

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2024/04/21

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIIJI PRESS



DOW JONES

1. AI関連業界でエヌビディアの次の勝者は誰か - Nvidia Won AI's First Round. Now the Competition Is Heating Up. [カバーストーリー]
P.1
巨大ハイテク企業から半導体大手、スタートアップ企業まで
2. 大手企業最高経営責任者の2023年の報酬額が過去最高を更新 - CEO Compensation Rose to Another Record in 2023 [フィーチャー]
P.7
株主のリターンには及ばないが従業員の賃金とのギャップは拡大
3. 地雷を避けて債券市場で5~8%の利回りを得るには? - Bonds Are a Minefield. Where to Find 5% to 8% Yields Now. [フィーチャー]
P.10
今債券投資をするなら、ここがお勧め
4. 金価格の上昇理由は異例で、価格にはまだ上昇の余地 - The Gold Rally Has Some Unusual Drivers. Expert Looks for More Gains. [インタビュー]
P.13
ヴァンエックのカサノバ氏に聞く
5. アップルの巻き返しはあるか - Apple Could Still Be AI's Big Winner [コラム]
P.16
激化するAI競争
6. S&P500指数は買い時ではない。下落が続く理由とは - The S&P 500 Can't Catch a Bid. Why the Index Can Keep Falling. [米国株式市場]
P.20
押し目買い水準は慎重に見分ける必要がある
7. Netflixが加入者数の公表を中止へ - Netflix Says It's Going Dark on Subscriber Numbers. Is the Model Maturing? [ハイテク]
P.22
ビジネスモデルの成熟を示唆
8. FRBの利下げ観測後退。金融環境は過度に緩和的 - Fed Won't Cut Rates Soon. Financial Conditions Are Too Loose [経済政策]
P.23
実社会の金融情勢巡り見方が交錯
9. 米国株の欧州株への優位が崩れる時 - U.S. Stocks Have Outperformed Europe for Years. It May Change for a While. [投資戦略]
P.26
見た目ほど良くない米国株、それほど悪くない欧州株
10. 先週の出来事と今週の予定 - Natural Gas Is Cheap. Why Electricity Isn't. [経済関連スケジュール]
P.28
天然ガス価格は安いのに、電気代が安くない理由とは

※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. AI関連業界でエヌビディアの次の勝者は誰か

[カバーストーリー]

Nvidia Won AI's First Round. Now the Competition Is Heating Up.

巨大ハイテク企業から半導体大手、スタートアップ企業まで

エヌビディアはゲーム用PC部品メーカーから急成長



PHOTOGRAPH BY KATIE THOMPSON

人工知能（AI）は過去18カ月にわたり、毎日のように驚きを提供してきた。投資家にとって、最大の驚きは半導体大手エヌビディア<NVDA>の株価上昇である。

かつてはゲームプレイヤー向けにPC付属部品のグラフィックカードを製造する企業として知られていたエヌビディアは、自社の画像処理半導体（GPU）をAI革命の心臓部へ変革した。GPUは世界中のデータセンターで、大規模言語モデルを作成し、それらのモデルを利用した推論ソフトウェアを実行するための原動力となっている。

この分野はほぼエヌビディアの独占で、市場シェアは90%超だ。

しかし、企業の大小を問わず、新たな競争相手が登場しており、戦いは激しくなるとみられる。「賞金」はこれ以上ないほど大きい。半導体大手アドバンスト・マイクロ・デバイシズ（AMD）<AMD>のリサ・スー最高経営責任者（CEO）は、2027年までにAI半導体市場の規模が4000億ドルに拡大すると推定している。同業のインテル<INTC>の帕特・ゲルシンガーCEOは、2030年までに事業機会が1兆ドルに達すると予想している。これは2023年の半導体業界全体のほぼ2倍だ。

エヌビディアのジェンスン・フアンCEOは、世界中から尊敬され、称賛される企業を築き上げたが、半導体の買い手は単一のサプライヤーに頼ることを好まない。PC大手のデル・テクノロジーズ<DELL>やヒューレット・パカード・エンタープライズ<HPE>などのハードウェア企業は、顧客の需要を満たすのに十分なエヌビディア製半導体を確保できず、代替的なサプライヤーを求めている。アマゾン・ドット・コム<AMZN>や、アルファベット<GOOGL>傘下のグーグルなどのクラウドプロバイダーは、他の選択肢を切望するあまり、自社で半導体を設計している。AIベースのシステムに依存している企業も、現在より手頃なコストで演算リソースを増やす方法を探している。

エヌビディアの成功は、今やあらゆる企業にとってのチャンスとなっている。

エヌビディアが新製品「Blackwell B200」を発表

2022年3月に発売されたエヌビディアのGPU「H100」ほど、金融市場に素早く大きな影響を与えた製品を探すのは難しい。H100の発売以降、エヌビディアの株価は3倍以上に上昇し、時価総額を2兆1000億ドルに押し上げている。米国の上場企業の中で、エヌビディアより時価総額が大きいのはマイクロソフト<MSFT>とアップル<AAPL>だけだ。

エヌビディアは、ゲーム小売り大手ゲームストップ<GME>などのようなミーム株とは真逆の存在



PHOTOGRAPHS BY KATIE THOMPSON

だ。売上高の伸びは株価の伸びを上回っている。1月28日に終了した第4四半期の売上高は前年同期比265%増の221億ドルだった。データセンター向けの売上高は同409%増加した。

数週間前、エヌビディアは最新GPU「Blackwell B200」を発表した。フアンCEOによれば、Blackwellの性能はH100を大幅に上回っている。エヌビディアはBlackwellによって競合他社のハードルを引き上げている。同社は当面、Blackwellに関して、自社（厳密にはパートナーの

台湾積体回路製造=TSMC=<TSM>)が製造した分をすべて販売できるだろう。

フアンCEOはBlackwellの価格を1個当たり3万~4万ドルとしている。現在のH100の価格帯も同じだ。しかし、半導体は価格がすべてではない。AIを利用する顧客は、最短時間かつ最小コストで、最高の正確性と信頼性をもって、可能な限り電力を消費せずに作業を実行したいと考えている。こうしたニーズに対して、複数の企業は、自社がエヌビディア並みか、エヌビディア以上にうまく対応できると考えている。

最も明確な挑戦者は半導体大手のAMDとインテル

エヌビディアのライバルは、大手半導体メーカー、クラウドコンピューティングベンダー、ベンチャーキャピタルが支援するスタートアップ企業の三つのグループに分かれる。市場規模が1兆ドルに上るため、勝者総取りとはならないだろう。

エヌビディアに対する最も明確な挑戦者はAMDとインテルだ。AMDの株価は過去12カ月で71%上昇している。AMDの新GPU「MI300」はエヌビディアの市場支配力を弱めると考えられており、それが株価上昇の後押しになっている。AMDが期待されているのは、PCとサーバーでインテルから市場シェアを奪うのに成功した実績があるためだ。

AMDのデータセンターGPU事業担当ゼネラルマネジャーのアンドリュー・ディークマン氏は、「業界でエヌビディア以外に大規模採用されているのは当社の製品だけだ」と語る。ディークマン氏は、AMDの半導体が多く推論作業に関してエヌビディアのH100を上回っていると主張する。また、AMDが「エヌビディアではない」ということも強みになっている。ディークマン氏は「極めて大規模なユーザーは事業のすべてを1社のサプライヤーに賭けることはないだろう」と指摘する。

AMDのリサ・スーCEOは、直近の決算説明会で、2024年のGPU売上高を35億ドルと予想していると述べた。これは前四半期時点の20億ドルの予想を上回っている。

インテルはAMDの後塵（こうじん）を拝しており、株価もここ数年低迷しているが、今月、第3世代AIアクセラレーター（処理を高速化するシステム）半導体「Gaudi 3」を発表した。インテルは、Gaudi 3がエヌビディアのH100に比べてAIの訓練と推論の両方でより高速で、消費電力が小さく、Blackwellとも同等の性能を有すると主張している。

Big Chip Makers

Company	AI Chip Name	Comment
Nvidia	H100, B200	Blackwell B200 succeeds Hopper H100, which already dominates the market.
Advanced Micro Devices	MI300	The clear No. 2. Expects \$3.5 billion in AI chip sales in 2024.
Intel	Gaudi 3	Intel say its third-generation AI chip will be faster than Nvidia's H100.
Qualcomm	Cloud AI 100	Targeting cloud inference workloads but more focused on PCs and phones.

Cloud Giants

Company	AI Chip Name	Comment
Amazon.com	Trainium, Inferentia	Separate training and inference chips; customers such as ByteDance and Snap.
Google	TPU version 5	Now on fifth-generation chip, running Gemini, Gmail, and customer applications.
Meta Platforms	MTIA	Second-generation chip used for Facebook ranking and recommendations.
Microsoft	Maia	Coming from behind, testing a chip to run Copilot, Teams, SQL Server.

Venture-Backed

Company	AI Chip Name	Comment
Cerebras	WSE-3	Builds giant chips for faster processing. Reportedly mulling 2024 IPO.
SambaNova	SN40L	Building full stack solution, including 1.3 trillion parameter model.
Groq	LPU	Focused on speed with novel architecture. (Not the same as Musk's Grok.)
d-Matrix	Corsair	Claims to offer lowest latency and lowest cost per query.

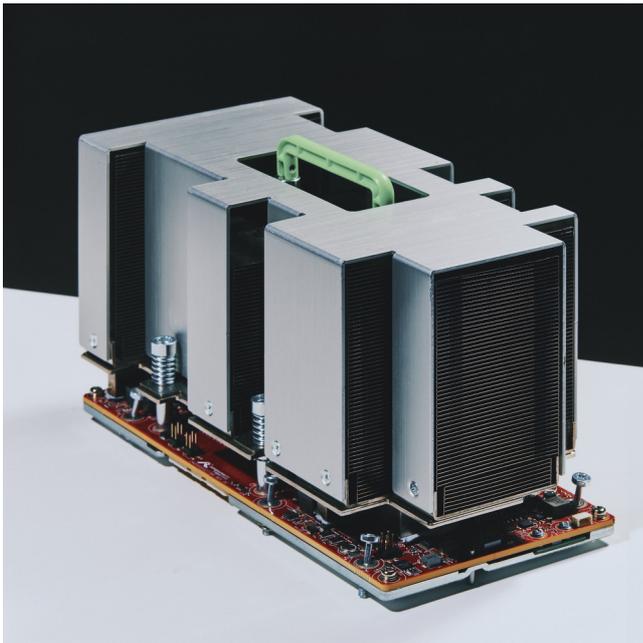
インテルは現在、数十億ドルを投じてアリゾナ州とオハイオ州で半導体工場を建造している。供給不足が深刻な市場において自前の供給源を持つことは、インテルにとって長期的に有利に働くだらう。しかし、現時点では、Gaudi 3はエヌビディアやAMDの他の半導体と同様にTSMCによって生産される予定だ。

インテルのネットワーク&エッジグループ担当バイスプレジデントのジェニ・バロビアン氏は、「インテルは後れを取るつもりはない。顧客は選択肢を求めているが、現在は選択肢があるとは感じていない」と語る。

半導体業界における長年のリーダーの一角であるクアルコム<QCOM>も競合他社の一つだ。モバイル半導体メーカーであるクアルコムは、「Cloud AI 100」というAI推論半導体で、元々スマートフォン向けに設計されたテクノロジーをクラウドに応用している。クアルコムは、ノートPCやスマートフォンなどのネットワーク端末における事業機会への関心がより強いようだ。

クアルコムのシニアバイスプレジデントであるジアド・アスガー氏は、長い目で見れば、より多くの推論作業が端末で処理されるようになってくると考えている。クラウドの外で作業を行う方が安く、データの安全性も高いからだ。アスガー氏は「推論の重心はクラウドからエッジへ移行している」と語る。

