

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/09/17

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. EV事業で苦戦するフォードとGM - Why the UAW Strike Isn't the Biggest Issue for Ford and GM [カバーストーリー]
現在のEV業界はテスラの一人勝ち P.1
2. アーム上場、既に稀少な割高銘柄に - Arm Is a Pricey Bet on AI [フィーチャー]
期待が大きいAIで真価が問われる P.5
3. 2023年独立系投資アドバイザーランキング - Barron's Top Independent Financial Advisors [フィーチャー]
ウォール街大手に匹敵するサービスを提供する企業も P.8
4. 米国株式に依然強気で、中国に弱気 - She Thinks the S&P 500 Is Still Your Best Bet. [インタビュー]
ゴールドマン・サックスのラフマニ氏に聞く P.11
5. 先週の株式市場は反発した後にスタート地点に戻る - Markets Bounce Around and Wind Up Where They Started [米国株式市場]
しばらくは方向性が見えない展開が続くそう P.14
6. FRBの年内利上げは重要ではなく、来年の利下げの可能性こそ重要。その理由とは - Why a Fed Hike This Year Doesn't Matter. And Why Rate Cuts in 2024 Do. [経済政策]
解き明かすべきは、金利はどこまで上がるかではなく、どれだけその水準が続くか P.16
7. 試練が続くハイテク業界 - Amid Arm Mania, Don't Overlook Tech's Real Trial [ハイテク]
先週の一連のイベントが示唆すること P.19
8. 一般個人投資家がプライベート市場に参入するのは良いことか - Private Markets Are Going Mass Market. Is That Such a Good Thing? [コラム]
アクセスするのは良いが、慎重に行動すべき P.21
9. プライベート・エクイティは株式市場に勝っているのか - How Private Equity Stacks Up Against the Stock Market [投資戦略]
プライベート・エクイティ批判を投資リターンから検証 P.25
10. 先週の出来事と今週の予定 - Gundlach and Gross on Investing, Not Invective [経済関連スケジュール]
ガンドラック氏とグロス氏、新旧債券王の確執と投資スタイルの違い P.27

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

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

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

Copyright © 2023 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. EV事業で苦戦するフォードとGM

[カバーストーリー]

Why the UAW Strike Isn't the Biggest Issue for Ford and GM

現在のEV業界はテスラの一人勝ち

多額の投資は避けられず、労使交渉にも影響

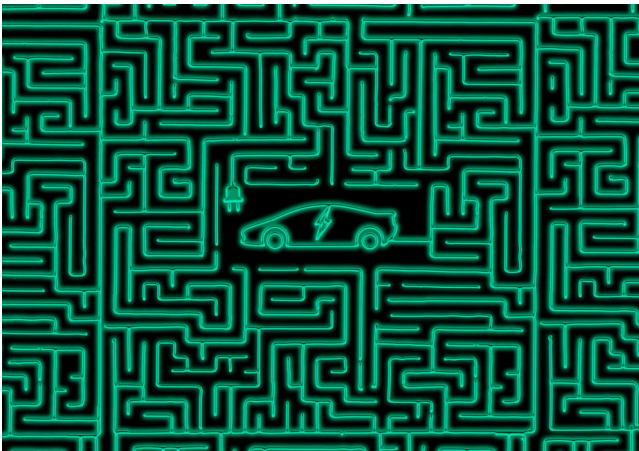


ILLUSTRATION BY NICHOLAS KONRAD

米国の2大自動車会社であるフォード・モーター<F>とゼネラル・モーターズ (GM) <GM>にとって、最も差し迫った問題はストライキだ。しかし、電気自動車 (EV) による存続の危機はストライキよりも大きな課題となっている。EVはようやく米国でも売れ始めたが、フォードとGMのEV部門の損失は拡大を続けている。現在、両社は膨大な資金の使途について厳しい決断を強いられており、それが株価に深刻な影響を及ぼすことは間違いない。

フォードは今後数年間で約70億ドルをバッテリー工場とEV製造施設の建設に支出する予定だ。

GMは2020年から2025年にかけて350億ドルの投資を発表している。両社の今後3〜4年間における新モデル、工場、部品に関する支出のうち、約50%をEV開発が占めることになるだろう。

これはEVの成長に対する巨大な賭けだ。2023年上半期の米国製バッテリーEVの販売台数は前年同期比で47%増加した。第1四半期と第2四半期のEV販売台数はどちらも過去最高だった。今や、EVは米国の新車販売の約7%を占める。カリフォルニア州では22%に上り、他の州でも拡大余地があることを示している。

問題は、恩恵の大部分をテスラ<TSLA>1社のみが享受していることだ。テスラは依然として米国のEV販売台数の約60%を占めており、その割合は2年前から小幅にしか低下していない。GMのシェアはわずか6%、フォードは5%だ。両社がEV業界で長期的に生き残りたいなら、多額の投資を続ける以外の選択肢はほとんどない。

これは全米自動車労働組合 (UAW) との厳しい契約交渉にも影響している。UAW上層部は当初、高いインフレ率と、過去の譲歩の埋め合わせを理由に、今後4年間で40%の賃上げを要求していた。しかし、会社側は、ガソリン車からEVへの大規模な移行のために資金が必要だと主張している。

おそらくGMとフォードは、労働組合のないテスラやEVメーカーのリビアン・オートモーティブ<RIVN>に比べて、現在以上に高い給与を支払わなければならないだろう。ウェドブッシュのアナリストであるダン・アイブズ氏は「交渉の勝者はテスラとリビアンだ」と指摘する。

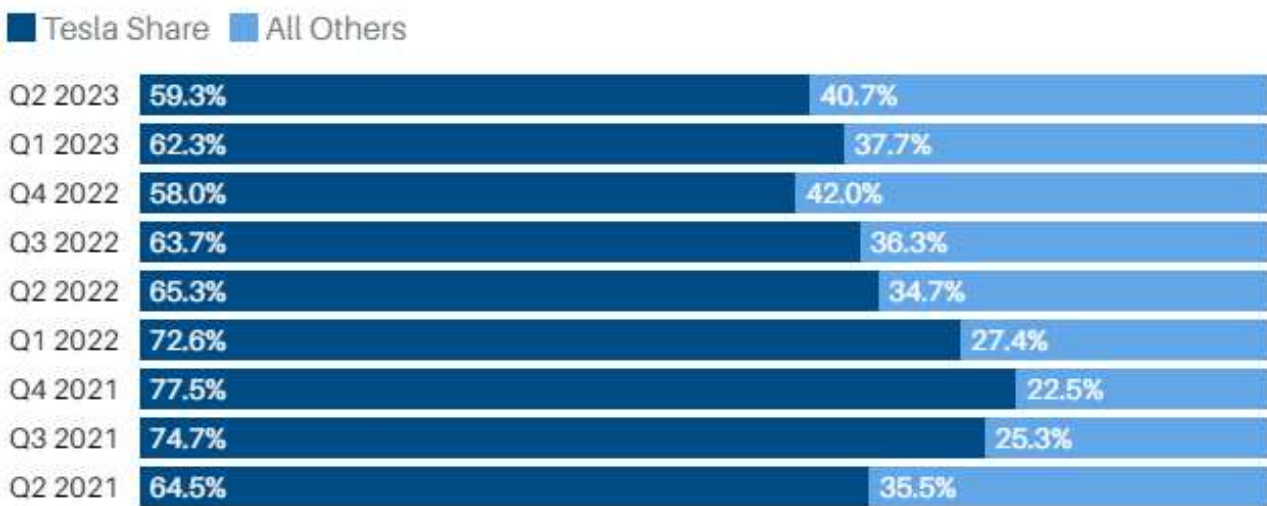
フォードとGMはEVへの移行ですでに多額の損失を被っている。7月、フォードはEV部門の通年の損失額予想を30億ドルから45億ドルへ引き上げ、月間約5万台の生産台数目標の達成時期を2023年末から2024年中に延期した。今年1〜7月のフォードの米国におけるEV販売台数は3万2000台で、前年同期比で3.5%増加している。

GMの2023年上半期のEV販売台数は約3万6000台で、前年同期の8000台弱を上回る。ただし、昨年は「シボレー・ボルト」のバッテリーの不具合による影響を受けた。上半期の販売台数は2022年下半期に比べて約15%増加しており、再び米国のEV販売台数で第2位となった。しかし、GMはEV事業が2025年まで黒字化しないと予想している。

■ テスラの後追いは意外に困難

Elon's World

Tesla still controls a massive share of the U.S. EV market.



Source: Cox Automotive

米国のEVメーカーで、間違いなく成功したと言えるのはテスラだけだ。テスラは米国で月間5万8000台超のEVを販売し、世界全体で同15万台を生産している。これはGM、フォードなどの従来型の自動車メーカーを合計した年間のEV販売台数よりもはるかに大きい。テスラはしっかりと黒字を計上しており、市場では2023年の営業利益率は約11%と予想されている。

2003年の創業以降、イーロン・マスク最高経営責任者（CEO）は「ロードスター」、「モデルS」、「モデルX」などの高級車を発売した後、2017年にマスマーケット向けの「モデル3」を発表した。2020年にはクロスオーバースポーツ用多目的車（SUV）の「モデルY」が続いた。モデル3は、合計100万台以上を売り上げた最初のバッテリー自動車となった。

テスラの成功は、他の自動車メーカーの手本になるように思われた。テスラは、高価格のモデルでコンセプトを示し、その後にクロスオーバーSUVで訴求するという手法を取った。しかし、この手法をまねるのは難しかった。スタートアップから従来の自動車メーカーまで、誰もがEVの生産は比較的簡単だと考えていた。可動部品は少なく、内燃エンジンよりも単純なモーターを使用しており、骨格部分の共通性も高いからだ。

しかし、EVの生産は大方の予想よりはるかに困難だった。フォードは「F-150ライトニング」でバッテリーの問題に直面し、販売台数が上向いてきた矢先の2023年初めに数週間の生産停止を余儀なくされた。GMもシボレー・ボルトでバッテリーの不具合に見舞われた。EVスタートアップも生産の問題

に悩まされている。投資銀行ベンチマークのアナリストであるマイケル・ウード氏は「どの企業もEVの製造に苦戦している」と指摘する。

またEVメーカーは、高級車を発売するというテスラの戦略も後追い可能だと考えた。こうした高級車の価格は往々にして10万ドルを超えるが、自動車関連サービス企業コックス・オートモーティブによれば、自動車市場全体の約2%を占めるニッチにすぎない。テスラのモデルSとモデルX、GMの「GM C ハマー」などの高級車9種は、米国における第2四半期の合計販売台数が2万4328台だった。このうち、モデルXとモデルSが約半数を占める。ほとんどの買い手の手が届かないにもかかわらず、9種類の車種が発売されるほどの大きな市場ではない。

テスラのモデルYは、2023年上半期に世界で最も売れた自動車となった。モデルYの成功を受けて、他の自動車メーカーも小型の電動SUVを発売している。これは理にかなっており、中小型のSUVは米国で特に人気があり、自動車販売台数の約33%を占める。しかし、2023年上半期においてテスラの競合他社による小型電動SUVの販売台数は8万台未満で、平均で1車種につき月間約1000台にとどまっている。これでは黒字には到底届かない。

要因の一つは、標準型とロングレンジ型のモデルYの平均航続距離が充電1回当たり約300マイルと長いのに対して、競合他社のEVの平均航続距離が約240マイルであることだ。投資会社エンジン・ナンバーワンの上場投資信託（ETF）ポートフォリオマネジャーであるエリ・ホートン氏は「結局、消費者が重視するのはEVのコストと航続距離だ」と語る。

バッテリーだけではなく、消費者へのメッセージも改善する必要がある。フォードとGMは、従来型の自動車を売るのに何十年も活用してきたマーケティング戦略を利用することはできない。EVが自社のガソリン自動車よりも環境に優しいという事実も強く打ち出せない。ピュー研究所の世論調査では、自動車を買いたいと思っている米国人の約43%はEVの購入に積極的で、そのうち約4分の3は民主党寄りだった。

グローバルX ETFのリサーチディレクターであるペドロ・パランドラニ氏は、「（EVには）政治的な要素がある」と語った。ただし、パランドラニ氏は、EVが従来型自動車よりも全体的に安くなれば、政治的な壁は崩れるという楽観的な見方を取る。

同じメーカーでさえ、EVと内燃エンジン車の購入層は異なるようだ。フォードは、自社のEV購入者の60%超がフォード車を初めて購入する層だと述べた。これは新規顧客を呼び込んでいるという点では良いことだが、既存の顧客はガソリン車を好むという意味でもある。フォードの商用車事業の最高責任者であるテッド・キャニス氏は、結局は人々が好きになる自動車を作れるどうかに帰着すると言う。キャニス氏は「法人は非常に合理的（な買い手）だが、個人は車にほれ込む。つまり、感情に動かされる」と語る。

■ 株価は割安な可能性も

では、両社はどうすれば良いのだろうか。モルガン・スタンレーのアナリストであるアダム・ジョナス氏は、フォードがハイブリッド自動車を一段と重視するとみている。ハイブリッド自動車は米国の販売台数の約7%、F-150全体の販売台数で見ると10%を占める。フォードの従来型自動車事業で販売・物流・トラック担当バイスプレジデントを務めるアンドリュー・フリック氏は「来年は20%以上

How the Race Was Won

After a tough end to 2022, Tesla stock has overtaken Ford and GM.



Source: FactSet

に達すると予想している」と語る。

海外のトラック市場では、フォードの「レンジャー」やトヨタ自動車の「タコマ」といった比較的小さいモデルが好まれる。そのため、フォードはレンジャーのハイブリッド版やEV版に優先的に取り組むべきだろう。この市場は現在、リビアンピックアップトラック「R1T」が独占している。

フォードは米国と欧州における商用車の販売台数がトップであり、米国市場の法人顧客は約26万5000社、シェアは40%だ。これはEVの販売競争においてプラスとなる可能性がある。ベンチマークのウード氏は「市場の約3分の1はEVへと容易に変わり得る」と語る。

GMは、EV市場でより幅広いセグメントに狙いを定める必要がある。最近発売したGMCハマーや「キャデラック リリック」などは高価格に設定されており、「キャデラック セレスティック」の販売価格は30万ドル超となる予定だ。GMはEV技術に多額を投資している。これにより競合に比べてコストが低下し、航続距離が長くて機能も豊富な自動車を提供できるようになるだろう。

課題は、早くからEVを購入してきた消費者だけでなく、リースやローンの期間が終わり、GMのガソリン車を下取りに出すドライバーにもEVを売り込むことだ。そのための手段は、無料の充電でも、リース料金の免除でも、他の思い切ったインセンティブでも構わない。ベンチマークのウード氏は、「2〜3回分のリース料を免除しても、それほどコストはかからない」と語る。

とはいえ、GMとフォードの株価を簡単に上昇させる解決策は存在しない。両社の株価は過去12カ月でそれぞれ約21%と約20%下落している。EVの販売台数の勢いを示すことができれば、投資家のセン

チメントは変わるとみられる。しかし、GMは2025年、フォードは2026年までEVの黒字化が見込めない中で、今後12〜24カ月の株価は、ストライキが落ち着いたとしても金利と自動車販売台数に左右されるだろう。

良いニュースもある。自動車販売台数は上向いており、過去12カ月の米国における新車販売台数は約1530万台と、前年同期比で約11%増加した。金利と自動車価格がピークを打った場合、販売台数は1600万〜1700万台となるだろう。販売台数が増加すれば、投資家がEV事業の黒字化を待つ間、GMとフォードが堅調な利益とキャッシュフローを維持するのには十分と思われる。

フォードとGMの株価は、EV市場が全く成長しないという最悪のシナリオをある程度織り込んでいる。2024年予想株価収益率（PER）はGMが5倍未満、フォードが7倍未満で、いずれもS&P500指数の18倍を大幅に下回っている。これらのバリュエーションは、両社のEV事業の利益が増加せず、EVへの移行は良くても差し引きゼロ、悪ければ完全な損失になることを示唆している。

このシナリオは全くの的外れとも言えない。ビーオブエー・セキュリティーズのアナリストであるジョン・マーフィー氏は、業界全体が後れを取っているとみる。マーフィー氏は、EVが2023年の米国の新車販売台数に占める割合を11%と予想していたが、上半期の実績は7%だった。需要がなければ、「膨大な資本が浪費されることになる」と言う。

しかし、マーフィー氏などのアナリストは、基本的にはEVが普及するとみている。一部のアナリストは、EVが2030年までに世界の自動車需要の50%に達する可能性があると予想している。エンジン・ナンバーワンのホートン氏は「当社は経済の脱炭素化が進むと強く確信しているが、現在はあらゆる場所でスピードバンプ（車を減速させるための路上の突起）やハードルにぶつかっている。障害は今後増えるだろう」と語る。切り抜けられるかどうかは、フォードとGMに懸かっている。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

2. アーム上場、既に稀少な割高銘柄に

[フィーチャー]

Arm Is a Pricey Bet on AI

期待が大きいAIで真価が問われる

PSR 25倍、PER 100倍超は「既に目一杯」か

ハイテク企業の新規株式公開（IPO）市場は死んではいなかった。シリコンバレーのスタートアップ企業にもウォール街の投資銀行にも転機となり得る一大イベント、英半導体設計大手アーム・ホールディングス<ARM>のIPOが14日に完了した。注目と期待を集めた新規上場の結果は大成功となった。

ハイテク株の重要なIPOとしては、半導体大手のインテル<INTC>がスピンオフした子会社で自動運転車向けの半導体やソフトウェアを製造するモービルアイ<MBLY>の上場以来、11カ月ぶりとなる。アームの公開価格は仮条件上限の51ドルで、それを10%上回る初値がつき、公開価格から19%高い60ドル75セントで週を終えた。直近の時価総額は650億ドルで、これはメモリー半導体の大手で、売上高がアームの10倍であるマイクロン・テクノロジー<MU>を約100億ドル下回る。

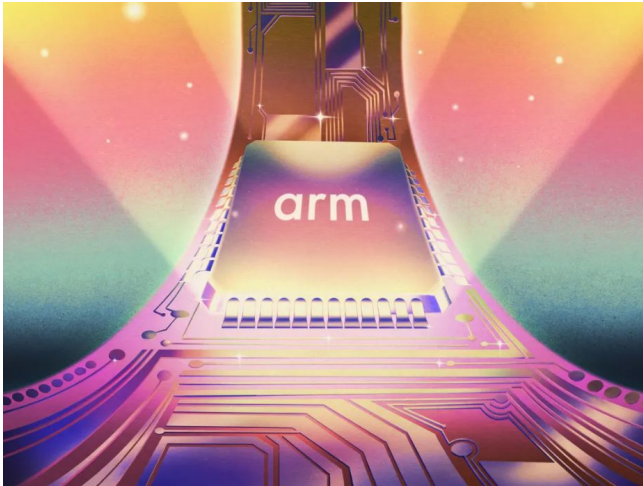


Illustration by Patricia Doria

アームの足元のバリュエーションは株価売上高倍率（PSR）が約25倍、株価収益率（PER）は100倍超となっているが、これが厄介な状況を招く可能性もある。投資銀行ニーダムのアナリスト、チャールズ・シー氏は「バリュエーションは既に目一杯である」と記し、初日の取引終了後に投資判断を「中立」としてアームのカバレッジを開始した。中・大型ハイテク銘柄でPSRが25倍以上であるのは現在、米半導体大手エヌビディア<NVDA>のみだ。

IPOに先立ち、一部の投資家はアームの最近の業績が力強さを欠いていることに懸念を示して

いた。2023年3月期通期の売上高は前年の27億ドルから26億ドル8000万ドルに、純利益は前期の5億4900万ドルから5億2400万ドルに、どちらもわずかだが減少した。

上場当日のインタビューでジェイソン・チャイルド最高財務責任者（CFO）は、売上高が横ばいとなった理由について、前期は売り上げが大幅に増加し、その背景にはエヌビディアへの売却話が進んでいたため一部の顧客でライセンス契約を加速する動きがあったと説明した。チャイルド氏は、投資家には直近3年間の平均売上高成長率が約15%である点を、今後の成長力を表す指標として見てほしいと述べた。

主力は携帯電話向け、ロイヤルティ単価は6セント



Courtesy of Nasdaq

アームは1998年に最初の上場を果たしている。2016年にIT大手のソフトバンクグループ<9984>に320億ドルで買収され非公開化された。ソフトバンクは2021年、エヌビディアにアームを売却する合意を取り付けたが、規制当局の強い反対に直面し、2022年に売却を断念した。

アームのビジネスモデルは、真の意味での「同業」ライバルが存在しない独特のものだ。前身は1990年設立のアドバンスト・リスク・マシン（ARM）で、半導体設計に特化してきた。半導体メーカーはアームとライセンス契約を結び、

アーム設計の半導体売れるたびにアームに少額のロイヤルティが支払われる。世界中の携帯電話の99%がアームの技術を採用したプロセッサを搭載しており、アームの売上高の約45%を占めるのは携帯電話市場だ。次に大きいエンドマーケットはモノのインターネット（IoT）と称される「コネクテッド」機器市場だが、クラウド・コンピューティング向けの半導体設計に売上高で追い越されようとしている。自動車もアームにとって急成長分野だ。

アームのビジネスはボリュームが勝負だ。投資家は特に携帯電話において半導体1個当たりのロイヤル

ティ収入の増加を望んでいるはずだ。2023年3月期のアームが設計した半導体の販売量は300億個を超え、2016年から70%増加した。チャイルド氏によれば、アームのロイヤルティ収入は出荷された半導体1個当たりわずか6セントだが、アームが設計するより高度なプラットフォームを利用する顧客が増えるにつれ、今後の単価の上昇が見込めるといふ。

AIの実力はバリュエーションに見合うか否か

チャイルド氏が人工知能（AI）はアームにとって「非常に大きな機会」だと表現するように、割高な株価バリュエーションの大部分はAIのトレンドとの潜在的な結びつきが根底にある。市場の関心を集めてきたのは大規模言語モデルの「学習」で、これにはエヌビディアの画像処理半導体（GPU）が提供するようなある種の計算能力が欠かせない。しかしチャイルド氏は、今後はより多くの機会がこれらのモデルを活用し「推論」するソフトウェアになるだろうという。

チャイルド氏の考えでは、推論作業の多くは半導体デバイスにおいて直接行われることになり、そのデバイスの多くがアームの設計技術を採用している。PC大手のHP<HPQ>とデル・テクノロジーズ<DELL>は最近の本誌の取材の中で、今後数カ月のうちにAI対応のノートPCを発売する予定だと語っている。

チャイルド氏は、ノートPCや携帯電話のAIワークロードのほとんどは、エヌビディアの高価なGPUではなく、中央演算処理装置（CPU）をベースにしたものになるだろうと語る。チャイルド氏は、アームはデルやHPといったパソコンメーカーと、インテルや半導体大手のアドバンスト・マイクロ・デバイス<AMD>が提供する従来のx86ベースのプロセッサに代わるアーム設計のプロセッサを搭載したモデルを設計する協議を進めているという。

AIの話題ばかりが注目を集めるが、アームの当面の売上高は成長が鈍化しているスマートフォン市場に大きく依存していることを忘れてはいけない。割高なバリュエーションを見れば、アームはAIの実力を迅速に証明する必要がある。それに失敗すれば株価も同様の結果となる可能性がある。

アーム株の劇的なデビューは、今週予定されているベンチャーキャピタルが支援するハイテクスタートアップ企業による2件のIPOへの期待を高めるだろう。一つは食料品宅配会社インスタカートの親会社であるメープルベア<CART>、もう一つは、eコマース・マーケティングの自動化ソフトウェア企業、クラビヨ<KVYO>だ。これらの上場が成功すれば、さらにIPOが盛り上がる可能性がある。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

3. 2023年独立系投資アドバイザーランキング Barron's Top Independent Financial Advisors ウォール街大手に匹敵するサービスを提供する企業も

[フィーチャー]

大型化の道を歩む有力企業

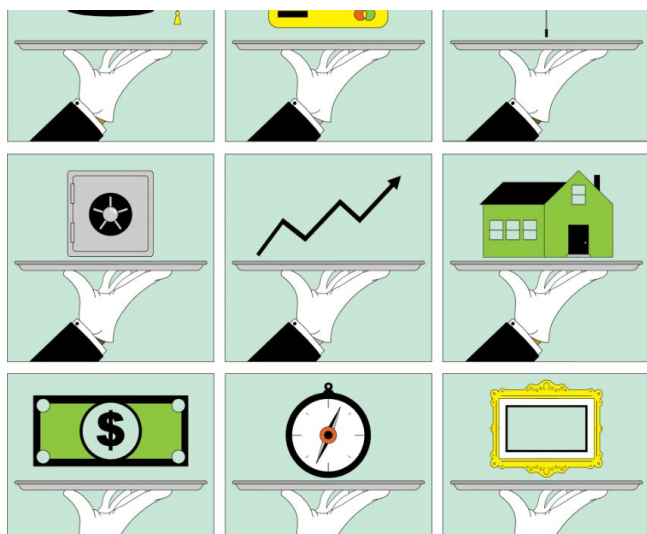


Illustration by Melanie Lambrick

少し前まで、独立系のファイナンシャルアドバイザーはモルガン・スタンレー<MS>、メリルリンチ、UBS<UBS>、ウェルズ・ファーゴ<WFC>などの巨大なウェルスマネジメント企業と比べれば孵化したてのグッピーのような存在だった。それも今や過去の話だ。

独立系の登録投資顧問会社（RIA）は数百万ドルではなく数十億ドルの顧客資産を運用するようになりつつあり、その多くがウォール街の大手証券会社に匹敵するサービスメニューを揃えている。ノースカロライナ州ローリーを本拠とするキャプトラスト（運用資産額：一任勘定1159億ドル、非一任勘定5986億ドル）のフィー

ルディング・ミラー最高経営責任者（CEO）は「零細企業中心だったこの業界は大手中心の業界へと変貌を遂げた」と話す。

調査会社セルリ・アソシエーツによると、2022年年初の個人投資家中心のRIAの運用資産額は4兆8000億ドルと、2017年年初の2兆4000億ドルから倍増し、50億ドル以上の顧客資産を運用する企業の数も1万3127社のうち128社と、5年前の59社から増加した。

こうした規模の拡大により、老後の資金計画や投資運用といった中核業務以外へ拡大することが可能となり、多くの企業が税務対策、保険コンサル、相続対策、オルタナティブ投資、さらには企業オーナー向けのコンサルまで手掛けるようになった。

サービスの幅と厚みが増すにつれ、顧客は財務上の問題の大半を単一のチームに任せられるようになった。

今年度のランキングリスト

今回の特集では、二つのランキングを紹介する。今年で7年目を迎える「RIA上位100社」は、運用資産額、運用資産が生む収益額、規制上の記録、スタッフの人数および多様性、テクノロジーへの投資、相続準備などを含む定性的、定量的な基準に基づいている。「独立系アドバイザー上位100人」のランキングは同様の定量基準を使用しており、定性要因にはアドバイザーの経験、大学院レベルの学位、業界資格、チームの人員構成、そして当然ながらコンプライアンス上の記録が含まれる。

今年度のランキングのトップは、ミシガン州ポーターズのジャン・ファイナンシャルのチャールズ・ジャン氏（（運用資産額55億ドル、顧客の平均運用額300万ドル）で、本誌のランキング計算で100点

満点のスコアを獲得し、昨年の2位から順位を上げた。

昨年トップだったロサンゼルスを本拠とするケイン・アンダーソン・ラドニック・インベストメント・マネジメントのスパッド・パウエル氏は5位となった。女性でトップとなったのは、シンシナティを本拠とするマリナー・ウェルス・アドバイザーズのバレリー・ニューウェル氏で、3位に付けた。昨年から大きく順位を上げたアドバイザーとしては、12位から4位に上昇したシアトルを本拠とするフリーストーン・キャピタル・マネジメントのエリック・モーガン氏、15位から6位に上昇したシカゴを本拠とするクレセッツのデービッド・カープ氏、24位から15位に上昇したカリフォルニア州サンタモニカのシェラ・インベストメント・マネジメントのデービッド・ライト氏などが挙げられる。今年の上位100人のうち17人は昨年ランク外だった。

進化を続ける業界

RIA業界は引き続き進化の途上にあり、標準的な企業規模がどのように変化するか現時点では分からない。読者の全体像把握をサポートするため、顧客運用資産額の中央値でランクインした企業のグループ分けを行なった。一般的には、自分の投資運用額が典型的な顧客の運用額に近いアドバイザー企業を利用するのが望ましい。

上位100名の典型的なアドバイザー像は業界経験32年のベテランだ。収益性の高い事業であり、平均的なチームの運用額は50億ドル、年間収入は約2300万ドルに上り、両数値とも、この数年で大幅に増加した。顧客は対価に見合うものを得ていると感じているようであり、昨年失われた顧客は全体の3%にすぎない。上位100人のアドバイザーは大きなチームに所属している。平均的なチームの規模は、顧客サービス担当者、マーケティング専任者、その他を含め32人で、4人のパートナーが率いている。

大手独立系アドバイザーの多くが、中小アドバイザーの買収によって規模を拡大してきた。コンサルティング企業デボー・アンド・カンパニーのRIAディール・ブックによると、昨年は264件、今年も第1四半期に63件、第2四半期に57件の合併・買収（M&A）が行われている。

CIファイナンシャルやハイタワーなどの「アグリゲーター」企業は、提携企業にM&A、マーケティング、テクノロジー、コンプライアンスなどの支援を提供しており、こうしたサービスを提携企業の顧客に提供するため、会計事務所や相続対策を専門とする企業を買収する場合もある

過去4分の1世紀にわたり、独立系アドバイザーとともに発展してきた第三者のサービスプロバイダーが提供するエコシステムによって新規立ち上げが容易になり、アドバイザーの新規参入が連綿と続いてきたため、買収のターゲットとなる独立系RIAについては無限とも思える供給がある。

独立系のRIAを設立するのは至難の業だった。ウォール街の大手企業出身のアドバイザーなどが独立を図る場合、プランニングや投資だけに集中することはできず、不動産探し、テクノロジー購入、規制順守、従業員管理、その他あらゆることに対処する必要があったが、今ではそのほぼすべてをアウトソースすることができる。

今日では、チャールズ・シュワブ＜SCHW＞やフィデリティ・インベストメンツなどの超大手が、資産の保護預かりからトレーディングプラットフォーム、バックオフィス業務、さらには事業運営の指南まで、あらゆるものを独立系アドバイザーに提供してくれる。ダイナスティ・フィナンシャル・

パートナーズは、本質的には自社のエンド・ツー・エンドのサービス群に対するアクセスを提供する大手「プラットフォーム」企業だ。マリナー・ウェルス・アドバイザーズなど一部のRIA企業は、アドバイザーを雇用しつつ、独立系アドバイザー向けの提携チャンネルも提供している。

オライオン・アドバイザー・ソリューションズやインベストネットなど、ポートフォリオ管理やパフォーマンス報告、コンプライアンスサポートなどの支援サービスを提供する企業もある。ポートフォリオ分析を提供するナイトロジェンやプライベートエクイティやヘッジファンド、仕組債などのオルタナティブ投資へのアクセスを提供するCAISなど、より焦点を絞ったサービスプロバイダーもある。キャプトラストのミラー氏は「ベンダーから、実質的に資本を必要としない優れた既成サービスの提供を受けることが可能なため、金持ちの金融機関に対して競争上不利になることはない」と話す。

優秀な人材の確保も長年の課題だったが、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）でリモートワークが有効に機能することが証明され、実質的に人材プールは全国規模に拡大した。

独立系の長所

また、独立系RIAは、大手証券会社であれば発生する可能性がある多くの利益相反とは無縁だと主張する。さらに、非公開企業であるため（RIAの公開企業はまれ）、配当や株価など常に株主に対する責任を優先する必要があるウォール街の企業よりも、顧客により優れた先進的なサービスを提供するために事業に対する再投資を行う上で有利だと主張する。

大手独立系アドバイザーはさまざまな方法で規模を拡大してきた。例えば、カンザス州オーバーランドパークを本拠とするクリエイティブ・プランニングは、現在最も活発に買収を行っている企業であり、8月末には、ゴールドマン・サックス<GS>からアドバイザー事業を290億ドルで買収することに合意した。一方、インディアナ州エバンズビルのドナルドソン・キャピタル・マネジメント（運用資産額23億ドル）は、新規顧客を開拓し、既存顧客とのリレーションシップを深耕することにより、内部成長を遂げてきた。

マサチューセッツ州ウォルサムを本拠とするインテグレートッド・パートナーズ（運用資産額75億ドル）は、サービスの多様化と成長の推進において顕著な創造性を発揮している。公認会計士事務所177社と提携し、顧客ニーズに応えるため、案件を共有し連携を行っている。昨年は、ファミリーオフィス・サービスに対する顧客ニーズがあることに気付き、この事業を構築するため、バンク・オブ・ニューヨーク・メロン<BK>の上級幹部を採用した。

独立系アドバイザーの多くは自社でサービスを構築するよりも主として外部のパートナーと協力する方を好む。例えば、ロサンゼルスを本拠とするエンジェルズ・ウェルス・マネジメント（運用資産額12億ドル）は、投資については外部の資産運用マネジャーを選択し、融資、信託、相続に関する助言、税務もアウトソースしており、ジョナサン・フォスターCEOは「顧客のために各分野の最高のプロバイダーを選び、マッチングするように努めている」と話す。

規模を拡大する独立系アドバイザーが増加するにつれ、富裕層をターゲットとする企業が増えているが、それほど運用資産が多くない投資家にも依然として優れた選択肢がある。ロボアドバイザーから、ファセット・ウェルスのようなミドルクラス向けの企業まで、通常必要とされる基本的なサービスをリーズナブルな価格で見付けることができる。自分自身で運用することも選択肢であり、それに

適した人もいるが、精神的な負担は大きく、24時間おきにさまざまなニュースで市場が上下し、そうした時期を一般人が乗り切るのは極めて厳しくなっており、そこにファイナンシャルアドバイザーが関与する余地がある。

現時点では、独立系アドバイザーはウォール街のライバルに比べれば、まだまだ極めて小さな存在だ。運用資産額2420億ドルのエデルマン・ファイナンシャル・エンジンズや1553億ドルのクリエイティブ・プランニングなど、最大クラスの企業でさえ、4兆9000億ドルの資産を擁するモルガン・スタンレーのウェルスマネジメント部門とは比べれば微々たる存在だ。

さらに、広くブランドとして認知されている独立系アドバイザーは存在しない。だが、それを変えるための競争も始まっている。独立系のRIAブランドが全米で認知されるのはまだ遠い将来の話かもしれないが、長年にわたり米国の資金運用業界で着実な発展を遂げてきており、有力な競合相手となりつつある。

By Steve Garmhausen
(Source: Dow Jones)

4. 米国株式に依然強気で、中国に弱気 She Thinks the S&P 500 Is Still Your Best Bet. ゴールドマン・サックスのラフマニ氏に聞く

[インタビュー]

米国に強気



Photograph by Evelyn Freja

ゴールドマン・サックスのウェルス・マネジメントの最高投資責任者（CIO）であるシャーミン・モサバー=ラフマニ氏は、20年以上にわたって米国に強気で、中国に対しては2013年以来弱気だ。米国のリセッション入りの可能性が低下し、中国の経済成長率が落ち込んで金融の問題が拡大する中で、ラフマニ氏の推奨は現在ではさらに適切にみえる。

ラフマニ氏は、ゴールドマン・サックスで30年以上を過ごしたエコノミストで、中国の増加する債務とそれが中国に突き付ける課題に警鐘を

鳴らしてきた。ラフマニ氏は、米国以外の割安なバリュエーションが投資家を引き寄せる中で、顧客に対してはポートフォリオで米国株重視を維持するよう推奨している。

本誌は8月終盤に、電話によるインタビューを実施した。

本誌：今後12カ月の経済および市場の見通しは。

ラフマニ氏：今後12カ月以内に米国がリセッションに陥る可能性を、45～55%から30～40%へ引き下げている。現状は、レバレッジや市場のバリュエーションにおいて極端な状態ではなく、米国経済がショックを吸収する能力は高まっており、リセッションの可能性を低下させている。

Q：インフレ見通しが経済見通しの不透明感を高めている。インフレの行方は。

A：われわれは、インフレ率が今後も低下するとみており、年末の総合インフレ率を3%強、コアインフレ率を4%弱と予想している。賃金の粘着性は弱まるだろう。求人と失業の関係を見ると、そのギャップは縮小しており、今後も縮小するはずだ。

0.25%の追加利上げは市場にとってサプライズになるだろう。米連邦準備制度理事会（FRB）は、予想以上に好調な経済成長率または粘着的なインフレを理由に、さらに1回ないし2回の利上げを実施するのだろうか。利上げされれば2024年後半のリセッションの可能性を高めるだろう。しかし、FRBが2024年下半期に向けて利下げする可能性の方が高い。われわれは利下げ幅として0.75%を予想しているが、市場予想は1%だ。

中国には課題

Q：中国の景気回復は順調ではない。

A：中国の経済成長率は、コロナ禍前の10年間は年率7.7%だった。現在の目標はせいぜい平均で3.5%、2032年末までで2.5%だ。それは経済の崩壊ではなく、中国政府にはなすすべのない成長率の着実な低下を意味する。

経済成長率の低下によって、中国に対する主要輸出国が最も悪影響を被るだろう。米国は主要輸出国ではなく、米国の対中輸出は国内総生産（GDP）の1%に満たない。オーストラリア（鉄鉱石）、チリ、サウジアラビア（石油）は、成長率低下を考慮する必要がある。

Q：中国政府は、成長率低下をなぜ反転させられないのか。

A：中国政府は、中国の世界貿易機関（WTO）加盟で新興国が恩恵を受けた「ゴルディロックス」の時期に改革を実行せず、海外直接投資と証券投資が中国に関心を持っていた時期に何もしなかった。今や逆風が強過ぎて対抗できない。

政府は人口動態に対して何もできず、低い生産性と教育水準に対する即効性のある手段はなく、地政学的な逆風に打つ手がない。中国はインド・太平洋地域に倍賭けしており、その他諸国からの反動も和らぐことはないだろう。

成長の3本柱をみると、輸出は今後も重点が置かれる一方、インフラは過剰で、不動産は着実に縮小している。中国は無駄な道路という観点で日本の過ちを繰り返し、はるかに弱い諸国との同盟の獲得を試みるという点で旧ソビエト連邦の誤りを繰り返した。中国は軍事支出も増やしている。

Q：投資家にとってそれは何を意味しているのか。

A：人々は、中国経済と地政学的情勢の現実を目覚めた。われわれは、2013年から新興国市場を大幅にアンダーウエートとし、2001年から米国が傑出しているというテーマを維持してきた。

■ 要注意企業

Q：中国の経済成長率減速のリスクが最も高い企業は。

A：英国の鉱業会社のリオ・ティント<RIO>や、スイスの時計メーカーのスウォッチ<SWGAY>、高級品メーカーのLVMHモエ・ヘネシー・ルイ・ヴィトン<MC.フランス>およびエルメス・インターナショナル<RMS.フランス>などが最も影響を受けるだろう。

米国企業も利益の面で中国にエクスポージャーがあるが、自動車メーカーのBMW<BMW.ドイツ>、スポーツ用品メーカーのアディダス<ADS.ドイツ>、さらに化学大手のBASF<BASFY>などの欧州企業ほどではない。ただ、電気自動車（EV）メーカーのテスラ<TSLA>は影響を受けるだろう。

Q：中国では、どのような景気刺激策が実施される公算が大きいのか。

A：地方政府による土地の消費者への移転のような多額の資産の消費者への移転、または、平均的な預金者に対する大がかりな支援以外には、状況を大幅に変化させられるような施策は見当たらない。

Q：さらに大幅な利下げがあるとみているか。

A：中国人民銀行は、国有銀行に打撃を与えたくないために、利下げはしないだろう。金利マージンは既に悪化している経済環境の中で縮小する見込みだ。

中国が景気刺激策として貸出金利を引き下げるとすれば、それは、預金金利も引き下げることになる。そのような政策は、経済の原動力の不動産・インフラ・輸出から消費への移行を阻害するだけだ。

Q：米国株式は今年に入って好調だが、中国に対する見方は米国が傑出しているという見方を補強するのか。

A：そのとおりだ。米国の利益成長は、その他地域を大幅に上回っている。MSCI中国指数の利益は20%減少してほぼ10年前の水準へ戻った一方、米国企業の利益は65%増加している。

市場を見て、セクターのウェイトを調整すると、米国のバリュエーションは中国その他の市場と比較して高いが、それほど割高ではない。MSCI新興国市場指数の予想株価収益率（PER）は、セクターを調整すると15.8倍であるのに対して、米国は18倍だ。インドのPERは、セクター調整後で米国に対して34%のプレミアムとなっている。

Q：投資家は、中国に代わる投資先を探す中で、インドを有望視している。

A：人々は、インドの利益成長と、中国リスク軽減の受け入れ先としてのインドを楽観視し過ぎている。企業にとって、インドへの移転や中国での取り組みを代替することは極めて困難だ。インフラ、労働者の教育、関税、官僚主義といった問題がある。

Q：インフレ圧力とサプライチェーンの再編成を考慮した、米国企業の利益見通しは。

A：利益率は前四半期比で改善しており、利益は成長するというわれわれの見通しに対する素晴らしい裏付けを提供している。投資家とアナリストは利益予想を下方修正していたため、第1四半期と第2四半期の利益は上振れサプライズとなった。今年の利益は、4～5%増加するだろう。また、われわれはインフレが制御不能になることを、あまり心配していない。それは株式市場の下支え要因だ。

投資対象

Q：米国が投資先だとすれば、投資家が買うべき対象は。

A：われわれは、エネルギー価格が70～100ドルで推移するという見方に基づいて、マスター・リミテッドパートナーシップ（MLP）に若干配分している。しかし現時点で、特定の1セクターをオーバーウェイトとするだけの確信はない。われわれは、グロース株が引き続きアウトパフォームするか否かを判断するために、グロース株がバリュー株を大幅に上回った過去のパターンを調べた。すべての場合においてS&P500指数は上昇しているため、現在の環境でS&P500指数にこだわるという見方を維持する。

Q：米国への強気なスタンスに反する要素はあるか。

A：米国が傑出しているという見方は、ある特定の要因が原因ではなく、米国の労働生産性、人的資本の質、素晴らしい技術革新が背景となっている。スタンフォード大学の研究によると、S&P500指数構成企業の経営陣は、企業経営において世界的にトップクラスに位置する。また、他国よりも良好な米国の天然資源と人口動態も理由となっている。短期的には変動や歪みが生じる可能性があるが、長期的には、経済成長を支える多くの指標において米国は外国を上回っており、米国の傑出性をもたらす要因に変化はないだろう。

Q：債券のポートフォリオにとって、米国の債務の状況は何を意味するのか。

A：高クオリティーの有価証券が、ポートフォリオのボラティリティを低下させ、デフレ環境や地政学的ショックに対するヘッジになると提案したい。GDP比でみた連邦債務の多さ、または、フィッチ・レーティングスによる米国の信用格付けの引き下げにもかかわらず、米国債は依然として最も安全で最良の資産だ。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

5. 先週の株式市場は反発した後にスタート地点に戻る Markets Bounce Around and Wind Up Where They Started しばらくは方向性が見えない展開が続くそう

[米国株式市場]

レンジ内での取引が続く

ここ数週間、株式市場の取引は不安定でレンジ相場が続いており、投資家は船酔いしたような気分になっている。まだ順風満帆とまではいかないだろう。

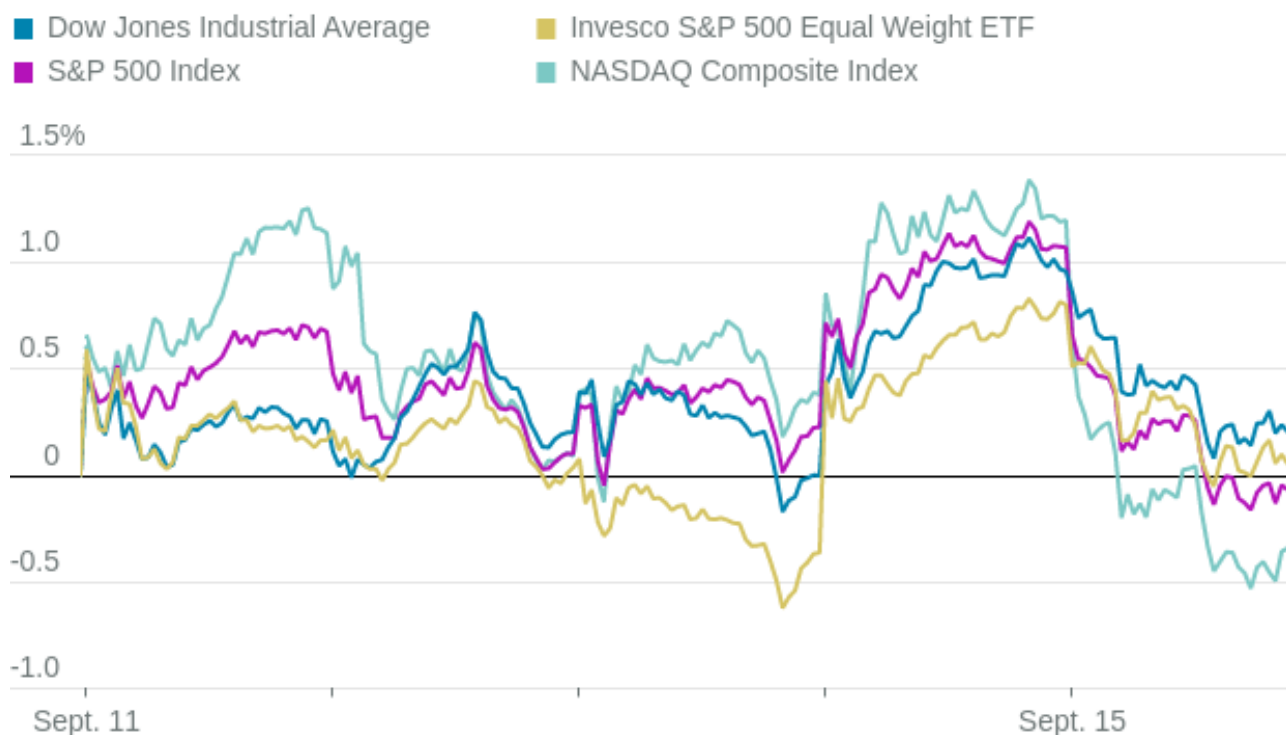
ニュースの見出しや懸念材料には事欠かなかったが、株式市場は大した動きをしておらず、S&P500指数は過去2カ月間横ばいだった。先週はインフレと小売売上高のデータが発表され、ハイテク企業のドラマがあり、そして業界ごとのコンファレンスが目白押しだったが、この状況を変えることはほとんどなかった。先週の主要株価指数を見ると、S&P500指数は0.2%安の4450.32となり、ダウ工業株30種平均は0.1%上昇して3万4618ドル24セントで引けた。ナスダック総合指数は0.4%下落して1万3708.33で取引を終了し、小型株のラッセル2000指数は0.2%安の1847.03で週末を迎えた。



David Paul Morris/Bloomberg

FOMCの注目点

Market Snapshot



今週開かれる米連邦公開市場委員会（FOMC）でさえも、市場が方向性を決める一助になりそうにない。経済指標次第の姿勢を取っている米連邦準備制度理事会（FRB）は19日と20日のFOMCで次の金融政策の方向性について熟考し、金利、経済成長およびインフレ率の見通しを発表する。先物市場は、今回のFOMCで政策金利に変化はないと織り込んでいる。

バンク・オブ・アメリカのチーフ・エコノミストであるマイケル・ギャペン氏は、「7月の会合以降の経済指標の流れは、概して様子見姿勢を支持するものだった。最近の経済指標からFRBはディスインフレが進行していることに勇気づけられているだろうが、景気の強さからインフレが再び加速するこ

とを懸念している」と書いている。

ただし、FRBが長期的な見通しをどう描くかは、まだはっきりしていない。そこで注目されるのがFOMCメンバーによる最新の経済見通し、いわゆるドットプロットだ。エネルギー価格の上昇が再びインフレを促進する一方で、経済成長は上向きのサプライズを続けており、失業率は非常に低いまま。FRBのインフレとの戦いは年内には終わりそうにないため、20日に発表される2024年の金利のドットの中央値がどこに位置するかも注目されそう。

現時点で先物市場は来年末までに約1%ポイントの利下げを織り込んでいるが、これは20日に発表されるFRB高官全体の見通しによって変わることになる。

方向性が出るのはもう少し先か

年内の株価の動向はどうなるだろうか？ドイツ銀行の米国株式およびグローバル・ストラテジストであるビンキー・チャダ氏は、S&P500指数は「経済成長が上向きのサプライズを示す一方で不透明感が大きく残っている中を、なんとか切り抜ける展開が続くそうだが、4750までは到達する」と予想している。S&P500指数の15日の終値は4450だった。

市場の目先の動きを表すには、この「なんとか切り抜ける展開が続く」という表現が適切だろう。株価は割高だが、極端な割高感はなく、企業利益の伸びもそこそこ期待できる。経済指標は見方や注目点によって良くも悪くも見える。そしてFRBの次の動きは強気にも弱気にも解釈できそう。利上げはほぼ終了したが、利下げは依然としてはるか先の話だからだ。

景気後退やソフトランディングの確実な証拠が出てこなければ、株式市場や債券市場で上昇や下落のトレンドははっきりと出てこないだろう。そうした証しが出てくるのはまだ数カ月先かもしれないから、船酔いを止める薬は手許から離さないように。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

6. FRBの年内利上げは重要ではなく、来年の利下げの可能性こそ重要。その理由とは [経済政策]

Why a Fed Hike This Year Doesn't Matter. And Why Rate Cuts in 2024 Do.

解き明かすべきは、金利はどこまで上がるかではなく、どれだけその水準が続くか

もっばらの議論は年内の追加利上げの有無

今週、たとえ金利変更はなくても重要となる米連邦公開市場委員会（FOMC）がある。フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を過去1年半で5.25%と大幅に引き上げた後、今回のFOMCでは政策金利のレンジが5.25～5.5%に据え置かれることがほぼ確実視されている。大多数のコメンテーターの関心は、FOMC参加者による経済見通し（SEP）が示唆するように、年内にもう一回の0.25%の利上げがあるかという点に集中している。



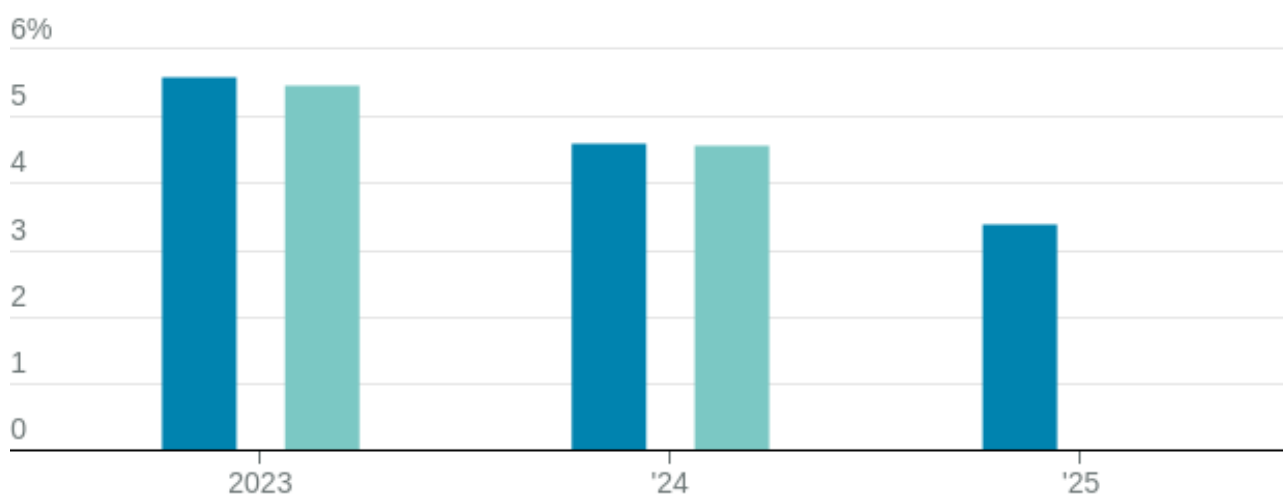
Kevin Dietsch/Getty Images

金利が維持される期間の方が重要

How High, How Long?

The FOMC's and futures markets projections show declines in the fed funds rate next year, which presumes continued slowing in inflation and the economy. Rates could stay higher for longer.

■ FOMC Federal-funds Rate Forecast ■ Futures Federal-funds Rate Expectations



Note: 2025 futures rate expectations not available

だが、真のポイントは、2024年以降の米連邦準備制度理事会（FRB）の金利政策の経路だろう。ブリーン・キャピタルのチーフ・エコノミックアドバイザーで、ウォール街のフェドウォッチャーとして長年活躍し、FRBと英イングランド銀行（中央銀行）の両方に勤務した経験を持つジョン・ライディング氏は、金利がどの程度まで上昇するかよりも、どれくらいの期間、その水準が維持されるかの方が重要だ、と指摘する。

直近のSEPによると、FRBは年内にFF金利をさらに0.25%引き上げ、中央値で5.6%になると予想されており、その値を中心に（予想を示す）ドットが集中している。CMEフェドウォッチによると、先物

市場が織り込む12月に利上げが実施される確率は約40%、据え置き確率は約60%だ。FOMCのSEPはFF金利の中央値について、2024年末までに1%引き下げられ、4.6%となると予測している。しかし、その4.4~5.1%の「中央傾向値」の周りには幅広い予測を示すドットが点在している。また、2024年12月のFF金利先物は4.58%で、レンジの下限に近い。

足元の米国景気は堅調

しかし、これらの予想が発表されたのは6月14日で、それから既に一つの季節が過ぎ去り、その間多くの変化があった。景気はFRBの予想以上に底堅く、6月のSEPから大幅な修正が行われるはずだ。バンク・オブ・アメリカのエコノミストは、2023年第4四半期の実質GDP（国内総生産）成長率見通しが前年同期比1%から2%に上方修正され、年末の失業率予想は4.1%から3.8%に下方修正されるとみている。インフレ率に関して、バンク・オブ・アメリカのエコノミストは直近の動向から、第4四半期のコア個人消費支出（PCE）デフレーター（食品とエネルギーを除く）は6月の前年同期比3.9%の予想から3.7%に下方修正されるとみている。

FOMCの2024年に関する見通しが焦点

FF金利先物市場に沿う形で、多くのエコノミストはFRBがFF金利を引き下げると考えている。インフレ率がFOMCの予想通りに後退した場合、FF金利誘導目標を引き下げなければ、実質金利（インフレ調整後）が上昇し、「受動的」で意図せざる引き締めに至ってしまう、という一般的な見方がある。6月のSEPでは、FRBが注目するインフレ指標であるコアPCEは来年2.6%へと大きく低下し、FRBの長期インフレ目標である2%の範囲内に収まると想定されていた。

しかしライディング氏はインタビューの中で、来年4回の0.25%の利下げを予想するのは「やや行き過ぎかもしれない」と語る。FRBはインフレ率低下に向けて犠牲を伴う努力を続けており、これまではよくやってきた。FRBにとっては金利を据え置き、必要となるまで利下げを待つ方がやりやすいと思われる。さらにライディング氏は、FRBが最も避けたいのは、1970年代にFRBが陥ったような、利下げが早過ぎて再度利上げを迫られる事態だ、と付言する。早過ぎる利下げは金融不安をあおるリスクもあり、特にリスク資産の価格上昇に火をつけ、金融環境を過度に緩和することになればなおさらだ。

自然利子率の影響を見逃してはならない

追加利上げの有無をめぐる議論の中で見逃されているもう一つの側面は、長期の中立的な実質FF金利である。FOMCはこれを、想定長期インフレ率2%を差し引いた後、基本的に0.5%と想定している。しかし、中立的な実質金利（自然利子率：経済学者は「Rスター」と呼んでいる）が果たしてFRBの想定する0.5%の通りかどうかは疑問の余地がある。結局のところ、これは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り、リアルタイムでは観測できない。

ライディング氏は、市場が長期の中立実質金利が2%程度まで上昇していると見積もっているのに対し、0.5%と仮定されているのはなぜかと疑問を感じている。

中立金利が上昇したと考える理由の一つは、米連邦政府の巨額の財政赤字である。ライディング氏は、マクロ経済の基礎によると、中央銀行が追加借入れを吸収しない限り、財政赤字の拡大は金利

を上昇させると述べている。FRBは目下、その逆を行っており、国債や政府機関住宅ローン担保証券（MBS）の保有を減らし、連邦政府の巨額の借り入れを民間部門に一層委ねている。他の条件が変わらなければ、金利は上昇するはずだ。

超低金利が終息したにもかかわらず、米国経済は引き続き景気後退予測を覆している。あらゆる点で、FOMCが金利をより高く、より長期にわたって維持する可能性が示されている。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. 試練が続くハイテク業界

[ハイテク]

Amid Arm Mania, Don't Overlook Tech's Real Trial
先週の一連のイベントが示唆すること

先週はイベントが目白押し



Ting Shen/Bloomberg

先週はハイテク関連のイベントが目白押しだった。アップル<AAPL>の新型iPhone（アイフォーン）の発表、半導体設計会社アーム・ホールディングス<ARM>の新規株式公開（IPO）、今や人工知能（AI）銘柄となった法人向けソフトウェア大手のオラクル<ORCL>と画像処理ソフトウェア大手のアドビ<ADBE>の決算発表、連邦議会でのAIのルールづくりの議論、司法省と米国の八つの州がアルファベット<GOOGL>傘下のグーグルを独占禁止法違反のかどで訴えた裁判の初公判などだ。以下、これらのイベントのポイントを解説する。

司法省の対グーグル訴訟は1年後に重要な影響を及ぼす可能性がある

先週のイベントの中で1年後に最も重要な影響を及ぼすと筆者が考えるのが司法省などによる対グーグル訴訟だ。審理が今後2カ月にわたって行われた後も数カ月間は判決が下されない可能性があるが、司法省側が勝利し、グーグルがアップルなどに検索トラフィックの対価の支払うのをやめることになれば面白くなる。マイクロソフト<MSFT>の検索エンジンBing（ビング）がインターネット検索市場におけるシェア拡大の原動力となる可能性があるし、アップルが独自の検索エンジンの開発を決める可能性もあるからだ。後者の場合、生成AIを搭載した検索エンジンを開発する新しいスタートアップに門戸が開かれるかもしれない。

■ アームの株価は割高過ぎる

アームのIPOについては本誌の別の記事でも書いているので、手短に触れる。投資家がアームの株式に利益の100倍を超える価値があると考えるのであれば、クラウド型統合分析プラットフォーム運営のデータブリックス、宇宙開発企業のスペースX、スポーツ用品企画製造販売会社ファナティクス、あるいは現在出口戦略を探しているその他の1200社のユニコーン（評価額が10億ドル超の非上場企業）のいずれかの株式を所有してもおかしくない。だが、注意すべきだ。アームは現在、最も割高なハイテク企業である。

■ AIを巡るルールづくりは期待薄

連邦議会で開催されたAIのルールづくりに関する会議には、電気自動車（EV）メーカーのテスラ<TSLA>のイーロン・マスク氏、メタ<META>（旧フェスブック）のマーク・ザッカーバーグ氏、マイクロソフトの共同創業者ビル・ゲイツ氏、オープンAIの最高経営責任者（CEO）サム・アルトマン氏、グーグルのCEOスティーブ・ピチャイ氏らが参加した。確実に言えるのは、シリコンバレーとワシントンの誰もがAIに夢中になっているということだ。

報道によると、マスク氏はAIチャットボットが人類を破滅させる可能性はゼロではないと述べたのに対し、ゲイツ氏がAIを世界の飢餓を解決するための有用なツールとみなしていることは明らかだった。真実はおそらくその中間にある。

AIを巡るルールはつくられるのか。答えは恐らくイエスだが、短尺動画投稿サイトのTikTok（ティックトック）の禁止に際しての議会の一致団結ぶりと、その後起こったことを覚えているだろうか。期待してはいけない。

■ アップルの来月の決算発表に注目

アップルが発表したiPhone 15の機能面でのビッグニュースは、ライトニングと呼ばれるアップル独自のコネクタが廃止されたことだ。一方、投資家にとって一大事は、価格がほぼ据え置かれたことだ。

米国の無線通信事業者は買い替え顧客のために魅力的なインセンティブを用意している。だが懸念材料もある。経済的に窮地に立たされている消費者はiPhoneを買い換えるのか、中国政府によるiPhoneの使用規制は問題にならないのか。最初の答えは1カ月後の決算発表で分かるだろう。

■ オラクルの株価下落は一時的

オラクルがウォール街の予想を下回る決算とガイダンスを発表したことを受けて、翌日の9月12日に株価は13.5%安と急落した。

それでも年初来の株価上昇率は40%と好調だ。これはオラクルの株価が主にクラウドコンピューティング部門、特にAI機能の成功によってけん引されているからで、それ自体には変化がない。

最近の変化は、オラクルが昨年280億ドルで買収した電子医療記録会社サーナーの事業をクラウドに移行させていることだ。この種の変化はたいてい、短期的な収益の悪化を伴う混乱につながる。オラク

ルのクラウドコンピューティングサービスOracle Cloudは健在であり、先週の株価下落は一部が週末までに取り戻された。オラクルのファンダメンタルズは損なわれていない。

■ アドビはAIが業績をけん引へ

アドビの四半期決算は、売上高と営業利益率がコンセンサス予想を上回る堅調な内容だった。それにもかかわらず、決算発表を受けて株価は下落した。

より重要なニュースは、アドビがすべての製品に生成AI機能を追加し、それを反映させるために製品価格を8~10%引き上げることだ。大半の法人顧客は3年契約を結んでいるため、すべての影響が感じられるまでにはしばらく時間がかかる。だが重要なのは、今四半期以降はAIがアドビの利益に貢献することだ。こんなことを言える企業は多くない。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

8. 一般個人投資家がプライベート市場に参入するのは良いことか Private Markets Are Going Mass Market. Is That Such a Good Thing? アクセスするのは良いが、慎重に行動すべき

[コラム]

■ 一般個人投資家の参入でプライベート市場は拡大するとの予想



Corbis/Getty Images

フィラデルフィアの独立記念館からわずか13マイルしか離れていないにもかかわらず、ペンシルベニア州コンショホッケンは、金融における反政府運動はおろか、革命が起こりそうもない場所だと思われるかもしれない。しかし、運用資産8170億ドルの資産運用会社ハミルトン・レーン<HLNE>の幹部はこの場所で、投資の民主化を目指して戦っている。具体的には、ハミルトン・レーンは、これまで機関投資家や超富裕層のものであったプライベート・エクイティなど、プライベート投資の世界を一般個人投資家に開放しようとしている。

ハミルトン・レーンの会長で、マサチューセッツ工科大学（MIT）の著名な数学者の息子であるハートリー・ロジャーズ氏は、「今後数年で一般個人投資家にとって、世界はかなり違った様相を呈しているだろう」と語る。ハミルトン・レーンは、新規に組成されるプライベート・エクイティ・ファンドに年間約300億ドルを投資するが、ファンドの中に運用資産9億7500万ドルのプライベート・アセット・ファンドを含め、富裕層の個人投資家向けのファンドが2本あるという。

実のところ、ハミルトン・レーンがしていることは、複数の前線で繰り広げられている主導権争いの、ほんの一戦にすぎない。ブラックロック、JPモルガン、プルデンシャルを含むウォール街のプレイヤーは、プライベート市場を一般の個人投資家にも開放するよう働きかけている。その妨げとなっ

ているのは、高額な最低投資額（25万～2500万ドル）、長いロックアップ期間（例えば10年）、複雑な納税の仕組み、そして投資家に求められる年収や保有資産などの条件だ。現在、これらのハードルは脇に追いやられつつある。

プルデンシャルのグローバル投資運用責任者であるアンディ・サリバン氏は、「個人投資家がプライベート・エクイティに参入するという考え方は、現実のトレンドであり、今後も成長し続けるだろう」と言う。

一部の限られた富裕層と一緒に投資する「機会」を、あなたは怪しむかもしれないが、ブローカーやファイナンシャルアドバイザーから、あるいは近所の人たちとのバーベキューパーティーで、これらの投資について話題になる日も近いだろうから、何が起きているのかを理解する必要がある。

注意すべき点は幾つもある。一つは、S&P500指数のようなベンチマークがないため、業界の過去のリターンを追跡することは不可能に近いということだ。ファンドはレバレッジをかけることができる。また手数料も著しく高いものから複雑なものまでさまざま。例えば、ハミルトン・レーンのファンドの年間管理手数料は1.5%で、基準とするリターンを達成した場合は、その超過分の12.5%をファンドが受け取る。

業界が個人投資家への販売に熱心な理由はここにある。ハミルトン・レーンによれば、オルタナティブ運用の運用資産総額は現在約11兆2000億ドルだ。このうち、個人投資家が保有しているのはわずか1兆ドル程度で、個人投資家の運用資産総額の2%程度にすぎない（これに対して機関投資家の保有は20～30%程度）。ハミルトン・レーンは、今後5～7年の間に、個人投資家のオルタナティブ運用への資産配分比率が5%から10%に上昇し、プライベート市場の運用資産総額はさらに10兆ドル程度増加すると予想している。

■ エバーグリーンファンドの登場

一般個人投資家を誘致するため、ハミルトン・レーンなどのファンドは、エバーグリーンファンドと呼ばれるものを作ること、流動性の問題（資金の出し入れの可否）、最低投資額、レポートの問題に対処してきた。これらの最新式のファンドは、投資終了日が決まっていないため、投資家は月単位または四半期単位でより容易に投資を始めたり、終了したりすることができる。また、ほとんどのエバーグリーンファンドは、最低投資金額が低く設定され、例えば適格投資家は2万5000ドルだ。

エバーグリーンファンドやその類いは、派手な連中がわれわれ小市民から金を巻き上げるための最新的手段にすぎないのではないかと懸念もあるだろう。確かに、ハミルトン・レーンは一般個人投資家向けに販売することで良い収入源を作るつもりだが、もちろん投資家ももうかることを望んでいる。2017年初頭に新規株式公開（IPO）して以来、株価は387%上昇しており、その間のS&P500指数の88%上昇を上回る。

筆者はまた、プライベート・エクイティが過度に増えることで、多くの企業や産業、さらには経済全体に深刻なダメージを与えているという意見だ。そして、プライベート・エクイティのリターンが高金利環境において普遍的に潤沢なものになるかどうかについては、プライベート・エクイティ企業の経営陣への報酬を除いては懐疑的である。

米国の上場企業数は、1997年のピークから大幅に減少している。そして、株式の価値は上がっている。例えば、ナスダック上場株の時価総額は、2003年8月の2兆9000億ドルから現在では23兆5000億ドルに成長している。しかしS&Pグローバルによれば、アップル<AAPL>、アルファベット<GOOGL>、メタ<META>（旧フェイスブック）、マイクロソフト<MSFT>、半導体大手のエヌビディア<NVDA>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、電気自動車（EV）メーカーのテスラ<TSLA>のわずか7銘柄がS&P500指数の時価総額の約28%を占め、そしてS&P500指数の年初来の上昇率15.5%のうち60%がこれら7銘柄によるものだ。

確かに上場株はこのところ、投資家に堅実なリターンをもたらしているが、現在、間違いなく割安と思われる銘柄はかなり少なくなっており、上場市場のリスクはそれだけ高くなっている。さらに、株式上場投資信託（ETF）（米国では1413本、運用資産総額4兆7000億ドル）やミューチュアル・ファンド（同様に4332本、13兆ドル）の台頭、そしてインデックス運用が、株式投資をレミングの集団移動のように、同じ方向に向かわせているようだ。故ジャック・ボーグル氏（バンガードの創設者であり、インデックスファンドの父と呼ばれる）に、株式市場に投資される資金の大半がインデックスファンド化されたらどうなるかと尋ねた際、ボーグル氏は、そんなことは起こらない、起こったとしても心配する必要はないというようなことを語った。だから心配なのだ。

適格投資家の増加

一方、投資会社KKRの調査によれば、3000万ドル以上の資産を有する超富裕層個人は資産の半分近くをオルタナティブ資産で保有している。

そのため、一方では一般の個人投資家がエヌビディア、あるいは映画館チェーン大手AMCエンターテインメント・ホールディングス<AMC>やオンラインカジノを運営するラッシュ・ストリート・インタラクティブ<RSI>といったミーム株、またETFMGオルタナティブ・ハーベストETF<MJ>のようなパフォーマンスの冴えないETF、禁断の短期オプションに殺到する。他方で、機関投資家や超富裕層はプライベート市場に投資し、もうかって笑いが止まらない、という具合だ。

それは公平なのだろうか。

とはいえ、プライベート市場は、最近では以前に比べ一部の人たちだけのものではなくなりつつある。米証券取引委員会（SEC）が1982年以来、閾値（しきいち）を変更していないことが理由である。適格投資家は、年収20万ドル以上、または個人として純資産100万ドル以上を保有していることが条件とされている。

MFSおよびフィデリティで役員を務めたローバート・ポーゼン氏が主導し、3年前に実施されたブルッキングス研究所の調査によれば、米国の約1800万世帯、全体の13.85%が今では適格投資家に該当する。40年前は150万世帯、全体の1.8%にすぎなかった。おそらくSECはこの数字の変化には気づいていながら、意図的に適格投資家が増えるに任せているのだろう。

ポーゼン氏は、適格投資家としてぎりぎり認められる程度の投資家は金融の試験に合格するか、ファイナンシャルアドバイザーと契約すべきで、ポートフォリオの10%以上をプライベート証券に振り向けることを制限すべきだと示唆する。しかし、SECはポーゼン氏の意見を取り上げず、それどころか適格投資家の定義を拡大し、いわゆる事実婚の相手までその定義に含めている。

先月、SECはプライベート市場を規制する新たな規則を制定し、投資家に手数料や費用、パフォーマンスの明細を記載した四半期報告書を交付することが義務化された。おそらく適格投資家が増加していることに対応したものだろうが、大方の予想どおり、業界団体が反発して訴訟を提起した。

■ 水面下で裾野が拡大するプライベート市場

また、適格投資家でない何千人もの米国人がプライベート市場に参加していることも事実である。その市場参加者とは未公開企業の従業員で、ベンチャーキャピタルが出資する非上場企業の株主になっている。ベンチャーキャピタルやプライベート・エクイティ、合併・買収（M&A）に関するデータ会社ピッチブックによれば、米国にはそうした未公開企業が4万6381社ある。ここでも恩恵を受けるのは富裕層である。機関投資家はユニコーン企業やそれより小規模な企業の株式を多額のコストを払うことなく売買できるが、一般個人投資家はそうはいかない。

プライベート市場のための独立プラットフォームとして、2年前にナスダックから分離独立したナスダック・プライベート・マーケット（NPM）が救世主になるかもしれない。NPMの最高経営責任者（CEO）、トム・キャラハン氏は「数十億ドルを運用するベンチャーキャピタリストなら、取引相手との交渉で有利な条件を引き出すだけの知識と資金を持っている。しかし、一般の個人投資家には、こうしたマーケットのメカニズムを理解することはできないであろう」と語る。キャラハン氏は、株式を売却する際に、覚悟しなければならない値引きや課される手数料は「本当にとんでもない」水準だ、と付け加える。

キャラハン氏は、プライベート企業の証券を売買するNPMのプラットフォームを構築している。こうしたプラットフォームにより、未公開企業の従業員は持ち株を売却することができ、IPO前の株式を購入することができない投資家に対しては格好の機会を提供することになる。

エバーグリーンファンドのように、NPMのプラットフォームは立ちはだかる壁に風穴を開けるか、それとも跳ね返されるか、見ものである。

いずれにしても、一般の投資家はプライベート市場にアクセス可能ではあるが、くれぐれも慎重に進めるべきだろう。

By Andy Serwer
(Source: Dow Jones)

9. プライベート・エクイティは株式市場に勝っているのか How Private Equity Stacks Up Against the Stock Market プライベート・エクイティ批判を投資リターンから検証

[投資戦略]

海賊扱いされるプライベート・エクイティ



Jim Watson/AFP/Getty Images

プライベート・エクイティ大手のブラックストーン<BX>は、S&P500指数構成銘柄に採用されたばかりだ。一方で今年、プライベート・エクイティを辛辣に批判する2冊の本が1週間違いで発売された。どちらも海賊をモチーフとしており、1冊目は「These Are the Plunderers: How Private Equity Runs—and Wrecks—America」、2冊目は「Plunder: Private Equity's Plan to Pillage America」という。表紙のアートは、スーツにネクタイ姿の骸骨と交差する短剣をあしらった「Plunder」の勝ちだ。だが皮肉の強烈さでいうと、先月KKR<KKR>がその出版社の買収に合意した「These Are the Plunde

rs」がはるかに上を行っている。プライベート・エクイティはこれで、プライベート・エクイティ批判本から得られた収益にわずかながらありつけるということだ。

2冊の本は社会的インパクトに焦点を当て、リターンについては簡単にしか触れていないが、ここではその逆をやろうと思う。「These Are the Plunderers」の共著者で規制当局のアドバイザーも務めるジョシュア・ロスナー氏は、プライベート・エクイティのリターンは、手数料を差し引いた後のインデックス・ファンドのリターンと同等にすぎないと述べる。この点の詳細には後ほど触れる。

プライベート・エクイティは、経験豊富な投資家から調達した資金を、企業の全体または一部を買収するファンドにつなげる仲介役である。顧客は資金を10年間コミットすることが一般的で、うち3年間は取引、4年間は資産育成、3年間は売却のために使われる。手数料は概して高く、例えば年間資産残高の1.5~2%に加え、最低基準を超えた利益の20%の成功報酬といった法外な水準に及ぶ。プライベート・エクイティがプライベート・クレジットと呼ばれるローンや不動産のファンドを運営することも増えている。

さらに物事を若干複雑にしているのは、現在ブラックストーン、KKR、アポロ・グローバル・マネジメント<APO>、カーライル・グループ<CG>が上場していることだ。これらの株を買うことは、他の投資家が今後ますます株式市場以外からリターンを求めるようになるという賭けを株式市場ですることであるから、かなり難解な投資判断と言えるだろう。

ファンドのリターンの話に戻ろう。業界では、プライベート・エクイティは資金をロックアップする代わりに非流動性プレミアム、つまり超過リターンをもたらすと言われている。しかし、超過リターンは取引価格の低さから生じるものだ。カーライルの共同創業者デビッド・ルーベンスタイン氏は昨年筆者に対し、「バイアウトの世界が始まった当初は、キャッシュフローの7倍、8倍、9倍で買収していた。現在は、キャッシュフローの13倍、14倍、15倍での買収が増えている」と、取引価格が徐々に

上がっていることを語った。

■ 儲かるのはプライベート・エクイティ創業者ばかりなのか

もちろん、割高に見えているのは株式も同じだ。より良いのはどちらだろうか？2020年に討論を行った2人の学者の見解を考えてみよう。オックスフォード大学のルートヴィヒ・ファリッポ氏は、プライベート・エクイティ・ファンドの買い手はアルファ、つまりリスク調整後のアウトパフォームを信じていると述べる。ファリッポ氏の計算によると、2006年から2015年までに投資を開始した米国特化型のファンドは、1ドルの投資を1.60ドルに増やした。これはインデックス・ファンドと同水準である。

2019年12月末時点で、これらのファンドにおける運用報酬の総額は2300億ドルに達している。パフォーマンスをけん引したのがスキルではなく、市場全体の上昇だと考えられるにもかかわらずだ。パフォーマンスが反転しても、運用報酬は依然支払われる。ファリッポ氏がプライベート・エクイティを「億万長者工場」と呼ぶのは、顧客ではなく創業者を指してのことだ。ファリッポ氏は、業界に必要なのは報酬を抑えるための投資契約とパフォーマンス報告の標準化だと主張する。

デューク大学のデビッド・ロビンソン教授は、プライベート・エクイティが割高であることには反論しないが、ファリッポ氏の分析には二つ問題があると指摘する。第一に、バイアウト・ファンドを不動産のような低リターンの資産と混同していることだ。バイアウト・ファンドの長期リターンに関するロビンソン氏自身の研究によれば、バイアウト・ファンドは、手数料を差し引いた後で年間3%ポイント株価指数をアウトパフォームするという。第二に、プライベート・エクイティのリターン比較における最近の苦戦は、2008年に始まった政府の大規模な景気刺激策が株式市場を大きく上昇させたためであるとしている。ロビンソン氏は、この状況は逆転する可能性が高いと見ている。

どちらが正しいのか筆者には分からない。投資は、法則によって将来の動きを完璧に予測できる物理学とは異なる。株式は4世紀前から存在している。わずか40年前にできた、価格形成が限られる資産クラスの不確実性を想像してみしてほしい。個々のファンドの運用成績は千差万別で、その成果に満足している目の肥えた顧客も多い。メリーランド州退職年金制度の最高投資責任者（CIO）を務めるアンドリュー・パーマー氏は、プライベート・エクイティのリターンが優秀である理由にファンドの投資先企業に対する支配力を挙げ、「上場株式に投資しても、業績には何の影響も及ぼさない」と述べる。

■ 批判の説得力にはばらつき

「ボラティリティー・ロンダリング」を巡る主張について一言述べたい。プライベート・エクイティは株式市場が暴落してもその価値を維持できる、と業界では言われている。しかし、ヘッジファンド・マネジャーのクリフォード・アスネス氏は、不況時の推定バリュエーションは実際の取引価格よりも甘くつけられる可能性が高いと指摘する。

株式投資家は、プライベート・エクイティ投資に必要な収入、資産、経験の審査を通らなかったとしても、取り残されたと感じる必要はない。ハーバード・ビジネス・スクールの研究では、小型株バリュエーション・ファンドを使い、ブローカー・ローンでレバレッジをかけ、自前の満期保有会計によってボラティリティーを抑えれば、バイアウト・ファンドのパフォーマンスに勝てることが判明した。筆者ならオールキャップにこだわるし、借入れもやめておくが、言いたいことは分かる。

社会的インパクトについて、2冊の本ではプライベート・エクイティが短期主義で搾取的であると批判されている一方、業界の支持派はプライベート・エクイティが企業の効率性を高めると主張する。プライベート・エクイティが医療費を高騰させたとの論説には納得できるが、住宅の賃借人に打撃を与えたという意見は説得力を欠く。議員がプライベート・エクイティによる選挙献金や将来の職場を求めて、餌場の豚のごとく列をなしているとの見方に疑いの余地はない。本にはよくある金持ち叩きも含まれている。ブラックストーンのスティーブン・シュワルツマン最高経営責任者（CEO）が70歳の誕生日パーティーで、空中ブランコ、ラクダ、映画「ジャージー・ボーイズ」のキャストを呼んだ様子の描写などがそれだ。筆者であれば、火吹き芸人とカンガルーと「スウィーニー・トッド」にするのだが。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

10. 先週の出来事と今週の予定

[経済関連スケジュール]

Gundlach and Gross on Investing, Not Invective

ガンドラック氏とグロース氏、新旧債券王の確執と投資スタイルの違い

新旧債券王の確執

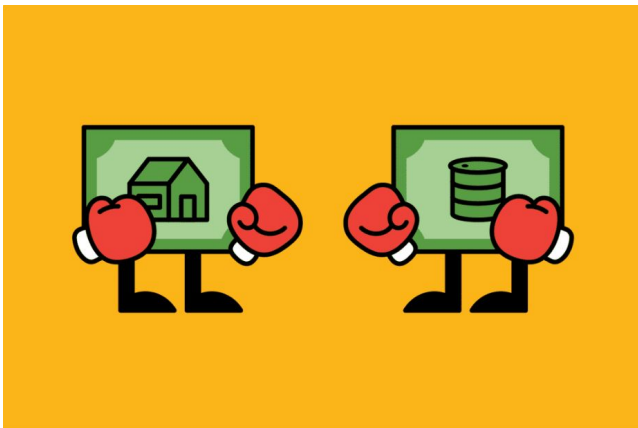


Illustration by Elias Stein

ピムコで「債券王」と呼ばれていたビル・グロース氏は、11日にカリフォルニアで行われた会議で受けたインタビューで、「（新たな債券王と呼ばれる）ジェフリー・ガンドラック氏は米資産運用会社ダブルラインで債券王の称号に値するほどの金額を運用していない」と発言し話題となった。12日に会議に出席したガンドラック氏は、落ち着いた様子で「何を言われても気にしない」と話した後、「10年もこの業界を離れている人間が、まだ悪魔払いをしようとしているのは奇妙だ」と反論した。

投資スタイルの違い

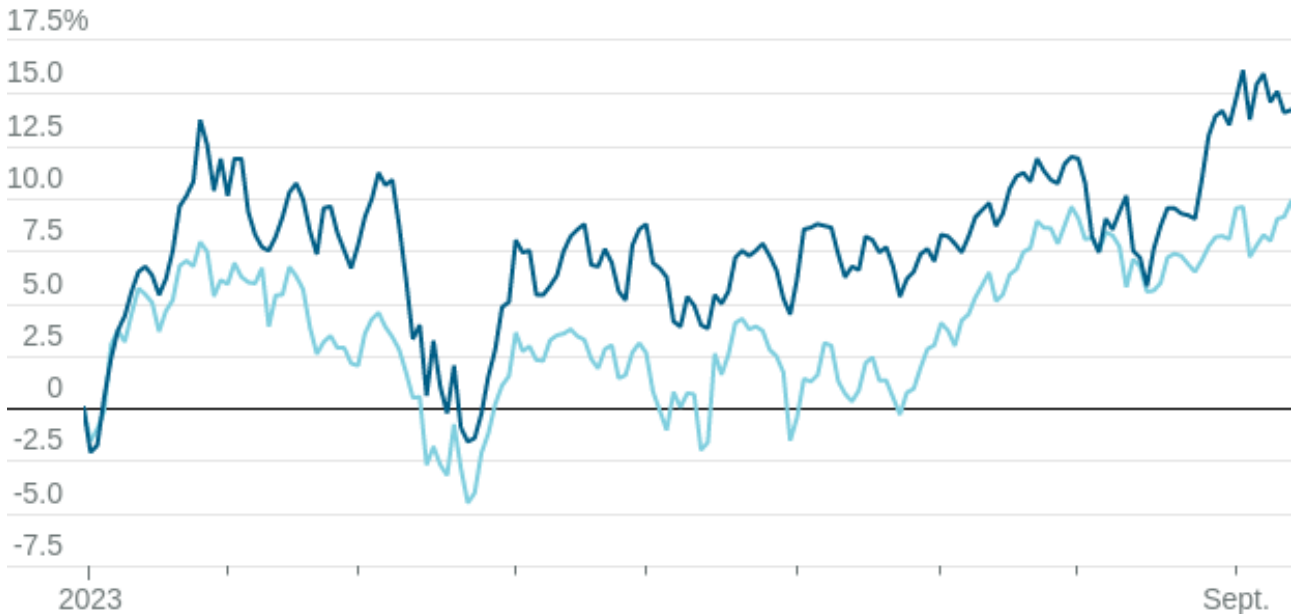
彼らの確執より、もっと興味深いのは投資スタイルの違いだ。ガンドラック氏は、商業不動産担保証券（CMBS）、変動金利ローン、長期債を投資対象にする。どれも理にかなうものばかりだ。

グロース氏は、「株式ポートフォリオの40%はマスター・リミテッド・パートナーシップ（MLP）であり、MLPの対象には原油や天然ガスのパイプライン事業を行なっている会社が多く、高配当が期待できる」と語った。上場投資信託（ETF）のアレリアンMLP ETF＜AMLPL＞における過去12カ月間の利回りは7.9%だが、グロース氏の保有MLPであるエネルギー・トランスファー＜ET＞の配当利回りは9%近い。グロース氏は「投資家はMLPが売却されるまで分配金に対する税金を繰り延べることもできる」と指摘する。長期間にわたって繰り延べできる可能性もあるのだ。

Gross' Income Strategy

The former bond king pitches equities like dividend-rich master limited partnerships.

■ Energy Transfer LP ■ Alerian MLP ETF



ただ、MLPには注意も必要だ。エネルギー価格が上昇していた2014年、MLPの高いリターンは継続的に続くと思われ大変人気があった。しかし、2015年、アレリアンMLP ETFは26%下落し、過去10年間のリターンは年率でわずか0.7%に落ち込んだ。その後、リターンは改善し2021年に39%、2022年に26%、そして2023年は15%だ。

先週の出来事

株式市場

先週の米国株式市場は、アップル<AAPL>がiPhone（アイフォーン）15を発表したにもかかわらずハイテク株が下落したため、強弱まちまちで始まった。8月の消費者物価指数（CPI）は原油価格の高騰を主因として上昇し、新規株式公開（IPO）市場も賑わったが、全米自動車労働組合（UAW）のストライキや政府機関閉鎖を巡る緊張の高まりが懸念材料となった。週間では、ダウ工業株指数は0.12%上昇、S&P500指数は0.16%下落、ナスダック総合指数は0.39%下落した。

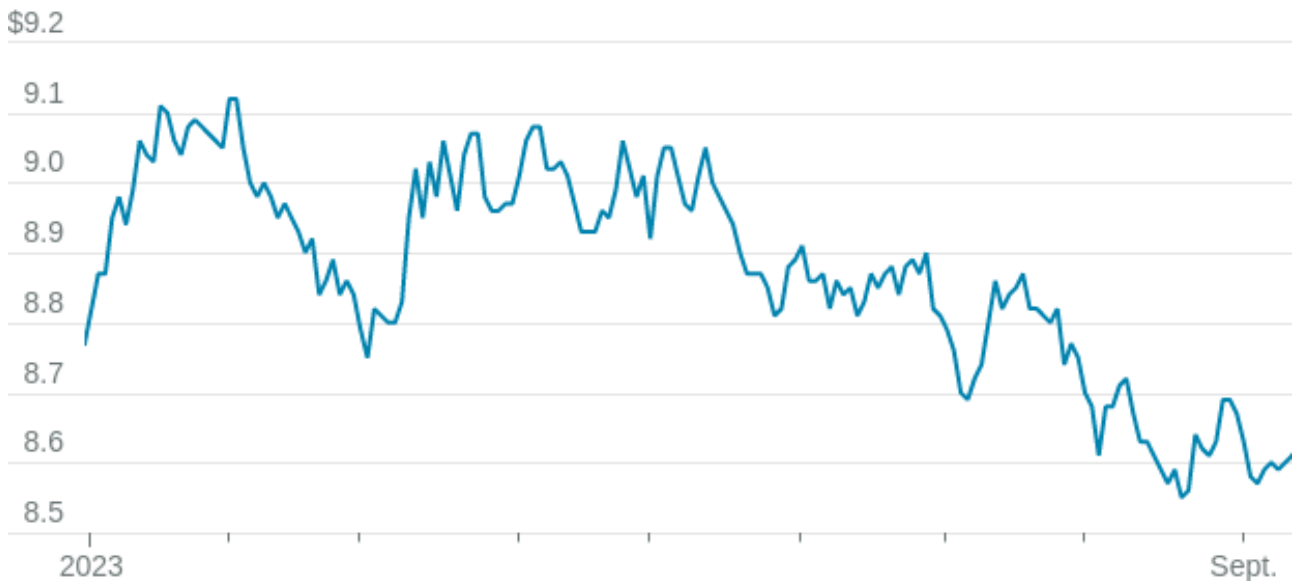
企業動向

UAWと米3大自動車メーカーであるゼネラル・モーターズ<GM>、フォード・モーター<F>、ステランティス<STLA>の労使交渉は不調に終わり、一部の工場で2万7000人がストライキに入った。米娯楽・メディア大手ウォルト・ディズニー<DIS>と米ケーブルテレビ運営会社チャーター・コミュニケーションズ<CHTR>は、番組放映契約を巡る対立を解消し、新たな合意に達した。司法省がアルファベット<GOOGL>傘下のグーグルを反トラスト法違反で訴えた訴訟の公判がワシントンの連邦裁判所で始まった。ウォール・ストリート・ジャーナル紙は、メタ<META>（旧フェイスブック）がオープンAIの人工知能（AI）モデルに匹敵する新たなシステムの開発プロジェクトに取り組んでいると報じた。

Gundlach's Bond Play

The reigning bond king talks up commercial mortgage-backed securities, floating-rate loans, and long-duration bonds.

DoubleLine Total Return Bond Fund



M&A（合併・買収）等

ソフトバンクグループ<9984>傘下の英半導体設計大手アーム・ホールディングスはIPO価格を仮条件上限の51ドルに設定した。上場初日に株価は上昇し時価総額は650億ドルとなった。食料品の即日配達サービスを運営するインスタカートは、今週IPOを予定しており時価総額は86億～93億ドルになると予想されている。独フットウェアメーカー、ビルケンシュトック<BIRK>もIPOを申請した。米食品会社J.M.スマッカー<SJM>は、国内で同業のホステス・ブランズ<TWNK>を56億ドルで買収すると発表した。米梱包材メーカー、ウェストロックは、アイルランドの同業スマーフィット・カップと合併することで合意し、合計時価総額200億ドルの世界最大の梱包材メーカーが誕生する。ブルームバークの報道によれば、米メディア界の大物バイロン・アレン氏は米ウォルト・ディズニーに対し傘下のABCネットワークと関連資産を100億ドルで買収する提案を行った。

今週の予定

9月20日（水）

連邦公開市場委員会（FOMC）が開催され金融政策が発表される。今回のFOMCではフェデラルファンド（FF）金利は5.25～5.50%で据え置かれるというのが、ほぼ一致した市場予想だ。CMEのフェドウォッチによると、FF金利は年末までに0.25%引き上げられ、5.50～5.75%になる確率は約40%である。

9月21日（水）

中央銀行であるイングランド銀行、スウェーデン・リクスバンク、スイス国立銀行が金融政策を発表するが、欧州のインフレは他の先進国よりも執拗（しつよう）なため、それぞれの政策金利を0.25%引き上げると予想されている。22日に金融政策を発表する日銀は、目標金利をマイナス0.1%に据え置くと考えられており、これらの銀行とは対照的だ。

9月22日（金）

S&Pグローバルは9月の製造業PMI（購買担当者景気指数）およびサービス業PMIを発表する。コンセンサス予想は製造業PMIが47.8、サービス業PMIが50.3で8月とほぼ同水準であり、サービス業が製造業よりも好調を維持していることを裏付けている。

By Ben Levisohn
(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』 2023/09/17
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