること」を目指す東京国際金融機構（FinCity.Tokyo）のアドバイザーである石田秀和氏は、「コントロールされたインフレの復活と相対的な政治的安定性が、この株価上昇を後押ししている」と話す。

いずれにしても、ガバナンス革命が起きることは悪くない。石田氏は「アクティビストの次のターゲットになりたい人などいない」と言う。そして、トヨタの新しいEVに注目だ。

By Craig Mellow
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 Oil Has a Pricing Disconnect—and a Trust Issue 石油が抱える問題は価格の乖離と信用

[経済関連スケジュール]

信頼の欠如は流動性の問題につながる可能性も

石油輸出国機構（OPEC）加盟国と非加盟の主要産油国で構成されるOPEC+（プラス）は、日量350万バレル減産の枠組みを2024年いっぱいまで延長することを発表した。にもかかわらず、6月5日の週に、原油価格は1.8%下落した。加えてサウジアラビアは7月には日量100バレルを追加減産し、生産量を日量900万バレルとすることを発表している。この生産量は、新型コロナウイルスのパンデミック



Illustration by Elias Stein

（世界的流行）を除いて2013年以來の低水準だ。

ほとんどのアナリストが目標価格を1バレル当たり80ドル以上とする中、原油価格は70ドル台半ばにとどまっている。

どういうことか？石油には、信頼に関する課題が存在する。多くの投資家は、公式の需給データを信頼していない。石油に関する統計は、実際の市場とは乖離（かいり）している場合が多いのだ。タンカーのデータからは、ロシアが日

量50万バレルを減産するとした公約が実行されていないことが示唆されている。

OPECは、生産量が割り当枠を既に下回っていたアフリカの4カ国に対する生産割当を引き下げており、これは名ばかりの減産となっている。

米エネルギー情報局（EIA）も最近、見通しを大幅に修正したが、これは、米国が原油や石油製品の輸出を拡大していることから、より複雑性が高まっていることが要因である。

RBCキャピタル・マーケットのアナリストであるマイケル・トラン氏は、「実際の市場は全く問題がない」と書いており、実際に石油市場には、「公式」の市場が供給不足だとしていても、ほぼ需要を満たす十分な供給があると主張する。「この乖離により分析が麻痺（まひ）している。それが結局は拙いポジショニングやリスク回避、流動性の枯渇につながる」とも記す。

投資家が当局の発表を信頼する唯一の国であるアラブ首長国連邦（UAE）は、増産している。直近OPECの決議では、UAEは日量20万バレルの増産が可能になる。この20万バレルほぼ間違いなく増産されるだろう。

■ 今週の予定

6月12日（月）

- ・ ソフトウェア大手オラクル<ORCL>が2023年度第4四半期決算発表。

6月13日（火）

- ・ ホームセンターチェーン大手のホーム・デポ<HD>が2023年投資家およびアナリスト向け説明会を開催。
- ・ 米労働省労働統計局（BLS）が5月の消費者物価指数（CPI）を発表。エコノミストによるコンセンサス予想は前年同月比4.2%上昇（4月は同4.9%上昇）。変動が大きい食品とエネルギーを除いたコアCPIは同5.2%の上昇予想（4月は同5.5%上昇）。
- ・ 全米独立事業者協会（NFIB）が2023年5月の中小企業楽観度指数を発表。コンセンサス予想は89で、4月から横ばい。中小企業経営者は、欠員を埋めるための資格要件を満たした労働力の確保に苦戦しており、同指数は過去平均を大幅に下回る。

Supply Side

OPEC average daily oil production can swing for many reasons, from the economic to the geopolitical.

OPEC Daily Crude Oil Production

34 million barrels a day



6月14日（水）

- ・住宅建設大手のレナー<LEN>が2023年度第2四半期決算を発表。
- ・資産運用大手ブラックロック<BLK>が2023年投資家向け説明会を開催。
- ・米連邦公開市場委員会（FOMC）が金融政策を発表。フェデラルファンド（FF）金利が0.25%引き上げられて5.25%～5.50%となる確率は26%と織り込まれている。5月初旬の会合以来、ウォール街は利上げの停止、見送り、もしくは引き上げに関して議論している。最も確率の高い予想は、今回の利上げはなく、7月後半に開かれる次の会合で0.25%の利上げをするという見方だ。
- ・BLSが5月の卸売物価指数（PPI）を発表。エコノミスト予想は前年同月比1.5%上昇と、4月から1%ポイント近い低下。変動の大きい食品とエネルギーを除くコアPPIは同2.9%上昇の予想（4月は3.2%上昇）。PPIは2021年1月以来の最低水準にある。

6月15日（木）

- ・文書・画像処理ソフトウェア大手アドビ<ADBE>が2023年度第2四半期の決算発表。ファクトセット調査によるアナリストの予想1株当たり利益（EPS）は3ドル79セントと、前年同期比13%増で、売上高は同9%増の48億ドル。アドビの株価は年初来35%上昇し、パフォーマンスはナスダック100指数をやや上回る。
- ・スーパーマーケットチェーン大手クローガー<KR>が四半期決算コンファレンスコールを開催。
- ・欧州中央銀行（ECB）が金融政策を発表。市場の大方の予想は、0.25%の利上げを行うというもの。これにより中銀預入金利は3.25から3.5%に引き上げられる。トレーダーは、ユーロ圏のインフレが米国よりも根強いことから、今回の会合以降、少なくともあと1回の利上げがあると予想する。
- ・米国勢調査局が5月の小売売上高を発表。エコノミスト予想は前月比横ばいの6860億ドル（4月は前月比0.4%増）。

6月16日（金）

- ・ ミシガン大学が6月の消費者景況感指数を発表。エコノミスト予想は前月から約1ポイント上昇の60と、依然として低調。

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』 2023/06/11
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