

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2024/02/25

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 大ヒットゲーム「カウンターストライク」が未成年のギャンブルの入り口に - One of the Most Successful Videogames Became a Gateway to Gambling [カバーストーリー]
P.1
賭博サイトでアイテムを現金や暗号資産に交換
2. 米国の投資家は、優良な米国株と債券の組み合わせで十分 - Making the Case for Simple Investing: Good U.S. Stocks, and a Few Bonds [投資戦略]
P.9
インド市場は買い時か
3. UBSのリーダーは、将来に対して非常に前向き - This UBS Leader Likes a Lot About the Future [インタビュー]
P.11
UBSのスニ・ハーフォード氏に聞く
4. 景気強含みへの備えは出来ているか - What If the Economy Actually Is Getting Stronger? [フィーチャー]
P.14
金利上昇下の好景気という未曾有の環境に立ち向かう
5. 無利子で15億ドルを調達したスーパー・マイクロ - Super Micro Computer Can Raise Money for Free. [コラム]
P.16
米国の緩和的な金融環境の産物か
6. 別次元のペースで成長するエヌビディア - Nvidia Is King of the Mag 7. It's Not Even Close. [ハイテク]
P.18
今後の成長は新製品投入サイクル短縮と推論市場の拡大が下支え
7. アマゾンがNYダウ構成銘柄の仲間入り。採用に見合う成果を残せるか - Amazon Joins the Dow Club. It Could Pay a Price [コラム]
P.21
歴史の通りなら、NYダウ採用は今後1年間の株価不振を意味する可能性も
8. エヌビディアとハイテク株だけにとどまらない株価上昇 - This Rally Is Bigger Than Nvidia and Tech. Here's What Could End It. [米国株式市場]
P.23
強気の投資家が増えているが、FRBの動向には注意が必要
9. 初のトータル・マーケット株価指数FTウィルシャー5000に見る金融市場の変遷 - The Wilshire 5000 Was the First Total Market Stock Index. [経済政策]
P.26
50周年を迎え、グローバルなインデックスに成長
10. 先週の出来事と今週の予定 - M&A Has Been Downhill Since 2021. Recent Deals Stir Hope of a Revival. [経済関連スケジュール]
P.28
大型買収が続き、低迷するM&Aに春が到来か

※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. 大ヒットゲーム「カウンターストライク」が未成年のギャンブルの入り口 [カバーストーリー]

One of the Most Successful Videogames Became a Gateway to Gambling
賭博サイトでアイテムを現金や暗号資産に交換

「スキン」が賭博の対象に



ILLUSTRATION BY ARI LILOAN

プロスポーツリーグやメディア企業が賭博を歓迎する一方で、ビデオゲーム会社は距離を置いてきた。若年層が遊ぶことが多い人気ゲームでは、賭博や賭博関連のスポンサー活動を禁止する規則が詳しく定められている。

しかし、それでもゲームはアンダーグラウンドな賭博経済の成長の源となっている。現実のカジノやスポーツ賭博のウェブサイトにはアクセスできない未成年のユーザーは、往々にしてお気に入りのビデオゲームの後押しによって人生初のギャンブルに手を染める。

プレイヤーは、ゲーム内で購入して使用できる武器や衣服などのアイテムを専用のオンライン賭博サイトでデジタル通貨に変換することができる。こうしたサイトには、ルーレット、コイントス、スロットなどのギャンブルが用意されている。金額は大きく、色鮮やかなバーチャル銃が40万ドルに上ることもある。このようなアイテムはゲーム用語で「スキン」と呼ばれる。

こうした賭博の結果、世界中で何百万人もの未成年のゲームプレイヤーの経済的および精神的な健康がリスクにさらされている。2018年の英国の調査では、同国の思春期の子供の10%が何らかのスキン賭博に参加した経験があることが明らかになった。学術調査によると、スキン賭博に参加した子供は、幸福感が低い傾向があり、ギャンブル中毒に陥る可能性が高くなる。

近年では、賭博に対してビデオゲーム開発会社は規制を試み、議会は公聴会を開催し、州政府は調査を実施している。しかし、本誌の調べでは、こうした取り組みは十分ではなく、ゲーム会社、規制当局、法執行当局が往々にして手をこまねいている中で、賭博のエコシステムは野放しのまま発展している。

本誌調査によると、少なくとも73の賭博ウェブサイト（ほとんどは米国外に拠点を置いている）は「カウンターストライク：グローバルオフensive」（CS:GO）というゲームに関連している。CS:GOは米国ワシントン州のバルブ・コーポレーションが開発した人気ゲームで、毎日約100万人がプレイしている。

一方で、大手ハイテクプラットフォームもこの問題に拍車を掛けている。賭博サイトを宣伝したり、賭博のやり方を詳しく説明したりする動画が配信されているからだ。本誌の調査では、アマゾン・ドット・コム<AMZN>傘下の動画配信サイト「ツイッチ」（Twitch）の配信者120人に対してスキン賭博サイトがスポンサーとなっていた。グーグル傘下のYouTubeもスキン賭博関連のコンテンツであふれている。

CS:GOに関する動画を投稿しているユーチューバーで、72万4000人のチャンネル登録者を有するHoungoungagne（通称ジェフ）氏は、「もはやCS:GOと賭博は切っても切れない」と語る。ジェフ氏などの多くの投稿者の動画では、ゲームの攻略方法だけではなく、バーチャルなアイテムで賭博をする方法にも焦点を当てている。

動画はすべてTwitchやYouTubeの規約に明らかに反しているが、何百万回も視聴されている。これは投稿者だけでなく、バルブ、グーグルの親会社アルファベット<GOOGL>、アマゾンにとっても大きな収入を間接的に生み出している。

本誌は各社に対し、賭博禁止の規約を実行するためにどのようなリソースを投じているかを質問したが、いずれの企業からも回答はなかった。

■ 配信サイトは規約違反の動画を放置

2012年発売のCS:GOは、これまでに2億0500万人（調査会社ガマリティックの推定）がダウンロードしているマルチプレイヤー対戦ゲームだ。ゲーム内容はテロリスト集団と対テロ部隊に分かれて戦うというもので、ファーストパーソンシューティング（プレイヤーが操作キャラクターの視点で戦うゲーム）としては最も成功した作品の一つである。

昨年9月、バルブはCS:GOの続編として「カウンターストライク2」（CS2）の配信を開始した。ゲーム内容はほぼ同じで、グラフィックやパフォーマンスがアップデートされている。スキン市場に変化はなく、CS:GOのスキンがCS2のスキンになっただけだ。

賭博は一つのゲームに限った話ではないが、カウンターストライクはその中心にある。これまで約20億ものゲーム内アイテムを生み出しており、それが世界中のプレイヤーによって取引されている。

新スキンのほとんどは「ルートボックス」というバーチャルな宝箱に入っている。プレイヤーはルートボックス1個につき2.5ドルをバルブに支払う。支払いによって、デジタルなスロットマシンが回転し、最終的に新たなスキンが手に入る。スキンのほとんどは特殊な色やデザインの銃だ。スキンは飾りであり、実際のゲームには影響しない。例えば、迷彩柄のAK47型機関銃と明るいピンク色の同型銃が与えるダメージは同じだ。それでも、レコードコレクターがレアな初回限定版を求めるように、プレイヤーはスキンの独自性に価値を見いだしている。

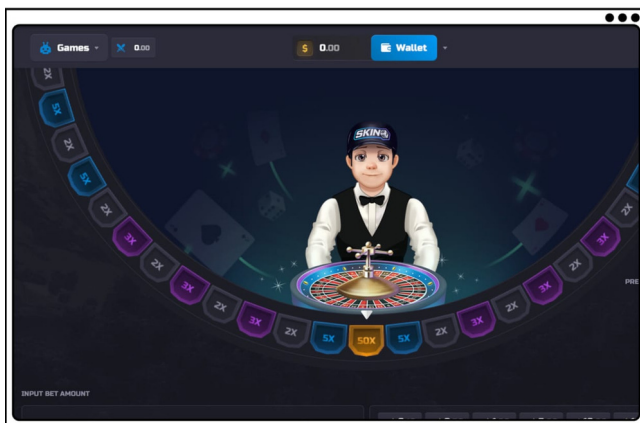
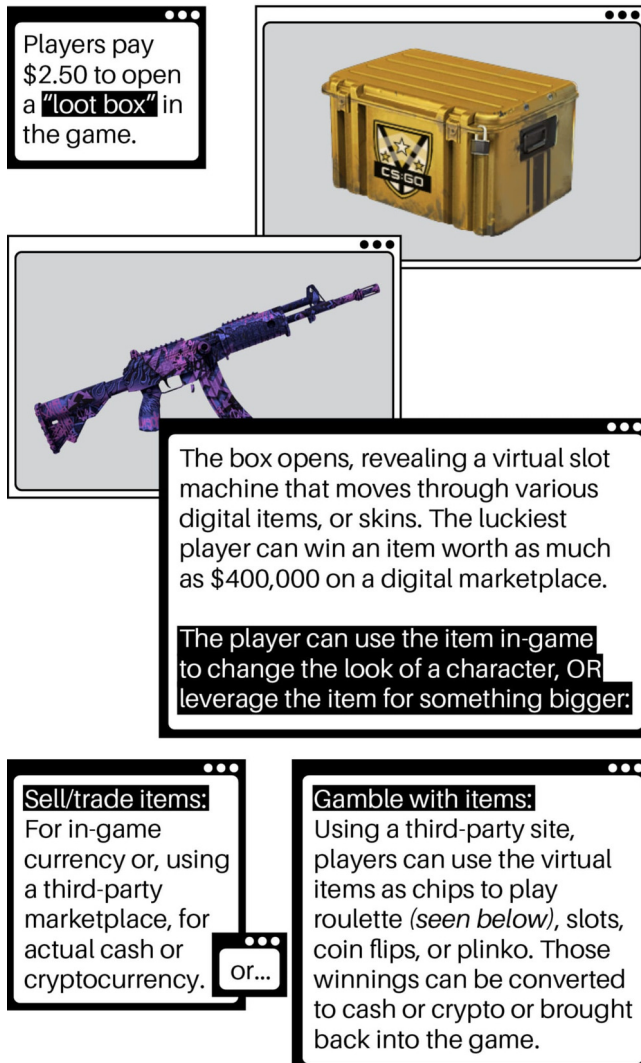
バルブはスキンやルートボックスの売上高を公表していない。第三者サイトのCS2ケース・トラッカーの推定によると、2023年にプレイヤーは4億個以上のルートボックスを開けるのに9億8000万ドルを費やした。全体では、現存するカウンターストライクのスキンは約17億個である。

ルートボックスは世界中の規制当局や議会から厳しい目を向けられてきたが、その中身を利用した賭博はおおむね見過ごされている。

スキンは第三者サイトにとって特に利益が大きい。プレイヤーは、こうしたサイトにスキンをアップロードし、現金や暗号資産（仮想通貨）に換えることができる。これはバルブ自身のアプリケーション・プログラム・インターフェース（API）というプログラミングコードによって可能になる。APIを

How It All Works

In-game items, or skins, originate from virtual treasure chests known as loot boxes. More than 400 million *Counter-Strike* loot boxes were opened last year. Here's how players buy, sell, trade, and, ultimately, gamble with the items.



