

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2024/03/10

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIIJI PRESS



DOW JONES

- 1. 株式市場は上昇を続けるのか? - Will the Stock Market Keep Going Up?** [カバーストーリー]
上昇要因は利下げ期待から堅調な経済成長へ P.1
- 2. 最適なファイナンシャルアドバイザーは近くにいるとは限らない - The Best Financial Advisor for You Might Not Be Local** [フィーチャー]
サービスのオンライン化は加速するのか P.5
- 3. 持続困難なバリュエーションに達した幾つかの銘柄 - Certain Stocks Hit Valuations That Will Be Hard to Sustain** [フィーチャー]
非GAAP収益を重視する企業のPERは見た目よりも高い P.10
- 4. 資産運用大手バンガードがCEO退任を突然発表、その影響は - Vanguard CEO's Surprise Exit Raises Big Questions for the Investment Giant** [フィーチャー]
後任CEOの役割は重要 P.14
- 5. 金利は徐々に低下すると予想 - Interest Rates Will Do a 'Slow Dance Downward,' This Economist Predicts** [インタビュー]
JPモルガン・アセット・マネジメントのケリー氏に聞く P.17
- 6. 株式市場の先導役が交代 - The Stock Market's Great Reshuffling.** [米国株式市場]
時価総額の順位入れ替わりが示す企業の盛衰 P.21
- 7. ビットコインの公正価値を考える - What Is Bitcoin Really Worth? 5 Ways to Value the Cryptocurrency.** [投資戦略]
五つの評価方法 P.23
- 8. 金スポット価格が2200ドル目前、金鉱株にも期待 - Gold Has Broken Through. The Miners Could Be Next** [コラム]
利下げが上昇のきっかけになるか P.25
- 9. AIの追い風に乗るSAP - AI Is Remaking the Legacy Tech Business. Just Look at SAP.** [ハイテク]
膨大な企業情報にアクセスできることが大きな強み P.27
- 10. 先週の出来事と今週の予定 - Why We Should Cool Down the Rhetoric Over AI** [経済関連スケジュール]
生成AIを巡る議論はクールダウンを P.29

※当誌は、株式会社時事通信社がライセンスに基づき Dow Jones & Company, Inc. の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。
※当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等により作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。
※記事中の株式やファンドの価格は、米バロンズ編集部による記事執筆時点の値である場合があります。

1. 株式市場は上昇を続けるのか？

Will the Stock Market Keep Going Up?
上昇要因は利下げ期待から堅調な経済成長へ

[カバーストーリー]

S&P500均等加重指数に注目



ILLUSTRATION BY CARL GODFREY

投資家が自らに言い聞かせるストーリーの変化に伴い、最も大幅に上昇する銘柄も変わりつつある。しかし、依然として強気相場であることは変わらない。

確かに、2020年3月以降、S&P500指数は約130%上昇して過去最高値に達しており、今後12カ月の予想利益に基づく株価収益率（PER）は21倍で割安とは言えない。過去1年間の株価上昇は、わずか7銘柄の「マグニフィセント・セブン（M7）」（アップル<AAPL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、グーグルの親会

社アルファベット<GOOGL>、メタ<META>（旧フェイスブック）、マイクロソフト<MSFT>、半導体大手エヌビディア<NVDA>、電気自動車（EV）メーカーのテスラ<TSLA>）のアウトパフォームによる部分が多い。さらに、今ではウォール街の誰もが、米連邦準備制度理事会（FRB）はインフレ率が十分に落ち着いたと確信するまで利下げを先延ばしすると知っている。

こうした要因などにより、市場は短期的な調整（10%の下落と定義される）に対して脆弱（ぜいじゃく）になっている。1929年以降、株式市場は平均で年1回の調整を経験しており、とっくに次の調整が起きていてもおかしくない。

もし調整が起きれば買い場になるだろう。株価上昇が続くという見解の最大の根拠は、もはやFRBの利下げではなく、堅調な経済見通しにある。景気が良ければ、より多くの企業の利益成長が一段と加速し、上昇相場の裾野は広がる。モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントのポートフォリオマネジャー、アンドリュー・スリモン氏は「好調な経済は企業利益にとってプラスである。それが全てだ」と語る。

景気減速の兆しはほとんど見られない。2023年の米国の実質GDP（国内総生産）成長率は2.5%となり、リセッション（景気後退）や、本格的な銀行危機などのさらに悪い事態を予想していた懐疑派を沈黙させた。ブルームバーグが追跡しているエコノミストのコンセンサス予想に基づく、今年のGDP成長率は2.1%となり、2025年は1.7%に低下する見込みだ。

しかし、エコノミストは米国経済の堅調さを依然として過小評価している可能性がある。実際の米国経済指標とコンセンサス予想の乖離（かいり）を測定するシティ・エコノミック・サプライズ指数は、今年初めから安定的に上昇しており、経済のパフォーマンスが予想を超過し続けていることを示唆している。

企業利益も大幅な成長が見込まれる。ウォール街のアナリストは、今年のS&P500指数構成企業の利益

成長率を11%と予想している（2023年はわずか2%）。来年の利益成長率のコンセンサス予想は13%で、弱気相場ではほとんどあり得ない水準だ。

近年、投資家は特に大規模な企業ばかりを評価しており、M7の並外れた上昇につながっている。実際、M7の2023年の利益成長率はS&P500指数構成企業の平均をはるかに上回っており、昨年のS&P500指数の上昇率（24%）の3分の2以上はM7によるものだ。

M7は人工知能（AI）やクラウドコンピューティングなどの未来の技術に関して世界の先頭に立っており、今後の利益成長の余地は大きい。しかし、今年は経済成長によって他の企業の収益力も向上し、M7のリードは小さくなる可能性がある。アナリストはM7とそれ以外の「S&P493」の利益成長率が第4四半期には等しくなると予想している。さらに、AIなどの技術は、いずれはマイクロソフト、エヌビディアやそれに類する企業以外にも利益をもたらす。その中にはバリュエーションが割安な企業も含まれる。

最高のパフォーマンスを上げる銘柄とそれ以外の銘柄の間でバリュエーションのミスマッチが生じていることを考えると、現在は景気上昇の恩恵を受ける割安な部分に目を向ける好機だろう。例えば、景気循環の影響をより受けやすく、バリュー志向の強い銘柄や、資本財、エネルギー、金融などのセクターだ。投資銀行スタイフェルのチーフ株式ストラテジスト、バリー・バニスター氏は「堅調な経済と根強いインフレは、割高な一部の超大型グロース株の株価がピークに達し、上昇相場の裾野が広がることを意味する」と語る。

このテーマに投資する手段の一つはS&P500均等加重指数だ。この指数は、その名の通り、S&P500指数の全ての構成企業のウエートを均等に設定している。通常のS&P500指数は時価総額加重型であるため、時価総額が特に大きい銘柄が有利になる。上場投資信託（ETF）のインベスコS&P500イコール・ウエートETF<RSP>は、過去12カ月でわずか13%しか上昇しておらず、S&P500指数に対して大幅なアンダーパフォームとなっている。それでも均等加重指数は3月7日に過去最高値を付けた。均等加重指数がS&P500指数を直近でアウトパフォームしたのは、金利上昇が超大型グロース株の足かせとなっていた2022年だ。

S&P500指数の最上部でもシャッフルが起きている。マイクロソフトがS&P500指数の中で時価総額最大となり、エヌビディアが3位に上昇し、テスラはトップ10から完全に外れた。現在はウォーレン・バフェット氏率いるパークシャー・ハサウェイ<BRK.A>が第7位となっている。

懸念材料はあるが、経済は持ちこたえる見込み

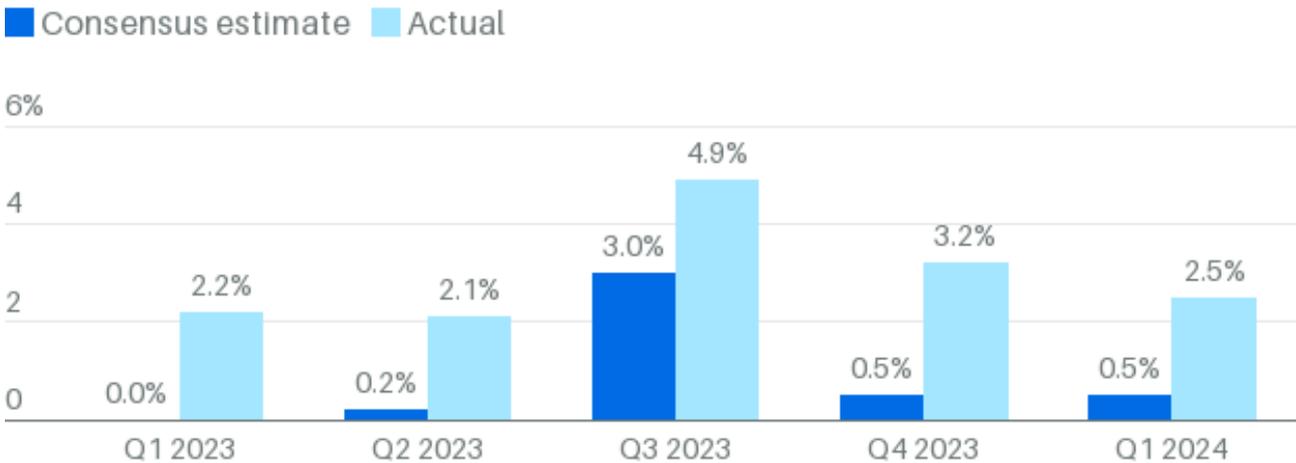
人気銘柄の交代は市場を脆弱にする可能性がある。特に長期の株価上昇の後はおさらだ。ドイツ銀行のジム・リード氏によると、S&P500指数は3月1日時点で過去18週間のうち16週で上昇しているが、これは53年ぶりのことだ。この事実だけでは反落が近いことにはならないが、今後数週間で株価下落のきっかけになり得る材料が複数発表される。

3月12日に発表予定の2月の米消費者物価指数（CPI）はその一つだ。1月のインフレ率は予想を上回っており、それに続いてインフレの過熱を示すデータが報告された場合、FRBは利下げの計画を再度考え直すことを強いられ、最初の利下げを下半期に延期するとみられる。債券利回りは急上昇し、割高な株式の重荷となる可能性がある。直近の10年物米国債利回りは4.1%で、2月半ばの4.3%や昨年10月

Look on the Bright Side

Economists have been too pessimistic about U.S. economic growth.

Change in U.S. real GDP, seasonally adjusted annualized rate



Note: First-quarter 2024 Actual is Atlanta Federal Reserve GDPNow forecast; estimate as of first day of each quarter.

