

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2024/03/24

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. メディケア・アドバンテージが攻撃的に - Medicare Advantage Is Under Fire [カバーストーリー]
加入者の健康と家計への影響は P.1
2. ターゲット・デート・ファンドは売り時か - Time to Dump Your Target-Date Fund? [フィーチャー]
自身の年齢以外にも考慮すべき点 P.7
3. AIが小売業界を変える中、初期の勝ち組銘柄を紹介する - AI Will Transform Retail. These Stocks Are Early Winners. [フィーチャー]
技術が本格化すれば、小売業界の生産性は年間6600億ドル改善するとの試算も P.10
4. 独占禁止法違反で提訴されたアップル、低迷する株価に追い討ち - Apple's Antitrust Lawsuit Is Another Unneeded Bruise. [ハイテク]
利益ある成長をどう描けるか P.13
5. 各国中銀の緩和姿勢に感謝、すべて順調 - The 'Everything' Rally Rolls On. Thank You, Central Banks. [コラム]
景気後退なしにインフレ低下の期待 P.16
6. 住宅販売市場に活気 - Home Sales Are Stirring. Zillow Needs the Help-and Some New Ideas. [投資戦略]
オンラインで推定価格サービスを提供するジローに注目 P.17
7. VIX指数が落ち着いているのはETFによるオプションの売りが原因か - Is Options Selling by ETFs Behind the Placid VIX? [コラム]
ファンダメンタルズの反映という見方も P.20
8. 新たな急成長期を迎えるマイクロン - Micron Shares Are Riding the AI Wave. Why That's Not Hype. [ハイテク]
AI向けメモリー需要増大の波に乗る P.22
9. 大型ハイテク株は堅調で、さらなる上昇があり得る - Big Tech Is Alive and Well-and Can Carry the Market Even Higher. [米国株式市場]
モメンタム主導の相場展開 P.24
10. 先週の出来事と今週の予定 - A Bentley Isn't Just Another Car. It's as Unique as a Customer Can Afford. [経済関連スケジュール]
高級車のベントレー、カスタマイズで個性的に変身 P.26

※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た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. メディケア・アドバンテージが攻撃的に Medicare Advantage Is Under Fire 加入者の健康と家計への影響は

[カバーストーリー]

一体型の医療保険プラン



Illustration by Ricardo Tomas

退職コンサルタントのマルシア・マンテル氏（62）がメディケア（高齢者向け医療保険制度）の加入資格を満たすのは数年先だ。しかし、メディケア・アドバンテージ・プラン（民間医療保険会社がメディケアの保障を代替する一体型のプラン）には入らないと決めている。マンテル氏は「自己負担の合計が急増する可能性がある。テレビコマーシャル（CM）ではいつでも別のプランに切り替えられるかのようにうたっているが、実際はそうではない。今後30年を左右する決断だ」と語る。

メディケア・アドバンテージに関する懸念は高まっている。アドバンテージはメディケア・パートCとも呼ばれ、3000万人以上が加入している。一部の大手運営会社（特に医療保険会社ヒューマナ<HUM>）はコストの急増と利益の減少を明らかにしており、株価が下落している。この傾向が続けば、付帯給付の削減や保険金不払いの増加につながる可能性がある。

一部の医療機関は収入減と事務負担を理由にアドバンテージへの対応を取りやめた。連邦政府は、コスト増の原因となっている保険業界の慣行に関して、アドバンテージのプランを精査している。バイデン政権はマーケティング手法にも注目しており、CMが消費者の誤認を招く恐れがあるとしている。

先行きは不透明だが、消費者が政府、医療機関、保険会社の戦いに巻き込まれていることは確実だ。メディケア市場におけるコスト圧力が高まる中で、消費者はどのプランを選ぶべきかという複雑な決断に直面している。その長期的な結果は、家計だけでなく、健康にも影響を及ぼす可能性がある。

メディケアの加入資格者のうち、半数強がアドバンテージに登録している。アドバンテージは、入院をカバーするパートA、外来診療をカバーするパートBに加え、連邦政府が運営する従来のメディケアには含まれない費用保障が含まれている。バイデン政権によると、2023年から2024年にかけて、アドバンテージの加入者数は7%増加する見込みだ。

保険会社にとって、アドバンテージは収益性が非常に高い。しかし、状況は変わりつつある。医療コストの上昇により、患者、政府、保険会社、医療機関から成るエコシステムの負担が増している。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）直後に人件費などが急増したことも、医療コストの上昇をあおることとなった。

ヒューマナのブルース・ブルサード最高経営責任者（CEO）は1月のアナリスト向け説明会で、来年に業界全体でアドバンテージの保険料が「見直される可能性がある」と述べた。経営コンサルタント会社マッキンゼーの最近のリポートは、アドバンテージが過去20年以上で最大の変化の渦中にあると指

摘している。

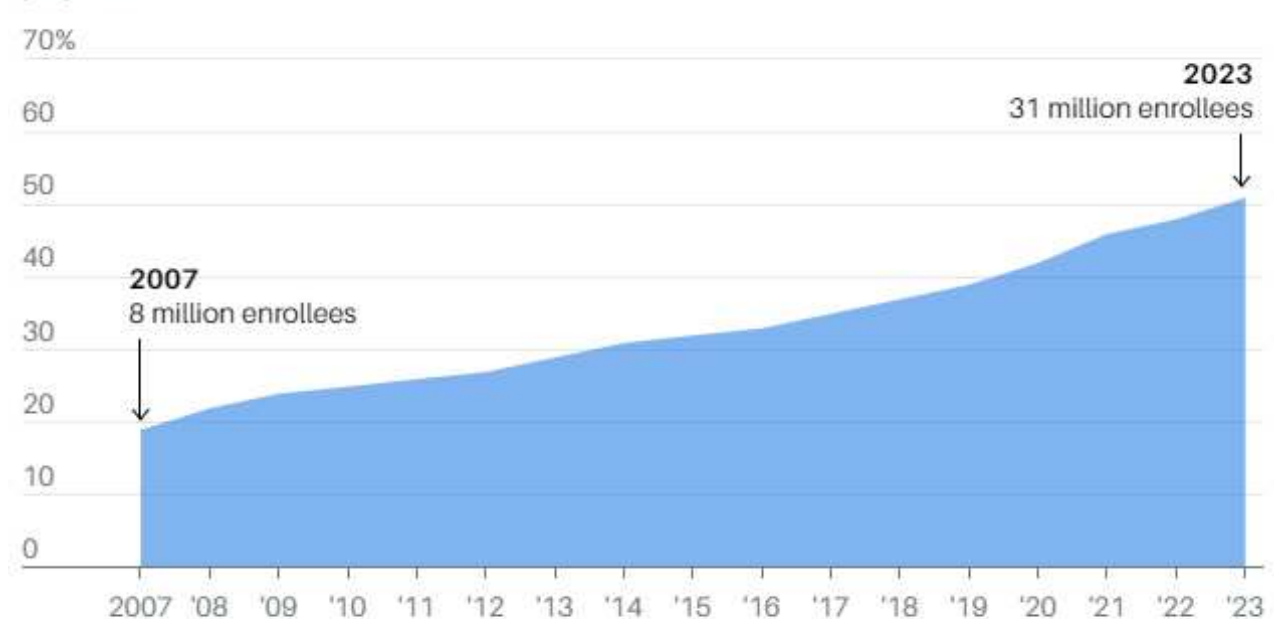
アドバンテージ・プランの変更は早くても2025年まで有効にならないため、受給者は今のところ心配しなくてもよい。しかし、現在65歳で、アドバンテージと従来型メディケアを比較している消費者に時間の余裕はない。消費者がメディギャップ保険（メディケアを補完するための民間医療保険）に加入したい場合、アドバンテージから従来型メディケアに切り替えられない可能性がある。

保険料は安い、結局割高になることも

Popular Advantage

More than half of Medicare recipients now get their benefits through Advantage plans.

Medicare Advantage enrollees as a percentage of the eligible Medicare population



Source: KFF

アドバンテージ・プランは確かに割安に見える。処方薬保障付きプラン加入者の70%超の月額保険料は無料で、全体平均もわずか18.5ドルだ。従来型メディケアでは通常、自己負担を抑えるために、医薬品をカバーするメディケア・パートDとメディギャップ保険を購入するので、アドバンテージよりコストがかかる。

しかし、アドバンテージは、従来型メディケアとメディギャップを足した範囲と同等の保障を提供できない。また、米国肥満学センターの最高財務責任者（CFO）で業界コンサルタントのルイス・インブログノ氏は、保険料が特に安いアドバンテージ・プランは保険金不払いが多い可能性がある」と指摘する。インブログノ氏は、加入者は「なぜ保険料を大幅に安くできるのか」を考える必要があると言う。

アドバンテージ加入者は、外来診療に関しては月額174.7ドルの保険料を支払う（高所得者の保険料はさらに高い）。ほとんどの加入者は十分な職歴を有するため、パートAの保険料が無料になる。医薬品

の保障は通常、アドバンテージに含まれるため、医薬品プランを単独購入する必要はない。

アドバンテージ加入者は、長期的に見て資金を節約できるという研究もある。ヘルスケア業界が資金提供している非営利団体の従業員福利厚生研究所によると、従来型メディケアとメディギャップの加入者である夫婦は、退職後の医療費をカバーできる確率を90%とするには35万1000ドルが必要だ。アドバンテージに加入している場合、必要額は18万9000ドルになる。

従来型メディケアが割高になる主な理由はメディギャップだ。メディケアだけではサービスの80%しかカバーできず、患者は残額を自己負担しなければならない。そのため、41%の加入者はメディギャップにも加入している。最も包括的なメディギャップは、年額240ドルで検査や通院などのサービスを100%保障する。

アドバンテージも自己負担を保障しているが、上限がある。医療系シンクタンクのカイザーファミリー財団 (KFF) によると、2024年の最大自己負担保障額は1万3300ドルで、多くのプランの上限額はそれより低い。アドバンテージの加入者はメディギャップに加入できない。

アドバンテージには他にも欠点がある。多くのプランは健康維持機構 (HMO、会員制の医療保険システム) 型で、加盟医師の限られたネットワーク内でしか保障を受けられない。専門医がネットワークに加盟していない場合、外来診療は保障されず、保険料の安さによる節約分を相殺する。また、特定の治療や検査には事前承認が必要なが多い。保障を拒否されるか、健康状態が悪化してさらなる治療や専門医の受診が必要になった場合、従来型メディケアとメディギャップの組み合わせよりはるかに割高になることもある。

政府がアドバンテージによって支出を節約できているかは疑わしい。アドバンテージでは、政府は各個人の健康状態などにに基づき、加入者1人当たりの定額を保険会社に支払う。従来型メディケアでは、サービス出来高ベースで医療機関に支払いを行う。アドバンテージの支払いは定額であるため、割高で不必要な治療やサービスを提供しないインセンティブが働くとされている。

しかし、一部の業界慣行によって、コストは膨らんでいるようだ。司法省は、保険会社が政府からより多くの支払いを受けるために、患者が深刻な疾患であるかのように装っていると告発している。この慣行は「アップコーディング」と呼ばれる。メディケアおよびメディケイドサービスセンターは、アドバンテージ運営組織への支払いの9.5%が、アップコーディングなどの不正によるものだと推定している。

アドバンテージでは政府が支払う医療費が全体的に増えている。米議会の独立諮問機関であるメディケア支払い諮問委員会の推定では、2024年にアドバンテージに支払われる金額は、これらのプランがサービス出来高ベースの従来型メディケアだった場合の支出額を880億ドル上回る。