COURTESY CSGO STASH (LOOT BOX, SKIN); COURTESY SKINBET.GG (SCREENSHOT)

利用することで、プレイヤーはバルブの認証情報で賭博サイトにログインし、サイトはそのプレイヤーが保有するカウンストライクのアイテムにアクセスできるのだ。

APIはインターネット全体でウェブサイト間の通信に利用されている。APIの一般的な用途の一つは、アップル<AAPL>やグーグルの認証情報を通じて、インターネット上のさまざまなサイトにアクセスできることだ。

バルブのウェブサイトには、開発者がデータを「新規で興味深い方法」で活用するためにAPIを提供していると記載されている。しかし、バルブはAPIの商用利用、特に賭博への利用を禁止している。この規則は散発的にしか適用されないため、多くのスキン賭博サイトは罰則を懸念することなく運営されている。何十件ものサイトの名前に「CS:GO」が入っており、ほとんどはバルブのロゴなどの知的財産を利用している。

他のハイテク企業のプラットフォームでも、賭博禁止の規則はほとんど適用されず、無視されている。過去12カ月間のTwitchにおけるカウンストライク関連のライブストリーム（生配信）の視聴時間は7億時間に上り、スキン賭博サイトは特に人気のある配信者に対して数十万～数百万ドルに上る資金を援助している。

Twitchは当初、本誌に対して「当社のガイドラインに違反しているかを検証するのは不可能」と述べていた。そこで本誌は、あるユーザーがバーチャル賭博を配信し、複数の賭博サイトによる資金援助が表示されている画面を示した。その後、こうした配信と規則の整合性について問うたところ、Twitchの広報担当者は「照会された事例については調査中」と述べた。

YouTubeでもカウンストライク関連の動画の視聴者数は非常に多い。最も人気がある配信者上位3人は合計で1100万人以上のチャンネル登録者数を有する。いずれの配信者もスキン賭博サイトがスポンサーとなっている。Twitchと同様に、YouTubeの規約もこうしたスポンサー活動を

禁止している。

YouTubeの広報担当者、ハビエル・エルナンデス氏は、本誌に対して「コンテンツがポリシーに違反していることが確認された場合、コンテンツの削除も含め、プラットフォームの健全性を維持するための措置を取る」と述べた。

本誌はスキン賭博関連の内容が含まれる複数の動画をYouTubeに通知した。動画の一つでは、投稿者が動画の概要欄でスキン賭博サイトの名前を挙げ、資金提供への感謝を述べていた。しかし、回答は「調査の結果、問題のチャンネルはYouTubeのコミュニティガイドラインに違反していないと判断した」というものだった。

バルブはPC用ゲーム業界の支配的存在

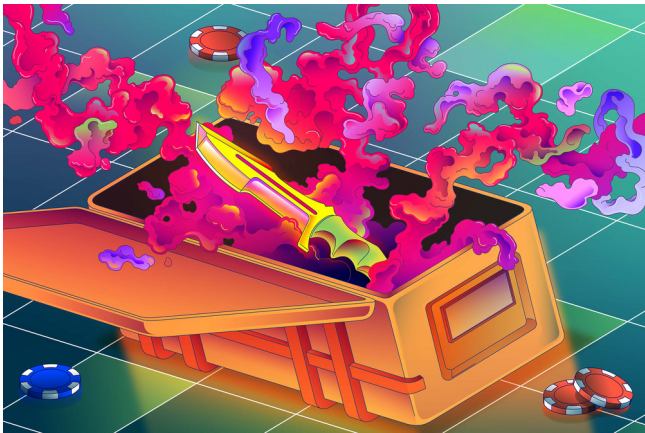


ILLUSTRATION BY ARI LILOAN

バルブは非上場企業であり、財務情報などの事業に関する情報を開示していない。幹部の発言がメディアに掲載されることもあった。本誌はバルブの法務顧問であるリアム・ラベリー氏に電話で取材したが、コメントを拒否された。

バルブは、ベンチャーキャピタルが関与していないという点で、ハイテク業界では異例の存在だ。調査会社ピッチブックのデータでは、バルブが外部から資金を調達した記録はない。それでも、バルブはPC用ゲーム業界で支配的なプレイヤーとなっている。

1996年にマイクロソフト<MSFT>の従業員2人が設立したバルブは、複数のゲーム作品で賞を受賞しており、一部のプレイヤーから熱狂的に支持されている。大画面テレビでゲームを遊ぶための最も一般的な手段はソニー<6758>やマイクロソフト、任天堂<7974>のゲーム機だが、バルブの事業はPCでゲームを遊ぶプレイヤーに焦点を当てている。

バルブはゲーム開発に加えて、ゲームのデジタル配信プラットフォーム「スチーム」を運営している。バルブは、アップルのApp Store（アップストア）と同様に、スチーム上で自社や他社のPC用ゲームを販売する。

ウェドブッシュでビデオゲーム業界を担当するアナリスト、マイケル・パクター氏は「スチームは恐らくPC用ゲームのダウンロード数の50%超を占め、70%に達する可能性もある。年間市場規模は100億～150億ドルだ」と語る。ガマリティックの推定では、2023年にスチームのユーザーがゲームを購入した額は約46億ドルだ。アップルのApp Storeと同じく、バルブは購入額の30%を得る。

スチームにはソーシャルネットワークとしての側面もある。ユーザーは一緒にゲームをプレイしたり、ユーザーが作成したフォーラムで交流したりすることができる。またスチームは、ユーザーがゲーム内のバーチャルアイテムの売買や交換を行うマーケットプレイスも運営している。

この「スチーム・コミュニティマーケット」では、賭博こそ禁止されているものの、一部のアイテムが驚くべき価格で取引されている。多くのプレイヤーはスキン市場に注目し、アイテムを投資資産のように扱っている。一方で、スキンを第三者のサイトに持ち込み、さらに高価なアイテムを求めて賭博を行うプレイヤーもいる。

カウンストライク関連の有名ユーチューバーの1人であるTDM_Heyzeus氏は、41万7000人のチャンネル登録者を有し、その動画はゲーム内経済に特化している。TDM_Heyzeus氏は「恐らく、スキンがなければCS:GOはこれほど成功していなかっただろう。大きな共生関係が存在する」と指摘する。

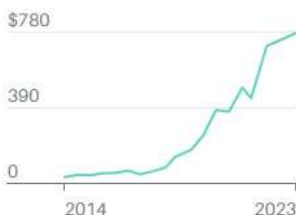
7年以上前の調査は起訴に至らず

The Counter-Strike Economy

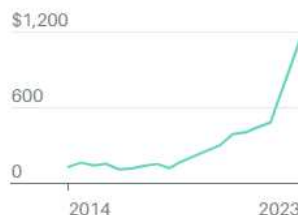
Counter-Strike is filled with virtual weapons, also known as skins, that provide cosmetic flair to in-game characters. The skins are also traded on a digital marketplace run by Valve, the game's developer. Rare skins, like the ones below, have fetched increasing value over the years.

Median sale price

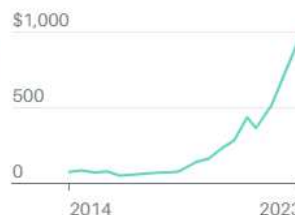
AWP | Lightning Strike
Released on 8/14/13



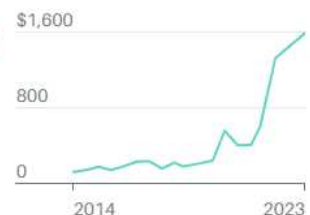
Bayonet
Released on 12/18/13



AK-47 | Vulcan
Released on 5/1/14



AK-47 | Jet Set
Released on 7/1/14



Note: Guns reflect value of skins rated "Factory New."

Source: Steam Community Market

バルブが賭博サイトの存在を公に認めたのは2016年7月だが、その数カ月前からワシントン州賭博委員会がバルブを調査していた。2017年終盤、委員会は「バルブはスキンの違法賭博を故意に促進している」と結論付け、連邦と州の検察当局に起訴を勧告した。この調査結果は過去に報じられておらず、本誌が情報公開請求で入手した事件報告の一部である。

バルブは委員会に反論した。法務顧問のラベリー氏は、委員会宛ての書簡で「バルブは賭博やその宣伝に関与しておらず、賭博を『促進』していない。委員会がバルブを違法行為で起訴し、従業員を刑事告訴することを選んだという事実には驚き、失望している。この告発には根拠がない」と述べている。またラベリー氏は、42件のオンラインカジノに運営停止命令を送付し、スチームのアカウントの「商用利用」を停止するまでに10日間の猶予を与えたとも書いている。

それから7年以上がたった現在、本誌の調査では、42件のうち6件のサイトが運営を続けている。命令の最初に名前が挙がっていた「CS:GOラウンジ」もその一つだ。10年以上の歴史を持つCS:GOラウンジのユーザーは、メンバー数60万人超の掲示板に集まっている。その掲示板は、何とスチームのウェブサイト上にあるのだ。

「スチームグループ」と呼ばれるスチームの掲示板とユーザー生成コンテンツに関する規則は「賭博およびくじ」を含む商用コンテンツを禁止している。しかし本誌は、73のスキン賭博サイトのうち、28がスチームグループを有することを発見した。グループの多くは、賭博サイトへのリンクや、初回ユーザー向けのプロモーションコードを掲載している。

最終的に、ワシントン州の調査では、バルブが賭博から直接利益を得ているかどうかに関する結論を変えることとなった。調査を監督したゲーリー・ドラムヘラー氏は、本誌の取材に対し、ワシントン州と連邦の検事はバルブの起訴を断念したと語る。

現在はワシントン州賭博委員会の次長を務めるドラムヘラー氏は、委員会の調査で、バルブが賭博から利益を得ている多くの証拠が得られたと言う。バルブはプレーヤーがコミュニティマーケットで販売するスキンから15%の手数料を得る。この手数料収入は、スキンの価値が高くなるにつれて大きくなる。

ホーリークロス大学で賭博を研究しているビクター・マシソン教授は、賭博はスキンの価値を間接的に高める可能性があるとは指摘する。また、賭博が可能であることによって、スキンの需要は高まると言う。マシソン氏は「賭博がなければ、個々のスキンの価値はほぼ間違いなく低下するだろう」と語る。

ドラムヘラー氏は、調査を終えるに当たり、バルブがスキン賭博を防止するために「可能な限りの努力」をしていることを納得したと言う。2017年のミーティングで、バルブの共同創業者であるゲイブ・ニューウェル最高経営責任者（CEO）を中心とするスタッフが、賭博を抑止するためのツールを示したのだ。これには、APIへのアクセスを遮断する機能も含まれていた。

本誌は、7年後の現在も依然として73の賭博サイトがAPIにアクセスできる理由をバルブに質問したが、ニューウェル氏からの返答はなかった。

■ スキン賭博が幸福感の低下につながる

ゲーム心理学の研究者で、ヘルスケア会社カインドブリッジ・ビヘイビオラル・ヘルスのゲームサービス担当ディレクターを務めるダニエル・カウフマン氏は、プレーヤーやコレクターが独自のアイデンティティーを求める気持ちがバーチャルなアイテムへの支出につながっていると指摘する。

カウフマン氏は「パーソナリティやモチベーションの観点から見ると、人々がビデオゲームに多大な労力を費やす最大の理由はカスタマイズだ。だからこそ、プレーヤーは紫色の炎のように輝く自動ライフル銃を欲しがると語る。