クラウド大手4社が設備投資を増額



PHOTOGRAPH BY KATIE THOMPSON

クラウドコンピューティング大手4社のアマゾン、アルファベット、メタ<META>（旧フェイスブック）、マイクロソフトの社内チームは、姿こそ見えにくいものの、AI半導体をめぐる競争への熱意は引けを取らない。4社はいずれも、社内のニーズや、社外のクラウド顧客へのサービスに対応するために、独自の半導体を設計している。

クラウド大手は半導体を社外に販売していないにもかかわらず、依然としてエヌビディアにとっての脅威である。メタ、マイクロソフト、アマゾン、グーグルはAIインフラに巨額の資金を投じている。2024年度の4社の合計設備投資額は前年度比26%超増の1780億ドルと予想されている。ファクトセットが追跡している予想によると、マイクロソフト単独では、今年の設備投資は53%増加する見込みだ。

アルファベットの設備投資は31%増加し、メタは26%増加するとみられる。

エヌビディアは決算発表前の沈黙期間を理由に本記事へのコメントを拒否した。しかし、ファンCEOは最近、競争に関する質問に回答している。

ファン氏は、3月にスタンフォード大学経済政策研究所で開催されたイベントで、「当社は地球上の誰よりも激しい競争に直面している。同業他社だけではなく、顧客とも競争している」と語った。ファン氏の見解では、エヌビディアのシステムは高水準に統合および効率化されているため、ライバルがついていくのは難しい。ファン氏は、エヌビディアの半導体を採用した場合の総事業コストは非常に低いため、「たとえ競合他社の半導体が無料だったとしても、十分に安いとは言えない」と述べている。

注目のスタートアップ、セレブラス・システムズ

ベンチャーキャピタルが支援する多くのスタートアップ企業も競争に参加している。一部のスタートアップ企業はサーバーやクラウドプロバイダー向けに半導体やシステムを販売しようとしているが、ほとんどのスタートアップ企業はクラウドベースのサービスを顧客に直接提供することによって市場に破壊的変革を起こそうとしている。

最も興味深いのは、2024年に新規株式公開（IPO）予定と報じられているセレブラス・システムズかもしれない。

3月、セレブラスは同社史上最大の半導体「Wafer Scale Engine 3」（WSE-3）を発表した。WSE-3のサイズは72平方インチで、これまで製造された商業用半導体の中で最大だ（H100は約1平方インチ）。セレブラスは、多数の半導体を接続するという工学的に困難な方法を取らず、シンプルに一つの巨大な半導体にすべての機能を詰め込んでいる。セレブラスの半導体には4兆個のトランジスターが搭載されており、演算能力はH100の50倍だ。

セレブラスは「CS-3」というコンピューティングプラットフォームに半導体を組み込んでいる。セレブラスによると、メタの「Llama」などの大規模言語モデルの訓練は、エヌビディアの製品をベースにしたプラットフォームでは1カ月かかるのに対して、CS-3ならば1日で終わる。セレブラスは半導体を直接販売しておらず、売上高の大部分は、クラウドベンダーと同様に、システムへのアクセス権を顧客に販売することによって獲得している。

セレブラスのアン德里ュー・フェルドマンCEOによると、セレブラスは2023年に前年の8倍のシステムを構築しており、2024年の合計システム数は10倍に増加する見込みだ。2023年に7900万ドルの売上高を計上し、キャッシュフロー分岐点に到達した。ベンチャーキャピタルから7億1500万ドルを調達しており、直近の2021年の資金調達ラウンドにおける評価額は40億ドルだった。

フェルドマン氏は「当社の事業機会は、スーパーコンピューター（スパコン）の経費を負担せずに、スパコンのパフォーマンスを享受できるサービスを大企業に提供するというものだ。そのカギはディナープレート並みの大きさの半導体にある」と語る。

スタートアップは多数だが、潜在的な資金源は膨大

グーグルのAI半導体開発において重要な役割を担ったジョナサン・ロス氏は現在、グロック（Groq）というAI半導体スタートアップ企業を経営している。これはイーロン・マスク氏の企業が開発しているAIモデル「Grok」とは関係がない（どちらも1961年のロバート・ハインラインの小説『異星の客』における造語「grok」を名前の由来としている。意味は「何かを可能な限り深く十分に理解すること」である）。

グロックの戦略はセレブラスと同様で、半導体ではなく演算能力を従量制料金で販売するというものだ。ロス氏によると、グロックはメタの「Llama 2-70b」などの人気の大規模言語モデルをエヌビディアベースのシステムの10倍の速さで実行できる。これまでに発表された資金調達額は3億6700万ドルで、ロス氏は他にも未公表の資金調達を実施したと述べている。

AI半導体スタートアップ企業のdマトリックスは、データセンターにおけるAI推論アプリケーションに重点を置いている。2019年設立のdマトリックスは「インメモリーコンピューティング」という設計を利用している。シド・シスCEOによれば、インメモリーコンピューティングは演算を高速化するアプローチで、考え方自体は約30~40年前から存在するが、AIが登場するまで実用化に成功していなかった。dマトリックスは1億6000万ドルを調達しており、来年には半導体の販売を開始する予定だ。

ベンチャー投資家から11億ドルを調達したサンバノバも、AI市場のサービスに対してシステムベースのアプローチを取っている。このアプローチでは、半導体に加えて、グーグルやメタなどの54のオープンソースAIモデルを集約している。サンバノバに関して驚く要素の一つは、多くの顧客の自社データセンターに物理的なシステムを導入していることだ。ロドリゴ・リアンCEOは「法人データの大部分は依然として自社運用システムに存在する」と語る。顧客の業界は、銀行、ヘルスケア、政府機関などにわたり、複数の国立研究所も含まれているという。

他にもAIスタートアップ企業は数多く存在する。オープンAIのサム・アルトマンCEOがシード投資しているレインAIは、エネルギー効率や、エッジ端末における大規模言語モデルの実行に重点を置いている。ライトマターは、フォトニクス（量子コンピューティングのために開発された光工学テクノロジー）を活用し、AIデータセンターのネットワーク接続速度を改善している。

こうしたスタートアップ企業は大きなアイデアを持っているが、事業の規模は依然として小さい。エヌビディアと争う準備ができるまでには何年もかかるだろう。しかし、スタートアップ企業の進歩を速める可能性がある潜在的な資金源は膨大だ。

ブルームバーグは、ソフトバンクグループ<9984>が新たなAI半導体会社に対する1000億ドルの投資を検討していると報じた（ソフトバンクはサンバノバの株主で顧客でもある）。ウォール・ストリート・ジャーナルによると、オープンAIのアルトマンCEOは、数十カ所の新たな半導体工場を建設するために、最大7兆ドルを投資する計画を立てている。ソフトバンクとオープンAIはこれらの報道についてコメントしていない。

新たな競争相手やその候補が増えても、AI半導体のチャンピオンとしてのエヌビディアの地位は揺らがないだろう。しかし、エヌビディアが1兆ドル規模の市場を誰にも邪魔されずに支配できる時期が終わりに近づいているのは確かだ。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

2. 大手企業最高経営責任者の2023年の報酬額が過去最高を更新

[フィーチャー]

CEO Compensation Rose to Another Record in 2023

株主のリターンには及ばないが従業員の賃金とのギャップは拡大

前年比11.4%の増加



ILLUSTRATION BY BARRON'S; DREAMSTIME (2)

「この世で確かだと言えるものは何もない、死と税金を除けば」。これは、アメリカ合衆国の建国の父の1人、ベンジャミン・フランクリンが1789年に記した名言だが、今日であれば、上昇を続ける最高経営責任者（CEO）の報酬をこの不可避事項のリストに付け加えたかもしれない。報酬コンサルティング会社エクィラーの最新の調査によると、米国のトップクラスのCEOの報酬の中央値は2023年も11.4%の上昇となり、過去最高の2370万ドルを記録した（売上高10億ドル以上で、3月31日までに米証券取引委員会（SEC）に株主総会委任状書類を提出した

大企業の2023年のデータ）。2023年のインフレ率3.4%、平均的な労働者の賃金上昇率4.3%を大幅に上回る増加率だ。

報酬コンサルティング会社エコノミック・リサーチ・インスティテュートの調査担当バイスプレジデント、ジョナス・ジョンソン氏は「CEOの特大サイズの報酬増加トレンドが永遠に続くわけではない。20年、30年と8%の成長が続けば、報酬は7年ごとに倍増するが、そうした成長はいずれ持続可能ではなくなる」と話す。しかし、まだその時期が到来していないのは明らかだ。

エクィラーの報酬リストのトップは半導体大手ブロードコム<AVGO>ホック・タンCEOで、2023年の報酬総額は1億6180万ドルだった。うち1億6050万ドルが株式報酬で、こちらもトップだった。エクィラーのリストに含まれるCEOの株式報酬の中央値は1530万ドルで、報酬総額の64.6%を占めている。エクィラーで本調査を担当するシニアディレクターのアミット・バティッシュ氏は「株式報酬は今やCEO報酬の最も基本的な構成要素となっている。株式報酬の中央値は前年比で20%増加した。昨年わずか1件だった9桁の報酬パッケージが今年は3件に増加した。恐らく、今後さらに増加するだろう」と話す。株式報酬の人気の理由として考えられるのは、株価パフォーマンスが良好であれば上値を享受できる一方で、従来人気があったストックオプションとは異なり、株価が下落しても無価値とはならないことだ。

株主のトータルリターンとの比較で割安との見方も

一つ、指摘しておかなければならないのは、CEO報酬の増加率11.4%が調査対象となった企業による昨年の株主総利回りの13.8%を下回っていることだ。実際、過去6年間のCEO報酬の成長率が平均で年率8.77%だったのに対し、これらの企業の株主総利回りは平均で年率12.02%だった。従って、一部の株主がCEOを「薄給」で雇用しているという主張も成り立ち得る。

報酬額トップのタンCEO（ブロードコム）を例に取れば、2022年は4位で報酬総額は6060万ドルだっ

Top Ten

Many of the top-paid CEOs lead fast-growing technology firms.

CEO Name	Company / Ticker	Total Compensation	Y/Y Change In Pay	Pay Ratio	Y/Y Change In Revenue
Hock E. Tan	Broadcom / AVGO	\$161.8 M	167%	510	8%
Nikesh Arora	Palo Alto Networks / PANW	\$151.4 M	1,355%	735	25%
Sue Y. Nabi	Coty / COTY	\$149.4 M	4,100%	3,769	5%
Christopher L. Winfrey	Charter Communications / CHTR	\$89.1 M	N/A	1,635	1%
William J. Lansing	Fair Isaac / FICO	\$66.3 M	251%	653	10%
Timothy D. Cook	Apple / AAPL	\$63.2 M	-36%	672	-3%
Jagtar Singh Chaudhry	Zscaler / ZS	\$57.8 M	39%	319	48%
Hamid R. Moghadam	Prologis / PLD	\$50.9 M	6%	400	34%
Satya Nadella	Microsoft / MSFT	\$48.5 M	-12%	250	7%
Shantanu Narayen	Adobe / ADBE	\$44.9 M	42%	229	10%

Note: Pay ratio is the CEO's pay as a multiple of the company's median employee pay; N/A=Not applicable; change in pay not calculated for Winfrey because the CEO wasn't in place for two complete years.

A Fair Isaac spokesperson said the company structures its executive compensation to be consistent with industry best practices, adding: "Under Mr. Lansing's leadership the past 10 years, FICO has delivered total shareholder return that is in the top 1% of the S&P 500."