■ 保険会社もコスト増に苦戦

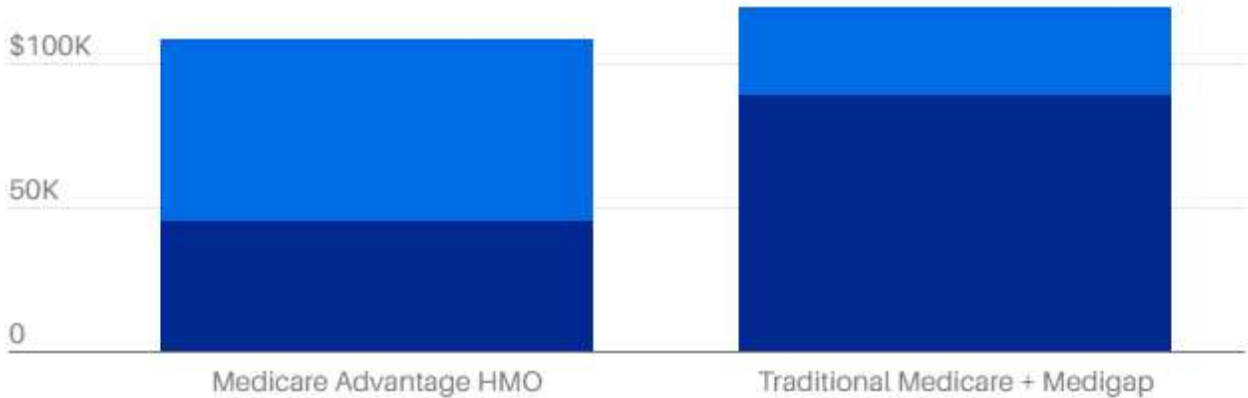
保険会社は長年にわたり、アドバンテージを収入と利益のけん引役と考えてきた。ムーディーズの最近のレポートによると、アドバンテージは医療保険セグメントの中で最も堅調に成長しており、1人当たりの収入と利益が最も大きい。

Healthcare Gamble

Advantage plans have lower premiums and higher out-of-pocket costs than traditional Medicare plus Medigap. One-time medical events may sharply increase out-of-pocket spending under Advantage.

65-Year-Old Male, Diabetes

■ Premium ■ Out-of-Pocket Costs



Note: National Averages starting at age 65; assumes male lives to 77; out-of-pocket costs include prescription drug costs.

Source: HealthView Services

ヒューマナは580万人以上のアドバンテージ加入者を有する。昨年はヒューマナ全体の保険料およびサービス収入の約81%（857億ドル）をアドバンテージが占めた。ヒューマナは事業全体をアドバンテージ中心に構築しており、アドバンテージ・プラン販売のために営業担当者を約3500人配置している。なお、ヒューマナの広報担当者はコメントを拒否した。

しかし、保険会社はコスト圧力などの要因によって苦しい状況になりつつある。パンデミックの間は落ち着いていた外来診療件数が急増したため、保険会社の損害率（保険料収入に対する保険金の割合）は上昇している。高齢化に伴う医療需要の高まりも、保険の利用率を押し上げている。

保険会社が医療機関への支払いを節約して利益を守ろうとする一方で、医療機関は反発している。キャメロン地域医療センターの管理者、ジョー・アブラッツ氏は、ほとんどのアドバンテージ・プランは従来型メディケアより支払いが20%少ないと語る。また、従来型メディケアに比べてアドバンテージの加入者が増えていることもあり、病院の財政に壊滅的な影響を与えていると言う。

アブラッツ氏によると、キャメロン地域医療センターは昨年、ヒューマナと医療保険大手シグナ<CI>との契約を解除しており、今年6月か7月には同業のエトナとの契約も解除する予定だ。収入減により、医療センターは高齢者と低所得者向けの初期診療クリニック2軒を閉鎖しなければならなかった。

病院にとって、アドバンテージは収入が減るだけでなく事務負担も増える。アドバンテージでは通常、初期診療以外の多くの治療に事前承認が必要だ。そのため、事務量が増え、保険金支払いを拒否される可能性が高まる。インブログノ氏は「事務量増加と収入減のダブルパンチだ」と指摘する。

アドバンテージは、従来型メディケアならば保障対象になるサービスの保険金支払いを拒否するという証拠もある。米保健福祉省監察官室が2022年に発表したりポートによると、アドバンテージ・プランが拒否した事前承認請求のうち13%はメディケアの保障規則を満たすものだった。一例として、アドバンテージ・プランが先進的な画像診断の前にレントゲン検査を要求したケースが挙げられている。

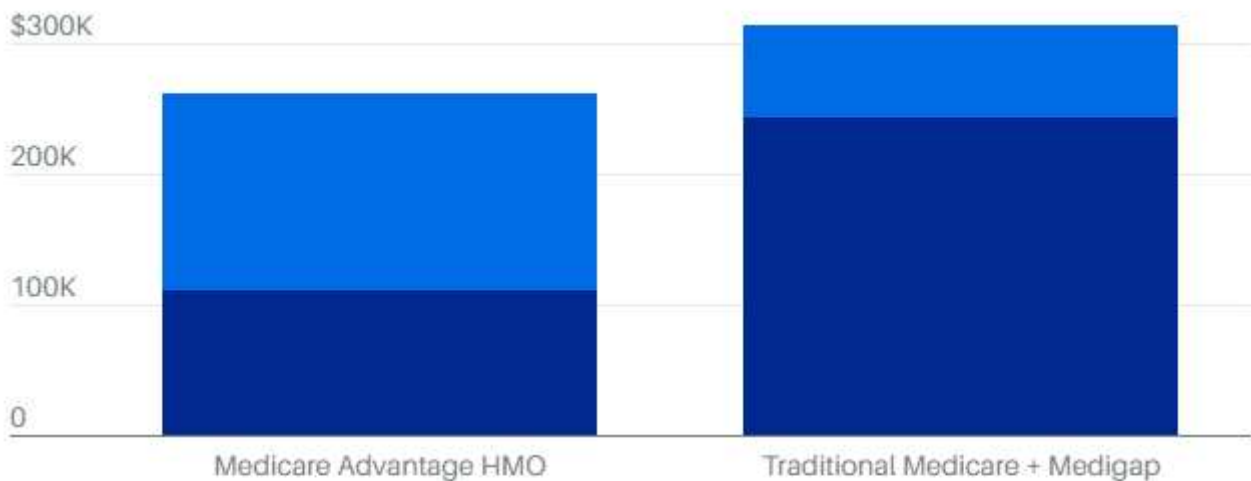
バイデン政権は、業界の好ましくない慣習を規制しようとする一方で、アドバンテージを運営する保険会社に多額の資金を提供すると述べている。政権は2024年から2025年にかけて保険会社への支払いを3.7%（160億ドル超）増やすことを提案している。実際の金額は4月1日までに発表される。バイデン政権は、アップコーディングの規制、「搾取的」なマーケティングの取り締まり、ブローカーや代理店への過度な報酬の抑制にも取り組んでいる。

しかし、アドバンテージのCMが減る兆しはない。KFFが昨年発表した調査によると、2022年秋のメディケア年次登録期間に1日当たり9500回のCMが放送された。アブラッツ氏は「利益が出ていなければCMは放送できないはずだ」と語る。

■ どちらが良いかは一概には言えない

65-Year-Old Female, Cardiovascular Disease

■ Premium ■ Out-of-Pocket Costs



Note: National averages starting at age 65; assumes female lives to 88; out-of-pocket costs include prescription drug costs.

Source: HealthView Services

アドバンテージと従来型メディケアのどちらが得なのかという問いは、簡単には答えられない。

法律上、アドバンテージ・プランはメディケア・パートAの入院保障とパートBの外来保障をすべてカバーしていなければならない。2022年のKFFによる調査では、アドバンテージと従来型メディケアのどちらの医療成果が優れているかを示す決定的証拠は見つからなかった。患者の満足度も同等だ。金

銭的なトレードオフもはっきりしない。アドバンテージは割安に見えるが、コストが積み重なり、保険料の節約分を相殺する可能性がある。

問題を複雑にしている一因は、ネットワークに加盟している医師や病院が限られることだ。HMOでは、がん患者は地元の優れた専門医の診療を受けられないかもしれない。何らかの治療法を見つけたとしても、事前承認が下りない可能性もある。さらに、アドバンテージ・プランでは、医療機関での請求額が増える傾向にある。KFFが2020年に実施した分析では、アドバンテージ加入者の半数以上で、5日間の入院による支払額が従来型メディケアを上回った。

病気になる頃には、アドバンテージを解約してメディケアとメディギャップに切り替えようとしても遅いことが多い。一部の例外を除くと、メディギャップに確実に加入できる時期は、メディケアに初めて加入するタイミング、つまり通常は65歳の誕生日前後だ。それ以外の期間だと、健康状態によってメディギャップの保険料が増えたり、加入を拒否されたりする恐れがある。

こうしたルールにより、多くの加入者はアドバンテージにとどまっている。2022年に米国医師会雑誌（JAMA）ヘルス・フォーラムで発表された調査によると、2019～2020年にアドバンテージから従来型メディケアに移行した加入者はわずか2%だった。

アドバンテージ・プランを販売している人々の中にさえ、個人的にはアドバンテージを利用しないという人もいる。コモンウェルス財団が実施した調査では、メディケア・プランを販売するほとんどのブローカーと代理店は、従来型メディケアとメディギャップの方が保障内容や選択肢が優れているため、個人的にはそちらを選びたいと回答した。

2024年のアドバンテージ・プランは既に決定しているため、給付内容が大幅に変わったり、保険料が急激に引き上げられたりすることはない。しかし、アブラッツ氏は、利益が引き続き圧迫されるならば、保険会社は支払い拒否を増やすことで利益を確保しようとするだろうと言う。医師と病院への支払額を減らしたり、月額保険料を引き上げたりする可能性もある。付帯給付（ジムの無料会員権など）を削減するという選択肢もある。最近のUBSのレポートでは、ヒューマナは一部の給付を削減する可能性が高いとされている。

消費者はメディケア加入に当たり、中立的な第三者の助けを求めるべきだろう。コモンウェルス財団のグループ調査では、ほとんどの保険ブローカーと代理店は、メディギャップよりもアドバンテージ・プランを販売する方が高い手数料を得られると述べた。州の医療保険支援プログラムを利用すれば、公平な支援を受けられるはずだ。

By Elizabeth O'Brien
(Source: Dow Jones)

2. ターゲット・デート・ファンドは売り時か Time to Dump Your Target-Date Fund? 自身の年齢以外にも考慮すべき点

[フィーチャー]

便利なターゲット・デート・ファンドにも問題が



Illustration by Ricardo Tomas

ターゲット・デート・ファンドは、とてつもない課題の簡素化に役立っている。つまり、30年超に及ぶ可能性のある退職後の生活を維持するために十分な資金を蓄えているのだ。とはいえ、型通りで出来合いの商品設計が若者世代にとっては有効な一方で、投資家は年を取るにつれて内容を変更する必要があるかもしれない。

ターゲット・デート・ファンドの現在の規模は約3兆3000億ドルで、確定拠出年金（401k）やその他の退職年金が大きな割合を占めている。業界最大手のフィデリティ、バンガードおよび

ティー・ロウ・プライス・グループ<TROW>の3社は合計で、1兆ドル超のターゲット・デート・ファンドを運用している。

ターゲット・デート・ファンドは、保有者が退職に近づくにつれて、株式と債券の割合を一層保守的になるように徐々に調整する。ファンドは5年刻みの名称で提供される。2050年の退職を考えているのであれば、2050年ファンドに投資することになる。ターゲット・デート・ファンドの主な利点は、投資家が退職に近づくにつれて一層保守的になるとの想定の下、投資の構成を株式から債券へ徐々にシフトさせることで、手間がかかることを投資家に代わって行ってくれることだ。ターゲット・デート・ファンドは、2006年年金保護法を受けて広く普及した。