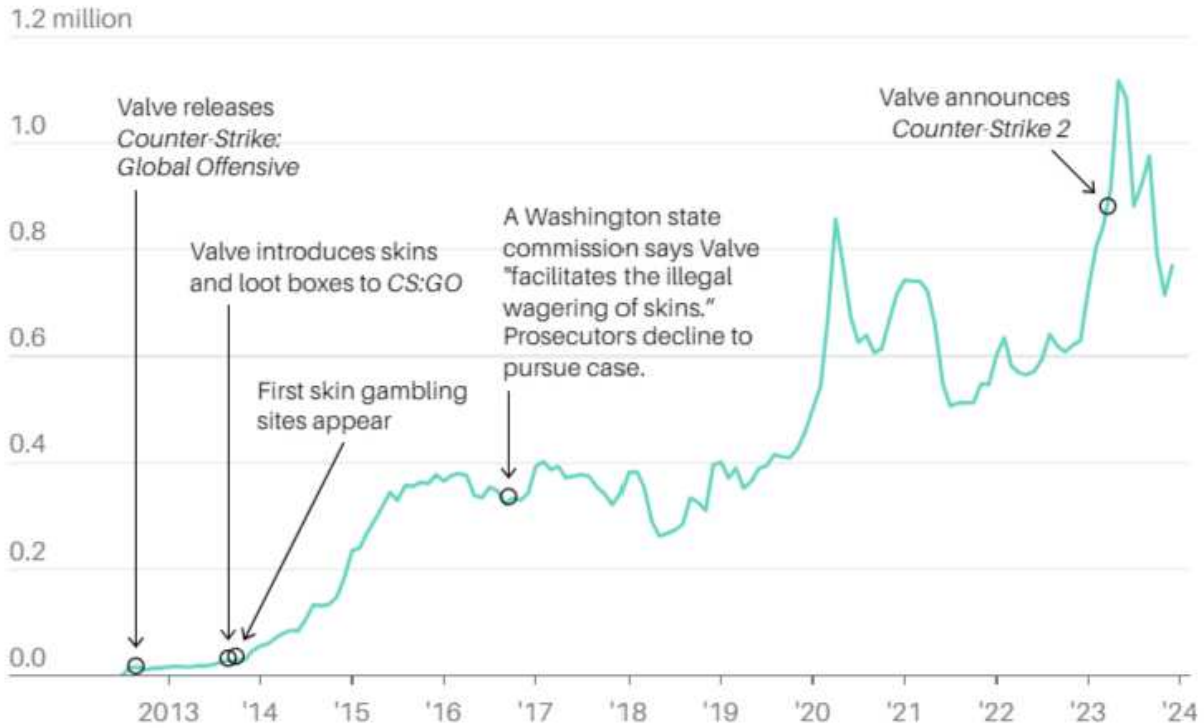
オハイオ州立大学を最近卒業したマックス・センターさんは、中学2年生の時にCS:GOを遊び始めた。センターさんは、スキンは「一定のステータス」を与えてくれたと言う。センターさんはかつて、新しいスキンを紹介する動画や、人気のユーチューバーがCS:GOのルートボックスを開ける動画をYouTubeでよく見ていた。

ユーチューバーは、オッズが最も高い賭博サイトや、無料で賭博ができるプロモーションの提供サイ

Playing for Keeps

The *Counter-Strike* franchise developed by Bellevue, Wash.-based Valve Corp. has become one of the world's most successful videogames. Nearly a million people play the PC-based game every day.

Average Daily Players



Source: Steam Charts

トに関する動画を投稿していた。一部の投稿者はスキン賭博サイトの運営会社がスポンサーになっていた。当時13歳のセンターさんと友人は、十分なスキンを集めた後、賭博を始めることにした。

未成年のスキン賭博を止めるものはほとんどない。スチームのアカウントを作成し、カウンストライクをダウンロードし、ルートボックスを開けるかスキンを購入し、「13歳以上」のチェックボックスをチェックすれば済む。一部の賭博サイトは18歳以上を対象としているが、大部分のサイトは違う。

センターさんは近所でギフトカードを買って賭博サイトの残高を補充していた。スカイプのグループ通話で友人と一緒に賭博をし、誰かが大当たりするとはやし立てた。センターさんは「依存症の集団のようだった」と振り返る。センターさんは17歳で賭博をやめ、最近はカウンストライクをほとんどプレイしていない。しかし、誰もが賭博を止めるわけではない。

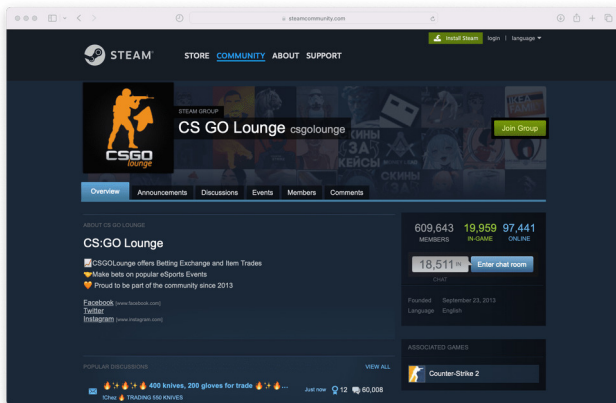
2021年に学術誌「ジャーナル・オブ・ビヘイビオラル・アディクション」に掲載された調査によると、過去1カ月にスキン賭博に参加した約1700人の12～17歳の子供は「幸福感が低く、ゲーム障害の症状を報告し、問題あるギャンブル行動の基準に該当する割合が高かった」という。

英国依存症学会は、スキン賭博は若者にとって特に問題があるとしている。同学会が2022年に発表し

た16～26歳を対象とする長期研究では、19種類のギャンブルのうち、スキン賭博への参加は、問題ギャンブル重症度指数が高得点になる最も強力な予測因子の一つであると結論付けられた。

ジャーナル・オブ・ビヘイビオラル・アディクション誌の研究では、「賭博の一般化や、スキン賭博ウェブサイトに対する不十分な規制」により、スキン賭博に参加する思春期の子供は増加する公算が大きいと指摘されている。

規制は米国外の運営会社に届かず



CS:GO LOUNGE / STEAM GROUPS (SCREENSHOT)

バルブはワシントン州賭博委員会の調査終了後に、スキン賭博サイトに対する最も包括的な対策を実施した。これにより、賭博サイトの運営は難しくなったが、停止には至らなかった。

2018年3月、バルブは交換によって入手したCS:GOのアイテムに7日間のクールダウン期間を設けると発表した。バルブはプラットフォーム上のボット（自動プログラム）に言及し、第三者サイトが「各アイテムを頻繁に交換する機能に依存している」と述べた。

しかし、賭博サイトが対策を見つけるのに長くはかからなかった。一部のサイトは、ボットを利用する代わりに交換のブローカーとなった。つまり、あるユーザーがサイト内通貨をスキンに交換し、別のユーザーがスキンをサイト内通貨に交換するという取引の仲介者である。

CS:GOのスキンから利益を得ているのは賭博サイトだけではない。多くのウェブサイトが、バルブのAPIを利用してスキンのマーケットプレイスを開設している。これらのサイトはスチームのコミュニティマーケットと同様の機能を持っているが、手数料がバルブの15%より低く、スキンの価格に上限がない。また、ユーザーはスキンを現実の通貨で販売し、銀行口座や暗号資産ウォレットに直接入金させることができる。

こうしたサイトはバルブの規則に明らかに違反しているが、スキンのマーケットプレイス「スキンビッド」のスタッフであるエドゥアルド・トーマ氏は、バルブがスキンビッドに文句を付けてきたことはないと言う。スキンビッドでは、一部のスキンの価格は2万ドルを超えており、バルブが定めた上限の1800ドルを大幅に上回っている。

ドラムヘラー氏によると、2017年のバルブとのミーティングでは、数人のIT担当者がスチームにおける不正行為のモニタリングを専門に担当しており、一部の不正行為を止めようとしているとのことだった。ワシントン州の事件報告では、バルブは「顧客を保護しようとしているが、法執行は自分たちの仕事ではないと考えているようだ」と述べられている。

確かに、法を執行するのは骨が折れる。スキン賭博サイトを運営しているペーパーカンパニーの多くはキプロスやベリーズなどの国で設立されており、規制当局の手が届かない。さらに、オンライン賭博法専門の弁護士事務所を運営するジェフ・イフラ氏によると、スキン賭博サイトの暗号資産関連取

引は米国外で行われているため、検察はネットワーク停止、通信傍受、口座凍結などの権限を持たない。イフラ氏は「賭博をやめさせても、次の日には再開されてしまう」と述べ、状況をモグラ叩きにたとえる。

昨年夏、ユーチューバーであるジェフ氏は、賭博サイトが野放しになっている現状や、これらのサイトがカウンターストライクのコミュニティーに与えている悪影響について特集した2本の動画を投稿した。ジェフ氏は本誌に「この問題をバルブに訴えなければならない。バルブが対応せざるを得なくなる方法を見つける必要がある」と語った。ジェフ氏によると、バルブは動画に全く反応せず、「ツイッター（現X）で僕のフォローを外した」だけだった。

By Nick Devor
(Source: Dow Jones)

2. 米国の投資家は、優良な米国株と債券の組み合わせで十分

[投資戦略]

Making the Case for Simple Investing: Good U.S. Stocks, and a Few Bonds
インド市場は買い時か

シンプルを追求する「金融ヌーディズム」



DHIRAJ SINGH/BLOOMBERG

「金融ヌーディズム」とは、投資家が成功するために必要なものはそう多くはない、という意味だ。例えば、上場投資信託（ETF）のiシェアーズ・コアS&P500 ETF<IVV>やバンガード・トータル債券市場ETF<BND>のような、それぞれ経費率が年0.03%と低く、高品質の株式と債券のシンプルな組み合わせで十分だ。言うまでもなく、非常事態が長期化した場合に備えて、月単位ではなく年単位の支出をカバーするだけの十分な現金も必要である。

投機や投資の対象としてうまみがあるかもしれないが、長期的に貯蓄を選好する人にはまったく必要でない幾つかの資産クラスを紹介しよう。さらに、インドへの投資に関する疑問に答えよう。もしあなたがインド経済をこれまでチェックしていないなら、インドが中国に代わって新興国投資の人気者となりつつあるそのスピードに驚くかもしれない。

投資家に必要なさまざまな資産クラスを検証

コモディティは必要ない。それはただのモノにすぎない。株式は、モノを利益に変える企業の価値を表すものだから、モノよりも優れている。また、S&P500指数のインデックス・ファンドには、石油大手メジャーのエクソンモービル<XOM>や鉱山会社のニューモント<NEM>のようなコモディティ生産企業が既に組み込まれている。コモディティがインフレヘッジになるという話を聞いたことがあるかもしれないが、筆者は疑問に思っている。例えば、金価格の動向は消費者物価指数（CPI）との関係が薄いことを示している。CPIといえば、ほぼ3分の2がサービスで構成される。サービスに対するヘッ

ジのために、なぜモノを利用しなければならないのだろうか。

不動産投資信託（REIT）も必要ない。S&P500指数には既にREITが含まれている。S&P500指数構成銘柄の企業はすべて商業用不動産を所有している。オプションも必要ない。それはサッカーの試合に賭けるようなもので、株式はチームを所有しているようなものだからだ。

プライベート・エクイティ（PE）も必要ない。手数料は驚くほど高く、PEが株式に勝るという証拠も根拠が弱い。さらにS&P500指数にはPE会社の株式も含まれている。PE会社の創業者や最高経営責任者（CEO）が、PEが株式よりも優れていると言わないときは、PE会社の株式が買い時であると筆者に保証しているようなものだ。

債券は必要だ。債券が利益を生み出しやすいからではなく、債券の方が株式よりも市場が混乱したときに価値を維持しやすいからだ。株式と債券の適切な組み合わせについては、ファイナンシャルアドバイザーに尋ねてほしい。それはあなたの年齢よりも、いつお金が必要になるかに関係している。キャリアをスタートしたばかりの頃は家族の生活費を賄うのがやっとで、キャリアの最後には使い切れないほどのお金を持っているとした場合、リスク許容度は年齢を重ねても変わらないか、あるいは上がるかもしれない。これに関連して言えば、ターゲット・デット・ファンドも必要ない。

ジャンク債も必要ない。ジャンク債は、株式に近いリスクで株式に近いリターンを提供してくれる。それなら、株式を買えばいい。生命保険は投資ではない。生命保険はカジノと同じ算術に基づいている。自分の死によって愛する人が困難に直面するのであれば、生命保険を少しは買っておくべきだが、生命保険料は自家保険で十分賄えるほど金持ちになるまで支払うペナルティだと思えばいい。安い定期保険を選ぶべきだ。投資と保険を一体化させ、顧客がお得かどうかを判断するのが難しい年金保険も必要ない。

テーマ別ファンド、セクター別ファンド、クローズドエンド型ファンド、事業開発会社（BDC）、マスター・リミテッド・パートナーシップ（MLP）、転換社債、優先株、インフレ指数連動国債（TIPS）、暗号通貨、そして収集品投資も必要ない。ここに挙げていない重要な資産クラスもあるが、それらも必要ない。