Source: Equilar

た。ブロードコムは買収に積極的で、最近では同業のクアルコム<QCOM>の買収を断念した後、仮想化ソフトウェア企業のヴァイエム（VM）ウェアを買収しており、株価はこの10年間で2005%上昇している。これに対しS&P500指数の上昇率は169%だ。2006年からCEOを務めているタン氏の報酬は多過ぎるのか。誰にも分からないが、株主に貢献してきたのは確かだ。ブロードコムの広報担当者によれば、タン氏の最近の株式報酬は株主の利益と一致させるため100%業績に基づいており、2027年度末まで全額を手にすることはできず、それまでは追加の賞与も株式報酬も受領できない。

CEOの報酬が巨額で増加を続けているのは否定し難い。調査対象企業のCEO報酬の中央値と従業員の賃金の中央値の比率は、2018年が255倍であったのに対し、現在は過去最大の300倍に達している。2023年のリストでギャップが最大だったのは、グッチ、カルバン・クライン、ティファニーなどのブランド製品を販売するコティ<COTY>だ。スー・ナビCEOの報酬は総額1億4940万ドルで、うち1億4580万ドルが株式報酬だ。報酬総額で3位、増加率は4000%で1位となった。ナビCEOの報酬総額と従業員賃金の中央値（3万9634ドル、調査対象企業では最低の1社）の比率は3769倍だ。コティの広報担当者は「ナビ氏の利益は株主の利益と完全に一致しており、CEO就任後、コティの株価は3倍以上となり、美容セクターで最高クラスのパフォーマンスをあげている」としている。

バーニー・サンダース上院議員（無所属、バーモント州）はCEOの報酬と平均賃金のギャップの大きさに注目し、50倍を超える企業に対して課税することを提案している。調査対象リストの全ての企業がサンダース議員が提案する課税の対象となる。ギャップが最も少ないのは57倍の投資銀行ラザード<LAZ>で、新任のピーター・オルザグCEOの報酬が3080万ドル、ピンストライプのスーツを着た投資銀行員の平均賃金は23万0733ドルだ。

■ 株価と逆行する報酬も

エクィラーのリストには、著名なCEOや最近ニュースになったCEOが多く含まれる。エンターテインメント大手ウォルト・ディズニー<DIS>のロバート・アイガーCEOは昨年と今年の大半をアクティビスト（物言う投資家）のネルソン・ペルツ氏との断続的な闘いに費やした。ディズニーの株価は昨年14.8%下落した。アイガー氏の報酬は3150万ドルだった。本誌のコメント要請に対するディズニーの回答は、株主総会委任状説明書を参照してほしいとのことだった。

2023年に株価が40.6%下落した製薬大手ファイザー<PFE>の株主は、前年比で29%減少したとは言え、アルバート・ブーラCEOの報酬が2150万ドルだったことに驚くかもしれない。ファイザー幹部によると「ブーラCEOの報酬は、あらかじめ設定されたファイザーの事業目標および戦略に直接関連する目標の達成度に応じて決定される。報酬委員会はCEOの賞与をゼロとしたが、2024年の長期インセンティブ（1800万ドル相当）の付与を決定した」という。

マグニフィセント・セブン（壮大な7社、M7）のうち2社がリストのトップ近くにランクしているが、報酬は株価に逆行している。アップル<AAPL>のティム・クックCEOは現金報酬が1620万ドルで1位だが、報酬総額は株価が24.5%上昇したにもかかわらず、36%減の6320万ドルとなっている。マイクロソフト<MSFT>のサティア・ナデラCEOの報酬は、株価が33.6%上昇したにもかかわらず、12%減の4850万ドルだった。コメント要請に対し、アップルからは回答がなく、マイクロソフトは回答を控えた。

スポーツ賭博会社ドラフトキングズ<DKNG>のジェーソン・ロビンスCEOの昨年の報酬は、株価が209.4%上昇したのに対し、56%減の2070万ドルだった。現金報酬に関しては、ロビンスCEOの報酬は、年間1ドルだ。これは物流不動産会社プロロジス<PLD>のハミード・モガダムCEOについても同様だ。モガダムCEOの報酬総額は2022年が4820万ドル、2023年が5080万ドルだった。コメント要請に対しドラフトキングズは回答しなかった。プロロジスの広報担当者はモガダムCEOの報酬について「完全に業績ベースであり、創出された数十億ドルに上る株主価値、過去10年間のトータルリターンでS&P500指数および主要不動産投資信託（REIT）指数をアウトパフォームしたことと一致している」としている。

本誌の親会社ニューズ・コープ<NWSA>のロバート・トムソンCEOの報酬は、株価が26.4%上昇したにもかかわらず、前年比2%減の1920万ドルだった。

個人向け金融情報サイトのウォレットハブでアナリストを務めるカサンドラ・ハップ氏は「われわれはCEOの報酬を継続的に取り上げるのは、所得格差とコーポレートガバナンスの問題を浮き彫りにするためだ。組織や社会における公平性や透明性、説明責任に関する議論を促し、各組織が顧客や従業員に不利益を負わせることで予算の帳尻合わせを図ることがないようにする必要がある」と言う。

ベンジャミン・フランクリンにはもう一つ、「お金で幸福になった者はいないし、今後もないだろう」という名言がある。一方、2300万ドルを稼いだからといって、これらのCEOがとりわけ不幸になったわけでもなさそうだ。

By Andy Serwer and Angela Palumbo
(Source: Dow Jones)

3. 地雷を避けて債券市場で5~8%の利回りを得るには？

[フィーチャー]

Bonds Are a Minefield. Where to Find 5% to 8% Yields Now.
今債券投資をするなら、ここがおすすめ

利下げ期待は裏切られ、債券は苦戦

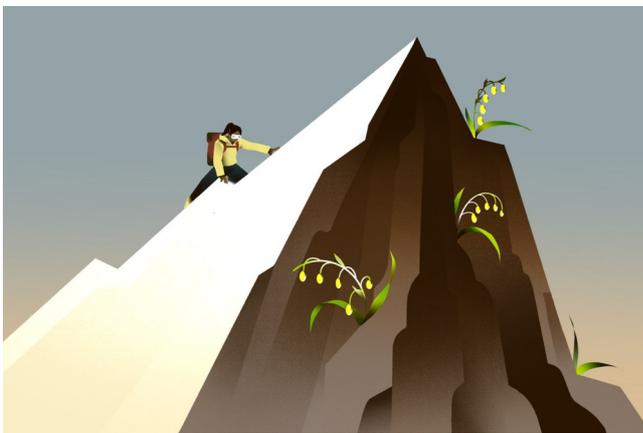


ILLUSTRATION BY LIA LIAO

今年は債券の当たり年になるはずだったが、ここまで期待を裏切られている。しかし、これから年末にかけて、債券市場で正しい選択ができれば実り多くなるはずだ。米国債券市場が地雷原であることが改めて証明された。債券価格下落により年初来で債券のトータルリターンは平均でマイナス3%となっている。無傷でやり過ぎている分野はなく、ジャンク債でさえリターンがかるうじてプラス圏にある。ジャンク債の利回りは7%を超えているにもかかわらずこの有様だ。

多くのアナリストはもっと好ましい状況を予想していた。昨年末時点では2024年は米連邦準備制度理事会（FRB）の大幅利下げにより、債券には追い風となると見込まれていた。金利低下は利回りを押し下げ、債券価格は上昇する。投資家は金利低下によりキャピタルゲインと利息の両方を得ることができる。

ところが、利下げ見通しが後退し、利回りは上昇した。消費者物価指数（CPI）がなかなか低下せず、3月のCPIは前年同月比3.5%上昇した。インフレはFRBにとっても頭痛の種で、利下げ見通しに暗雲が垂れ込めている。トレーダーは6月の連邦公開市場委員会（FOMC）における利下げ確率を1カ月前の51%からわずかに15%へ引き下げた。FRBが年内に利下げするのかについてさえ、議論の余地がある。年初時点の市場予想は0.25%の利下げが最大6回行われ、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標は現

状の5.25～5.5%のレンジから4%へ低下するというものだった。

「より高い金利がより長期に」とのシナリオにより債券価格は下落している。米国10年債利回りは2023年末の3.95%から4.63%へ跳ね上がった。長期債は、上場投資信託（ETF）のiシェアーズ米国債20年超ETF<TLT>で見ると、トータルリターンベースで9%近く下落している。

債券セクターにおける投資機会

Bonds for a Rebound

These funds should perform well in a more favorable climate for fixed income.

Short Term/Core Plus

Fund / Ticker	YTD Return	30-Day SEC Yield
iShares Yield Optimized Bond / BYLD	-1.1%	4.6%
Fidelity Total Bond / FBND	-2.7	5.3%
Vanguard Short-Term Corporate Bond / VCSH	-0.3	5.3%
JPMorgan Limited Duration Bond / JPLD	1.2	4.7
Pimco Enhanced Short Maturity Active / MINT	1.9	5.3

High Yield

Fund / Ticker	YTD Return	30-Day SEC Yield
VanEck Fallen Angel High Yield Bond / ANGL	-0.7%	6.7%
BlackRock High Yield Bond / BHYAX	0.3	6.5
Credit Suisse Strategic Income / CSOAX	1.9	7.8
Fidelity Capital & Income / FAGIX	2.0	5.2

Floating Rate

Fund / Ticker	YTD Return	30-Day SEC Yield
iShares Floating Rate Bond / FLOT	2.2%	5.8%
Invesco Senior Loan / BKLN	1.5	8.1

Municipal Bond

Fund / Ticker	YTD Return	30-Day SEC Yield
iShares National Muni Bond / MUB	-1.2%	3.4%

Note: data as of April 17

Source: Morningstar

それでも、債券の専門家はFRBが何とか年内1回か2回利下げを実行することができれば、金利環境が改善すると予想する。利回りは魅力的であり、経済が健全さを維持すれば、クレジット指標は持ちこたえ、社債価格を下支えするはずだ。債券の世界のなかでは、特に投資適格社債やジャンク債、変動金利のバンクローンには妙味のある投資機会がありそうだ。地方債にも妙味がある。

バーンスタイン・プライベート・ウェルス・マネジメントのシニア投資ストラテジスト、マシュー・パラッツォロ氏は「質の高い債券のエクスポージャーを増やすことは多額の現金を保有する投資家にはよい投資アイデアになる。魅力的な水準のインカムと値上がり益を獲得することができる」と話

す。

検討したいのが、iシェアーズ・イールド・オブティマイズド・ボンドETF<BYLD>とフィデリティ・トータル・ボンドETF<FBND>の2本の「コアプラス」ETFだ。前者は平均以上の利回りを目指すファンド・オブ・ファンズでリスクの高いジャンク債を20%、新興国債券を10%組み入れる。後者も保守的なコアプラスファンドより幾分リスクが高いが、モーニングスターによればリスクオン市場では優位性がある。

市場の金利リスクを考えると、イールドカーブの短期側にとどまることを推奨するストラテジストもいる。短期の方が利回りがやや高く、「逆イールド」となっており、長期債へ賭けても得られる見返りは小さい。アドバイザー企業のアオニック・キャピタル・マネジメントのポートフォリオマネジャー、ダグ・フィンチャー氏は「長期債には人々が考える以上のリスクがある」と語る。

バンガード短期社債ETF<VCSH>は市場追随率が高い。利回りは5.3%で、金利感応度の尺度であるデュレーションはわずか2.8年である。金利が1%ポイント上昇すると、ざっと2.8%損失が生じる計算になる。他に検討すべきファンドとしては、JPモルガン・リミテッド・デュレーション・ボンドETF<JPLD>とピムコ・エンハンスト・ショート・マチュリティ・アクティブETF<MINT>がある。前者の利回りは4.7%程度。後者は5.3%だが、デリバティブや先物を利用してリターンを底上げする。

マディソン・インベストメンツの債券責任者、マイク・サンダース氏は「クレジットの質が高く、スプレッドはタイトながら、銀行債には価値がある」と語る。サンダース氏は、金利が長期間高水準にとどまる場合のメリットとして銀行の貸出金利ざやがサポートされることがある、と言う。サンダース氏が選好する債券はJPモルガン・チェース<JPM>やバンク・オブ・アメリカ<BAC>、ウェルズ・ファーゴ<WFC>、シティグループ<C>といったメガバンクの5年債である。PNCファイナンシャル・サービシズ・グループ<PNC>やUSバンコープ<USB>など「スーパー地銀」も選好する。その多くは利回りが5%を超える。