とはいえ、人々は年を取るにつれて、そのニーズは汎用性のある想定から離れていく傾向にある。そして、各ファンド会社は、退職間近の年齢において適切と考える投資構成の点で大きく異なっている。ターゲット・デートにおける株式の割合を20%と想定する会社もあれば、最高56%に設定する会社もある。

オールスプリング・グローバル・インベストメンツで退職関連部門を率いるネイト・マイルズ氏は、「ターゲット・デート・ファンドは素晴らしい投資商品だと考える。ただ、55歳になると、25歳の時ほどには適していないだけだ」と語る。マイルズ氏によると、若い人々が幾つかの重要な点で同じような傾向にあることが問題の一因だ。つまり、若い人々の最大の資産は、人的資源または数十年にわたって資金を稼ぐ能力だ。しかし、年を取るにつれて、労働者の経験は大きく異なるようになる。例えば、401k以外で資産を蓄える人もいれば、子供や高齢の両親の世話をするために働けなくなる人もいる。

ターゲット・デート・ファンドはその設計上、各個人の状況には適合しない。その単純さは、資産でもあり負債でもある。退職直前の人および退職者にとって、ターゲット・デート・ファンドがまだ有効か否かを考える上で重要な点を幾つか挙げておく。

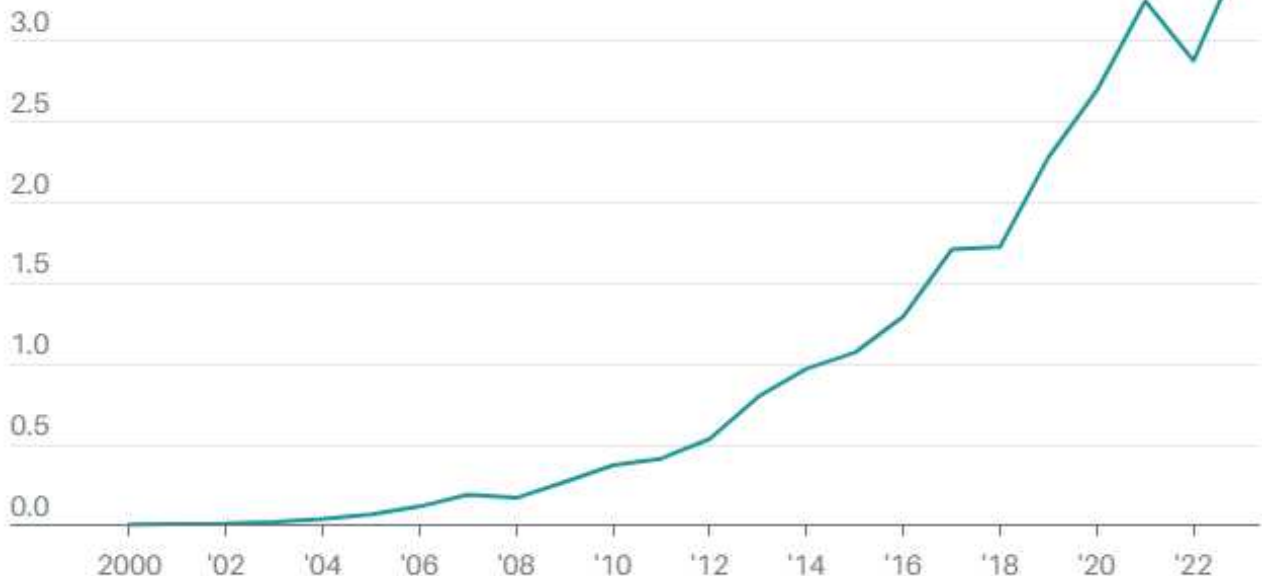
どの程度保守的でありたいか

Target-Date Funds Take Off

These retirement-oriented funds have surged in popularity, thanks mostly to a 2006 law that allowed them to be the default investment in 401(k) plans.

Total target-date assets*

\$3.5 trillion



ターゲット・デート・ファンドは時間の経過とともに、債券の割合が高まって行く。退職者のインカムと安定性に対するニーズが高まると想定しており、株価が下落した場合に債券がその価値を保ってショックを吸収すると見込まれている。

とはいえ、債券は米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げに伴って、過去最悪の時期を経験した。2022年には債券と株式の両方が損失を出し、ターゲット・デート・ファンドのモデルが破綻したのではないかという疑問が浮上した。2023年は、債券が上昇に転じて株式も大幅に上昇したために状況は回復した。FRBが年内に3回利下げすると予想されているため、債券の見通しは改善した。

ターゲット・デート・ファンドの投資家にとっての主な検討事項は、「退職まで」のファンドと、「退職後まで」のファンドのどちらを保有するかだ。目標としている退職の年の資産配分を最も保守的にするファンドがあり、それは「退職まで」のファンドと呼ばれている。そのようなファンドは、退職後には資産配分を固定する。「退職後まで」のファンドは、退職後（10年から15年後）に資産配分を最も保守的とする。

ファンド会社の哲学次第で資産構成は大きく異なる。モーニングスターによると、2025年ファンドの株式の構成比は、「退職まで」のファンドの20%から、「退職後まで」のファンドの56%まで幅がある。一方で若者向けのファンドにおける差は小さく、2055年ファンドの株式の構成比は、「退職まで」のファンドが98%で「退職後まで」のファンドは80%となっている。

どちらのタイプのファンドを保有しているかを知っていて損はない。知らなければ、望む以上に保守的または積極的なファンドを保有する結果になりかねない。

■ その他の貯蓄手段を計算しているか

ターゲット・デート・ファンドは、他に貯蓄がないことを想定している。それは、多くの米国人に当てはまるが、個人退職勘定（IRA）やその他の勘定で資金を保有している人々はポートフォリオを総体的に検討する必要がある。

ターゲット・デート・ファンドで「退職まで」のアプローチを取るアメリカン・センチュリー・インベストメントのマルチアセット・ストラテジーの最高投資責任者（CIO）であるリッチ・ワイズ氏は、株式の構成比を85%としている自社の2065年ファンドに投資している。ワイズ氏は、「私は20歳ではない」と述べるが、401k以外で保守的な資産を保有しているため、401kの中では一層積極的なファンドの保有を望んでいる。

ワイズ氏は、目標としている退職年に適した資産構成ではなく、自身が好む資産構成に対応するファンド（「オフデート」）を選んでいる。それは、ターゲット・デート・ファンドの資産配分とリスク許容度や目標が異なる場合に、投資に関する多くのプロが推奨する手段でもある。

キャピタル・グループのグローバル資産クラスサービスを率いるマディ・デスナー氏は、2022年初期のデータによると、アメリカン・ファンドのターゲット・デート・ファンドの投資家の約23%がオフデートとしていると述べている。

ターゲット・デート・ファンドを売却して、他のファンドに乗り換えることも、一つの選択肢だ。ファイナンシャルアドバイザーのジョーダン・ナファ氏はある顧客でそれを実行した。その顧客は401kで100万ドル相当のターゲット・デート・ファンドを保有していた。現在50代半ばで、ターゲット・デート・ファンドが想定している65歳ではなく60歳前後での退職を考えている。顧客が保有していたのは、バンガードの2025年ファンドで、株式と債券の構成は53%と47%だった。ナファ氏は、顧客の資金が退職後の期間も残る可能性を高めるために、株式の配分を高める必要があると判断した。そのため顧客は、ターゲット・デート・ファンドを売却して、401kで提供されている株式と債券の割合が75：25の別のファンドに乗り換えた。

ナファ氏は、「ターゲット・デート・ファンドは素晴らしいもので、顧客の役に立ったが、顧客は当時、さらなるカスタマイズが必要だった」と言う。

■ カスタマイズされたストラテジーを検討する

働いている間に401kの中で調整することも良い選択肢だ。拠出金は給料から自動的に差し引かれるために、税金を繰り延べるファンドか税引き後のファンドから他方へ乗り換えても、税金上の影響はない。一方で、401kは企業向けの優遇措置を伴っている可能性があり、401kから脱退すると不要な追加的コストがかかるリスクもある。

ターゲット・デート・ファンドは、死亡時に資産が枯渇することが望まれていると想定しており、保険数理表を利用して寿命を予想している。ストリート・スマート・フィナンシャルの社長であるラン

ド・スペロ氏は、家族または慈善団体に資金を残したいのであれば、より積極的に投資するのも良いだろうと言う。スペロ氏は、ターゲット・デート・ファンドの型通りのアプローチは、高齢者にとって問題になるとみている

By Elizabeth O'Brien
(Source: Dow Jones)

3. AIが小売業界を変える中、初期の勝ち組銘柄を紹介する

[フィーチャー]

AI Will Transform Retail. These Stocks Are Early Winners.

技術が本格化すれば、小売業界の生産性は年間6600億ドル改善するとの試算も

話題はもっぱらAI

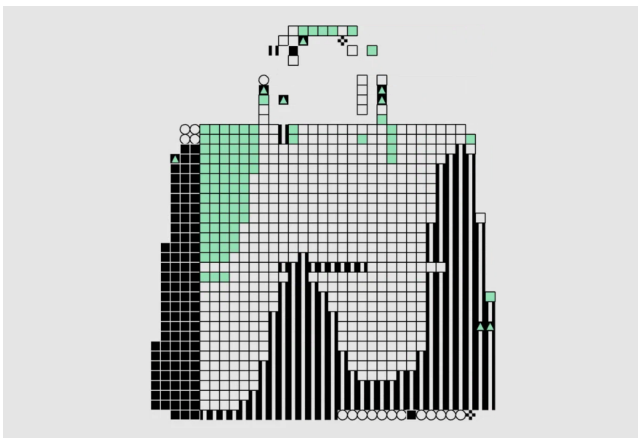


Illustration by Tameem Sankari

2022年のチャットGPTの立ち上げ以降、チャンドゥ・ネア氏は人工知能（AI）の話題から逃れられない。米住宅メンテナンス・修理用品チェーン店のロウズ<LOW>でデータ、分析、計算知能、およびロウズ・イノベーション・ラボ、マーケティング・テクノロジーの担当上級副社長を務めるネア氏は「誰もがAIを話題にする。どのフォーラムでも、ほぼ確実にこのトピックについて触れねばならない」と述べている。

AIに対する熱狂はアメリカのビジネスに浸透しており、小売業界も例外ではない。ロウズや米

大手スーパーマーケットチェーンのウォルマート<WMT>のような大型店舗チェーンストアから、婦人服・インナーを販売するヴィクトリアズ・シークレット<VSCO>やファッションレンタルのレント・ザ・ランウェイ<RENT>のような専門店に至るまで、生産性と収益性の向上への期待から各社はAI投資を活発化させている。