現在、S&P500指数ファンドがハイテク偏重に見えるのは分かる。しかし、現在の3分の1の水準だった10年前もS&P500指数はハイテク偏重だった。筆者は、ハイテクを出し抜こうとするよりも、ハイテクに固執したい。筆者の言う金融ヌーディズムでは、フィデリティ・エクステンデッド・マーケット・インデックス・ファンド<FSMAX>などを通じて中小型株に、それからシュワブ・インターナショナル・エクイティETF<SCHF>などを通じて先進国株に少しは投資してもいいかもしれない。

新興国市場は飛ばしてもいい。それが異端であることは承知している。しかし、投資家にとって新興国市場の最大の魅力は急速な経済成長だが、その国の経済成長と株式リターンとの関連性は弱いという研究結果が出ている。なぜならその国の経済成長と株価は別物だからだ。例えば、中国は30年にわたり奇跡の成長を続けているが、iシェアーズMSCIチャイナETF<MCHI>はその間に損失を出している。

インド市場に投資妙味はあるのか

インドは昨年、人口で中国を抜き去り、株式市場は絶好調だ。iシェアーズMSCIインドETF<INDA>の直近1年間のリターンは、S&P500指数を3%ポイント、iシェアーズMSCIチャイナETFを45%ポイント超、アウトパフォームしている。2020年後半、中国はMSCIエマージング・マーケット指数の40%超を占め、インドは10%未満だった。現在、中国は25%まで下がり、インドは18%に近づいている。また、アップル<AAPL>は、2017年からインドでローエンドのiPhone（アイフォーン）を製造しているが、現在はハイエンドのiPhoneも製造しており、来年までに生産の25%をインドに移す計画だ。

インドの株式市場は、利益に対する相対的な割高感は米国市場とほぼ同じだが、利益の成長は米国より速い。JPモルガンのグローバル・マーケット・チームは、インドの旺盛な設備投資と投資家の増加と並んで、株式発行の増加とアナリストによるカバレッジの拡大を指摘している。JPモルガンのインド担当者は、ICICI銀行<IBN>などの金融セクター、タタ・モーターズなどの自動車セクター、不動産開発会社のDLFなどの不動産セクター、日用品・食品メーカーのダブール・インディアなどの生活必需品セクター、サン・ファーマシューティカル・インダストリーズなどの医薬品セクターを推奨している。

金融ヌーディストである筆者が、米国の投資家にインド株が必要だとは思わないことは、もうお分かりだろう。S&P500指数構成銘柄の決算報告書を調べれば、米国の多国籍企業がインドでクッキー、ソーダ、トラクター、肥料、携帯電話用半導体、映画などを活発に販売していることが分かる。欧州も同様だ。しかし、中国市場が勢い付いてから失速するまでに長い時間がかかったことを考えると、インド市場の勢いはまだ当分続くかもしれない。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

3. UBSのリーダーは、将来に対して非常に前向き

This UBS Leader Likes a Lot About the Future
UBSのスニ・ハーフォード氏に聞く

[インタビュー]

著名女性の引退

1兆6000億ドルを運用するUBSの資産運用事業のプレジデントであるスニ・ハーフォード氏は、金融業界における女性の先駆者の一人だ。ハーフォード氏が1980年代に金融業界でのキャリアを開始した当時、働いていた会社では女性に対してトレーディングフロアにおけるスカート以外の着用を許可していなかった。ソロモン・ブラザーズでは、産休から復帰した初めての女性となった。シティグループでは、2008年から2009年の金融危機を乗り切って北米市場のトップに就任した。

ハーフォード氏は2017年に引退を考えていたが、UBSが投資部門の責任者としての地位を提供したために考えを変えた。2019年には資産運用のプレジデントとなり、最近では、サステナビリティ投資およびインパクト投資の責任者としての役割も加わった。彼女が思ったよりも長くUBSにとどまったのは、同社が昨年3月に買収に合意したクレディスイスの統合を手伝うためでもあった。

40年間にわたって金融のほぼあらゆる分野に関わり、本誌毎年恒例の「米国金融業界で最も影響力が



Photograph by Krista Schlueter

ある女性100人」の常連となったハーフォード氏は、2月いっぱいでの退任が予定されている。本誌は最近、ハーフォード氏のキャリアのハイライトや、グローバル市場、サステナブル投資および新たなポートフォリオ・テクノロジーの将来に関する見解を聞くためにインタビューした。

本誌：本誌に対して、50歳での引退を夢想したこともあると語ったが、現在は62歳だ。今がふさわしいタイミングである理由は。

ハーフォード氏：私は大学を1984年に卒業しており、40年はちょうど良いと感じている。金融業界では、非常に多くのことを経験した。私はシティを退職した際に引退を考えていたが、UBSに入社する機会を得た。私は当時、最後の花を咲かせる誘惑にかられたが、もう十分と感じている。去り難いが、クレディ・スイスの統合が進んでおり、その意味でも良いタイミングだ。

Q：キャリアの中で、最も誇りに思うことは。

A：二つある。一つは、金融危機を生き残って、より強力でより良い金融システムを構築し

たこと。もう一つは、UBSによるクレディ・スイスの買収だ。われわれは、スイス経済、金融サービス業界、当社従業員、および当社の顧客にとって素晴らしいものを構築している。

Q：市場に対する見通しは。

A：私は2024年について、大方より強気だ。米国をはじめ多くの市場を支えているファンダメンタルズは好調だ。バリュエーションは確かに高いが、それは、一握りの企業が株価指数の上昇をけん引しているためだ。米国経済は、われわれが考えているよりも好調だ。確かにインフレ基調ではあるが、企業が好調で、賃金上昇率が高く、消費者信頼感が依然良好という正当な理由がある。

市場に対する見解

Q：世界の市場をどのように見ているのか。

A：欧州では、製造業回復の早期の兆候が見られている。われわれは、欧州経済の好転を長年待ち望んできた。ロシアがウクライナに侵攻しなければ、好転が実現していただろう。アジアは中国主導だが、中国の道のりはまだ長い。ただ、中国は政策が変更されれば活況を呈し得るため、われわれは再参入する態勢にある。われわれは日本を好感しているが、最近のデータは世界が期待するものではなかった。われわれは日本を注視し続ける。

ボラティリティーは高止まりし、選挙が人々を魅了するだろう。しかし、経済を急激なリセッションに陥らせる要因は、地政学以外には見当たらない。

Q：ポートフォリオ構築に対する現在のアドバイスは。

A：株式60%、債券40%の構成に戻ることが理にかなっている。その中で、株式と債券の両方において、20%をオルタナティブ投資に配分すべきだ。不動産は、固定利付商品で、インフラは債券と株式のそれぞれの要素を少しずつ含んでいる。プライベート・エクイティやプライベート・クレジットも資産配分構成の中で株式に似たものとなるだろう。以前はオルタナティブ投資の配分は10%とされていたが、現在は20%、あるいは25%を推奨したい。

Q：プライベート・クレジットは人気があるようだが、市場は過熱状態にあると考えているのか。

A：銀行に対する制約を考慮すると、真空地帯があり、プライベート・クレジットという解決策も必要とされている。従来のようなシンジケートされたクレジット市場以外のプレーヤーが増えるだろう。投資すべき対象は、そのようなプレーヤーの構成と案件の構造次第だ。

プライベート・エクイティでも、同様のリスクはある。人々はプライベート・エクイティが終わったと2年前に言っていたが、まだ終わっていない。プライベート市場はまだ活況だが、特定の取引に関与する前に、人々が予習しているか否かが問題だ。

Q：あなたは、債券分野に長らく従事してきた。債券利回りが長期間にわたって低水準またはゼロ近辺だった後での金利上昇を、どのように感じているのか。

A：私はほっとしている。われわれは、より正常に近い金利環境をほぼ15年にわたって待ち望んできた。私の両親は、財務省短期証券（TB）の利回りが17%のときに私を大学に通わせた。4%、5%または6%の利回りは高いと思えるが、実際は高くない。私は、新たな金利環境を将来にとっての良い兆候と見ている。現在の金利は、リスクを取る人々にとっての適切な指標となっている。世界の中央銀行は矢を取り戻す。正常化は遅すぎた。

Q：投資における次の段階は。

A：カスタマイズが一つの大きなトレンドだ。ダイレクト・インデックス、すなわち一種のラップ口座を効果的に利用し、それぞれの顧客の指示に合わせてカスタマイズされたポートフォリオを構築することは非常に強力だ。そしてそれは、テクノロジーによって実現されており、税金対策やサステナビリティへの注力も可能になる。

われわれは、顧客向けに出来合いのプランを提示するのではなく、顧客と協力して顧客が望むようにカスタマイズした、差別化されたポジションの構築が可能になった。当社が、カスタマイズしたラップ口座のためのプラットフォームにおいて過去3年間で1500億ドル超の新規資金を導入できた理由はそこにある。

独立系資産運用会社は、この水準のカスタマイズに必要なテクノロジー投資が可能なだけの規模を必要とするため、苦勞するだろう。それは、資産運用と業界全般における、予見可能な将来をけん引するトレンドだ。

サステナブル投資

Q：あなたはサステナブル投資の重ね合わせにも言及した。それは、ESG（環境・社会・ガバナンス）投資が向かっている先か。

A：サステナブル投資では、いろいろと面白いことが起こっている。今年の新機軸は、自然に基づいたソリューションだ（種の多様性や、生態系の復元と維持に焦点を当てること）。欧州では、2024年末までに自然に関する開示が要求されることになる。

サステナビリティの観点では、炭素や気候以外に関する議論が増えるだろう。もう一つの分野は、グローバル・ファイナンスと組み合わされたインパクト投資だ。食料不安や、再生可能エネルギーの貯蔵に対処可能な混金融手法（社会またはサステナブルなインパクトを持つプロジェクトに資金を提供する官民パートナーシップ）が増えるだろう。

Q：米国のESG投資の現状に幻滅しているか。

A：サステナビリティの分野では誤った情報が多いため、それに携わる人々が賢くなり、さらに学習するのを見ることは魅惑的だ。例えば、テキサス州では意外にも、配電網の30%は再生可能エネルギーで賄われており、テキサス州には再生可能エネルギー源に関連した多大な収入があり、経済活動が行われている。米国では、サステナブル投資は政策の問題だ。欧州では全員がサステナブル投資を実践しており、アジアは欧米の中間にあって、急速に進化している。

Q：あなたは金融業界を去ることになるが、女性是你が予想した状況に到達したのか。

A：私自身が何かを予想していたかは定かではない。金融業界は、インクルージョンとダイバーシティの分野では、誰もが考える以上に進んだ。とはいえ、業界の統計は金融業界に十分な女性がいなかったことを示唆しており、若い女性にウォール街で働くことを勧めたい。

By Amey Stone
(Source: Dow Jones)

4. 景気強含みへの備えは出来ているか

[フィーチャー]

What If the Economy Actually Is Getting Stronger?

