

# バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/08/20

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. AIラウンドテーブル - AI Is the Real Deal—if You Get It. Our 5 Roundtable Pros Can Help. [カバーストーリー]  
過去の技術革新とは異なり、既存企業が勢力維持か P.1
2. ベトナム系EVスタートアップの株価が上場後に乱高下 - EV Start-Up VinFast Had a Hot Debut. Its Stock Price Is Indefensible [自動車]  
原因は、取引可能な株式の少なさと今後の増資への懸念 P.11
3. ジャクソンホールはパウエル議長にとって晴れ舞台かつ重要な局面 - The Fed's Jackson Hole Meeting Is Powell's Big Moment [フィーチャー]  
ジャクソンホールでのパウエル議長の発言に注目 P.13
4. ロボアドバイザーのパイオニア、ベターメントの次の一手 - Betterment, the Robo-Advisor Pioneer, Seeks Its Next Act [フィーチャー]  
401kおよびアドバイザー向けサービスへ多角化 P.15
5. 三つの脅威に直面するビザとマスターカード - Visa and Mastercard Are Under Attack. They'll Do Just Fine. [フィーチャー]  
しかし両社とも堅調で、今後もうまく対処するだろう P.19
6. 株式市場が抱える実質利回りという問題 - The Stock Market Has a Real Problem—a Real Yield Problem [米国株式市場]  
今週のパウエル議長の講演がカギに P.22
7. 高インフレが続く中、10年物米国債利回りは5%かそれ以上へと向かう - Bond Yields Are Heading Toward 5%—or More—as High Inflation Persists [コラム]  
市場は利下げを見込むが、自然利子率の変化に伴い長期金利の上昇続くとの見方も P.24
8. 相場上昇を終わらせるのは企業利益 - It Will Be Earnings-Not Bond Yields-That Finishes 2023's Rally [コラム]  
アナリストによるS&P500指数のEPS予想は不確実 P.27
9. 海外のハードランディングが米国経済を後退させる可能性 - A Hard Landing Abroad Could Set the U.S. Back [経済政策]  
欧州、中国からの逆風に耐えられるか P.28
10. 先週の出来事と今週の予定 - Hot Sauces, Fiery Prices [経済関連スケジュール]  
辛いソース、価格は激辛に P.30

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

※当誌は、情報提供を目的としたものであり、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

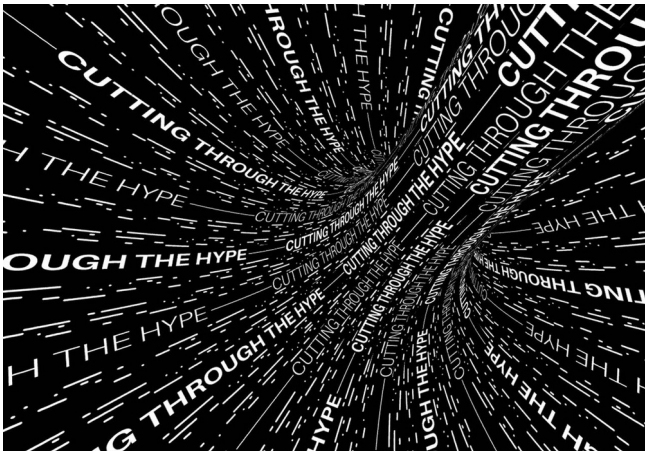
# 1. AIラウンドテーブル

[カバーストーリー]

AI Is the Real Deal—if You Get It. Our 5 Roundtable Pros Can Help.

過去の技術革新とは異なり、既存企業が勢力維持か

## 「自己教師あり学習」で急成長



Typographic illustrations by Kiel Mutschelknaus

スタートアップ企業のオープンAIがチャットボット「チャットGPT」を発表し、一夜にして世界が変わってから1年弱が過ぎた。昨年11月の発表以降、チャットGPTが生成人工知能（AI）ソフトウェアの能力を示したことで、投資の優先順位は変わった。テクノロジー企業に限らず、あらゆる企業が生成AIの開発と導入に優先的に取り組んでいる。

AIのアイデアは冷戦の時代から存在する。生成AIが新しいのは、簡単な自然言語での質問に回答できることや、テキスト、音楽、動画、画像などの形態で、豊かで創造的なコンテンツを生

み出せることだ。

生成AIは、大規模なデータセットを幅広いユーザーが利用できるようにすることを通じて、情報の発見、コンテンツの創造、データの分析を劇的に容易にするとみられる。それでも、AIは魔法ではない。個人情報不正利用、著作権の侵害、偽のデータや誤解を招くデータに関する懸念が広がっている。AIは地球上の生命の存続に対するリスクだという人々すらいる。

本誌は、AIの見通し、その仕組み、リスク、業界のリーダーについて考えるために、多様な観点からAIにアプローチする5人の専門家を招いた。数十年にわたってAIソフトウェアとハードウェアに取り組んでいるIBM<IBM>のResearch担当ディレクターであるダリオ・ギル氏、AIモデル、データセット、ソフトウェアなどのマーケットプレイスの運営企業ハギング・フェイスで政策担当ディレクターを務めるアイリーン・ソライマン氏、AIスタートアップ企業への10億ドル以上の投資をコミットしているベンチャーキャピタル投資会社サファイア・ベンチャーズのパートナーであるキャシー・ガオ氏、バーンスタイン・リサーチのソフトウェア業界担当アナリストで、1990年にコンピューター科学とAIの博士課程を修了しているマーク・モードラー氏、ゴールドマン・サックスでポートフォリオマネジャーを務め、最近自らの投資戦略を刷新してAI関連銘柄に重点を置いているブルック・デーン氏だ。

ラウンドテーブルは8月上旬にビデオ会議で実施した。

Q：IBMは数十年にわたってAIに取り組んでおり、AIの「ワトソン」がクイズ番組で人間に勝ってから12年がたった。何が変わったのか。

ギル氏：IBMは1956年からAIに関わっている。1959年に、IBMのコンピューター科学者だったアーサー・サミュエルが「機械学習」という言葉を考案した。従って、AIのアイデアは昔から存在する。過去10年近くは深層学習とニューラルネットワークの時代だった。十分な量のデータにラベルを付与す

れば、人間を超える正確性を実現できることが分かった。

Q：しかし、それには莫大（ばくだい）なコストがかかっていた。

ギル氏：その通り。価値や投資リターンを生み出すために十分な量のラベル付きデータを蓄積できるのは、一握りの組織に限られていた。現在のAIを巡る熱狂の根本的な理由は、「セルフスーパービジョン（自己管理型学習）」への移行にある。

Q：自己管理型学習とは何か。

ギル氏：生成AIの基礎である「基盤モデル」の登場によって、大量のラベルなしデータを利用し、言語、コード、化学式、画像などの形式でデータを強力に表現できるようになった。その結果、ひとたびモデルを訓練すれば、川下の用途に合わせて、以前よりはるかに小さな労力とコストでモデルを調整することが可能になっている。これにより、AIの生産性が急激に向上している。

Q：ビル・ゲイツ氏は、チャットGPTについて、1980年にグラフィカル・ユーザーインターフェース（GPU）を初めて見たとき以来の素晴らしいテクノロジーだと述べた。半導体大手エヌビディア（NVIDIA）のジェンスン・フアン最高経営責任者（CEO）は、生成AIがiPhone（アイフォーン）と同等のインパクトをもたらすと語った。ガオ氏は、それほど重要な瞬間が来ていると感じるか。

ガオ氏：当社は、AIが他のプラットフォームの変化と同様の軌跡を描き、重要な変化をもたらすと考える。私たちは爆発的な変革の初期段階にあり、AIがどこにでも存在する状況へ向かっている。

Q：なぜ今なのか。

ガオ氏：多くの要因がある。重要な要因の一つは、消費者の想像力をつかんだことだ。チャットGPTのユーザー数はわずか2カ月で1億人に達した。将来はすべての企業がAIを利用ようになるため、「AI企業」を名乗る企業は存在しなくなるだろう。他の要因としては、利用の簡単さや、アプリケーション・プログラム・インターフェース（API＝ソフトウェアプログラムの接続のためのプロトコル）を通じた基盤モデルの活用などが挙げられる。

Q：モードラー氏は数十年前にAIの博士号を取得したが、現在との違いは。

モードラー氏：100年近く前のように感じる。当時は、AIで非常に基礎的な作業をする方法を学んでいた。それ以来、テクノロジーは大幅に向上している。当時のコンピューターは、サイズも、メモリーも、ストレージも、帯域幅もはるかに小さかった。

## 開発スピードが速く、差別化が重要に

Q：AI企業の収益源になるのは、個人の消費者や広告だろうか。それとも、成長している法人向け用途の市場が重要になるだろうか。

モードラー氏：個人向けでは、検索サービスに破壊的変革が起きるだろう。しかし、企業内部のデータが利用可能になることによる価値の方が大きいとみられる。データを活用すれば、組織内の効率性を向上させたり、発想を大胆に飛躍させたり、意思決定を迅速化したり、従来はたどりつけなかった結論を出したりすることができる。

ガオ氏：生成AIの消費者側とB2B側は高度な共生関係にある。両者は互いにデータを提供している。法人向けソフトウェア企業には大きな事業機会があるため、多額の投資が行われている。生成AIは究極のもろ刃の剣だ。一方では、事業を革新し、将来の成長のカギとなる膨大な可能性がある。しかし



Dario Gil, Photograph by Josh Goleman

同時に、新たな手ごわい競争相手を生み出し、場合によっては既存企業が存続の危機に立たされることも考えられる。

生成AIは多くの企業と業界の対象市場を拡大できる。例えば、基幹系システム（ERP）、電子医療記録、給与管理サービスなどが挙げられる。既存の顧客インターフェースは、往々にして用途が限られている。生成AIは、ワークフローを再構成および再発明し、対象市場を大幅に拡大することが可能だ。

ソライマン氏：言語モデルの数は非常に多いため、どのようなシステムについて議論しているのかを考えるのが重要だ。チャットボットに関しては盛んに議論がなされているが、画像、音声、動画に関しても多くのことが起きている。

これらは言語に比べて、あまり研究や調査の対象になっていない。こうした分野には大きな成長機会がある。

AIの基本システムの多くは、特定の用途向けには開発されていない。コード生成などの作業のための最適化もできるが、通常は多様な分野に応用が可能で、それが刺激的な点だ。一方で、どのような安全対策が必要かを考えなければならないというリスクもある。

Q：以前、ハギング・フェイスのウェブサイトを訪したが、モデルとデータセットの数に驚かされた。

ソライマン氏：当社は約30万の異なるモデル、10万以上のアプリケーション、5万以上のデータセットを提供する。すべてのモデルが自然言語処理に重点を置いているわけではなく、バイオ製薬AIのような個別分野のためのモデルもある。チャットGPTに利用されているGPT-4のように、高度なモデルに関する議論は盛んだが、あらゆる人がそのようなモデルを利用するわけではない。大規模言語モデルの運用にはコストがかかる。多くの研究者は、より小規模で、調整のためのコストが安いモデルを利用している。

Q：AIによる価値を得るのは、データの所有者か、アプリケーションのベンダーか、それとも別の企業か。デー氏：AI関連銘柄を探すときにどのようなアプローチを取っているか。

デー氏：エヌビディアのような半導体メーカーや、ネットワークインフラ会社以外は、極めて初期の段階にある。エヌビディアは、モデルの訓練に利用される画像処理半導体をほとんど独占している。一方、ソフトウェアは、これからどうなるか分からない。とはいえ、データが競争優位性の源であるという考えは正しいように思われる。

過去の大規模なテクノロジー移行とは異なり、ソフトウェアに関する技術を一から開発し直す必要はない。つまり、市場のリーダーにとって、以前に匹敵する破壊的影響があるかどうかは疑問だ。モバイルとインターネットへの移行では、全く新しい企業群が出現し、既存企業に取って代わった。今回は、既存企業がすでにデータを持っているので、その力を強めるのではないかと考えている。