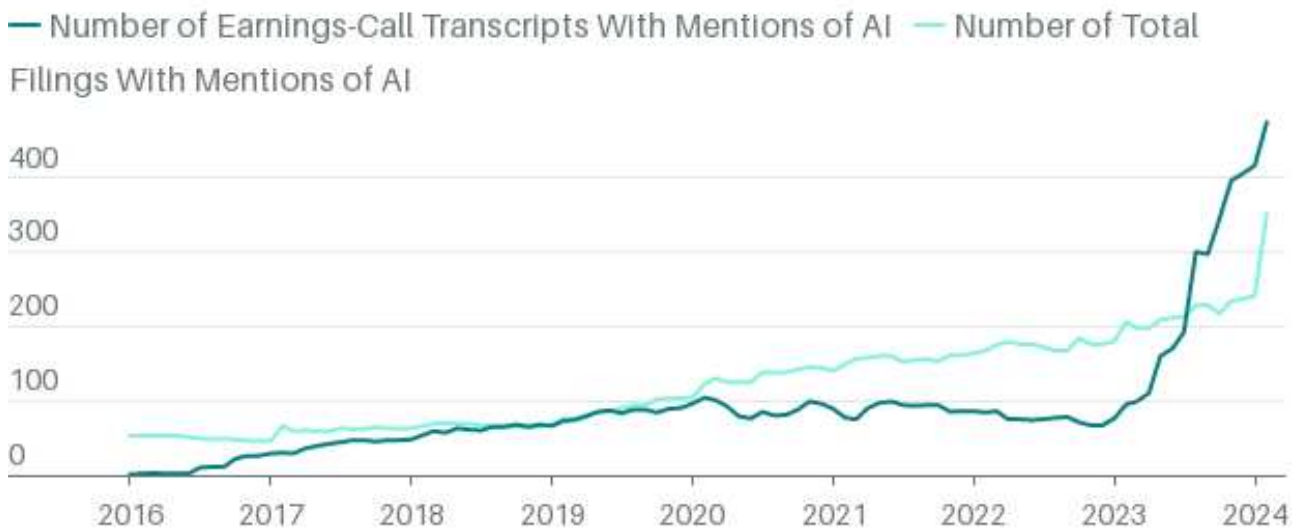
生成AIは新しい何かをもたらす

多くの小売企業は、需要予測、サプライチェーン・ロジスティクス、オンライン・ショッピングのアルゴリズムに関して、何年も前から何らかの形でAIを活用してきた。しかし、従来のAIが特定のインプットに反応し、結果を予測するのに対し、生成AIは新しいものを提供する。高度な機械学習に基づき人間知能の模倣を進化させ、会話に参加したり、画像、テキスト、動画、音楽、コンピューターコードを作成したりできる。

米コンサルティング大手、マッキンゼーの試算によれば、生成AIの利用によって世界経済に年間2兆6000億～4兆4000億ドルのプラス効果が期待でき、小売り・消費財セクターでは、技術が本格化すれば年間4000億～6600億ドルの生産性向上が見込まれる。AIは、顧客サービス、マーケティング、商品設計から在庫管理、価格設定、サプライチェーン管理に至るまで、小売業者の業務プロセスの合理化を大幅に促進できる。米金融サービスのTDカウエンは、AIが小売企業の粗利益率を最大0.6%ポイント上昇させる一方、人件費を2～9%削減できると予測している。

AI Buzz Grows Louder

Mentions of artificial intelligence have increased as consumer discretionary companies, including retailers, look for ways to integrate new technologies into their business models.



Sources: Stifel Think Tank Group, FactSet, U.S. Securities and Exchange Commission

生成AIの代表的な使用例はチャットボット

ロウズのネア氏のチームにとって、最初の課題は、何から始めるかを決めることだった。価値が高く、リスクが低く、徐々にテストを進められる複数のイニシアチブを中心に、チームはまとまった。その一つが「ロウズ・プロダクト・エクスポート」で、チャットGPTを搭載し、ロウズのマニュアル、操作手順書、製品パンフレットのデータベースに基づいて訓練されたチャットボット（自動会話プログラム）だ。顧客はこのチャットボットに、ホームインプルーブメントについてたずねたり、探している製品部品の写真を共有したりできる。するとチャットボットは、ロウズの製品やサービスへのリンクを紹介する。

チャットボットは、生成AIの使用例の中でも人気の高いものの一つになりそうで、実際に売上高の成長をけん引している。ヴィクトリアズ・シークレット、レント・ザ・ランウェイ、カナダのEコマース企業ショッピングファイ<SHOP>、ウォルマートもAI搭載の検索機能を展開している。ウォルマートの経営陣は、AI検索バーがウォルマートのアプリにおける検索件数を「ますます顕著な」数に押し上げていると述べている。

顧客情報管理ソフトウェア大手のセールスフォース<CRM>のバイスプレジデント兼リテール部長、ロブ・ガーフ氏は、数年以内に、AI検索チャットボットが検索機能に完全に取って替わる可能性があるという。

AI効果から増収が見込まれるが、小売業者は生成AIをマーケティングや顧客サービスといった労働集約的な業務に取り込み始めており、増益効果の方が大きいであろう。例えば、衣料品のラルフローレン<RL>は生成AIを活用して、マーケティング用のEメールやウェブサイト上の商品説明を作成して

いる。

ある研究では、AI投資は小売業者の生産性と利益率の改善に効果があることが示唆されている。全米経済研究所とスタンフォード大学によるワーキングペーパーによれば、カスタマーサービス担当者にAIを利用させると生産性が約14%上昇したと報告されている。

シュティーフェル・シンクタンク・グループのデービッド・シック副会長は、AIを活用したマーケティング活動により広告キャンペーンの投資利益率を改善するのに役立つと予想する。シック氏は、オンライン広告に多額の費用をかけるEコマース企業は、AIの活用により利益率を最大0.57%ポイント改善できると主張する。

AIの勝ち組に投資する

ほとんどの小売業者はまだAIについて手探り段階であり、AIモデルを拡張させるのに必要なデータが十分に整備されていない。約1400の小売業者を対象にしたセールスフォースの調査では、データを効果的に活用し充実した顧客属性を整備していると答えた回答者はわずか17%にとどまる。しかし、時間がたてばそれも変わっていくだろう。

投資家はこの1年程度、AIソフトウェアメーカーの株を買って上げた。シック氏の試算によれば、2022年11月にチャットGPT-3がリリースされてからの1年間で、メタ<META>（旧フェイスブック）や半導体大手エヌビディア<NDVA>、サイバーセキュリティのパロアルトネットワークス<PANW>などがけん引役となり、AIへのエクスポージャーが最も大きなS&P500指数の15銘柄は他の指数構成銘柄を66%アウトパフォームしたという。

小売業者は数十億ドルを費やしてソフトウェアメーカーからテクノロジーを獲得することになるだろう。TDカウエンの試算では、生成AIソフトウェアへの総投資額は2022年の10億ドル未満から2027年までに800億ドル超へ拡大すると見込まれる。

AI採用競争の勝ち組になる小売株もあるだろう。アナリストは、データ収集で先行した企業に優位性があると見る。顧客ロイヤルティプログラムが充実した企業とEコマース事業が最も有利な立場にいる可能性が高い。

TDカウエンのアナリストは、スポーツ用品大手ナイキ<NKE>とスポーツウエアのルルレモン・アスレティカ<LULU>はメンバーシップの規模が大きいため、AIを迅速に拡張できると語る。UBSのアナリスト、ソール氏はラルフローレンも勝ち組候補だと指摘する。ラルフローレンは何年にもわたり、デジタル機能を強化してきており、好調な四半期決算にも表れている。

ウォルマートも有力な勝ち組候補だ。テクノロジーに精通したウォルマートはマイクロソフト<MSFT>と提携して独自のAIテクノロジーを開発し、アプリの新たな検索機能とともに幾つかの施策を打ち出してきた。ジェフリーズのアナリスト、コーリー・ターロウ氏は、AIと自動化によりウォルマートは2029年度までに追加的に約200億ドルの利払い・税引き前利益（EBIT）を生み出し得ると考えている。

ソール氏は「今のところ、まだAIの初期段階にあるため、それほど明らかなでないが、いずれ、どの企

業がAIを使いこなして優位性を築き、どの企業がそうでないのかがはっきりしてくるだろう」と述べる。

投資家もしっかりと見極めていく必要がある。

By Sabrina Escobar
(Source: Dow Jones)

4. 独占禁止法違反で提訴されたアップル、低迷する株価に追い討ち

[ハイテク]

Apple's Antitrust Lawsuit Is Another Unneeded Bruise.

利益ある成長をどう描けるか

訴訟の影響



VCG/Getty Images

反トラスト法（独占禁止法）違反の疑いで米司法省がアップル＜AAPL＞を提訴するといううわさは数カ月前からあったが、21日に米司法省と16州・地区の司法当局がアップルに関して提出した訴状は、アップルの投資家にとって衝撃的なものだった。

最終的な結果がどうであれ、この訴訟は現在でも問題を抱えるアップルの株価に、連邦裁判所で決着がつくまでの過程で今後何年も影響を与えるだろう。しかし、アップルにはこの訴訟以外にも問題があり、差し迫った問題が今後の株

価を動かすことになるだろう。

司法省は、アップルが米国スマートフォン市場におけるiPhone（アイフォーン）の支配的地位を強固なものにし、iPhoneの販売をさらに拡大するための一連のサービスや周辺機器のビジネスモデル構築において、さまざまな戦略を用いて独占禁止法に違反したと主張している。

司法省はまた、アップルが長年にわたってユーザーの安全とプライバシーの擁護者であると自らを位置付けてきたのは、iPhoneと関連サービスの市場を確実に支配するための策略であるとも非難している。言い換えれば、アップルが商業的利益を得るために消費者の不安を利用していると言っているのだ。

アップルは、iPhoneが市場で独占状態である、あるいはその独占的地位を悪用しているという考え方に反発した。アップルは「この訴訟はアップルの独自性と、競争の激しい市場でアップル製品を際立たせている理念を脅かすものだ。この訴訟で司法省が勝てば（アップルが負ければ）、ハードウェア、ソフトウェア、サービスを併せ持つアップルが持つテクノロジーを創造する能力が削がれることになり、消費者の期待を裏切ることになる」と反論した。

この訴訟の金銭的な影響は極めて大きくなる可能性がある。ファクトセットによると、iPhoneの2024

年度の売上高は2000億ドル強になる見込みで、これは現在、市場で最も注目を集めている米半導体大手のエヌビディア<NVDA>の売上高の約2倍だ。iPhoneだけの会社として考えても、売上高において世界30大企業の一つになるだろう。

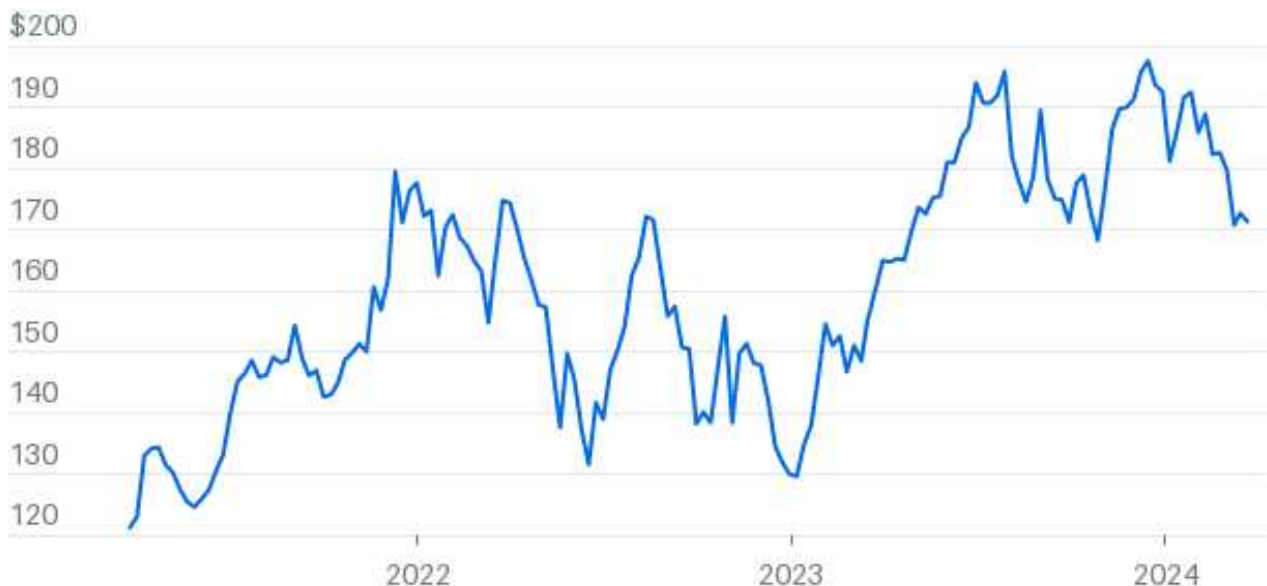
一方、アップルのサービスには音楽、ビデオ、データストレージ、アップストア、インターネット検索、その他さまざまなものがあり、売上高は年間で1000億ドルだ。加えてアップルウォッチで200億ドル、AirPod（エアポッド）、AirTag（エアタグ）、ケース、その他のアクセサリーでさらに数十億ドルの売り上げが見込まれる。