金利上昇下の好景気という未曾有の環境に立ち向かう

リセッション懸念は後退、ソフトランディング優勢

経済成長のペースは速すぎるわけではなく、ゴルディロックス（適温経済）の状態にある。

この数カ月で経済のソフトランディング（軟着陸）仮説が俄然（がぜん）勢いを増し、リセッション（景気後退）に取って代わり、今や景気見通しのコンセンサスとなっている。インフレは米連邦準備制度理事会（FRB）の積極果敢な利上げにより鈍化してきた。それでも、逆説的だが、雇用情勢は相変わらず堅調で、多くの新規雇用創出が続き、レイオフは景気サイクルにおける底に近い水準にある。企業利益は底堅く推移している。

ゴルディロックス否定派の主張は理解しているつもりだ。利上げをしたからといって一夜にして効果を発揮する訳ではない。景気を冷やすのに時間が必要なのだというのがその主張だ。しかし、2022年3



SPENCER PLATT/GETTY IMAGES

月の初回利上げから既に700日が経過し、ソフトランディングの兆候が目立っており、リセッション懸念は過去のものになりつつあることからすれば、そろそろゴルディロックスを認めてもよい頃合いだろう。

とはいえ、代替案もあり、コンセンサスとは言い難いが、それを裏付ける証拠がますます増えてきているようだ。景気は急激な金利上昇をものともせず既に経済理論を無視している状況にあるが、もし実際に強含んでいるのだと考えたら、どうだろう？

確かに、2年にわたる利上げを経て持ち出すには奇異に感じられることは承知の上で、馬鹿げているようだが、実際には景気加速仮説を裏付ける証拠が積み上がり始めているのである。

まず、「ビッグ」データで、失業率や株式市場を見れば分かる。昨年12月の非農業部門就業者数の増加は9月以来最大で、1月に至ってはさらに増加している。株式市場は将来の成長を織り込む機能があると認識されているが、昨年10月下旬から2月中旬までの上昇率は20%超となっている。

他の証拠を経済状況から拾い上げることができる。注目する市場参加者が多いシティエコノミックサブプライズ指数は数カ月下落が続いた後に、先月は急反転を見せた。1月のコンファレンス・ボード消費者信頼感指数は2021年末以来の高水準となった。

恐らく最も重要なのは、平均時給の伸び率で、インフレ率の低下と共に低下してきたが、足元では2カ月連続で上昇して、前年同月比4.5%増まで回復してきている。賃金がこの水準の伸びを見せるのは9月以来である。再びFRBのコンフォートゾーン（快適領域）をはるかに上回っている。

最もネガティブなデータでさえ上向き始めている。米サプライ管理協会（ISM）の製造業PMI指数（購買担当者景気指数）はFRBの利上げ開始以来、製造業の活動の縮小を示していたが、最近顕著な回復を見せている。1月はこの1年以上で最も高い数値となった。銀行の貸出姿勢を示すFRBのシニアローンオフィサー意見調査は「非常に悪い」から「やや弱い」に転じた。これらの指標は依然として弱い、重要なのは3カ月前と比べ明らかに改善してきていることだ。

投資家はこうした新たな芽吹きを変化として目を向ける必要がある。

利下げ織り込みは楽観的に過ぎる

経済が実際に加速している可能性はコンセンサスではないが、極めて重要である。コンセンサスではないが重要であるイベントは市場に多大な影響を及ぼす可能性があり、FRBの金融政策から大統領選の結果に至るまで予期せぬ事態を招きかねない。

10月以降の市場の楽観論はFRBによる年内最大4回の利下げがその根拠となっているが、FRBにしてみれば、既に加速している経済に利下げによる追加刺激を与える理由があるのだろうか？さらに悪いこ

とに、インフレが落ち着いてきていることから利下げが正当化され得る反面、景気が強いことからその必要性には疑問符が付く。経済学の教授ならこう言うかもしれない。経済は既に完全雇用を達成しており、おまけに株式市場も勢いよく上昇し、さらに平均時給も上昇しており、多くの消費者には願ったりかなったりだ。それで、高金利をものともせず、消費者は航空券から新居まで買いまくる。インフレは必ずしも不可避とも言えないが、この状況なら当然の結果だろう。そう考えると、1月の食品とエネルギーを除いたコア消費者物価指数（CPI）の前年同月比3.9%上昇は納得が行く。

株式市場への影響はどうだろうか。それほど悪いことにはならないだろう。景気が堅調で、インフレ率が上昇しても、企業利益は増加するだろう（企業利益はインフレ調整後の実質ベースではなく、名目ベースで発表され、インフレにサポートされる）。

企業利益の成長率加速に対する市場の強欲がインフレ上昇の脅威を克服するかどうかは知る由もないが、利下げに対する投資家の期待が楽観的過ぎることは確かだ。

リセッションに備えて引き上げていたポートフォリオの現金保有割合を、40代以下のプロの投資家にとっては未知の環境に合わせて調整する必要があるかもしれない。つまり、長期金利が高水準でFRBがインフレ再燃を注視するなか、経済が活況を呈する環境を想定する必要があるということだ。

そうした世界では、市場は引き続き上昇するが、金利は予想を上回る水準となり、結果的に株式のパフォーマンスに影響を及ぼすことになる。個別企業は意思決定を誤っても低利資金で救済されたが、それも期待できなくなり、バランスシートがこの10年来で最も重要な意味を持つようになる。低金利の追い風と高水準のバリュエーションが消えた時に力を発揮するのは経営の才覚だ。それが無い企業には試練が待ち受ける。

それで、ゴルディロックスは終わり。おとぎ話から解き放たれて、株式市場はいよいよ企業のファンダメンタルズが物を言う時期に差しかかる。そして、質の高い証券分析が求められる待望の好機が到来する。

執筆者はMAIキャピタル・マネジメントのチーフ株式ストラテジスト。

By Chris Grisanti
(Source: Dow Jones)

5. 無利子で15億ドルを調達したスーパー・マイクロ Super Micro Computer Can Raise Money for Free. 米国の緩和的な金融環境の産物か

[コラム]

利回り0%の転換社債を発行

資本市場が無利子で資金を供給しているのに、なぜ米連邦準備制度理事会（FRB）は金利を引き下げる必要があるのか。サーバーやストレージシステムを提供するスーパー・マイクロ・コンピューター<SMCI>のような勝ち組ハイテク企業の事例である。スーパー・マイクロは21日、15億ドル相当の転換社債による資金調達を発表した。この転換社債は利回りがゼロ%であるだけでなく、発行時の株価に37.5%のプレミアムを上乗せして転換することが可能なのだ。



I-HWA CHENG/BLOOMBERG

半導体大手エヌビディア<NVDA>による人工知能（AI）ブームの恩恵を受けているものの、まだあまり知られていない上に過小評価されている企業の一つとして、本誌は昨年12月の先見性に富んだカバーストーリーでスーパー・マイクロを紹介した。その記事の掲載以来、スーパー・マイクロの株価は3倍超上昇した。23日に約12%下落したが、前記のような転換社債の発行に対する典型的な反応とは言えない。アービトラージャーは、転換社債とその裏付けとなる普通株の空売りを組み合わせることが多い。

スーパー・マイクロの転換社債発行は、高騰する株価を利用して事実上コストをかけずに資金を調達する典型的な例である。10年前、筆者は電気自動車（EV）大手テスラ<TSLA>が同様に巧みな金融工学を駆使し、割高な株価に基づく高値のコールオプションの権利が付いた高値（つまり低利回り）の社債を効果的に売り付けることで16億ドルを調達したことを取り上げた。スーパー・マイクロも同じ手法で、ファクトセットのコンセンサスに基づく2024年予想株価収益率（PER）の38.6倍となっている株価に対し、大きなプレミアムを上乗せして転換社債を売り出したのである。

保険会社マスマチュアルのグローバル投資戦略責任者であるクリフ・ノリーン氏は、「スーパー・マイクロが今回調達した15億ドルを単に財務省短期証券（TB）で運用するだけで、5%の利回りで7500万ドルを手にすることができる」と指摘する。こうした無利子の資金を資本市場から引き出せるということは、金融環境が緩和的であることを強く示唆している。

社債の発行額が一週間で600億ドル超に

ブルームバーグによると、企業の財務担当者は積極的にこの機に乗じようとしている。先週だけで600億ドルを超える投資適格の普通社債が発行された。その中には、ネットワーク機器大手のシスコシステムズ<CSCO>、バイオ医薬品のアッヴィ<ABBV>といった大企業に加え、スリーエム（3M）<MMM>からスピノフされる予定のヘルスケア企業ソルベンタムも含まれている。

社債は米国債に対して狭いスプレッドで取引されている。ノリーン氏にとって、社債は株式とともに「正当化しにくいほど割高」なのである。

それはまた、金融環境が緩和的であることを意味する。しかし、企業の信用スプレッドが縮小し、主要株価指数が過去最高値を更新するにつれ、FRBによる政策金利引き下げへの期待は薄れ、結果として米国債の利回りが上昇している。

エコノミストのジャスティン・ワイドナー氏が率いるドイツ銀行の研究ノートによれば、FRB幹部は、こうした金融緩和がデシインフレの進行を遅らせることを懸念しているようだ。インフレが抑制されている限り、FRBは緩和的な金融市場を受け入れるのかもしれない。

しかし、FRBの複数の高官は最近、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を現在の5.25～5.50%

のレンジから引き下げるために迅速に動く必要がないことを講演などで示唆した。労働市場や消費者物価指数（CPI）、生産者物価指数（PPI）が予想以上に好調だったためだ。そして市場は、2024年末までのFRBによる利下げ幅について、昨年12月に予想した1.80%から0.80%になることを織り込んでいる。

金利引き下げの余地が少なくなった今、株式の相対的な魅力は将来の成長に対する期待に左右される。JPモルガンのストラテジスト、ヤン・ロイス氏とアレクサンダー・ワイズ氏は、米国人が米国株と長期に紡いできた「愛情」が、債券リターンとの競争に耐えられるかどうか疑問視している。

ロイス氏とワイズ氏は、今後10年間の米国株のリターンは平均6%程度で、過去35年間の平均リターン10.8%を大きく下回ると予測している。主な競争相手は現金と債券だ。投資適格社債による5.5%のリターンは6%前後まで上昇する可能性があり、株式によるリターンと同程度になるという。両氏は「時間の経過とともに、より多くの米国投資家が債券にリバランスすることに魅力を感じるようになるだろう」と結んだ。

しかし、賢明な企業は今のところ、投資家の株式熱を利用して彼らから実質的にノーコストで資金を調達している。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

6. 別次元のペースで成長するエヌビディア

[ハイテク]

Nvidia Is King of the Mag 7. It's Not Even Close.

今後の成長は新製品投入サイクル短縮と推論市場の拡大が下支え

データセンター事業の売上高は前年同期比5倍に成長



JUSTIN SULLIVAN/GETTY IMAGES

半導体大手のエヌビディア<NVDA>が2月21日に発表した四半期決算は、エヌビディアが人工知能（AI）ブームの王者であることを再び証明してみせた。

大型ハイテク株7社、いわゆるマグニフィセント・セブンを構成する他の大手ハイテク6社は既に四半期決算を発表済みだ。これら6社の前年同期比増収率を見ると、最も低かったのはアップル<AAPL>の2%、最も高かったのはメタ<META>（旧フェイスブック）の25%で、平均は10%台半ばだった。一方、エヌビディアの

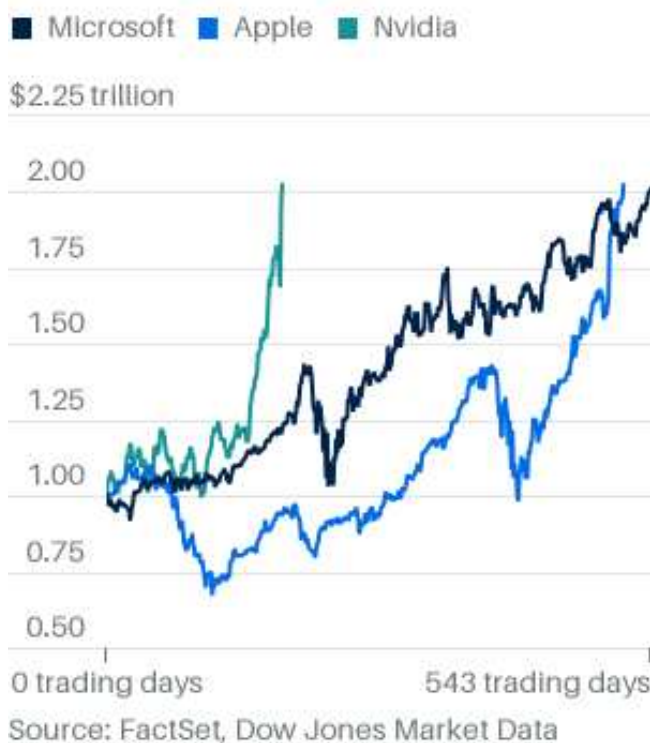
ライバルでもある半導体大手のアドバンスト・マイクロ・デバイセズ<AMD>とインテル<INTC>はいずれも10%。これに対してエヌビディアの第4四半期（11～1月期）決算は別次元の内容で、売上高は前年同期比265%増の221億ドルだった。中でも目覚ましいのが、主にAI向け半導体需要にけん引されたデータセンター事業の売上高で、同409%増の184億ドルだった。

第1四半期ガイダンスも力強い内容だった。売上高ガイダンスの中央値は240億ドル（示唆される増収率は234%）で、コンセンサス予想の222億ドルを大きく上回った。エヌビディアほどの規模を持つ大手ハイテク企業でこれ程の急成長を遂げた例はこれまでにない。こうした高成長は「AIの力」を物語っている。エヌビディアの最高経営責任者（CEO）であるジェンスン・フアン氏は決算発表プレスリリースの中で、「アクセラレーテッドコンピューティングと生成AIは転換点に達した。企業、業界、国を問わず、需要は全世界で急増している」と述べている。

エヌビディアによると、データセンター向け販売実績の増加は、Hopper（ホッパー）と呼ばれる新アーキテクチャーを採用した画像処理装置（GPU）の出荷台数の増加を反映している。このGPUは大規模言語AIモデルと生成AIアプリケーションの実行に使用されている。同四半期におけるデータセンター事業売上高の半分以上をアマゾン＜AMZN＞のアマゾン・ウェブ・サービス（AWS）、マイクロソフト＜MSFT＞のAzure（アジュール）、アルファベット＜GOOGL＞のGoogle Cloud（グーグル・クラウド）といった大手クラウドコンピューティングプロバイダー向けが占めた。

成長は主要サプライヤーとの協力関係の上に成り立っている

Nvidia climbed to \$2 trillion in market cap far faster than either Apple or Microsoft.



エヌビディアの業績と力強い見通しは、その優れた製造サプライチェーンの管理能力と、革新をライバルよりも迅速に推し進める能力を浮き彫りにしている。

エヌビディアがハードウェアを販売していることを踏まえると、データセンター事業の売上高を5倍に成長させたことは信じられないほどの離れ業だ。エヌビディアが出荷しているハードウェアは、基本的にコストをかけずに拡張可能なソフトウェアと異なる複雑な製品だ。ハイエンドのAIシステムは3万5000個もの部品で構成される。

エヌビディアの最高財務責任者（CFO）であるコレット・クレス氏は決算発表後のインタビューで、エヌビディアの成長は30年にわたり築いてきた主要サプライヤーとの関係の上に成り立っていると語った。クレス氏は「これは非常に複雑なプロセスであり、パートナーを知り、どのように機能するかを理解する必要がある」と

述べ、エヌビディアのスタッフは製造パートナーである台湾積体電路製造（TSMC）＜TSM＞とほぼ毎日電話で連絡を取り合っていると付け加えた。

エヌビディアは新型GPUの投入サイクルの短縮に着手している。2023年10月、経営陣は投資家向けプレゼンテーションの中でAIデータセンター向け製品ポートフォリオのサイクルを2年から1年に移行させたと説明した。

来年は次世代製品への需要と推論市場が成長をけん引

エヌビディアの成長はいずれかの時点で鈍化するか止まるはずだ。少なくともウォール街はそれを懸念している。ところが、エヌビディアが来年も新たな成長の波を迎える可能性があるとの確信が高まっている。ファン氏が2025年の増収を予想していると述べたからだ。

ファン氏の予想を現実にし得る要因は、次世代製品への需要と、大規模言語モデル向けの推論市場の成長と考えられる。

クレス氏は、現在のAI向けGPUの供給が制約されている状況は改善しているものの、「需要が供給をはるかに上回るため、当社の次世代製品が供給不足になる」と予想していると述べた。

エヌビディアは次世代のGPUであるB100を今後数四半期以内に発売すると示唆している。一方、アナリストはB100の価格が現在のH100モデルよりも高く設定されると予想している。ベアードのアナリスト、トリスタン・ゲラ氏は、「次期ブラックウェル・アーキテクチャーはGPUの性能をさらに向上させるが、平均販売価格も上昇するだろう」と書いている。

先週の決算発表によって、エヌビディアがAI学習市場では優位性を維持しているものの成長中のAI推論市場では必ずしも優位に立っていないのではないかと考える投資家の懸念は払拭されるはずだ。エヌビディアによると、過去1年間のデータセンター売上高の40%を推論需要が占めると推定している。

TDカウエンのアナリスト、マシュー・ラムゼイ氏はこの推定値から、「エヌビディアが大規模言語モデルの推論で既に強力な競争力を維持している」ことが読み取れると言う。さらにラムゼイ氏は、推論には「複数の技術を動員して高速化する必要」があり、エヌビディアには半導体とネットワークングおよびソフトウェアを駆使して顧客のパフォーマンスを最適化する能力があると指摘する。

成長の鈍化と市場シェア喪失を巡る投資家の懸念が後退する中、エヌビディアの株価は2月22日と23日に最高値を更新し、週間で8.5%上昇して788ドルに達した。今や時価総額は、米国ではアップルとマイクロソフトに次ぐ第3位となる1兆9700億ドルだ。

エヌビディアが今後数四半期にわたって記録的な決算を発表すれば、株式市場全体の王者になる日はそう遠くない。

By Tae Kim
(Source: Dow Jones)

7. アマゾンがNYダウ構成銘柄の仲間入り。採用に見合う成果を残せるか

[コラム]

Amazon Joins the Dow Club. It Could Pay a Price

歴史の通りなら、NYダウ採用は今後1年間の株価不振を意味する可能性も

NYダウ採用は好材料なのか



GETTY IMAGES

眼鏡と口ひげがトレードマークのコメディ俳優、グルーチョ・マルクスは、「私をメンバーにするようなクラブには入りたくないよ」との名言を残している。しかし、ダウ工業株30種平均（NYダウ）のエリート30社に選ばれることは、米国企業の殿堂入りを果たすようなもので、どの会社も辞退しないはずだ。かくして、2月26日にIT大手アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞はNYダウの構成銘柄に加わる。

21世紀に入ってからNYダウに採用された15銘柄の記録を集計したところ、ブルームバーグの

データによれば、採用後12カ月間のこれら15銘柄のリターンは、S&P500指数を平均13.83%ポイント、アンダーパフォームしている。15銘柄の中の勝者（と呼べるとすれば、だが）は大手石油企業のシェブロン＜CVX＞で、S&P500指数を21.8%ポイント、アウトパフォームした。とはいえ、2008年2月にNYダウに組み入れられてから1年間の下落幅が18.3%にとどまった一方、S&P500指数は世界金融危機の間に40.1%暴落したことが理由である。マネージドケア（管理医療サービス）を提供するユニテッドヘルス・グループ＜UNH＞は真のアウトパフォーマーで、2012年9月にNYダウに組み入れられてから1年間で29.9%上昇した。一方、同期間のS&P500指数は堅調だったが、16.4%のリターンだった。

NYダウ銘柄の変遷

NYダウを算出するS&Pダウ・ジョーンズ・インディシズは近年、採用30銘柄の浮き沈みに対して以前よりはるかに積極的な反応を示し、勝ち組を厚遇し出遅れ組を淘汰（とうた）しているが、これは恐らくS&P500指数に後れを取らないための措置と思われる。プロの投資家の間では、ベンチマークとしてS&P500指数がNYダウに取って代わって久しい。

NYダウの変動は、過去、特に筆者を含む年配者が投資業に参画した頃とだいぶ異なっている。1959年から1976年まで、NYダウは横ばいで、日本製鉄＜5401＞が現在買収を目指しているUSスチール＜X＞のような米国企業の象徴が名を連ねていた。『マッドメン（1960～70年代ニューヨーク広告業界のTVドラマ）』時代のNYダウからの数少ない生き残り企業の一つが大手一般消費財メーカーのプロクター・アンド・ギャンブル（P&G）＜PG＞で、洗剤やペーパータオルを、競合他社より高い利益率を確保しつつ販売を継続したことが成果につながった。

シアーズは小売業の覇者にして金融サービスの先駆者だった

当時の小売業の代表はシアーズ・ローバックとFWウールワースだった。5セント&ダイム（10セントコインの俗称）ストアなどというものを覚えているのは、相当年配の御仁だけだろう。今は「ダラーストア」が1ドル25セントで商品を販売している。シアーズは、安売り競争と自らの経営の失敗によって白旗を上げるまでは、小売業界を支配していた。シアーズは金融サービスのパイオニアとしても知られており、1930年代のオールステート（保険）に始まり、コールドウエル・バンカー（不動産）やディーン・ウィッター・レイノルズ（証券）を買収し、1980年代にはディスカバー（クレジットカード）を設立した。

クラウド事業がけん引するアマゾンの成長

シアーズは、現在のアマゾンのような存在だった。インターネット登場のはるか前に、有名なシアーズ・カタログを通じてあらゆるものを通信販売した。シアーズもアマゾンも、購入者が店を訪れることなく、米郵便公社のネットワークを利用して全米中どこでも玄関先まで商品を届けた（シアーズは実店舗を持っていたことが結果的にビジネスの足を引っ張ることになった）。

両社の類似性はそれだけだ。アマゾン・ウェブ・サービス（AWS）は、アマゾンの成長の主要なけん引役であり、クラウドコンピューティングで独占的なシェアを持つ。AWSのおかげで、アマゾンはマグニフィセント・セブン（M7）銘柄の仲間入りを果たした。M7は米国株式市場を押し上げているが、その筆頭が半導体大手のエヌビディア<NVDA>だ。

エヌビディア株、その大きな存在の大きさと今後の動き

人気歌手のテイラー・スウィフトが世界中の全てのポップカルチャーに大きな影響を与えているように、エヌビディアは金融の世界で大きな影響力を持つ。エヌビディアの株価は22日、予想を大きく超える好決算を受けて16%急騰し、ブルームバーグのデータによれば時価総額は2300億ドルも増加した。しかし、それまでの株価上昇も記録的なものだ。ブリークリー・ファイナンシャル・グループの最高投資責任者（CIO）、ピーター・ブックバー氏は「エヌビディア株は一つの資産クラスとなった。売上高、利益ともに輝かしい伸びを記録した数年前のアップル<AAPL>株のようなものだ」とリポートに書いている。

ジュリアン・エマニュエル氏が率いるグローバル投資銀行エバーコアISIのエクイティ、デリバティブ、クオンツ戦略チームは、エヌビディアの株価上昇がITバブル時代のハイテク人気銘柄、ネットワーク機器大手シスコシステムズ<CSCO>の株価上昇と驚くほど似ていることに注目した。チームは「2022年10月14日の直近安値からのエヌビディアの株価上昇は、1998年10月7日からのシスコシステムズの株価上昇と重なる。その後、2000年にナスダック総合指数が急落した。オプション市場ではエヌビディアへのFOMO（取り残される不安）の明らかな兆候があり、強気コールは弱気プットより割高で、オプション取引の通常のスキュー（市場の歪み）とは正反対である」と顧客向けレポートで指摘した。

BCAリサーチのチーフ・ストラテジストであるダバル・ジョシ氏は、ITバブル時に一獲千金を狙って大勢がインターネット・ビジネスに殺到した状況が、今の人工知能（AI）ブームと類似性があると見ている。エヌビディアは金採掘用の「ピックとシャベル」にも例えられる半導体を技術革新の道具として提供している。しかし、ジョシ氏は「この例えは正しくない」とインタビューでコメントしてい

る。

ITバブル時の巨額の資本投資が最終的に利益を生んだのは、主に2010年代にスマートフォンが広く普及したことによる「ネットワーク効果」である。ジョシ氏はAIには同様のネットワーク効果はないと見ており、「アマゾンのようなインターネット上の単一カテゴリーの独占企業とは異なり、それぞれの企業は独自仕様のAIを開発するだろう」と話す。

AI関連株以外の投資先

ジョシ氏は、AI関連株のこれまでの大幅な株価上昇を考えると、株価が適正でかつ上昇余地のあるヘルスケアセクターのような他分野を選好する。また、「多くの投資家は米国の株式リターンが他の先進国より高いと考えているが、フランス市場はS&P500指数に代わる興味深い投資対象である」と指摘する。世界最大の高級品ブランド製造・販売会社、LVMH（モエ・ヘネシー・ルイ・ヴィトン）＜LVMUY＞＜MC.フランス＞の会長兼最高経営責任者（CEO）であるベルナール・アルノー氏は、ブルームバーグのビリオネア指数でアマゾン創業者のジェフ・ベゾス氏の1910億ドルを抑えて、1930億ドルで第2位だ。また、LVMHのライバルである仏高級品ブランド、エルメス・インターナショナル＜RMS.フランス＞の株価は史上最高値を付けた。ジョシ氏は、「中国の富裕層が、エルメスのバーキンのハンドバッグが中国の不動産よりも価値が下がらないことに気づいた」と冗談を言う。

NYダウ採用後の株価低迷は今回も繰り返されるのか

アマゾンが権威あるNYダウの構成銘柄に採用されたことは、M7の一角を占めるアマゾンにとっては極めて重要な意味を持つ。しかし、これまでの歴史と同じように、構成銘柄に採用されたことで今後12カ月間、アマゾンの株価は低迷するのだろうか。悪い前例として、顧客情報管理ソフトウェア大手セールスフォース＜CRM＞の株価がある。2020年8月31日に採用されてから12カ月間で2.3%下落した。その間のS&P500指数は31%上昇した。強気派は、エヌビディアがNYダウに採用されなかったことを感謝すべきだ。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

8. エヌビディアとハイテク株だけにとどまらない株価上昇 This Rally Is Bigger Than Nvidia and Tech. Here's What Could End It. 強気の投資家が増えているが、FRBの動向には注意が必要

[米国株式市場]

エヌビディアの好決算を受けて史上最高値を更新

株価を史上最高値に押し上げた猛烈な先週の上昇は、すべて人工知能（AI）に関する過剰な宣伝に基づいていると考えたくなる。しかし宣伝を鵜呑みにしてはいけない。

この株価上昇は21日の取引終了後に発表された半導体大手エヌビディア＜NVDA＞の市場予想を大幅に上回る決算発表に端を発しているのだろうが、このAI関連の大企業以外にも株価上昇の波が広がった。先週は情報技術、ヘルスケア、資本財・サービスの3セクターが最高値を更新し、金融と素材は高値まであと5%足らずだ。半導体（マイクロチップ）よりもコーンチップが売れているコストコ・ホールセール＜COST＞も過去最高値を更新している。



MICHAELA VATCHEVA/BLOOMBERG

主要株価指数を見ると、S&P500指数は週間で1.7%上昇し、5088.80で引けた。年初来の上昇率は約7%に達する。ダウ工業株30種平均は1.3%高の3万9131ドル53セント、ナスダック総合指数は1.4%高の1万5996.82となった。小型株のラッセル2000指数は0.8%下落して2016.69で週末を迎えた。

利下げ期待が後退する中で一部銘柄だけが上昇

Market Snapshot



ブルーチップ・デイリー・トレンド・レポートでチーフ・テクニカル・ストラテジストを務めるラリー・テンタレリ氏は「大きな懸念は、新高値を更新しているのが7銘柄にすぎないことだ。市場の内部で実際に株価上昇を裏付けているものはない」と指摘する。

さらに注目に値するのは、株価上昇のための当初の理由付けが崩れたにもかかわらず、この株高が続いている点だ。10月下旬からの25%の上昇の大半は、米連邦準備制度理事会（FRB）が3月か、遅くとも5月には利下げに踏み切るという見方が前提となっていた。最近のFRB高官の発言は、インフレが持続している兆候とともに、最初の利下げが6月かそれ以降になる可能性を示唆している。今年中に7回もの利下げが実施されるとの期待も薄れつつある。

JPモルガンのストラテジストであるマルコ・コラノビッチ氏は先週、「利下げ期待の大部分が株価に織り込まれなくなったにもかかわらず、株式市場で調整はまったく起こらなかった」と述べ、「現在の市場動向は通常とは異なっている。AIの活用をめぐる現実離れた多様なストーリーが、どれだけ経済全体を押し上げるのかという点には当惑させられる」と付け加えた。

コラノビッチ氏の言うことには一理ある。AIはおそらく、経済全体を短期的に押し上げることはないだろう。ただしAIがあろうとなかろうと、他の経済指標はよく持ちこたえている。例えば、住宅販売は高金利が続いているにもかかわらず回復しているし、企業収益も堅調だ。ファンドストラットによれば、今四半期に決算を発表した企業のうち78%がアナリストの業績予想を超過しており、これは過去の平均を上回っている。

■ 利下げ時期の確認が必要か

先週最大の話題となったのは、AIアプリケーション用半導体のトップメーカーであるエヌビディアだ。2023年第4四半期の売上高は前年同期から3倍超に増加し、2024年第1四半期も同様の売上高が見込まれると発表したことで、株価は22日に16%急騰した。23日には時価総額が一時2兆ドルを超えた。

この決算は、AIの台頭から恩恵を受ける他のハイテク企業の株価を押し上げた。しかし、この結果は、これまで傍観者として新たな買いのタイミングを待っていた新たな投資家を呼び込むことで、市場全体のプラス要因になっている可能性もある。テナタレリ氏は「平均的な投資家は市場の上昇を見て、資金を投入しなければと考える」と指摘する。

個人投資家がさらに強気になっている証拠がある。チャールズ・シュワブが22日に発表した四半期ごとの「アクティブ・トレーダー調査」では、第4四半期の弱気な数値から反転して、2021年の調査開始以来で最も強気なセンチメントが示された。

現時点ではアニマル・スピリッツが相場を押し上げているのかもしれないが、この上昇傾向が続くかどうかは金利の方向性が決めるだろう。CFRAのチーフ・インベストメント・ストラテジスト、サム・ストバル氏は、「市場は上値追いを続けるのだろうか、それとも物色対象が広がるのだろうか。最終的には物色対象が広がると考えているが、その前に、FRBが最初の利下げを第2四半期よりも後に先延ばしすることはないと投資家が確信する必要がある」と書いている。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

9. 初のトータル・マーケット株価指数FTウィルシャー5000に見る金融市場の変遷 [経済政策]

The Wilshire 5000 Was the First Total Market Stock Index.
50周年を迎え、グローバルなインデックスに成長

元NASA研究所職員が考案



ALEXANDER NEMONOV/ AFP VIA GETTY IMAGES

米国の株式市場全体を初めてカバーした株価指数、FTウィルシャー5000（旧ウィルシャー5000指数）が誕生50周年を迎える。あまり知られていない波乱に満ちたその歴史は、金融市場が時代とともにどのように進化してきたか、われわれに教えてくれる。

指数を管理してきたウィルシャー・アソシエイツの創設者は魅力的な人物であり、指数管理会社にはここ数年、そうそうたる企業がオーナーに名を連ねている。

ウィルシャー5000指数は1974年に数字好きのデニス・チトー氏によって創設された。チトー氏は、自身の会社の所在地であるロサンゼルス郊外の高級住宅地サンタモニカの通りの名前（ウィルシャー・ブルバード）を会社（ウィルシャー・アソシエイツ）と株価指数の名称に採用した。ニューヨーク市で生まれ育ったチトー氏は、1964年にレンスラー工科大学で修士号を取得した後、パサデナにある米航空宇宙局（NASA）ジェット推進研究所（JPL）で働くため、カリフォルニア州に移った。1972年にJPLを退職し、数人の同僚とともに、投資パフォーマンスの向上にコンピューター技術を活用するパイオニア的な企業であるウィルシャー・アソシエイツを設立した。ウィルシャーの現社長ジェイソン・シュワルツ氏は「チトーは暇な時間を使って、市場に勝つ方法をコンピューターで解明しようとしていた」と話す。

こうした試みが、米公的年金基金のカリフォルニア州職員退職年金基金（カルパース）を含め、多くの顧客の獲得につながった。チトー氏は極めて裕福になり、2001年には2000万ドルの搭乗料金を払ってロシアの宇宙船ソユーズで国際宇宙ステーション（ISS）へ行く最初の「スペース・ツーリスト」となった。2022年、82歳になったチトー氏は、3番目の妻であるアキコ・チトー氏とともにイーロン・マスク氏のスペースXの月行きのロケットフライトを予約したと発表した。筆者からの接触に対応してはもらえなかったのですが、時期、実現性、費用などは不明だが、この発表で知名度はさらに上がった。

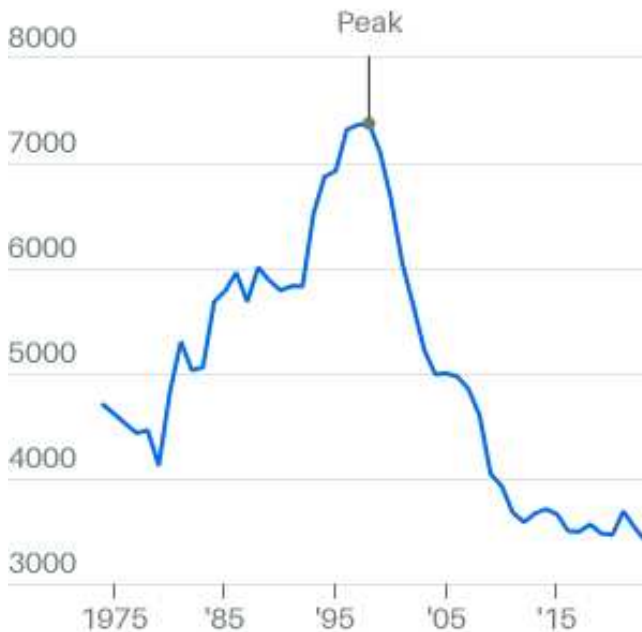
構成銘柄数に見る株式市場の歴史

FTウィルシャー5000は、チトー氏の宇宙旅行ほど派手ではないが、長期にわたり、はるかに大きな影響を与えた。チトー氏は、1974年10月に発表したこの指数を、ウィルシャー・アソシエイツのアドバイザリー・サービスの指標として使用するつもりだった。

ウィルシャー5000指数という初期の名称そのものが巧みなマーケティングの一環だ。発表当時、構成銘柄数は4700にすぎなかったが、ウィルシャー4700よりもウィルシャー5000の方が響きが良いのは確かだ。構成銘柄数の推移はグラフに示した通りだ。1998年の7378銘柄がピークで、2024年1月31日現

The Wilshire Not-Quite-5000

The number of stocks in the index has shrunk since the late 1990s.



