

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/12/31

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

- | | |
|--|--------------|
| 1. <u>2024年のインカム投資対象ランキング - The Best Income Investments for 2024</u> | [フィーチャー] |
| 配当株がトップ | P.1 |
| 2. <u>2024年、FRB勝利への道は困難が続く。選挙の年であることがその一つ - The Fed's Path to Victory Is Strewn with Challenges in 2024.</u> | [フィーチャー] |
| だがダイハード・ハードランダー（筋金入りの景気急失速論者）である必要はない | P.9 |
| 3. <u>日本政治の混乱が市場に波及する可能性 - Japan's Political Turmoil Could Spill Over Into Markets</u> | [フィーチャー] |
| 「新しい資本主義」はどうなるのか | P.12 |
| 4. <u>原油、天然ガスおよび金の見通し - A Commodities Pro's Predictions for Oil, Gas, and Gold</u> | [インタビュー] |
| JPモルガンのコモディティ・ストラテジーを率いるカネバ氏に聞く | P.13 |
| 5. <u>AI時代にこそ求められる人間性への理解 - Op Ed: The Age of AI Still Requires a Human Touch</u> | [フィーチャー] |
| AI時代の競争優位のカギは人間性重視の経営 | P.17 |
| 6. <u>2023年は素晴らしい年だったが残念なことが一つ - The Stock Market Saved Its Biggest Disappointment for the Last Day</u> | [米国株式市場] |
| 新年早々のS&P500指数の高値更新後の見通しは不透明か | P.19 |
| 7. <u>ハイテクIPO市場が2024年に復活すると考える理由 - Tech IPOs Could Enjoy a Merry and Bright 2024</u> | [ハイテク] |
| IPOは現金調達の魅力的な選択肢になる | P.20 |
| 8. <u>選挙イヤーの2024年は広告業界に「吉」 - Politics and Streaming Will Drive Digital Ads in 2024.</u> | [投資戦略] |
| Buy Trade Desk | P.22 |
| 動画配信広告に強いトレードデスクに「買い」優勢 | |
| 9. <u>まだ子供にすぎない人工知能（AI）が大学院生になる時 - AI Is a Child. Some Thoughts on When It Goes to Grad School.</u> | [コラム] |
| 人に取って代わるのではなく、人智を増幅する知能に | P.24 |
| 10. <u>先週の出来事と今週の予定 - Biotech Stocks Were Tanking. The Cure? M&A.</u> | [経済関連スケジュール] |
| 低迷するバイオテクノロジー株への処方箋：M&A（合併・買収） | 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。

1. 2024年のインカム投資対象ランキング The Best Income Investments for 2024 配当株がトップ

[フィーチャー]

2023年末の利回り低下でも、豊富な投資機会が残る



ILLUSTRATION BY MYRIAM WARES

2023年の債券市場は再び悲劇が訪れるかのように見えたが、激しい変動を経て心地良い物語に変わり、米国債の歴史的な値上がりによって締めくくられた。それでも、インカムを求める投資家にとっては、豊富な投資機会が依然として残っている。

ベンチマークの10年物米国債利回りは、年初は3.9%で、10月下旬に一時的に5%に達したが、年末は3.85%に低下した。上場投資信託（ETF）のiシェアーズ7-10年米国債ETF<IEF>は3年連続で下落するかに見えたが、11~12月に

8%上昇し、3.9%上昇で年末を迎えた。

年末の大幅な価格上昇とそれに伴う利回りの低下にもかかわらず、利回りは依然として2022年初より大幅に高い水準にある。各セクターの利回りは、地方債が2~5%、ジャンク債が7%超、優先証券が5.5~7%、転換社債が3%だ。米国債利回りは3年以下から30年物まで4%前後となっている。これはまだ売り時ではないかもしれない。

フランクリン・インカム・ファンド<FRIAX>のリードポートフォリオマネジャーであるエド・パークス氏は、「債券をあきらめるのはまだ早い」と語る。パークス氏は、社債の約5%の平均利回りに妙味があるとみている。ジャンク債も平均利回りが約7.5%で、クレジットの見通しが良好であることを考えると魅力があるという。

キャッシュも魅力を維持しており、米財務省短期証券（Tビル）の利回りは5%を超えている。市場はTビルの利回りが2024年末までに4%、2025年半ばまでに3.25%へ低下すると予想しているが、これらは現在のインフレ率の3%を上回っている。

配当株は2024年のインカムと値上がり益の源として最高の投資先かもしれない。2023年、ほとんどの高配当セクターはS&P500指数（トータルリターンは26%）を大幅にアンダーパフォームした。高配当セクター別の配当利回りは、エネルギーパイプライン運営会社が5~8%、通信が7%、公益電力が4%、大手生活必需品が3%、不動産投資信託（REIT）が4%だ。これらのセクターがS&P500指数に追いつくことによる値上がりの可能性も十分にある。

本誌は毎年、株式・債券市場における12のセクターの相対的な魅力度をランク付けしている。このランキングは、2023年も含めて近年良い成績を上げている。2023年に1位としたパイプライン運営会社は12セクターの中で最高のリターンを記録し、最下位とした公益電力会社のリターンは最低だった。

2024年は米国と海外の配当株、パイプライン運営会社、公益電力会社を選好する。地方債は過去2カ月で利回りが大幅に低下したため、あまり魅力を感じない。以下に12のインカム投資セクターと具体的な銘柄を紹介する。

1位：米国配当株

The Year That Was

A year ago, Barron's ranked energy pipelines the top income pick for 2023, a bet that worked out well.

2023 Rank	Income Sector / Benchmark	2023 Total Return
1	Energy Pipelines / AMLP	21.5%
2	U.S. Dividend Stocks / VYM	6.7%
3	Foreign Dividend Stocks / SCHY	14.0%
4	Real Estate Investment Trusts / VNQ	12.3%
5	Convertible Bonds / CWB	15.0%
6	Junk Bonds / HYG	12.3%
7	Municipal Bonds / MUB	5.9%
8	Preferred Stocks / PFF	9.9%
9	Telecoms / T, VZ	-1.1%
10	Cash Alternatives / SHV	4.9%
11	Treasuries / IEF	4.3%
12	Electric Utilities / XLU	-7.7%

Notes: Returns through Dec. 27; Telecoms' return is average of AT&T and Verizon Communications

Source: Bloomberg

2024年は高配当株にとって素晴らしい年になるかもしれない。

2023年の高配当株はS&P500指数に対して出遅れ、さえないパフォーマンスとなった。多くのセクターは、S&P500指数を史上最高値付近まで押し上げた2023年のテクノロジー株主導の上昇相場に最後まで加わらなかった。ヘルスケア、生活必需品、エネルギーセクターはほぼ横ばいで、公益電力と通信セクターのリターンはマイナスとなった。運用資産額510億ドルのバンガード米国高配当株式ETF＜VYM＞は、2022年にS&P500指数よりはるかに良く持ちこたえたが、2023年のリターンは7%だった。これは2024年に向けて素晴らしい状況だ。

高配当株に投資する方法は数多く存在する。バンガード米国高配当株式ETFの現在の配当利回りは3.1%で、S&P500指数の約2倍だ。このETFは、金融大手JPモルガン・チェース＜JPM＞や石油大手エクソンモービル＜XOM＞など、超大型の配当株のウエートが大きい。

運用資産額520億ドルのシュワブ米国配当株式ETF＜SCHD＞は、配当利回りが3.5%で、半導体大手ブロードコム＜AVGO＞やホームセンター大手ホーム・デポ＜HD＞などを保有する。プロシェアーズS&P500配当貴族ETF＜NOBL＞は25年以上連続で増配している企業に投資する。

インベスコ・ダウ・ジョーンズ工業株平均配当ETF＜DJD＞の配当利回りは3.6%だ。このETFは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）構成銘柄の配当利回り上位10銘柄を買う、いわゆる「ダウの犬」戦略の

変種で、NYダウの中で配当利回りが特に高い構成銘柄のウエートが大きい。主な保有銘柄は通信大手ベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>とドラッグストア大手ウォルグリーン・ブーツ・アライアンス<WBA>で、それぞれポートフォリオの約10%を占める。

2位：海外配当株

米国外の企業は自社株買いより配当を重視する傾向にあるため、高配当銘柄を探すのは難しくない。

iシェアーズMSCI EAFE ETF<EFA>に基づく、海外株の配当利回りの平均は約3%で、S&P500指数の2倍だ。テクノロジー株の比重が大きいS&P500指数は、過去10年間でEAFE ETFを大幅にアウトパフォームしており、リターンはそれぞれ年率12.1%と4.3%となっている。しかし、2024年は海外株のパフォーマンスが上回る可能性がある。海外株はバリュエーションが低く、米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げでドル安になる可能性もあるからだ。

さらに、海外株のインカムは米国株を大幅に上回る。配当志向のETFには、iシェアーズ・インターナショナル・セレクト配当ETF<IDV>（配当利回り6.5%）やシュワブ海外配当株式ETF<SCHY>（同約4%）などがある。どちらのETFも資源大手のBHPグループ<BHP>とリオ・ティント<RIO>の保有割合が特に大きい。

新興国市場も、2023年はS&P500指数に対して18%ポイントのアンダーパフォームとなったものの、配当利回りが高い。iシェアーズ・コアMSCIエマージング・マーケットETF<IEMG>は、配当利回りが約3%で、半導体大手の台湾積体電路製造（TSMC）<2330.台湾>とサムスン電子<005930.韓国>の保有割合が特に大きい。

英国も高配当利回り銘柄が豊富だ。たとえば、石油大手シェル<SHEL>と日用品大手ユニリーバが約4%、石油大手BP<BP>が5%、iシェアーズMSCI英国ETF<EWU>が4%である。

3位：エネルギーパイプライン運営会社

パイプライン運営会社は2年連続で好調なパフォーマンスを上げた。2023年のアレリアンMLP ETF<AMLPL>のリターンは21%だった。

投資家は2024年に、5～9%の配当利回りに加えて、平均で年間約5%の配当成長を得られる可能性があり、つまり、2023年に続いて2桁のリターンが期待できるかもしれない。

エネルギーの需要は増加すると予想される。今後数十年にわたり、石油とガスが米国にとって必要不可欠なエネルギー源であり続けることは明らかな。米国のパイプラインの大部分は建造済みなので、必要な資本は少ない。さらに、新規建設のために規制当局から環境関連の認可を得るのは難しい。これはパイプライン運営会社にとって好ましい状況だ。

資産運用会社ウエストウッド・グループ・ホールディングスのエネルギー投資責任者で、ウエストウッド・セリエントMLPアンド・エナジー・インフラストラクチャー・ファンド<SMLPX>を運用するグレッグ・リード氏は「各社はフリーキャッシュフロー利回りを高水準に維持し、配当は5%のペースで成長し続けている。さらに、ほとんどの銘柄は自社株買いを実施している」と語る。

パイプライン業界の企業形態は、エンタープライズ・プロダクツ・パートナーズ<EPD>やエナジー・トランスファー<ET>のようなパートナーシップと、キンダー・モーガン<KMI>、ウィリアムズ<WMB>、ワンオーケー<OKE>などの株式会社に分かれる。多くの投資家は、税務申告がより簡単な株式会社を好む。