Sources: Bloomberg, Bureau of Economic Analysis

下旬の約5%から低下している。

UBSアセット・マネジメントのマルチアセット戦略責任者、エバン・ブラウン氏は「リスクのバランスは利回りが上昇する方向に偏っている。しかし、利回りの急上昇が株式のバリュエーションにとって目先の逆風になったとしても、経済は好調な状態にあり、利回りの上昇に耐えられるだろう」と語る。

CMEグループのフェドウォッチによると、フェデラルファンド（FF）金利先物市場は現在、FRBが連邦公開市場委員会（FOMC）の6月会合から利下げを開始し、2024年中に0.25%の利下げを4回実施することを織り込んでいる。これは年初に市場が織り込んでいた回数より2回少ないが、直近の昨年12月に発表されたFOMC参加者の予想の中央値に比べて利下げ幅が0.25%ポイント大きい。

FRBは利下げを実質的に保留しており、最近の経済指標からは、経済が金融緩和政策による後押しを必要としていることはほとんど読み取れない。失業率は引き続き過去最低に近い水準にあり、雇用は依然として堅調で、賃金も上昇しており、個人消費の持続を後押ししている。さらに、財政政策も依然として緩和的で、連邦政府は2024年9月末に終了する財政年度の財政赤字をGDP比約5%の1兆5000億ドルと予想している。企業利益は過去最高水準にある。

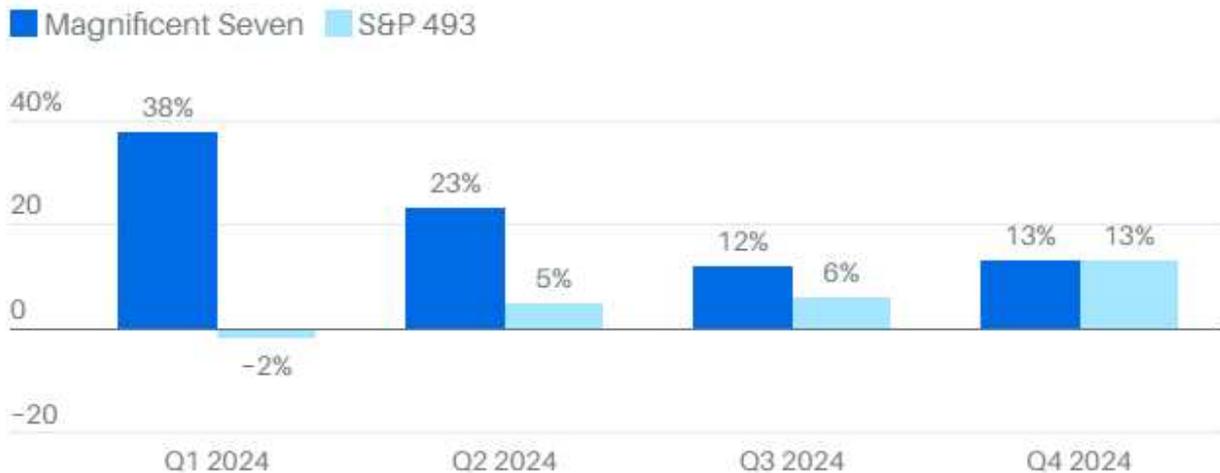
調査会社ヤルデニ・リサーチのエドワード・ヤルデニ社長は「FRBが、自らが言う通り本当にデータに依拠しているならば、利下げをする理由は全くない。生産性の伸びさえも回復しており、FF金利が高水準でも経済成長が続く可能性を示唆している」と語る。

景気敏感セクターを選好

Balancing Out

Earnings growth of the Magnificent Seven and the rest of the S&P 500 should be equal by the end of the year.

Y/Y EPS Growth Consensus Estimate



Sources: FactSet, BofA Securities

しかし、株式市場の割高なバリュエーションはどうだろうか。S&P500指数は、ビーオブエー・セキュリティーズの米国株式・クオンツ戦略担当責任者、サビタ・スブラマニアン氏が追跡する20の指標のうち19で平均より割高となっている。現在の実績PERは過去全体で上位5%の水準にある。S&P500指数の予想PERの長期平均が16倍であるのに対し、現在は21倍だ。

しかし、スブラマニアン氏は、少なくとも短期的にバリュエーションが株価の上昇や下落のきっかけになることはないとする。さらに、企業利益の改善、利益率の上昇、S&P500指数構成企業の構造的な変化が相まって、過去平均を上回るPERが下支えされる可能性があるという。

スブラマニアン氏は「40年前、S&P500指数の約70%は、製造業、金融、不動産などの資産集約的なセクターに属する銘柄だった。現在は50%がテクノロジーやヘルスケアを中心とするアセットライトなイノベーション志向の銘柄だ。これは全体的なバリュエーションを再考する理由になる」と語る。

スブラマニアン氏は3月4日に、S&P500指数の年末の目標値を5000から5400へ引き上げた。これは7日の5157から4.7%の上昇、通年で13%の上昇を意味する。スブラマニアン氏は、目先あるいは11月の大統領選前後に反落の可能性があるが、すぐに押し目買いが入ると予想している。

投資運用会社リチャード・バーンスタイン・アドバイザーズのリチャード・バーンスタイン最高経営責任者（CEO）兼最高投資責任者（CIO）は、今年は現在の市場リーダー以外の株価が大幅に上昇する可能性があるとしてみている。バーンスタイン氏は「景気がさらに堅調になり、FRBが金利を維持した場合、S&P500指数はそれほど上昇しない。しかし、株式市場では非常に大規模な乗り換えが起き、投資資金はM7から別のカテゴリーへ移動するだろう」と語る。

バーンスタイン氏は小型株と、資本財をはじめとする景気敏感セクターを選好している。これらの銘柄は、さらなる経済成長だけでなく、インフラ、エネルギー移行、サプライチェーン（供給網）のリショアリング（国内または近隣国への回帰）に向けた政府と企業の多額の支出による恩恵を受ける。

スタイフェルのバニスター氏も、銀行、エネルギー、輸送などの景気敏感セクターへのエクスポージャーを増やすことを推奨する。JPモルガン・チェース<JPM>やウェルズ・ファーゴ<WFC>などの米国の大型銀行株は52週高値を付けている。S&P500指数の資本財セクターの構成銘柄は過去1カ月で7%上昇している。

投資運用会社ブリッジズ・インベストメント・マネジメントのエドソン・ブリッジズ氏は、大型株よりバリュエーションが低い中小型株の投資機会を探している。ブリッジズ氏が特に見通しを好感しているのは、自動車オークション運営会社コパート<CPRT>と、制服およびオフィス清掃機器のサプライヤーであるシンタス<CTAS>だ。ブリッジズ氏は「バリュエーション格差が非常に拡大しているため、割安な銘柄のリターンが大きくなる可能性が高い。こうした銘柄の中には、収益性と競争優位性が高い企業が依然として数多く存在する」と語る。

投資顧問会社トゥルイスト・アドバイザー・サービスのキース・ラーナー共同CIOは、ハイテクセクターが最近の株価上昇によって割高に見えても、これらの銘柄に背を向けていない。またラーナー氏は、堅調な経済と労働市場によって家計のバランスシートと消費が引き続き下支えされることを根拠に、金融と一般消費財セクターの銘柄も推奨している。

米国の株価指数は過去最高値を付け、バリュエーションは割高に見え、市場を先導する銘柄は減っている。そのような状況では、たとえ約6兆ドルの待機資金があっても、投資家が目先の株価上昇見通しに懐疑的になるのは無理もない。さらに、地政学的リスクや、米大統領選を巡る混乱の可能性も加わる。

しかし、経済にとって良いニュースは市場にとっても良いニュースになっており、企業のファンダメンタルズは市場のけん引役に戻っている。これは、投資を継続し、強気であり続けるのに十分過ぎる理由だ。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

2. 最適なファイナンシャルアドバイザーは近くにいるとは限らない

[フィーチャー]

The Best Financial Advisor for You Might Not Be Local

サービスのオンライン化は加速するのか

デジタル化とコロナ禍で進んだファイナンシャル・アドバイス・サービスのオンライン化

ミシガン州ロチェスターのファイナンシャルアドバイザー、コリン・オーバーウェグ氏は、アドバイズ・ウェルスを6年前に設立し、109人の顧客のために1700万ドルを資産運用している。顧客や見込み客と直接会うことのないインターネット専門の会社だ。オーバーウェグ氏は「たとえ顧客が同じ通り沿いに住んでいたとしても、ビジネスのために直接会うことはない」と話す。顧客の35%はミシガン



ILLUSTRATION BY ROSIE BARKER

州に、35%はカリフォルニア州に、残りはその他の15州にいる。アドバイズ・ウェルスはTikTok（ティックトック）とインスタグラムに400本以上の動画を投稿しており、見込み客のほとんどはソーシャルメディア経由だ。

デジタル化の進歩が可能にし、コロナ禍によって加速されたこのトレンドは、顧客にもファイナンシャルアドバイザーにも新たな可能性をもたらしている。「ズーム」「スカイプ」「グーグル・ミート」のようなビデオ会議ツール、

「ドキュサイン」のような電子署名ソフトウェア

はどこでも使える。高セキュリティのファイル共有サービスにより、信託や財産に関する文書を安全に交換することができる。また、口座集約（アカウント・アグリゲーション）ソフトウェアによって、ファイナンシャルアドバイザーとその顧客は同時に、それぞれのコンピューター画面上で財務状況を包括的に見ることができる。

バージニア州リッチモンドにある資産12億ドルのファイナンシャルアドバイザー会社、サロモン&ラドウィンの社長であるダン・ラドウィン氏は「コロナ禍の間、顧客はオンラインでのアドバイスを受け入れざるを得なかったため、こちらもオンラインを推進しやすくなった。今では、ここから1マイルしか離れていない所に住んでいながら、来店しない顧客もいる」と話す。

マサチューセッツ州オスタービルで顧客とファイナンシャルアドバイザーをつなぐ業務を手掛けるウエルスランプの最高経営責任者（CEO）であるパメラ・クルーガー氏は、「コロナ禍が顧客のオンライン・アドバイスに対する考え方を大きく変えた」と話す。以前は、自分の地域以外のファイナンシャルアドバイザーと仕事することに抵抗がないと回答していた顧客は約30%だったが、今では70%になっているという。

オンラインの利点

クルーガー氏は「オンラインでファイナンシャルアドバイザーを雇う大きな利点は、低い手数料に加えて、個人のニーズに合う最適なアドバイザーを見つけられる可能性があることだ。自分の住んでいる地域に、特別な要求を満たすための専門家、インパクト投資の専門家、あるいはプロスポーツ選手向けの専門家のアドバイザーがいるとは限らない」と説明する。

顧客とファイナンシャルアドバイザーをマッチングする会社、コンパリゾン・アドバイザーのショーン・カノニカ氏によると、オンライン・アドバイスを最も受け入れているのは若い世代だが、高齢者でも、例えば車を運転しなくなった人や免疫力が低下した人などは、オンライン・アドバイスを受け入れているという。

モルガン・スタンレーの「バーチャル・エンゲージメント・アソシエイト」プログラムは、ファイナンシャルアドバイザーがオンラインで別のアドバイザーに業務を支援してもらうことができる取り組みの一例だ。同社のウェルス・マネジメントの責任者を務めるジェド・フィン氏は「入社間もない社員が、デジタル・マーケティングのサポートやプランニング作成でベテランのファイナンシャルアド

Considering a Long-Distance Relationship With Your Financial Advisor?

PROS

Saves time traveling to and from the firm's office.

Allows you to consider many more advisors, improving the odds you'll find someone with the specific expertise you need.

A remote-only advisor might charge lower fees.

CONS

Requires comfort with technology and familiarity with online video conferencing.

You might prefer to discuss highly personal topics in person.

Seeing an advisor's office and staff can provide comfort you're dealing with a well-run practice.