Source: Wilshire Indexes

在は過去最低の3392銘柄となっているが、それでもFTウィルシャー5000指数と呼ばれている。構成銘柄数は、M&A（合併や買収）、レバレッジド・バイアウト（LBO）によって市場から消える企業の数が新規株式公開（IPO）やスピノフ（企業の分離・独立）による増加数を上回っているため、減少を続けている。1998年に7000社を超えるまでの増加と、その後の50%を超える減少は、ともに金融市場がどのように変化してきたかを示している。

1992年、バンガードがチトー氏の会社と、ウィルシャー5000指数（当時）を最初の米国トータル・マーケット指数ファンドのベンチマークとして使用する契約を締結した。そのファンドが運用資産1兆5000億ドルを擁する米国最大のミューチュアルファンドに成長したことが、市場の変化を示すもう一つの例だ。

2004年4月にダウ・ジョーンズが指数の運営を引き継ぎ、ダウ・ジョーンズ・ウィルシャー50

00インデックスとなったが、2009年3月31日、ダウ・ジョーンズとウィルシャーの提携解消に伴い、ウィルシャー5000指数に戻った。本誌の親会社ダウ・ジョーンズは、提携およびその解消に至った経緯に関する説明を控えている。また、ウィルシャーの現経営陣は関知していないという。

2005年、金融業界にさらなる変化が起きた。資産運用大手バンガードはウィルシャー5000指数を捨て、モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル（MSCI）のトータル・マーケット指数の使用を開始した。MSCIがほかにも、バンガードが他のインデックスファンドでベンチマークとして使用できる多くの指数を提供していたことがその理由だ（2013年以降、バンガードは市場データのプロバイダー、センター・フォー・リサーチ・イン・セキュリティ・プライシズ（CRSP）が算出するCRSP米国トータル・マーケット・インデックスを使用している）。

一方、ウィルシャーは知名度でS&P500指数、ナスダック総合指数、およびラッセルの各種指数に押され、他のトータル・マーケット・インデックスに市場シェアを奪われた。

国際的指数へ飛躍

その後大きな変化が訪れた。2021年、チトー氏はウィルシャー・アソシエイツをプライベートエクイティ・ファンド2社に売却した（売却価格は非公開）。ウィルシャー・インデックスの現在の最高経営責任者（CEO）マーク・メークピース氏は、チトー氏同様、多彩な経歴の持ち主だ。英国人で、1995年に金融データ会社のFTSEインターナショナル（現FTSEラッセル）を設立し、世界最大のインデックス開発会社に育て上げた人物だ。メークピース氏は筆者に対して、ウィルシャー5000指数という名称は資産として十分に活用されていないと語った。メークピース氏は英国のフィナンシャル・タイムズ（FT）とすかさず取引を行い、ウィルシャー5000指数をFTウィルシャー5000に改名した。

昨年3月、ウィルシャーはインデックス事業をスピンオフした。現在、ウィルシャー・インデックスの株主には、ウィルシャー・アソシエイツを買収したプライベートエクイティ企業2社に加え、フィナンシャル・タイムズ、シンガポール証券取引所（SGX）、日本経済新聞、およびメークピース氏自身が名を連ねている。

メークピース氏のリーダーシップの下、ウィルシャー・インデックスはグローバル・エクイティ・インデックス・シリーズと一連の分野別インデックスを立ち上げたが、そのすべての名称に「FTウィルシャー」を冠している。こうして、かつては米国市場限定の指標であった「ウィルシャー5000」は、イノベーションと巧みなプロモーションによって、今や国際的なブランドとなった。

執筆者のアラン・スローン氏は経済ジャーナリスト最高の栄誉であるロブ・アワードを7回受賞したフリーランスの経済記者。

By Allan Sloan
(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]

M&A Has Been Downhill Since 2021. Recent Deals Stir Hope of a Revival.
大型買収が続き、低迷するM&Aに春が到来か

2021年以降は下り坂だった



ILLUSTRATION BY ELIAS STEIN

M&Aは復活したのだろうか。2月20日に2024年最大のM&A取引が明らかとなり、そのように思われた。米銀行持ち株会社キャピタル・ワン・ファイナンシャル<COF>がクレジットカード大手のディスカバー・ファイナンシャル・サービス<DFS>を350億ドルで買収することで合意した。続いて、小売り大手ウォルマート<WMT>がスマートテレビメーカーのビジオ・ホールディング<VZIO>を23億ドルで買収することを明らかにした。さらに金融持ち株会社トゥルーイスト・ファイナンシャル<TFC>が保有していた保険ブローカー事業

を、米プライベート・エクイティ投資会社のストーン・ポイント・キャピタルと同業のクレイトン・デュビリエ&ライスは率いる投資グループに、企業価値を155億ドルとして売却することに合意した。

しかし、晴れたからといって冬が終わるわけではない。確かに、金融情報サービスのディールロジックによると、2024年の見通しは今のところ2023年に比べて明るいようだ。年初来では米国国内のM&A取引として1051件、金額にして約2900億ドルの取引案件が公表された。前年同期はわずか1256億ドルだった。また、グローバルでのM&A取引は年初来4550億ドルであり、前年同期を57%上回る。

M&A取引は新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）後の2021年がピークで、年初からこ

の時期までに国内M&A取引は3120億ドル、年間ベースで6兆1000億ドルを記録したが、それ以降は下り坂だった。金利上昇とリセッション（景気後退）懸念がM&A取引を抑制してきた。しかし、現在は利下げ期待が根強い。

米国経済の先行きへの不透明感はなかなか消えない。そしてバイデン政権は大型M&A取引の細部まで調査している。米連邦取引委員会（FTC）と複数の州は、スーパーマーケットチェーン大手クロージャー<KR>と食品スーパーやドラッグストアを展開するアルバートソンズ<ACI>との246億ドルでの合併を阻止するため、早ければ今週中にも差し止め訴訟を起こす可能性がある。アナリストは、キャピタル・ワンとディスカバーが反トラスト法に直面する可能性を指摘しており、また日本製鉄<5401>による米鉄鋼大手USスチール<X>の140億ドルの買収にも疑問が残る。投資銀行のM&A担当者はボーナスを期待するべきではない。

先週の出来事

Green Shoots?

The year has seen a number of major M&A deals. Here are the top five.

Buyer	Target	Price (billion)
Capital One Financial	Discover Financial Services	\$35.0
Synopsys	Ansys	34.1
Diamondback Energy	Endeavour Energy Partners	26.0
Hewlett Packard Enterprises	Juniper Networks	14.0
BlackRock	Global Infrastructure	12.5

Source: Dealogic

株式市場

中国では10日から旧暦の新年が始まった。対中直接投資は1990年代の水準まで落ち込み、中国金融当局は住宅ローン金利を過去最大の幅で引き下げた。米国株式市場は19日の大統領記念日の祝日休場後にまちまちであったが、半導体大手エヌビディア<NVDA>の決算発表が主要株価指数を押し上げた。取引日数は少ないが週間ではダウ工業株30種平均（NYダウ）は1.3%上昇、S&P500指数は1.7%上昇し共に史上最高値を更新、ナスダック総合指数は1.4%上昇した。日経平均株価も34年ぶりに史上最高値を更新した。

企業動向

米格安航空会社ジェットブルー・エアウェイズ<JBLU>は、アクティビスト（物言う株主）として知られるカール・アイカーン氏が求めた2名の取締役就任で合意した。ホームセンターチェーン大手のホーム・デポ<HD>の2023年第4四半期決算は5期連続で売上高が減少した。英金融大手HSBCホールディングス<HSBA>の2023年通期決算は中国に保有する銀行の株式減損および商業用不動産向け不良債権に関連して30億ドルの費用を計上し、過去最高益更新の汚点となった。ウォルマートの第4四半期決算は予想を上回ったが、2024年のガイダンスは慎重だった。メディア大手のワーナー・ブラザー

ス・ディスカバリー<WBD>は、ケーブルテレビとスタジオ部門の不調により売上高が市場予想を下回った。エヌビディアは四半期売上高が前年同期比3倍となる大幅増収・増益決算を発表し、時価総額が3000億ドル近く増加して、23日の朝には一時2兆ドル超となり、その後下落した。米航空宇宙企業のインテュイティブ・マシーンズ<LUNR>が50年ぶりに米国の宇宙船を月面に着陸させた。

M&A（合併・買収）等

- ・米銀行持ち株会社キャピタル・ワン・ファイナンシャルがクレジットカード大手のディスカバー・ファイナンシャル・サービスズを350億ドルで買収することで合意した。全額株式交換による取引であり規制当局の注目を集める可能性がある。
- ・ウォルマートはスマートテレビメーカーのビジオ・ホールディングを23億ドルで買収する旨を明らかにした。
- ・金融持ち株会社トゥルーイスト・ファイナンシャルは、保有していた保険ブローカー事業に関して未売却であった80%について、米プライベート・エクイティ投資会社のクレイトン・デュブリエ&ライズが率いる投資グループに、125億ドルの現金取引で売却することに合意した。

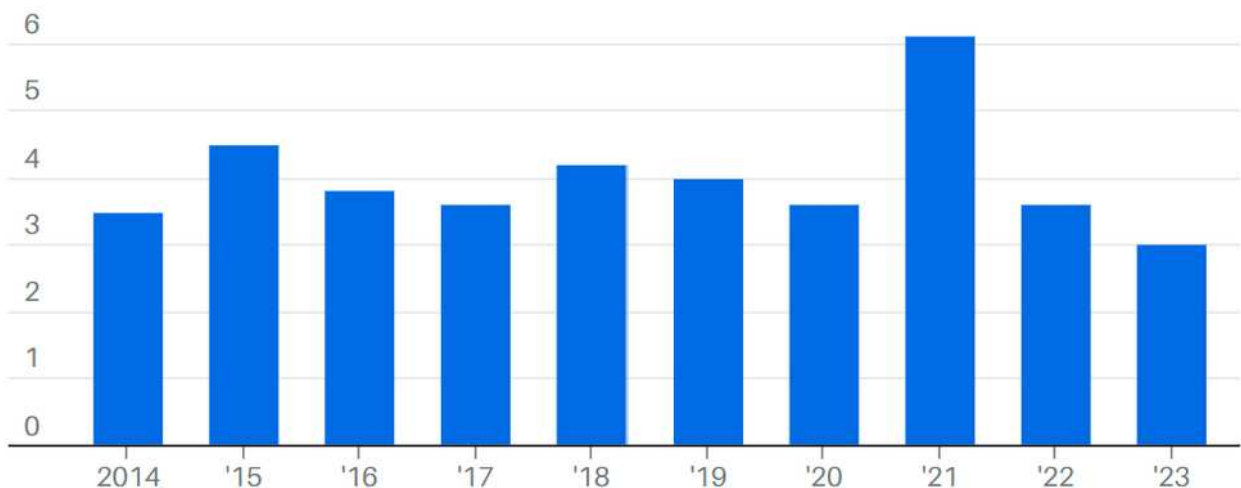
今週の予定

Catching the Wave

Mergers and acquisitions, like ^Lfinancial markets, are cyclical. ^LBut predicting turns is difficult.

Total Global M&A Volume

\$7 trillion



Source: Dealogic

2月26日（月）

寄り付き前に、ダウ工業株30種平均（NYダウ）の構成銘柄として、新たにアマゾン・ドット・コム<AMZN>を組み入れ、代わりにドラッグストアチェーン大手ウォルグリーン・ブーツ・アライアンス<WBA>を除外する。

2月27日（火）

S&Pコアロジックが12月のケース・シラー住宅価格指数を発表。ファクトセットによると、主要20都

市圏の住宅価格は前年同月比6.3%上昇したと推定され、11月の上昇率5.4%から加速。

2月28日（水）

クラウドサービスのセールスフォース・ドットコム<CRM>、小売り大手のTJXコス<TJX>、データ・クラウド企業のスノーフレーク<SNOW>、中国のインターネット検索大手バイドゥ（百度）<BIDU>、メディア大手のパラマウント・グローバル<PARA>、人工知能（AI）ソフトウェアのシースリーエーアイ（C3.ai）<AI>、ID管理サービスのオクタ<OKTA>、ITサービス大手のヒューレット・パッカード・エンタープライズ<HPE>、パソコン・プリンターメーカーのHP<HPQ>が四半期決算を発表する。

2月29日（木）

米商務省経済分析局（BEA）が2024年1月の個人消費支出（PCE）指数を発表する。ファクトセットが集計したコンセンサス予想によると、PCEは前年同月比2.4%の上昇（2023年12月は2.6%上昇）。また変動の大きい食品とエネルギーを除いたコアPCEは前年同月比で2.8%上昇の予想（2023年12月は2.9%上昇）。米連邦準備制度理事会（FRB）高官は、利下げを開始するにはコア指標上昇率が安定的に目標の2%に向かうことが必要と述べている。

By Janet H. Cho
(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』 2024/02/25

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 © 2024 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます