

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/11/05

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. パソコンの売上高、AI活用で回復なるか - PC Sales Are Ready to Take Off Again. It's All About AI [カバーストーリー]
P.1
メーカーはクラウドからローカル端末へのAI移行を推進
2. ロング3銘柄とショート3銘柄 - 6 Picks and Pans From a Long/Short Fund Pro [インタビュー]
P.6
ニューバーガー・バーマンのカンター氏とレーゲンバウム氏に聞く
3. かつての半導体のビッグプレーヤー日本、カムバックをもくろむ - Japan Used to Be a Big Chip Player. It's Plotting a Comeback [ハイテク]
P.9
カムバックについての優位性と障害要因
4. プライベートクレジットファンドの流行：リスクとリターン - Private Credit Funds Are Trendy. The Risks and Rewards [インカム投資]
P.11
個人投資家にも門戸が開かれたプライベートクレジット - 慎重さは必要
5. 成長が足踏みしているアップル - Apple Isn't Growing-and That Is Just One Issue [ハイテク]
P.14
次の一手はまだ見えない
6. 債券市場のウォーレン・バフェットからの警告 - The Warren Buffett of the Bond Market Has a Warning for Investors [コラム]
P.16
未来のリスクは投資の世界の外に
7. 株価は再び上昇したが、企業業績には注意が必要 - The Stock Market Is Hot Again. Earnings Say Be Careful [米国株式市場]
P.18
株価には好業績が織り込まれており、景気減速の影響を受けやすい
8. ESPNを巡るディズニーが抱える難題 - Disney's ESPN Is a Cash Cow. The Challenge: Keep It From Keeling Over [投資戦略]
P.20
ドル箱を危険にさらしてはならない
9. 日銀の金融政策が米国市場へ与える影響 - Japan Is on the Cusp of Raising Rates. The U.S. Should Watch Out [経済政策]
P.22
いち早く警告を出している今回の金融政策の修正
10. 先週の出来事と今週の予定 - Microsoft, Meta, and Alphabet Struggle to Limit AI's Demand for Water [経済関連スケジュール]
P.24
マイクロソフト、メタ、アルファベット、AIによる水需要の抑制に苦慮

※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. パソコンの売上高、AI活用で回復するか PC Sales Are Ready to Take Off Again. It's All About AI メーカーはクラウドからローカル端末へのAI移行を推進

[カバーストーリー]

コロナ禍で一時的に売り上げ増も再び低迷



Illustration by Guillem Casasus

パソコン（PC）は長年にわたり、テクノロジーの原動力であり続けてきた。業界の大部分の注目がスマートフォンとクラウドに移行していたにもかかわらず、そうだった。コロナ禍の影響で誰もが家に閉じこもっていた2020年と2021年に、世界のPCの売上高は約25%と急増した。

その後、オフィスが再開され、アップグレードのサイクルは突然止まった。2022年には、PCの売上高は再び減少し始めた。現在、デル・テクノロジーズ<DELL>、HP<HPQ>、レノボ・グループ<0992.香港>などのPCメーカーは、売上高を増やすために別のアプローチを取って

いる。人工知能（AI）にすべてを賭けているのだ。

AIには、主にエヌビディア<NVDA>が製造する貴重な画像処理半導体（GPU）を搭載した大規模かつ高性能なコンピューターが必要である。AIによる計算、つまり大規模言語モデルの作成とその継続的な利用はすべてクラウドで行われる。PCやスマートフォンはクラウドへの単なるアクセスポイントになる。

AIの登場以前から、PCは各種オンラインプラットフォームを利用するだけの端末になっていた。文書やメール、写真、音楽はすべてクラウドに保存されている。サン・マイクロシステムズのコンピューター科学者だったジョン・ゲージ氏は40年前に、「ネットワークはコンピューターである」と述べた。

PCメーカーはこの状況を変えようとしている。メーカーはAI搭載PCを準備しており、初のモデルが今後数カ月以内に発売される見込みだ。マイクロプロセッサのメーカーも期待している。こうしたメーカーの共通の目的は、PCのユーザーが、ネットワークに接続されているかどうかを問わず、生成AIアプリケーションをデスクトップで実行できるようにすることだ。

デルのクライアント・ソリューションズ・グループ社長のサム・バード氏は、「PCは職場と自宅の両方において、より生産的なデバイスになる」と話す。HPのパーソナル・システムズ・グループ社長のアレックス・チョー氏は「生成AIはPCにとって真の転換点になるだろう。劇的に新しい用途、メリット、体験が生まれるはずだ」と語る。

インテル<INTC>は今年12月、統合ニューラルプロセッシングユニット（NPU）を搭載した初のプロセッサ「メテオレイク」を発売する。半導体大手アドバンスト・マイクロ・デバイシズ（AMD）<AMD>は、1月のハイテク業界見本市「CES」でAI機能を搭載した新世代のプロセッサを発表し

た。同業のクアルコム＜QCOM＞は、半導体設計会社アーム・ホールディングス＜ARM＞からライセンスを受け、PC用プロセッサの売り込みを強化している。

チャットGPTの登場から11カ月間で、生成AIによって、テキスト、画像、動画、音楽制作において以前は想像もつかなかったツールが実現された。企業にとっては、AIは自社のデータを活用し、顧客サービスと生産性を向上させるための直感的で強力な手段となっている。

PCメーカーが生成AIの波に乗りたがるのも無理はない。調査会社IDCの最近の予測では、企業のAI支出は2027年までに1430億ドルに達し、年平均成長率は73%を超える。ここ何年も持続的な成長が見られないPC業界にとって非常に大きなビジネスチャンスだ。

コロナ禍における在宅勤務のトレンドは、大きなPC需要を生み出したが、これは誤解を招くものだった。調査会社ガートナーのデータでは、2021年の世界のPC出荷台数は3億4200万台で、パンデミック以前から23%も急増した。

PCメーカーは楽観的だった。ノートPCがコロナ禍の間に経済を動かすのに不可欠な役割を担ったことで、業界全体の買い替えサイクルが速くなり、1世帯当たりのノートPC保有台数が増え続けると考えていた。しかし現在、PCの売上高は8四半期連続で減少し、出荷台数はパンデミック以前の最低水準まで落ち込んでいる。ガートナーは今年の出荷台数が2億4500万台に減少すると予想している。

なお、マイクロソフト＜MSFT＞が2025年10月に「ウィンドウズ10」のサポートを終了することや、コロナ禍の間に購入したPCが老朽化し始めることなど、AIの影響が本格化する前にPCの需要がわずかに成長する要因もある。ガートナーの予想では、2024年のPC出荷台数は5%増加する見込みだ。

プライバシー強化やコスト削減が見込まれるAI搭載PC

AI搭載PCの見た目は普通のPCと変わらないだろう。しかし、その内部のシステム・オン・チップ（SoC）には三つの重要な部品が搭載される。一つは従来のCPU（中央演算処理装置）、もう一つはGPU、そして最後が新たな部品のNPUだ。ニューラルプロセッシングは、非常に大規模なデータセットを効率的に処理する手法である。NPUはAIに特有の計算の大部分を担当する。

アップル＜AAPL＞は、2017年にiPhone（アイフォン）10にプロセッサ「A11」を導入して以来、自社製プロセッサにニューラルエンジンを搭載している。10月30日、アップルは最新のノートPC、MacBook（マックブック）を発表した。最新のMacBook Pro（マックブック・プロ）は、アップグレードされたデスクトップPCのiMac（アイマック）と共に、すべて新たな自社製プロセッサの「M3」を搭載しており、そのハイエンド版であるM3マックスは複雑なAIワークロード（作業）を実行できるという。

最近のノートPCのほとんどは、AIや機械学習による技術をすでにある程度活用している。例えば、顔認証、オートフォーカス、指紋スキャン、ノイズキャンセリングなどである。しかし、こうした用途は、人間の神経システムに相当し、いわばPCの「裏側」を支えるものだ。新たなPCはAIを前面に押し出したものになるだろう。

HPのチャー氏は、ゲームのプレイヤーに対するリアルタイムのコーチングから、会議の同時翻訳にい

PC Stocks Hang On

Dell shares have outperformed those of rival HP Inc.—and the broader market—over the past five years. But both stocks look cheap on a price/earnings basis.

— Dell — HP Inc. — S&P 500



Source: FactSet

たるまで、AIソフトウェアには無数の新たな用途があると考えている。チョー氏はAI搭載PCが今後3年間のノートPC売上高の40～50%を占めるとみる。

PC業界のリーダーは、AIをクラウドではなくPCに直接導入すべき多くの理由を挙げている。第一の理由はプライバシーだ。クラウドにデータを送信し、AIアプリケーションに分類させることには、情報が意図しない形で利用されたり、漏えいしたりするリスクを伴う。

最高情報責任者にとって、最も説得力のある理由はコスト削減だ。クラウドでAIソフトウェアを実行するにはコストがかかる。ネットワークの端末に負担を少しでも移せばコストを節約できるだろう。デルのバード氏は、PCで実行できる小型のAIモデルが登場するとみている。クラウドとの通信時に発生する遅延がなく、より高速に実行されるという。

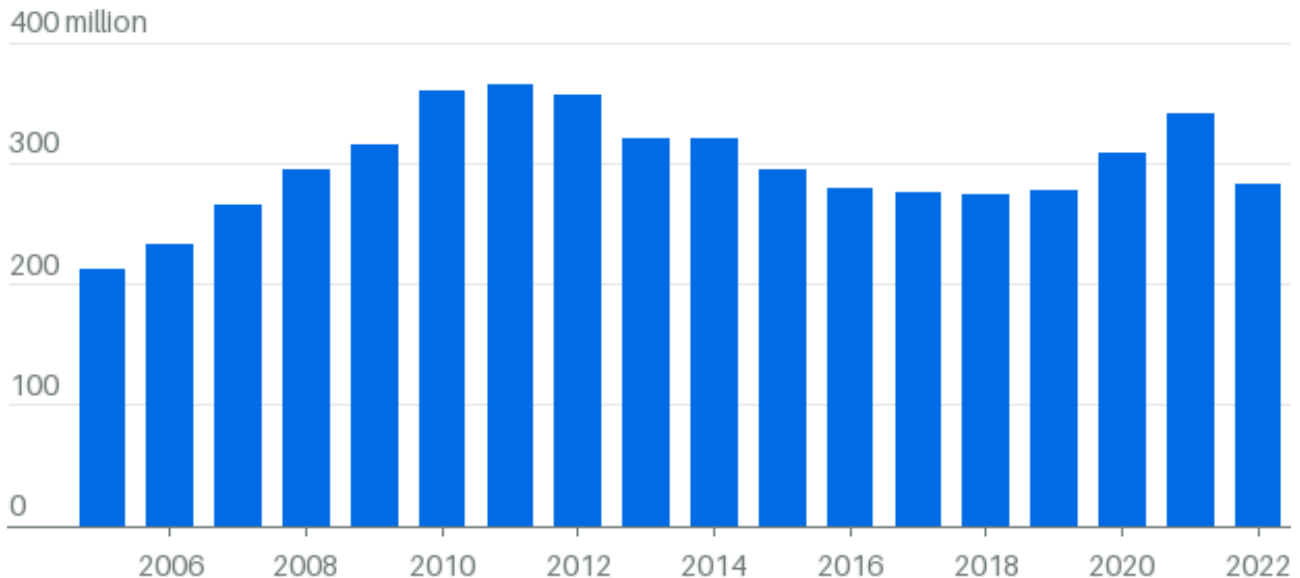
遅延の小ささは、ゲーム用のアプリケーションにとって特に大きな追い風だ。また、ゲーム開発でもAIを利用して、ゲームの世界でプレイヤーと会話する「ノンプレイヤーキャラクター（NPC）」を作成することが可能だ。最後に、重要な理由として、ワークロードをローカルな端末で処理することで、ネットワークに接続していなくてもAIソフトウェアを実行できる。顔認証でクラウドを利用したいと思う人はいないだろう。

バード氏は、「マイクロソフト365コパイロット」（ワードやパワーポイントなどのアプリケーションにAI機能を追加したもの）などのアプリケーションが、いずれはクラウドではなくPC上で実行されるようになると考えている。なお、クラウドとPC用ソフトウェアの両方の重要なプロバイダーであるマイクロソフトは、本記事に関する取材を拒否した。

■ 割安なPCメーカーへの投資を推奨

Fading Glory for PCs

Worldwide PC shipments peaked in 2011. More than a decade later, the industry is waiting for a new spark to renew sales growth.



Source: Gartner

PCには依然として懐疑派も多い。そのような人々にとって、AIはPCをさらに追い詰めるものだ。しかし、強気派も弱気派も、大規模言語モデルの作成と実行には、ほぼ確実にクラウドの計算力が必要だという点では見解が一致している。

オープンAIの最新モデル「GPT-4」は1兆7600億の変数を有し、新たなモデルを作成するための大量の計算には数週間かかる。こうしたモデルの実行に膨大な計算力が必要であることが、AIアプリケーションのデフォルトとなっているエヌビディアのGPU需要の急増につながっている。同社の半導体「H100」の価格は3万ドルで、ノートPCに搭載できる部品ではない。

しかし、AI関連の計算のかなりの部分は、もっと効率的で安全かつ割安な方法で、ノートPCで実行できることが明らかになっている。その一例が、ベンチャーキャピタルのアンドリーセン・ホロウィッツとニュー・エンタープライズ・アソシエイツ（NEA）が支援するスタートアップ企業のリワインドAIだ。

リワインドのAIはノートPCで実行され、ユーザーの会話、キーボード操作、文書、ウェブサイトの閲覧履歴などのあらゆる行動を記録する。現在のクラウド全盛の世の中では、プライバシーの観点から見ると悪夢のようだが、すべてのデータが自分のPCだけに保存されているならば、それほど心配ではない。

リワインドは自然言語に対応したチャットボットであらゆるデータを検索可能にする。ダン・シロカー最高経営責任者（CEO）は「あなたの頭脳の副パイロットになる」と語る。リワインドが最終的な勝者になるかは不明だが、コンセプトには魅力がある。新たなPCの普及をけん引するのはこうした用途だろう。

インテルは最近、「AI搭載PC加速プログラム」を発表した。これは、コンテンツ制作、セキュリティ、音響、映像制作などの分野で、AI技術を端末で利用するアプリケーションを活性化させることを目指している。インテルのテクニカルマーケティング担当シニアディレクターであるロバート・ハロック氏は「AIは無から何かを生み出すことや、骨の折れる仕事にかかる時間を節約するのが得意だ」と語る。

IBM<IBM>のアービンド・クリシュナCEOは、AI搭載PCの台頭は「当然」だと言う。本誌のインタビューで、クリシュナ氏は、半導体の大幅なアップグレードがPCに革命をもたらし、新たな用途への道を開いてきた歴史を説明した。

クリシュナ氏の考えでは、すべてのPCが、100億~200億の変数を持つAIモデルを近いうちに実行できるようになる。また、外部ネットワークに接続することなく、家庭でユーザーの心機能を検査して心電図を表示するPCや、テキストを入力せずに音声対話が可能なPCの登場も考えられる。クリシュナ氏は「半導体メーカーにとっての市場が変わる」と語る。

クアルコムのシニアバイスプレジデントであるアレックス・カトゥジアン氏によると、クアルコムのプロセッサ「スナップドラゴンXエリート」を搭載したPCは、バックグラウンドで同時に複数のAIモデルを実行できる。クアルコムは新たなスナップドラゴンがインテルやAMDのプロセッサより高速で消費電力も少ないと主張している。クアルコムの新しい半導体を搭載した初のPCは来年発売予定だ。

一方、メモリー半導体大手マイクロン・テクノロジー<MU>もAIによる追い風を受ける可能性がある。マイクロンは、PCに求められる基本的なメモリーの性能は2倍に上昇し得るという。クアルコムとマイクロンの株価はいずれも割安で、何かAIに関する良いニュースがあれば上昇するだろう。

しかし、PCの売り上げ回復に投資するなら、投資家は直接PCメーカーに投資すべきだ。デルとHPの株価はどちらも割安だ。HPは個人向け事業の割合がデルより大きく、予想PER（株価収益率）は8倍、2024年予想売上高に対する株価売上高倍率（PSR）は1倍未満で、配当利回りは4%である。デルは主に法人向けPCを販売しており、サーバー事業がAIによる追い風を受ける見込みだ。2024年予想PERは10倍、予想PSRは1倍未満、配当利回りは2%である。両社ともに積極的な自社株買いを実施している。割安に見える銘柄を探すのにAIは必要ない。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

2. ロング3銘柄とショート3銘柄

[インタビュー]

6 Picks and Pans From a Long/Short Fund Pro

ニューバーガー・バーマンのカンター氏とレーゲンバウム氏に聞く

ロング／ショート戦略



Photograph by Lanna Apisukh

株式市場とは恐ろしい所だが、ニューバーガー・バーマンのシニア・ポートフォリオマネジャーでニューバーガー・バーマン・ロング・ショート＜NLSAX＞を運用するチャールズ・カンター氏は不安を感じていない。ファンドのマンデートに鑑み、カンター氏はほとんどあらゆることに備えている。

ニューバーガー・バーマン・ロング・ショートは、カンター氏らが、価値が上昇すると考える過小評価された株式を買う一方で、株価が下落すると予想する株式を売っており、嵐を乗り切

ろうとしている投資家にアピールするかもしれない。過去5年間のリターンは年率6.7%で、属するカテゴリーの4.6%を上回っているが、S&P500指数の11%は下回っている。

カンター氏は南アフリカ出身で、1992年にニューヨークに移住してコンサルタント会社のスターン・スチュワートに入社した。ハーバード・ビジネス・スクールを2000年に卒業したあとにニューバーガー・バーマンに入社し、2005年に運用会社のカンター・グループを立ち上げた。2011年にロング・ショート・ファンド＜NLSIX＞を設定し、モーニングスターからは四つ星を獲得している。

本誌はカンター氏とポートフォリオマネジャーのマーク・レーゲンバウム氏に、過去数週間にわたってインタビューした。

本誌：ロング・ショート戦略は、一部の投資家にとってなじみがないかもしれない。あなたのファンドの仕組みは。

カンター氏：ファンドの基本原則は、損失を少なくして利益を増やすことだ。魅力的なリスク調整後リターンを生むために、ダウンサイドを保護しながら利益を目指す。根底にあるのは、ファンダメンタルズの調査に基づく信念で、ファンダメンタルズの調査によって違いを生み出せる環境にいるとわれわれは考えている。

Q：投資銘柄の選択手法は。

カンター氏：ロングの側では、素晴らしい企業への妥当な価格での投資を望んでおり、長期間にわたって保有する。

Q：ショートの候補をどのように選ぶのか。

カンター氏：われわれのショートのプロセスは、ロングのプロセスの逆ではない。逆風に直面し、それが3～6カ月後に株価に反映されるとわれわれが考える銘柄をショートする。そのような逆風は、財務指標に反映されて失望的な決算や業績予想につながることであり、その時点で株価が下落するとわ

れわれは予想する。われわれはショートの子機をを見いだすために、われわれが持つ業界および企業に関する知識を活用する。

Q：ロング・ショートの子マネジャーは、市場に対する「エクスポージャー」を口にする。それは、ロングのポートフォリオがショート・ポジションによってどの程度相殺されるかを説明する表現だ。ロングだけならば、市場に対するエクスポージャーは100%になるが、ロングとショートを同額投資していれば、エクスポージャーは0%になる。あなたはエクスポージャーをどのように管理しているのか。

カンター氏：一般的に、われわれのロングからショートを引いた正味エクスポージャーは、S&P500指数に対して30～60%の間だ。正味エクスポージャーが50～60%の時は比較的強気で、30～40%の時はより慎重と言える。

われわれは規律を維持し、ロングとショートの子方の投資機会次第で、エクスポージャーを30～60%の間で変動させる。第3四半期の子正味エクスポージャーは40～45%だった。

Q：10月の株式市場は厳しかった。見通しは。

カンター氏：予想外の子好材料や悪材料が人々の不意を突く。私は、ロシアが昨年ウクライナに侵攻すると多くの人々が予想していたとは考えていない。今年、大手金融機関の子の2社が破綻すると多くの人々が予想していたとも思わない。誰もが予想していたリセッションは到来していない。人工知能（AI）のインターフェースを予想していた人々は多くない。

レーゲンバウム氏：われわれは、企業独自の戦略の成功または失敗がリターンにつながる、銘柄固有の機会を見つけることを目指している。

■ ロング銘柄

Q：あなたがたが好む銘柄に、ディスカウントストア・チェーンのダラー・ツリー＜DLTR＞がある。株価は年初来で23%下落しているが、どのような点を好んでいて、最初に投資したのはいつか。

レーゲンバウム氏：最初に投資したのは2022年の第4四半期だった。収益性を加速させられるディフェンシブな小売会社に投資機会がある。ダラー・ツリーは、より安いものを買おうとする消費者から恩恵を受けており、景気の子循環性と逆行する追い風を受けている。ダラー・ツリーの株価は、消費者信頼感とは負の相関で、失業率とは正の相関となっている。

ダラー・ツリーには、業界最高で、会社と利害が一致した経営陣がいる。1月には新最高経営責任者（CEO）にリック・ドレイリング氏が就任した。ドレイリング氏は、小売業界のベテランで、ディスカウント小売チェーンのダラー・ゼネラル＜DG＞の子CEOで、今はダラー・ゼネラルの手法をダラー・ツリーに持ち込んでいる。重要なことに、直近四半期（5～7月期）の既存店売上高は前年同期比7.8%増と非常に高い。ダラー・ツリーでは来店客数も増加しており、経営陣は長期目標に向けた軌道に自信を持っている。

Q：婚活サイト運営会社のマッチ・グループ＜MTCH＞も好んでいる。

レーゲンバウム氏：マッチ・グループは、オンライン・デート市場のリーダーで、約30%の市場シェアを持つ。グループの最大のサイトは、ティンダーとヒンジだ。マッチの子長期的な傾向は素晴らしく、比較的子ディフェンシブだ。人々は、交際を好んでおり、マッチングアプリの子サブスクリプションを長期にわたって支払い続けるだろう。そして、マッチングアプリの子普及率は米国で大幅に上昇した

ものの、海外では多大な成長機会がある。

ティンダーは、マッチングアプリでは前代未聞の資産だった。スワイプの機能が口コミで広がり、今の市場シェアを獲得したが、その後イノベーションのエンジンが減速した。多くの競合が突然現れたために、新たな経営陣が必要だった。ヒンジは依然として好調だ。

マッチのバリュエーションは低く、フリーキャッシュフローの指標は力強く、業績予想は比較的現実的だ。資本の活用については、配当、自社株買いの拡大またはM&A（合併・買収）を慎重に検討する機会もある。

Q：マッチの株価は、2021年に付けた約160ドルの高値から約30ドルへ暴落している。10月31日には期待外れの第3四半期決算を発表し、株価は翌日に15%下落した。決算と市場の反応をどう思うか。

レーゲンバウム氏：マッチの有料会員の基盤は正常化しつつある。事業の執行の成果が表れるまでには数四半期かかるだろう。売上高と営業利益は引き続き、1桁後半の成長が見込まれる。

Q：マッチはいずれ、AIの受益者になる可能性がある。

レーゲンバウム氏：AIは、ユーザーのプロファイル構築とエンゲージメントの継続に有効的に活用される可能性がある。また、相手候補とチャットをして会話に行き詰まったときに、AIが生成したセリフで会話を続けられる可能性がある。プラットフォーム全体のエンゲージメントを高水準に維持するために、AIを活用できるさまざまな方法がある。

Q：信用調査会社のエクィファクス<EFX>もロングしている。選好する理由は。

カンター氏：消費者の信用データの提供以上に素晴らしい事業は、ワークフォース・ソリューションズで、雇用証明に関わっている。多くの企業との間で、収入に関するデータを含む従業員のデータ収集で独占的な関係を築いており、採用候補者の照合済みのデジタル履歴書を提供できる。

しかし、エクィファクスには秘められた力があると、われわれは考えている。住宅ローン金利はいずれ落ち着き、人々は住宅の取得と住宅ローン契約を再開するだろう。それが、信用照会に対する追い風を生み出す可能性がある。そして、雇用証明の面では、ホワイトカラーを中心にエンゲージメントが拡大するだろう。ホワイトカラーの採用は、ブルーカラーよりも若干難しい。

Q：エクィファクスの利益見通しは。

カンター氏：住宅ローンの回復がなくとも、来年の1株当たり利益（EPS）は7.50～8ドルになるだろう。住宅ローン金利とホワイトカラーの採用が正常な水準に戻るのは2026年以降になるとみられるが、そうなれば13～15ドルのEPSも可能だ。

■ ショート銘柄

Q：ショートしている銘柄は。

レーゲンバウム氏：ショートしている期間は短い傾向にある。前四半期末時点では、レバレッジがかかった生活必需品銘柄では、大手食品メーカーのJ.M.スマッカー<SJM>をショートしていた。かつてグロース銘柄として評価されてリスクプレミアムが付いていたビジネスモデルとしては、フィンテック企業のソーファイ・テクノロジーズ<SOFI>がある。不動産仲介業者のレッドフィン<RDFN>は、伝統的なビジネスモデルに基づきながら、テクノロジー企業として評価されていた。

By Emily Dattilo
(Source: Dow Jones)

3. かつての半導体のビッグプレーヤー日本、カムバックをもくろむ

[ハイテク]

Japan Used to Be a Big Chip Player. It's Plotting a Comeback

カムバックについての優位性と障害要因

半導体プレーヤーへ再登場



Toru Hanai/Bloomberg

日本の方が優れているのか？1980年代におけるこの喫緊の疑問が、半導体投資の誘致という新たな文脈でよみがえるかもしれない。

日本は半導体製造競争において、米国以上に挽回すべき土俵がある。1990年、日本は世界の半導体の半分を生産していた。現在は10%程度だ。戦略国際問題研究所（CSIS）によれば、日本の最先端工場は40ナノメートル（nm）の半導体を生産できるという。最先端は3nmだ。

日本政府は米国と同様、より優れた半導体を生産するために大規模な計画を推進している。2022年の経済安全保障推進法は、米国のCHIPSおよび科学法とほぼ同等のものである。岸田政権は、2030年までに国産半導体の売上高を3倍の115兆円（7620億ドル）にすることを目指し、すでに1兆円ほどの補助金が約束されている。

TSMCの日本と米国での動向

日本は新型半導体競争において早くもリードしているようだ。世界的な大手半導体製造企業である台湾積体回路製造（TSMC）＜TSM＞は、九州の熊本市に予定より早く新しい「ファブ（半導体製造施設）」を建設し、2件目のファブも計画している。一方、米国のフェニックス郊外のメガプロジェクトでの生産は最近、2025年まで1年延期された。マーク・リュー最高経営責任者（CEO）は「熟練労働者の不足」を理由に挙げている。

この比較には必ずしも同一条件ではない側面がある。日本ではエレクトロニクス産業と自動車産業に供給する比較的厚い半導体を製造する計画だが、米国のアリゾナでは将来における超薄型半導体の大量生産を狙っているからだ。

それでも、日本の方が正しい道を歩んでいるかもしれない。TSMCは、主要顧客であるソニーグループ＜6758＞と自動車部品大手のデンソー＜6902＞の2社と共同で熊本工場の資金調達をしている。また政府も5000億円近くを支援する。

フェニックスでは、TSMCは製造施設を建設してからCHIPS法の資金援助を受ける資格を得なければならない。理論的には、TSMCは今後10年間、中国での製造施設の建設が禁止されることになるが、禁止免除が期待されている。市場調査会社IDCで半導体リサーチ部門を率いるマリオ・モラレス氏は

「米国のアプローチはより野心的だが、日本のより焦点を絞った戦略の方が成功する可能性が高い」と語る。

日本の優位性

日本は半導体サプライチェーンの重要ポイント、特に製造装置や化学材料の分野で世界的に主導的地位を維持してきた。モラレス氏は、検査やパッケージングのような周辺作業は隣国で実施できると述べ、「これらのサプライチェーンはすべてアジアにあるが、CHIPS法はサプライチェーンに対応していない」と指摘した。

中央集権的な日本政府は、管轄権が多数あり訴訟も多い米国で大規模で複雑な施設を建設する際につきものの障害（地域社会の遊び場の提供から環境訴訟の闘争など）を、スムーズに処理することができる。CSISのリニューイング・アメリカン・イノベーション・プロジェクトの責任者、スジャイ・シバクマル氏は「1970年代の環境法をより効率的で予測可能なものにするよう見直す必要がある」と述べる。

半導体セクターを研究するタフツ大フレッチャースクールのクリストファー・ミラー准教授は、数十年にわたるデフレ期を経て、日本は建設費や労働力といった主要な投入資源が安価になっていると付け加える。

ラピダス支援

ジャパン・インク（日本株式会社）は、半導体の分野で独自の長期的で野心的な計画を推進している。主要日本企業数十社が、米国のIBM<IBM>や日本政府と手を組んで、2027年までに2nmの半導体生産を目標にしている新興のベンチャー企業のラピダスを支援している。これに対するシバクマル氏の見方は懐疑的で、「これは、数世代間の技術を飛び越えようとする、イチかバチかの賭けのように見える」と語る。

同じことは、台湾特有の脆弱（ぜいじゃく）性から守られた半導体産業に対して日米両国が抱く包括的な目標についても言えるかもしれない。モラレス氏は「最先端の半導体が台湾で作られることは間違いないだろう」と示唆する。それでもやってみる価値はある。

By Craig Mellow
(Source: Dow Jones)

4. プライベートクレジットファンドの流行：リスクとリターン

[インカム投資]

Private Credit Funds Are Trendy. The Risks and Rewards

個人投資家にも門戸が開かれたプライベートクレジットー 慎重さは必要

プライベートクレジットファンドが人気



Scott Olson/Getty Images

ファイナンシャルアドバイザーから投資助言を受ける富裕層の投資家は最近、プライベートクレジットファンドの話を耳にすることが増えているはずだ。プライベートクレジットファンドは変動金利のダイレクト・ローンを提供するが、米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げのおかげで、利回りは10%台前半となっている。

プライベートクレジットファンドは最近供給が増加し、ファイナンシャルアドバイザーが幾分慎重になっているものの、景気が後退しても持ちこたえる特長を有している。ウェルスマネジ

メント会社ヴェルデンスの創設者兼最高経営責任者（CEO）のレオ・ケリー氏は「顧客の資金を何年もの間、プライベートクレジットに投資してきたが、素晴らしい資産クラスだ。しかし、これだけではやると不安になる」と語る。

他のオルタナティブ投資同様、プライベートクレジットファンドは数年前までは主として機関投資家限定だった。それが現在では個人投資家がプライベートクレジットに投資する手段が格段に増えた。フィデリティ・インベストメンツ、ブラックロック、KKRといった大手資産運用会社だけでなく、あまたの小規模な運用会社が新ファンドを提供している。プライベートクレジットファンドは四半期ごとの解約が主流で、投資家の解約が集中した際の解約制限条項も付されている。加えて、最低投資金額も大きく、手数料も高い。

にもかかわらず、人気の理由は、昨年、株式も債券も大きく調整したときに値持ちがよかったところにある。企業の合併・買収（M&A）に関するデータ会社のピッチブックによれば、2022年のプライベートクレジットファンドのリターンは4.2%だった一方、S&P500指数は18%下落、投資適格社債は15.7%下落した。

BCredの愛称で知られる、運用資産残高480億ドルのブラックストーン・プライベート・クレジット・ファンドは、設定来3年で年率トータルリターンが9.8%、現時点の利回りは10.5%となっている。

同ファンドを提供するブラックストーンでプライベートクレジット戦略のグローバル責任者を務めるブラッド・マーシャル氏は、プライベートクレジットの成長には二段階あったとみている。2020年から2022年にかけては、投資家がとにかく利回りを渴望しており、FRBが利上げをする中で変動金利債に投資するファンドを求めている。マーシャル氏は「現状、その流れが変わった。投資家が今求めているのは、プライベートクレジットが提供するディフェンシブな特性である」と語る。

プライベートクレジットのメリット

A Boom in Private Credit

Private credit isn't new, but more retail investors are getting in.



Source: PitchBook

他のダイレクトレンディングファンドと同様、BCredも中堅企業向け担保付きシニアローンを提供する。万が一のデフォルト（債務不履行）の際は、最優先で弁済を受けることができる。ダイレクトレンディングファンドはローン数百本に分散投資することが多い。クレセット・パートナーズのプライベートクレジット責任者ブラッド・シュナイダー氏は、ファンドは借り手（たいていは成長産業で強力なキャッシュフローを生み出している企業）に直接貸し出しを行うため、投資家保護条項として強力なコベナンツ（財務制限条項）を要求することが多い、と話す。

シュナイダー氏は、プライベートクレジットのメリットの一つは、企業に問題が発生したときに、プロテクションの強化や金利の引き上げなど、貸し手が問題解決を図ることができる点にある、と語る。

自社でプライベートデット商品を提供するアポロ・グローバル・マネジメント<APO>のチーフエコノミスト、トルステン・スロック氏は「プライベートクレジットファンドはリセッション（景気後退）で打撃を受ける企業とは距離を置いている。適切なコベナンツを確保しており、最良のプロテクションで保護されている」としている。

プライベートクレジットとパブリッククレジットの間を行き来しながら投資するオルタナティブ・クレジット・インカム・ファンド<RCIIX>のポートフォリオマネジャー、マイク・ターウイリガー氏は、プライベートクレジットは公開市場で取引されていないため、ローンに投資する上場企業である事業開発会社（BDC）のように公開市場で取引されるファンドに比べボラティリティーは低い、と言う。現状、ターウイリガー氏は、プライベートクレジットは「投資機会の宝庫」だが、景気後退期に極端に割安化することが多い公開市場で取引されるクレジットにシフトする可能性があるとしている。プライベートクレジットは市場のセンチメントに左右されない。ターウイリガー氏は「プライベートクレジットのバリュエーションはマーケットの気まぐれではなく、忠実に事業のファンダメンタルズを反映している」と言う。

ケリー氏は、あまりにも多額の投資家資金が限られたプライベートクレジットの投資機会を追い求め始め、それが貸し出し条件の緩和につながるのではないかと注意深く見守っている。しかし、それとは逆のことが起きているようだ。企業は従来以上にダイレクトレンディングに対する期待感を高めており、パイプラインは増加見込みである。

プライベートクレジットのリスク

Four Private-Credit Funds From Big Players

Fund / Ticker	Holdings	Yield
BlackRock Credit Strategies / CRDAX	Private and public debt	12.3%
Blackstone Private Credit / N/A	Private credit	10.5
KKR Credit Opportunities Portfolio / KCOPX	Private and public credit	8.7
Carlyle Tactical Private Credit / TAKIX	Private credit	10.5

Note: Funds may only be available through certain financial advisors and have other restrictions. N/A=not applicable

プライベートクレジットの投資家にとって最大のリスクはクレジット投資家が直面するより広範なリスクに連動している。高金利が多くの企業のキャッシュフローをむしばむ中、経済が減速すれば、ローンの返済に支障を来すことになる。RSDアドバイザーズのリチャード・ダスキン氏がクレジットリスク全般、特にプライベートクレジットを嫌っているのは、解約制限のあるファンドに投資する投資家が景気後退局面で資金を引き出すことができなくなる可能性があるからだ。

富裕層向けファイナンシャルアドバイザーであるサーチュイティのマネージング・ディレクター、マリア・エロシン氏は「魅力的な投資機会は多いが、慎重かつ精選する必要がある。弊社ではデュレーションが短く、レバレッジが低い資産を探している。投資家は、プライベート投資の非流動性プレミアムを享受するが、非流動性リスクについてはよく考えないといけない」と語る。

プライベートクレジットが万人受けする商品でないことは明らかである。ファンドはブラックボックス的な要素もある。KKRのプライベートクレジットのグローバル責任者、ダン・ピーターザック氏は、資産クラス内で多様化が進んでいる、と注意喚起する。「プライベートクレジットはダイレクトレンディングよりその意味する範囲が広い」と語る。本誌が届け出を確認したところ、実際、KKRはアセットベーストレンディングに大幅に資産配分する新ファンドを立ち上げるもようである。

景気後退局面で株式の割高なバリュエーションを懸念する投資家が多く、プライベートクレジットは格好の代替商品になりそうに見える。グラントのインタレスト・レート・オブザーバーの副編集長、エバン・ローレンツ氏は「それで問題解決となりそうだが、高利回りにはそれだけの理由がある」と語る。

エロシン氏は、長期間資金が固定されても構わない富裕層の投資家にとっては、少額をプライベート

クレジットに投資してみるのも悪くはない、と指摘する。それでも「考えるべきことはたくさんある。よく考えて、慎重に投資することが必要だ」。

By Amey Stone
(Source: Dow Jones)

5. 成長が足踏みしているアップル Apple Isn't Growing-and That Is Just One Issue 次の一手はまだ見えない

[ハイテク]

7～9月期は4四半期連続の減収



Justin Sullivan/Getty Images

アップル<AAPL>が11月2日に発表した直近四半期の決算は、アップルが「成長していない」という懸念点を浮き彫りにした。この停滞がいつまで続くのかは誰にも分からない。

アップルの7～9月期の売上高は前年同期比1%減の895億ドルで、4四半期連続の減収となった。他のマグニフィセント・セブン（米国の主要ハイテク企業7社）の7～9月期決算はアップルとは対照的で、電気自動車メーカーのテスラ<TSLA>とアルファベット<GOOGL>はそれぞれ9%と11%、マイクロソフト<MSFT>とア

マゾン・ドット・コム<AMZN>はいずれも13%、メタ<META>（旧フェイスブック）は23%、半導体大手のエヌビディア<NVDA>はなんと88%の増収となった。

9月に終了した2023年度の通期売上高は前年度から90億ドル（3%）減少し、iPhone（アイフォン）、Mac（マック）、iPad（アイパッド）、ウェアラブル機器という四つの主要デバイスカテゴリーがいずれも減収となり、サービス部門のみが増収となった。

業績にとって非常に重要なホリデーシーズンが含まれる10～12月期が救いとなることを当てにしている向きにとって、アップルの現在の見方はあまり楽観的なものではない。アップルは決算説明会で同四半期の業績が前年同期比ほぼ横ばいになる見通しだと述べた。5%の増収を予想していたウォール街は失望感に包まれた。

バーンスタインのアナリスト、トニー・サッコナギ氏は11月3日付のレポートで、アップルの2024年度の増収率が横ばいとなり、コンセンサス予想の6%を下回る可能性があるとしている。

アップルは、音楽やストリーミングビデオから金融サービスとデータストレージに至るまで、さまざまなサービスで10億人以上の加入者を擁している。しかも、ハードウェアデバイスの稼働台数は20億台を超える。iPhoneの昨年の売上高は2000億ドルを超えた。これはマイクロソフトの総売上高にほぼ匹敵する額だ。アップルの製品は巧妙につくられており、熱狂的顧客をつなぎとめている。それなのになぜアップルは成長できないのか。

iPhone以外のハードウェアは軒並み減収

直近四半期の決算発表が近づく中、iPhone事業を巡る懸念が浮上し、事態はさらに悪化する可能性があった。7～9月期のiPhoneの売上高は3%増の438億ドルとコンセンサス予想並みだったものの、その他のハードウェアカテゴリーは低迷し、ウェアラブルは3%、iPadは10%、Macはなんと34%の減収となった。ガートナーによると、同じ期間のPC出荷台数は9%減にとどまった。つまり、Macは売上高が減っているだけでなく、かなりの市場シェアを失っている。こうしたMac事業の急激な縮小は、アップルが先週ラップトップPCの新機種であるMacBook Proと最新のiMacを発表するために、夕方に30分間の異例とも言える製品発表イベントを開催した理由かもしれない。

だが、アップルの直近四半期決算を精査すると、幾つかの好材料を見いだすことができる。粗利益率は過去最高の45.1%に達し、10～12月期のガイダンス中央値はさらに高い45.5%とされた。7～9月期の中華圏売上高は2%減だったが、アップルの説明によると為替調整後売上高は4%増となり、中国本土におけるiPhoneの売上高は7～9月期としては過去最高を記録した。しかもアップルは株主還元を継続中で、同四半期に155億ドルの自社株買いを実施した。

アップルの10～12月期ガイダンスにはさまざまな変動要因があり、それによって懸念が和らげられる可能性がある。まず、アップルは為替の逆風により同四半期の増収率が約1%ポイント低下すると予想しているが、最高財務責任者（CFO）のルカ・マエストリ氏によると、同四半期の営業日が昨年同期よりも1週間短いことも増収の足かせとなっている。さらにマエストリ氏は、同四半期のiPhoneの売上高が前年同期を上回り、Macの売上高が前四半期から「顕著に加速する」と予想している。

生成AIソフトウェアの投入時期は不透明

しかし、業績だけに注目するとアップルの最大の懸念点を見落とすことになるかもしれない。アップルは、今年の最も重要なトピックである生成人工知能（AI）ソフトウェアの投入についてまだ投資家に説明していない。最高経営責任者（CEO）のティム・クック氏は決算説明会でAIについて以下のよう簡単に触れたが、それはアナリストが尋ねたからにすぎない。

「生成AIに関して言うと、作業はまだ進行中であることは明らかだ。それについて詳細に話すつもりはないが、当社が投資していることは間違いない。かなりの投資をしている。こうしたテクノロジーが中心的役割を果たす製品の進歩を披露する日がいずれ訪れるだろう」。

つまり、AIはアップルの売上高を再び勢いづかせる可能性がある。だが、アップルの成長が長期にわたって足踏みした場合、エヌビディアと同等の27倍という現在の予想株価収益率（PER）が維持されるかどうかは疑問である。それは、論理的に考えればすぐ分かることだ。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

6. 債券市場のウォーレン・バフェットからの警告

The Warren Buffett of the Bond Market Has a Warning for Investors

未来のリスクは投資の世界の外に

[コラム]

過去の教訓から未来を考える



Branden Eastwood/AFP via Getty Images

米国政治の老人支配については多くの議論があり、非難されていて無理もないことだ。しかし、経験から得た知恵は価値があり、特に過去の教訓から未来を考える人の知恵は価値がある。この人によれば、未来は多くのリスクをはらむがそのリスクは投資に通常伴うものではない。

これがボストンに本社を置くルーミス・セイレスのダン・ファス副会長との最近の会話から得られたことだ。ファス氏は90歳の誕生日を迎えたばかりで、もう債券ポートフォリオ運用は自

ら行っていないが仕事に精を出している。自分自身を職場のおじいさんとしており、60年を超える経験を元に他のマネジャーにアドバイスを与えている。

もちろんこれはファス氏の影響を過小評価している。年月を経て、ファス氏はウォーレン・バフェット氏が株式銘柄を選択するのと同様の債券投資家として知られるようになった。ファス氏と話し始めた時をすぐに思い出す。投資運用方法について聞いた時に「価格が上がる債券が好きだ」と語ったが、理論的に上値に限度がない株式と違い、債券は額面の償還と利息しか約束されないのもこれは簡単ではない。

ファス氏は次の国内総生産（GDP）や雇用統計よりも地政学、気候変動や国の統治を妨げる対立を懸念する。米国証券アナリスト協会の集まりにおいて、以前ファス氏は金融政策や経済見通し等について話していたが、今では通常の投資分析から離れてよく外的要因と見られることについて強調する。

米連邦準備制度理事会（FRB）が先週政策金利を据え置いたことについて、ファス氏はイスラエルとイスラム組織ハマスとの紛争の影響を一部受けたと考えている。紛争拡大が大きな経済的影響につながり、特にエネルギー価格が高騰するリスクが金利据え置き理由だ。ファス氏は、「手を温めておく良い方法は手の上に座ることだ」と語る。

それを考慮して、ファス氏はFRBの短期金利引き上げは終了して選挙に重なる2024年に数回利下げがあると考えている。CMEフェドウオッチによると、フェデラルファンド（FF）金利先物市場が2024年6月に最初の利下げを予想するのと同じだ。

ファス氏の懸念は中東紛争拡大だけでなく、米中対立がツキディデスのわな（新興国が台頭し大国に代わろうと脅かす）を生み出すとの長年の懸念や、ロシアのウクライナ侵攻もそうだ。

このようなリスクの影響の一つは米国の防衛負担増大だ。ファス氏はこれが自分の分野を越えると分

かっているが、防衛負担が財政とFRBに影響を与え、FRBがインフレ対策停止を強いられるかもしれないと考える。それはFRBが2%の目標を超えて年率3%から4%の価格上昇を容認することにつながる可能性があり、金利が切り上がることになる。

ファス氏は、軍隊派遣がなくても政府が防衛負担を負うことで歳出に圧力がかかると語る。これは、理論的には平和時経済と言える現在の経済にインフレバイアスを組み込んでしまうし、実際には財政赤字は過去の戦争時並みのGDP比6%強だ。

金利サイクルが切り上がる

ファス氏はインフレが1970年代のように急騰するとは必ずしも考えていないが、金利サイクルの上限と下限が切り上がる可能性が高いと考える。投資への意味としては、過去40年強のデスインフレと債券利回り低下の逆になる可能性が高い。

ファス氏は、伝統的な投資配分比率である株式60%対債券40%は、50%対50%近くにすべきだろうと語る。ファス氏は株式の推奨を控えるが、デュレーションの長い債券資産に間違いなくシフトすべきだと示唆する。

ファス氏の分野である社債市場では、償還期間7年から10年の中期債を選好する。その中では額面価格を割り込む債券を重視するが、過去数年間の超低金利環境で発行された債券が大量に該当する。そのような中期債は金利上昇時には長期債ほど価格は低下せず、金利低下時には価格が上昇して早期償還の可能性は低いとファス氏は語る。

ファス氏は個別銘柄を語れないが、一例としてトリプルB、2030年償還、1.5%クーポン、11月2日の価格が77（1000ドルの額面に対する価格が770ドル）近辺の債券がある。この債券の償還利回りは5.80%で7年国債の利回りは4.68%だ。

ファス氏はハイイールド債の中にも機会があると考えているが、投機的格付け債には積極的ではない。発行企業体の個々のリスクが重要であり、それには発行体の信用格付けと個々の債券の条件が含まれる。大事なのは、株式は企業ごとに通常一種類しかないが、債券は個々の企業の個々の銘柄ごとにクーポン、償還期限、早期償還条項や担保等の特徴があることだ。

しかしこれら個別の話は、子供や孫の世代の主要なリスクとファス氏が考えるものに比べ二の次だ。気候変動は最初に来るが、ファス氏自身簡単な解決法がないと認める。年金基金のような長期の投資家にとっては、気候に恩恵を与える形で10年か20年に渡りキャッシュフローを守りたいとファス氏は考える。

地政学とより難しさを増す国内政治がファス氏の他の大きな懸念だが、財政赤字に対して明らかに取り組めていないことが特に問題で、さまざまな課題に対応する能力をより限定してしまう。

90歳を超えたファス氏の眼は過去ではなく、未来と未来が抱えるリスクをしっかりと見据えている。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. 株価は再び上昇したが、企業業績には注意が必要

[米国株式市場]

The Stock Market Is Hot Again. Earnings Say Be Careful

株価には好業績が織り込まれており、景気減速の影響を受けやすい

警戒感が和らぎ大幅高



Michael M. Santiago/Getty Images

市場の警戒感を示す「恐怖指数」は、この先の市場が平穏なことを示している。しかし、決算発表に対する個別銘柄の反応はそうではないため、遅かれ早かれ市場に乱気流が戻ってきてても驚くことのないように。

先週の主要株価指数を見ると、S&P500指数は5.9%高と週間としては2022年11月以来の上昇率を記録して4358.34で引けた。米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げを見送り、雇用統計が労働市場の落ち着きを示したこともあり、他の指数も大幅高だった。ダウ工業株30種平均は5.

1%上昇して3万4061ドル32セントとなり、ナスダック総合指数は6.6%高の1万3478.28で引けた。S&P 500指数の予想ボラティリティーを計って不確実性の度合いを示すシカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティー指数（VIX指数）が14.9まで低下したのも不思議ではない。これは、投資家が一時的なパニックの後に心配するのをやめ、再び市場を愛するようになったことを示している。なお、小型株のラッセル2000指数は7.6%高の1760.70で週末を迎えた。

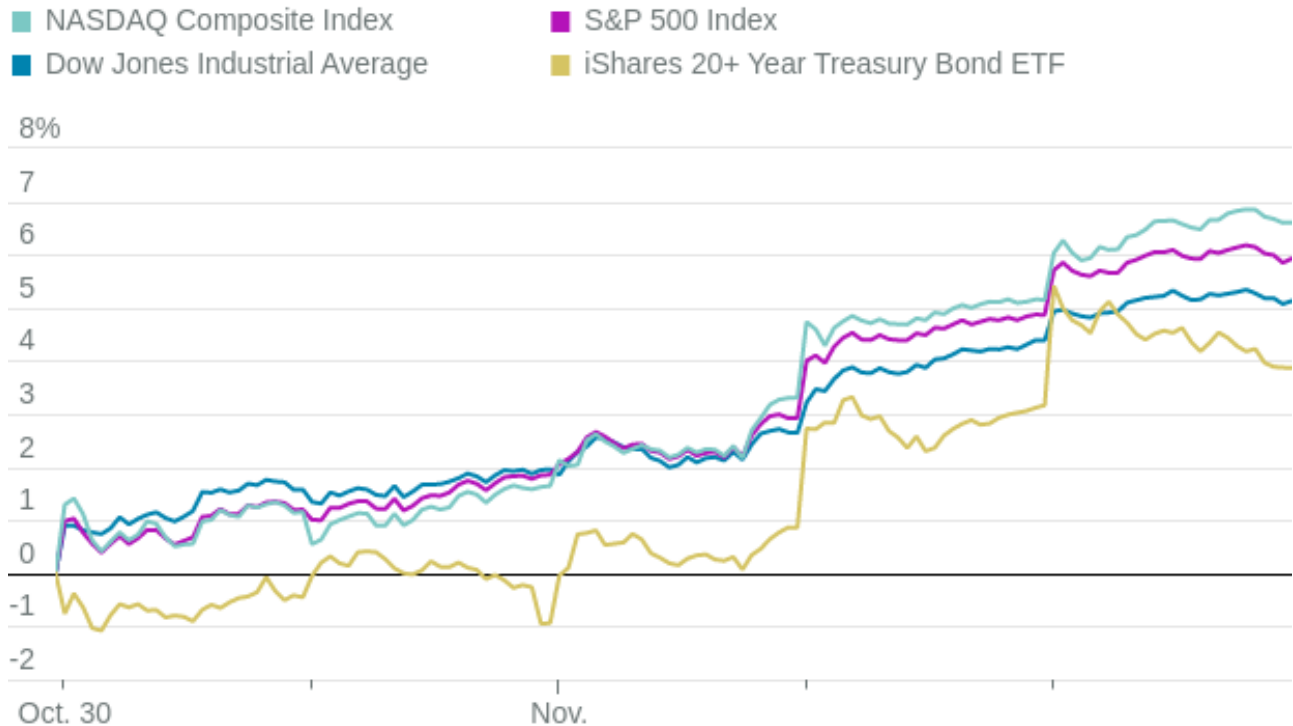
しかし、個別株の値動きは市場と対比させると非常に大きい。市場全体のボラティリティーが低下する一方で、決算を発表した企業の株式のパフォーマンスはまちまちだ。例えば、ストーリーミングサービス会社のロク<ROKU>、電子商取引プラットフォーム企業のショッピングファイ<SHOP>、データ分析企業のパラティア・テクノロジー<PLTR>は決算発表後に20%超上昇したが、人材管理ソフトウェアのペイコム・ソフトウェア<PAYC>、産業向け半導体のオン・セミコンダクター<ON>、化粧品大手のエスティローダー<EL>は19%超下落した。

市場予想を上回った場合と下回った場合の株価の動きに違い

それでも全体を平均すると、市場が与えているものとして、業績が予想を上回った時の報酬よりも下回った時の懲罰のほうが大きい。エバーコアISIのデータによると、利益予想と売上高予想を上回った企業の株価は平均するとわずか0.3%上昇しただけだが、両方とも下回った企業の株価は4.8%下落した。この5.1ポイントのギャップは過去平均の4.1ポイントより大きく、通常よりも上昇率は小さく、下落率は大きい。

企業業績の数字自体は悪くない。エバーコアによれば、S&P500指数の1株当たり利益（EPS）は、売上高が予想をわずかに上回り、利益率も予想を上回ったため、今季の決算発表シーズン開始時点での予想を6.9%上回っている。株式市場にとって問題なのは、こうした利益を織り込んでS&P500指数が既に年初来で2桁上昇していることだ。投資家は常に将来を見据えている。

Market Snapshot



市場は好業績を織り込み済みか

トロウ・キャピタル・マネジメントの創設者であるスペンサー・ハキミアン氏は、「ボラティリティーの原動力として、2024年と2025年の（収益の）伸びが株価に織り込まれていると考えており、織り込まれた増益が実現しないと株式市場は下落するはずだ」と言う。

実際、株価は下落した。例えばオン・セミコンダクターは、第4四半期の利益見通しが期待外れになる理由として、自動車用半導体需要の低迷を挙げた。これを受けて株価は22%下落した。悲観的な見通しはオン・セミコンダクターだけではない。10月3日から11月2日にかけて、決算発表時に第4四半期のEPSのガイダンスを引き上げた企業はなかった。ハキミアン氏は「業績見通しが弱ければ、要注意だ」と指摘する。

現在の株式市場は債券市場からヒントを得ている。米10年物国債利回りは、その急上昇が投資家をパニックに陥れていたが、先週は1週間の低下幅としては今年3月以来となる0.289%の低下で4.557%となった。問題は、依然として高い金利が経済を減速させ、2024年と2025年の企業業績にリスクをもたらす可能性があるという点だ。それだけでも市場はより不安定になるはずだ。

カタリスト・キャピタル・アドバイザーズの共同創設者であるデービッド・ミラー氏は、「当局が金利を本当に低く抑えようとしている段階を過ぎたことを考えると、VIX指数が10台後半になるのはごく普通のことであり、VIX指数は18~19の水準になると予想される」と述べる。

今後、乱高下が予想されるため、シートベルトを締めて警戒する必要があるようだ。

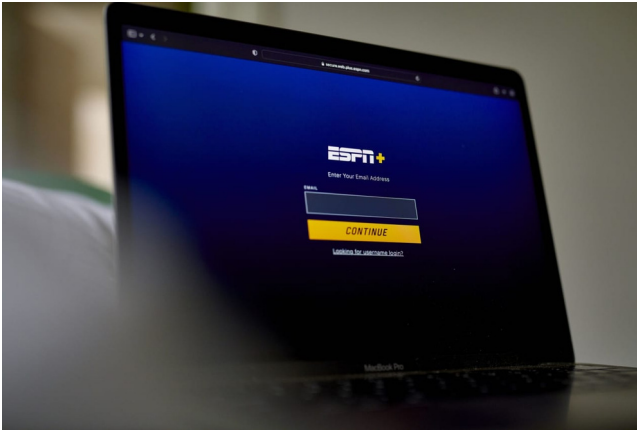
By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

8. ESPNを巡るディズニーが抱える難題

[投資戦略]

Disney's ESPN Is a Cash Cow. The Challenge: Keep It From Keeling Over
ドル箱を危険にさらしてはならない

ESPNが抱える課題



Gabby Jones/Bloomberg

総合エンターテインメント企業のウォルト・ディズニー<DIS>は、スポーツ専門局ESPNの問題を解決するためのアイデアを必要としている。テレビの魔術師ボブ・アイガー最高経営責任者（CEO）がディズニーに復帰したとはいえ、厄介な状況だ。11月8日に通期決算を発表するディズニーは、ESPNに新たなパートナーを迎えることを検討している。ディズニーは最近、ESPN部門の財務情報の詳細開示を始めた。幾つかの課題について説明しよう。

まず知っておくべきことは、スポーツは伝統的なテレビ番組の中で最も好調だということだ。そしてESPNは自らを「スポーツ配信の世界的リーダー」と称している。昨年最も視聴された50の放送番組のうち、47が米ナショナル・フットボールリーグ（NFL）の試合だった。ビーオブユー・セキュリティーズによると、NFLを除くと、上位50のうち38はその他のスポーツ中継だった。ESPNは他に類を見ないスポーツ放映権を保有している。今年度の営業利益は28億ドルに達する可能性があるが、危機の出発点としては悪くない。

つまり、ESPNはディズニーの9月期のセグメント営業利益全体の20～25%、メディアおよびエンターテインメントの営業利益のほぼすべてを占めているということを意味する。メディアの営業利益はストリーミング配信の費用で落ち込んでおり、支出が落ち着き、サブスクリプション収入が増加すれば回復すると予想されている。それは少なくとも机上の話だ。現実には、ディズニーがESPNにしがみつくなければならないということだ。

しかし、完全にそうというわけではない。ESPNの収入が2%増加したにもかかわらず、営業利益は3%減少する可能性がある。マッコリー・リサーチによると、ESPNの年初来の営業利益率は11.2%で、昨年度は15.7%、一昨年は16.9%だった。ESPNは長年にわたる財務面での成功により、スポーツ放映権の獲得で他社を圧倒し、放映権料の高騰に貢献してきたが、それが今、逆にはね返ろうとしている。

ここから売り上げを増やすのはより難しくなる可能性がある。2010年以降、年平均3%の加入者減にもかかわらず、ESPNは広告料とアフィリエイト料、つまりケーブル会社がESPNをバンドルに含めるために支払う料金を年平均6%（複利計算ベース）増額してきた。ESPNは、希少価値であることとケーブル会社の強引な勧誘を組み合わせることでこれを実現した。しかし、ESPNの加入料金は現在、ケー

ブル加入者1人当たり9.50ドル近くとなり、バンドルで飛び抜けて高いチャンネルとなっている。ESPN2、ESPNU、その他すべての関連チャンネルを加えると、その費用は13ドル近くになる。

■ スポーツ放映のストリーミング配信のジレンマ

米国2位のケーブルテレビ会社であるチャーター・コミュニケーションズ<CHTR>が9月に、ディズニーの最新のESPNに関する要求をのむくらいならテレビをやめた方が得策だと説得力を持って主張したため、ディズニーはストリーミング配信でチャーターと提携するなど、大きな譲歩を余儀なくされた。スポーツ放映以外のテレビ番組が崩壊すると同時に、ディズニーの価格を引き上げる能力は終わりを告げるかもしれない。今シーズン、18〜49歳層におけるスポーツ以外のエンターテインメントの視聴率は23%ポイント低下している。

答えは明らかだろう。ストリーミングサービスのESPN+を従来のESPNに代わるテレビ番組として育てることだ。しかし、それは簡単なことではない。CNNの親会社が、CNN+のストリーミングサービスを開始してからわずか数週間で閉鎖したことを覚えているだろうか。それは、CNNの熱烈なファンのためのサービスだったが、CNNの生中継が含まれていなかったからだ。そしてCNNの熱烈なファンは、追加料金がかかるがCNNの生中継ではないものよりも、CNNの生中継を常に見たいと思っていたはずで、その番組のターゲットとなる視聴者は実際には存在しなかったということだ。これは単純化しすぎて、ESPN+はCNN+ではない。しかし、今のところESPN+にはESPNの生中継が含まれていないことは重要だ。

ケーブルテレビのビジネスモデルの奇跡の一つは、スポーツに関心のない視聴者が、関心のある視聴者のために長い間加入料金の一部を事実上負担してきたことだ。しかし、ストリーミングでは加入者は自分の欲しいものだけにお金を払う。バンク・オブ・アメリカ (BoFA) のアナリスト、ジェシカ・リーフ・アーリック氏の試算によると、ESPNの現在の経済性を完全にストリーミングに移行したとすると、このサービスは月額41ドルになるという。

この数字は低過ぎる可能性がある。これは、従来のテレビでESPNを視聴している6300万人と、ストリーミングの加入者2600万人を基準にしたものだ。しかし、これらの加入者の多くは、現在ESPN+をディズニー+とHulu（フールー）にバンドルされた安価な追加サービスとして利用している。41ドルのESPN単体にどれだけの人がこだわるだろうか。それが少なければ少ないほど、費用は高くなる。例えば1000万人であれば、その費用は月額100ドルを超えるものでなければならない。

■ 新しいパートナーが必要

それゆえ、新しいパートナーが必要だ。メディア企業のハーストはESPN株式の20%を保有している。ディズニーは支配権を維持しつつ、保有株の36%まで売却すると、ハーストの保有を13%まで希薄化させることができる。スポーツリーグとの契約は明らかに理にかなったものだ。ディズニーは放映権料の高騰で助けを得る一方、スポーツリーグは加入者と広告料から一部の収益を得て、放映権料の高騰を一部相殺できるかもしれない。旧来のビジネスのやり方は崩壊の危機にひんしているの、新しい方法で契約した方がいい、というのが売り込みの一部だろう。

アップル<AAPL>とアマゾン・ドット・コム<AMZN>は潤沢な資金とストリーミングへの関心を持っている。コムキャスト<CMCSA>のようなケーブルテレビ大手にも可能性がある。先週、ディズニ

ーは予想通りコムキャストが保有するフールーの3分の1の持ち分について86億ドルを最低価格（今後の評価次第で上振れもある）として買収し、全株式を保有すると発表した。

ESPNの新たなパートナーが誰であろうと、ディズニーがピンチに陥っているとみている可能性が高く、取引もそれに応じた価格になる可能性がある。ディズニーにとっては、早ければ早いほど良いに違いない。

ディズニーの株価は、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）前の145ドル前後から、テーマパークが閉鎖されたときに85ドル、パンデミックの勝者として投資家がストリーミングに注目した1年後に200ドル、そして現在の81ドルまで、乱高下を続けている。現在の株価は、『アナと雪の女王』の第1弾が劇場公開された数カ月後の2014年春以来の水準で、ディズニーの時価総額は1480億ドルだ。フリーキャッシュフローは、直近の会計年度で44億ドルの水準にあり、14人のアナリストが今後の見込みを公表しているが、いずれも2年後にはさらに増えると予測しており、その幅は50億ドル弱から100億ドル超だ。どちらが正しいかは、アイガーCEOがESPNの成功を長続きさせる方法を見つけられるかどうかにか大きく左右される。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

9. 日銀の金融政策が米国市場へ与える影響

[経済政策]

Japan Is on the Cusp of Raising Rates. The U.S. Should Watch Out
いち早く警告を出している今回の金融政策の修正

日銀、イールドカーブ・コントロールを再修正



Jiji Press/AFP via Getty Images

米連邦準備制度理事会（FRB）の動きをひどく気にするのは理解できるが、米国以外の中央銀行の動きにも目を配らないと手痛い目にあう。先週の日本銀行による長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）の再修正の決定はそれを思い出させてくれた。

日銀は世界第3位の経済大国である日本の金融政策の正常化に向けて、小さいながらも意味のある一步を踏み出し、2007年以来の利上げへの道を開いた。近いうちに、ウォール街を驚かせるような形でその力を見せつけるかもしれない。

い。もしそれが世界の大口投資家を米国から日本へ引き寄せることになれば、米国債とドルにとって重要な意味を持つ。

1990年代初頭の不動産バブルの崩壊以来、デフレが日本経済の足かせになってきた。日銀は2001年、世界に先駆けて「量的緩和（QE）」（日本国債の買い入れを通じて経済成長を促進すること）を開始し、2016年にはマイナス金利政策と日本国債のイールドカーブ・コントロールを始めた。

日銀は今、方針を転換し始めている。10月の政策決定会合では政策金利をマイナス0.1%に据え置いたが、イールドカーブ・コントロールは事実上終了した。10年物国債の利回りの上限を1%に厳格に抑えたと定めていたが、この水準を今後は「めど」とすると発表した。

この文言の微調整はささいなことに思えるかもしれないが、市場に非常に大きな影響を与える可能性がある。日銀の植田和男総裁は、ファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）による長期国債の利回りの上昇は容認するが、投機的な動きには介入で対応すると述べた。

■ 大幅な円安と目標を上回るインフレ率が迫る金融政策正常化

植田総裁は「粘り強く金融緩和を続ける」ことを再確認したが、大幅な円安の進行と持続するインフレを背景に、政策の軌道修正を余儀なくされている。日米間の金利差によって、円は対ドルで1990年以来的の低水準になっており、植田総裁はイールドカーブ・コントロールを修正した理由の一つに、為替レートの変動リスクを挙げた。

インフレ率は日銀の年2%目標を確実に上回る形で推移しており、日銀が超金融緩和の正常化を開始する可能性がある。日銀政策委員会は31日、2024年度の消費者物価指数（除く生鮮食品）上昇率の見通しの中央値を7月会合時の1.9%から2.8%に引き上げた。

J.P.モルガン・アセット・マネジメントの債券担当国際最高投資責任者（CIO）であるイアン・ステューリー氏は、「現在の金融政策は明らかに経済のファンダメンタルズと矛盾している。日銀が今後、より積極的なアプローチをとることを期待している」とコメントした。

英調査会社キャピタル・エコノミクスのアジア太平洋地域担当責任者であるマルセル・ティエリアント氏は、日本のマイナス金利は早ければ2024年1月にも終了すると予想する。ステューリー氏は、春闘（労働組合と雇用者の間で毎年行われる賃金交渉）の後、春にも日銀がイールドカーブ・コントロールを終了すると見ている。

日本の超低金利により国内の資本は海外投資に向かい、また円を借りて米国債を買うキャリートレードが人気となり、これらの動きが円を下落させドルを上昇させた。海外勢として最大の米国債保有国である日本は8月時点で1兆1000億ドルの米国債を保有しており、続く中国の保有額を40%近くも上回っている。

■ 日銀の金融政策正常化がもたらすもの

日銀が金融政策の正常化と利上げの可能性を示唆すれば、日本の銀行や生命保険会社などの機関投資家は米国債を売り、より魅力的になる日本の国内債券を買い始める可能性がある。この動きはキャリートレードの巻き戻しとともに、米国債利回りを上昇させドル相場の重荷となるだろう。

野村証券の為替ストラテジストである宮入祐輔氏は、「日銀が利上げに踏み切れば、多くの市場参加者が最近見たことのないような大きな瞬間になるだろう」と語った。

日銀の決定は、米国以外の動きを注視する価値があることをいち早く警告している。

By Jack Denton
(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]

Microsoft, Meta, and Alphabet Struggle to Limit AI's Demand for Water
マイクロソフト、メタ、アルファベット、AIによる水需要の抑制に苦慮

ビッグテックがAIで水を大量に消費

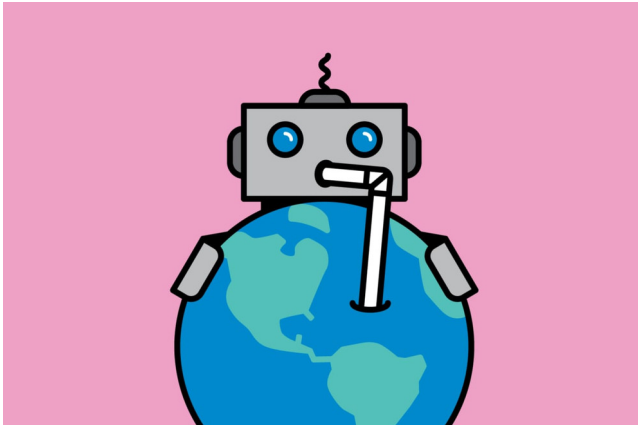


Illustration by Elias Stein

人工知能（AI）はゲームチェンジャーであるが、水をがぶ飲みする。カリフォルニア大リバーサイド校とテキサス大アーリントン校の研究者は、最近の論文で「AIは、データセンターで最も顕著かつ急速に拡大している作業負荷の一つである」と述べている。

アルファベット <GOOGL>のグーグル、マイクロソフト <MSFT>とメタ<META>（旧フェイスブック）は昨年、サーバーの冷却と発電のために、デンマークの年間使用量の2倍以上にあたる20億立方ガロン以上の真水を使用し

た。マイクロソフトのデータセンターでオープンAIの生成モデルGPT-3をトレーニングすると、2週間から4週間で540万リットルの水を消費し、10問から50問の質問と回答に約17オンス相当の水を必要とする。研究者らは、「この数字は、モデルサイズが大幅に大きくなったとされる新発売のGPT-4では増える可能性がある」と言う。

大手ハイテク企業は「ウォーター・スチュワードシップ」と「ネット・ウォーター・ポジティブ」を謳い、2030年までに使用量以上の水を補充することを公約している。大量の水だ。グーグルによると、2022年のデータセンターとオフィスにおける水の消費量は56億ガロンで、これは南西部のゴルフコース37コース分の年間散水量に相当する。マイクロソフトは、64億立方メートルの水使用量に次の二つの方法で取り組んでいるという。一つは水の使用量（エネルギー1メガワットあたりの水の量）を削減すること、もう一つは水不足地域の供給量を補充することだ。ビッグテックはこの問題にAIを投入すべきかもしれない。

先週の出来事

株式市場

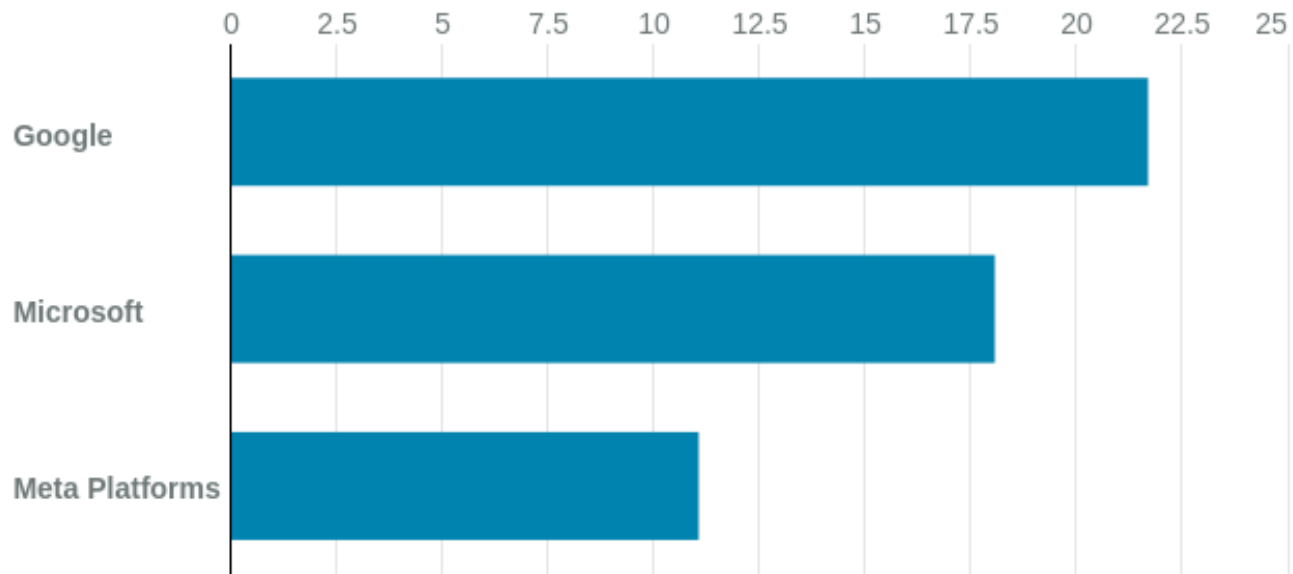
イスラエル軍がガザに進軍した。中国の10月の製造業活動は予想外に落ち込んだ。米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げを一時停止したため、週明けの米国株は上昇した。雇用の伸びは緩やかになり、失業率は上昇した。一方、日銀は長期金利の上限を緩和し始め、利回りの上昇を抑えるために国債を買い入れた。ダウ工業株30種平均は5.1%上昇、S&P500指数は5.9%上昇、ナスダック総合指数は6.6%上昇した。

企業動向

Power Hungry

Computer data centers use huge amounts of electricity to power servers.

2022 data-center electricity consumption, in terawatt hours



Source: "Making AI Less "Thirsty:" Uncovering And Addressing the Secret Water Footprint of AI

バイデン大統領は、AI関連企業に安全情報の共有を義務付ける大統領令に署名。全米自動車労組（UAW）と対立していたゼネラル・モーターズ＜GM＞は、ライバル企業と同じ25%の賃上げを伴う新協約に合意した。イーロン・マスク氏のXの評価額は190億ドルで、買収から1年で買収時の440億ドルから減少。デンマークの風力発電大手のオーステッド＜DNNGY＞は、米国での二つの大型プロジェクトを取りやめた。サム・バンクマン＝フリード氏は、暗号資産（仮想通貨）取引所のFTX破綻における7件の詐欺とマネーロンダリングで有罪判決を受けた。

M&A（合併・買収）等

ウォール・ストリート・ジャーナル紙によると、米エンターテインメント企業マーベル元幹部のアイザック・パールマター氏がウォルト・ディズニー＜DIS＞の株式をネルソン・ペルツ氏のトライアン・ファンド・マネジメントに託し、議決権行使の影響力が4倍になった。米国の格安航空のジェットブルー＜JBLU＞と同スピリット航空＜SAVE＞に対する反トラスト法裁判が始まった。米司法省は、38億ドルの合併を阻止するために提訴した。米国のコワーキングスペース運営会社のウィークワーク＜WE＞は、破産申請を行うとのウォール・ストリート・ジャーナル紙の報道で株価が下落した。テーマパーク運営のシックス・フラッグス＜SI＞と同シダー・フェア・エンターテインメント＜FUN＞は、20億ドルの全額株式交換で合併する。

今週の予定

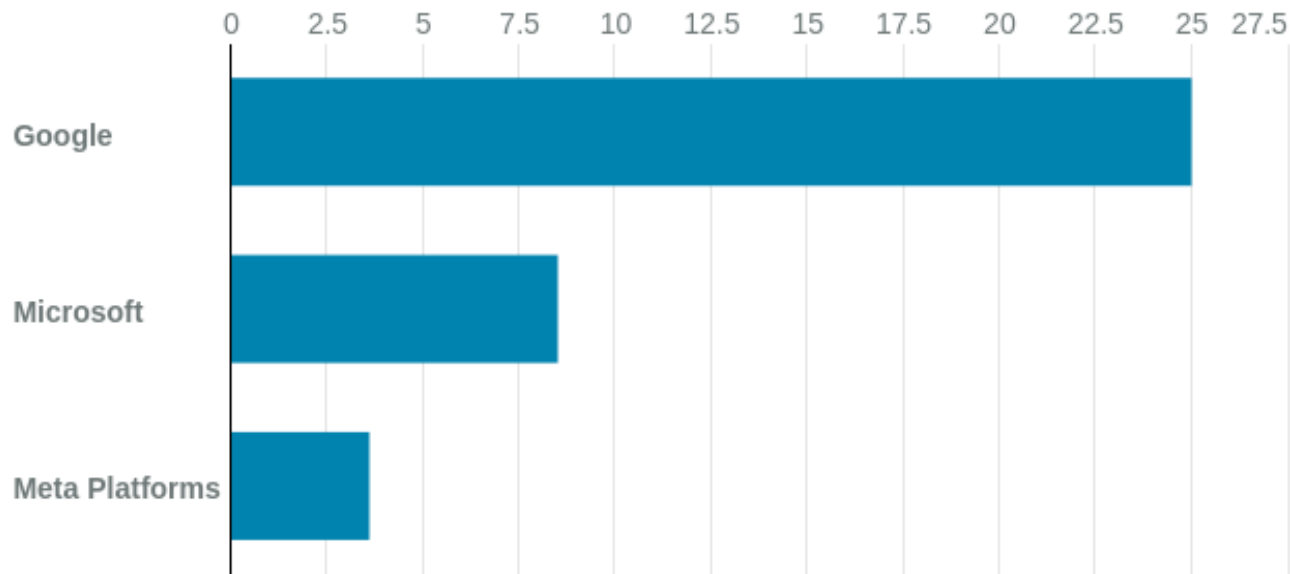
11月6日（月）

S&P500指数構成銘柄のうち、今週決算を発表するのは50社のみで、先週の3分の1程度であり、第3四半期決算シーズンは終盤に差し掛かっている。大型バイオ医薬品株にとっては忙しい週で、バーテックス＜VRTX＞とバイオンテック＜BNTX＞が6日に決算を発表する。ギリアド・サイエンシズ＜GILD＞は7日に、バイオジェン＜BIIB＞は8日に、アストラゼネカ＜AZN＞は9日に決算を発表す

A Rising Tide

To cool data-center servers requires increasing amounts of water.

2022 onsite water usage for data-center cooling, in billions of liters



Source: "Making AI Less "Thirsty:" Uncovering And Addressing the Secret Water Footprint of AI

る。

11月8日（水）

ウォルト・ディズニーが2023年度第4四半期決算を発表。ファクトセットによるアナリスト予想では、売上高214億ドル、1株当たり利益（EPS）71セント。株価は過去1年間で14.3%下落し、ダウ銘柄の中で4番目に悪いパフォーマンスで、これはリニアテレビ収入の減少とストリーミングの損失が、非常に収益性の高いテーマパーク部門を相殺したためである。

11月10日（金）

ミシガン大学が11月の消費者景況感指数を発表。コンセンサス予想は63.9で、10月とほぼ同水準で過去の平均を大きく下回る。10月の消費者1年先予想インフレ率は4.2%で、9月から1ポイント上昇し、5月以来の高水準となった。

By Lauren Foster
(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』 2023/11/05

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