バイザーをオンラインでサポートしている。また、オンラインのサポートチームでは、例えば、1人が育児休暇に入った場合など、他のメンバーが代わることで業務を滞りなく進めることができる」と説明する。

対面の重要性、オンラインはどこまで普及するか

ウォール街の大手企業に勤務していたジム・デンホルム氏は2017年、テキサス州オースティンにアイアンブリッジ・プライベート・ウェルスを設立した。3億ドルの資産を管理するアイアンブリッジは、全米の顧客にサービスを提供するためにリモート機能を備えている。デンホルム氏は、「私たちは、顧客が全米のどこにいても、対面でも、オンラインでもアドバイスをを行うことができる。すべての顧客の希望に対応することが重要だ」と語る。

デンホルム氏は、「ビジネスの話をしないランチやコーヒー、ディナーであっても、少なくとも1、2年に一度は直接顧客に会うことが重要だと感じている。仕事抜きで会うことは、ファイナンシャルアドバイザーと顧客の結びつきを強める。それ以外のことはすべてオンラインでできる」と話す。

デンホルム氏はオンライン・アドバイスが受け入れられつつあることで、競争が激化すると考えている。「しかし、競争の激化よりもビジネスチャンス拡大のメリットの方がはるかに大きい」と言う。

ウェルズ・ファーゴ・アドバイザーズでは、オンライン・アドバイスは以前より一般的になっている。しかし、同社のファイナンシャルアドバイザーの間では意見が分かれる。対面を好むアドバイザーは、特に顧客が大きな決断を迫られているときには、同じ部屋にいたいと考えている。また、新規顧客を開拓する事業開発の分野では、比較的大きな顧客をオンラインでは獲得できない。同社のユニット・マネージャーのソル・ギンディ氏は「大口顧客や洗練された顧客との大きな商談のほとんどは、今でも直接会って行っている」と言う。

ウェルズ・ファーゴ・アドバイザーズは、ファイナンシャルアドバイザーがリモートでビジネスを展

Heads of State

Here are the No.1-ranked advisors from each state plus the District of Columbia

Advisor	Firm	State	Team Assets (million)
Michael Warr	Morgan Stanley Private Wealth Management	Ala.	\$4,373
Ryan Callaway	Ameriprise Financial	Alaska	1,330
Charlie Maxwell	Cresset	Ariz.	39,596
Joseph Young	Merrill Wealth Management	Ark.	881
Mark T. Curtis	Morgan Stanley Graystone Consulting	Calif.	296,349
Shawn Fowler	Morgan Stanley Private Wealth Management	Colo.	14,226
Jeff Erdmann	Merrill Private Wealth Management	Conn.	12,023
Kimberlee Orth	Ameriprise Financial	Del.	2,870
Marvin McIntyre	Morgan Stanley Private Wealth Management	D.C.	5,698
Brian Pfeifler	Morgan Stanley Private Wealth Management	Fla.	12,257
Robert Balentine	Balentine	Ga.	7,153
Matthew Megorden	UBS Wealth Management	Hawaii	949
Robert Brian King	RBC Wealth Management	Idaho	1,032
Paul Tashima	UBS Private Wealth Management	Ill.	36,763
John Cate	Merrill Wealth Management	Ind.	21,683
Bryan Boesen	Morgan Stanley Wealth Management	Iowa	2,236
Brenna Saunders	Creative Planning	Kan.	2,885
William Watson	Ameriprise Financial	Ky.	1,846
Curtis Eustis	Merrill Private Wealth Management	La.	1,795
Brian Clement	RBC Wealth Management	Maine	773
Kent Pearce	Merrill Wealth Management	Md.	2,596
Raj Sharma	Merrill Private Wealth Management	Mass.	5,914
Charles C. Zhang	Zhang Financial	Mich.	5,531

開することを積極的に奨励も、抑制もしていない、とギンディ氏は言う。ウェルズ・ファーゴ・アドバイザーズは全米50州に存在し、親会社のウェルズ・ファーゴ<WFC>には4000以上のリテール銀行の支店がある。支店の銀行員がウェルス・マネジメントを必要としそうな顧客を見つけたら、同じ地域のアドバイザーを紹介することができる。ギンディ氏は「当社のファイナンシャルアドバイザーの多くは、実際のところ自分の地域で活動することを好む」と話す。

フィン氏は「オンライン・アドバイスの普及を阻害するもう一つの要因は、メンターシップに関するものだ。オンラインであれば自宅でも車でもカフェでも働くことが可能だ。しかし、ファイナンシャルアドバイザーが成功するための対面でのトレーニングを提供することはできない。当社は完全なりモート・オフィスにするつもりはない。実際、より多くの人々がオフィスに戻ってきている。なぜなら

ベテラン社員からのメンターシップが必要だからだ」と話す。

オンラインでのファイナンシャル・アドバイス・サービスはどの程度普及するのだろうか。ラドウィンは「これまでオンラインで獲得した新規顧客はわずかだが、まだ始まったばかりだ」と話す。

参考資料

Robert Metcalf	UBS Private Wealth Management	Minn.	3,995
Melanie Dowell	Morgan Stanley Wealth Management	Miss.	1,888
Matt Bret	UBS Wealth Management	Mo.	3,911
James B. Stack	Stack Financial Management	Mont.	1,766
Jim Siemonsma	Mariner Wealth Advisors	Neb.	2,378
Randy Garcia	The Investment Counsel Co.	Nev.	1,615
Sean Doyle	Merrill Wealth Management	N.H.	844
David Briegs	Merrill Wealth Management	N.J.	2,274
Michael Stevens	Merrill Wealth Management	N.M.	1,489
Lyon Polk	Morgan Stanley Private Wealth Management	N.Y.	39,813
Mitchell Wickham	UBS Private Wealth Management	N.C.	18,674
Troy Nelson	Edward Jones	N.D.	946
Valerie Newell	Mariner Wealth Advisors	Ohio	5,385
Matthew Monger	Merrill Wealth Management	Okla.	950
Rebecca DeCesaro	J.P. Morgan Wealth Management	Ore.	2,193
Rob Thomas	Mariner Wealth Advisors	Pa.	2,928
Malcolm Makin	Professional Planning Group	R.I.	1,592
Rick Migliore	Merrill Private Wealth Management	S.C.	9,282
David Hillard	RBC Wealth Management	S.D.	1,573
John Montgomery	Rockefeller Capital Management	Tenn.	1,681
Richard Szalc	Neuberger Berman	Texas	2,435
Jeff Roundy	Merrill Wealth Management	Utah	1,671
Tim Stotz	Morgan Stanley Wealth Management	Vt.	2,406
Joseph Montgomery	The Optimal Service Group Wells Fargo Advisors	Va.	34,982
Phil Scott	J.P. Morgan Wealth Management	Wash.	2,560
Christopher Hall	Hall Financial Advisors	W.Va.	1,387
Michael Klein	Baird	Wis.	13,519
Dagny Maidman	J.P. Morgan Wealth Management	Wyo.	3,845

(資料)

By Steve Garmhausen
(Source: Dow Jones)

3. 持続困難なバリュエーションに達した幾つかの銘柄 Certain Stocks Hit Valuations That Will Be Hard to Sustain 非GAAP収益を重視する企業のPERは見た目よりも高い

[フィーチャー]

ハイテク株は軒並み高騰



ILLUSTRATION BY ADRIÁN A. ASTORGANO

一部の銘柄は野放図の様相を呈している。S&P 500指数をけん引するハイテク株は、他銘柄の大半を置き去りにしたまま先行している。利益と売上高に基づく最も割高なハイテク株のバリュエーションは、ナスダック総合指数が2022年に急落する前の2021年後半に付けたピークに接近している。米半導体設計支援ソフトのケイデンス・デザイン・システムズ<CDNS>、米クラウド型サービスプラットフォームのクラウドフレア<NET>、米半導体大手のエヌビディア<NVDA>などの企業は、2024年予想の時価総額売上高倍率が20倍近くになっている。時価総額

3兆ドルという世界最大の企業であるマイクロソフト<MSFT>さえも、今年度（6月期末）予想売上高の10倍以上と評価されている。

かつて10倍の株価売上高倍率（PSR）は割高と考えられていた。だが人気のある成長株のPSRが20倍近くになることが常態化し、今日では10倍というレベルを越すケースが多く見られる。（大型株ベンチマークの）ラッセル1000指数では、PSRが10倍以上の企業が1割程度を占める。

株価上昇は目白押しだが、脆弱なケースも

ハイテク企業だけではない。S&P500指数構成銘柄の内、時価総額500億ドル以上の企業でPSRが最も高いのは、米クレジットカード大手のビザ<V>、米大手製薬会社のイーライリリー<LLY>、米手術ロボット大手のインテュイティブ・サージカル<ISRG>などの5社だ。半導体設計・開発の英アーム・ホールディングス<ARM>、米レストランチェーンのウィングストップ<WING>、米会員制小売り大手のコストコ・ホールセール<COST>、米工業製品メーカーのWD-40<WDFC>も極めて高い倍率になっている。高バリュエーションにもかかわらず、これらの銘柄の多くで株価は大幅に上昇している。PSRが終始高かったにもかかわらず、エヌビディアの株価は過去1年で3倍以上に跳ね上がった。売上高と利益が予想を大きく上回ったためだ。同じことはイーライリリーにも起きた。肥満症治療薬は2020年代の残る期間において期待が持てるとの意識を、投資家が徐々に高めたからだ。

しかし高値銘柄を保有することのリスクは、データクラウドのスノーフレイク<SNOW>の直近の下落が物語っている。2020年の上場以来、大規模な上場企業の中で最もバリュエーションが高かった注目のデータ収集ソフトウェア企業だ。株価は、やや期待外れの2024年ガイダンスが発表された2月下旬以降、25%以上下落して163ドルとなっている。PSRが20倍に近く、株価収益率（PER）が100倍を優

Luxury Prices

The market's rally has left some stocks looking very, very expensive.

S&P 500 companies

Company / Ticker	Recent Price	52-Week Change	Market Value (billion)	2024E Price/Sales
Nvidia / NVDA*	\$859.64	259.8%	\$2,150	19.6
Cadence Design Systems / CDNS	307.70	56.6	83.8	18.2
Eli Lilly / LLY	777.59	144.2	738.8	17.9
Intuitive Surgical / ISRG	387.32	64.9	136.5	17.1
Visa / V**	279.38	24.9	575.8	16.0

Other companies

Company / Ticker	Recent Price	52-Week Change	Market Value (billion)	2024E Price/Sales
Arm Holdings / ARM***	\$134.07	162.9%****	\$137.7	34.9
Wingstop / WING	264.94	110.3	10.7	19.4
Snowflake / SNOW*	167.75	18.0	55.2	15.9
WD-40 / WDFC*****	258.12	49.2	3.5	6.1
Costco Wholesale / COST*****	759.95	59.9	337.2	1.3

Note: E=estimate; *Estimates for fiscal year ending Jan. 2025; **Estimates for fiscal year ending Sept. 2024; ***Estimates for fiscal year ending March 2025; ****Price change since Sept. 13, 2023 initial public offering; *****Estimates for fiscal year ending Aug. 2024

Source: Bloomberg

に上回っている銘柄は、わずかな失望にもろい。

エヌビディアの課題

これらの企業の中には、他の指標では異常な高さに見えないものもある。例えばエヌビディアの2025年1月期の予想PERは36倍だ。PSRとPERの違いは、人工知能（AI）アプリケーションに使用されるエヌビディア製半導体の供給不足によるもので、エヌビディアの直近四半期の純利益率を56%に押し上げる要因となった。これはアップル<AAPL>の25%、S&P500指数構成銘柄の平均の10%をしのぎ、S&P500指数構成銘柄の中で常に最高の純利益率を誇る寡占企業のビザや米クレジットカード大手のマスターカード<MA>に迫るものだ。ビザの予想PERは28倍だ。

エヌビディアにとっての課題は、売上高の伸び（ウォール街は、2025年は20%に減速すると予想）と利益率の持続性（過去1年は2倍以上の上昇）である。これらのリスクは株価には反映されていないもようで、株価は過去最高値を更新した後、先週10%上昇して900ドルを付けた。株価は年初来80%上昇しており、時価総額は2兆3000億ドルに達している。