ジャンク債や地方債にも魅力

経済が持ちこたえる中で、複数のストラテジストはジャンク債に価値があるとみている。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・ソリューションズ・グループの最高投資責任者（CIO）、ジム・キャロン氏は「ソフトランディング・シナリオを前提とすれば、デフォルトリスクは過去より小さくなると考えることができる。それが、高利回り債やバンクローンを選好する理由だ」と語る。

ジャンク債を株式代替と考える手もある。強気相場では株式ほどパフォーマンスはよくないが、FRBが大幅な利上げの後で、「ソフトランディング」あるいは「ノーランディング」シナリオをお膳立てできるなら、相応のパフォーマンスを挙げることができるだろう。コロンビア・スレッドニードル・インベストメンツのグローバル債券運用ヘッド、ジーン・タヌゾ氏は「経済の現状とソフトランディング・シナリオに安心感を持てるなら、ジャンク債投資は株式の代替となる」と語る。

レバレッジド・ローンと呼ばれることも多いシニア・バンクローンは今の環境下で健闘している。バンクローンの金利は数カ月ごとに見直され、金利改定時の短期金利で改定される。ローンの信用ト格付けは通常投機的格付けであり、利回りはジャンク債と同等である。変動金利債券で最大のETFはiシェアーズ・フローティング・レート・ボンドETF<FLOT>とインベスコ・シニア・ローンETF

<BKLN>である。利回りは5.8~8.1%で、トータルリターンで年初来約2%だ。

今年は多くの地方債ファンドが年初来約2%下落している。しかし、マッケイ・シールズのエグゼクティブ・マネージング・ディレクター、ボブ・ディメラ氏は、「信用格付けは通常AA格以上と高く、地方税収は景気がよければ維持され、道路などのインフラ投資も州政府や地方公共団体の税収増加に寄与することが見込まれる。インフラ投資は増え続ける」と語る。

地方債は連邦税非課税のため、所得税率の高い投資家には利回りの妙味が増す。例えば、iシェアーズ・ナショナル・ミュニ・ボンドETF<MUB>は利回りが3.35%だが、課税利回りに換算すると連邦税率35%の投資家にとっては5.15%に相当する。州債ファンドならカリフォルニア州やニューヨーク州など高税率の州に居住する投資家にはさらに魅力的である。居住する州が発行する州債は州税が免除されるためだ。

By Paul R. La Monica
(Source: Dow Jones)

4. 金価格の上昇理由は異例で、価格にはまだ上昇の余地 [インタビュー] The Gold Rally Has Some Unusual Drivers. Expert Looks for More Gains. ヴァンエックのカサノバ氏に聞く

金投資の専門家



PHOTOGRAPH BY BENEDICT EVANS

直近の金の価格は1オンス当たり2409ドルで、年初来では15%、米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げを開始した2022年3月以来22%上昇している。金利上昇は利子を生まない金にとって競争を意味するため、利上げは通常であれば金にとって悪材料となる。

とはいえ、ヴァンエックで金と貴金属を専門にポートフォリオマネジャーを務めるイマル・カサノバ氏は、金価格の異例の上昇は、金属市場における最近の例外の一つにすぎないと語る。ヴァンエックは、上場投資信託（ETF）のヴァンエック・マーク・ゴールド・トラスト<OUNZ>、ヴァンエック・ゴールド・マイナーズETF<GDX>、ヴァンエック・ジュニア・ゴールド・マイナーズETF<GDXJ>などを通じて、金に対する投資手段を提供している。その他、貴金属に投資するミューチュアルファンドも提供する。

カサノバ氏はベネズエラ出身の元機械エンジニアで、2011年にヴァンエックに入社して、2014年には副ポートフォリオマネジャーとなった。2023年には、ヴァンエック・インターナショナル・インベスターズ・ゴールド<INIVX>を含む、アクティブ運用の金鉱株投資戦略のマネジャーとなった。INIVXの2023年のリターンは9.7%で、モーニングスターによると貴金属株式ファンドの上位4分の1に入っている。年初来のトータルリターンは5.24%で、同様のファンドの大半をアンダーパフォームしている。

本誌は4月11日に、現在の金相場上昇のけん引役や、金・銀・金鉱株について強気の理由についてカサノバ氏にインタビューした。

本誌：今年に入って金価格は大幅に上昇している。現在の金市場を過去と比較してどう見ているか。

カサノバ氏：金の過去のけん引役は、現在の相場には存在しない。2022年10月の底打ち以降の金のパフォーマンスは伝統的な需要によるものではない。投資需要やETFによる保有は、2022年4月以降一貫して減少している。以前は、ETFの保有と金価格はほぼ完全に連動していた。

Q：では、金価格上昇の原動力は。

A：各国中央銀行による買いが投資需要減少を十二分に補っている。各国中央銀行は2022年以降に、前代未聞の規模で金を買ってきており、中でも中国、インド、トルコが主体となっている。

中国は外貨準備において、米ドルを減らして金を買ってきた。また、ロシアがウクライナに侵攻した2022年に金相場上昇が始まったことは偶然ではない。ロシアの資産がどうなったかは周知だが、ロシアは外貨準備の約22%を金で保有しており、他国の中央銀行もその行方に注目した。

アジアの消費者も金を買ってきた。S&P500指数が史上最高値を度々更新する中で、金や金鉱株に対する欧米の関心は見られなかった。しかし中国では、景気は低迷し、投資家は逃避先として金地金に執着してきた。

Q：各国中央銀行や投資家が、金を現在買っている理由は。

A：インフレ、ボラティリティーおよび地政学などのリスクに対するプロテクションだ。地政学的リスクの高まりはこれまで常に金の下支え要因で、今後もそうなるだろう。また、脱ドル化のテーマもあり、各国中央銀行は外貨準備の保有対象を分散化しつつある。

また、FRBも別の要因となってきた。投資家は過去数年にわたって、「FRBが金融引き締めと利上げを開始した場合に、なぜ金に注目する必要があるのか。金利上昇は金にとって悪材料だ」と言ってきた。実際には、金価格はFRBが利上げを一服させる相当以前から将来の利下げを見越して上昇を始めていた。

Q：数十年ぶりの高金利の中で、金価格はこの高水準をなぜ維持できるのか。

A：金価格上昇と金利上昇は通常の関係ではなく、インフレが重要な要因になっている。歴史的にみると、インフレ期に金価格は上昇している。

■ 今後の見通し

Q：金価格の見通しは。

A：私が強気となっている理由の一つは、伝統的なけん引役がまだ不在なことだ。地政学的リスクは上昇し、FRBは依然として利下げすると予想されており、欧米の投資家は自身のポートフォリオのヘッジの模索を始めるだろう。投資家が、ポートフォリオに保護と分散の追加を模索する時には、金および金鉱株が恩恵を受けるとわれわれは予想している。金価格は史上最高値に近いが、投資需要はピークからかけ離れている。投資需要が戻れば、2600ドルの金価格が容易に正当化できる。

Q：インフレが根強い一方でFRBがいずれ利下げすると予想されており、ETFによる保有が過去を下回っているとすれば、金の上昇相場は始まっていないのでは。

A：欧米の投資家はまだ様子見姿勢で、彼らに戻ってくる時が、上昇相場が加速するタイミングだ。各国中央銀行が金価格にどの程度敏感なのかについても疑問はあるだろうが、われわれは価格には敏感でないと見ている。とはいえわれわれは、さらなる相場押し上げ要因が浮上するまで金価格が調整して落ち着くことにも備えている。最も明確な要因は欧米の投資家の復活だが、それはブラック・スワン（予想ができず、起きた時の衝撃が大きい事象）の可能性がある。また金は、金融の安定を脅かす世界的な事象にも反応してきた。

Q：欧米の投資家を金に戻らせる要因は。

A：市場の関心は高まっているが、投資家が金に戻るためには株式市場の本格的な調整が必要だろう。FRBの利下げの発表もきっかけになるだろうが、利下げは株式市場にとっても好材料とみなされるだろう。

Q：金は、ポートフォリオにどのように適合するのか。そして、規模とエクスポージャーの両方における、配分に対するアプローチは。

A：投資家は、投資において相場のタイミングを計るべきではない。金は歴史的に見てリスク調整後のリターンを改善しているため、投資家は金をポートフォリオの中核とすべきだ。金に対する配分が5%を大幅に下回っているならば、金の恩恵を議論するのは困難だ。配分を10%超にすべきではないだろうが、投資の性格にもよる。

次はエクスポージャーを取る手段だ。投資家は金地金だけでなく、金鉱株も考慮すべきだ。金地金は買えばなしで構わないが、金に対するETFにも同様の効果がある。金鉱株では、レバレッジのかかった投資であることを理解する必要がある。金価格が1%上昇すると金鉱株は3~5%上昇し、低下時も同様になる。金鉱株は変動が激しく、地政学、テクニカル、地理および財務といった金にはないリスクもある。投資家は、金地金と金鉱株の組み合わせを考慮すべきだろう。

■ 金鉱株にも強気

Q：金鉱株は近年上昇していない。あなたが強気である理由は。

A：われわれは、金価格に対する金鉱株の出遅れをここしばらく指摘してきた。状況が平均回帰すると予想しており、それは始まりつつある。3月に金価格は10%上昇して金鉱株は約20%上昇した。金価格は前回のピークを大幅に上回っている。金鉱株の前回のピークは2011年頃で、その水準に到達するためには株価は2倍になる必要がある。

Q：金鉱会社に対して、どの程度確信を持っているのか。

A：バリュエーションは低いですが、企業の状態は良い。バランスシートは良好だ。金の産出コストは1オンス当たり約1400ドルで、コストの大幅上昇がセンチメントに影響してきた。コストは2024年に3~5%上昇する可能性があるが、金価格の上昇で十二分に補われるだろう。金鉱会社は多額のキャッシュフローを生み出しており、われわれはコストが急増するとは予想していない。経営状態は良好で、利益率も大幅に上昇するだろう。キャッシュフローは、一部は投資家に還元され、一部は成長と買収に使われるだろう。

Q：選好する金鉱株は。

A：カナダの金鉱株のアラモス・ゴールド<AGI>を最も多く保有している。業界の規律の好例で、成長と価値向上を達成している。ロイヤルティ（将来受け取る売上高の一定割合の前払いによる資金提供）とストリーミング（将来の生産量の一定割合を固定価格で受け取ることを条件とした、受け取り分前払いによる資金提供）に基づいて事業を行っている企業も選好している。当社の主要保有企業は、カナダの貴金属ストリーミング会社のウィートン・プレシャス・メタルズ<WPM>、ストリーミング・ロイヤルティ会社のロイヤル・ゴールド<RGLD>、カナダの貴金属ロイヤルティ会社のオシスコ・ゴールド・ロイヤルティーズ<OR>、カナダの資源採掘権取得および投資会社のフランコ・ネバダ<FNV>だ。

銀とビットコインについて

Q：銀を中心に、他の貴金属価格も上昇している。

A：銀は金と同様で、歴史的にみると金と同じファンダメンタルズに基づいて取引されてきた。銀は過去数年間で金に出遅れており、出遅れ解消の可能性があるため実際解消を始めているために私は強気になっている。銀がユニークな理由は、需要の大部分を占める産業用途があることだ。銀は太陽光発電セルに使われており、太陽光発電業界の成長も銀に対して強気の原因だが、銀には他にも用途がある。世界経済が活況になれば銀はその影響を受けて、金よりも下値が保護される可能性がある。一般的に、好調な経済は金にとって最高の環境ではないが、銀の価格を下支えする可能性がある。

Q：ビットコインが、価値の貯蔵手段として金のライバルになると考える投資家もいる。

A：若年層の投資家がいる新興国市場では、先進国よりもビットコインに対する関心が高い模様だ。恐らくビットコインは、金に対する需要の一部を奪うだろう。若年層の投資家は、ビットコインを金の代替とみていると思われるが、私には両者の共通点が多いとは考えられない。金は歴史的にみて良く理解されてきた資産クラスで、定義された役割と実績がある。ビットコインは、資産クラスとして金同様のオルタナティブ投資手段を提供するが、歴史は浅い。またビットコインは、逃避先、インフレヘッジおよび地政学的リスクのヘッジ対象としての実績を欠いている。

By Jack Denton
(Source: Dow Jones)

5. アップルの巻き返しはあるか Apple Could Still Be AI's Big Winner 激化するAI競争

[コラム]

メタの最新生成AIツール

18日、フェイスブックを運営するメタ<META>（旧フェイスブック）が新たなチャットボットを発表した。この新たな生成人工知能（AI）ツール「Meta.ai」は単語を入力すると即座に画像を生成することができる。

このチャットボットはLlama 3と呼ばれる最新のオープンソース大規模言語モデルに基づいており、2024年時点のAIチャットボットに要求されるすべての機能を備えている。筆者はこのチャットボットを使って、アルバムの推薦リストとスポーツ用多目的車（SUV）の比較データのリストを得た。だが、この技術は生成AIが日常的な消費者向けツールであるとの筆者の見解を変えるものではなかった。



META.AI

とはいえ、株式市場がAIを背景に何兆ドルもの価値を新たに加えてきたことは確かだ。まず、AIの真価を認めることから始めよう。

医療におけるAIツールの可能性

筆者はMeta.aiを試した後、総合病院メーヨ・クリニックの心臓病教授兼事業開発担当医長であるピーター・ノーズワージー博士に話を聞いた。

ノーズワージー博士は、「医療の問題の一つは、医療がサービスとして提供される結果、スケラブル（柔軟に増加・減少できる）ではないことだ。医薬品なら、大規模言語モデルとAIによって、サービスから製品に転換できる側面もあるだろう。そうなれば、スケラブルでポータブルになり、人々はそれをポケットに入れて持ち運ぶことができる」と語る。

ノーズワージー博士によれば、メーヨのチームは、一般的に行われている心電図（ECG）で疾病マーカーを検出するためにAIを利用して、AIを利用したECGツールは「心電図のプロでも心電図に頼らずにさまざまな病気を特定できる強力なマーカー」だという。ノーズワージー博士は、最終的に、それらのECGツールはアップル・ウォッチのようなデバイスでも使えるようになり、「そうなれば、消費者は臨床レベルのECGツールを手首に装着して、われわれのAIを利用することになる」と言う。

スマートフォンは全能のフォームファクターとなる可能性があり、ノーズワージー博士は、「患者の声からは、特に時間の経過とともにその傾向が顕著になる場合、健康や病気に関するあらゆるシグナルを検出することができる」と語る。同様のシグナルは、スマートフォンの歩数カウンターや、ユーザーの歩行の変化を測定することからも得られる可能性がある。

ノーズワージー博士はAIとスマートフォンを、子供の表情で即座に病気に気づく母親になぞらえ、「鋭い観察者による病気のサインの診断はAIでも再現可能だろう。スマートフォンは持ち主の顔を毎日何十回と見ているはずで、それを活用する機会があるかもしれない」と言う。スマートフォンはすでに人々の生活において多くの役割を引き継いでいるが、愛情深い母親の役割とは新しい考え方だ。

ノーズワージー博士はまた、「患者と医師の対話に最も近いのは、おそらく医療チャットボット形式の生成AI大規模言語モデルソリューションだ。半年前なら、信頼できる医療チャットボットが誕生するのは数年後だと思っただろう。現在では、6カ月後には臨床的に有用なものが得られるかもしれない」と述べた。メーヨ・クリニックはこの種のチャットボットに積極的に取り組んでいる。ノーズワージー博士は、チャットボットが「臨床医の眼識に匹敵する性能を発揮」するようになるには、まだ

数年かかりそうだと付け加えた。

短期的には、チャットボットが患者の投薬治療の調整や薬物相互作用に関する質問に役立つ可能性がある。ノーズワージー博士は「そのようなテクノロジーの最も成熟したバージョンでは、患者はチャットボットと自然言語で会話し、症状や懸念事項を話し合い、質の高い吟味された医療情報を分かりやすく自然な会話で得られるようになる」と語る。

リミットレスのアプリ

パーソナライズされたツールは、AIを別のレベルに引き上げる。筆者はリミットレスという会社の創業者兼最高経営責任者（CEO）のダン・シロカー氏に話を聞いた。リミットレスは、AIを活用して記憶を強化することができるという。筆者はリミットレスの初期の製品「Rewind.ai」を試したことがある。このアプリは文字・音声認識によって通話、文章、メールなど、Mac（マック）の画面とスピーカーから得られるすべての情報を記録し、大規模言語モデルを使って、われわれの生活に関する質問に答えてくれる。例えば、「ママとの最後の会話について教えて」、「私たちのランチは何時か」などだ。

リミットレスの新製品の名前は社名と同じ「リミットレス」で、Mac、Windows（ウィンドウズ）、ウェブ向けのアプリがある。リミットレスは先週、マイク付きウェアラブルペンダントを発表した。利用者が身につけて直接会話を録音することができるものだ。これによって大きな可能性が生まれる一方で、もちろんプライバシーに関する重大な懸念もある。シロカー氏は、この二つは矛盾するものではないとし、「基本的な前提として、プライバシーが利便性と引き換えになってはならない。メタなど、広告収入に頼る企業は、利便性のためにプライバシーを妥協しなければならないという考えを植え付けた。これは、世界に大きな不利益をもたらした」と話す。

新しいペンダントには、録音を許可した声だけを追跡する同意モードがある。販売価格99ドルで8月に出荷開始予定で、すでに1万件の注文が入っているという。ペンダントからリミットレスのクラウドに持ち込まれるデータはすべて、秘密の鍵で暗号化され、リミットレスを含めて誰もアクセスできないという。録音された会話の要約や書き起こしのために生成AIに送信されたデータは、30日後に削除される。

リミットレスはこれまで、アンドリーセン・ホロウィッツやニュー・エンタープライズ・アソシエイツといったベンチャーキャピタルや、オープンAI創業者のサム・アルトマン氏から3300万ドルを調達している。

シロカー氏によれば、「リミットレス」の特徴はAIモデルにコンテキスト（背景、状況、場面、文脈など）を提供することだという。これは、チャットボットに「私は青と緑が好きだ。ベンジャミンムアのペンキで一番いい色を選んでくれ」というプロンプト（指示）を書くようなものだ。

しかし、「リミットレス」の場合、コンテキストは単に青と緑が好きというような情報だけにとどまらない。利用者がこれまでに交わしたすべての会話をAIモデルに送信できる可能性がある。最終的には、一般的なインターネット上のデータで訓練されたAIモデルが、利用者の生活にパーソナライズされた回答をする。

パーソナライズされる生成AIとアップルの親和性

では、このことは株式市場にとって何を意味するのだろうか。AIへの期待は、すでに株価を大きく上昇させている。しかし、消費者の生活に関するコンテキストをどの会社よりも多く持っているアップル<AAPL>の株価が取り残されているのは皮肉なことだ。

筆者のiPhone（アイフォーン）にあるヘルスケアアプリには、毎日の歩数、心拍数、1日に立ち上がった回数、大きな音にさらされた時間、血中酸素濃度などのデータが何年分もある。加えて、iPhoneには、位置情報とタイムスタンプ付きの写真が何千枚も入っている。さらにテキストデータもある。筆者が許可すれば、アップルはこれらすべてを生成AIに送り込み、私の人生に関する途方もなく詳細な日記を作成することも可能だろう。そして、それは健康管理やストレスコントロールに役立つだろう。

確かにプライバシーの問題はあるが、筆者は、アップルがそのデータを今以上にパーソナライズした使い方をするのは構わないと思っている。

アップルに対する現在の批判は、ハイテク大手のライバルであるメタやアルファベット<GOOGL>、あるいは新興企業のオープンAIと違って、独自の大規模言語モデルをまだ構築していないことだ。

AIの世界でもアップルは最後に笑えるのか

アップルのティム・クックCEOはこれまで、「アップルはAI開発に多くの時間を費やしており、今年中にその詳細を発表する」と述べている。6月に開催される年次開発者会議でおそらく大きな発表があるだろう。今のところ、投資家はアップルとAIについてほとんど諦めているが、筆者には、この諦めが大きな見落としのように感じる。

メリウス・リサーチのアナリスト、ベン・ライツ氏は先月末、「最後に笑うのはアップルかもしれない」と題し、アップルのAIの取り組みに関するノートを書いた。ライツ氏はアナリストとして、また銀行家として20年以上アップルに関わってきた。ライツ氏は「このノートを書いた理由は、アップルが市場を創造する会社であることを思い出してほしいからだ。そして多分、アップルの話を最後まで聞くべきだ。スティーブ・ジョブズ氏がiTunes（アイチューンズ）を創った時、ジョブズ氏は音楽を作ったのではなく、音楽をより楽しめるようにした」と話す。

ライツ氏は「アップルがこの新しい世界で勝者になるためには、世界中の企業を打ち負かすAIモデルを作る必要はない。マイクロソフト<MSFT>になる必要はないし、オープンAIやグーグルになる必要もない。アップルはアップルである必要があり、それにはこの新しいAIの世界でアプリを楽しむインターフェースを提供することだ。アップルにはそれができると考えている。アップルはそのための土台作りを慎重に始めていて、6月に発表する可能性がある」と話す。

この記事を書いている時点で、アップルの株価は年初来14%の下落だ。これに対してS&P500指数は4%の上昇、AIのリーダーである米半導体大手のエヌビディア<NVDA>の株価は56%上昇している。ライツ氏は、アップルが中国のスマートフォン市場でシェアを急速に落とし、iPhoneの販売台数が減少していることは懸念材料だと話す。また、アップルのこれまでのAIへの取り組みを心配する投資家がいることも理解している。

しかし、アップルは以前にも同じ経験をしたことがある。iPhone 5が発売された2012年9月からiPhone 5S発売の2013年9月にかけて、アップルの株価は33%下落した（同期間のS&P500指数は18%上昇）。当時、サムスン電子<005930.韓国>は大画面スマートフォンで勢いを増していた。そして2014年後半、アップルは初の大画面スマートフォンであるiPhone 6を発売した。それ以来、アップル株は635%上昇している。同期間のS&P500指数は198%の上昇だ。

AIへのシフトは、より大きな画面のスマートフォンを作るよりも難しいことは確かだ。しかし、アップルの優位性は変わっていない。そして、その優位性のおかげでアップルは、あらゆるシフトの中心にすることが可能なのだ。

By Alex Eule
(Source: Dow Jones)

6. S&P500指数は買い時ではない。下落が続きそうな理由とは

[米国株式市場]

The S&P 500 Can't Catch a Bid. Why the Index Can Keep Falling.
押し目買い水準は慎重に見分ける必要がある

ナスダック総合指数は大幅下落



SPENCER PLATT/GETTY IMAGES

もし株式市場が、しつこいインフレや地政学上の緊張の高まりではなく、突発的な出来事やふざけた人間による行いのような悪材料に振り回されていただけなら良かったのにと感じてしまう。それほど先週のS&P500指数の動きはひどく、もう1週続くようにも見える。

とにかく最悪の週だった。S&P500指数は週間ベースで3週続落となる3.0%安となり、4967.23で引けた。ダウ工業株30種平均は0.0%未満のわずかな上昇で3万7986ドル40セントとなったが、ハイテク株の多いナスダック総合指数は5.

5%の大幅下落となり、1万5282.01で引けた。小型株のラッセル2000指数は2.8%安の1947.66で週末を迎えた。

上昇する局面ごとにS&P500指数が戻り売りに押されて、毎日引けにはマイナスになったことのほうが、下落そのものよりも懸念される。ただし、これは当然かもしれない。S&P500指数は昨年10月下旬の安値からまだ21%上昇した水準にあるが、投資家らは経済と地政学の状況が不利な方向に向かっていることを今になって理解したようだからだ。

強い経済指標と地政学リスク

Market Snapshot



まず経済指標を見ると、あまりにも強過ぎる。3月の小売売上高は市場予想を上回る前年同月比4%増となり、2月の同2.1%増を上回った。この結果、米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長や他のFRB高官が指摘するように、インフレ率をもっと低下するには経済が強過ぎるとの懸念が強まった。こうした経済指標はFRBによる利下げを遅らせる可能性が高い。CMEフェドウォッチ・ツールによると、6月に利下げが実施される可能性はわずか16%で、1カ月前の56%から低下している。こうした懸念は、18日に一時5%をつけた2年物国債の利回りの急上昇にも表れている。つまり高金利がより長い期間継続するとの兆しである。

FRBの引き締め姿勢が強まれば、今年の株価上昇を支えた追い風の一つが消えることになる。地政学的な要因も逆風だ。4月13日のイランによるイスラエルへの攻撃と4月18日のイスラエルの反撃の狭間では、投資には金融よりゲーム理論の学位のほうが必要なように感じられる。先週、欧州の原油指標であるブレント先物価格は、イスラエルの対応を受けて90ドルをつけた後に週間では4.7%の下落となったが、紛争のさらなる激化は原油価格の上昇要因となる可能性がある。ブレント価格は年初来で13%上昇しており、もし90ドルを相当程度上回る水準になればインフレ要因となりうる。

JPモルガンのストラテジストであるマルコ・コロナビッチ氏は、「インフレ圧力が持続することで、高金利が予想以上に長期化するリスクが高まる。インフレリスクは、地政学的な状況による原油価格の上昇リスクによってもさらに悪化する」と書いている。

こうした問題は一朝一夕には解決しない。そして長引けば長引くほど、かなり割高に見える株式市場にとってはより大きな問題となる。S&P500指数は、2000年以降の12カ月先の予想平均株価収益率（P/E）の16.5倍を大きく上回る20倍の水準にある。

200日移動平均線が手掛かり？

市場にとっての救いは、経済と企業業績が持ちこたえていることだ。アトランタ連銀の算出する「GDP ナウ」の推計によると、26日に発表される1～3月期の国内総生産（GDP）は前期比年率2.9%増と非常に堅調となる予想で、S&P500指数の利益も2%増が見込まれている。しかし、市場は経済に打撃が与えられる可能性を懸念しているようだ。S&P500指数は50日移動平均線を割り込んだ。このラインを下回った場合、S&P500指数は少なくともさらに5%下落するケースが多く、2023年に1回、2022年に2回起きています。

買いを入れるためのS&P500指数の次の支持線としては、過去数十年有効だった200日移動平均線がある。現在4671近辺にあり、現時点から6%下の水準だ。エバーコアのストラテジスト、ジュリアン・エマニュエル氏は、「景気後退に陥らない『通常の』年の『通常の』押し目は、S&P500指数の200日移動平均線を試す」と書いている。

押し目は買い時となる場合もあるが、今回の下落は、少なくとも当面は恐れるべきだろう。

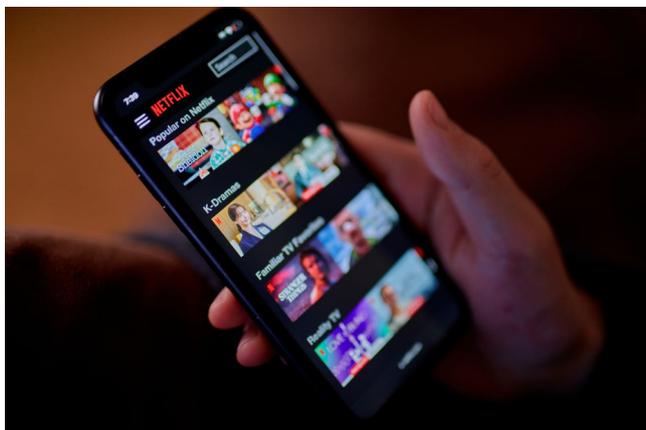
By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

7. ネットフリックスが加入者数の公表を中止へ

[ハイテク]

Netflix Says It's Going Dark on Subscriber Numbers. Is the Model Maturing?
ビジネスモデルの成熟を示唆

加入者純増数は投資家にとって重要な指標



GABBY JONES/BLOOMBERG

決算発表シーズンが来るたびに市場が最も注目する指標の一つが動画配信大手のネットフリックス<NFLX>の加入者純増数だ。この指標は、売上高や利益以上に、株価が四半期決算にどのように反応するかを最も確実に予測するために有用であるからだ。

例えば、ネットフリックスが2024年1月に第4四半期決算を発表した後の4営業日で株価は17%上昇した。売上高はガイダンス並みで、1株当たり利益（EPS）は予想をわずかに下回ったにもかかわらず株価が上昇した理由は、加入者純

増数が1310万人とガイダンスの870万人を大きく上回ったからだ。

ネットフリックスはこのところ、アナリストが加入者数純増数を重視する傾向を弱めたいとの意向を示唆してきた。ネットフリックスは2022年に加入者数のガイダンスの公表をやめると発表した。四半期ごとの実績は公表し続けた。ところが先日の第1四半期決算の発表に伴い、2025年から加入者数の公表を完全に中止すると発表した。

理由は「ビジネスの進化の反映」だが…

共同最高経営責任者（CEO）のグレッグ・ピーターズ氏とテッド・サランドス氏は加入者数の重要性を軽視したが、投資家は納得していないように見える。

ピーターズ氏は決算発表後のウェブキャストで、加入者数公表中止の決定は、売上高、営業利益、EPS、フリーキャッシュフローなど、事業の測定に使用する主な指標に的を絞りたいという願いに基づいていると述べた。背景には、ネットフリックスの視聴契約形態には今やさまざまな価格帯で、広告付きとそうでないものが存在し、収益源が多様化していることがあるという。サランドス氏は、「今回の変更は、ビジネスの進化を反映したより良いアプローチだと考えている」と述べた。

パスワード共有取り締まりと広告付きプランによる成長効果は薄れている

ウォール街はこの変更を歓迎していない。今後は加入者数があまり増えない可能性があることを示唆しているからだ。ネットフリックスのここ数四半期の成長のけん引役は、パスワード共有の取り締まりと、より安価な広告付きサブスクリプションプランの導入という二つの取り組みである。

だが、これら二つの取り組みによる成長効果は、時間の経過とともに薄れる運命にあるようだ。取り締まり対象のパスワード借用者の数は限られているからだ。これは、ネットフリックスのビジネスモデルが成熟しつつあることを示唆している。2024年第1四半期決算の発表を受けて、すべての指標で予想を上回ったにもかかわらず株価は約9%下落した。

ネットフリックスが置かれている状況は、2018年にiPhone（アイフォーン）の販売台数の公表をやめると決定したときのアップル<AAPL>の状況を思い起こさせる。アップルの最高財務責任者（CFO）であるルカ・マエストリ氏は2018年11月の電話会議で、「当社のポートフォリオの幅広さと、あらゆる製品系列における販売価格の格差が広がっていることを踏まえると、販売台数の重要性は薄れている」と述べた。興味深いことに、2018年度第4四半期（7～9月期）のiPhone販売台数が4690万台だったのに対し、2024年度第3四半期（4～6月期）のiPhone販売台数に関するコンセンサス予想はそれとほぼ同じ4600万台だ。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

8. FRBの利下げ観測後退。金融環境は過度に緩和的 Fed Won't Cut Rates Soon. Financial Conditions Are Too Loose 実社会の金融情勢巡り見方が交錯

[経済政策]

先物市場は利下げ幅縮小を織り込んでいる

自信。わずかでも自信を持ってないという人はいないだろう。あなたが最終面接に臨む就職希望者だったとしても、バッテリーボックスに立つ野球選手だったとしても、また年率2%のインフレ目標に向けて持続可能な下降軌道にある兆候を探っている米連邦準備制度理事会（FRB）関係者だったとしても、自信はあるのが真実だ。



CHIP SOMODEVILLA/GETTY IMAGES

残念ながら、今年はインフレ鈍化への確信が不足している。居心地の悪いことに、物価の高い伸びは想定よりも長く続き、経済成長はペースを保っている。パウエルFRB議長を含む多くのFRB当局者が最近示唆したように、FRBが短期的に金利を引き下げる正当な理由は存在しない。先物市場が織り込む2024年のFRBの利下げ回数は減少しており、一部のエコノミストは2025年までFRBは利下げをしないとさえ予想している。

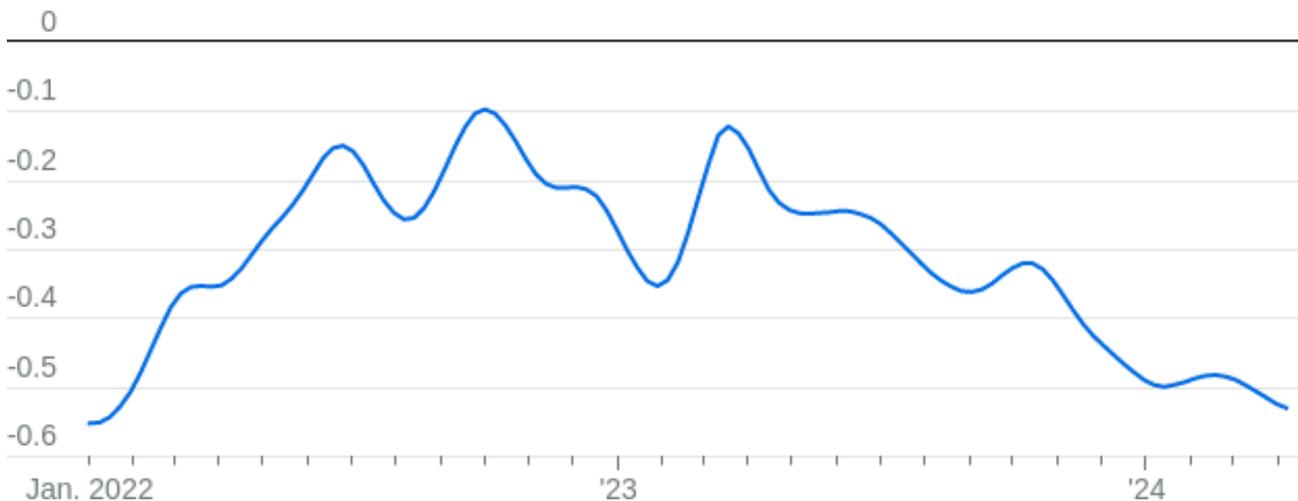
インフレの強靭さの背景には何があるのか？パウエル議長をはじめとするFRB幹部が金融政策は抑制的だと主張しているにもかかわらず、経済全体の金融状況が緩んでいることがその原因の一つであるように見える。

実際の金融条件は緩和的

Round Trip

The Chicago Fed's measure of economy-wide financial conditions is as easy today as it was before the central bank began to increase interest rates in 2022.

National Financial Conditions Index



Note: Positive values mean tighter-than-average financial conditions and negative values mean looser-than-average financial conditions.

数字で見れば、正しいかもしれない。スタンフォード大学の経済学者ジョン・テイラー氏が1993年の論文で提唱したいわゆる「テイラー・ルール」は、直近のインフレ率と経済成長率に基づき、現在のフェデラル・ファンド（FF）金利の誘導目標を4.75%前後と分析している。これはFRBの現行目標レンジである5.25~5.5%より低く、テイラー・ルールで政策が抑制的な領域に入ったのはこの10年で初めてだ。

しかし、それは理論上の話だ。実際には、実社会の金融状況の複数の指標は、今日緩和的な領域にあ

る。資金調達の容易さを測るシカゴ連銀の全米金融環境指数（NFCI）は、FRBが利上げを開始する2カ月前の2022年1月と同程度に緩和的だ。毎週更新されるNFCIの市場および調査ベースの105に上る変数には、銀行の貸出基準のほか、国債、社債、モーゲージ債のイールド・スプレッド、債務残高と新規発行の水準、米ドル指数、そして重要な点として株式市場の水準が含まれる。

しかし、FRBが直接コントロールできるのは、これらの要因のうちの一つだけ、すなわち金利である。FRBが2022年に利上げを開始する前に、有能な最高財務責任者（CFO）を擁するすべての企業は借金を借り換えたり、返済期限を繰り上げたりした。何百万人もの住宅所有者が、預貯金よりも低い固定金利で30年物の住宅ローンを組んでいる。堅調な業績の伸びと人工知能（AI）への熱狂が、株価指数を過去最高値に押し上げている。米国では構造的な住宅不足が住宅価格を上昇させている。

FF金利が5%をかなり上回っているという事実だけでは、実質的にいたるところで金融環境が緩んでいるという状況の全貌は見えてこない。証券会社ジェフリーズのストラテジストは、「この金融環境の大幅な緩和によって、労働市場の軟化とインフレ率の低下というFRBが求めていることが、データによって実現する可能性はかなり低くなっていると考えざるを得ない」と書いている。

2024年は利下げなしの予想も

金融状況がそれほど緩んでいない分野の一つはといえば、ベンチャーキャピタルなどの非公開市場である。テルミナのデータによると、ベンチャーキャピタルの資金調達額は2023年に、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）期の2020年の底をさらに下回る水準まで落ち込んでおり、それ以来、横ばいだ。テルミナの共同設立者であるアルジュン・セティ氏は「資本の流れは安定している」としながらも、「しかし、今日資金を調達している企業は、利益への道筋が明確で、より安定した傾向にある」と語る。投資家が最初に小切手にサインし、質問を後回しにしていた2021年や2022年のコストをためらわない成長重視の時代からすれば、これは健全な変化だろう。

その他の分野では、状況は一層緩和的だ。ブルームバーグによると、第1四半期の社債発行額は過去最高を記録した。アポロ・グローバル・マネジメントのチーフエコノミスト、トーステン・スロック氏は、「緩和的な金融環境は引き続き、経済成長とインフレに大きな追い風となっている」と語り、「その結果、FRBはインフレとの戦いを終えておらず、金利はより長く高止まりするだろう」との見方を示した。

スロック氏は2024年の利下げはないと予想している。あと1、2カ月、インフレと経済成長率の強いデータが続けば、市場も同様の見方を織り込む可能性がある。それは債券利回りの一段の上昇、つまり金融環境の引き締めにつながる可能性がある。

FRBの市場操作やQTに注目

アクサ・インベストメント・マネジメントのマクロ経済調査部門の責任者、デビッド・ペイジ氏は、2024年後半に金融状況の引き締めを予想する、より技術的な理由がもう一つあると言う。過去1年間、FRBの資金吸収の翌日物リバース・レポ取引（RRP）が減少していることだ。このことが、量的引き締め（QT）のペースよりも相対的に急速に銀行システムに現金を追加している。つまり、流動性は依然あふれており、借入、信用市場、金融状況を支えている。

FRBは、600億ドルの国債と350億ドルの住宅ローン担保証券を毎月再投資せずに償還させている。翌日物RRP残高は、1年前の約2兆4000億ドルから先週4000億ドルを割り込み、月平均で約1670億ドル減少した。現在のペースでは、RRPは6月末に枯渇する。そしてその時点で、QTによって銀行の準備金から直接引き出され始め、システムから流動性を流出させることになる。ペイジ氏によれば、これは過去1年間の原動力（金融のだぶつき）を逆転させ、あらゆる種類のリスク資産にとって逆風になるという。

しかし、FRB当局者はこの事態が起こることを承知しており、QTのペースを減速する議論を始めている。5月1日に終了する次回の連邦公開市場委員会（FOMC）で、早ければ計画が提示される可能性がある。ただ、ウィルシャーのジョシュ・エマニュエル最高投資責任者（CIO）は目下のところ「これは、FRBが流動性を理由に利下げを行う必要があるというような環境ではない」とみている。

金融当局者の自信のほどやいかに？

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

9. 米国株の欧州株への優位が崩れる時

[投資戦略]

U.S. Stocks Have Outperformed Europe for Years. It May Change for a While.

見た目ほど良くない米国株、それほど悪くない欧州株

マグニフィセント7を除けば米企業も減益



PASCAL POCHARD-CASABIANCA/ AFP VIA GETTY IMAGES

先週、欧州の決算シーズンが始まった。筆者がこれまで欧州株に無関心だったのにはそれなりの理由がある。

例えばブラックロックの上場投資信託（ETF）、iシェアーズ・ヨーロッパ<IEV>の過去1年、3年、5年、10年、20年の投資リターンは、米国株に投資するiシェアーズ・コアS&P500<IVV>を大きく下回る。株価収益率（PER）で見れば欧州のファンドの方が割安であるものの、増益率の差を見逃してはいけない。第1四半期の予想は欧州が前四半期比マイナス11%であるのに対し、米国は3%のプラスだ。

しかし、JPモルガン・チェース<JPM>は欧州への弱気姿勢を緩和しつつあり、最近、欧州を米国に対してアンダーウエートする方針を終了した。先週、JPモルガンの複数のストラテジストが「米国の利益がユーロ圏を上回っていた時期は終わりを告げるかもしれない」と記している。

米国は政府支出の後押しの恩恵を受け、米国企業は為替効果から売上高の上振れというサプライズを享受している。さらに、マグニフィセント・セブンのハイテク7銘柄は、利益の伸びは鈍化しているものの、以前輝きを保っている。この7銘柄を除いた場合、S&P500指数の第1四半期利益は前年同期比2.

6%減と、5四半期連続の減益が予想される。7銘柄を含めても、同四半期の増益率予想は3%にとどまり、昨年夏には10%超であったことを踏まえると、依然として残る今年後半に米国の増益率が2桁台に回復するという予想にも疑念がわく。

米国の成長が見かけほど良くないのであれば、欧州の成長も見かけほど悪くない可能性もある。欧州の平均利益の減少は、特にエネルギーと公益事業セクターの銘柄の大幅な異常値によるところが大きいの。中央値または中間値の増益率は平均値より10ポイント高いマイナス1%となっている。また、欧州は米国よりも早く利下げを開始すると予想されている。

■ 割高な欧州企業に投資妙味はあるか

JPモルガンは欧州について「利益が改善すれば、相対的な市場パフォーマンスも改善する可能性がある」と記している。そう信じる投資家には、前述のような割安なETFがちょうどいいのだろう。JPモルガンの推奨銘柄には割安でないものも含まれている。ジャンボジェット機製造で知られる2社のうち、部品落下事故を起こしていない方のエアバス<AIR>のPERは24倍、台湾の半導体製造工場に装置を納入しているオランダの半導体製造装置大手ASMLホールディング<ASML>はさらに割高な44倍、肥満治療薬ウゴビーを製造するデンマークの製薬会社ノボ・ノルディスク<NVO>は37倍となっている。

これらの企業が良い位置につけていることは確かだが、欧州株に目を向け、米国よりPERで割高な銘柄に投資するのは、エアコンが付いていないのに住宅建設業者に上乗せ料金を支払うようなものだ。

JPモルガンはより割安な欧州銘柄にも強気である。糖尿病、ガン、心臓病などの治療薬製造のアストラゼネカ<AZN>のPERは17倍で、2桁台の利益成長を示している。通信会社のドイツテレコム<DT E.ドイツ>のPERは12倍で、その価値の大半は株価の高いTモバイル<TMUS>の持ち分によるものだ。フリーキャッシュフローは時価総額の17%に迫っている。スイスの金融大手のUBS<UBS>は昨年、クレディ・スイスの買収を完了した。株価純資産倍率（PBR）は1.3倍で、対してモルガン・スタンレー<MS>は2.2倍だ。特に安定した利益を上げているウェルス・マネジメント事業の構成比がモルガン・スタンレーより高いことを考慮すると、割安と言えよう。

■ JPモルガンはS&P指数ワースト2社の判断を維持

ここで、状況が悪化したにもかかわらずアナリストが投資判断を維持している、全く異なる二つのケースを見てみよう。電気自動車（EV）メーカーのテスラ<TSLA>は4月23日に決算発表を控えているが、投資家は、EV需要の停滞や中国による低価格攻勢の兆候を見極めようとするだろう。ウェドブッシュのアナリストは、テスラの直近2回のコンファレンスコールについて「その場に大人が誰一人いない、ひどいコメディショーのような災難」と表現し、コミュニケーション不足が「炎上をさらに煽った」と書いている。しかし自動運転車の今後の「大規模な価値創造」の可能性を挙げ、アウトパフォームの投資評価を維持している。

テスラの株価は年初来40%下落しており、S&P500の構成銘柄中では2番目に悪いパフォーマンスだ。ワースト1位は47%下落の生命保険会社のグローブ・ライフ<GL>で、ファジー・パンダ・リサーチと称する空売り集団の標的となっていることが原因だ。ファジー・パンダは4月11日、グローブ・ライフについて代理店による詐欺、キックバック、贈収賄、コカインやステロイドの使用、性的暴行など

の疑惑をまとめたレポートを発表した。レポートではニュース記事や訴訟、求人に応募したファジーの潜入調査人からの引用が記載されている。

グローブ・ライフは声明を発表し、このレポートを「意図的な虚偽で、誤解を招く、中傷的」なものであり、和解を強要する企業による過去の複数の訴訟からの使い回しであると指摘し、不正行為に関する主張を調査するためのプロセスを既に始めていると述べている。JPモルガンは「保険は訴訟の多いビジネスであり、弊社がカバーする保険会社のほとんどは不適切な行為や詐欺的行為に関する告発に直面している」と書いており、また、重要なのは不正行為が代理店に限定されるのか、それとも保険会社そのものに及ぶのかであると指摘している。

しかし、財務諸表が示す数字は明らか、かつ、気が滅入るほど前向きである。グローブ・ライフの利益の大半は、新規契約ではなく既存契約の保険料によるものだ。つまり、新規契約による収入が10%減少しても、売上高は1%しか落ち込まない。また、代理店に支払われる報酬は契約1年目に集中するため、新規契約の減少はフリーキャッシュフローの増加を意味する。さらに株価の急落により、自社株買いの利益への貢献度は大きくなる。JPモルガンはグローブ・ライフの株価の上値余地を110%と予想している。

グローブ・ライフ株を20年保有してきたウォーレン・バフェット氏率いるバークシャー・ハサウェイ<BRK.A>は昨年、グローブ・ライフのトップクラスの代理店での素行の悪さが報じられる中で、現在よりはるかに高い価格でグローブ・ライフ株を売却した。慎重な損失軽減の判断だったと言えよう。

By Jack Hough
(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]

Natural Gas Is Cheap. Why Electricity Isn't.

天然ガス価格は安いのに、電気代が安い理由とは

天然ガスによる発電量が米国全体の42%を占める

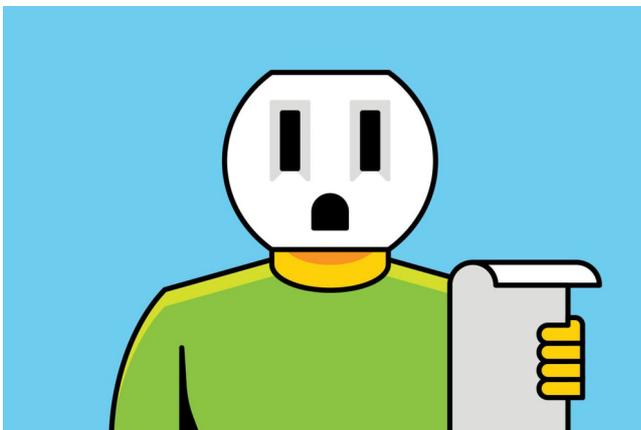


ILLUSTRATION BY ELIAS STEIN

直近の消費者物価指数（CPI）によると、電気代が急上昇しており、3月は季節調整済みで2月比0.9%上昇、前年同月比では5%上昇している。昨年は年間で10.2%の上昇を記録した。

発電コストのトップである天然ガスが安くなっていることを考えれば、これは驚くべきことだ。米国は総電力の42%を天然ガスで発電している。ロシアがウクライナに侵攻した後、天然ガス価格は急騰した。ロシアからの供給減を補うために、より多くの米国産ガスが欧州に流れたからだ。しかしその後、天然ガスの価格は百

万BTU（英国熱量単位）当たり2ドルを下回り、2022年の9ドル超から下落した。

一部の州では天然ガスの価格下落に伴い電力会社が電気料金を引き下げたが、逆に天然ガスの価格下落から数カ月後に電力料金が引き上げられた州もあった。料金引き上げの理由の一つは、平均的な消費者向け電気代の約半分を送配電コストが占めていることで、電気自動車（EV）や人工知能（AI）に特化したデータセンターの電力需要の増加に伴い、送配電コストが急速に上昇しているためだ。

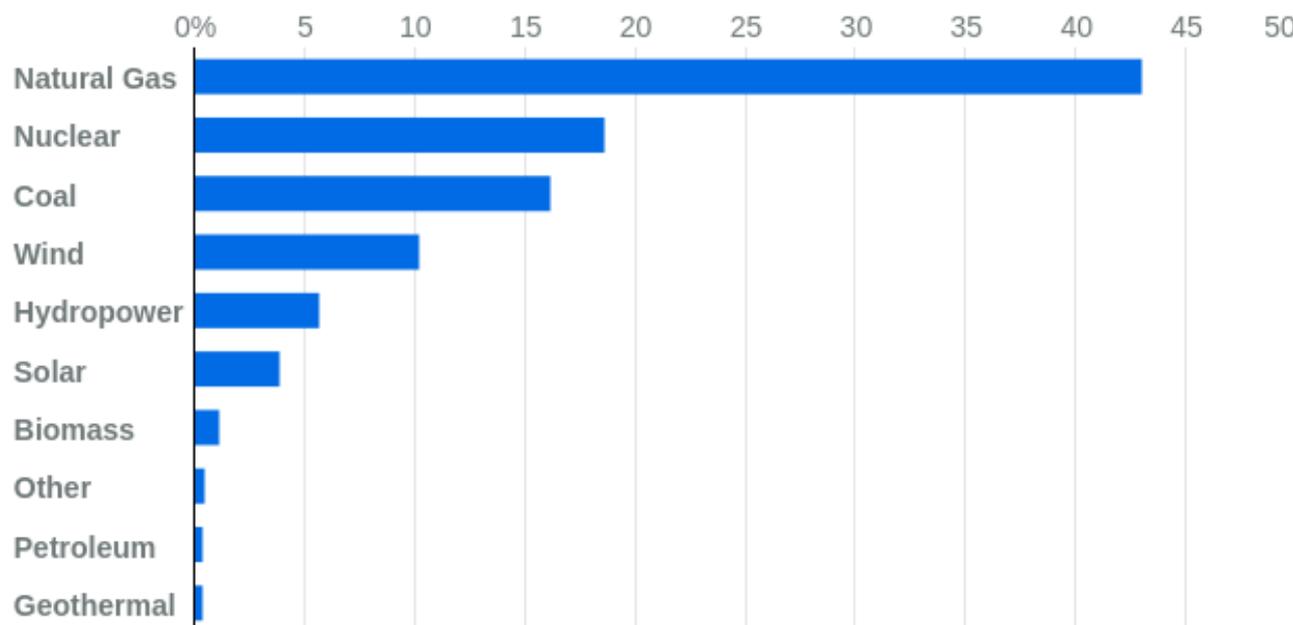
一部の電力会社は規制当局に電気料金引き上げの許可を求めている。インディアナ州では、電力会社デューク・エナジー<DUK>とセンターポイント・エナジー<GNP>が、石炭からよりクリーンな選択肢に移行するための費用などの優先課題への対策を目的として、2桁台の料金引き上げを要請している。デュークはまた、いわゆる「劇的なインフレ」状況だと説明する。

今後数年間で天然ガス価格が再び上昇し、需要が拡大するにつれて、価格圧力は強まるに違いない。全米各州公共事業消費者協会（NASUCA）の上級理事デイビッド・スプリング氏は「状況はさらに悪化するだろう」と言う。

先週の出来事

In Transition

Natural gas and nuclear have passed coal as top sources of U.S. electric power. Renewables are on the rise.



株式市場

イランのイスラエルに対する限定的な報復を受けて原油価格は下落した。3月の米小売売上高は0.7%増と大幅な伸びとなった。米国債が売られ、ドルが上昇した。中国の第1四半期国内総生産（GDP）成長率は5.3%と好調だった。米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は、インフレの兆候が利下げを遅らせる可能性があるとした。株価は乱高下して失速した。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）はかろうじて0.01%上昇、S&P500指数は3.05%下落、ナスダック総合指数も5.5%下落した。

企業動向

米連邦政府は韓国テクノロジー企業のサムスン電子<005930.韓国>に対して、テキサス州での半導体生産拡大のために64億ドルの補助金を約束した。マイクロソフト<MSFT>は、アラブ首長国連邦(UAE) アブダビに本拠を置くAIスタートアップ企業のG42への15億ドル投資を発表。G42は投資を受けるために中国から手を引いた。金融大手ゴールドマン・サックス<GS>の第1四半期の純利益は28%増加し予想を上回った。同業モルガン・スタンレー<MS>も増収となり予想を上回った。バイデン大統領は中国製の鉄鋼・アルミ製品への関税を現行の3倍に引き上げるよう主張した。アップル<AAPL>は中国政府の命令により、メタ<META>(旧フェイスブック)の簡易投稿アプリWhatsApp(ワッツアップ)とThreads(スレッズ)を、中国での配信プラットフォームApp Store(アップストア)から削除した。

M&A(合併・買収)等

ウォール・ストリート・ジャーナル紙(WSJ紙)は、顧客管理ソフトウェア大手セールスフォース<CRM>がデータ管理ソフトウェア会社のインフォマティカ<INFA>の買収交渉に入っていると報じた。イタリアのミラノに拠点を置く電線・通信ケーブルメーカーのプリズミアン<PRY.ミラノ>は、米国ケーブルメーカーのエンコア・ワイヤー<WIRE>を41億5000万ドルで買収することに同意した。米製紙インターナショナル・ペーパー<IP>は、英国包装資材大手のDSスミス<SMDS.ロンドン>を評価額72億ドルでの全株式による買収に合意した。WSJ紙は、米司法省が、チケット販売会社のチケットマスターの親会社でコンサート企画会社のライブ・ネーション<LYV>に対して、反トラスト法(独占禁止法)違反の疑いで提訴する準備を進めていると報じた。ニューヨーク・タイムズ紙は、ソニー<6758>とプライベート・エクイティ・ファンドのアポロ・グローバルが、メディア大手パラマウント・グローバル<PARA>の買収を検討していると報じた。

今週の予定

4月23日(火)

いわゆるマグニフィセント・セブンのうち4社が決算を発表。従業員の少なくとも10%をレイオフすると先日発表したばかりのEV大手テスラ<TSLA>が23日に決算を発表する。テスラ株はEV需要が著しく減速しているため年初来で41%下落し、S&P500指数銘柄の中で2番目に悪いパフォーマンスとなっている。メタは24日に決算を発表し、続いてアルファベット<GOOGL>とマイクロソフト<MSFT>が25日に決算を発表する。

4月25日(木)

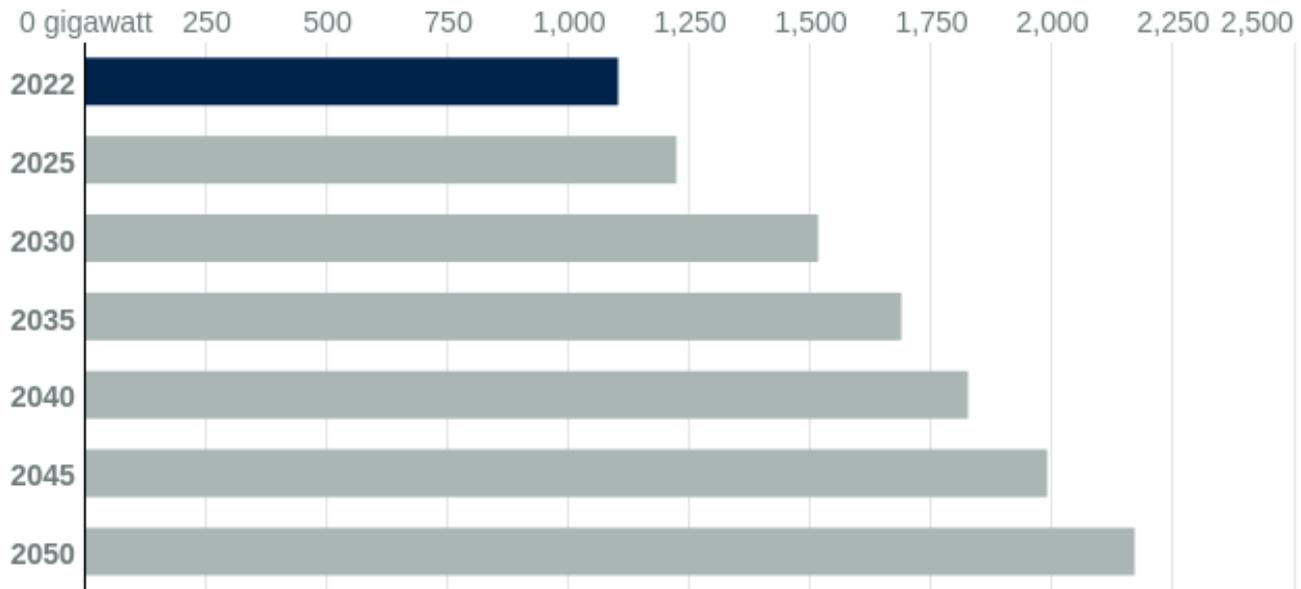
米商務省経済分析局(BEA)が2024年第1四半期の国内総生産(GDP)速報値を発表。実質GDP成長率のコンセンサス予想は季節調整済み年率換算で前期比2.2%。2023年第4四半期の成長率は3.4%だった。

4月26日(金)

BEAが3月の個人消費支出(PCE)物価指数を発表する。エコノミストの予想は前年同月比2.6%の上昇で、2月を0.1ポイント上回る。また変動の大きい食品とエネルギー価格を除いたコアPCEは前年同月比2.7%の上昇と予想され、2月は同2.8%の上昇だった。今年のインフレ率は根強く、予想を上回るとの見通しを背景に、債券利回りは5カ月ぶりの高水準となり、ついには株式市場にも打撃を与えた。4月のS&P500指数は5.5%下落し、昨年10月以来初の下落月となる。

Power Up

U.S. electric generating capacity has been relatively stable for several decades. The next quarter-century should see more growth.



Note: 2025 through 2050 are estimates

統計と数字

26%：8時間以上の夜間睡眠をとっていると、ある調査に回答した米国人の割合。

36億ドル：2014年以降、効果がないと判断されたか、市場から撤退した医薬品の世界売上高。

64億ドル：今年の中国の新規公開（IPO）、フォローオン（IPOに続く2回目以降の公募）、優先株による調達額。過去最低となった。

3250億ドル：ゴールドマン・サックスが予想する、米国年金基金が今年売却する株式の額。昨年の1910億ドルから増加。

By Avi Salzman
(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』 2024/04/21

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