しかし、パートナーシップは2023年に株式会社をアウトパフォームしており、配当利回りも株式会社より高い。各社の配当利回りは、エンタープライズ・プロダクツが7.6%、エナジー・トランスファーが9%である一方、キンダー・モーガンとウィリアムズは5~6%だ。なお、一部の投資家は、天然ガスに重点を置いているという理由でウィリアムズを選好している。

ケイン・アンダーソン・エナジー・インフラストラクチャー<KYN>やトータス・エナジー・インフラストラクチャー<TYG>などのクローズドエンド型ファンドで10%近い配当利回りを得ることも可能だ。両者共に純資産価額に対して15%超のディスカウントとなっている。

4位：公益電力会社

2023年の公益電力会社のパフォーマンスは期待外れで、公益セレクト・セクターSPDR ETF<XLU>のリターンは約10%のマイナスだった。しかし、2024年のリターンは大幅に向上するだろう。

公益電力セクターの業績見通しは過去数十年で最も良好だ。これは風力・太陽光発電所の建設が続いており、送配電網の改修も行われているためだ。そのため、2020年代末までの利益成長率は年平均6~7%となる可能性がある。これを平均約4%の配当利回りと合わせると、バリュエーションが上昇しなくても年間トータルリターンは約10%になると考えられる。2023年の株価下落を受け、公益電力セクターの2024年予想株価収益率（PER）は約16倍だ（S&P500指数は20倍）。

リープズ・ユーティリティ・インカム・ファンド<UTG>を運用するリープズ・アセット・マネジメントのジェイ・レーム最高経営責任者（CEO）は「10年物米国債と比較した公益電力会社の配当利回りは、数カ月前に比べて非常に魅力的になっている。S&P500指数に対する相対的なPERは過去平均を15~20%下回っている」と指摘する。

業界のリーダーであるデューク・エナジー<DUK>とサザン<SO>は、配当利回りが約4%で、2024年予想PERが16~17倍だ。公益電力業界において時価総額が最大で、再生可能エネルギー業界のリーダーであるネクステラ・エナジー<NEE>は、2023年に株価が25%超下落し、バリュエーションのプレミアムがなくなった。2024年予想PERは約18倍、配当利回りは3%で、予想利益成長率は平均を上回る。

5位：通信会社

通信大手のAT&T<T>とベライゾンの株価は、2023年上半期に急落したが、過去2カ月で急上昇している。これは投資家が競争や価格設定に関する圧力が和らぎつつあると期待しているためだ。

最近の株価上昇にもかかわらず、AT&Tとベライズンは割安で、2024年予想PERは7~8倍だ。配当利回りは約7%とS&P500指数構成銘柄の中で最も高い部類に入る。コロンビア・フレキシブル・キャピタ

ル・インカム・ファンド<CFIAX>のリードマネジャーであるデービッド・キング氏は両社を選好している。キング氏は、ベライゾンが配当を削減したことがなく、9月には小幅に増配したと指摘する。また、AT&Tのフリーキャッシュフローは改善しているため、配当は安全であると言う。

同業のTモバイルUS<TMUS>も9月に配当の支払いを開始した。現在の配当利回りは2%弱だ。市場シェアの拡大と2020年のスプリントとの合併により、時価総額はAT&Tとベライゾンを上回っている。Tモバイルは2023～2025年にかけて、配当と自社株買いで600億ドルを株主に還元する予定だ。これは現在の時価総額の約3分の1に相当する。

6位：転換社債

転換社債は株式の上値余地と債券のダウンサイドプロテクションを提供するように設計されている。2023年のICEビーオブエー米国転換社債指数のリターンは13%だった。

これはS&P500指数の約半分だが、2500億ドル規模の転換社債市場には巨大な発行体がほとんどおらず、パフォーマンスは小型株指数に追随する傾向がある。2022年の転換社債のパフォーマンスは、株式と債券が低迷する中で約20%のマイナスとなった。

投資家はSPDRブルームバーグ転換社債ETF<CWB>のようなETFや、オープンエンド型ファンド、通常は店頭市場で取引されている個別銘柄などに投資することができる。最近の新規発行銘柄の利回りは3～4%で、株式への転換オプションがある代わりに通常の債券より低い。転換プレミアムは30%前後で、これは株価が30%上昇すれば株式への転換に価値があることを意味する。SPDRブルームバーグETFの配当利回りは約2%だ。

過去数カ月に転換社債を発行した企業としては、ライドシェア大手ウーバー・テクノロジーズ<UBER>、娯楽企業スフィア・エンターテインメント<SPHR>、公益電力会社エバージー<EVRG>、資産運用会社アポロ・グローバル・マネジメント<APO>などが挙げられる。

7位：REIT

REITは金利の急低下を背景に、10月の底値から急激に上昇している。バンガード不動産ETF<VNQ>は過去2カ月で約25%の上昇となった。2023年のリターンは配当の再投資を含めて13%だった。

2024年のREITのリターンは低下するかもしれない。これはREITにとって重要なキャッシュフロー指標であるファンズ・フロム・オペレーション（FFO）の伸びが、S&P500指数の予想利益成長率の半分に当たる1桁前半～半ばとなる可能性があるためだ。とはいえ、セクターの大部分の配当利回りは依然として魅力的で、バンガードETFの配当利回りは約4%だ。

投資銀行パイパー・サンダーのアナリストであるアレクサンダー・ゴールドファーフ氏は、現在アパートと倉庫を中心に建設が増えている以外に新たな供給はほとんどないため、REITセクターの見通しは良好だと言う。

好調な銘柄は、以前は低迷していた商業施設やオフィスセクターに集中している。商業施設REIT最大手のサイモン・プロパティ・グループ<SPG>は、10月に付けた底値の143ドルから30%超上昇してお

り、配当利回りは5%だ。オフィスREIT大手BXP（旧ボストン・プロパティーズ）＜BXP＞は、株価が約40%上昇して72ドル、配当利回りは5%となっている。

長く投資家に好まれてきたアパートREITは、サンベルト地帯における共同住宅の供給増加と利益成長の鈍化により、2023年はアンダーパフォームしている。

ゴールドファーブ氏は、サイモン・プロパティ・グループ、同じく商業施設REITのブリックスモア・プロパティ・グループ＜BRX＞、カイト・リアルティ・グループ・トラスト＜KRG＞や、物流施設REITのイーストグループ・プロパティーズ＜EGP＞とテレノ・リアルティ＜TRNO＞を選好する。

8位：モーゲージ証券

モーゲージ証券は、国債や社債のように注目されることはないが、両者に代わる良い選択肢を提供しているため、検討に値する。

連邦政府機関モーゲージ証券は、主にファニーメイ（連邦住宅抵当金庫）やフレディマック（連邦住宅貸付抵当公社）によるもので、8兆ドルの市場を支配している。信用リスクはほとんどなく、利回りは約5%だ。高格付け社債の国債に対する上乗せスプレッドは歴史的にタイトだが、モーゲージ証券の上乗せスプレッドは1.5%ポイント近くと、過去の平均より0.5%ポイントほど厚い。2023年の市場のリターンは約5%だった。

モーゲージ証券への直接投資は、複雑なキャッシュフローと限られた流動性のため難しい。そのため、ミューチュアルファンドやETFが最良の投資方法となる。最大のモーゲージ証券ETFは、運用資産額290億ドルのiシェアーズ米国MBS ETF＜MBB＞と同180億ドルのバンガード米国モーゲージ担保証券ETF＜VMBS＞だ。現在の利回りは3.5%程度だが、こうしたファンドは額面より割安で取引されている証券を保有している。その結果、満期までの利回りは約5%と高くなり、金利が下がり続ければ上昇する可能性がある。

最大のミューチュアルファンドは、ジェフリー・ガンドラック氏が率いるチームの運用資産額320億ドルのダブルライン・トータル・リターン・ボンド・ファンド＜DBLTX＞だ。ETFよりも高いリスクを取り、ジャンク債を含むノンエージェンシー・モーゲージ証券や資産担保証券へのエクスポージャーを持ち、利回りは5%を超える。ガンドラック氏は12月初めに、住宅ローン市場は国債に対する上乗せスプレッドが厚く、ほとんどの証券が額面よりディスカウントされており、リスクとリターンのバランスが取れていることから、「魅力的な市場であることに変わりはない」と述べている。

9位：ジャンク債

2023年のジャンク債は好調だったが、投資家は2024年への期待値を下げざるを得ないかもしれない。

ジャンク債市場の魅力は米国債との比較で1年前より低下している。2023年に12%超上昇した後、ジャンク債の利回りと残余期間が同じ米国債の利回りとの差（スプレッド）は、ほぼ5%ポイントから約3.7%ポイントに縮小し、過去の基準からするとタイトになっている。ジャンク債の平均利回りは約7.5%で、約9%だった1年前と比べると低下している。

ティー・ロウ・プライス米国ハイ・イールド・ファンド<TUHYX>のマネジャー、ケビン・ルーム氏は、「2023年の値上がりで資産価値上昇のストーリーの多くは終わった。2024年はよりインカムが注目される年になる」と予想しており、米国債利回りが低下すれば、1桁台後半のリターンとボーナスの可能性があるという。

ジャンク債市場に投資するシンプルな方法は、1兆3000億ドルのジャンク債市場を代替する運用資産額190億ドルのiシェアーズiBoxx米ドル建てハイイールド社債ETF<HYG>への投資かもしれない。このETFは2023年に12%上昇して、2022年に失った損失を取り戻し、利回りはほぼ6%だ。

リスク許容度の高い投資家であれば、PGIMハイイールド債券ファンド<ISD>のようなレバレッジド・クロードエンド・ジャンク債ファンドを購入するという方法もある。ファースト・トラスト・ハイイールド・オポチュニティーズ2027ターム・ファンド<FTHY>は、純資産価値（NAV）から2桁のディスカウントで取引されているが、2027年に清算される予定だ。

ジャンク債市場のエクスポージャーを得るもう一つの方法は、変動金利のレバレッジド・ローンである。クロードエンド型のヌビーン・クレジット・ストラテジーズ・インカム・ファンド<JQC>は利回り12.5%で、NAVに対して12%のディスカウントで取引されている。ブラックストーン・ストラテジック・クレジット2027ターム・ファンド<BGB>の利回りは10%で、NAVに対して11%のディスカウントで取引されており、2027年に清算予定であることから、投資家はこのディスカウントを享受できるはずだ。

10位：優先証券

UBSのアナリスト、フランク・シレオ氏によると、iシェアーズ優先株式&インカム証券ETF<PFF>に基づいて算出すると、2023年の優先証券市場のリターンは約10%だ。2024年は金利に大きな変化がないと仮定すると、優先証券は1桁台後半のリターンを示す可能性がある。

ポジティブな点は、2023年の発行額が約140億ドルと控えめで、償還額がそれを上回ったことだ。この傾向は2024年も続く可能性がある。現在の利回りは5.5～7%の範囲だ。

優先証券は社債に匹敵する利回りを提供し、配当金は通常、普通株式と同様に扱われ連邦税は最高税率の20%で課税されるため、税制上の優遇措置もある。

マイナス面は、ほとんどの優先証券は永久債であるため、長期金利の変化に敏感に反応する可能性があることだ。2022年に金利が急上昇した際、iシェアーズ優先株式&インカム証券ETFは20%近く下落した。