■ 割高なバリュエーションに警鐘

米投資管理会社アーク・インベストメント・マネジメントのキャシー・ウッド最高経営責任者（CEO）兼最高投資責任者（CIO）は先週エヌビディアに警鐘を鳴らした。アークのウェブサイトに掲載された投資家宛の書簡で、エヌビディアのガイダンスで成長減速が「続いている」とことと半導体が顧客の手に届くまでの所要時間を示す「リードタイム」が8～11カ月から3～4カ月へ短縮している点を指摘した。ウッド氏は画像処理半導体（GPU）に言及し、「GPU生産能力の過剰な拡大を正当化するだけのソフトウェア売上高の急増がなければ、特にエヌビディアのデータセンター売上高の半分超を占めるクラウド顧客の間で、支出の一時停止や過剰在庫の修正の動きが出て驚かないだろう」と述べた。

昨年150%上昇し、株価が765ドルに達した肥満治療薬を提供するイーライリリーは減量薬GLP-1の「マンジャロ」と「ゼップバウンド」の潜在成長力と現状供給が需要に追いついていないことから2020年代後半の予想利益で評価されている。イーライリリーの今年の予想1株当たり利益（EPS）は約12ドル、2025年には18ドルへ増加、2027年には30ドルへ増加すると見込まれており、2027年予想PERは約25倍である。しかしながら、イーライリリーは減量薬への依存により、予想外の副作用や体重のリバウンド、競争上の脅威に対して脆弱（ぜいじゃく）になっている。

バリュエーションが極端な水準にまで上昇しているのは、何もAIや熱狂的なダイエット関連企業だけではない。外食チェーンのPERは市場平均を上回ることが多く、ファーストフード大手マクドナルド<MCD>の2024年予想PERは23倍である。ところが、ウィングストップは突出している。ウィングストップの株価は2024年予想に基づく、PSRは約20倍、PERは100倍超である。向こう2年間の各年の利益および売上高の予想成長率が約25%の企業のバリュエーションにしては割高だ。

コストコ・ホールセールの人気は投資家の間でこれ以上ないほどまで高まっており、バリュエーションにも人気ぶりが反映されている。株価は約730ドルで、昨年50%上昇し、現状、2024年8月期の予想PERは45倍である。コストコは偉大な企業だ。メンバーシップ更新率90%を誇る忠誠心の高い顧客基盤を持ち、圧倒的な低価格戦略で「経済的優位性の働く幅の広い堀（ワイド・モート）」を築いている。しかし、過去を振り返れば、予想PERは35倍で推移してきた。PER45倍となれば、向こう2年間の利益成長率が2桁台前半の企業の株価にしては高いと言わざるを得ない。先週、2月中旬までの四半期決算報告で利益が小幅ながら市場予想を下回ったことから株価は7%下落した。同四半期で売上高は約6%の増収、2024年8月期の当初6カ月で5%増収となっているが、PER45倍が付くような業績ではない。

WD-40のような変わり種もある。株価は250ドルで、2024年8月期の予想PERは50倍だ。急成長しているわけではない企業のバリュエーションとしては割高だ。今期の予想EPSは約7%増の5ドルで2年前と変わらない水準である。

何と言っても圧倒的に割高なのがアーム・ホールディングスだ。2025年3月期の予想PSRは35倍である。アームは妙味があり、資本負荷の軽い半導体設計企業であり、12月決算は好調だった。しかし、バリュエーションは売上高対比、純利益対比とも常軌を逸しており、EPS1.50ドルに対しPER90倍である。しかも、純利益には巨額の株式報酬が織り込まれていないのである。アームの浮動株が発行済株式数のわずか10%と少ないこともバリュエーションに寄与しているかもしれない。

■ 会計利益の方式の違いにも注意

特にハイテクセクターの企業は見た目以上に割高なはずだ。巨額の従業員向け株式報酬を考慮しない利益指標を強調しているためだ。企業は株式報酬を考慮したGAAP（米会計基準）に準拠した利益も発表するが、アナリストは通常、株式報酬を考慮しない利益を引用する。

バークシャー・ハサウェイ<BRK.A><BRK.B>のウォーレン・バフェットCEOなどがいつも指摘するように株式報酬は実際発生する費用である。しかし、ハイテク企業は、調整後純利益や「フリーキャッシュフロー」、調整利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）をはじめとして株式報酬を考慮しない利益指標を引き続き編み出している。

こうした実態以上に上振れした非GAAP利益を報告する企業には電気自動車（EV）メーカーのテスラ<TSLA>やエヌビディア、米クラウドベース・ソフトウェアのセールスフォース・ドットコム<CRM>、ソフトウェア大手のオラクル<ORCL>などがある。非GAAPとGAAP間の利益額格差は一樣（いちよう）ではない。スノーフレイクでは大きく、エヌビディアでは小さい。エヌビディアの場合、昨年その差は1ドルで、非GAAPベースのEPSは約13ドルだった。昨年のテスラの非GAAPベースのEPSは3.12ドルで、株式報酬を考慮すると2.60ドルだった。同様にスノーフレイクの非GAAPベースのEPSは1ドルだったが、GAAPベースでは赤字だった。

バフェット氏が支持する非現金支出ののれん償却費を足し戻すような場合であれば、GAAPベースの利益を調整することは適切である。しかし、株式報酬は話が違う。たいてい現金同等で、制限株式であるが、従業員が定期的に資金化している。驚くには値しないが、ハイテク企業が株式報酬に寛大なのは、非GAAPベースの利益上は費用とはならない支出だからである。

ハイテク株強気派はこの問題を認識しつつも、そこに執着し過ぎるとアマゾン・ドット・コム<AMZN>のような株価が大幅に上昇した投資機会を逃してしまうことになると思う。しかし、ハイテク企業が一律に非GAAP利益に頼っているわけではない。数は少ないが、アップルやマイクロソフト、メタ<META>（旧フェイスブック）、グーグルの親会社アルファベット<GOOGL>などはGAAPベースの利益を強調するか、GAAPベースの利益しか公表していない。これを見れば、ハイテク分野で成功するのに会計操作は必ずしも必須ではないことが分かるだろう。

投資家はPERを比較する際に、アップルや他のGAAPベースの利益重視派と非GAAPベースの利益重視派の違いを慎重に考慮するべきだ。非GAAP企業の真のPERは見かけ以上に割高なのだから。

この点は読者諸賢に是非念頭に置いてもらいたい。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

4. 資産運用大手バンガードがCEO退任を突然発表、その影響は [フィーチャー]

Vanguard CEO's Surprise Exit Raises Big Questions for the Investment Giant
後任CEOの役割は重要

理由不明、後任も未定の異常事態



RYAN COLLERD

2月29日、資産運用大手バンガードの最高経営責任者（CEO）ティム・バックリー氏（55）が年内をもって退任すると発表した。バンガードとバックリー氏からは一切予告がなく、説明もほとんどない。インタビューの要請にも応じていない。情報誌インディペンデント・バンガード・アドバイザーのジェフ・デマソ編集長は「われわれの多くが驚いている」と話す。

バックリー氏の在任期間は6年と比較的短いながらも特筆に値し、運用資産は80%超増の8兆7000億ドルとなった。同時に、テクノロジーや

サービス品質に関する顧客の不満も表面化した。ある顧客は、バンガードの創業者ジョン・ボーグル氏の哲学を信奉する投資家の大規模で率直な意見が交わされるネット掲示板「ボーグルヘッズ」へ、「（バックリー氏の）後任がウェブサイトやアプリ、顧客サービスを世界で通用するレベルにしてくれることを祈っている」と投稿した。バンガードの担当者は「顧客体験と満足度は（バックリー氏の）在任期間中に真剣に投資を行った分野だ」としている。

バンガードは、最高投資責任者（CIO）のグレッグ・デービス氏を社長に昇格させたが、バックリー氏の後任は直ちに指名せず、取締役会が内部のみならず外部からの候補者も含めて検討するとしている。こうした動きは、バンガードがこれまで社内からCEOの後継者を輩出してきたこともあり、業界アナリストにとり、さらなる驚きとなっている。とはいえ、最終的にはデービス氏がトップになると考えるべき理由がある。

バックリー氏は、金融業界の通例として、少なくともあと数年はCEOを続けるとみられていた。オンライン証券大手チャールズシュワブ<SCHW>のウォルター・ベッティンガーCEO（63）は2008年からCEOを続けており、ジェームズ・ゴーマン氏（65）は、今年1月にテッド・ピック氏に地位を譲るまで、14年間にわたり大手金融機関モルガン・スタンレー<MS>のCEOを務めた。そしてバックリー氏の前任者ビル・マクナブ氏も、2018年1月に60歳で退任するまで約10年にわたりCEOを務めた。当時、バンガードはマクナブ氏の退任とバックリー氏のCEO昇格を同時に発表した。今回は違う。

バックリー氏は、ビジネスマン向けインターネット交流サイトのリンクトインへ、バンガードの経営は良好であり、「他の人物が率いるべき時が来た」と投稿した以外、今離任する理由をほとんど公にしていない。バンガードの担当者の本誌へのメールによる説明も、実質的にはバックリー氏の投稿と同様の内容だ。

もちろん、バンガードは上場会社ではない（所有者はバンガードのファンドとファンドの株主）ため、社内事情や財務内容について詳細な情報開示を行う必要はないが、バックリー氏の後任に関する

決定を年内に行うと認めている。

誰が選ばれるにせよ、次期CEOは、1975年にバンガードを設立し、インデックスファンドを低コストの投資手段として提唱・確立することによって象徴的な存在となったボーグル氏との公平または不公平な比較を避けられないだろう。ボーグル氏に続く3人のCEOは全員が長年にわたりバンガードで経験を積んだベテランで、ボーグル氏の遺産を基に、新たな方向へ拡大しようとした。成功した取り組みもあれば、そうでもなかったものもある。

個人投資家重視へ事業見直し



COURTESY OF VANGUARD

バックリー氏の下で、バンガードは中国を含め海外で展開する事業を幾つか縮小した。ドイツでは個人投資家向けプラットフォームを昨年閉鎖した。非中核的な付随事業も幾つか撤退しており、昨年12月には、米国の非営利団体やその他の機関投資家に投資管理サービスを提供する、CIOアウトソースサービス事業を保険持ち株会社マーシュ・アンド・マクレナン〈MMC〉のマーサー部門に売却した。

バックリー氏は昨年、リスホルツ・ウェルス・マネジメントのバリー・リスホルツCIOとのポッドキャストで、中核事業の個人投資家向けサービスに注力するため「厳しい選択」をしているとし、アジアでは主な顧客が機関投資家のため「約1250億ドルの資産を譲渡した。ほとんどの人がばかげていると考えるが、当社の中核事業、得意分野ではない」と語っていた。

バンガードの担当者は「バンガードは海外市場におけるプレゼンス構築を継続しており、個人投資家に対する取り組みを倍増させた」としている。カナダ、メキシコ、中南米のバンガードの現地資産は2023年に1000億ドルを超え、上場投資信託（ETF）の市場シェアはカナダで15%、メキシコでは22%へ拡大した。欧州における運用資産は約3100億ドルだ。英国におけるバンガードの個人投資家は58万人超、運用資産は250億ドルに上る。バンガードは、いずれロンドンでもロサンゼルスと同様に誰もが知るブランドになるのだろうか。デマソ氏は「米国でも低コスト投資というメッセージが共感を得るまで時間がかかった。他の市場でも、いずれ共感を得られるだろう」と肯定的だ。

低コスト重視には定評も

バンガードには資産運用とウェルスマネジメントという二つの成長エンジンがあり、バックリー氏は両者を正しい方向へと導いた。資産運用分野については、バンガードのミューチュアルファンドやETFは幅広い年金制度で利用可能であり、バンガードの手数料の低さを好む個人投資家やファイナンシャルアドバイザーに人気があるため、運用資産は増加を続けている。