モードラー氏：その意見に賛成だ。モデルの開発速度は数カ月と非常に速く、資金力さえあれば開発ができる。差別化は持続可能な価値を生むだろう。そのためには、独自性が持続可能な分野で、独自のデータや能力に基づいた訓練を行う必要がある。従来のソフトウェアでは、技術開発に長い時間がかかることが競争優位性を生み出してきた。AIは差別化しなければ収益化できない。

## 既存企業のデータと資本が優位性に



Cathy Gao, Photograph by Ryan Young

Q：モデルやデータセットの差別化要因は何か。

モードラー氏：モデルには複数のタイプがある。一つは汎用的なモデルだ。非常に大規模なデータセットに基づいて訓練されており、チャットGPTや検索エンジンのBing（ビング）のように一般的な質問への回答を目的としている。もう一つは、例えば化学や材料科学などの個別の問題に特化したモデルだ。企業には膨大なデータがあるので、汎用的なモデルを選択してから企業データを取り込むという手もある。

ガオ氏：例を挙げよう。当社が投資しているムーブワークスのAIチャットボットは、サービス管理や人事などの法人向け用途に対応しており、企業固有のデータを追加することもできる。例えば、顧客企業に「テイラー・スウィフト

ト」（米国の歌手）という名前の会議室があったとする。一般的なチャットボットに「テイラー・スウィフトは午前9時から空いていますか」と聞いても混乱してしまう。しかし、チャットボットに会議室の名前を事前に教えておけば、正確な回答を返すことが可能だ。

ギル氏：AIを企業で使う場合、まず基本的なモデルから始めて、例えば過去の顧客とのやり取りやサービス文書などの記録を取り込んでいく。つまり、ローカルデータを組み込んで、モデルを微調整するのだ。これによって生産性が向上する。ひとたびITトラブルの解決に関する基本モデルが完成すれば、社内チームが1年間に処理できるプロジェクトの件数は50件や100件に急増するだろう。

ソライマン氏：私は常にモデルではなく「システム」という言葉を使う。システムのライフサイクルには、データの照合から選定、ガバナンスまで、やるべきことが数多くある。企業は、第三者が照合と選定を実施した公開データセットに基づいてシステムを訓練するようになるだろう。

Q：データ分析企業パランティア・テクノロジーズ<PLTR>のアレックス・カープCEOは、本誌とのインタビューで、従来のテクノロジーによる破壊的変革は新規参入企業にとって有利だったが、AIは既存企業にとって有利だと語った。これはデーモン氏が先ほど触れた点でもある。ガオ氏は新興企業の投資家として残念に感じているか。

ガオ氏：既存企業には規模と資本がある。また、現在では不足している計算資源（コンピューターによる処理のためのリソース）や、膨大なデータも持っている。つまり、生成AIに関して大成功を収め

るための重要な要素を有している。アルファベット<GOOGL>傘下のグーグル、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、マイクロソフト<MSFT>などの既存の巨大IT企業は、非常に大きな役割を果たすだろう。

私のように破壊的変革者を探している投資家にとって、生成AIソフトウェア企業に関する最大の疑問とリスクは、マイクロソフト、グーグル、文書・画像処理ソフトウェア大手アドビ<ADBE>などが将来同じ事業に参入してきたらどうなるかということだ。差別化要因は一般的な「サービスとしてのソフトウェア」（SaaS）アプリケーションと同じだ。顧客体験や製品体験とワークフローの統合や、前述のデータに関する競争優位性が重要になる。

デーモン氏：あらゆる変化において、新興企業が現れ、その一部は大企業になる。しかし、AIに関しては、データが必要であり、ツールと技法を比較的速く開発できるため、既存企業が力を持っている。既存企業には非常に大きな優位性がある。

モドラー氏：AIはデータによって学習する。理論的には、より多くのデータにアクセスできるほど、サービスの質は高まる。市場への投入が早ければ、より多くの情報を吸収し、リーチを拡大できる。一種の自己実現的な効果だ。しかし、これは経営の巧拙に左右される。現在は、生成AIに関して、競争優位性があるソリューションを開発するのに十分な取り組みや投資をせず、リップサービスにとどまっている企業が多く存在する。

デーモン氏：経営が優れた企業は、顧客維持率が向上し、既存の顧客基盤に対するクロスセルやアップセルが増加するだろう。2年後、3年後、4年後のフリーキャッシュフロー見通しの信頼性は構造的に高まる見込みだ。今後12カ月のフリーキャッシュフローに重要な影響があるかは分からないが、それ以降に関しては、企業がより大きく、より強くなり、より迅速に動けるようになると確信している。

Q：重要なデータを持っているのはテクノロジー企業だけではない。金融サービス、製薬、素材などの従来型の企業も膨大なデータを所有している。

ギル氏：データ表現の変化について理解するのは非常に重要だ。少し抽象的に聞こえるかもしれないが、重大な意味がある。リレーショナルデータベース（表形式の複数のデータを関連付けて管理しているデータベース）が発明されたとき、そのデータは、私たち全員にとってなじみのある行と列で表現されていた。一方、検索やソーシャルメディアなどにとっては、視覚的な表現が必要不可欠であることが分かっている。現在のリレーショナルデータベースやグラフなどの形式のデータを、新たな形式に変換する必要がある。

では、誰が価値を創造するのか。世界中の企業や政府は、特に多くのデータを持っている。現在は米国の大手5社にデータが集中しているように見えるが、未来はそのような姿にはならない。オープンソース化の取り組みにより、AIの民主化が恐らく現時点で最も重要な動きとなっているからだ。大規模言語モデルの活用や作成は非常に簡単になるだろう。この動きは、国際化と民主化の進展によって、決定的なトレンドになるとみられる。そのため、価値創造の担い手は分散するだろう。

ソライマン氏：AIには大きな可能性があるが、それが誰にとっての可能性なのかを考慮すべきだ。例えば、キーボードは英語などのラテン文字に最適化されている。私がオープンAIに勤務していたとき、モデルのテストは、英語だけではなくベンガル語でも実施していた。ベンガル語はバングラデシュの公用語で、ラテン文字以外を利用する言語で私が唯一理解できるものだ。ベンガル語は自然言語

処理において非常に軽視されている。多様な集団のためにシステムを開発することで、機会が開かれる。ガバナンスの観点から見た問題は、どうすればデータ収集が搾取にならず、あらゆるコミュニティを適切に代表するものになるかという点だ。

## 規制に対する考え方



Mark Moerdler, Photograph by Yaakov Israel

Q：その結果、規制と、リスクと潜在的な害悪の軽減という重要な問題に行き着く。それは、職の喪失、知的財産の保護、ディープフェイク（AIを利用した人物画像合成）にまつわる疑問だ。議会は公聴会を開催した。われわれは、新たな規制や規則が必要なのか。そして、中国などの企業に対する米国企業の競争力を低下させずに、どのように規制や規則を作るべきか。

モードラー氏：われわれは新たな時代において、規制当局はこの分野に必ずしも経験を持っているわけではない。規制当局はわれわれ同様に生成AIをどのように扱うかを学習している。規制は、悪行の制限に利用できる一方で開発も制限する可能性があるという、もろ刃の剣になり得る。システムが悪用されないようにするため、ガバナンス、プライバシーおよびセキュリティを確保するようなコントロールが必要だ。要

件、コントロールおよび恐らく規制に関してさえ何らかの基準が必要だ。それは、よく考えて実行されなければならない、さもなければ、米国以外の企業が市場シェアと何らかの優位性を獲得するような機会を生み出すことになるだろう。

ソライマン氏：良い規制を実施するのは困難だ。規制当局には多くの役割があり、規制当局はAIの専門家にはなれない。しかし、規制当局は公共の利益の専門家だ。私は、政策立案者がAIがどの方向に進むと考えているかを、政策立案者から学びたいと考えている。AIの規制は極めて困難だ。そして、われわれは実際にはどのシステムについて話しているのだろうか。AIのすべての側面に影響を及ぼす単一の規制はない。米国、欧州連合（EU）、英国およびカナダの規制当局が規制を試みている。議会では前例のない水準の関心がある。ハギング・フェイスは規制を支援しているが、規制が技術開発を正しい方向に導くように望んでいる。基準を向上させる必要があるが、それは、密接に連携することを意味している。規制がどのようになるか、そして、非生成AIへの応用を担う専門家が、各規制当局にわたって存在する。

ギル氏：的確な規制の枠組みは、業界にとって有益だ。例えばEUは、AIの利用事例に対する熟考されたアプローチと、リスク調整後の規制の枠組みを開発した。AIの、原子力発電所への応用とピザを勧めるシステムへの応用には大きな違いがある。つまりリスクを調整する上で、どの程度の害悪をなす公算が大きいのか、または、社会にとってどの程度のリスクがあるのかで利用事例を分類し、専門知識を補強するために適切な規制当局を使うことになる。

すべての政府機関が、AIをも網羅できる政府機関になるようにすれば良い。それは、単一のAI規制機

関が全体を判断するというシステムとは対極にある。技術自体を規制するというのは間違った考え方だ。また、モデルの登録を主張する人々もいるが、それは誤った手段だ。

利用事例に焦点を当て、害悪と影響に焦点を当てて、既存の規制当局のAI関連知識と専門知識を強化してAIを規制すべきだ。大げさにすることは、良いことよりも悪いことの方が多い。落ち着いて、AIによる害とその影響に、さらにはAI関連の規制当局と規制している人々に焦点を当てることが、的確な規制に向かう正しい道筋だろう。

Q：ガオ氏に聞きたいのだが、規制が追加されるリスクは、サファイアの投資先に対するあなたの考え方にどのように影響するのか。

ガオ氏：われわれはまだ初期の段階にいて、不明な点も多い。AIに関しては、われわれが注目している利用事例の多くは規制の標的になる公算が小さい。われわれは、ヘルスケアのように、人々の生死にかかわる企業に注目していない。われわれは投資する際に、不明な点が残っていることを受け入れている。

モードラー氏：AIは、プライバシー、バイアスおよび知的財産の観点では問題になる可能性がある。投資家は、投資によってどんなリスクにさらされているかを考える必要がある。それは規制当局ではないかもしれない。AIをトレーニングした結果として得られる反応が他人の知的財産を侵害して、顧客およびシステム開発者が訴えられるという事実かもしれない。AIが高性能になり、利益をも生むような持続可能な事業になるか否かを判断する際には、このようなことも考慮する必要がある。投資家は、一線を超えるか、または、法的、規制的あるいは経済的エクスポージャーを創造することになるかを、慎重に考える必要がある。

## 職にとって脅威か



Irene Solaiman, Photograph by Kyna Uwaeme

Q：AIが人々の職を奪う可能性という別のリスクが広く議論されてきている。AIは差し引きで考えて、雇用を生み出すのかあるいは職を奪うのか。

ギル氏：過去200年にわたる仕事事例の変更の歴史があり、100年前には米国の人口の半分が農業に従事していた。創造的破壊技術が登場するたびに人々は今回は違うと考えるが、証拠はない。職業については多くの分析があり、自動化の対象になる職業もあれば、そうでない職業もある。人々が注目しているのは、生産性を改善できるか否かだ。生産性を改善できればさらなる富を生み出すことができ、公共機関や社会をより良くするための投資もできる。

私はそれ以上に、われわれが必要としている生産性向上を十分に早く達成できるのか、そして、われわれが直面している問題の解決手段を見いだせるかを懸念している。人々とAI、半導体、量子コンピューティングの進化について話すと、人々は技術進化の速度にストレスを感じている。私

は、解消すべき問題に事欠かないと考える。AIの進化で人々が職を失うことを心配していない。

ソライマン氏：5年前には、自動運転車が運転手に取って代わり、トラックなどの運転手の職がなくなると言われていた。しかし現実とは全く逆だった。私は、自動化ではなく雇用をいかに増加させるかに関する調査をもっと見たい。賃金分布に対してどのような影響があるのだろうか。人々がAIの支援を受けた時に賃金は低下するのだろうか。これは、経済的に重要な疑問だ。

Q：一部で警告されているように生成AIが人類の生存にとっての脅威であるという意見について議論したい。生成AIと汎用人工知能（AGI）とは違う。AGIは、『2001年宇宙の旅』のHAL（ハル）のように、ソフトウェアが自我を持ち、独自に行動できるという考え方だ。

ギル氏：人類の生存にとっての脅威という文言は物事を非常にゆがめることになるので、その表現には断固反対したい。第一に、それは市民を怖がらせる。その文言を支持する人々の一部は、規制のとりこを目指して暗躍している。

ソライマン氏：私はしばらく、AGIに関わったことがある。私はそれに取り組んでいる間、この強力なシステムを構築した場合にそれは誰の価値を体現しているのだろうかと考えた。現在の私の主な動機は、技術の世界から取り残された人々のためにAIを活用することだ。社会から取り残された人々にとっての多くの害悪は、その社会にとって存在の脅威だ。

Q：だが、近いうちは、ロボットの主人に仕えることにはならない。

モードラー氏：より差し迫った問題は、AI自体が害悪を引き起こすと決めるか否かではなく、AIがいかに利用され、悪用されるかだ。AIが自分で決断するまでには長い時間がかかる。人々は他の目的のためにこの問題を大げさに扱おうとしている。

## 推奨銘柄



Brook Dane, Photograph by Clark Hodgins

Q：AI関連銘柄について議論したい。デイン氏と数カ月前に会話したときに、AI投資に関する、当時は明白ではない考え方を披露してくれた。それら銘柄の大幅な株価上昇にもかかわらず、買える興味深い銘柄はまだあるか。

デイン氏：第一に、状況はまだ初期の段階で、AIはまだ黎明期にある。今後1年、3年、5年で状況は劇的に変化するだろう。投資家は、状況がどのように変化し、どこに投資機会が生じるかを注視する必要がある。第二に、勝者と敗者の差が極めて大きくなるだろう。現状の明確な投資対象は売り上げを獲得している企業で、具体的には、ハードウェアのプロバイダー、半導体部品会社、ネットワーキング・プロバイダー、およびクラウドのプロバイダー大手だ。

ただ、われわれは奇妙な時にいる。市場は、ア

アプリケーションが今後ブームになり、それに伴って必要とされるインフラストラクチャー・ソフトウェアが増えていくことを理解した。それは興奮すべき機会だが、2023年の業績を変化させるわけではない。ただし投資期間が長い場合はそれによって報われるだろう。年末を目標にしたポートフォリオを運用しているのであれば、恩恵を受けるのはエヌビディア、マイクロソフトおよびアルファベットのような既に株価が上昇した分かりやすい企業だ。

Q：マイクロソフトが4～6月期決算を発表した際に、市場の反応は冴えなかった。決算は、AIに関してマイクロソフトの業績予想を反映していなかった。

デイン氏：直近の決算発表では、多くの企業の決算が想定を上回ったか想定通りだった。業績予想を積極的に上方修正した人はおらず、株価が既に6月と7月を通じて上昇していたために、多くの銘柄が決算発表を機に売られた。

マイクロソフトは、Copilot（コパイロット）とAzure（アズール）を通じて行っている事業を考慮すると、非常に好位置にいるとみられる。

Q：他に選好銘柄は。

デイン氏：私は、半導体メーカーで、データセンター・ネットワーキング用半導体を製造しているマーベル・テクノロジー・グループ<MRVL>に強気だ。エヌビディアと共に成長している。AI関連売り上げは2億ドルで、今後数年間は毎年倍増するだろう。

アドビも選好している。企業向けFirefly（ファイアフライ）のベータテストについては良好と聞いている。アドビのソフトウェアが提供する最大のメリットの一つは、顧客のAI画像生成ソフトウェアが著作権の侵害から守られることだ。

Q：エヌビディアについては。

デイン氏：われわれは、大型・テクノロジーファンドで引き続き保有している。エヌビディアは画像処理半導体（GPU）のリーダーとして、ユニークな位置にいる。事業は極めて好調だが、バリュエーションはさまざま結果を反映している。

Q：モードラー氏は現在がAIバブルであるというレポートを最近書いているが。

モードラー氏：われわれは、期待バブルまたは楽観的なバブルの状況にいる。投資家はテクノロジーによって生み出される短期的な売上高に熱狂した。予想が引き上げられ、それにつれてバリュエーションも上昇した。企業がAIについて語るたびに、AIがもたらす収益のタイミングと時期に対するガイダンスが提供されなくても、バリュエーションは上昇した。売り上げの計上が視野に入らなくとも、バリュエーションは近年の最高水準へ上昇した。

われわれは、若干のバブルと見ている。多くの人々が、AIが売上高を大きくけん引すると考えるようになるまでには時間がかかる。現在は、GPUが不足しているため、バリュエーションはプレミアムになっている。

私はまた、すべての企業が一様に恩恵を受けるとは考えていない。結局は、競争の脅威から守られた差別化した能力を生み出せる企業に行き着くだろう。多くの企業がAIの能力を強化するだろうし、それは短期的には事業を行う上でのコストにもなる。競争相手が能力を同じように強化していく状況では、新たな能力によって収益化はできない。

デイン氏が議論したように、時間軸を考える必要がある。われわれは3グループを考えている。現在提供しているもので差別化できている企業がある。AIを追加しているが、少なくとも短期的には単に事業コストが増加している企業がある。そして、今後破壊される企業がある。大半の企業は二番目のグループに含まれる。

Q：最初と最後のグループに含まれる企業は。

モードラー氏：勝者のグループに入れているうちの2社は、デイン氏が挙げたマイクロソフトとアドビだ。ノーコード（プログラミング言語を使わずにアプリケーションを開発すること）およびローコード（最小限のコーディングでソフトウェアを開発すること）のソフトウェアを提供している企業を、敗者のグループに入れている。大半の企業にとって、生成AIは重要な差別化要素ではなく、競争的位置付けの観点から必要なものになるだろう。

デイン氏：一つ言いたい。テクノロジー企業における現在の事業機会は、AIが最前線となって魅力的だ。事業のファンダメンタルズは概ね安定しており、経済は6カ月・9カ月前の想定よりも良好な状態にある。テクノロジー企業は、成長のための成長を追求するのではなく、キャッシュフローや営業利益の増大に方向転換した。

モードラー氏：同意する。事業価値に焦点を当ててAIからの上振れ余地を見れば、AIというだけで飛びつくよりも良好なリスク・リターンを得られるだろう。

Q：テクノロジー株にとっては大きな年になり、誰もがAIについて話しているが、AI関連の新規株式公開（IPO）、さらにはテクノロジーのIPOすらない。

ガオ氏：テクノロジーに関してIPO市場がいつ再開するのかは大きな疑問で、私には分からない。いずれにせよ、AI専門企業のIPOまでにはしばらく時間がかかるだろう。今サイクルにおけるAIの採用速度は、今まで見てきたプラットフォームのペースを凌駕している。しかし、インターネットの進化から何か学べるかもしれない。インターネットの時代に登場した第一波の企業は、最終的に成功した企業ではなかった。第二波・第三波の企業は第一波の企業を見てその間違いから学習し、洗練し磨きをかけて登場した。IPOまでには時間がかかると直感的に思う。

By Eric J. Savitz  
(Source: Dow Jones)

## 2. ベトナム系EVスタートアップの株価が上場後に乱高下 EV Start-Up VinFast Had a Hot Debut. Its Stock Price Is Indefensible 原因は、取引可能な株式の少なさと今後の増資への懸念

[自動車]

### ビンファスト・オートの株価が取引初日に255%上昇



Courtesy VinFast

先週、シンガポールを本拠とする電気自動車（EV）スタートアップのビンファスト・オート＜VFS＞がナスダックで株式を上場し、株価は取引初日に急上昇した。だが、その勢いは失われる可能性が高い。簡単に言えば、株価が割高過ぎるからだ。

ナスダックでの取引初日となった8月15日、特別目的買収会社（SPAC）を通じて公開されたビンファストは255%高の37.06ドルで引けた。こ

の株価上昇により時価総額は約860億ドルとなり、フォード・モーター＜F＞、ゼネラル・モーターズ＜GM＞、フォルクスワーゲン＜VOW3.ドイツ＞、より収益性の高いEVスタートアップのリ・オート＜LI＞、さらには債務と現金を含めると中国のEVリーダーであるBYD＜1211.香港＞をも上回った。

### あらゆる指標は株価が割高であることを示唆

ビンファストには評価すべき点がたくさんある。まず、ベトナムのコングロマリットであるビンググループ＜VIC.ベトナム＞という強力な後ろ盾を持つ。また、多くのスタートアップと異なり、実際に自動車を販売している。年間生産能力は約30万台で、2023年上半期のEV販売台数は約1万1300台だった。複数のEVモデルを販売しており、米国市場にも参入済みである。2023年上半期にカリフォルニア州でスポーツ用多目的車（SUV）のVF8を850台販売し、近い将来に米国の他の州での販売を開始する予定だ。

VF8は優れたEVだ。基本モデルが発進から時速60マイルへ加速するのに要する時間は約5.5秒で、環境保護庁（EPA）の基準とテストに基づく充電1回当たりの航続距離は約264マイルだ。価格は約4万6000ドルからとなっている。同等の大きさ、航続距離、加速性能を持つEV大手のテスラ＜TSLA＞のモデルYの最低価格は約4万8000ドルだ。

時価総額を評価するため、販売台数当たりの時価総額を算出してみよう。ビンファストの取引初日の時価総額を今年の年間販売台数計画で割った金額は約440万ドルだ。これに対し、より多くの自動車を販売したリビアン・オートモーティブ＜RIVN＞の現在の時価総額を今年の年間販売台数計画で割ると約27万5000ドルとなる。生産能力1台当たりの時価総額は、取引初日のビンファストが約30万ドルだったのに対し、リビアンは9万3000ドルにすぎない。

他の指標もビンファストの株価が割高であることを示している。8月15日の引け後の時価総額は2023年会社予想売上高（約19億ドル）の約46倍で、株価売上高倍率が約7.3倍のテスラや約2.8倍のリ・オートを大きく上回る。ビンファストの損益はまだ赤字（第1四半期の赤字額は約6億ドルで、事業の構築に10億ドル以上を費やした）のため、株価収益率（PER）の比較は不可能だ。

ビンファストの株価はどの指標に照らしてもEVの同業他社より割高に見える。ビンファストの現在の株価を正当化するには、1年間に100万台のEVを販売し、数百億ドルの売上高を計上し、営業利益率を5%以上とするなど、BYD並みの業績を上げる必要がある。

## ■ 今後の増資による株主持分の希薄化が懸念される

取引初日に株価が急上昇した理由を説明するのは難しい。理由の一つとして、発行済み株式が23億株であるのに対し、取引可能な株式は約1700万～2100万株とほんの一部にすぎないことが考えられる。市場への株式供給量が限定的であることが奇妙な値動きにつながる可能性があるからだ。

一方で、BYD並みの業績を達成する前に株価が下落すると考える理由もある。ビンファストはベングループや一般投資家からより多くの資本を集める必要があるからだ。これは、今後より多くの株式が発行され、ひいては既存株主の持ち分が希薄化されることを意味する。また、ビンファストの売上高と利益が現在のバリュエーションを正当化するために必要な水準に達する保証も、上場直後の市場の陶酔感が薄れた後に株価が下落しない保証もない。