投資家は事態の深刻さを理解している。アップルの時価総額は提訴が発表された21日、約1000億ドル減少した。年初来でアップル株は10%超下落している。少し前まで世界最大だったアップルの時価総額は現在、マイクロソフト<MSFT>を約5000億ドル下回っている。

訴訟の行方、アップルの行方

Apple

(AAPL / Nasdaq)



Source: FactSet

本誌が詳しく伝えてきたように、アップルは事業を成長させる方法を見つけるのに苦労している。スマートフォンやPCの市場が飽和状態にある中、アップルの売上高は停滞している。独自の自動車を開発するという10年来の取り組みを最近断念したことで、人工知能（AI）で他のハイテク企業に後れをとっているとの懸念が市場では強まっている。また、大規模言語モデルに関する研究論文を14日に発表した但、グーグルなど他社とAIの活用について協議をしているという最近の報道は、アップルがまだライバル企業のAI能力に追いついていないことを示唆しているようだ。

司法省の裁判の影響はアップルのみにとどまらない。他のスマートフォンメーカーや、特にアルファベット<GOOGL>（アップル以外のほとんどのスマートフォンを支えるアンドロイド・ソフトウェア

を提供する)にとっても、この裁判は大きな意味を持つ。また、金融サービス、ゲーム、メッセージング、スマートウォッチなどの分野で、アップルが立ちはだかつてきたとみているさまざまなサービス・プロバイダーにも影響を及ぼす。

司法省は、ハイテク大手のアマゾン・ドット・コム<AMZN>、メタ<META> (旧フェイスブック)、アルファベットと係争中であるが、今回の提訴によって主要4社がそろった。また、中国の動画投稿アプリのTikTok (ティックトック) を米国市場から全面的に追放しようとする動きも議会で進行中だ。この状況が変わる可能性があるとするれば、バイデン大統領が再選に敗れトランプ前大統領がホワイトハウスに復帰する場合で、これらの訴訟が司法省の優先事項であり続けるかどうかは分からない。

アップルは、和解の可能性について政府と協議を行ったかどうかについて語ろうとしないし、司法省がここでどのような解決策を求めているのかも訴状からは明らかではない。アップルは既に、代替アプリストアの開発を認めるよう圧力を受けている。おそらく司法省は、サードパーティーのソフトウェアや周辺機器プロバイダーがiPhoneに接続しやすくなることを望んでいるはずだ。

エバーコアISIのアナリスト、アミット・ダーヤナニ氏はリサーチノートの中で、「この訴訟は間違いなく長期戦になり、アップルにとっては悪いニュースになるだろう」としながらも、「アップルは最終的には勝訴するだろう」と分析している。

ダーヤナニ氏は「ここ数年、司法省は大手ハイテク企業に対する反トラスト法違反を積極的に迫及しているが、その成果は限定的だ。裁判になるまでには3年、控訴には1年以上かかるだろう」と指摘する。

ダーヤナニ氏は、この訴訟は技術的な観点、つまり、どの市場がこの訴訟の対象となるか次第で、どちらが勝つのか決着がつく可能性があると見ている。司法省は米国のプレミアム携帯電話の市場に注目しており、アップルがその市場の70%以上を占めていると主張している。しかし、アップルは、サムスン電子<005930.韓国>、中国IT機器大手のシャオミ (小米技術) <01810.香港>、中国通信機器大手の華為技術 (ファーウェイ) などとの激しい競争にさらされ、世界全体ではわずか20%の市場シェアしかないと反論している。

アップルの訴訟問題は深刻だが、この訴訟に関するニュースが次第に話題に上らなくなれば、投資家の関心は新しいiPhoneやその他の新製品、AI開発の進捗 (しんちよく)、そして最終的に成長をどうやって達成するのかに戻っていくだろう。アップルにとっても、最も重要なのは利益ある成長なのだ。

By Elizabeth O'Brien
(Source: Dow Jones)

5. 各国中銀の緩和姿勢に感謝、すべて順調

[コラム]

The 'Everything' Rally Rolls On. Thank You, Central Banks.
景気後退なしにインフレ低下の期待

素晴らしい株価の現状



Brendan McDermid/Reuters

優良株で構成するダウ工業株30種平均（NYダウ）の初の4万ドル乗せが視野に迫っている。NYダウは前日比305.47ドル安の3万9475.90ドルで越週した。ハイテク株中心のナスダック総合指数も32.43ポイント高の1万6401.84と、過去最高値を塗り替えた。S&P500指数は0.14%安の5234.18。ストックス欧州600種指数は0.03%と小幅安で引けたが、日経平均株価の終値は前日比72円77銭高の4万0888円43銭だった。

まったく素晴らしい世界だ。米連邦準備制度理事会（FRB）にけん引されている世界各国の中

央銀行に感謝したい。FRBは、景気後退（リセッション）を引き起こすことなくインフレが低下を続けるという予想によって、今後数カ月間の利下げの障害がなくなっている。

FRBのカウンターパートである欧州中央銀行とイングランド銀行（英中央銀行、BOE）も同様に利下げを示唆した。スイス国立銀行（中央銀行）は21日、政策金利を0.25%引き下げ、市場を驚かせた。日本銀行はついにマイナス金利から脱したもの、金融の現状はほぼゼロ金利であり、円安もあって緩和状態のままだ。一方、ブラジルとメキシコに代表される中南米の主要中央銀行は、2021年からのインフレ対策に向けた利上げをG10（主要10カ国）より1年以上前倒しで実施してきたが、利下げを順調に進めている。

FOMC、年内3回の利下げ予想を確認

予想通り、先週の米連邦公開市場委員会（FOMC）で発表された経済予測サマリー（SEP）では、FRBが引き続き年末までにフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を現行の5.25～5.50%から、0.25%ずつ3回引き下げることが確認された。これは昨年12月の予想と同じ中央値だった。これらは先物市場の予想とも一致している。年初には、市場は6～7回の利下げを予想していた。

FOMCの中央値では12月までに3回の利下げが予想された。一方で第4四半期の国内総生産（GDP）の前年比成長率予想は12月時点の1.4%から2.1%に上方修正され、変動の激しい食品とエネルギーを除いたコア個人消費支出（PCE）指数上昇率予想は前回予想の2.4%から2.6%に引き上げられ、年末の失業率予想は前回の4.1%から4.0%に下方修正された。

パウエルFRB議長は、インフレ率の上昇は1月と2月のデータの「偶然なのでこぼこ」の結果であり、その前の数カ月のこれらのデータを過度に重視すべきではないと述べ、インフレ率が目標である2%への着実な道筋をたどることをFRBが確信するまで、金融緩和を徐々に進めるとした。みずほ証券のエコノミスト、スティーブン・リッキート氏とアレックス・ペレ氏は顧客向けノートで、「政策決定者ら

は、心から本当に利下げを望んでおり、それは、もし (if) ではなく、どのくらい速やかにという問題だ」と指摘している。

CMEのフェドウォッチによれば、利下げは6月が最も可能性が高く、その確率は約75%だという。FOMCの経済見通しが修正され、より力強い成長とコアインフレ率の上昇が示されたことで、FRBの利下げのハードルが下がり、投資家のリスク資産（特に株式）に対する投資意欲が高まった、と付け加えた。これは実体経済にも影響を及ぼしている。彼らは「金融緩和が進めば進むほど、景気は上振れする可能性が高くなり、労働市場は引き締まるだろう」とみている。

株価と住宅価格堅調で消費者純資産が増加

1年前よりS&P500が33%、住宅価格が6%それぞれ上昇したことで、エド・ハイマン氏率いるエバーコアISIの経済チームは、消費者の純資産が第1四半期に前年比9%増加したとみている。全米リアルター協会（NAR）の調査でも、住宅価格が堅調であることが示された。ある顧客向けメモは「これほど堅調な住宅価格で、景気後退が始まるのは異例だ」と指摘している。

金融市場の活況と信用に敏感な住宅市場の堅調さが背景にあるものの、FRBは金融緩和の必要性を感じている。パウエル議長はFOMC後の記者会見で、金融環境がタイトだとの見方を示唆した。キャピタル・エコノミクスのジョナス・ゴルターマン副主任市場エコノミストはリサーチノートの中で、この発言は恐らく、国債市場全体の相対的に高い実質金利に基づくものだろうと指摘している。またゴルターマン氏は「急騰する株式市場と全般的に縮小するリスクプレミアは、異なるストーリーを物語っている」と述べた。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

6. 住宅販売市場に活気

[投資戦略]

Home Sales Are Stirring. Zillow Needs the Help-and Some New Ideas.
オンラインで推定価格サービスを提供するジローに注目

住宅用スーパーアプリで拡大



Brendan Smialowski/ AFP via Getty Images

米オンライン不動産情報サービスのジロー・グループ<Z>のウェブサイト（Zillow.com）は、住宅所有者が自分の家のゼスティメイト（コンピューターによる推定価格）をチェックし、つかの間のリッチな気分を味わい、今週3度目の売却と利益確定を計画する場所だ。というのも2.75%の固定金利で住宅ローンを組んだ人たちは、自宅を売却して住宅ローン金利が7%になるような買い替えを実行しようとはしないし、地元の区画整理委員会が最後に有意義な新築を承認したのはニクソン政権時代だったからで、引っ越す場所はない。今ではゴミ捨て

場でさえ高値で取引され、掘っ立て小屋は高値で取引される。これに比べれば、差し掛け小屋はまだ価値があるが、子供たちはWiFiがないと文句を言うだろう。自宅を売却して現金化することは忘れて、ゼスティメイトで近隣の見積もりをすることに返るのが一番だ。

どうやらジローにも現実のビジネスモデルがあるようだ。不動産業者、建築業者、家主などが広告料を支払い、ジローのウェブサイトには物件を掲載する。小規模な住宅ローン事業もある。ジローは自らを「住宅用スーパーアプリ」と位置づけ、売り手向けのサービスを拡充している。昨年は、不動産業者がビジネスを計画し拡大させるために利用する「フォローアップ・ボス」というアプリを買収した。ジローは将来、リフォーム、引っ越し、鑑定サービス、住宅保険への参入を検討するかもしれないと述べている。

ジローは昨年、売上高19億5000万ドルでフリーキャッシュフローは1億8900万ドルだった。住宅と住宅ローン関連で売上高はやや減少したが、賃貸料の大幅な増加でその影響は相殺された。現時点で何が通常の決算かを語るのは難しい。昨年の住宅販売は過去30年近くで最低だった。その前には新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）のブームがあり、ジローはアルゴリズムによるハウスフリッピング（不動産を低価格で購入し、リノベーションなどを施したうえで、高値で売却し利益を得ること）で売上高は伸びたものの損失を計上する不運に見舞われた。

先週、全米リアルター協会（NAR）が発表した2月の住宅販売件数は9.5%増となり、2年超ぶりに2か月連続で増加した。30年物住宅ローン金利は、10月の7.8%付近をピークに低下傾向にある。今年後半には利下げが行われるという話もある。目を細めれば、取引回復が形を整えていることが見えてくる。ウォール街は、今年のジローの売上高を12%増、フリーキャッシュフローが3億2000万ドルに増加すると予想している。

不動産手数料引き下げでもジローは有望

しかし、ジローの株価は今年11%下落し、直近では51ドルだ。過去と比較すると、2011年のジローの上場後の取引初日の株価は60ドルだった（ちなみに新規株式公開＝IPO＝価格は20ドルだった）。今年の株価下落は、NARが損害賠償と不動産手数料規制を撤廃することで反トラスト法訴訟の和解に合意した後、3月15日に1日で13%下落したことに起因する。

米国の不動産手数料は、売り主が支払い、買い主と売り主のエージェントが折半して受け取るもので、伝統的に6%とされており、他の先進国市場と比較して高い。不動産手数料はジローへの支払いにも充てられている。もし不動産手数料が暴落すれば、ジローは影響を受けると同時に、その対応に苦闘せざるを得ない。手数料が維持されるか、少し下がる程度であれば、株価は上昇する可能性がある。長期的なコンセンサス予想では、ジローの来年のフリーキャッシュフローは4億8800万ドルとされている。119億ドルの時価総額に基づく、フリーキャッシュフロー利回りは4.1%となり、S&P500指数に近い水準となる。

強気派は、潜在的成長力からジローはより高い株価に値すると主張するかもしれないが、不動産業者の手数料に対する懸念が行きすぎである理由も説明しなければならないだろう。投資銀行のザ・ベンチマーク・カンパニーでジローを担当しているダニエル・クロノス氏は、最近まさにその説明として、「不動産手数料が時の経過とともに引き下げられるかは消費者次第であり、優秀なブローカーは一定の水準を維持するだろう」とレポートに書いている。

クロノス氏は、実際の平均不動産手数料は5.5%程度で、負担割合は売り手側のエージェントが優位だと言う。規制変更により、売買手数料の交渉は切り離されることになるが、買い手が不動産手数料を負担しなければならないとは限らない。いずれにせよ、調査によれば、多くの買い手は不動産手数料を支払うことに前向きである。クロノス氏は、「購入者の平均不動産手数料が2.5%から例えば1.5%に下がったとしても、ジローへの支出はそれほど急速に減ることはないだろう。なぜなら、その支出に対する投資利回りが高いからだ」という。

ジローの既存サービスへの支出が20%減少した場合でも、ジローは部屋ごとに用意された高解像度の画像とインタラクティブな間取り図による体験型サービスを提供する「リスティングショーケース」のような新サービスの拡充によって、売上減を補うことができるだろう。ジローが行った調査によると、インタラクティブな間取り図がある住宅物件は、買い手からの人気が高く、すぐに売れる可能性が高いという。

クロノス氏は、ジローを不動産業界の「テック・バックボーン」と呼び、「アラカルトサービス中心の市場の進化において、顧客支出における割合（ウォレットシェア）を高められる機会があり、他社とは十分に差別化されている」と言う。クロノス氏の目標株価は60ドルで、より健全な住宅取引のペースに戻れば、80ドルが妥当と指摘する。

■ ハイテクラリーはいつ終わってもおかしくないとの見方も

S&P500指数は直近5240ドルで、調査会社ファクトセットのコンセンサス予想によれば、S&P500指数構成銘柄の今年の予想1株当たり利益（EPS）は11%増の241ドル71セントと推定されている。この利益予想を四半期ごとの数字でみると、第1四半期の伸びはわずかであることから、第4四半期までには飛躍的な伸びを示すことになる。要すれば、今年後半の予想は下げざるを得ないということだ。

ウェルズ・ファーゴ・インベストメント・インスティテュートのマーケット・ストラテジスト、スコット・レン氏は、S&P500指数の今年のEPSを5%増の230ドルと予想しており、予想株価収益率（PER）は22.8倍となる。レン氏は、2000年のハイテクバブルのピーク時にはPERは27倍であったが、当時と異なり現在市場をけん引する企業は健全で力強い利益成長を示している、と書いている。一方、UBSのストラテジスト、ジョナサン・ゴルブ氏は、ハイテク企業の利益成長は今年「急速に減速」するため、現在のハイテクラリーはいつ終わってもおかしくないと書いている。しかし、ハイテク企業以外の利益成長は加速するはずだ。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

7. VIX指数が落ち着いているのはETFによるオプションの売りが原因か Is Options Selling by ETFs Behind the Placid VIX? ファンダメンタルズの反映という見方も

[コラム]

恐怖心の欠如



Scott Olson/Getty Images

このところ、投資家が恐れるべきことは、（フランクリン・ルーズベルト大統領の就任演説の有名なくだりを裏返して言えば）「恐怖心の欠如」以外には何もなさそうだ。株式市場が慢心状態に陥ると、相場は通常下落するからだ。しかし、オプションという錬金術によって高収益をもたらす上場投資信託（ETF）の人气が急上昇し、市場のいわゆる「恐怖指数」がゆがめられつつあるとしたら、どうなるだろう。米国最大のシカゴ・オプション取引所（CBOE）グローバル・マーケットでデリバティブ市場インテリジェンス責任者を務めるマンディー・シュー

氏によると、近年、オプション取引を活用して分配金の上乗せを図る株式インカムファンドが急成長しており、2019年以降、運用資産残高は6倍超となり、1200億ドルに達している。

この池の「クジラ」は、運用資産約330億ドルのJPモルガン米国株式プレミアム・インカムETF＜JEPI＞で、同種ファンドの大半がベンチマークとして使用するS&P500指数に連動した株式ポートフォリオを現物で保有し、これに対するコールオプションを売り建てする古典的なカバードコール戦略の一種を採用している。基本的には、株価のアップサイドに対するコールオプションを売却することによって、潜在的なキャピタルゲインの一部を放棄し、対価としてプレミアム収入を得る。投資家は、やぶの中にいる可能性があるより多くの鳥（上値余地）と引き換えに、確実な鳥（インカム）を手にすることになる。

これらETFのオプションの売りによってプレミアム水準が低下し、その結果、CBOEのボラティリティー指数（VIX指数別名「恐怖指数」）で計測されるインプライドボラティリティー（予想変動率）も低下しているように見える。VIX指数の水準が上昇するのは通常、投資家やヘッジ業者がオプションによる保護を求めてプレミアムが上昇する不安定な相場の場合だ。

金融緩和原因説

一方、大手金融機関JPモルガン＜JPM＞のクオンツ・デリバティブ・ストラテジー・グループのブラム・カプラン氏のレポートによれば、これらファンドのオプションの売りは、全く逆の効果をもたらしている。このレポートによると、これら急成長中のETFのオプションの売り増加を受け、VIX指数は2年前の約26から13前後という穏やかな水準まで低下した。国際決済銀行（BIS）の調査レポートによると、ETFが売るコールオプションに買い向かって、そのリスクを相殺する必要があるディーラーが行うヘッジ取引によって、ボラティリティーはさらに低下する。JPモルガンは、統計分析から、過去数カ月間のVIX指数下落の約8割がこうしたオプションの売りの増加で説明できることが判明したと書いている。

シュー氏は、相関関係は因果関係ではないと話す。オプションを売るETFの規模が拡大したのと同様に、オプション市場全体の規模も拡大した。さらに、はるかに大きなマクロ要因が作用しており、外国為替からコモディティー、金利に至るまで、さまざまな市場のボラティリティーが低下していると指摘する。

シュー氏は、強気のコール買いが市場のけん引力となっているが、S&P500指数、ナスダック総合指数、ダウ工業株30種平均（NYダウ）が連日のように過去最高値を更新していることを考えれば、驚くことではないと指摘する。その結果、相場のさらなる上昇に対するこうした賭けの対価は上昇を続けている。これはJEPIなどのカバードコール戦略を採用するETFのオプション売却がプレミアムを押し下げているとした場合に予想されることとは全く逆だ。

VIX指数が比較的穏やかな水準にある背景には景気の見通しがあり、それがさまざまな資産クラスの変動を抑制しているというのがシュー氏の結論だ。インフレ率の低下と、それを受けて予想される米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げによって経済のソフトランディングが達成されるという期待が、通貨やコモディティー、米国債利回りのボラティリティー低下の根底にあるという見方だ。

VIX指数の低下は、調査会社エバーコアISIの株式・デリバティブ戦略チームが言うところの「歴史的な金融緩和環境」の一部であり、これは株価の急騰や社債スプレッドの縮小、米国債利回りの低下、ドル安傾向にも見て取れる。ある顧客向けレポートは、これは「インフレがより長期にわたり高止まりする」ことに対するパウエルFRB議長の無頓着さに原因があり、それが2024年のコア個人消費支出（PCE）物価指数の見通しが2.6%とFRBの目標である2%を上回る一方で、連邦公開市場委員会（FOMC）メンバーの政策金利見通しの中央値が0.75%の利下げであるという状況を生んでいるとしている。

エバーコアISIのチームによれば、注目すべきは上昇が続く金価格で、先週1オンス2200ドルの過去最高値を記録した。通常、金価格と株式相場は逆相関の関係にある。金が過去に高値を付けたのは株式相場が急落した2008年、2011年、2020年、2022年だ。今回はこれが当てはまらず、金相場と株式相場をけん引する要因は流動性であることが示唆される。

議論の決着は

とはいえ、VIX指数から示唆される恐怖水準の低下は、JPモルガンが示唆するようにカバードコール戦略を採用するETFの急拡大による人工的な産物なのだろうか。それとも、CBOEのシュー氏の反論にあるように、ファンダメンタルズに支えられたものなのだろうか。その両方の側面を併せ持つ可能性もある。

JEPIの人気は、投資家が株式には慎重ながらも、マネーマーケット（5%）よりも高い利回り（現在は7.85%）を得つつ、この「あらゆるものが急騰する」環境の分け前にあずかりたいと考えていることを示唆している。（モーニングスターのデータによれば、JEPIの過去12カ月間のリターン16.83%はプレーンバニラ戦略（現物投資のみ）のSPDR S&P500 ETF<SPY>のリターン34.11%の約半分にすぎないことに注意が必要だ。これは、JEPIが経常収入と引き換えにキャピタルゲインを放棄していることが原因だ）。

シュエ氏は、力強い上昇相場の分け前にあずかりたいが、いずれ迎える相場の下落が心配なトレーダーや投資家には、支払ったプレミアムにリスクが限定され、レバレッジの効いたアップサイドを期待できる上値コールも魅力的だと話す。

JPモルガンのカプラン氏は、株式市場の急落が現実となった場合、カバードコール戦略を採用するETFのボラティリティー抑制効果は急速に消失する可能性があるかと推測する。ただし、VIX指数が低水準で推移することに賭けていた上場商品が混乱に陥った2018年初頭の「ボルマゲドン」の再現については、コールオプションを売り建てしているETFのリスクが低いことから、その可能性は低いという。カプラン氏は、これらのETFから大量の資金が流出するのは市場暴落時に限られるとみている。前述のようにプレーンバニラ戦略をアンダーパフォームしても、2023年初頭以降、約290億ドルの資金が集まっている。

もし市場の最終的な調整が現実のものとなれば、これらの人気の高いカバードコール戦略を採用するETFへの資金流入がどのような影響を及ぼすかその時に分かるだろう。それまでは議論の決着はつくまい。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

8. 新たな急成長期を迎えるマイクロン Micron Shares Are Riding the AI Wave. Why That's Not Hype. AI向けメモリー需要増大の波に乗る

[ハイテク]

激しい好不況を繰り返すメモリーサイクルから脱却へ



Jeremy Erickson/BloombergBloomberg

人工知能（AI）がメモリー半導体製造大手マイクロン・テクノロジー<MU>をグロース株に変えようとしている。

歴史的に見て、メモリー半導体ビジネスは循環性が強く、激しい好不況を繰り返してきた。だが、マイクロンを取り巻く現在の状況は異なる。マイクロンは、AIのトレンドに乗っている、市場で最も優れた、しかし最も過小評価されている長期投資先の一つだ。しかも株価が既に最高値を更新し、年初来で29%上昇しているにもかかわらず、バリュエーションは割安な水

準にある。

メモリー半導体ビジネスは極めて複雑なダイナミクスの上に成り立っている。膨大で高価な生産能力と広範な研究開発が必要とされる一方、生産能力が需要を急激に上回ることがあり、そうした局面では価格が大きく下落する。

ほんの数四半期前、マイクロンは新型コロナ禍後の下降局面から抜け出せずにいた。最大の最終市場

であるPCとスマートフォンの両方で需要が急減したためだ。さらに、顧客が大量の在庫を抱えていたことが問題を悪化させた。2023年度（8月期）の売上高は49%減の155億ドルとなり、2016年度以来の水準に落ち込んだ。5四半期連続で前年同期比2桁台の減収となったときもあり、それには同40%超の減収が4四半期続いた時期が含まれる。

しかし数四半期前、サプライチェーンの過剰在庫は減少し始め、スマートフォンとPCの需要はいずれも底打ちしたように見え、需要と価格は改善し始めた。だが、マイクロンで起きた最大の変化は、「AIソフトウェアを実行するために大量のメモリーが必要になっている」ことだ。

マイクロンが先週発表した12～2月期決算は衝撃的な内容だった。売上高は前年同期比58%と急増して58億ドルとなり、ガイダンスを約5億ドル上回った。1株当たり利益（EPS）は0.42ドルとなり、ガイダンスを0.7ドル上回った。3～5月期の売上高ガイダンスはほぼ据え置かれ、前年同期比76%増の66億ドルとされたが、コンセンサス予想を6億ドル上回った。

業績回復要因はいずれもAI関連

マイクロンの業績回復の要因は幾つかあるが、そのいずれもがAIに関連している。データセンターでは高帯域幅メモリー（HBM）と呼ばれる規格の採用が進んでおり、マイクロンはHBM市場で重要な地位を占めている。マイクロンは2024暦年の生産予定分と2025年の生産予定分の大半が既に売約済みだと述べた。レイモンド・ジェームズのアナリスト、スリニ・パジュリ氏は「メモリー業界を長期にわたってけん引する技術の中でHBMがこれまでで最も強力であることはほぼ間違いない」と指摘する。

マイクロンの最高事業責任者であるスミット・サダナ氏によると、HBMはDRAMよりも大きなシリコン基板を必要とし、歩留まりが低い、収益性ははるかに高い。そのため、メモリーメーカーはHBMの生産量を可能な限り増やそうとしている。その結果、HBMの生産量が増えているが、DRAMの生産量は減少して供給が逼迫（ひっばく）し、価格は高騰している。それが一因となり、12～2月期のDRAM価格は前四半期から10%台後半の幅で上昇した。

また、AIワークロードを処理するデータセンターでは、フラッシュメモリーを使用するソリッドステートドライブ（SSD）が導入されている。サダナ氏によると、マイクロンのエンタープライズ向けSSDの売上高は直近四半期に前年同期比100%増加した。結果的に、12～2月期のNAND価格は前四半期から30%以上も上昇した。

AI搭載型PCおよびスマートフォンの登場も追い風に

追い風は他にもある。今後数四半期内にAI機能を搭載したPCとスマートフォンが市場に続々と投入されるからだ。マイクロンによると、今年下半期に発売されるAI対応PCは現行モデルよりもDRAMを40～80%多く使用する。AIスマートフォンは、現在のハイエンド機種よりもDRAMを50～100%多く使用する。

以上のようなマイクロンへの追い風は非常に強力で、マイクロンは2025年8月に終了する2025年度の売上高が過去最高を記録し、収益性が大幅に改善すると予想している。

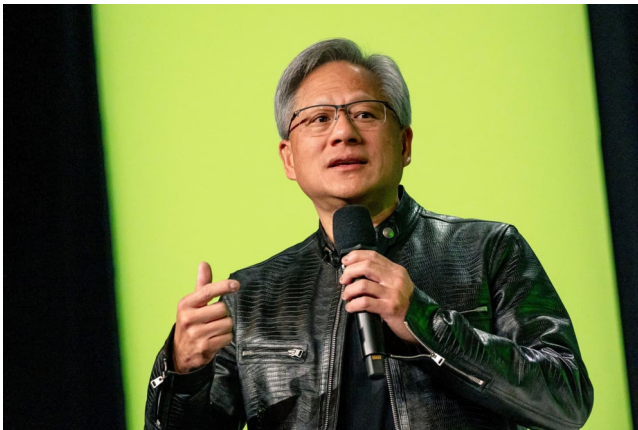
リンクス・エクイティ・ストラテジーズのアナリスト、KC・ラジクマール氏は、マイクロンがエヌビディア<NVDA>やアドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>などの他のAI向け半導体メーカーよりも魅力的だと感じている。ラジクマール氏は、AIに主導された巨大な需要を背景にマイクロンが「自らの循環性から脱却」して複数年にわたる成長フェーズに突入し、純粋なAI銘柄になると考えている。しかも、マイクロンの株価は年初来で29%上昇しているにもかかわらず2024年コンセンサス予想売上高の5倍にすぎない（AMDは11倍、エヌビディアは23倍）。ラジクマール氏は、今後は投資家がこうした他のAI向け半導体銘柄を売った資金でマイクロン株を買い増すようになると考えている。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

9. 大型ハイテク株は堅調で、さらなる上昇があり得る Big Tech Is Alive and Well-and Can Carry the Market Even Higher. モメンタム主導の相場展開

[米国株式市場]

AI関連を中心に大型ハイテク株が上昇



David Paul Morris/Bloomberg

大型ハイテク株が復活し、その勢いによってS&P500指数は上昇を続けられそうだ。先週の主要株価指数を見ると、S&P500指数は2.3%高の5234.18となり、ナスダック総合指数は2.9%高の1万6428.82で引けた。ダウ工業株30種平均は2.0%上昇して3万9475ドル90セントとなった。小型株のラッセル2000指数は1.6%高の2072.00で週末を迎えた。

半導体大手のエヌビディア<NVDA>、ソフトウェア大手のマイクロソフト<MSFT>、ソーシャル・テクノロジー大手のメタ<META>

（旧フェイスブック）、電気自動車（EV）大手のテスラ<TSLA>、Eコマース大手のアマゾン・ドット・コム<AMZN>がそろって市場をアウトパフォームしており、これらの銘柄の11兆ドル超に上る時価総額が寄与し、S&P500指数は5200を上回った。

確かに、米連邦準備制度理事会（FRB）からの追い風はあった。FRBは金利を据え置いたが、1月と2月のインフレ率が予想を上回ったにもかかわらず、2024年に3回の利下げを実施するという見通しは変更しなかった。この発表を受けて、一時4.34%まで上昇した米10年債の利回りは4.22%に低下した。

しかし投資家は、少なくとも人工知能（AI）に興奮していた。エヌビディアは今週のAIコンファレンスで、4万ドルで販売される可能性のあるAI向け半導体新製品「ブラックウェル」を発表した。メモリー半導体大手のマイクロン・テクノロジー<MU>が第2四半期（2024年2月期）の決算を発表したが、新興のAI関連事業の恩恵を受けて売上高と純利益はアナリスト予想を上回った。同様にAIの波に乗るブロードコム<AVGO>は新たな顧客の獲得を今週発表したが、その顧客は中国系短編動画投稿アプリTikTok（ティックトック）の親会社の中国IT大手バイトダンス（字節跳動）だと考えられている。これらを受けて、iシェアーズ・セミコンダクターETF<SOXX>は約3%の上昇となった。

■ わずかな下げにすかさず買いが入る

Market Snapshot



こうした動きは、株価が小安くなるたびに投資家が買おうとしていることの表れであり、これらの銘柄に対する大きな安心感を示している。例えばエヌビディアの株価は、直近安値の850.10ドルを付けたあと、930ドル超まで反発し、年初に見られたパターンを繰り返した。投資家は今年、マイクロソフトやメタの株価下落に対しても同様の反応を示しており、グーグルの親会社であるアルファベット<GOOGL>でさえも軟調地合いで買われ始めている。

マクロ・リスク・アドバイザーズのチーフ・テクニカル・ストラテジストであるジョン・コロヴォス氏は「これは伝統的なモメンタム主導の市場だ」と書いている。

モメンタム株とは、値動きが大きくなることなく過去数カ月間一貫して上昇してきた銘柄のことで、S&P500指数を押し上げたはずだ。マクロ・リスク・アドバイザーズによると、モメンタム株のS&P500指数に対する相関は過去数カ月間プラスであり、これはモメンタム株が上昇するとS&P500指数も上昇することを意味している。

だからこそ、株式を保有している誰もが市場の強さを尊重した方が良いことになる。トリバリエイト・リサーチの創業者であるアダム・パーカー氏は「強気派が勝利している。調整（10%の下落）があると思うのは3〜6カ月早い。今は上昇相場を逃がすことへの恐怖が大きい」と述べる。

アップル株の動きには注意が必要

ただし一つ警戒すべきことがある。携帯端末大手のアップル<AAPL>の動きだ。先週はほぼ横ばいとなったが、株価は今年に入ってから7%下落している。このまま下落が続くと、S&P500指数にとっても良い兆候ではない。ダウ・ジョーンズ・マーケット・データによると、2012年以降、アップル株が3カ月間下落した12回のうち9回でS&P500指数は下落している。

ただし、必ずしもそのような展開になるわけではない。主要株価指数が横ばいか下落したにもかかわらず、22日には172ドル近辺で投資家の買いが入り、アップルの株価は上昇して引けた。ここは短期筋が一貫して買い続けている170ドル台前半から160ドル台後半という、おなじみの下値支持線だ。ここからアップル株が盛り返せば、S&P500指数にとっても素晴らしいことだ。

とにかく現在の株式市場は大型ハイテク株の世界であり、それに投資するに尽きる。

By Jacob Sonenshine
(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]

A Bentley Isn't Just Another Car. It's as Unique as a Customer Can Afford.
高級車のベントレー、カスタマイズで个性的に変身