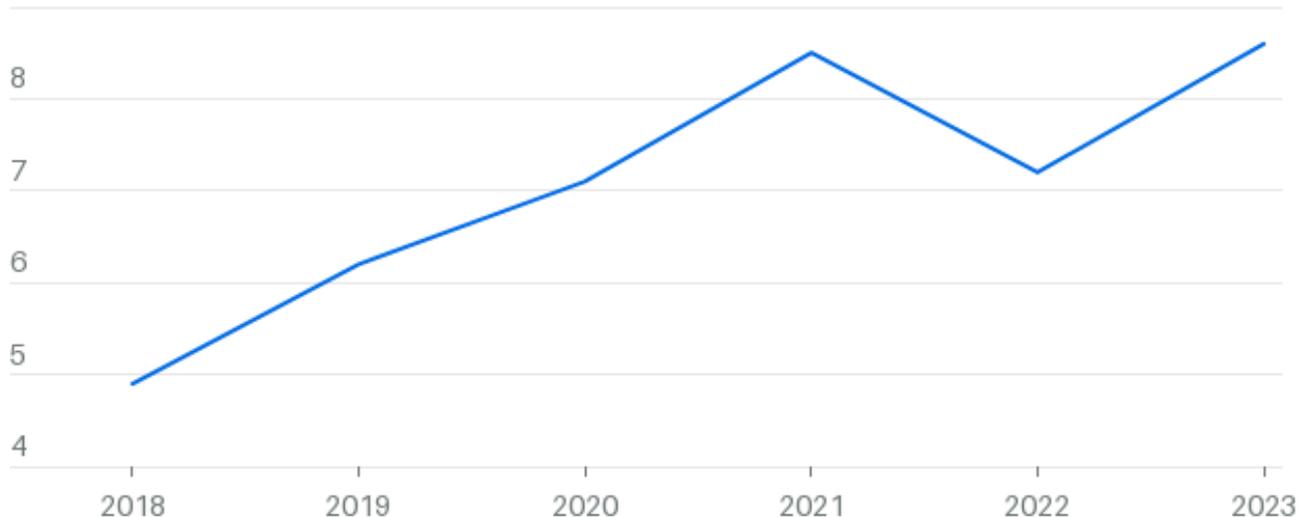
ファンドの品ぞろえも充実させており、米国市場で208本、海外市場で216本を数える。昨年は米国で4本、海外で23本のファンドを設定した。注目すべきは、バックリー氏の指導の下、バンガードがビットコインやその他の暗号資産（仮想通貨）のETF設定を行わないと発表したことだ。バンガードは暗

Buckley's Tenure: 80% Asset Growth

Even with 2022's rough year for stocks and bonds, Buckley's growth record is impressive.

Vanguard global assets under management (AUM)

\$9 trillion



号資産を投機的で未成熟な資産クラスと見ており、自社の取引プラットフォームで投資家が暗号資産ETFを購入することも認めていない。

バックリー氏の下、低コストのウェルスマネジメント・サービスも着実に成長している。総勢1100人のファイナンシャルアドバイザーを抱え、2015年には人間とロボットの助言を組み合わせたハイブリッド型ロボアドバイザー、バンガード・パーソナル・アドバイザーを、そして2020年には純粋なロボアドバイザーを立ち上げた。両部門の運用資産は合計で3120億ドルに上り、バックリー氏のCEO就任時の3倍になった。ハイブリッド型ロボアドバイザーの年間手数料もバンガード流で、運用資産残高の0.3%と伝統的なファイナンシャルアドバイザーに比べわずかだ。デマソ氏は「多くの人にとって魅力的で、価格競争力があるのは明らかだ」と話す。

テクノロジーの再構築

ポッドキャストでバックリー氏は、応答速度を向上させるためシステムをクラウドへ移行中だと語った。例として、新たに投入したモバイル・アプリを挙げ、それが顧客に嫌われていることを認め、従来のシステムであれば修正に数カ月を要したが、新システムでは継続的な変更が可能となり、9カ月で200ものアップデートを行ったと語った。

顧客やアドバイザーも多少の改善に気付いてはいるが、顧客サービスに関する不満は根強く、バンガードに関する記事のコメント欄を埋め尽くしている。コロラド州コロラドスプリングスのファイナンシャルアドバイザー、アラン・ロス氏は「バンガードのデジタル・エクスペリエンスは改善しつつある。だが、この2年、新規資金をバンガードに預けるのを諦めかけていた。アプリは動かず、小切手は行方不明になった。しかし、改善しつつあると思う」と話す。

モーニングスターのダニエル・ソティロフ氏は、顧客サポートに関する懸念を払拭すれば、バンガードの投資助言業務には成長の可能性があるとし、「重要なのは、バンガードがサービス品質の問題を認め、改善に努めていることだ。解決できれば、投資助言業務は成長の大きな原動力になると思う。次のCEOは、この仕事をやり遂げるのが課題となる」と話す。

今後の動き

取締役会は社内から候補者を選ぶのだろうか、それとも外部から連れて来るのだろうか。外部から連れて来れば、長年の課題に新たな視点をもたらすだろう。だが、歴史を振り返れば、その可能性は低いと思われる。ボーグル氏の後継者は3人とも、CEOに就任する前は長年にわたりバンガードの従業員だった。そして、バンガードには他の金融会社と一線を画す独自のカルチャーがある。

最も可能性が高いのは社内の候補者であり、継承順位からいけばデービス氏になる。バックリー氏もCEO就任前は、デービス氏同様、CIOだった。デービス氏もバックリー氏同様、長年（24年間）にわたるバンガードの従業員だ。モーニングスターのスティロフ氏は「バンガードのカルチャーからして、やはり社内候補だろうと思う」と話す。そうであれば、投資家が慣れ親しんできたバンガードに大きな変化はないだろう。しかし、外部から迎え入れる場合、様子を見る必要がある。取締役会は社外で受け止められている以上に大きな変化を念頭に置いている可能性があるからだ。

By Andrew Welsch
(Source: Dow Jones)

5. 金利は徐々に低下すると予想

[インタビュー]

Interest Rates Will Do a 'Slow Dance Downward,' This Economist Predicts
JPモルガン・アセット・マネジメントのケリー氏に聞く

2024という数字に沿ったシナリオ

JPモルガン・アセット・マネジメントのチーフ・グローバル・ストラテジストのデービッド・ケリー氏は、米国のマクロ経済モデルの構築と実行に25年を費やしてきた。労働市場から金融市場に及ぶあらゆる物事に対する洞察によって、ケリー氏の「来週の見通し」は投資家にとって必読のレポートとなった。

ケリー氏はダブリンで生まれ育ち、父の後を継いで政治の世界に入ることを考えていた。そのために経済学の素地が必要となり、渡米した。しかし、ミシガン州立大学で修士号と博士号を取得した後で1990年に政治の世界ではなくウォール街に飛び込み、数社での勤務を経て2008年にJPモルガンに入社した。

本誌は2月下旬にケリー氏にインタビューし、その内容は、米国が2024年にリセッションを回避する理由、インフレ率が2%へ低下する理由、米国以外の株式に対する所見、株式と債券の60：40のポートフォリオなどに及んだ。

本誌：2024年の経済見通しは。

ケリー氏：われわれは年始に、基本シナリオは2024という数字であると述べた。つまり、2%の実質国



Landon Speers

内総生産（GDP）成長率、0%のリセッションの確率、2%へ低下するインフレ率、約4%で推移する失業率だ。

2カ月が過ぎて基本シナリオは依然有効だが、われわれは四捨五入でミスを犯した。2%の実質GDP成長率は依然として正しい。0%のリセッションの確率については当時よりも確信を強めている。経済がショックに見舞われる危険は常にあるが、米国経済をリセッション入りさせるには通常以上のショックが必要だろう。

Q：インフレと失業率より前に、どのようなショックが経済をリセッション入りさせるのだろうか。

A：過去50年間で最も明確なショックは石油と関連している。米国は今や石油の純輸出国で、それ自体は良いことだが、人々の態度は依然として原油価格に影響されている。米連邦準備制度理事会（FRB）のインフレに対する見方も、恐らくは原油価格に影響されている。従って、原油やガソリンの価格を急騰させるようなペルシャ湾での大きな問題かそれ以外の何かが起これば、インフレ率は2%に到達しないだろう

し、それは二つの悪いことにつながるだろう。第一に、消費支出を減速させ、消費者の態度を悪化させて、企業にとって悩みの種となるだろう。第二に、インフレ率が予想より高くなれば、FRBの利下げペースが緩やかになるだろう。

Q：インフレに戻ろう。

A：米国のインフレに関して広く使われている4つの指標 — 総合消費者物価指数（CPI）、コアCPI、総合個人消費支出（PCE）、コアPCE — を見ると、年始には4つの指標すべてが年末までに2%に達するかそれを下回りそうに見えた。今では、2.1%や2.2%になるように思われ、2%に近づくが、年末までに2%に達すると確信できない。

Q：失業率は。

A：現在の失業率は3.7%で、通年の平均で4%を下回る公算が極めて大きい。年末まで3.7%で推移するか、3.6%か3.5%へ低下する可能性もある。つまり、状況は極めて良好に見える。シナリオと比較して、失業率は若干低くインフレ率は若干高くなるが、いずれにせよ健全な経済を示している。

Q：今年も金融政策が注目の的になるだろう。今月下旬の連邦公開市場委員会（FOMC）に対する予想は。

A：先物市場は、FRBが自身の予想以上に利下げしないことをようやく理解した。FRB高官は、年内に3回の利下げを想定している。市場は、数週間前は5回以上の利下げを織り込んでいたが、現在織り込んでいるのは3回だ。6月、9月および12月に0.25%の利下げが実施されるだろう。

FRBは、経済が軟化しているとは見ていないために、景気減速に反応しないだろう。しかし、インフレ率の低下には反応するだろう。FRBはインフレ率が低下する環境で緩やかに利下げするだろう。

景気が健全な状態にあるとはいえ、利下げには二つの論拠がある。第一に、インフレ率が低下してFRBが利下げしなければ、実質金利が上昇するだろう。金融政策は引き締めのようになるが、FRBはそれを望まない。第二に、パウエル議長は、金融政策が効果を発揮するまでに時間がかかるために、インフレ率目標を2%としている場合、FRBはインフレ率が2%に達する前に利下げすべきだということを明確にした。

FRBは、利下げの原因が景気減速ではなくインフレ低下にある場合、量的引き締め（QT）を継続することを明確にするだろう。私は、小幅の利下げが実施されたとしても、2024年を通じてQTが継続されると予想する。

山ほどの懸念材料

Q：最近の懸念事項は。

A：私は、経済をあまり懸念していない。米国の民間企業は自分で自分の面倒をみられる。マクロ経済レベルでは、世界の独裁政治の進展を懸念している。

Q：ミクロレベルでは。

A：投資家の愚かな決断を懸念している。人々は投資に際して、あらゆる種類の流行や思い付きに惑わされる。私は全く無意味なビットコインのようなものに資金が投入されていることを懸念している。それは単に投機の対象であり、瞬時に消え去って人々が損をすることを懸念している。

市場が価格設定に関して、合理的に行動していないことを懸念している。パッシブ投資が非常に成長したために、現在の市場に価格設定者はほとんどいない。それによって、相対バリュエーションが機能なくなっている。人々は、優れた企業であることが理由ではなく、株価が上昇したために対象を買う傾向がある。

人々が政策を気にしすぎることを懸念している。調査によると、人々は政治的傾向によって経済を判断している。オバマ政権とバイデン政権で多くの共和党員が株価上昇に乗り遅れ、トランプ政権で多くの民主党員がリターンを取り損ねた。人々が政治的心情を投資に反映させることを、私は懸念している。