ビンファストの株価は既に現実的な水準に戻り始めており、上場後の2日間で46%下落して8月17日は20ドルで引けた。こうした株価の急上昇と急落をもたらした原因は、ビンファストではなく市場にある。

By Al Root  
(Source: Dow Jones)

### 3. ジャクソンホールはパウエル議長にとって晴れ舞台かつ重要な局面

[フィーチャー]

The Fed's Jackson Hole Meeting Is Powell's Big Moment

ジャクソンホールでのパウエル議長の発言に注目

#### 注目のジャクソンホール会合とパウエル議長



David Paul Morris/Bloomberg

1年前、米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長がワイオミング州ジャクソンホールでの短いながらも劇的な講演のなかで、FRBは経済的損失があってもインフレ退治を行うと宣言したことで金融市場は動揺した。

1年後、景気拡大は継続し、失業率も歴史的な低水準で安定する一方、インフレ率は3分の1へ低下した。FRBは利上げやバランスシート縮小を行いつつ、パウエル議長が警告した「不幸なコスト」を回避しながら、物価上昇率を目標とする2%に向けて低下させるべく進んでいるように見える。

しかし、中央銀行高官や一流の経済学者が再び、8月24～26日にFRBが主催する夏の終わりの年次会議でグランドティトン国立公園に一堂に会そうとする中で、この先の道のりは不透明で重大なリスクを抱えており、お祭り気分にはほど遠い。インフレはFRBの目標をはるかに上回る水準で安定化する可能性がある一方で、金利上昇の影響から経済的逆風は増している。

FRBは明確なフォワード・ガイダンスを放棄し、データ次第であることを宣言した。経済統計の分析がますます難しくなっているにもかかわらずである。今年の夏は、中央銀行高官が金利がピークに達したかについて異なる見方を提示してきた。改めて、エコノミストや投資家はジャクソンホールにおける経済政策会合で次を予測する手掛かりを求めることになるだろう。ピーターソン国際経済研究所所長で、ジャクソンホール会議の常連であるアダム・ポーゼン氏は「最適な政策に近づけば、意思決定は難しくなる。調整するのか？どちらの方向に調整するのか？どんなリスクを心配しないといけないのか？」と語る。

初めて開催された1982年以来、FRB議長はジャクソンホールで講演を行い、往々にしてその機会を利用して新たなメッセージの方向性を打ち出したり、新たな政策的枠組みを提示したりしてきた。そうした重厚な歴史の積み重ねがあるために、議長発言が特に重視され、年次テーマに沿った数多くの学術研究論文の発表を差し置いて最も注目を集めてきた経緯がある。

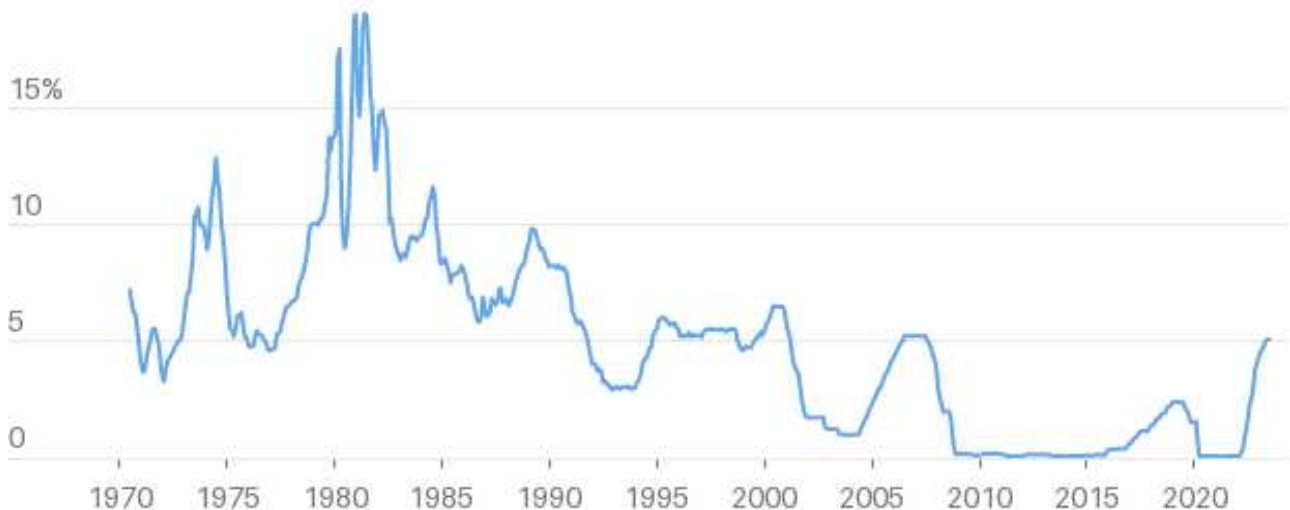
ジャクソンホール会議に出席するKPMGの主任エコノミストのダイアン・スオク氏は「『主を讃える』喜びの講演になりようがない。問題はパウエル議長がどれだけ慎重にインフレ動向を捉えるかだ。警戒的な楽観主義が必須だが、『楽観主義』という用語は使わないだろう」と語る。

## インフレの国

## A New Normal

With inflation's return, more than a decade of ultralow interest rates has ended. Federal Reserve officials are now debating whether to raise rates further, or pause.

Federal Funds Effective Rate



Source: Board of Governors of the Federal Reserve System

ポーゼン氏が言うように、昨年の9分間の「ライフル射撃」のような講演が繰り返される可能性は極めて低い。というのも現状、見通しは1年前より混沌（こんとん）としているからだ。パウエル議長にとって鍵となるのは、バランスの取れたトーンを打ち出し、これまでの進展を肯定するだけで、市場参加者から利下げが間近とのシグナルと誤解されないようにしなければならない点である。

ボルヴィン・ウエルス・マネジメント・グループのジナ・ボルヴィン社長は「パウエル議長が投資家の見方を修正したいのであれば、ジャクソンホールで行うだろう」と語る。明らかなのは、FRBが重視するインフレ指標である食品とエネルギーを除くコア個人消費支出（PCE）上昇率を2%の目標レンジまで引き下げること、コアPCE上昇率を2022年2月のピークの5.4%から足元の4.1%まで引き下げるよりはるかに難しいことである。

実際、8月16日に公表された7月の米連邦公開市場委員会（FOMC）議事要旨では、「ほとんどの」参加者がインフレの大幅な上振れリスクを懸念していることが示された。その一つの理由として、どのような指標で見ても労働市場は引き続き極めて逼迫（ひっばく）しており、7月までの3カ月の雇用の伸びは月平均約21万7000人となっている。この数字は人口増加ペースに合わせるのに必要とFRBが予想する月10万人程度の2倍以上である。旺盛な雇用の伸びは失業率を50年ぶりの低水準である3.5%にとどめるのに寄与しており、個人消費の強さにつながっている。しかし、同時に企業は労働者の争奪戦を繰り広げており、賃金の急過ぎる伸びを助長しかねない。

FRBにとってはやや驚きではあるが良い知らせとして、失業の増加をもたらすことなく、賃金の伸びがここ2カ月程度で鈍化し始めている。しかし、エコノミストはこの傾向が続くことに懐疑的である。ポーゼン氏は「重大なショックが起これば、賃金上昇が持続可能でない形で再加速する瀬戸際にある

と思う」と語る。住宅市場も予想より堅調で、昨年夏に金利上昇の影響により生じた短期的な下降局面から驚くほど急速に回復している。

## ■ ニューノーマル

インフレデータの計算方法の幾つかの癖も、インフレ見通しやFRBの意思決定を複雑にしている。今や2022年7月のインフレのピークから1年が過ぎており、前年比での比較はこれまでほど有利ではなくなるだろう。ガソリンや自動車保険など引き続き上昇が見込まれる分野もある。健康保険の費用の計算方法が変わることから、再計算によりパンデミック（世界的大流行）期のゆがみの影響は消え、価格全体を押し上げることになる。

スオク氏は「道のりに障害がないと考えるのはデータを見ないようなものである。というのも現状、データそのものが障害になっているからだ」と語る。FRBの元上級スタッフで、現在はイェール大学で金融学の教授を務めるビル・イングリッシュ氏は「パンデミック前の経済へ回帰するのか、それとも新たなベースラインが生まれるのかについて真剣な議論が戦わされている」と語る。

今年のジャクソンホール会議のグローバルテーマから、多くの議論、そして恐らくパウエル議長の講演でさえも、長期にわたる高水準のインフレという考えに焦点を当てるはずだ。ジャクソンホール会議を皮切りに中央銀行高官は向こう何年にもわたって議論を続ける公算が大きい。

By Megan Cassella  
(Source: Dow Jones)

## 4. ロボアドバイザーのパイオニア、ベターメントの次の一手 Betterment, the Robo-Advisor Pioneer, Seeks Its Next Act 401kおよびアドバイザー向けサービスへ多角化

[フィーチャー]

### ■ 業界をめぐる変化と課題

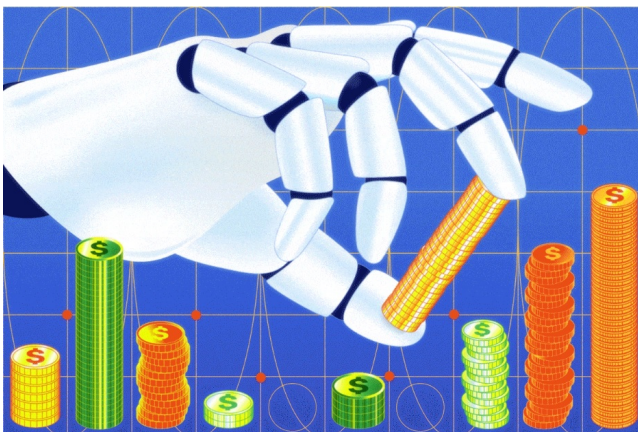


Illustration by Petra Peterffy

アリゾナ州ギルバートのリディーム・ウェルス（運用資産約5000万ドル）のオーナーでファイナンシャルアドバイザーのジェレミー・シャープ氏は、約1年半前、興味深い決断を下した。顧客資産の保護預かりを行う企業として、フィデリティやチャールズ・シュワブ<SCHW>といった大手カストディアンではなく、新興のロボアドバイザー企業ベターメントを選択したのだ。顧客資産を新たなカストディアンへ移管するのは厄介なプロセスだが、シャープ氏は、ベターメントのテクノロジーにはそれだけの価値があり、「今や運用資産の約85%はベターメン

トだ。100%になれば良いと考えている」と話す。

ベターメントはこの取引獲得を歓迎しているが、それは13年前、ニューヨークを本拠とするこの企業

が、個人投資家向けの金融に革命を起こすことを目指す、いわゆるロボアドバイザーの波を起こした時に掲げていた使命とは異なっている。それから10年以上を経て、ベターメントの将来は恐らくシャープ氏のような顧客からより多くの機関投資家資金を獲得することにかかっている。

ベターメントは今、ロボアドバイザー以上の存在になりたいと考えている。事業構成の多角化を目指し、ファイナンシャルアドバイザーと確定拠出年金（401k）をサービス対象とする二つの事業部門の拡大に注力している。2020年に創業者ジョン・スタイン氏の後任として最高経営責任者（CEO）に就任したサラ・レビー氏は、常に投資家を支援するためのテクノロジーに注力してきた企業にとってそれは自然な進化であり、ウェブサイトから直接であれ、職場やファイナンシャルアドバイザーを通じてであれ、「単一のテクノロジーですべてのチャンネルを動かすことができる」と話す。