ベントレーの高級パーソナライズ車は生産台数が少ない

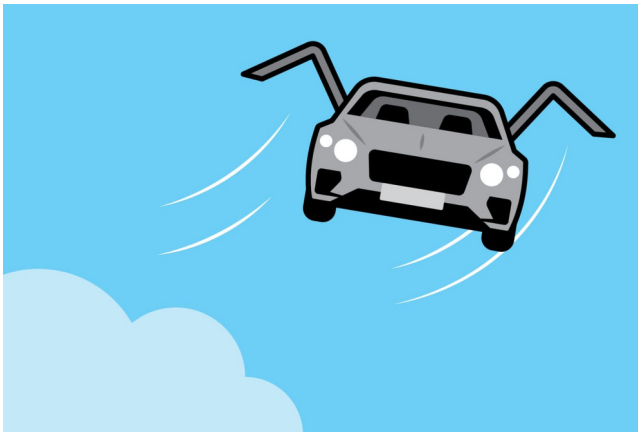


Illustration by Elias Stein

英国の「ベントレー」といえば、昔から高級車の代名詞となっている。さらに「パーソナライズ」（ビスポーク）を提供することで、ベントレーは新境地を開いた。この1年間でベントレーの顧客のうち約75%が何らかのパーソナライズを希望しており、内容次第では車体の価格が2倍になることもある。その結果、ドイツの自動車メーカーであるフォルクスワーゲン<VWAGY>傘下の英ベントレー・モーターズは、過去2番目の好業績を達成した。

「パーソナライズ」は、例えば宝石をちりばめた燃料キャップや、座席やダッシュボードのカバーに珍しい仕様を施すといったように、あらゆる内容を意味している。中には、顧客の保有不動産の木材を使用して車内パネルにした例もある。ベントレーの説明によれば、ビスポークのパーソナライズとして約460億通りのオプション設定を提供できるとし、この数字は2022年比で43%増となる。

ベントレーは2023年に1万3560台、フォルクスワーゲンは900万台超を販売した。2023年にベントレーは年間売上高29億ユーロ（31億5000万ドル）を計上。2022年は受注回復により過去最高の34億ユーロの売上高となっており、2023年は前年を13%下回った。2023年の営業利益は5億8900万ユーロで、2022年の7億800万ユーロから17%減少した。ベントレー・モーターズのエイドリアン・ホールマーク最高

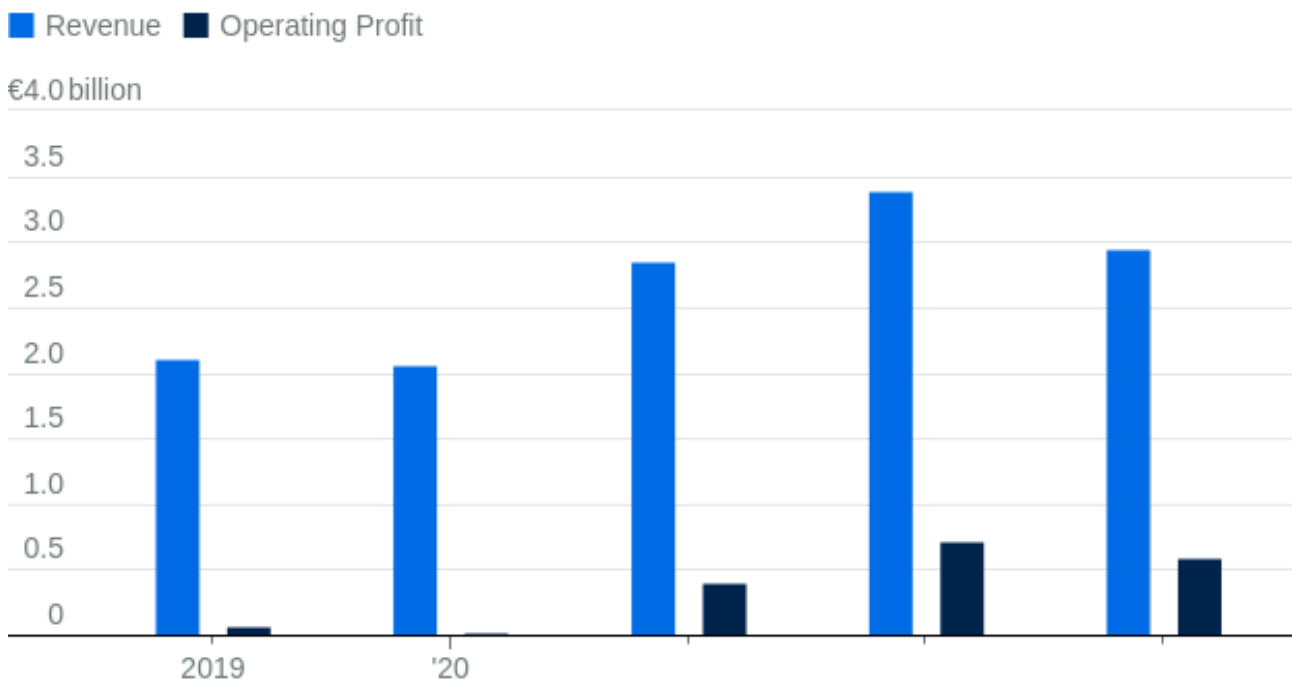
経営責任者（CEO）は声明で「規律あるコスト管理とパーソナライゼーションの最大化を達成したことで、ベントレーの回復力を証明した」と述べた。なお英国の高級スポーツカーメーカーのアストンマーティンは、アストンの新CEOとしてホールマーク氏を迎えると発表している。

ベントレーの車は、安い買い物ではない。エントリーモデルの価格は約21万6000ドルで、オプションを付けて約4万3000ドル上乗せになるのが一般的だ。またベントレーが本誌に語ったところでは、ネイルマニキュアに似合う塗装をリクエストする女性客や、またオプション追加で価格が61万ドルになったケースや、なかには217万ドルを支払う顧客もあった。大変なビスポークが用意されているというわけだ。

先週の出来事

The Price of Bespoke

Personalized luxury comes at a cost: financial volatility.



株式市場

日本銀行がついにマイナス金利政策の解除を決定し、短期の政策金利をゼロから0.1%に引き上げた。米連邦準備制度理事会（FRB）はフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を据え置いたが、年内に0.25%の利下げを3回実施する見込みであるとし、また今年の経済成長率見通しを2.1%に引き上げた。株価は最高値を更新した。週間ベースではダウ工業株30種平均（NYダウ）は2%上昇、S&P500指数は2.3%上昇、ナスダック総合指数も2.9%上昇した。一方、米議会下院は今年度予算案を可決し上院に送付した。上院が可決すれば政府機関の一部閉鎖は回避される。

企業動向

ブルームバーグ通信は、アップル<AAPL>が、アルファベット<GOOGL>傘下のグーグルが開発した生成AI（人工知能）「ジェミニ（Gemini）」をiPhone（アイフォーン）に搭載できるよう、グーグルと協議していると報じた。先週後半には、米司法省、15の州およびコロンビア特別区が、スマー

トフォン市場での販売を巡って、アップルを反トラスト法（独占禁止法）違反の疑いで提訴した。半導体大手のエヌビディア<NVDA>は、AI向け次世代プロセッサ「ブラックウェル」を発表した。この新型プロセッサは2080億個のトランジスタで構成される。日用品大手ユニリーバはアイスクリーム会社のベン&ジェリーズを含むアイスクリーム事業をスピノフする。インテル<INTC>は、米国で半導体製造を拡張するため、米連邦政府から85億ドルの補助金と最大110億ドルの融資の提供を受ける。

M&A（合併・買収）等

米投資会社アドベント・インターナショナルが、俳優ライアン・レイノルズ氏が投資するカナダのフィンテック会社のニューベイ<NVEI>を買収する交渉に入っていると、ウォール・ストリート・ジャーナル紙が報じた。医薬品大手アストラゼネカ<AZN>は、がん治療薬開発のフュージョン・ファーマシューティカルズ<FUSN>を最大24億ドル（97%のプレミアム）で買収することで合意した。希少疾患治療薬開発のアムリット・ファーマ<AMYT>を10億5000万ドルで買収したのに続く買収となる。スーパーマーケットチェーン大手クローガー<KR>は、同業のアルバートソンズ・カンパニーズ<ACI>との合併が難航している中、特殊医薬品事業を医療保険会社エレバンス・ヘルス<ELV>の子会社に売却予定と発表した。米オンライン掲示板レディット（Reddit）<RDDT>が21日にニューヨーク証券取引所に上場、新規株式公開（IPO）価格は1株34ドルで、22日には46ドルで取引を終えた。

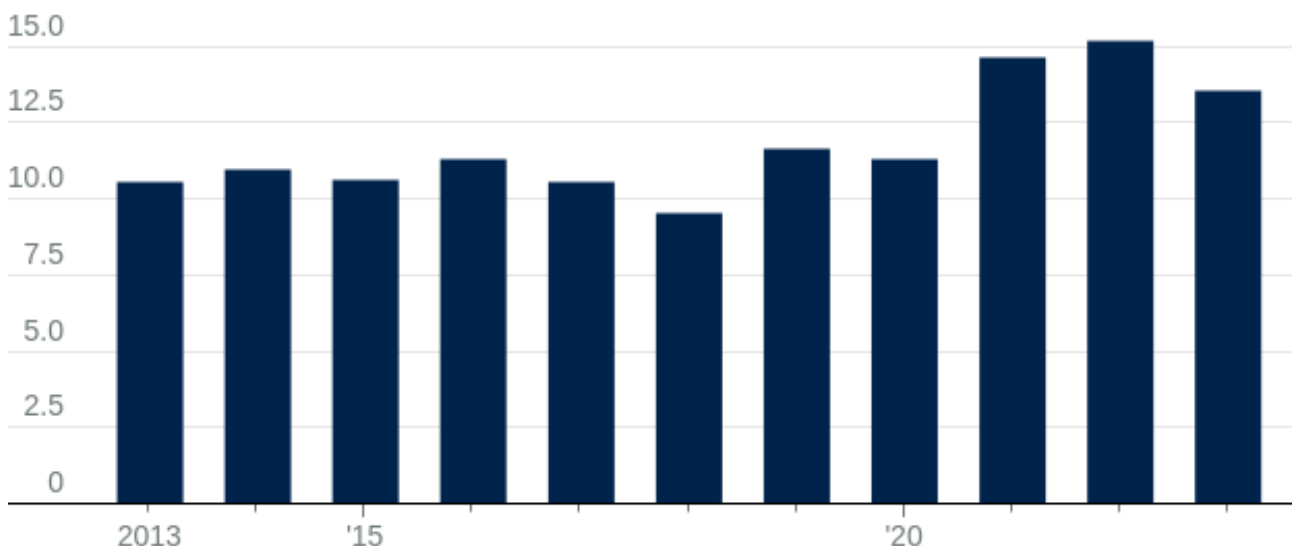
今週の予定

One of a Kind

Bentley's customized vehicles means production is relatively small.

Vehicle Deliveries

17.5 thousand



3月26日（火）

米商務省の国勢調査局が2月の耐久財受注を発表。耐久財の新規受注のコンセンサス予想は前月比1%増の2790億ドル。1月の耐久財受注は、前月比6.2%減、金額にして180億ドルの大幅減だった。

3月28日（木）

米サプライ管理協会（ISM）が3月のシカゴビジネスバロメーター（シカゴ景況指数、シカゴPMI）を発表する。エコノミスト予想は45.7で、2月の数字を2ポイント近く上回るが、依然景気拡大を示す50を下回る。

3月29日（金）

米株式・債券市場はグッドフライデー（イースターの前の聖金曜日）のため休場。

米商務省経済分析局（BEA）が2月の個人消費支出（PCE）指数を発表する。コンセンサス予想は前年同月比2.5%の上昇で、1月に比べて0.1%ポイント低い。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2.8%の上昇と予想され、1月と同じ。FRBのパウエル議長は先週、今年に入ってから予想を上回るインフレ・データが続いていることについて、「2%のインフレ目標に向けて、多少の一時的な浮き沈みはあるにせよ、インフレ率が徐々に下がっていくという全体的なストーリーは変わっていない」と述べた。

By Rupert Steiner
(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』 2024/03/24

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