社会にも懸念材料はある。つまり、ソーシャルメディアがわれわれにしていることで、良いことではない。

Q：投資家が多過ぎる現金を抱えていることを懸念しているか。

A：間違いない。人々は昨年、「現金が王様である」と頻繁に口にした。現金が王様だとすれば、長期的にみて他のあらゆる資産にアウトパフォーマンスを許しているため、非常に謙虚な君主に違いない。長期志向の投資家は、現金を抱えるべきではなく、分散された、長期的な傾向を有効活用できるポートフォリオを構築すべきだ。

日本と中国について

Q：あなたは市場の分散を好んでおり、日本が今年は好調だ。

A：日本には多大な機会がある。日本の予想株価収益率（PER）を約16倍とみている。それは、これまでよりも高いが、25年平均や米国の20倍より低い。

日本経済は、1989年の株式ブーム以来取りつかれてきたデフレを払拭（ふっしょく）しつつある。インフレ状態に戻りつつあり、インフレは制御不能にならないければ良いことだ。日本は過去に比べて株主の利益を重視しており、それも大きな好材料だ。自社株買いも増えている。

Q：中国と中国市場に対する見方は。

A：中国は割安だが、それには理由がある。中国株式の予想PERは9倍だ。バリューはあるが、バリュートラップではないのか。残念ながら判断しかねる。中国株の変動は大きく、経験のあるトレーダーであれば中国株の上昇基調を捉えられるかもしれない。

中国には、二つの構造的な問題がある。第一に、出生率の極めて急速な低下で、それに伴う人口減少と高齢化だ。第二に、高過ぎる不動産に過剰に投資したことだ。しかし、何よりも中国は自信を失っている。

ポートフォリオ構築について

Q：ポートフォリオ構築と、株式と債券の60：40の構成比に関する見解は。

A：全体として、債券価格は公正価値に近く、S&P500指数のバリュエーションは平均と比較して1標準偏差分高い。そのため、現在の60：40のポートフォリオは、特段割安ではない。60%は米国株式だけのため、さらなる分散の必要があると訴えている。米国株に対するディスカウントが史上最大となっている、外国株を含めるべきだ。米国の中では、グロース株よりもバリュー株をオーバーウエートとする。小型株には問題があるため、大型株に対してオーバーウエートとはしない。

小型株のラッセル2000指数の予想PERは、S&P500指数よりも高い。問題は、ラッセル2000指数構成銘柄の約40%が赤字であることだ。また、小型株指数は、金融と資本財を若干オーバーウエートとしており、急成長企業をオーバーウエートとしておらず、むしろテクノロジーをアンダーウエートとしている。さらに、プライベート・エクイティの成長が、小型株のモメンタムを奪っている。

債券に対しては、信用格付けとデレション全般においてニュートラルだが、追加の分散要素としてオルタナティブ投資を追加したい。ただ、特定の分野におけるオルタナティブ・マネジャーごとのリターンが非常に分散しているために、マネジャーに注意すべきだ。

By Lauren Foster
(Source: Dow Jones)

6. 株式市場の先導役が交代 The Stock Market's Great Reshuffling. 時価総額の順位入れ替わりが示す企業の盛衰

[米国株式市場]

S&P500指数、高値更新も週間では小幅安



MONTINIQUE MONROE/BLOOMBERG

2023年末の株式市場の猛烈な上昇は2024年も続いている。唯一の違いは、先導する銘柄の交代があったことだ。携帯端末大手のアップル<AAPL>、電気自動車（EV）大手のテスラ<TSLA>、グーグルの親会社であるアルファベット<GOOGL>が値下がりする一方、半導体大手のエヌビディア<NVDA>と製薬大手のイーライリリー<LLY>が上昇している。

こうした動きは理にかなっている。2月の非農業部門就業者数が27万5000人増加するなど、景気拡大は続いており、企業活動はますます活発

になっている。人工知能（AI）やヘルスケアにおける真のイノベーションが市場をけん引しており、未来のキャッシュフロー増加につながる。これが投資家が通常よりも高い株価バリュエーションを正当化できる理由だ。

主要株価指数の動きを見ると、S&P500指数は週末8日に0.7%下落したことで、週間では0.3%安の5123.69で引けた。ただし7日には今年16回目となる史上最高値を付けた。ダウ工業株30種平均は0.9%安の3万8722ドル69セント、ナスダック総合指数は1.2%安の1万6085.11となったが、各指数とも史上最高値から遠く離れているわけではない。小型株のラッセル2000指数は0.3%上昇して2082.71で週末を迎えた。

物色対象の交代

表面的に株価指数を見ただけでは分からないが、水面下では物色対象の入れ替えが起きている。2018年以降、S&P500指数は毎年同じ4銘柄が時価総額トップの座を占めてきた。アルファベット、アップル、Eコマース大手のアマゾン・ドット・コム<AMZN>、ソフトウェア大手のマイクロソフト<MSFT>だ。

これらの企業は10年前にはその革新性で知られていたが、ここ数年の成功は、市場シェアの安定化、人員削減による利益率の向上、クラウドコンピューティングのような分野での規模の優位性が、各企業の特徴となっていた。ただし、独占的な力は株式にとって素晴らしいものだが、新しいカテゴリーが出現すると、独占的な力を行使する企業は力を失う可能性がある。

その新しいカテゴリーが登場したのだ。AIのアプリケーションを駆動させる半導体の販売業績でエヌビディアは先月、最も強気なアナリストをも感心させ、投資家をうならせた。2024年初めのS&P500指数におけるエヌビディアの時価総額ランクは5位だったが、現在はアマゾンとアルファベットを抑えて3位に急浮上した。エヌビディアのバリュエーションは年初時点ではアップルの半分以下だったが、現

Market Snapshot



在の差は10%を切った。

イーライリリーも、糖尿病治療薬「マンジャロ」の売り上げ見通しの増加が続き、順位を上げている。イーライリリーが時価総額で8位に浮上したことで、テスラがトップ10圏外に追いやられた。テスラのイノベーションの実績は、このところ枯渇しつつある。テスラ初のピックアップトラックである「サイバートラック」への反応が鈍いほか、少なくともこれまでのところ、中国の自動車メーカーに対抗できるほど安価な車も作れていない。

一方、イーライリリーとライバルのノボ・ノルディスク<NOVO>による技術革新は、ヘルスケアの 카테고리全体を作り変えようとしている。先月、イーライリリーは同社の医薬品が肝臓に問題のある患者にも副次効果があることを示す臨床試験結果を発表した。

FRBの動きが依然として最大の関心事

S&P500指数は現在、予想利益に対して21倍の水準にある。長期平均は16倍であるため、一般的にこれほどのプレミアムは警戒を要する水準だ。しかし、堅調な経済と雇用市場が背景となり、これらの革新的な新カテゴリーはその状態を正当化するのに大いに役立っている。

もちろん、エヌビディアとイーライリリーだけで市場を押し上げられるわけではない。株式市場の変動要因として、金利は依然としてAIや減量薬さえもしのいでいる。つまり、市場における現在の最大の関心事は米連邦準備制度理事会（FRB）がいつ利下げを行うかということになる。投資家は、2月の消費者物価指数が発表される12日の火曜日にさらなる答えが得られるだろう。

インフレが落ち着いていればそれに越したことはない。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

7. ビットコインの公正価値を考える

[投資戦略]

What Is Bitcoin Really Worth? 5 Ways to Value the Cryptocurrency.
五つの評価方法

好調なビットコイン



DREAMSTIME

筆者はビットコインの投資評価を「先行き不透明」に変更した。つまり、価格が次にどこへ向かうのか見当もつかないということだ。筆者の懐疑的な見方にもかかわらず、ビットコインは好調だ。他の資産も好調で、金は最近、最高値を更新した。米国株を見ると、バンク・オブ・アメリカはS&P500指数がサイクルの中で「極めて割高」な水準に達したとしているが、2024年末までにさらに8%上昇するとも予想している。

しかし、ビットコインの価格は過去1年で3倍になり、直近では6万7000ドルまで上昇した。筆者は2011年6月、スマートマネー・ドットコムで初めてビットコインについて書いた。1年間で約2000倍に上昇し、10ドル強になっていた。もし筆者がすべてを売り払い、ビットコインに賭けていたら、今頃ベズスのスーパーヨットに自身のスーパーヨットを寄せて、マスタードはないかと尋ねていただろう。実際には、筆者は退屈な株や債券に給料をつぎ込み続け、郊外の快適さを手に入れたにすぎない。

筆者が今さら強気派に転じるつもりはない。しかし、ビットワイズ、iシェアーズ、フィデリティ・インベストメンツ、インベスコ、ウィズダムツリーなどのビットコイン上場投資信託（ETF）の新たな領域に誘惑されている人や、いつ売ろうかと迷っている人にとっては、ビットコインが未来の貨幣になるというストーリー以外の判断基準があれば役に立つだろう。理論値はどうか。キャッシュフローがないため、理論値を求めることは難しいが、創造的な次善の策はある。筆者はビットコインを担当するアナリスト数人に連絡を取り、彼らが使っているビットコインの評価方法について話を聞いた。興味本位で聞いてみただけで、それらの評価方法を推奨するつもりはない。それでは、五つの評価方法を紹介しよう。

金と同等と評価

JPモルガンはこのモデルを採用し、ビットコインをデジタル金のように扱っている。なぜならこの二つの資産は共通する点が幾つかあるからだ。すなわち、供給が限定されていること、代替可能であること、価値の貯蔵が可能で分割できること、政府の管理下にないこと、そしてどちらも耐久性があることだ。ビットコインは筆者が最初にそれについて書いた出版物よりも長生きしている。採掘された金の価値は15兆ドル近くと推定されているが、その多くは宝飾品か、中央銀行が保有しているものだ。個人投資家が保有する金は、延べ棒、コイン、ETFを含めて3兆3000億ドルと推定される。ビットコインの時価総額は約1兆3000億ドルだ。金と同等の価値があるのなら、現在の価格の2倍超で取引さ

れているはずだ。

JPモルガンは、ビットコインが金よりもボラティリティーが高いことを考慮して、ビットコインの公正価値を金よりも下方に修正している。金融情報サイトのフィニマイズのアナリスト、レダ・ファラン氏は、ビットコインのボラティリティーは低下しているため、この下方修正は厳し過ぎると言う。ファラン氏はまた、ビットコインは金と比較して供給量が伸びないことや金融面で有用性がより高いことから、ビットコインの価格は金価格から上方修正するのが妥当と指摘している。筆者が疑問に思うのはもしビットコインが本当に金と同等の価値があるのであれば、金価格を史上最高値ではなく、より低く押し下げる代替効果がビットコインにはあるのではないかということだ。ファラン氏は、ビットコインによる金の代替効果はETFのフローから明らかだが、中央銀行が金を買うことでそれを相殺していると言う。

■ ビットコインの生産コストによる評価

アナリストの中には、金価格の指標として1オンス当たりの採掘コストを挙げる人もいる。これはビットコインでも可能であり、ビットコインは巨大なコンピューティングパワーを使って「採掘」される。つまり、ビットコインの生産の限界コストは、電力価格、ハードウェアの効率性、そして採掘者の計算に対する報酬率に連動する。この報酬率は時折半減するように設計されており、最終的に停止するまで供給量の伸びが鈍化する。分かっているのは、次の報酬率の半減は4月ということだ。

この半減への期待が、ETFによる新たな需要も相まって、ビットコインの強気派が騒然としている理由の一つだ。ビットコインの生産コストを評価の目安として研究してきたエルサレムのヘブライ大学のアダム・ヘイズ氏は昨年、半減後のビットコインの採掘コストは約7万5000ドルになると予測した。フィニマイズのファラン氏は、この生産コストは公正価値ではなく、価格の下限と考えるべきだと述べている。