3000億ドルの優先証券市場で大きな比率を占めるセクターの一つが銀行だ。シリコンバレー銀行とファースト・リパブリック銀行の破綻で両行が発行する優先証券が無価値となり、リスクが浮き彫りになった。しかし、主要な発行体はJPモルガン・チェース、バンク・オブ・アメリカ<BAC>、ウェルズ・ファーゴ<WFC>といった大手銀行であり、これらの銘柄は非常に安全そうに見える。

優先証券市場は、取引所で取引される額面25ドルの証券と、ほとんどが店頭市場で取引される1000ドル単位の優先証券に分かれる。後者は主に機関投資家をターゲットにしているが、個人でも購入可能

で、ティッカーシンボルではなくCUSIP（キューシップ）コードに基づいて取引される。ファースト・トラスト・インスティテューショナル・プリファード・セキュリティーズ&インカムETF＜FPEI＞は1000ドル単位市場にフォーカスし、利回りはほぼ6%、運用資産額140億ドルのiシェアーズ優先株式&インカム証券ETFは利回り6%で、額面25ドル証券市場へのエクスポージャーが高い。

ヌビーン・プリファード・アンド・インカム・オポチュニティーズ＜NPSFX＞を含むクローズドエンド型ファンドは利回り8%以上で、NAVに対して2桁のディスカウントで取引されている。

JPモルガン・チェースの4.20%シリーズMやウェルズ・ファーゴの4.75%シリーズZなど、5.5～6%の利回りを提供する額面25ドルの上場銀行優先証券に直接投資する投資家も多い。1000ドル単位市場では、例えば大手銀行のシティグループ＜C＞が発行する7.625%優先証券が高い利回りを提供しているが、2028年に償還されることを考えると現在の利回りは約7%だ。

11位：地方債

地方債市場は、税制上の優遇措置や歴史的に高い信用力から、個人投資家にとって依然として人気の高い債券市場だ。しかし残念なことに、11月の歴史的な上昇相場が12月に入っても続いたため、市場の魅力は低下している。中長期債の利回りは10月の高値から1%ポイント超低下している。

ブラックロックの地方債チーフ・ストラテジストであるショーン・カーニー氏は、「地方債市場は、他の債券市場の一部と同様、かなり早く、魅力のないところまで行ってしまった。しかし、この市場にはまだ価値があると見ており、平均利回り3.25%は、連邦税の適用税率が35%の投資家にとっては税控除前で5%の利回りに相当する」と指摘している。

しかし、トリプルA格付けの10年物地方債の利回りは現在わずか2.25%で、これは10年物国債の60%の水準だ。この比率は過去10年で最低水準に近く、平均である約75%を下回っている。つまり、米国債のような課税対象となる債券に対して、最高格付けの地方債が個人にもたらす税制上のメリットはほとんどないということだ。地方債ファンドで最大のバンガード・インターミディエート・ターム・タックス・エクゼンプト＜VWITX＞のような古い地方債を扱うミューチュアルファンドの方が利回りは高い。

地方債市場で最も価値があるのは、利回りが米国債にかなり近い長期債だ。また、トリプルA格より格付けの低い地方債の利回りは高い。ロサンゼルス空港29年債の利回りは約4%、2055年満期のジャンク債であるオハイオ・バックイ・タバコ債の利回りは5%を超える。

ETFや個別管理口座（SMA）は、投資家にますます人気だ。最大のETFであるiシェアーズ国内地方債ETF＜MUB＞は運用資産額380億ドルで、利回りは約3%だ。ヌビーンAMTフリー・クオリティ地方債ファンド＜NEA＞のようなクローズドエンド型ファンドは利回り4.5%超で、NAVに対して2桁のディスカウントで取引されている。

12位：米国債

不安定な1年を経て、米国債は2023年のスタート地点にほぼ戻っており、10年債と30年債の利回りは現在4%前後だ。市場は10月の安値以来、過去20年間で最大の上げ幅となり、iシェアーズ米国債20年超ETF<TLT>は20%超の上昇と、S&P500指数を上回った。

米国債の魅力はまだ多くある。インフレは3%程度で推移しており、今後低下していくと思われるが、米国債はインフレに対するクッションになる。2024年に経済が低迷すれば、米国債は株式市場の下落に対するヘッジになるだろう。また、インフレが後退し続ければ、米国債は上昇する可能性もある。マイナス面としては、当面国債による毎年1兆ドル以上の巨額の借入れが必要であること、インフレが再燃する可能性があることなどが挙げられる。

このセクターに投資するには、ETFが良い選択肢だ。投資家は、ほとんどの満期セクターと個々の満期日へのエクスポージャーを得ることができる。iシェアーズ米国債1-3年ETF<SHY>、iシェアーズ米国債20年超ETF、金利変動に最も敏感な米国債ETFの一つであるビムコ25年超ゼロクーポン米国債インデックス<ZROZ>などがある。

インフレ指数連動国債（TIPS）は、通常の米国債に代わる魅力的な選択肢を提供する。ブレイク・イーブン・インフレ率（BEI、米国債と同年限のTIPSの利回りの差）は現在わずか2.2%であり、インフレ率が2.2%を上回れば、TIPSは通常の国債を上回るパフォーマンスとなる。TIPSファンドには、iシェアーズ米国物価連動国債ETF<TIP>やバンガード短期インフレ指数連動国債ETF<VTIP>などがある。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

2. 2024年、FRB勝利への道は困難が続く。選挙の年であることがその一つ [フィーチャー] The Fed's Path to Victory Is Strewn with Challenges in 2024. だがダイハード・ハードランダー（筋金入りの景気急失速論者）である必要はない

FRBはゴール目前、だが到達には障害あり

2022年はインフレ抑制に向けた米連邦準備制度理事会（FRB）の戦いの始まり。2023年は中間の不安定期。そうだとすれば、2024年は物価上昇率も金利も、正常レベルに収束する終盤戦となるかもしれない。だが一筋縄では行かない。

これからの12カ月は、FRBにとって非常に重要となりそうだ。FRB当局者は、わずか1年前には、ほとんど誰もが可能と思わなかった米国経済のソフトランディング（景気の軟着陸）を、達成しようと努力している。インフレ率は2022年半ばのピークの三分の一に低下し、失業率は記録的な低水準で推移し、経済成長率は年率で平均を大きく上回る水準で2023年を終えつつあることを考えれば、FRBが目指してきた、おぼろげながらも完璧な結論に手が届きそうだ。

しかし、ゴールが近づいているとはいえ、大きな障害が残っている。一つは、投資家が2024年にFRBの予想の2倍の利下げ回数を予測し始めたことで、FRB当局者は市場が再考することを期待しつつ、利



ILLUSTRATION BY LYNNE CARTY/BARRON'S; BLOOMBERG (3); FEDERAL RESERVE BANK OF RICHMOND (BARKIN)

下げ期待の抑制を図っている。一方、労働需給が依然として逼迫（ひっばく）していることから、一部のエコノミストの間では、物価上昇率は今のところ鈍化しているものの、FRBが政策を緩和すれば直ちに再上昇する可能性があるとの懸念が高まっている。

新FOMCメンバー

4 New Voters at the Fed

Most regional Federal Reserve Bank presidents rotate onto the Federal Open Market Committee as voting members for a one-year term. Here are the four incoming FOMC members for 2024.

Name	Notes
 Mary Daly President, Federal Reserve Bank of San Francisco	Daly has recently been among the most vocal Fed officials in saying it is appropriate to begin thinking about cutting rates in 2024.
 Raphael Bostic President, Federal Reserve Bank of Atlanta	Bostic warned against raising rates too much in 2023, and recently advocated for only modest rate cuts in 2024, saying he expects inflation to come down slowly.
 Thomas Barkin President, Federal Reserve Bank of Richmond	Barkin's views tend to fall on the hawkish side of center. He has said rate cuts would be appropriate this year if inflation keeps falling, but that he is waiting to be convinced price growth is slowing sufficiently.
 Loretta Mester President, Federal Reserve Bank of Cleveland	Mester has been described by close Fed watchers as among the most hawkish officials. She recently cautioned that financial markets have gotten ahead of the Fed in expecting rate cuts. Mester will retire from her post at the end of June.

Photos: Bloomberg (3); Federal Reserve Bank of Richmond (Barkin)

金融政策を決定する連邦公開市場委員会（FOMC）はすでに数多くの課題をかかえているが、さらに1月には、毎年の変更として、投票権を有するメンバーの構成が変わる。FRB理事とニューヨーク連銀総裁（現在はジョン・ウィリアムズ氏）は常にFOMCの投票権を持つが、ニューヨーク連銀以外の11人の地区連銀総裁のうち4人が、持ち回りで1年の任期を務める。

リッチモンド地区連銀のトーマス・バーキン総裁、アトランタ地区連銀のラファエル・ボスティック総裁、サンフランシスコ地区連銀のメアリー・デイリー総裁、クリーブランド地区連銀のロレッタ・メスター総裁が、2024年の投票権者として任にあたる。シカゴ地区連銀のオースタン・ゲールスピー総裁、フィラデルフィア地区連銀のパトリック・ハーカー総裁、ミネアポリス地区連銀のニール・カシュカリ総裁、ダラス地区連銀のローリー・ローガン総裁は、前回12月のFOMCで任期最後の投票を行った。

2024年は選挙の年

2024年、FRBにはさらなる難題が待ち受ける。11月の米大統領選が近づく中での政策決定だ。FRBにとって独立性は最も大切で、政治に関与しないことは信頼性を維持する上で極めて重要である。しかし、FRBが経済に影響力を持ち、経済が選挙に影響を及ぼすことを考えれば、大統領選挙が2024年のFRBのあらゆる決定に影を落とすことは避けられないだろう。

FRBが春か夏に利下げを行い、景気が回復して有権者の見方が改善すれば、共和党は利下げを、世論調査で民主党の勢いを押し上げるための行為とみなすかもしれない。一方、FRB当局者が利下げを年のかなり後半まで待った場合、民主党は、バイデン大統領再選の可能性を不必要に損なうものとみなす可能性がある。

米投資運用会社クロックタワー・グループのチーフ・ストラテジスト、マーコ・パピチ氏は、FRB当局者は経済、ひいては現政権を後押しするために「寛大な方向に傾く」と予想している。しかし、他のFRBウォッチャーの多くは賛同せず、FRBは長年、政治的な抗争を避けることには慣れており、選挙年の政治に首を突っ込み、信頼性を損ねるようなリスクは冒さないはずだと強調している。この見方には歴史の裏付けがあり、カナダの資産管理会社エテルナ・フィナンシャル・グループが集計したデータによると、FRBは1928年以来、選挙年の60%近くで利上げを行っている。

金利の展望

インフレが十分に収束した後、金融政策はどこへ向かうのか。この予想をリセットすることも、FRBが2024年に問われることのひとつだ。過去15年間の大半は超低金利が経済を特徴づけたが、投資家、企業経営者、消費者の多くは、その金融緩和時代の再来を期待している。しかし、失業率の持続的低下から地政学的緊張の高まりに至るまで、さまざまな要因によって、経済は新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）が始まる以前よりもインフレに陥りやすくなっている。そのため、各国中央銀行は金融引き締め維持を余儀なくされる可能性がある。