この戦略的なシフトの背景にはロボアドバイザー業界全体の変化がある。ロボアドバイザーはテクノロジーを駆使して投資家にプロ同様の運用を行うポートフォリオを低コストで提供した。その結果、ウェルスマネジメント業界もテクノロジーを受け入れざるを得なくなり、投資アドバイスへのアクセスは平等化された。しかし収益性の確保は容易ではなかった。大半のロボ事業は買収されるか撤退した。昨年、大手金融機関モルガン・スタンレー＜MS＞が年金プラン専門のロボアドバイザーであったブルーム（2022年11月に事業停止）が保有していた技術的なコンポーネントを買収した。今年3月、資産運用会社のブラックロック＜BLK＞は、2015年に買収したロボアドバイザー、フューチャーアドバイザーの個人向け部門を閉鎖する計画だと発表した。ロボアドバイザーのヘッジャブルは2018年、創業10周年目前で廃業となった。

それにもかかわらず、デジタルアドバイス業界の成長と進化は続いている。ロボアドバイザー・ランキングに関する本誌提携先のコンドル・キャピタル・ウェルス・マネジメントによると、2022年末のロボアドバイザーによる運用資産額は9000億ドル近くに達した。

今やこのセクターを支配しているのは、フィデリティやバンガード、チャールズ・シュワブといった従来からの資産運用会社やウェルスマネジメント企業だ。今年度のロボランキングのトップはシュワブ・インテリジェント・ポートフォリオズであり、1年間のパフォーマンス実績ではフィデリティ・ゴーがトップだった（本記事のランキング表を参照）。コンドル・キャピタルの投資調査マネジャー、デービッド・ゴールドストーン氏は、投資家はウェルスマネジメント・サービスの提供企業を簡単には乗り換えないため、既存企業に優位性があり、「独立系のロボアドバイザーの最大の課題の一つは既存の顧客基盤がないことだ。シュワブには巨大な顧客基盤がある」と指摘する。

収益性も課題だ。ロボアドバイザーは口座の最低残高が低く、一般的な手数料もわずか0.25%と、大半の従来型アドバイザーが要求する1%を大きく下回っている。ゴールドストーン氏は「顧客獲得にコストをかけても、コスト回収に何年もかかる。口座残高がわずか5000ドルで、手数料がわずか25ベシスポイント（bp）であれば、ほとんど利益は出ない」と指摘する。

## ベターメントの戦略

ベターメントは今も非公開会社であり、収益性に関するコメントを控えている。運用資産は約400億ドル、顧客数は約80万人に上る。2021年に6000万ドルを資本調達するとともに、1億ドルの借入枠を確保している。資金調達の際に前提とされた企業価値は約13億ドルだった。

## Tracking the Robos' Performance

Here are performance figures for the accounts held by Condor Capital Wealth Management, which are designed to track a portfolio with a mix of 60% stocks and 40% bonds.

| Company                     | YTD  | 1-Year Trailing | 3-Year Trailing (Annualized) | 5-Year Trailing (Annualized) |
|-----------------------------|------|-----------------|------------------------------|------------------------------|
| Fidelity Go                 | 9.4% | 11.8%           | 7.4%                         | 6.3%                         |
| SoFi                        | 9.8  | 11.0            | 6.8                          | 6.1                          |
| Vanguard Personal Advisor   | 9.0  | 10.7            | 6.9                          | 5.8                          |
| US Bank Automated Investor  | 9.2  | 10.2            | 5.9                          | N/A                          |
| Merrill Guided Investing    | 8.5  | 10.1            | 7.2                          | 5.8                          |
| Wealthfront                 | 7.3  | 9.5             | 8.8                          | 6.6                          |
| Ally Invest Robo Portfolios | 8.0  | 8.8             | 5.5                          | 5.0                          |
| Empower                     | 7.3  | 8.8             | 7.8                          | 5.6                          |
| Betterment                  | 7.5  | 8.7             | 6.4                          | 5.2                          |
| Charles Schwab              | 6.7  | 8.4             | 6.9                          | 4.6                          |

N/A=not available

Source: Condor Capital Wealth Management

創業者のスタイン氏によると、ベターメントには以前から、個人投資家から職場年金プラン、そしてアドバイザー・カストディー業務へと事業を拡大する計画があったという。アドバイザー向けは2014年、職場向けは2016年にサービスの提供が開始された。今やベターメントは、かつて創造的な破壊の対象と目していた既存の金融サービス企業と同じような存在になりつつあり、これら3部門の成長に一層注力している。それは、顧客のタイプが重複しており、部門をまたがって自社のテクノロジーを活用できるからだ。

ベターメントは、従業員数25～250人の中小企業や運用資産5000万～2億5000万ドルのアドバイザーを中心とする潜在顧客にサービスを売り込んでいる。レビーCEOによれば、これらは年金プランやカストディー業界の支配的なプレーヤーのサービス提供が手薄な顧客セグメントだという。ベターメントは現在、600社を超える登録投資顧問（RIA）にサービスを提供している。自社プラットフォーム上の401kプランの件数については開示を控えた。

401k業界やカストディー業界は、当初の個人投資家市場ほど創造的破壊に対して脆弱（ぜいじゃく）ではない。アドバイザーは、顧客資産の保管に加え、資産運用、テクノロジー、その他のサービスを求めてカストディアンを使用し、中小企業のオーナーは、管理、コンプライアンス、投資支援、場合によっては財務健全性プログラムなどの付随的なメリットのため、401kプランのプロバイダーに依存している。顧客がサービスプロバイダーを簡単に変更せず、参入障壁が高い分野であるが故に、魅力的だと言える。

しかし、ベターメントはなお参入余地があるとみている。まだ401kプランのプロバイダーがいない中小企業オーナーは、ベターメントのようなデジタル分野に精通した業者を試してみることに前向きな可能性がある。レビー氏は「401kについては当社取引の75%超がその企業にとって初めてのプランだ」と話す。

調査会社セルリ・アソシエーツによると、全RIAのうち約4分の3はカストディアンを追加したいと考えている。従来は選択肢が限られており、RIAの運用資産のうち84%を、チャールズ・シュワブ、フィデリティ、バンク・オブ・ニューヨーク・メロン<BK>傘下のパーシング、LPLファイナンシャル・ホールディングス<LPLA>のわずか4社で占めていたため、新たな業者の参入は歓迎される可能性がある。

アリゾナ州のシャープ氏は、ベターメントに乗り換える前はカストディアン業務をTDアメリトレードに依存していたが、2020年にシュワブがTDアメリトレードを買収した後、カストディアンの選択肢について検討を始めた。ベターメントには融資オプションなど、シャープ氏が望ましいと考える機能が幾つか欠けているが、そのプラットフォームやテクノロジーを考えれば、許容可能なレベルの欠点だ。シャープ氏は「当社の顧客はこのプラットフォームのユーザー体験を気に入っている。アプリの使い方を尋ねられたことは1度もない」と語る。

## ライバルの動向

ロボアドバイザーはほぼスタート時点から進化を続けてきた。ベターメントとライバルのウェルスフロントを先頭に、業界は早くから投資プランの自動化をうたっていたが、2017年にベターメントが人間のアドバイザーを加え、今では大半のロボアドバイザーがハイブリッドアプローチを取っている。バンガードでは、6月30日現在、純粋なデジタル・ロボアドバイザーの運用資産が130億ドルであるのに対し、ハイブリッド型の運用資産は2710億ドルと、これを大幅に上回っている。そして、フィデリティは昨年、純粋なデジタル運用サービスをハイブリッド型ロボアドバイザーに統合した。モーニングスターのポートフォリオストラテジスト、エイミー・アーノット氏は「大半の投資家は、若年層でさえも、自分のお金に関して重要な決断を下す際、誰かに相談する選択肢が欲しいと考えている」と話す。

ベターメントの最も古いライバルで、カリフォルニア州パロアルトを本拠とするウェルスフロントは純粋なデジタル路線を堅持しており、周辺機能の追加に注力している。現金を含めると、顧客の預かり資産は450億ドルに上る。3月には、手数料ゼロで個別株と端株の購入が可能になった。4.8%の利息（7月末現在）が付く現金口座は今年特に人気だという。昨年、スイスの大手金融機関UBS<UBS>がウェルスフロントを14億ドルで買収することに合意したが、後に破談となった。UBSのコラム・ケレハー会長は、アッパーマス層よりも富裕層に対するサービスの提供に重点を置く決断を下したと述べた。また、ハイテク企業のバリュエーションは低下しつつあると指摘した。ウェルスフロントの広報担当者は「独立した企業としての当社の将来に大きな期待を持っている」と述べた。

一方、ベターメントは財務上の独立性確保に注力しており、レビーCEOによれば、それは「当社が投資したいと考える事業に投資をし、成功するために必要な資金を確保することを意味する」。ベターメントは、401kプランやアドバイザー向けのサービスでもロボ運用プランと同等の認知度を獲得したいと考えている。レビーCEOは「これまで、これらの事業の構築に集中してきた。次は有名にする番だ」と話す。

By Andrew Welsch  
(Source: Dow Jones)

## 5. 三つの脅威に直面するビザとマスターカード Visa and Mastercard Are Under Attack. They'll Do Just Fine. しかし両社とも堅調で、今後もうまく対処するだろう

[フィーチャー]

### 揺るぎない地位を占める両社



Illustration by Twisha Patni

クレジットカード大手のビザ<V>とマスターカード<MA>は何十年もの間、電子決済をほぼ両社で独占し、投資家はバリュエーションにプレミアムを付けて株式を保有してきた。米議会、暗号資産（仮想通貨）、フィンテック企業という三つの脅威が、その堀を崩そうとしている。しかし、騙されてはいけない。カードネットワークの破滅が差し迫っているというのは、何十年も前から語られてきた話であり、その地位は依然として堅固なままだ。

今のところ、カードネットワークの利益は、ほとんどがカード利用者の支出とその処理手数料を反映したものだ。2023年4～6月において、ビザの売上高は81億ドルで純利益は42億ドル、マスターカードの売上高は63億ドルで純利益は28億ドルだった。それぞれ52%と44%という高い純利益率を維持しているのは、手数料を支払う加盟店に選択の余地がほとんどないからだ。サンフランシスコ連銀によると、2022年の全決済に占める現金の割合は18%で、2016年から13%ポイント減少した。一方、クレジットカードの利用が占める割合は、その間同ポイント増えて31%となった。

アナリストは両銘柄を高く評価している。ファクトセットによれば、アナリスト38人中34人がビザの投資判断を「買い」または「オーバーウェイト」とし、平均目標株価は現在の239.83ドルから16%増の約279ドルとなっている。マスターカードについても37人中34人のアナリストが同じ投資判断をしており、目標株価は現在の394.45ドルから15%増の455ドルとなっている。本誌は10月にビザを推奨したが、それから現在までの間にS&P500指数の15.9%上昇に対し、ビザは17.8%上昇している。

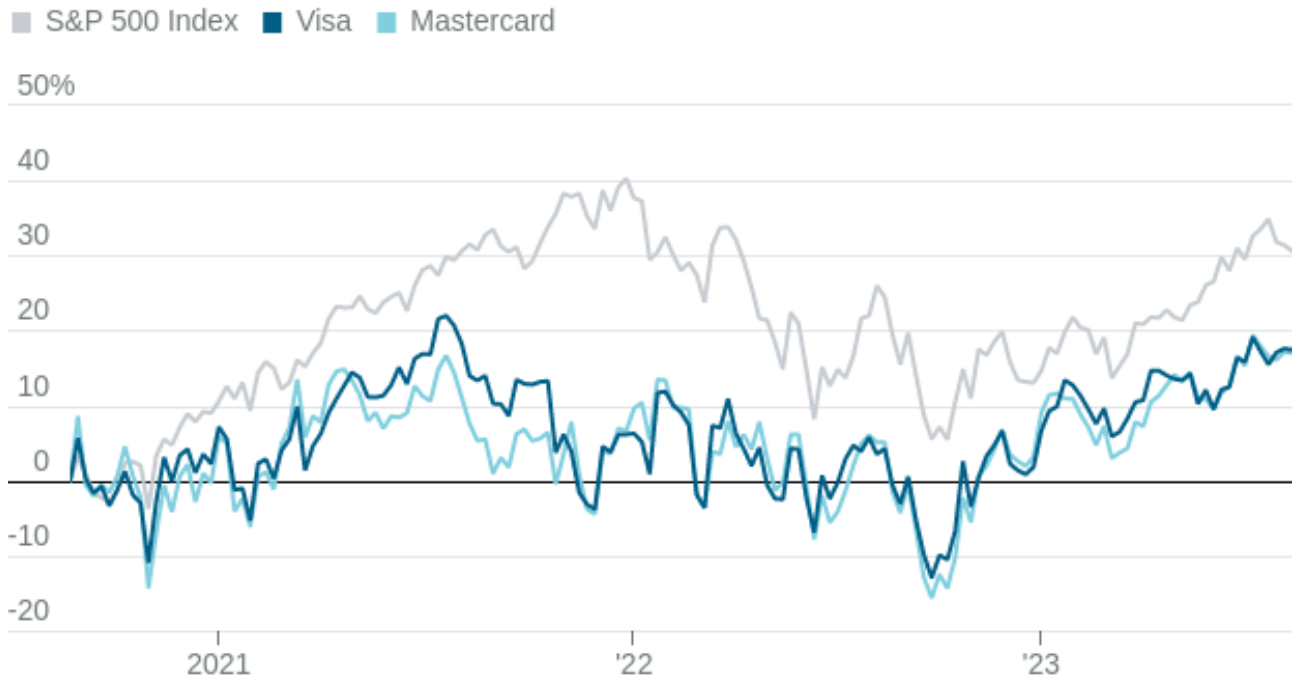
今後12カ月間の予想利益をベースとした予想PER（株価収益率）は、S&P500指数が19.1倍であるのに対し、ビザは約25倍で、マスターカードは29倍だ。先月の本誌のトレーダーコラムで述べたように、ビザとマスターカードは過去の歴史と比較して割安に見える。ビザの予想PERはS&P500指数のそれよりも約31%高いが、5年間の平均では約53%のプレミアムだ。マスターカードも同様に、過去の平均で75%のプレミアムだったのに対し、現在は52%のプレミアムだ。

投資家が伝統的にプレミアムを支払ってきた理由は、両社がレジでの電子決済において、一見すると揺るぎない地位を占めているからだ。例えばビザは、過去15年のうち11年で売上高が前年比2桁増を記録しており、唯一売上高が減少したのは2020年だ。

## 米議会の脅威

### Trailing the Market

Investors have been wary of Visa and Mastercard during the pandemic.



しかし、現金が使われなくなるにつれて、ライバルはその厚い利ざやを切り崩そうと躍起になっている。

直近のチャレンジは、米議会と加盟店のロビイストによるもので、加盟店は、顧客がカードを使用するたびに、売り上げの約2%を処理手数料として取られることに難色を示していることだ。イリノイ州のディック・ダービン上院議員が率いる議員らは、多くの銀行発行カードが加盟店に対し、少なくとも二つの独立したカードネットワークで取引を実行する選択肢を提供することを義務付ける法案を、必ず通過させなければならない軍事法案に追加して上程した。

これは、加盟店が恐らく手数料の安いネットワークを選ぶと思われることから、手数料競争が引き起こされるという考えだ。しかし、クレジットカード会社は、消費者が利用するたびに手数料を得ることでのみ経済的な意味がある、航空会社のマイルやキャッシュバックのような人気のある特典プログラムを抑制することにもつながると反論した。

この法案は有力なロビー団体の支持を得たが、最終的に成立には至らなかった。BTIGの政策アナリストであるアイザック・ボルタンスキー氏は、「われわれが思うに、この市場には抜本的な政策変更に対する意欲も緊急性もない」と言う。

## フィンテック企業の脅威

フィンテック企業やノンバンク企業が、クレジットカード会社にとって次の脅威として迫っている。電子決済サービス企業のペイパル・ホールディングス<PYPL>をはじめとする企業は、カードネットワークを迂回（うかい）するP2P（ピアツーピア）決済サービスを提供し、フィンテック企業のアファーム・ホールディングス<AFRM>やクラルナなどは、カードの与信枠の利用を抑止する「後払い決済（BNPL）」サービスを提供している。米連邦準備制度理事会（FRB）が2023年7月に立ち上げた即時決済ネットワーク「フェドナウ」は、カードネットワークが有するデビット決済の基盤と競合する可能性がある。

ビザを2022年に「中立」に格下げし、目標株価を240ドルとしたみずほ証券のアナリスト、ダン・ドレヴ氏は、「どれもそれだけでノックアウトとはならないが、何度も何度も打たれれば致命傷となる」と言う。しかし、決済ビジネスだけに注目していると、企業価値全体の一部を見逃してしまうことになる。ビザの売上高のうち、不正防止やデータ分析などのいわゆる付加価値サービスが占める割合は、前四半期で22%に達している。

ビザのライアン・マキナニー最高経営責任者（CEO）は、7月下旬に行われた決算説明電話会議で、「実際のところ、われわれの付加価値サービス事業は、そのすべてが旅の始まりという段階だ。これらの事業は、新規参入の機会が無数にある」と述べた。同様にマスターカードも、付加価値サービス事業の成長スピードは主力事業よりも速いとみている。

## 暗号資産の脅威

最後に、暗号資産とそれらがもたらす可能性のある即時かつ低コストの決済という大々的に吹聴されている脅威がある。ペイパルは8月、ドルと交換レートが固定された独自の「ステーブルコイン」を発表した。ペイパルによると、ペイパルUSDと呼ばれるこのコインは、利用初日から暗号ネイティブに関するプロジェクトと連携するが、友人や家族間の送金や国際送金にも利用できるという。まだ先の話ではあるが、さらに脅威となるのが、FRBが「中央銀行デジタル通貨」と呼ばれる独自のデジタル・ドルを発行することだ。

しかし、こうしたイノベーションを消費者の手に届ける上で大きな役割を果たすのは、恐らくビザとマスターカード自身だろう。両社とも、ステーブルコインを動かすのと同じ技術を自社のネットワークに統合する試験的プログラムに取り組んでいる。これは、消費者がどの通貨やトークンを支払いに利用するにしても、全く新しいものではなく、クレジットカード・ネットワークの確立されたルールを介して送金されるようにするというものだ。

ウェッドブッシュ・セキュリティーズのアナリスト、モシェ・カトリ氏は、両銘柄の投資判断を「アウトパフォーム」としている。カトリ氏は「誰でも明日にでもネットワークを構築することは可能だが、最終的にはどのように市場をけん引していくかを考えなければならない。今まで誰もそれを成し遂げてはいない」と言う。

By Joe Light  
(Source: Dow Jones)

## 6. 株式市場が抱える実質利回りという問題

[米国株式市場]

The Stock Market Has a Real Problem—a Real Yield Problem

今週のパウエル議長の講演がカギに

### 利回り上昇で株価下落



Scott Olson/Getty Images

誰もが良い競争を好むが、それが株式市場に打撃を与える場合は別になる。

利回りが上昇する中、株式はここ10年半になかったような債券との本格的な競争にさらされている。米10年物国債利回りは4.25%と8月初めから0.3%ポイント上昇し、2007年以降で最も高い水準に近づいた。これは、特に株価が割高に見える中では、素晴らしい配当と感じられる。

これが先週の主要株価指数が下落した理由だ。

先週、ダウ工業株30種平均は2.2%安の3万4500ドル66セントとなり、S&P500指数は2.1%安の4369.71で引けた。ナスダック総合指数は2.6%下落して1万3290.78となり、小型株のラッセル2000指数は3.4%安の1859.42で週末を迎えた。

### 名目利回りと実質利回り

#### Market Snapshot



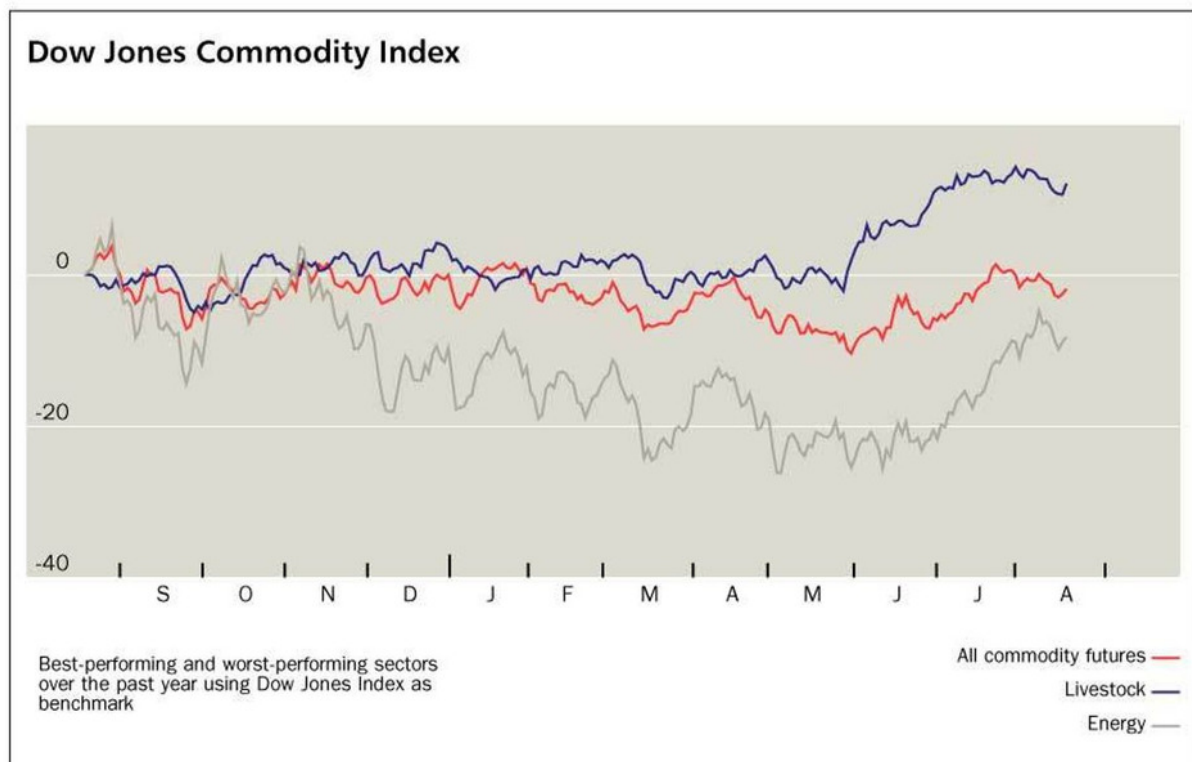
最近の利回り上昇の背景には幾つかの要因がある。その一部はテクニカル的なもので、具体的には、8月の米国債の発行が通常より多かったこと、日銀が利回りの上昇を容認したこと、大手信用格付け会社のフィッチが米国債の格付けを8月1日に引き下げたことなどだ。

別の要因はよりファンダメンタルズに基づくもので、米連邦準備制度理事会（FRB）の政策への刻々と変化する見方と連動した。先週発表された経済指標で市場予想を上回ったものとして小売売上高、住宅着工件数、鉱工業生産などがあったが、これらを受けて米国経済のソフトランディングの可能性が高まった。アトランタ連銀のGDPナウは、2023年7～9月期の国内総生産（GDP）成長率を5.8%と予測している。ただし、この力強さにはマイナス面もある。成長率が高まればインフレが高進するため、FRBが利上げに踏み切るか、金利を引き締めの水準に長く維持することになる。どちらも債券利回りを押し上げる要因だ。

そして、最近上昇しているのは名目債券利回りだけではない。インフレ調整後の実質利回りは、金利の上昇とインフレの減速に伴って着実に上昇している。インフレ指数連動国債（TIPS）の10年物の利回りは、昨年5月まではマイナスだった。それが18日には2%と、2009年以降の最高水準を付けた。これは多くの投資家にとって十分魅力的なインフレ調整後の利回りであるとともに、株式、特にバリュエーションの高い株式にとってはより厳しい環境となっている。

グラント・インタレスト・レート・オブザーバーの編集長であるジェームズ・グラント氏は、「貸す側にも生活があり、この実質利回りは貯蓄する人にとってはもちろん素晴らしいことだが、ここ数年のマイナスの実質利回りが続くと予想していた人々にとっては、それほど素晴らしいことではない」と指摘する。

## パウエル議長の講演内容に注目



インフレのピークアウトや成長鈍化の兆しが戻ってくれば、FRBの引き締め継続の可能性は低下し、実質利回りも名目利回りも押し下げられることになる。また状況がさらに大きく悪化し、景気後退懸念、FRBによる利下げ、安全資産としての債券への逃避を促すような事態になれば、債券が現在の水

準であれば、相応のキャピタルゲインを享受できそうだ。

しかし、株式はどちらにしても勝ち目がない状況に陥る可能性がある。利回りの上昇はバリュエーションに悪影響があり、米国やその他の地域（特に中国が懸念される）で経済が減速した場合でも、S&P500指数の下落につながるかもしれない。この辺りは、人工知能（AI）ブームの火付け役となった半導体大手のエヌビディア<NVDA>が23日に発表する決算内容にも大きく左右されそうだ。

しかし、それらは、25日にジャクソンホールで行われるFRBのパウエル議長の講演と比べれば重要性は二の次かもしれない。パウエル議長の講演内容だけで、利回りの上昇が続き、株価の下落が続くかどうかが決まるかもしれない。22Vリサーチのチーフ・マーケット・ストラテジストであるデニス・デブッシュェール氏は、「10年債の利回りが上昇する間、株式市場は圧力を受け続けるだろう」と書いている。

それと同時に、債券利回りは引き続き関心を集めそうだ。

By Nicholas Jasinski  
(Source: Dow Jones)

## 7. 高インフレが続く中、10年物米国債利回りは5%かそれ以上へと向かう

[コラム]

Bond Yields Are Heading Toward 5%—or More—as High Inflation Persists

市場は利下げを見込むが、自然利子率の変化に伴い長期金利の上昇続くとの見方も

### 長期米国債の利回りは上昇した



Ting Shen/Bloomberg

米国長期債利回りは、2008～2009年の世界金融危機直前の2007年末以来の高水準まで上昇した。投資家のコンセンサス予想を大きく上回り、さらに上昇する勢いだ。根本的な理由は二つ。インフレ率は米連邦準備制度理事会（FRB）が設定した年率2%の目標を大幅に上回ったまま、2022年につけた40年来のピークから低下してはいるものの、2024年中に年率2%まで低下することはなさそうなのが第一点。第二点は、実質金利も、金融危機以降続いてきたゼロ近辺の水準を大幅に上回ったままになりそうなことだ。

こうした要因によって、指標となる10年物国債利回りは5%、場合によっては6%に近づく可能性がある。8月17日引けの4.307%は、シリコンバレー銀行などの破綻の余波で4月上旬に付けた年初来の最低値から1.022%ポイントと劇的に上昇しているが、それすらも大幅に上回るものだ。

## 市場は利下げが始まると予測

しかし、CMEグループのフェドウォッチによると、金利市場はFRBによる追加利上げはなく、早ければ2024年の連邦公開市場委員会（FOMC）が終了する5月1日から利下げが始まると引き続き予想している。その背景には、消費者物価指数（CPI）の前年同月上昇率が、7月は3.2%だったが、これが2%に低下するというインフレ沈静の期待がある。2022年半ばにつけた9%超のピークからのインフレ率の低下は、エネルギー価格の急落によるところが大きい。食品とエネルギーを除いたコアCPIは7月に前年同月比4.7%上昇している。

マクロ投資リサーチ会社、ビアンコ・リサーチにその名を冠すジム・ビアンコ氏が先週の顧客向けウェブキャストで指摘したように、ウォール街のエコノミストはインフレ率が2%に戻ると常に予測している。ブルームバーグの調査によるエコノミストのコンセンサス予想は、2025年末までにCPIが前年比2.4%まで低下するとの見立てだ。ビアンコ氏は、大半のエコノミストはインフレ率がこれより上昇する可能性をまだ認めていない、と付言している。

## インフレ率は低下しないとの見方もあれば…

ビアンコ氏は、物価の上昇は余裕が最もない人々を困窮させることから、FRBのパウエル議長がインフレ率を2%に抑制するという公約を撤回する公算は小さいと強調する。ビアンコ氏は、FRBがその目標に妥協することなく、金利をより高く、より長く維持するというパウエル議長の言葉を信じている。

マルコ・コラノビッチ氏が率いるJPモルガンのグローバル・ストラテジーチームは最近のレポートの中で、景気について「インフレからの脱却はまだ終わっていない」と述べている。ここ数カ月のCPI上昇率は穏やかなものだったが（7月はCPI、コア指数ともに前月比0.2%上昇）、JPモルガンのチームは、コアCPIは年率3%で粘着性を見せると考えている。

## 長期金利の上昇が続くとの見方も

ビアンコ氏は、インフレ率が3%にとどまった場合、10年物国債の利回りは5%まで上昇すると見ている。ビアンコ氏は、3%のインフレ率に0.5%の「中立」実質フェデラルファンド（FF）金利、および1.5%の期間プレミアム（短期債ではなく長期債を保有することの対価）を加えて、この数字を算出したが、この高い債券利回りが推定されたのは「インフレ率がすべて」と述べている。

ローレンス・サマーズ元財務長官は先週に、10年物国債利回りの上昇はさらに続くと言明し、市場関係者を驚かせた。サマーズ氏はブルームバーグのインタビューの中で、今後10年間の平均利回りは、過去20年間の平均2.90%を大幅に上回り、4.75%となる可能性があるとした。サマーズ氏の推定は、インフレ率が平均2.5%、自然利子率が1.5～2%、期間プレミアムが0.75～1%に基づいている。

## FF金利が高いことの理由とは

自然利子率（経済学者はRスターと呼ぶ）とは、理論上、景気への影響が緩和的でも引き締めのでもない利子率のことである。これまで0.5%程度と推定されてきたが、バンガードの投資戦略グループが発表した新しい研究によると、Rスターは1.5%まで1%ポイント上昇している。自然利子率の上昇は、サ

マーズ氏も指摘している通り、米国の財政赤字の増加を大きく反映している。自然利子率の上昇に基づき、バンガードのリサーチャーたちは、失業率が上昇しても、2024年末までFF金利は5%を上回ると予想しており、長期的には平均3.5%程度になると見ている。

アライアンス・バーンスタインの元チーフ・エコノミスト、ジョセフ・カーソン氏によれば、累計で5.25%の利上げが行われたものの、景気減速に必要なFF金利の水準にはまだ達していない。カーソン氏はブログの中で、直近までのようにFF金利がインフレ率を下回っている場合、利上げの推定遅延効果はかなり小さくなるか、存在しないことすらあり得ると書いている。カーソン氏は、先般のFRBによる量的緩和の影響を考慮すれば、さらに1%の利上げが必要とも指摘した。

## ■ 自然利子率の影響に目を向けよう

バンガードチームは、金融政策決定者は構造的な財政赤字の影響を考慮する必要があり、そのためには自然利子率の上昇が求められると強調している。Rスターの上昇はコロナ禍以前から始まっており、人口動態の高齢化も含めた長期的な動向を反映している。バンガードは、かつて「ニューノーマル」だった恒常的な低金利は終わりを告げ、おそらく「サウンドマネー（健全マネー）」の新時代に移行すると見ている。そうなれば、債券利回りは投資家が慣れ親しんできたものより高くなる。低金利政策が続くなら、インフレ率の上昇も続く。債券利回りの上昇は、株式のリスクプレミアムが既に低下している現在、株式にとってより高いハードルとなる。

ビアンコ氏の結論は、パウエル議長はインフレ対策の「任務完了」を軽々に宣言しない、だ。物価高に苦しむ消費者にとっては朗報だが、債券利回りの上昇に備えを欠く投資家にとっては別の話だ。

By Randall W. Forsyth  
(Source: Dow Jones)

## 8. 相場上昇を終わらせるのは企業利益

[コラム]

It Will Be Earnings-Not Bond Yields-That Finishes 2023's Rally

アナリストによるS&P500指数のEPS予想は不確実

### 「投資家はここから失望を味わう」



Pete Marovich/Bloomberg

長期金利の持続的な上昇が、株式市場を圧迫している。先週、主要株価指数は今年の最高値水準からさらに下落した。主導したのは、「マグニフィセント・セブン」と呼ばれる大型ハイテク関連企業7社だ。BCAリサーチの米国株チーフストラテジスト、ダグ・ペタ氏は「2023年の米株式相場の上昇は終わりに近づいている」と話し、その主因について、金利の上昇ではなく企業の利益動向と見ている。

ペタ氏は、2022年末時点で、（2023年の米国株式市場に対する）投資家の期待は「壊滅的な状

態だった」とインタビューで述べた。冴えない予想をクリアさせるため、アナリストらは企業利益のハードルを低く設定した。ところが最近ペタ氏は、「甘い見通しによって今後1年間のハードルが引き上げられた」と説明する。そのため、2023年上半期の株式相場の大幅上昇というサプライズを経て、ここから投資家は失望を味わうことになるというのだ。

ペタ氏によれば、アナリストらはS&P500指数の1株当たり利益（EPS）を約190～195ドルと予想して2023年を迎えた。しかし、足元では2023年末時点の予想EPSが約219ドルに引き上げられている。先の予想を約11%上回る水準だ。

EPSの伸びは来年も続くと予想され、2024年のコンセンサスは246ドルに達している。アナリストによるそこまで先の利益予想は、スプレッドシートに打ち込んだ、彼らが想定する各社の売上高と費用の見通しに基づいた当て推量に過ぎない。アナリストらを中傷するつもりはないが、これほど遠い将来のEPSを予測することは不確実性に満ちていると言わざるを得ない。

ペタ氏は、実際の利益がこれらの予想を下回ると見ている。企業利益が、今年上半期の冴えなかった予想を下回るのが難しかったように、2024年の予想を上回ることも難しいだろう。ペタ氏のトップダウン予測によれば、S&P500指数の2024年の予想EPSは「控えめ」に見て2023年に比べ約5%減少して約210ドルになる。そうなれば、S&P500指数の2024年予想株価収益率（PER）は20倍以上だ。金利の上昇は予想PERの下げ圧力となるはずだ。利益の減少とPERの低下が起きれば、株価が上昇することはない。年間で相場が最も難しい時期となる9月と10月を迎えるのだからなおさらだ。

### パウエル議長の発言に注目

今週はすべての関係者の注目がワイオミング州ジャクソンホールに集まるだろう。米連邦準備制度理事会（FRB）が主催する毎年恒例の経済シンポジウムがあるからだ。この地は、かつてFRBのボルカ

一元議長が趣味とするフライフィッシングを楽しむために選ばれた。ボルカー氏が推進した強硬な反インフレ姿勢からパウエル議長が転換するとなれば、市場に衝撃をもたらすに違いない。

By Randall W. Forsyth  
(Source: Dow Jones)

## 9. 海外のハードランディングが米国経済を後退させる可能性

[経済政策]

A Hard Landing Abroad Could Set the U.S. Back

欧州、中国からの逆風に耐えられるか

### ソフトランディングが見えてきた米国経済



Qilai Shen/Bloomberg

米国経済がソフトランディングするという見通しが現実のものとなりつつあるようだ。米連邦準備制度理事会（FRB）は米国をゴルディロックス経済（程よい金利上昇によってインフレが抑制され、景気が過熱も冷え込みもしない状態）に導いてきたようだ。

これは米国人にとっては朗報だが、ゴルディロックスの経済状態にある国は他になく、他国でハードランディングが起きれば、米国に悪影響が及ぶかもしれない。

### 心配な欧州と中国

欧州では国内総生産（GDP）成長率は鈍化しているが、インフレ率は上昇している。中国もGDP成長率は依然低く、15日に発表された小売売上高と鉱工業生産にも力強さはない。そして中国ではインフレ率が低過ぎる。

ユーロ圏と英国の第2四半期のGDP成長率はそれぞれ前期比わずか0.3%と0.2%だった。これに対し、経済協力開発機構（OECD）による米国の同四半期の前期比成長率は0.6%である。

中国は欧州よりもさらに大きな問題を抱えている。不動産バブルの崩壊と、新型コロナウイルスによるロックダウンからの鈍い回復により、経済は苦境に立たされている。加えて、デフレに陥る可能性も出てきた。中国は今年5%程度のGDP成長率を目指しているが、これはこの四半世紀で最低の目標だ。しかし、ここ数カ月の間に発表された一連のデータが期待外れだったことを考慮すると、中国経済が5%成長に到達する可能性は低い。

中国の中央銀行は15日に主要金利を引き下げた。さらなる刺激策が準備されているのかもしれないが、当局は、行き過ぎた刺激策はより大きな問題を将来的に引き起こしかねないと警戒している。

BCAリサーチのストラテジストは最近のリサーチノートで「中国における投資の重点が（不動産など

の) 伝統的インフラから (ITなどの) ニューエコノミーのインフラに移っている。これは、世界経済が中国のインフラ投資から以前ほど恩恵を受けなくなることを意味する」と書いている。

## 失われた10年が迫る世界経済

世界銀行は、2030年までの潜在成長率が30年ぶりの低水準になる可能性があるとの予測を発表し、「世界経済にとって失われた10年になるかもしれない」と警告した。その理由として、労働人口の高齢化、投資の低迷、生産性の低下を挙げている。

カンザスシティ地区連銀が8月24～26日にワイオミング州で開催するジャクソンホール会議では、国際比較の話題が増えることが予想される。パウエルFRB議長をはじめ、世界中から中央銀行関係者が集まるこのシンポジウムのタイトルは、「グローバル経済の構造的シフト」だ。

## 力強い米国経済

現在のところ、米国の各種経済指標は良好である。コア・インフレ率は継続的に低下している。労働市場は失業率の急上昇を招くことなく落ち着いてきた。今年、米国の実質GDP成長率はOECD加盟国の平均を上回ると予想されているが、さらなる上振れの可能性もある。

米国の第2四半期のGDP成長率（前期比年率換算）は2.4%となっている。入手可能な経済データに基づいて実質GDP成長率を推計するアトランタ連銀のGDPナウ・モデルでは、第3四半期には前期比5.8%の成長率が予測されている。

市場は、FRBが来年利下げを開始する余地があると見ている。そうなれば、経済成長には追い風となる。ゴールドマン・サックスは、FRBが2024年半ばまでに利下げを開始し、フェデラルファンド (FF) 金利の誘導目標レンジは現在の5.25～5.5%から約3%に下がると予測している。

## 世界の中の米国

OECDによると、インドのGDP成長率は今年、主要国の中で最も高い6.0%になると予測されている。明るいニュースではあるが、インドには欧州や中国のような経済規模はない。

J.P.モルガンのチーフ・エコノミスト、ブルース・カスマン氏は、「過去のユーロ圏や中国発の危機は、米国発の危機ほど世界経済に与える影響は大きくなかった。しかし、影響が米国経済に及ぶのは間違いない。米国経済は、世界の他の地域が好調な時にこそ絶好調になる」と指摘する。

By Adam Clark  
(Source: Dow Jones)

## 10. 先週の出来事と今週の予定

Hot Sauces, Fiery Prices  
辛いソース、価格は激辛に

[経済関連スケジュール]



Illustration by Elias Stein

気候変動によりトウガラシの生産高が減少し、価格が高騰している。辛い料理の人気の高まる中、最悪のタイミングだ。

今年の収穫は大きな賭けだ。サルサやソース、ディップ用トウガラシの世界的産地であるニューメキシコ州、カリフォルニア州、テキサス州、アリゾナ州、さらにメキシコなどで収穫が行われている最中である。ニューメキシコ・チリ・アソシエーションでエグゼクティブ・ディレクターを務めるトラビス・デイ氏は、適度な高温に加え深刻な干ばつがなければ高収穫への

期待は高まると語る。

かなりの高温下でトウガラシは繁殖するが、干ばつには弱い。湿度が高過ぎるのも脅威になる。デイ氏は、トウガラシが「枯れる原因はいくらでもあり、細心の注意が必要な作物だ」と述べる。問題は他にもある。品種は約4000種あるが、そのほとんどの成育パターンは繊細なため、収穫は手摘みで行われる。収穫は確実なものとは言えず、畑での働き手の数も減っている。

トウガラシの問題はスーパーマーケットにも波及している。人気のシラチャソースを製造するファイ・フォン・フーズは、赤パラペーニョの不作により生産量を減らしている。28オンス入りのボトルは今までは10ドルもしなかったが、70ドル超まで急騰した。限定的な生産は再開されたが、辛い食べ物が好きな人たちは、カリフォルニアにあるハイ・フォン・フーズのシラチャソースへの熱狂をまだ感じているかもしれない。

### 先週の出来事

#### 株式市場

ハイテク株が週明けの市場を主導し、月曜日の主要株価指数は3指数ともに上昇。7月の小売売上高が予想を上回り火曜日も連騰。しかし水曜日には中国経済への不安が市場の重荷となり下落。7月に行われた連邦公開市場委員会（FOMC）の議事要旨が公表され、大半の参加者は、目標を超えるインフレが続くリスクは「大いに」と見ていることが判明した。木曜日にはハイテク銘柄が占める割合の大きいナスダック総合指数が下げを主導、米10年物国債利回りは16年ぶりの高水準となった。週間ではダウ工業株30種平均（NYダウ）は2.2%、S&P500指数は2.1%、ナスダック総合指数は2.6%それぞれ下落した。

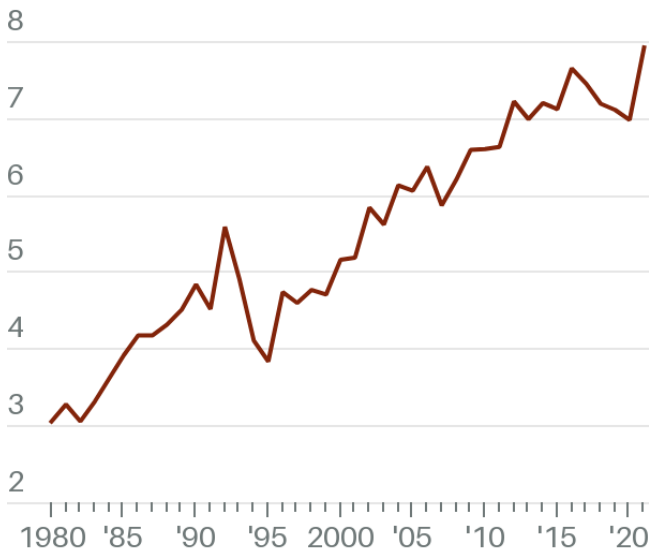
#### 企業業績

ハワイ州マウイ島で発生した山火事の出火原因に関して提訴された、電力および貯蓄銀行の持ち株会社であるハワイアン・エレクトリック・インダストリーズ<HE>の株価は14日（月）、一時41%下落した。ハワイアン・エレクトリックは事業再編を行わないことを表明し、週末に上昇した。大手ディ

## Big Appetite

Fresh chili pepper consumption in the U.S. has soared since 1980.

9 pounds per person



Source: USDA Vegetables and Pulses Yearbook

スカウントチェーンのターゲット<TGT>が決算を発表し、利益は予想を上回り利益率も改善したが、ガイダンスを引き下げた。農機・建機大手のディア<DE>は予想を上回る利益を発表しガイダンスを引き上げた。ホームセンターチェーン大手のホーム・デポ<HD>が150億ドルの自社株買いプログラムを表明した。パークシャー・ハサウェイ<BRK.A><BRK.B>は第2四半期に住宅建設会社DRホートン<DHI>を新たに保有し、自動車大手ゼネラル・モーターズ<GM>の保有株を減らした。

M&A（合併・買収）等

ロイターによると、鉄鋼メーカーのアルセロール・ミッタル<MT>はユナイテッド・ステーツ・スチール（USスチール）<X>の買収を検討している。同業のクリーブランド・クリフス<CLF>と鉄鋼加工・流通会社エスマーク<ESMI>も買収を検討中である。ウォール・ストリート・ジャーナルによると、ソフトバンクグループ<9984>は傘下のファンドから英半

導体設計大手アームの株式25%を160億ドルで取得した。これに基づくソフトバンクグループはアームの企業価値を640億ドル超と評価していることになる。ベトナムの電気自動車（EV）スタートアップのビンファスト・オート<VFS>はナスダック市場での取引初日となった15日に225%高で取引を終えたが、その後急落した。

### 今週の予定

8月22日（火）

・小売銘柄の決算が続き、米消費者の健全度についての判断が示される。22日の取引開始前には大手ホームセンターチェーンのロウズ<LOW>と百貨店大手メーシーズ<M>が決算を発表。23日は小売り大手コールズ<KSS>、24日には衣料小売り大手ギャップ<GPS>、ファッション小売業のノードストロム<JWN>、ディスカウントストア・チェーンのダラー・ツリー<DLTR>、衣料小売会社バーリントン・ストアーズ<BURL>が続く。

8月23日（水）

・米半導体大手のエヌビディア<NVDA>が取引終了後に2023年度第2四半期決算を発表。ファクトセット調査によるアナリスト予想の1株当たり利益（EPS）は2ドル8セント（2022年第2四半期は51セント）。エヌビディアの株価は年初来3倍となっている。

8月24日（木）

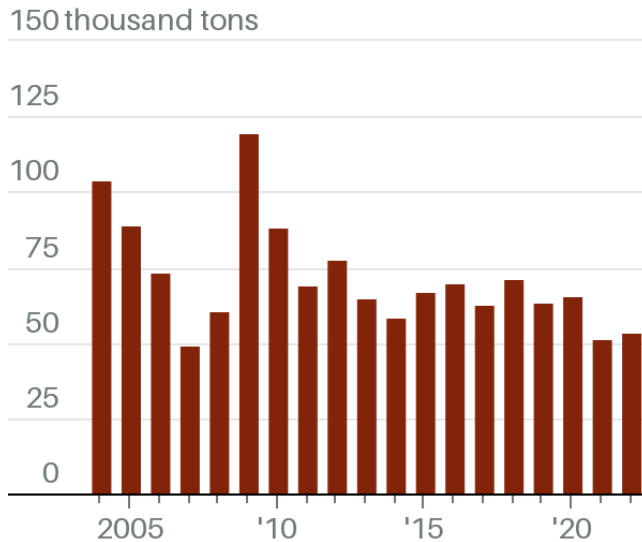
・カンザスシティ連銀が、ワイオミング州ジャクソンホールで2023年経済政策シンポジウムを開催。各国の中央銀行トップや金融政策担当者、経済学者らが参加する。米連邦準備制度理事会（FRB）パウエル議長は25日に講演を行う。

## Pepper Production

New Mexico's chili pepper production increased slightly in 2022, but is still lower than the consistent highs last seen in 2018.

8月25日（金）

・ ミシガン大学が消費者景況感指数8月調査の最終結果を発表。ファクトセット調査によるエコノミスト予想は71.2と7月から変わらず。



Source: USDA

By Hannah Ziegler  
(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』 2023/08/20

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