■ イボットソン・チャートによる評価

ファイナンシャルアドバイザーが、株式、債券、ドル、インフレの長期的なパフォーマンスを示す指標とするイボットソン・チャートをご存知だろうか。もしビットコインもイボットソン・チャートに表示されたら、顧客は「それをくれ」と言うだろう。暗号資産（仮想通貨）の購入プランを提供するスワン・ビットコインの最高投資責任者（CIO）、ラファエル・ザグリー氏は、われわれは皆、ビットコインを求めるべきだと言う。ザグリー氏は、20%の配分が理想的なリスクとリターンのトレードオフ、つまり「効率的フロンティアの最適点」だと考えている。これは価格設定モデルというよりも、より高い価格を支持する議論である。しかし、ザグリー氏はさらに2つのモデルを有している。

■ 貨幣的プレミアムによる評価

世界の不動産は320兆ドルの価値がある。その一部は、土地や建造物そのものの実用的価値を超えた「貨幣的プレミアム」、つまり純粋な投資価値を反映している。仮にその割合を30%としよう。ザグリー氏によれば、ビットコインが最高の貨幣資産となり、不動産だけでなく、株式、債券、金、銀、他の暗号資産、美術品からもこのプレミアムを食い尽くす可能性がある。ザグリー氏はウェブサイト（nakamotoportfolio.com）を作成し、ユーザーが自分の仮定を入力できるようにした。例えば、初期値の設定条件では、ビットコインが今後20年間で不動産の30%の貨幣的プレミアムを獲得する確率

は5%、6年間で他の暗号資産の100%の貨幣的プレミアムを獲得する確率は90%となっている。こうした初期値で計算すると、ビットコインの公正価値は62万ドル超と算出される。

これほど多くの金融資産が一度に世界的に崩壊することは、映画『マッドマックス』並みの社会の混乱を思い起こさせる。そのような世界で、インターネット上のコインがどのようにして誰もが欲しがらるものになるのか、筆者にはよく分からない。

CDSによる評価

債券のデフォルト時に支払われる金融商品がある。クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）と呼ばれるものだ。米国政府が債券の支払いに必要な新たな紙幣を刷ればいいだけなのだが、米国債のCDSもある。米国債のCDS市場が存在するという事は、いくら小さくてもデフォルトリスクがあるということだ。CDS市場での取引価格からデフォルト確率を計算することができる。国債が暴落した場合にビットコインが値上がりすると仮定すれば、CDSプライシングを使ってビットコインの公正価値を計算することもできる。ザグリー氏の試算によるとビットコインの公正価値は7万5000～10万ドルとなる。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

8. 金スポット価格が2200ドル目前、金鉱株にも期待

[コラム]

Gold Has Broken Through. The Miners Could Be Next
利下げが上昇のきっかけになるか

金鉱株ETFの価格はピーク時の半分



ALAMY

もし強気相場が記録されたとして、誰もそれに気づかなかったとしたら、どうだろうか。これは、「森で木が倒れても、誰もその音を聞いていない」という古い哲学的難問の、金融市場における必然的な帰結である。

主要株価指数が最高値を更新し続けていることを考えれば、金スポット価格が1オンス2200ドル目前という記録的な水準で取引されていることに気づかなかったとしても許されるだろう。貴金属の競争相手は、もはや株式だけではない。代替通貨の支持者が群がり続けるなか、ビ

ットコインは8日に急騰し7万ドルを超え史上最高値を付けた。経済学者ケインズの有名な言葉を借りれば、なぜ（金本位制を意味する）「野蛮な遺物」に手を出すのかということだ。そして、もし金かもはや輝かしいものでないのなら、金を採掘する企業についてなぜ気にする必要があるのか。上場投資信託（ETF）のバンエック金鉱株ETF<GDX>の価格は、2011年のピーク時の約半分だ。

実際、ETFは米国債に代わる選択肢に対する人々の関心の盛衰を物語っている。2011年8月の一時期、

SPDRゴールド・シェア<GLD>の総資産はSPDR S&P500 ETF<SPY>の約760億ドルを上回った。先週時点で、大型株ETFであるSPYの資産が5000億ドルを超える一方、GLDは560億ドルだった。さらに最近では、さまざまなビットコインETFが登場し、代替通貨としての金の魅力はより薄まっている。

主要国の中央銀行が金を購入

金関連ETFからの資金流出にもかかわらず、金地金は強気相場を続けている。投資家や投機家が金を見捨てる中、主要国の中央銀行は積極的に金を購入してきた。2022年の1082トンにわずかに及ばなかったが、2023年には1037トンを購入している。積極的に買い続けているのは中国で、2023年末時点で2245トンを保有している。金利の上昇、特にインフレ調整後の実質金利の上昇とドル高という逆風の中で、金は上昇してきた。スプロット・アセット・マネジメントのシニア・ポートフォリオ・マネジャー、ジョン・ハサウェイ氏は、「金が金利との伝統的な逆相関から切り離されたという事実は、非常に示唆に富む。米国のソブリン信用に疑問符がつけられるようになり、その結果、海外の中央銀行が金を大量に保有するようになった」と説明する。

金鉱株は金価格に比して割安

ハサウェイ氏は、金鉱株は現在の金価格に対してかなり割安に評価されており、そのため金鉱株は急速な平均回帰を起こすだろうと見込んでいる。ハサウェイ氏によれば、その代わりに多くの中小型金鉱会社は、理論的には買収者にとって魅力的で、非公開化され、最小限の設備投資と完全な清算モードでの経営が可能だ。断っておくが、これは金鉱株企業の極端な割安さを説明するためのもので予測ではない。

しかし、割安株は逆張りの買い手が期待するよりも長期にわたり割安であり続けることが多い。そのような銘柄に必要なのは、上昇のきっかけとなる材料である。金関連株にとって、それは通常、米連邦準備制度理事会（FRB）が金融緩和へ動くことだ。

ハサウェイ氏は「FRBによる政策変更後に毎回、金鉱株は大幅な上昇を記録した」と記している。GD Xは2000年5月～2008年1月までに400%上昇した。また、2016年1月～8月までは238%上昇、2020年3月～7月までは208%の上昇だった。フェデラルファンド（FF）金利先物市場は、2024年の予想利下げ回数を下方修正した。年明けに予想されていた6～7回から、現在は3回と見込まれている。

FRBのパウエル議長は先週、インフレ率がFRBの目標である2%まで継続的かつ持続的に下がれば、利下げに踏み切るというFRBの見通しを確認した。パウエル議長は6日、下院金融サービス委員会で、「われわれがそうした確信を得られたとき（それはそう遠い時期ではない）、引き締めレベルを引き下げる（利下げを実施する）ことが適切になるだろう」と述べた。

こうした期待は、株式やビットコインに完全に織り込まれているようで、ビットコインは過去12カ月で200%超上昇している。同じ期間に、金関連株はわずか10%上昇にとどまっている。だが、FRBが利下げに踏み切れれば、株価はいずれ追いつくだろう。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

9. AIの追い風に乗るSAP

[ハイテク]

AI Is Remaking the Legacy Tech Business. Just Look at SAP.

膨大な企業情報にアクセスできることが大きな強み

AIが伝統的なハイテク企業を活性化



ALFRED GESCHEIDT/GETTY IMAGES

クラウドコンピューティングの使用を前提とする人工知能（AI）の出現は、ハイテクセクターの中で最も歴史の古い企業に新たな生命を吹き込んでいる。

例えばIBM<IBM>はAIプラットフォームのWatson（ワトソン）Xによって再び活気づいており、株価は年初来で20%上昇している。顧客情報管理ソフトウェア大手のセールスフォース・ドットコム<CRM>もAIによるクラウドソフトウェア改革に取り組んでおり、それに対する市場の前向きな見方が株価の年初来での16%上昇

を後押ししている。

ITサービス大手のヒューレット・パカード・エンタープライズ<HPE>の株価は先週、AIサーバー事業への期待感の高まりを背景に20%以上上昇した。PC大手のデル・テクノロジーズ<DELL>の株価も同様の理由で年初来で55%高と急騰している。

生成AI活用でERPシステム導入を大幅に簡素化

ドイツの大手ソフトウェア会社SAP<SAP>もAIの活用で再活性化が期待される伝統的ハイテク企業の一つだ。SAPは、会計やコンプライアンスおよびサプライチェーン管理といった重要な企業アプリケーションに使用される企業資源計画（ERP）ソフトウェア市場を長年にわたり支配してきた。

だが、過去においては、ERPシステムの新たな導入は非常に複雑な工程を伴い、多大な時間と資本を必要とし、ビジネスが中断するリスクがあった。SAPの最高経営責任者（CEO）であるクリスチャン・クライン氏は最近の筆者とのインタビューで、顧客はかつてソフトウェアそのものに1ドルを費やすたびにコンサルティングサービスに300ドルを費やしていたと明かした。予想外に複雑なERPシステムの導入に費用がかかったために利益が減少し、責任のなすりつけ合いや訴訟沙汰になることも珍しくなかったという。

クライン氏によると、従来のSAPのアプローチではシステムを徹底的にカスタマイズする必要があった。イノベーションよりもサービスにより多くの費用がかかったのに、システムは導入から5年後には時代遅れになっていたと振り返る。

だが、そうした「古いSAP」は今やほとんど姿を消している。

AIがもたらす恩恵を市場は過小評価

本誌は約3年前、SAPのエンタープライズソフトウェアのクラウドへの移行に関する記事を掲載した。クラウド化はSAPの収益性向上と顧客の業務効率化を約束していた。それは現実となり、投資家は変化に追いつき始めている。SAPの株価は年初来で24%上昇し、過去12カ月間では60%上昇している。しかし筆者は、市場は新しいSAPが古いSAPとどのように異なるかを理解し始めたばかりであり、投資家はSAPがクラウドやAIから受けられる追い風をまだ過小評価していると考えている。

クライン氏によると、SAPは現在、売上高の80%以上をクラウドベースのサブスクリプションサービスと古いバージョンのソフトウェアの保守から得ている。サブスクリプションサービスの受注残は440億ドルを超えた。一方、データセンターに販売する旧式のソフトウェアが全売上高に占める割合は20%を割り込んでいる。

SAPが今年1月にガイダンスを引き上げ、2024年の為替調整後のクラウド売上高を前年比27%増、全売上高を8~10%増、為替調整後純利益を17~21%増としたことを受けて、株価は上昇した。

JPモルガンのアナリスト、トビー・オググ氏は最近のレポートで、SAPは今、成長の加速、利益率の上昇、キャッシュフローの増加を同時に達成する「スイートスポット」に位置しているとした。オググ氏は、SAPが利益とフリーキャッシュフローの両方を2027年まで年率20%を上回るペースで成長させられると考えている。オググ氏の目標価格は205ユーロ（224ドル）で、上値余地は約15%だ。

SAPはクラウドへの移行を進めた結果、最近になって人員を8000人削減した。一方で、生成AIを応用したJoule（ジュール）というアプリケーション組み込み型のコパイロット（業務支援ソフトウェア）により、AIに全力で取り組もうとしている。JouleはSAPの複雑なソフトウェアをより効果的かつ容易に使えるようにする可能性がある。SAPはJouleをソフトウェアポートフォリオ全体に組み込む計画だ。

SAPのライバルであるマイクロソフト<MSFT>やセールスフォースも独自のAIコパイロットを展開している。だがクライン氏は、SAPは財務、サプライチェーン、人事などに関する膨大な企業情報にアクセスできるため、AIを活用する上でライバルよりも優位に立つと主張する。クライン氏によると、約3万社の顧客がSAPによるAIモデルの微調整を支援するためにビジネスデータを匿名で使用することを許可しており、そうした顧客の数は増え続けている。