言い換えれば、FRB当局者が指標となるフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標レンジを現在の5.25～5.50%の水準から引き下げ始めても、金利はほぼ間違いなく、2007～2009年の景気後退以来一般的となったゼロ近傍を、大きく上回る水準にとどまらざるを得なくなる。

ダイハード・ハードランダーである必要はない

こうした課題はあるものの、米国経済は、大半のエコノミストやアナリストが以前考えていたよりも、はるかに良い状態で新年を迎える。FRBには、成長を阻害せずインフレに対処する余地がある。インフレを退治するためには、景気後退と失業率の急上昇が避けられない、との見方は薄れた。景気後退の回避はコンセンサスとなっている。

米調査会社ヤルデニ・リサーチのエドワード・ヤルデニ社長は、「私がダイハード・ハードランダー（筋金入りの景気急失速論者）と呼ぶ、過去2、3年の間に景気後退を予想し、2024年になお景気後退があると確信している人たちがまだいる」と語り、「だが私はその一人ではない。かなりいい年になるはずだ」としている。

By Megan Cassella
(Source: Dow Jones)

3. 日本政治の混乱が市場に波及する可能性 Japan's Political Turmoil Could Spill Over Into Markets 「新しい資本主義」はどうなるのか

[フィーチャー]

市場は自民党の裏金問題を静観



SOICHIRO KORIYAMA/BLOOMBERG

ここ数十年の日本政界で最大のスキャンダルに対する投資家の反応は鈍い。上場投資信託（ETF）のiシェアーズMSCIジャパンETF＜EWJ＞は、自民党派閥による政治資金パーティー券を巡る裏金問題で岸田首相が4人の閣僚を罷免した12月14日以降、1%安でとどまっている。この間、S&P500指数は1%上昇した。EWJは2023年に15%超上昇した。

だが、市場関係者は2024年、さらに注意を払う必要があるかもしれない。裏金問題が広がりを見せ、岸田首相を直接脅かす恐れがあるから

だ。マネックスグループ＜8698＞の東京駐在グローバル・アンバサダーであるイエスパー・コール氏は、「岸田首相がこの事態を乗り切れない可能性もある」と話す。

さらに憂慮すべきなのは、岸田内閣に関する世論調査の悲惨な数字である。戦略国際問題研究所（CSIS）ジャパンチェアのナカノ・ユウコ氏によれば、岸田首相の直近の支持率は22%だ。自民党の支持率は2012年以来初めて30%を割り込んでいる。これは、金融市場において日本への希望を新たに膨らませた「新しい資本主義」そのものに対する国民の幻滅を反映している。ナカノ氏は「不支持の主な理由は、経済政策に対する信頼感の欠如だ」と言う。

日本の政治は、頻繁な首相交代を特徴としているが、自民党内のコンセンサスと強力な自己増殖的官僚機構に基づく着実な政策がある。

新しい資本主義の一つの柱であるマイナス金利の解除に関しては、集団的思考が根強いままだ。マイナス金利は過去2年間で円をドルに対して20%も暴落させた。アナリストらは、日本銀行が2024年早々に、政策金利をマイナス0.1%からゼロに引き上げると予想している。オックスフォード・エコノミクスの在日代表、長井滋人氏は「マイナス金利の解除が大きな抵抗を受けることはないだろう」と述べる。

第二の柱であるリフレの原動力を赤字を伴う財政支出に移行することについては、より議論の余地がある。岸田首相は、防衛費の倍増や人口増加を促進するための子ども手当の増額によって歳出が急増する中でも、減税を推進している。2023年11月に閣議決定された約13兆円規模の2023年度補正予算は、2024年3月までに執行される予定だ。

マネックスグループのコール氏は、この放漫な支出に憤慨した保守的な官僚らが、政府要人の汚職疑惑に反発しているのかもしれないと推測する。コール氏は「岸田首相が財務省に逆らって減税を決めた後にスキャンダルが発覚したのは偶然ではない」と語る。

オックスフォード・エコノミクスの長井氏は、根底にどのような思惑があるにせよ、日本の若者は文字通り岸田首相のリフレのシナリオを信じないため財布を開かない、と話す。長井氏は「消費低迷は、将来の増税や急速な高齢化による年金受給額の減少を心配する若い世代が、予防的な貯蓄を恒常的に増やしていることに起因する」と説明した。

■ 奏功した東証のPBR改善要請

一方、良い面もある。コール氏は「日本の比較的強気な市場を引っ張っているのは政府だけではない」と言う。東京証券取引所（東証）は2023年初め、上場企業の半数を占める株価純資産倍率（PBR）1倍割れの企業に対して「資本効率の改善策」を開示・実行するよう要請すると発表した。この発表以来、企業の合併や買収は記録的な水準に達しており、これは経営者が東証の要求に応じようとしていることを表している。コール氏は「企業の新陳代謝が活発化している。新しいリーダーはレガシー（遺産）を作りたがっている」と話す。

とはいえ、岸田首相の遺産が混乱と幻滅に終わるのか、あるいは問題を先送りするだけであるなら、それは何の役にも立たない。長井氏は「岸田内閣の支持率が低下しているのは、根本的な問題に立ち向かおうとしない姿勢に国民がうんざりしているからだ」と指摘する。

By Craig Mellow
(Source: Dow Jones)

4. 原油、天然ガスおよび金の見通し

[インタビュー]

A Commodities Pro's Predictions for Oil, Gas, and Gold

JPモルガンのコモディティー・ストラテジーを率いるカネバ氏に聞く

■ 微妙な立場のOPEC

JPモルガンでグローバル・コモディティー・ストラテジーを率いるナターシャ・カネバ氏による、今年の冬に原油需要の伸びが減速して原油価格が大幅に下落するという予想は正しかった。2024年は原油需要が増加に転じ、石油輸出国機構（OPEC）が供給を抑制する中、原油価格が反発するかもしれない。とはいえカネバ氏は、若干深掘りする価値があると考えている。

エネルギー市場における大手プレーヤーは、岐路に立っている。大半の石油会社は、2022年は過去最高益を上げて株価が急上昇したが、2023年には市場に対して10%ポイント以上のアンダーパフォームとなった。

OPECの原油価格に対する影響力は急速に低下している。OPECは2024年に、原油価格を高止まりさせるために減産を続けるか否かという、非常に難しい決断に迫られるだろう。OPECは、増産を続けている非加盟国に市場シェアを奪われており、原油価格が再び低下した場合の選択肢はあまり残されていない。



PHOTOGRAPH BY JACK SOROKIN

さらに、原油市場は、エネルギーに対するすべての投資家が注視する必要がある、構造的変化にひんしている。米国のガソリン需要は2019年にピークを打ち、今後は恐らくほぼ確実に減少が続くだろう。諸外国でも需要は同様に減少している。カネバ氏によると、世界のガソリン需要が増加するのは2024年が最後となり、その後は、長期間にわたって緩やかに減少する公算が大きい。本誌は、12月初旬にカネバ氏にインタビューした。

本誌：あなたの最新のレポートは「終局」と呼ばれていた。それは、原油価格に言及していたのではないという理解でよいのか。

カネバ氏：その通りだ。「終局」は、われわれの年次見通しのタイトルだった。それは、OPECに関するもので、OPECは反動的で、市場の需給を均衡させるために減産を続けなければならない立場に置かれてきた。そして問題は、終局とは何を意味するのか、出口戦略はどのような

ものなのか、というものだ。

Q：OPECは面倒な立場にあるように見える。減産を続けているが、価格はそれに反応していない。OPECの次の行動は。

A：現時点で、原油需要は史上最高水準にあり、OPECには日量400万バレル以上の増産余力がある。大幅な減産は2024年12月まで延長された。サウジアラビアの現在の産油量は日量900万バレルだ。2020年のコロナ禍のピーク時の産油量は日量920万バレルだったため、現在の産油量は当時を下回っている。需要がこれほど多いときに、サウジアラビアが減産を続けるべきという主張はますます困難になっている。

減産ではなく増産の方が理にかなっているとわれわれは考えている。増産すれば、現在より低い原油価格、例えば1バレル当たり70～90ドル程度に甘んじなければならないだろう。2024年の市場は、増産を吸収できる程度に好調になるとわれわれは考えている。われわれは、サウジアラビアとロシアが増産するという想定で、原油価格を83ドルと予想している。

Q：OPECは増産すれば、需要が再度軟化した時に減産が可能になるだろうか。

A：その通りだ。最大の問題は2025年だ。OPECの2024年の行動が、2025年に大きく影響するだろう。需要は、2024年は好調だが、われわれは2025年が好調になるとはみていない。

国内総生産（GDP）の成長が原油需要のけん引役になるだろうが、脱炭素化と自動車の電動化の影響を差し引かなければならない。2025年は、われわれが10年以上も前に導入した脱炭素化政策の影響が通年ベースで初めて反映される年になるだろう。われわれは2024年または2025年にリセッションを想定していないが、世界のガソリン需要は前年比で減少するだろう。自動車の電動化の影響が、2025年

に統計に表れ始めるだろう。

現在では、米国の自動車の4%が、何らかのタイプの電気自動車（EV）になっており、2025年には7%近くなるとわれわれは考えている。欧州では現在約7%だが2025年には10%になり、中国では、現在の9%が16%弱に拡大するだろう。すべてを総合すると、われわれは、ガソリン需要が2030年までに日量約100万バレル減少すると予想している。

■ 原油に対する見通し

Q：世界の原油需要がピークに達するのはいつか。

A：ピークは視野に入っていない。われわれは2030年までしか予想しておらず、2031年に頭打ちになるかもしれない。

Q：ガソリン需要が今後減少するのであれば、2024年以降に何が原油需要をけん引するのだろうか。石油化学製品か、プラスチックのようなものか。

A：その通りだが、プラスチックだけではない。石油・天然ガスの利用がどれほど広範囲にわたっているかを、多くの人々は認識していない。ナイロンやライクラ（ポリウレタン弾性線維）などはすべて石油化学製品だ。

Q：OPEC以外の産油国の原油供給量増加が、2023年の大きなストーリーの一つだった。供給は、米国、ブラジル、イランなどで大幅に増加した。供給は2024年も増加し続けるのだろうか。

A：OPEC非加盟国の原油供給量は日量170万バレル増加しており、米国の増加量は70万バレルだった。カナダも産出量を正常化しなければならないだろう。望むらくは、石油生産が山火事の影響を受けた2023年とは、2024年の天候が異なることを期待したい。ブラジルやガイアナは増産している。

Q：米国の産油量は、日量1320万バレルで史上最高となった。増産は近いうちに減速するのだろうか。シェール油田の生産性は低下を続けている。

A：米国の原油供給が頭打ちになるとは、われわれはみていない。頭打ちになるのは伸び率だ。産油量の増加は、2023年が150万バレルで、2024年と2025年はその半分の約70万バレルになるだろう。2026年から2030年にかけての供給の持続可能な伸び率は約20万バレルだ。リセッションになるか、原油価格が50ドルを下回らない限り、米国の産油量は減少しないとわれわれはみている。

Q：ブレント原油の価格は既に70ドル台半ばとなっている。2024年にはブレント原油価格が上昇すると予想しているか。

A：2024年のブレント価格を83ドルと予想しているが、価格はボックス圏の推移と見込んでおり、見方はニュートラルではない。多くの機会があるが、投資するためには戦術的で機敏でなければならない。2024年9月に原油価格がピークに達する公算が最も大きい。バリュエーションをみて、価格が非常に低い水準での買いが理にかなっているが、その後は欲張らず、適切な価格で売るべきだ。

天然ガス価格見通し

Q：2023年に価格が大幅に下落した天然ガスの見通しは。2024年には、米国で液化天然ガス（LNG）の複数の輸出施設が稼働する予定で、それが輸出需要を増加させて価格が上昇すると予想するアナリストもいる。

A：弊社のアナリストのシカ・チャトゥルヴェディは、二つのストーリーがあるとみている。上半期は、大量の供給が開始されるために、価格が軟調に推移するだろう。しかし第3または第4四半期から、LNGのすべての新規供給能力の稼働が完了し、需要が供給を上回るだろう。われわれは、その段階で価格が大幅に上昇すると見ている。2024年の年末の価格予想は、百万BTU（英国熱量単位）当たり4ドルで、確かに強気の価格予想となっている。

貴金属価格見通し

Q：あなたは金にも強気だ。

A：われわれは2017年以降で、金に対してわずか3回しか推奨していない。2017年11月に買い推奨し、2020年7月に売り推奨、そして、2022年11月に買い推奨をした。金と貴金属は、コモディティーの中で唯一、2023年のリターンがプラスになった。金は2024年に向けて、われわれが維持している唯一の戦略的ロングの推奨だ。価格目標は、金が1オンス当たり2300ドル、銀が約30ドルだ。

Q：強気のスタンスの背景は。

A：金と銀の価格けん引役は米国10年債の実質利回りで、銀価格は金価格に反応しているだけだ。米連邦準備制度理事会（FRB）が金利上げを行わない限り、金と銀に対する強気の推奨は有効だ。FRBが利下げサイクルを、2024年下半年または2025年上半年に開始すれば、10年債の実質利回りが現状の高水準から低下するとわれわれは予想しており、それが貴金属のパフォーマンスを押し上げるだろう。

その他の留意事項

Q：他に、投資家にとって2024年にサプライズになる可能性のあるものは。

A：それは選挙のサイクルで、世界で77件の選挙があり、世界の人口の50%が投票する予定だ。台湾で1月、インドでは4月と5月に選挙があり、一部の市場に影響が及ぶ可能性がある。とはいえ、米国の選挙に対する関心が最も高い。それが原油市場にとって重要な理由は、米国の選挙がベネズエラの選挙と関連しているためだ。

Q：バイデン大統領は、過去の政権以上に、ベネズエラ政府と交渉する意向を示してきた。ベネズエラは、制裁解除後に原油生産を増やしてきた。ベネズエラで2024年に選挙が行われ、米大統領選挙でバイデン大統領が勝利した場合、それは、原油供給量が増加することを意味するのか。

A：その通りだ。ベネズエラに対する制裁緩和は一時的だが、延長される可能性がある。とはいえ、原油生産者は増産を決める前に、米国選挙の行方を確認したいだろう。

Q：米大統領選挙でトランプ前大統領が勝利した場合は、原油価格にとって強気と弱気のどちらか。

A：トランプ政権は、2018年に対イラン制裁を復活させた他、ベネズエラの産油量にも影響を及ぼした（減産）。トランプ政権になれば、現政権のスタンスが覆される可能性がある。一方で米国については、米国の供給は価格主導で、資本投下に関する生産者の規律は維持されているため、供給に影響はないと考えている。政権が変わっても、その状況に変化はないと私は考えている。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

5. AI時代にこそ求められる人間性への理解

[フィーチャー]

Op Ed: The Age of AI Still Requires a Human Touch

AI時代の競争優位のカギは人間性重視の経営

AI

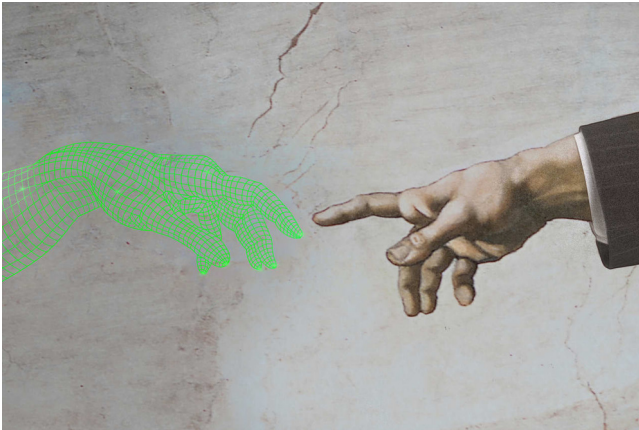


ILLUSTRATION BY LYNNE CARTY/BARRON'S; DREAM
STIME (1)

オープンAIのチャットGPTや人工知能（AI）スタートアップ企業のアンソロピックのクロード、AIといった大規模言語モデルが一般に公開されたことで、人々の働き方のあらゆる側面に大きな変化をもたらされることは必至だ。AIトランスフォーメーションはまだ始まったばかりだとの投資家の見方から2023年の株式市場は大きく上昇した。

AIが一世一代の富の創出の最大の機会の一つであることに疑いの余地はない。しかし、リーダーシップに関する著作を2冊著し、ハーバード大学とエール大学で教鞭をとる立場からする

と、AIは経営者に新たな課題をもたらしている。直感に反するが、人間性との関わりを更に求める類の課題だ。

世間では、超合理的なAIが「人間的な要素」を人間の選択や生活から取り除いてしまいかねない危険性に常に警鐘が鳴らされ、人類がAIと競い合うにはAI思考しかないと繰り返し聞かされる始末だ。

『ミッション：インポッシブル』の新作で、トム・クルーズ演じるイーサン・ハントは「AIのように考えろ。つまり、感情を差し挟まず、理路整然と合理的であれ」と指示を受ける。これがコンピューター的意思決定方法で、企業経営者にも必要だというのだ。この背後には、感情、つまり人間性は弱みだとの考え方がある。

これはひどく的外れな考えだ。経営者にはそれぞれ異なるスキルが求められる二つの仕事がある。一つ目が意思決定。AIの能力が絶え間なく向上し、経営者の意思決定の中で果たす役割は着実に高まっていくはずだ。製品の適切な価格設定は？デザインをどうするか？数年のうちに、AIなしでそうした意思決定をする経営者はいなくなるだろう。

従来、多様な情報源から情報を得て複雑な世界に適用し意思決定をする経営者の能力こそが競争優位の主たる源泉だった。成功する経営者の特長に関する研究によれば、知性と同時に複数の見方をすることで認知の妥当性を高める能力である認知複雑性が経営者のパフォーマンスの予測のカギであることが分かっている。

しかしながら、AIが広く使われるようになれば、この競争優位の源泉は消滅するだろう。かつては一握りの経営者しか持ちえなかった洞察力を誰もが自動化の恩恵を受けて補助手段によって獲得するこ

とができるようになるのだ。とはいえ、誰もが常に正しい意思決定ができるようになることにはならないが、最も洞察力に満ちた経営者と凡庸な経営者の間の差は数年先には確実に縮むことになるだろう。

しかし、意思決定は経営者の仕事の一部にすぎない。もしかしたら経営者の最も重要な仕事でさえないかもしれない。競合他社よりよい意思決定ができないのであれば、従業員がよりよい意思決定をする他ない。従業員が仕事にエンゲージメント（関与）し、やらされるのではなく、やりたいから行うというように最低限の仕事以上の仕事をする必要がある。

■ マグレガーのX理論とY理論再考

経営の専門家の故ダグラス・マグレガー氏の古典的著書『企業の人間的側面-統合と自己統制による経営』では、人は基本的に怠惰で、最小の仕事で最大の賃金を得たいのだという考え方を基本に企業が組織されており、「X理論」に支配されているとする。しかしながら、マグレガー氏は最高の企業（や組織）はそうではなくて、「Y理論」を信奉するという。Y理論では、人は生産性を希求し、管理職の仕事は従業員が仕事で貢献できる環境を用意することだと考える。コンサルティング会社のマッキンゼーから米海軍に至るまで、最高のパフォーマンスを上げる企業（組織）は熱意に溢れる人材が最低限で満足することなく、最高を生み出すべく動機付けられる組織である傾向が見られる。

オーガニック系スーパー大手トレーダー・ジョーズで買い物をしたことがある人なら、他の多くの食料品店と比べてみれば、その違いは瞬時に理解できるであろう。顧客経験を生み出すことに多大なエネルギーが投じられているが、直接的には従業員を動機付け、間接的には企業文化を生み出している経営者が恐らく最も重要な要素であろう。従業員エンゲージメント研究によれば、それこそ競争優位の重要な要素であるとされる。

エンゲージメントを涵養することは単にAIにはできないだけでなく、AIによりますます難しくなる。その重要性は非常に高い。なぜか。AIの専門家が「説明可能性問題」と呼ぶものに帰着することになる。基本的にAIは正しい答えを出すことが多い。しかし、なぜそれが正しいのか説明できないことが多いのである。

AIに支配されたX理論の企業で働く従業員を想像してみよう。上司が部下（その従業員）に指示を出す。ところが、上司はなぜその仕事をすべきかを説明することができない。X理論の企業では、信頼感が欠如しており、仕事にワクワク感は存在しない。そうした状況で誰が懸命に仕事に取り組むだろうか？無理だ。

Y理論の企業で同じ状況を考えてみよう。AIが同じ戦略を思いつく。信頼感に溢れ、従業員は最善を尽くすよう奨励され、仕事の成果が報われる環境で仕事が行われる。どちらの企業で成果が上がるか？繁栄するのはどちらの企業か？どちらの企業で働きたいと感じるか？

AIで世界は変わる。しかし、企業経営から人間性が取り除かれるどころか、そこに永遠の真実が強化される。企業経営はあらゆる活動のなかで最も人間的で、最も優れた経営者はこの真実を否定するのではなく、理解するのである。

本稿のような外部寄稿者の記事は本誌以外の執筆者によるもので、ここで表明される視点や意見は執

筆者のものである。執筆者のゴータム・ムクンダ氏はエール・スクール・オブ・マネジメントの経営学部講師で、PDソロス・パブリック・ボイスのオブ・エド・プロジェクトのフェロー。『Picking Presidents: How To Make The Most Consequential Decision in the World』（本邦未邦訳）の著者。

By Gautam Mukunda
(Source: Dow Jones)

6. 2023年は素晴らしい年だったが残念なことが一つ The Stock Market Saved Its Biggest Disappointment for the Last Day 新年早々のS&P500指数の高値更新後の見通しは不透明か

[米国株式市場]

2023年は強い相場だったが、S&P500指数は史上最高値を更新できず



SPENCER PLATT/GETTY IMAGES

予想が外れたり、相場が極端に動いたり、相反する流れがあったりだったが、2023年は素晴らしい年だった。そして最後には失望があった。どんなに頑張ってもS&P500指数が2023年に史上最高値を更新できなかったことだ。

確かにS&P500指数は頑張った。28日の木曜日の朝には4793まで上昇し、史上最高値の4797まであとわずかとなったが、クリスマス休暇で短い週を0.3%高の4769.83で終えた。年間の上昇率は24.2%と2021年以降で最大だったが、史上最高値を更新して引けた日がなかったのは2012

年以降で初めてだった。

ナスダック総合指数も年間の上昇率は43.4%となったが、先週は0.1%の上昇にとどまって1万5011.35で引け、史上最高値の更新には遠く及ばなかった。ダウ工業株30種平均だけが12月13日に終値の史上最高値を更新し、その後も上昇を続けた。先週は0.8%上昇して3万7689ドル54セントとなり、2023年は13.7%上昇した。

2023年のマクロ経済と相場動向

にもかかわらず、特に今後予想される暗雲を考えると2023年は良い年だったと考えざるを得ない。当初、米国のコンセンサス予想では2023年は景気後退に陥ると予想されていたが、それは大きな間違いだった。上半期の国内総生産（GDP）は年率2%を上回るペースで成長し、第3四半期には同4.9%まで加速した。アトランタ連銀のモデルであるGDPナウによれば、第4四半期のGDP成長率は同2.3%と予想されている。エコノミストが予想を外すのは今回が初めてではないし、今回が最後でもないだろう。

経済の勢いは、年初に多少の不調はあったものの、企業収益の追い風となった。S&P500指数の1株当たり利益（EPS）は2023年に約3%増となる勢いであり、11セクター中8セクターで増益を報告している。エネルギーと素材のセクターが最大の落ち込みを見せたが、これはコモディティー価格の高騰に

支えられた2022年の高収益が持続不可能だったと考えるべきで、その後としては自然なことだ。

こうした予期せぬ経済の力強さは、それ自体が驚きをもたらした。2023年の年初に先物市場では年内の利下げが予想されていたが、米連邦準備制度理事会（FRB）は市場の予想をはるかに上回る利上げを余儀なくされた。FRBがよりタカ派的になったことで債券利回りは急上昇し、一部の地方銀行は破綻した。ただし、地方銀行株は年末の数カ月で急反発し、年末ラリーを主導した。海外における戦争や議会で繰り広げられた財政政策を巡るドラマでさえ、投資家の熱狂を長い間冷やすことはできなかった。

S&P500指数の新値更新は時間の問題

人工知能（AI）関連銘柄に対する熱狂が爆発したことは確かに株価上昇にプラスとなった。投資家は時価総額が最大の企業をはじめとして、すぐに恩恵を受けることが明らかな銘柄に投資した。半導体大手のエヌビディア<NVDA>やマイクロソフト<MSFT>などの株価上昇を受けて、2023年の最初の10カ月は時価総額が大きな銘柄が非常に上昇する相場展開となった。11月までに上昇する銘柄の幅は広がったが、2023年は、S&P500指数採用銘柄の3分の2以上が株価指数を下回るリターンとなった。このような事態を予想した人もほとんどいなかっただろう。

S&P500指数の史上最高値の更新はどうなるだろうか。おそらく1月初旬に起こりそうだが、2024年の出来事でわれわれが心地良い出来事と呼べるのは、その時期だけになるかもしれない。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

7. ハイテクIPO市場が2024年に復活すると考える理由

[ハイテク]

Tech IPOs Could Enjoy a Merry and Bright 2024
IPOは現金調達の魅力的な選択肢になる

アームなど2023年の大型IPOに対する市場の反応は冷ややかだった



MICHAEL NAGLE/BLOOMBERG

ほんの数カ月前、ウォール街にはハイテク企業の新規株式公開（IPO）市場が1年ぶりに再開するとの大きな期待感があった。9月に食料品宅配サービスのインスタカート<CART>、メールマーケティング会社のクラブヨ<KVYO>、半導体設計会社のアーム・ホールディングス<ARM>の3社がIPO再開の突破口を開いたからだ。楽観主義者たちは、この3社が市場に好意的に受け止められればIPOの停滞が解消され、1000社を超えるベンチャー系のユニコーン企業（非公開市場での評価額が10億ドルを超える企業）の一部がエグジット（株式売却による

投下資本および現金の回収）を果たすきっかけになると期待していた。

ところが、これら3社のIPOに対する市場の反応は冷やかだった。本稿執筆時の数日前の株価を公開価格と比べると、クラビヨは7%安、インスタカートは21%安だった。アームは、IPO後に一時的に公開価格の51ドルを下回ったものの、半導体設計技術が人工知能（AI）アプリケーションに採用されるとの見方がウォール街で強まったため、現在は44%超上昇して73ドル強となっている。その後、IPOの波は起こらず、注目すべきハイテク企業によるIPOの届け出や完了は皆無だった。

IPOを促す五つの要因

しかし、企業のIPO計画立案を支援するコンサルティング会社、クラスVグループの創業者であるリズ・バイヤー氏は、2024年のIPO市場は2023年よりはるかに活発化するとみている。バイヤー氏は、「2024年のIPO市場の見通しは非常に明るい」とみている。そう考える大きな理由は、ベンチャーキャピタルが支援する企業の一部が現金を必要としており、IPOが現金調達のための「ますます魅力的な選択肢」になっているからだという。M&A（合併・買収）市場が停滞する中、こうした企業は引き下げられた評価額に基づき、新たなベンチャー資金を受け入れることには消極的だ。

さらにバイヤー氏は、ベンチャー企業はエグジットを必要としていることも理由に挙げる。「一部の企業はエグジットの手段としてM&Aを選ぶだろう。だが、新たに資金を調達するには、その前に自らの成功を公開市場で示しておく必要がある」からだ。

米連邦準備制度理事会（FRB）による利下げ見通しもIPO市場を活性化させる要因の一つだ。利下げが実施されれば、債券投資の魅力が薄れ、グロース株投資の魅力が増す。つまり、過去2年間のパターンが反転し、ハイテク企業の成長ストーリーへの関心が高まる。

バイヤー氏はもう一つの要因として、多くの非上場企業は「従業員に対し、自社の株式を流動的な市場でいつでも売買できるようにするとほぼ約束している。だが、こうした約束は果たされないまま時間が経過しており、実行すべきときが来ている」ことも挙げている。

最後に、重要な点として、企業に技術を提供する多くのプロバイダーの事業が安定化し「成長の緩やかな兆し」を見せていることもIPO市場を活性化させる要因の一つだ。これについてバイヤー氏は、「技術プロバイダーはペースはるかに鈍いとはいえ成長を取り戻しつつある。加えて、2023年に経費の合理化や管理に注力したこともあり、投資家から信頼されるに足る収益性への道筋を示すようになった。これは技術プロバイダーのIPOを促す要因だ」とみている。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

8. 選挙イヤーの2024年は広告業界に「吉」 Politics and Streaming Will Drive Digital Ads in 2024. Buy Trade Desk 動画配信広告に強いトレードデスクに「買い」優勢

[投資戦略]

ストリーミング広告が選挙戦でもカギに



COOPER NEILL/GETTY IMAGES

2024年の大きな話題の一つといえば米大統領選だろう。広告大手のグループエムの試算では、政治広告が広告業界にもたらす金額は159億ドルに達する可能性があるという。これは4年前の大統領選から30%増、2022年の中間選挙の5倍に相当する。

これが、ウォール街がデジタル広告企業のトレードデスク<TTD>に強気な一つ目の理由だ。二つ目の理由は、広告業界にとって急成長中の収入源であり、政治キャンペーンを展開する上で近年優先的な位置を占める動画配信サービス

への広告掲載において、トレードデスクが主要なプレーヤーであることだ。

トレードデスクに関しては最近、投資銀行のトゥルーイストとマッコリーが「良い銘柄だ」と述べ、総合金融サービス会社D.A.デビッドソンは「ベスト・オブ・ブリード」（最適な組み合わせ）のバンダーリストに加えたばかりだ。2023年の株価リターンはS&P500指数の2倍で、トレードデスクをカバーするアナリストの35人中25人が買い推奨としている。しかし、投資家が見落とすべきでない重要なリスクもある。

2009年にトレードデスクを創業したジェフ・グリーン氏は、インターネット広告と株式取引の経験を活かし、業界初となるオンライン広告配信取引プラットフォームを立ち上げ、後にマイクロソフト<MSFT>に売却した歴史がある。2016年9月の株式上場以来、トレードデスクの株価は20倍超に上昇し、約2億ドルだった売上高は今や20億ドルに迫る。売上高は現在も年間約20%のペースで成長を続けている。

トレードデスクの大きな売りの一つは、膨大な広告マーケットプレイスとリアルタイム価格での取引により、買う側（広告主）が価値を見極め、無駄を省き、投資リターンを改善できるよう、最適なレイヤー（階層）での広告の展開を支援する点にある。いわゆる「デマンドサイドプラットフォーム」であり、広告を掲載するウェブページや動画の供給を自らコントロールはしない。そのため、ユーチューブを傘下に置き検索で圧倒的なシェアを誇る業界トップのアルファベット<GOOGL>や、自社の小売り事業の優位性を巨大な広告事業に発展させているアマゾン・ドット・コム<AMZN>に代わる選択肢となる。これまではブランドとの直接取引ではなく主に広告代理店と提携してきたが、最近では大手小売チェーンのウォルマート<WMT>や大型ディスカウントストアを展開するターゲット<TGT>のように広告事業拡大を目指す小売り企業と提携している。

サブスクリプションにも広告

強気な評価の背景には動画配信ビジネスの勢いがある。視聴者は確実に、従来のケーブルテレビ経由からオンライン視聴へと移行している。動画配信各社は、サブスクリプション料金の値下げ圧力と闘いながら、払った料金に見合うコンテンツ提供のための資金のやり繰りも必要だ。動画配信大手のNetflixとウォルト・ディズニー<DIS>のディズニープラスは、他の大手プラットフォームに遅れて広告付きストーリーミングプランを導入した。ほとんどの動画配信企業は、広告付きの安価なプランの方が、より高額な広告無しプランよりもユーザー当たりの売上金額が高いと報告している。

独立系であるトレードデスクは、動画配信向け広告費の重要な受け皿となっている。トレードデスクの直近の決算発表では、経営陣はNBCのアメリカンフットボール番組であるサンデーナイトフットボールのライブ配信に広告を掲載するためにトレードデスクを利用する顧客が最近急増したことや、パートナーであるウォルマートが動画配信サービスのピーコックのスポーツ配信にターゲット広告を掲載し、その後のオンラインや店舗での購入を追跡できるようにする契約を強調した。トゥルーイストは、動画配信関連の売上高がトレードデスクの売上全体の3分の1を占めており、他の事業よりも急速に成長していると見ている。また、特にストーリーミングでは海外事業での成長余地も大きい。他の広告プラットフォームでは、海外市場からの売り上げが全体の40～50%であるのに対し、トレードデスクは全体の10%台前半から半ば程度だ。

「買い」優勢でも目標株価は現状並み

では何が欠点だというのか。株価は急成長企業として見ても、健闘している。2023年の予想株価売上高倍率（PSR）はS&P500指数が3倍未満、アルファベットが6倍であるのに対し、トレードデスクは18倍だ。長期予想が信頼できるものであれば、トレードデスクは今後4年間で売り上げを2倍以上に増やすことが可能だ。ただ、ウォール街での多くの「買い」評価にもかかわらず、平均目標株価は75ドルと、直近の株価とほぼ同じ水準だ。

ストーリーミングには懐疑的な向きも存在する。前四半期の業績ガイダンスにおいて、トレードデスクは第4四半期の成長率を2年前に示した30%超から22%（政治関係を除く）に下方修正し、株価は1日で17%下落した。強気派は経営陣の保守的見解と表現したが、投資銀行のベンチマーク（トレードデスクを売り推奨）は、株価が「ファンダメンタルズ主導であるのか」と疑問を投げかけた。動画配信の恩恵を受けトレードデスクは長年にわたり広告業界をアウトパフォームしてきたが、ベンチマークは「ある時点で自然に平均に回帰するはずだ。そうなれば、株価を上昇させた動画配信業界の勢いも同じく下降に向かうだろう」と記している。

ベンチマークはトレードデスクの2024年の売上高成長率予想を、市場のコンセンサス予想を6%ポイント下回る14%としている。目標株価は、現在の株価の半分以下の32ドルだが、これは「クッキー」の問題を織り込んでいない数字だ。クッキーはインターネット上の閲覧情報を保存する小さいファイルで、歴史的に広告主がターゲットを絞るための重要な手段として利用してきた。アルファベットは来年、自社のChromeブラウザからサードパーティー・クッキーを段階的に排除する予定だ。トレードデスクはUID2と呼ばれる次世代トラッキング技術をあてにしているが、それには提携企業の協調が必須だ。トレードデスクは、新しい標準は広告の成果向上につながると主張しているが、ベンチマークによれば、来年のクッキーからUID2への移行はすんなりとはいかないかもしれない。

もし2024年、選挙マネーが大きく動く中でトレードデスク株を静観するのが不満だとしたら、こんな選択肢もある。筆者は最近、本誌でアマゾンについて「壮大かつ不可避と思われるフリーキャッシュの波が近づいていることから、見た目以上に割安」だとしている。しかしその中では、広告を小売事業とクラウドサービスに次ぐ期待大の第3のプロフィットセンターとして触れてはいない。アマゾンも動画配信サービスの「プライムビデオ」に広告を導入すると発表したばかりだが、これにはトリックがある。ネットフリックスとディズニープラスでは、既存顧客への新オプションとして安価な広告付きプランが追加された。一方アマゾンでは、スタンダードなプランで広告が表示されるようになり、広告を望まない顧客はプラスの料金を支払う仕組みだ。マッコリーは、顧客は行動の慣性により自動的に広告付きプランを視聴し、アマゾンは導入初日からストリーミング広告のトップとなると予測する。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

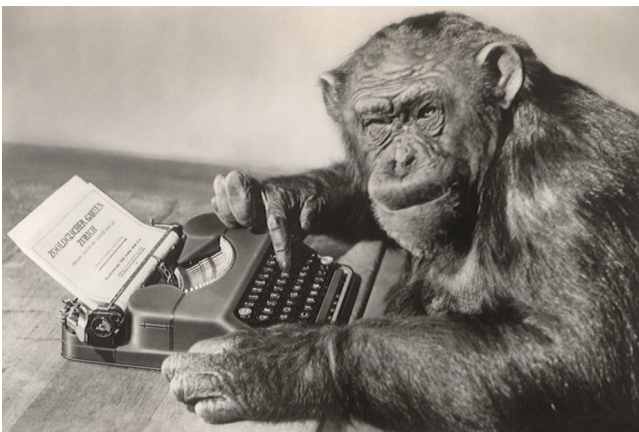
9. まだ子供にすぎない人工知能（AI）が大学院生になる時

[コラム]

AI Is a Child. Some Thoughts on When It Goes to Grad School.

人に取って代わるのではなく、人智を増幅する知能に

無限の猿定理



ALAMY

2024年になった。「無限の猿定理」について真剣に考え始めるべき時が来た。この単純でばかげた考えを最初に提起したのはフランスの数学者エミール・ボレルで、1913年のことだった。無限の数の猿が無限の時間をかけてタイプライターを叩き続ければ（あるいは永遠の生命を持つ猿が永遠にタイプし続けるのでもよい）、聖書、オックスフォード英語大辞典、シェークスピア全集、筆者が本誌で書いたすべての記事を含む既存のあらゆる文章がいつか打ち出されることになるというのだ。悲しいかな、永遠の生命を持つ猿のタイピストは存在しない。だが、

生成人工知能（AI）の時代になり、無限の猿定理は新たな響きを持つようになった。

ボレルの考えを思い出したのは、米資産運用会社ディープウォーター・アセット・マネジメントのマネージングパートナー、ダグ・クリントン氏の「無限知能（infinite intelligence）」という概念に関する極めて啓発的なエッセイを読んだからだ。この概念は、「超知能（superintelligence）」や「汎用人工知能（general artificial intelligence）」といった概念と関連してはいるが、それとは別の物だ。超知能と汎用人工知能は、「オープンAI、アンソロピック、グーグルなどの大規模言語モデル開発企業の取り組みは、いずれ感性を持つ（sentient）AIの誕生につながる可能性がある。感性を持つAIは世界が抱えるすべての問題を解決してくれるかもしれないが、逆に人類を絶滅させる可能性もある」として、活発な議論の対象となっている。

クリントン氏は超知能を「あらゆる領域に関する最高度の知識と理解を有し、より優れた知能によっ

て、人間の関与なしで問題を解決することが可能な、唯一の中央集権的なシステム」と考えている。この「人間の関与なし」という部分が懸念の元となっている。これに対し、無限知能については「特定分野に関する大卒者相当の知識を有する大規模システム」と定義し、「超知能よりも専門的かつ分散型」であり、「人間の指導に沿って力づくで」問題を解決するものと位置付ける。本誌とのインタビューでクリントン氏は、無限知能を、従来手に負えなかった科学的な問題の解決にAIを活用する上で「最も可能性が高い方向性」と考えている、チャットGPTなどの動作が幼稚園レベルだとし、それが大学院レベルに達し、百万人、十億人のバーチャルな大学卒業生を創造することが可能になった時のことを想像してみればよい、と語った。

米国には約100万人の数学者がいるが、クリントン氏は数学者に対するニーズは恐らくはるかに多く、AIが解決策になると見る。クリントン氏は、「大学院レベルの数学的な知識があるAIを現在の1000倍、数学的な問題に取り組ませれば、恐らく重要な問題を幾つか解決できるだろう」と書いている。米国の生物学者数は約10万人、化学者数は8万人、物理学者数はわずか2万人であり、同様のアプローチをこうした分野に拡大した場合を想像してみればよい。地球の人口を70億人から700億人、7000億人にすることはできないが、各分野に特化したバーチャルな超天才であれば無限に創造することもできるだろう。これはクラウドコンピューティングや、インターネット、スマートフォン、ブロックチェーン（分散型台帳）、暗号資産（仮想通貨）、自動運転よりもはるかに強力なテクノロジーであり、文字通りすべてを変え、あらゆる分野の長年の問題を解決することができる。

クリントン氏の注目銘柄

これは単なる思考実験の話ではなく、投資家にとっては巨大な投資機会となる。クリントン氏のアプローチは多岐にわたる。基盤分野投資の信奉者であり、半導体メーカーのアドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>と台湾積体回路製造（TSMC）<2330.台湾>がお気に入りの投資先だ。AMDについては、クラウドコンピューティング・プロバイダーが半導体大手のエヌビディア<NVDA>以外にも画像処理半導体（GPU）の調達先を求めていることから恩恵を受けると考えている。長期的にはエヌビディアとの差を詰めていく可能性もあると見るが、投資判断の材料とはしていない。しかし、最大の勝者は、最先端の半導体で市場を席巻するTSMCだと話す。

クリントン氏のお気に入りの投資先には未上場企業も含まれる。一つはベンチャーキャピタルが支援するAI向け半導体企業で、注目すべき投資先としては、電話機、時計、ゲーム機の端末上AI処理やその他のアプリのための半導体を開発するレインAIがある。オープンAIのサム・アルトマン最高経営責任者（CEO）が初期投資家に名を連ねている。クリントン氏はオープンソースAIモデルの巨大なプラットフォームを運営するハギング・フェイスにも強気だ。

クリントン氏は公開のAIチャットボットの活用にも手を広げており、グーグルの「Bard（バード）」、チャットGPT、アンスロピックの「Claude（クロード）」をポートフォリオ構築のための自らの「投資委員会」として挙げた。インテリジェント・アルファという名称の下に40本のAI主導の戦略を設定し、うち85%が設定後数カ月でベンチマークをアウトパフォームしていると話す。AIソフトウェアに適切なデータセットとパラメータを与えれば、銘柄選択で素晴らしい能力を発揮し、誤った投資判断の原因となる人間の感情のようなものには左右されないという。

ディープウォーターは二つのモデルを使用して投資を行っている。一つはロング／ショート・ポートフォリオ（ロング30銘柄、ショート30銘柄）で、パフォーマンスは第4四半期期初の設定後、市場を20

0ベースポイント (bp) 上回っている。もう一つは大型ハイテク株12銘柄のポートフォリオで、第4四半期はナスダック総合指数を10bp上回っている。クリントン氏は、市場が今後20年間にわたり、アクティブ運用やインデックス運用からAIを活用した戦略に移行していくと主張する。

■ テッド・モートンソン氏の見方

AIの力の意外な信奉者の1人が無愛想な元海軍将校で、現在はミルウォーキーを本拠とする投資会社ベアードでテクノロジー担当のストラテジストを務めるテッド・モートンソン氏だ。ハイテク株について博識で、ばかげたことに対して忍耐強くはない。2024年の見通しについては筆者のウォール街の知人より慎重で、市場が愚かにも来るべき米国政選挙と先の読めない中東情勢の影響の無視を決め込んだと判断している。

モートンソン氏は、生成AIをハイテク分野における過去最大の変化であるとし、「AIは、産業の構造や方向性を変えるだろう。すべての企業がAIによって事業がどのように変わっていくか社内で分析する人員を配置すべきだ。それくらい大きな問題だ」と話す。

モートンソン氏は大型株のバリュエーションの水準について懸念する一方で、2023年の株価上昇から取り残された幾つかの銘柄については投資機会ありと見る。例えば、通信機器セクターについては強気だ。2023年は携帯電話会社の支出が予想を下回り打撃を受けたが、AIを巡るトレンドの恩恵を受ける可能性が高い。注目しているのはブロードバンド通信接続機器のカリックス<CALX>（年初来で37%下落）、通信ネットワーク機器関連企業のシエナ<CIEN>（13%下落）、フランスの広告サービス会社のクリテオ<CRTO>（5%下落）、光通信・商業用レーザー事業持株会社のルメンタム・ホールディングス<LITE>だ。アリスタ・ネットワークス<ANET>、半導体メーカーのブロードコム<AVGO>などAI関連のネットワーク機器についても強気だ。クラウドベースのデータベース・ソフトウェアを提供するモンゴDB<MDB>も気に入っている。

■ 最後に

AIはまだ揺籃期にあり、今後年々成長していくだろう。クリントン氏は、AIはいずれ1999年のような株式市場バブルを引き起こす可能性があるが、まだその段階ではなく、1995年に相当する時期にあると考えている。私は、たまたまその年に「インターネット」という簡単なラベルのついたファイルを抱えて、ニューヨークからシリコンバレーに引っ越した。お猿のタイピストは、まだ始まったばかりだ。

歳を取ったもので、1カ月後にダウジョーンズ入社40周年を迎える。その間、さまざまな仕事をした。1987年の株式市場暴落、2001年のITバブル崩壊、2008～2009年の景気後退などを含む、この長い期間に学んだことのひとつが、市場のトレンドは右肩上がりだということだ。ロウアー・マンハッタン の旧オフィスで働き始めた日の朝、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1220ドル、ナスダック総合指数は268だった。今や、NYダウは3000%、ナスダック総合指数は5500%上昇している。次の40年間も同じように実りあるものであり、そして何らかの賢明なAIのおかげで、私もここにて、それを確認できることを祈っている。

By Eric J. Savitz
(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]

Biotech Stocks Were Tanking. The Cure? M&A.

低迷するバイオテクノロジー株への処方箋：M&A（合併・買収）

バイオテクノロジー企業のM&Aが急増

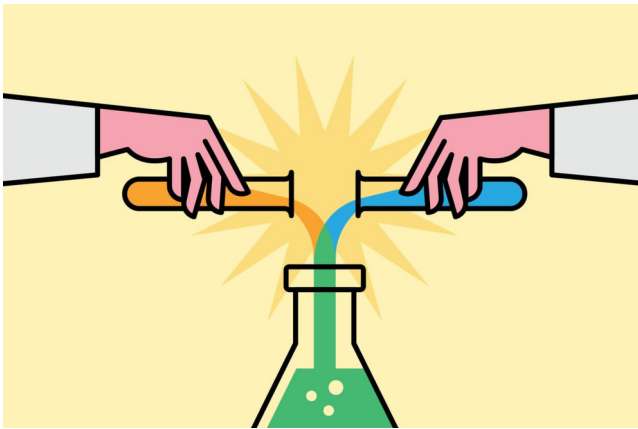


ILLUSTRATION BY ELIAS STEIN

バイオテクノロジー業界にとって今年は厳しい年だった。しかし、M&A（合併・買収）は話が別で、バイオテクノロジー株はその恩恵を受けている。均等加重型の上場投資信託（ETF）であるSPDR S&PバイオテックETF<XBI>は年初来7.6%値上がりし、時価総額加重型のiシェアーズ・バイオテクノロジーETF<IBB>は3.8%上昇している。いずれもS&P500指数の24%上昇に大きく後れを取っているが、10月末時点での、iシェアーズ・バイオテクノロジーETFの13%下落、SPDR S&PバイオテックETFの20%下落の状況に比べれば、現在はずっと良くなっ

ている。

これは当然の動きだ。多くのバイオテクノロジー企業は、研究資金を借入れに頼っている。そのため、米連邦準備制度理事会（FRB）が金利を引き上げると、資本コストが上昇し、資金を費消するバイオテクノロジー企業は立ち行かない。だから、FRBが利上げではなく利下げの検討を始めたこの時期に、バイオテクノロジーセクターが好転したのは偶然の一致ではない。

次々に舞台に登場する買収劇、10月初旬に急増

Rush to the Altar

Biotech deals surged in early October. Here are the most recent five.

Buyer	Target	Date	Price (billions)
AstraZeneca	Gracell Biotechnologies	12/26	\$4.10
Bristol Myers Squibb	RayzeBio	12/26	1.20
Bristol Myers Squibb	Karuna Therapeutics	12/22	14
AstraZeneca	Icosavax	12/12	0.80
AbbVie	Cerevel Therapeutics	12/6	8.70

Source: BioPharma Dive

しかし、もう一つの要因も働いている。M&A（合併・買収）だ。

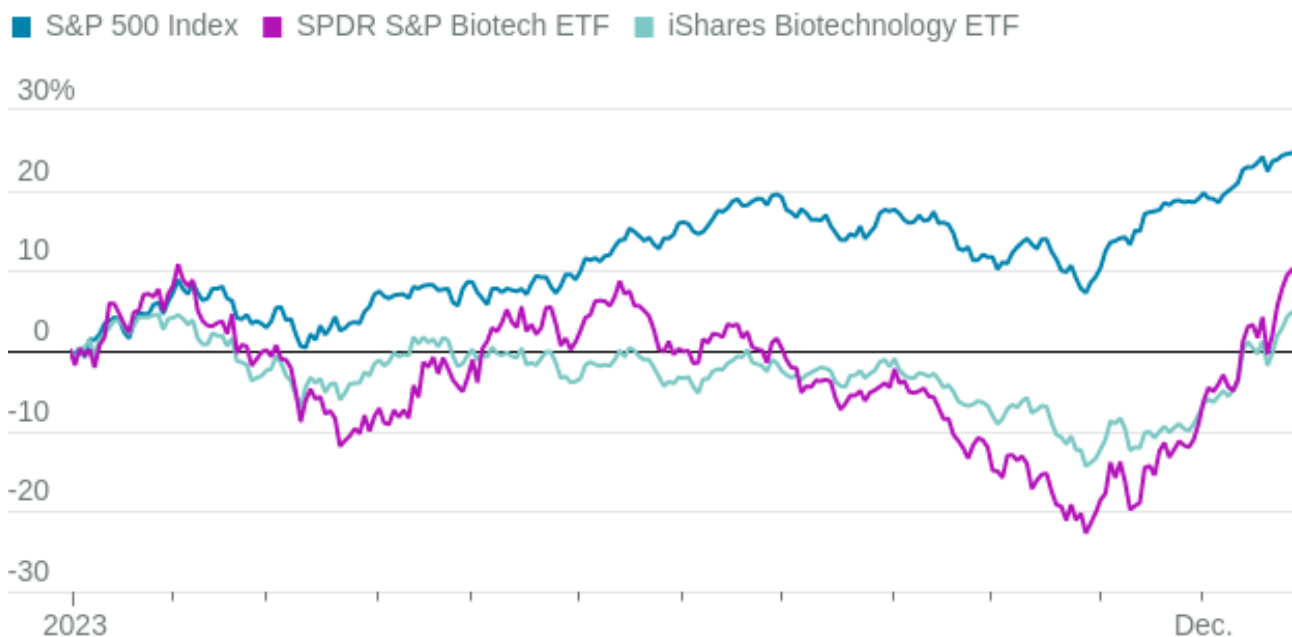
12月26日、製薬大手ブリストル・マイヤーズ・スクイブ<BMJ>が、がん治療の放射性医薬品を手がけるレイズバイオ<RYZB>を41億ドルで買収することで合意した。医薬品大手アストラゼネカ<AZN>は、中国のがん治療薬開発企業グラセル・バイオテクノロジー<GRCL>を12億米ドルで買収すると発表した。ウェブサイトのバイオフィーマ・ダイブによれば、本年これまでに発表されたバイオテクノロジー分野のM&Aで買収額が10億ドル以上相当の20件のうち9件は、10月初め以降に発表された。

フェアリード・ストラテジーズのケイティ・ストックトン氏は、バイオテクノロジー株にはさらなる上昇の可能性があるとする。SPDR S&PバイオテックETFのS&P500指数に対する相対価格が200日移動平均を上回っており、「今後何カ月かのバイオテクノロジー株のより大きな反転を支える」との見方を示す。ただしFRBが協力し続ける限りの話だ。

先週の出来事

Deal Rally

These two biotech exchange-traded funds lagged the S&P 500 until the Fed began its pivot and M&A took off.



株式市場

取引日数が少なく静かな年末の週に、まるでサンタクロースからのクリスマスプレゼントのように金融市場では価格が上昇した。株価は8週続伸、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は0.8%上昇（史上最高値を更新）、S&P500指数は0.3%上昇（史上最高値に迫る水準）、ナスダック総合指数も0.1%上昇した。年間ベースでは、NYダウは13.7%上昇、S&P500指数は24.2%上昇、ナスダック総合指数も43.4%上昇した。ビットコインは年初来158%超上昇し、金も年初来13%上昇。住宅ローン貸出金利（30年固定）は10月に年利8.45%でピークに達し、2023年末には6.6%に低下。実に素晴らしい年であった。

企業動向

デンマークの海運大手A.P.モラー・マースク＜MAERSK.B＞は、米主導での多国籍部隊発足に伴い紅海での運航を再開。トヨタ自動車＜7203＞は世界生産台数が過去最高を記録し4年連続で世界最大の自動車メーカーとなる見込み。アップル＜AAPL＞は、米連邦巡回控訴裁判所が輸入禁止命令を一時的に差し止めたためアップルウォッチの最新機種の販売を再開した。ニューヨークタイムズ紙は、チャットGPT開発企業のオープンAI（OpenAI）とマイクロソフト＜MSFT＞の2社を著作権侵害で提訴した。金融大手JPモルガン・チェース＜JPM＞は、9月までに米国銀行業界全体の20%近い利益を得た。

M&A（合併・買収）等

- ・ブリストル・マイヤーズ・スクイブ<BMV>は、統合失調症治療薬を開発するカルナ・セラピューティクス<KRTX>の買収に合意したと発表したばかりのところ立て続けに、レイズバイオ<RYZB>を41億米ドルで買収すると発表した。買収提示額は直近終値に100%超のプレミアムを乗せた水準。
- ・アストラゼネカ<AZN>は、グラセル・バイオテクノロジー<GRCL>を12億米ドルで買収すると発表した。
- ・英国に本社を置く多国籍化学企業イネオス（INEOS）の創業者であり資産家のジェームズ・ラトリフ氏が、英国プロサッカークラブのマンチェスター・ユナイテッド<MANU>の株式取得に合意。現オーナーのグレイザー家が保有するクラスB株の25%を取得し、クラスA上場株の25%についての株式公開買い付けを開始する。マンチェスター・ユナイテッドの価値を約54億米ドルと評価した価格設定となる。

■ 今週の予定

1月1日（月）

米株式・債券市場は正月のため休場。

1月3日（水）

米連邦公開市場委員会（FOMC）が、12月中旬に行われた金融政策決定会合の議事要旨を公表する。この会合でFOMCはフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を5.25～5.50%に据え置いた。FRBのパウエル議長によるFOMC後の記者会見はウォール街に「ハト派的」政策姿勢と受け止められ、2023年の締めくくりの時期に、幅広い資産の猛烈な価格上昇につながった。市場参加者は2024年末までに6回×25ベースポイント（bp）のFF金利の引き下げを織り込んでいるが、FOMCは2024年の間に3回分のみの利下げ見通しを示している。

米労働省労働統計局（BLS）が12月の雇用動態調査（JOLTS）を発表。エコノミスト予想によると、1月最終営業日時点の求人件数は875万件と、10月最終営業日時点より若干増加。求人件数は過去2年半で最低の水準である。

1月5日（金）

BLSが12月の雇用統計を発表。コンセンサス予想では、非農業部門就業者数の増加数は11月の19万9000人増に続き、15万5000人増になると見込まれている。失業率は歴史的低水準の3.7%から3.8%に小幅上昇すると予想されている。

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』 2023/12/31
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