クライン氏によると、AIツールはSAPの利益率向上に貢献している。さらにSAPのエンジニアの生産性はAIツールによって30~40%向上した。AIを活用することで、今年に従業員数を増やさずにクラウド売上高を「加速度的なペースで」成長させられるとクライン氏は考えている。

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]

Why We Should Cool Down the Rhetoric Over AI
生成AIを巡る議論はクールダウンを

2022年11月に生成AI「チャットGPT」が公開され、AI関連銘柄が急騰



ILLUSTRATION BY ELIAS STEIN

ポピュラーな人工知能（AI）アプリケーションの出現は、この技術を救世主として受け入れるべきか、それとも存続の危機として受け入れるべきかについて、多くの活発な議論を巻き起こしている。先週、ベンチャーキャピタリスト2人の議論が熱を帯びた。

チャットGPT開発企業のオープンAIの投資家、ビノッド・コースラ氏は、AIは米国の国家安全保障にとって核兵器の登場よりも「もっと深刻な」脅威であると、X（旧ツイッター）に投稿した。ベンチャーキャピタリストのマーク・ア

ンドリーセン氏は、コースラ氏がオープンソースというAIイニシアチブを禁止すべく支持を集めようとしていると、コースラ氏を非難した。オープンAIの競合先もオープンソースのAIイニシアチブを基盤としている。

両者ともそれぞれの言い分を主張している。米国政府がオープンソースのAIモデルに関する規制を導入すれば、オープンAIは恩恵を受けるだろう。一方、アンドリーセン氏が設立したベンチャーキャピタル会社のアンドリーセン・ホロウィッツは、オープンソースのAI技術に依存するスタートアップ企業に投資している。

大きな議論は、目下の現実から経営陣、顧客、投資家の目をそらしてしまう危険がある。AIは既に素晴らしい生産性向上ツールとなっている。魔法ではない。AIモデルは既に世の中にある知識を利用して学習し、既存の情報を利用して合成する。

今のところ、AIにおける健全な競争は配当を生んでいる。先月だけでも、オープンAI、フランス新興AIのミストラル、米IT大手のグーグル、米スタートアップ企業のアンソロピックにより大きなAIの進歩があった。AIの人気が高まるにつれ、投資家のみならず人類にとって、このテクノロジーそのものについて冷静な議論を行うことが最善となるだろう。核兵器の話は軍に任せておこう。

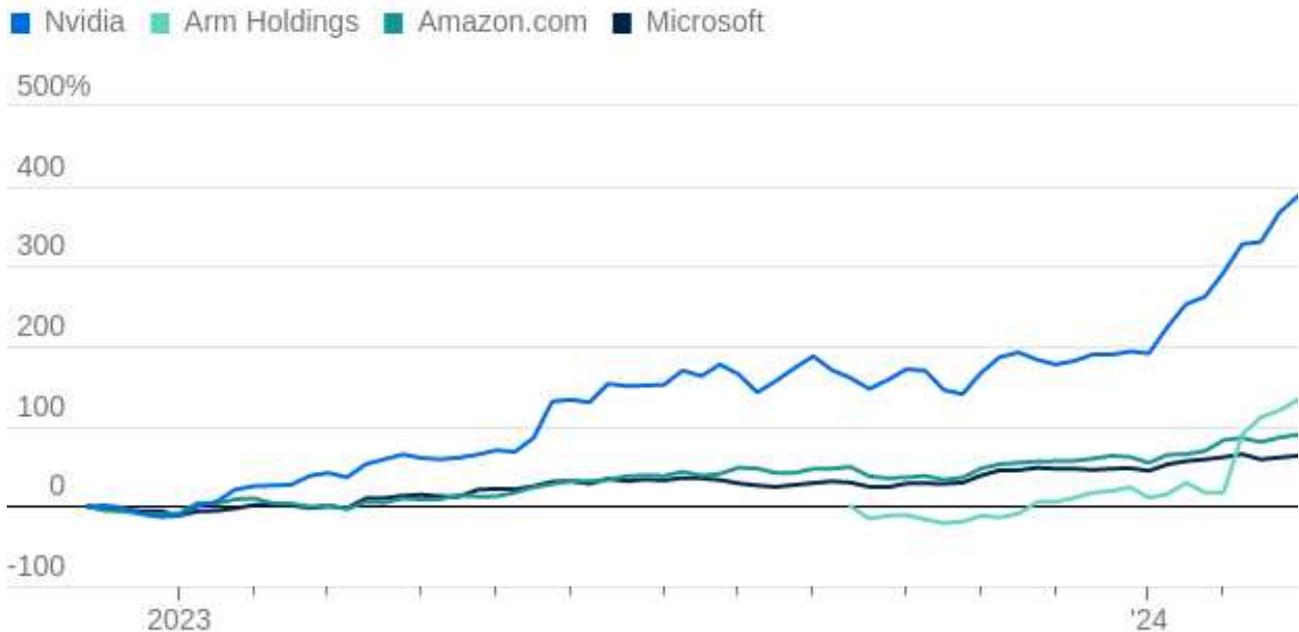
先週の出来事

株式市場

代表的な暗号資産（仮想通貨）のビットコイン<BTCUSD>は時価総額で1兆3500億ドルの史上最高を記録し、ビットコイン上場投資信託（ETF）の運用資産は500億ドル貢献した。中国は2024年経済成長率の目標を5%前後に設定し、貿易の伸びは予想を上回った。電気自動車（EV）大手テスラ<TSLA>の株価は4日に7.2%下落し、S&P500指数構成銘柄のうち同日における最悪のパフォーマンスとなった。地方銀行のニューヨーク・コミュニティ・バンコプ<NYCB>は23%下落し、救済のため10

Takeoff

Since OpenAI introduced ChatGPT in November 2022, stocks associated with different aspects of artificial intelligence have soared.



億ドルの支援を受けた。米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は、FRBの利下げは「そう遠くない」と述べた。2月の雇用統計での雇用者数は前月比27万5000人増と、市場予想を上回った。週間ベースではダウ工業株30種平均（NYダウ）は0.93%下落、S&P500指数は0.26%下落、ナスダック総合指数も1.17%下落した。

企業動向

小売りのターゲット<TGT>の業績は予想を上回ったが、大型デパートチェーンのノードストローム<JWN>の通期予想は期待外れだった。マイクロソフト<MSFT>は、チャットGPTを構築する目的でニューヨーク・タイムズ（NYT）紙の記事を違法に何百万本もコピーしたとする同紙のの訴訟につき、却下を求めた。オープンAIはイーロン・マスク氏の訴えに反論するため、マスク氏の電子メールを公開した。同メールでは、マスク氏はオープンAIの利益追求イニシアチブを支持している。欧州連合（EU）の行政執行機関は、アップル<AAPL>のアプリストア「アップストア」をめぐる、アップルに19億7000万ドルの制裁金を科した。バイデン大統領は力強い一般教書演説で、法人税を15%から21%に引き上げることを提案した。

M&A（合併・買収）等

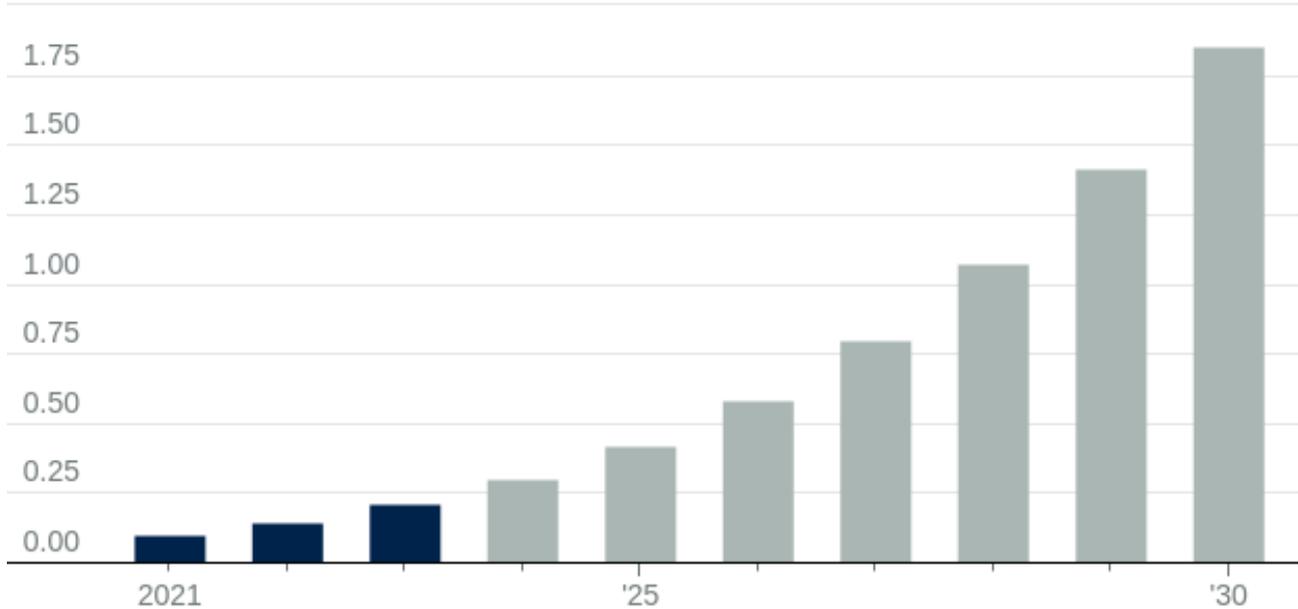
不動産に特化した投資会社アークハウス・マネジメントと世界的な資産運用会社ブリゲード・キャピタルは、百貨店大手メーシーズ<M>に対する入札額を1株当たり21ドルから24ドルへと14%引き上げた。米国格安航空会社のジェットブルー<JBLU>と同スピリット航空<SAVE>は38億ドルの合併合意を解消した。通信機器メーカーのヴィアヴィ・ソリューションズ<VIAV>は、ロンドン上場のスピレント・コミュニケーションズ<SPT>に対し、投資会社シルバー・レイクからの4億ドルの転換社債を資金源として12億7000万ドルの買収を提案した。

今週の予定

Numbers Game

Forecasts predict continuing rapid growth of the global market for artificial intelligence.

\$2.00 trillion



Note: Gray bars are estimates

3月11日（月）

超大型株ソフトウェア会社の2社が決算発表。オラクル<ORCL>は11日の引け後に、アドビ<ADBE>は14日の引け後に、それぞれ決算を発表する。オラクルの株価は年初来6.6%上昇しているが、アドビは7.5%下落している。

3月12日（火）

米労働省労働統計局（BLS）が2月の消費者物価指数（CPI）を発表する。コンセンサス予想は、前年同月比3.1%の上昇で、1月の数字と同じ。変動の大きい食品とエネルギーを除いたコアCPIは前年同月比3.7%の上昇予想で、1月と比べて0.2%ポイント低下。コアCPIの年間上昇率は2021年5月以来の低水準となる。

3月14日（木）

米商務省が2月の小売売上高を発表。エコノミストは、小売・外食産業への支出は前月比0.7%増と予想、1月は0.8%減だった。

3月15日（金）

ミシガン大学が3月の消費者景況感指数を発表。2月の消費者の1年先インフレ期待は3.0%と3年ぶりの低水準に近く、インフレ期待が十分安定していることを示唆している。

By Tae Kim
(Source: Dow Jones)

『バロンズ・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。

『バロンズ・ダイジェスト』 2024/03/10

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、米バロンズ編集部による記事執筆時点の値である場合があります。

Copyright © 2024 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます