

# バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2024/04/28

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. バフェット氏去ってもパークシャーは「長持ち」 - Warren Buffett or Not, Berkshire Hathaway Stock Is Built to Last [カバーストーリー]  
後継者、配当、企業分割を巡る疑問が渦巻く今が買い時 P.1
2. チキンサンドイッチに見る米国経済の潜在力 - How a Chicken Sandwich Shows a Hidden Power in the U.S. Economy [フィーチャー]  
構造変革でより高い成長軌道へ P.7
3. AIの次の勝者はどの企業か、非テクノロジー系に注目 - AI's Next Big Winners Aren't Just Tech Companies [フィーチャー]  
銀行、ヘルスケア、小売りなどが積極的に活用 P.13
4. 米国の不動産業者はいかに住宅市場を手なづけ、支配を実現したか - How Realtors Tamed a Wild Housing Market and Created a Lucrative Monopoly [不動産]  
和解を受け、不動産協会に守られてきた高率の手数料が変わる可能性は P.16
5. 金は絶好調だが、退職した貯蓄者は浮かれてはならない - Gold Has Gone Gangbusters. Retirement Savers Shouldn't Get Carried Away. [フィーチャー]  
投資するなら少額を P.18
6. IT大手以外に投資を広げる時期だ - It's Time to Expand Beyond Big Tech Stocks, This Expert Says. [インタビュー]  
BNYメロン・ウェルス・マネジメントのグラント氏に聞く P.20
7. インフレで苦境に立つFRB、政治家は容赦せず - Inflation Puts the Fed in a Pickle. Politicians Don't Help. [コラム]  
利下げ求める政治的圧力と物価上昇示す経済指標 P.24
8. スタグフレーション懸念は間違い、株高基調はまだ終わらない - Back Off, Stagflation. This Stock Rally Isn't Over Yet. [米国株式市場]  
ハイテク好決算を背景に上昇は続きそう P.26
9. ハイテク決算発表シーズンの要点 - Big Tech Is Spending Gazillions on AI. Earnings Offer a Peek. [ハイテク]  
膨大なAI投資がハードウェア企業を潤す P.27
10. 高級クルーズの「バイキング」、IPOに向け航行中 - Viking Sails Luxury Cruising to an IPO by Andrew Bary [経済関連スケジュール]  
文化体験を提供するクルーズ会社の上場への挑戦 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onz編集部による記事執筆時点の値である場合があります。

# 1. バフェット氏去ってもバークシャーは「長持ち」 Warren Buffett or Not, Berkshire Hathaway Stock Is Built to Last 後継者、配当、企業分割を巡る疑問が渦巻く今が買い時

[カバーストーリー]

## 5月4日に年次株主総会を開催



Illustration by Patrick Morales-Lee

バークシャー・ハサウェイ<BRK.B>を率いるウォーレン・バフェット氏は、バークシャーの年次株主総会でいつも通りに注目の的となるだろう。しかし、投資家は、長年にわたり最高経営責任者（CEO）と会長を務めるバフェット氏が去った後のバークシャーの姿に関するヒントを探している。

バフェット氏が舞台から降りた後、バークシャーは企業分割を求める圧力にさらされる可能性がある。また、今のバフェット氏のように、次の投資機会を待ちながら現金をため込むのではなく、配当の支払いを決定するかもしれない。

現在93歳のバフェット氏は、5月4日にネブラスカ州オマハで開催される年次株主総会で、こうしたトピックなどに関する質問に直面するだろう。

バフェット氏の長年の友人兼ビジネスパートナーで、バークシャーの副会長だったチャーリー・マンガー氏は、昨年99歳で死去した。マンガー氏の不在によって、「バフェット氏が60年にわたって築き上げてきた複合企業のトップに立つ期間は、あと数年で終わる可能性がある」という事実が一層明確になるだろう。バフェット氏も昨年11月に、体調は「良好」であるものの、「延長戦に入っている」ことを認めている。

総会には約3万人の株主が出席する見通しだ。バフェット氏は例年、総会で5時間以上にわたって質疑応答に対応する。今年、バフェット氏に壇上で同席するのは、バフェット氏の後任CEOとなる可能性が高い副会長のグレッグ・アベル氏（61歳）と、バークシャーの保険事業を統括する副会長のアジット・ジェイン氏（72歳）とみられる。彼らは「バークシャー株はS&P500指数をアウトパフォームできるか」、「なぜ2021年から自社株買い額が減少しているのか」、「新たな経営陣はバフェット氏並みに有能であることを証明できるか」、「バークシャーは分割されるべきか」といった大小の質問に回答することになる。

しかし、実際には誰もが全く同じことに注目するだろう。CFRAリサーチのアナリスト、キャシー・サイファート氏は「はっきりと言葉にするか否かにかかわらず、投資家の関心の中心にあるのは後継者問題だ」と語る。

バークシャーのような企業は他に存在しない。バフェット氏は、1965年に苦境に陥っていた繊維メーカーの支配権を獲得し、同社を約40万人の従業員を擁する世界最大の複合企業に変えた。特に大きな事業部門としては、バーリントン・ノーザン・サンタフェ（BNSF）鉄道や、複数の州で公益電力事業を運営し、米国有数のグリーン発電事業者でもあるバークシャー・ハサウェイ・エナジー、世界最大

の損害保険事業部門（自動車保険で米国第3位のガイコも含まれる）などがある。

比較的小規模な部門としては、プライベートジェット旅行業界のリーダーであるネットジェッツ、プレハブ住宅のトップメーカーであるクレイトン・ホームズなどが挙げられる。さらに、バークシャーは総額3600億ドルの株式ポートフォリオを保有している。最大の保有銘柄はアップル<AAPL>で、バークシャーの保有株式の約40%を占める。バフェット氏が「フォート・ノックス」（米連邦政府の金塊保管所がある陸軍施設）に例える堅牢なバランスシートは、約1700億ドルの現金および現金同等物を有する。

アベル氏、ジェイン氏らのキーパーソン

Passing the Torch

Here are the key leaders at Berkshire and where they may be headed.

|                                                                                     | Key Executives | Age | Position                                | Comment                          |
|-------------------------------------------------------------------------------------|----------------|-----|-----------------------------------------|----------------------------------|
|   | Warren Buffett | 93  | Chairman and CEO                        | Has run company since 1965       |
|  | Greg Abel      | 61  | Head of non-insurance operations        | Likely Buffett successor         |
|  | Ajit Jain      | 72  | Leads insurance businesses              | Might retire in post-Buffett era |
|  | Todd Combs     | 53  | CEO Geico; manages investments          | Could run company after Abel     |
|  | Ted Weschler   | 61  | Runs 10% of equity portfolio with Combs | Had big score with his IRA       |

Photographs, from top: Taylor Hill/FilmMagic/Getty Images; Dan Brouillette/Bloomberg; Daniel Acker/Bloomberg; Brian Losness/Reuters; David Paul Morris/Bloomberg

バークシャーの経営は他の複合企業とは異なり、異例なほどに権限が分散されている。バフェット氏は、子会社の主要な意思決定の大部分を個別企業の経営陣に任せている。2017年に公表されたバーク

シャーの「オーナーズ・マニュアル」では、バフェット氏は「放任に近いレベルで権限を委譲している」と書いている。バークシャーの本社は極めて小規模で、スタッフは26人しかいない。

バークシャーの独特な戦略はこれまで機能してきた。今年の税引き後営業利益は400億ドルとなる見込みで、時価総額は第7位の8800億ドルだ。クラスA株は、1965年のバフェット氏による買収時の20ドルから、現在では60万ドル超に上昇した。1996年に初めて発行されたクラスB株の株価は、発行当初の20倍となっている。バークシャーのクラスB株は個人投資家に最も広く保有されている銘柄の一つで、株主は約300万人に上る。バークシャーほど投資家から情熱と信頼を向けられている企業はないだろう。

しかし、それはバフェット氏が去った後も変わらないのだろうか。バフェット氏はバークシャーの事業にとって極めて中心的な存在であり、彼が2018年まで一人で担っていた役職は4~5人に分散されるとみられる。同年に、バフェット氏はバークシャーの保険以外の事業をアベル氏に、保険事業をジェイン氏に引き継いだ。

アベル氏はCEOに就任する予定だ。CEOはバークシャーの無数の事業を監督し、資本配分を決定しているとみられる。これは、自社株買い、配当の支払い、現金の留保、あるいは買収に利益を使うかどうかを決定することを意味する。ジェイン氏は保険事業の責任者にとどまる公算が大きい。バフェット氏の長男で農家兼慈善活動家のハワード氏（69歳）は非常勤会長に就任するだろう。

さらに、現在、株式ポートフォリオの約10%を運用しているトッド・コームズ氏（53歳）とテッド・ウェシュラー氏（61歳）がポートフォリオ全体の運用を担うとみられる。バークシャーは両氏がどの銘柄を運用しているのか明らかにしていないが、バークシャーに詳しい人々は、保有額40億ドル未満の比較的小規模な銘柄の多くが両氏によるものだと考えている。例えば、ケーブルテレビ会社チャーター・コミュニケーションズ<CHTR>、ヘルスケアサービス会社ダビータ<DVA>、メディア複合企業リバティ・メディア傘下のリバティ・シリウスXM<LSXMA>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>などだ。バフェット氏は2019年に、両氏が10年以上前に入社してからのパフォーマンスは市場を若干下回ると述べたが、それ以降は市場と比較した両氏のパフォーマンスに言及していない。本誌は、近年うわさされていた幾つかの保有銘柄がアンダーパフォームしていることを理由に、両氏の就任後のパフォーマンスが市場を下回っているのではないかと推測している。

スミード・バリュー・ファンドの運用マネジャーであるビル・スミード氏は、コームズ氏とウェシュラー氏の話を知りたいと考えている。スミード氏は「コームズ氏とウェシュラー氏を出席させないのは許されざる罪だ。もしバフェット氏が明日死去するとしたら、銘柄選別を担当するのは彼らだ。それなのに、株主総会で質問に回答したことも、質問を受けたこともない」と語る。

コームズ氏は、アベル氏の代わりにバフェット氏の後継者となる可能性や、アベル氏の後任CEOとなる可能性がある。コームズ氏はバフェット氏と良好な関係を築いている。投資以外にも、過去4年間にわたってガイコのCEOを務めてきた経験があり、JPモルガン・チェース<JPM>の取締役でもある。

バフェット氏の3人の子供、ハワード、スーザン、ピーターの各氏も、バフェット氏の死後に関わってくる。3氏が監督する慈善信託は、現在バフェット氏が保有しているバークシャーの持ち分15%を受け継ぐ見込みだが、この持ち分のほとんどは多議決権株式のクラスA株であり、議決権ベースでは30%超

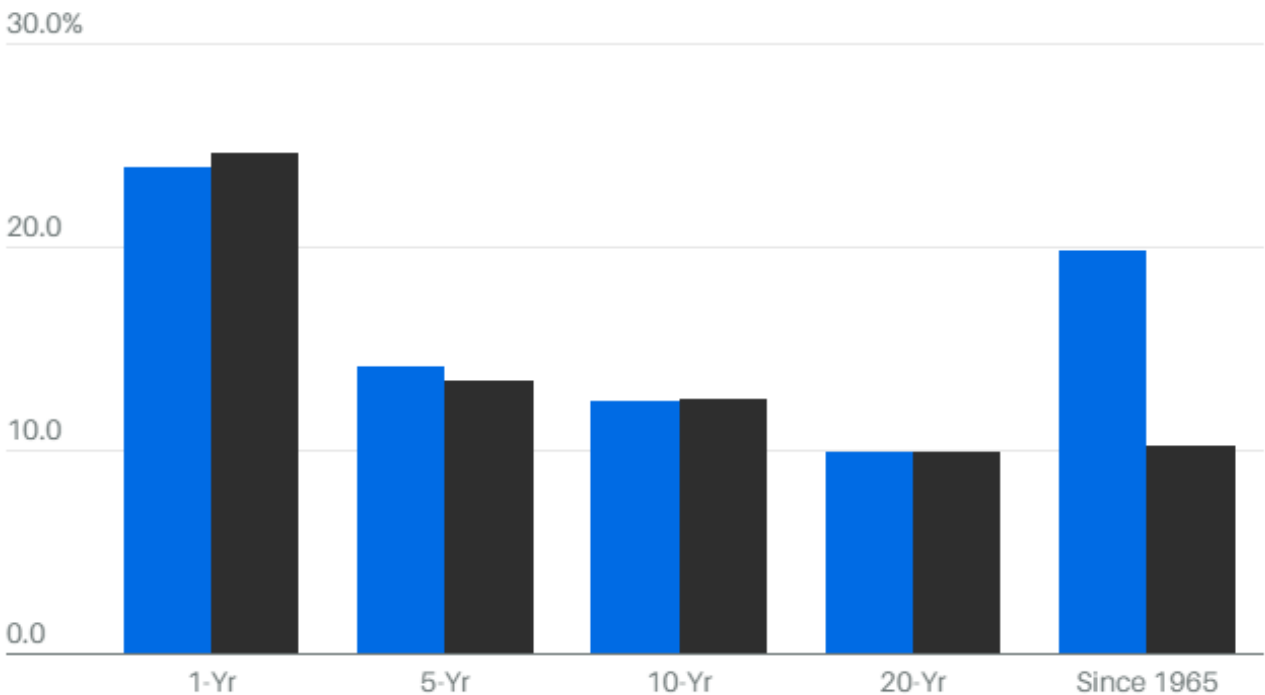
に相当する。信託の清算期間は約10年であるため、少なくとも数年間は子供たちが相当の権力を握ることになる。

## 近年の投資手腕には衰え

### Getting Tougher to Beat the Market

Berkshire stock has crushed the S&P 500 since 1965 but is about even with index over the past 20 years.

■ Berkshire Hathaway ■ S&P 500 Index



バフェット氏は近年、活力が衰えてきたことを認めているが、2023年の年次株主総会では鋭敏に見えた。彼はコカ・コーラとピーナツ菓子でエネルギーを補給しながら、5時間にわたって話し続けた。3年前、バークシャーにはバフェット氏以外に90歳以上の取締役が4人いたが、皆この世を去った。バフェット氏は最後の1人だ。スミード氏は、今年の年次株主総会では率直なマンガー氏が傍らにいないため、バフェット氏はやや控えめになるかもしれないと語る。

それでも、投資家はバフェット氏に対して質問を浴びせることを止めないだろう。いつまで経営を続けるつもりなのか。自社株買いのペースが落ちていることは株式の見通しと関係があるのか。ガイコは自動車保険の市場シェアとテクノロジーに関して同業のプログレッシブ<PGR>に抜かされたが、追い付くことができるか。傘下の米西部の公益電力会社は山火事による賠償責任に直面しているが、そのまま破綻させるのか。あなたが去った後にバークシャーが配当を支払うのは合理的だと思うか。

オマハの資産運用会社ブリッジズ・トラストのテッド・ブリッジズCEOは「いずれ配当の可能性に関する議論が活発化するだろう」と語る。バフェット氏は、割高なバリュエーションを踏まえ、現在は上場企業と未上場企業の買収が難しいことを認めている。ただし、配当の問題は、税務上の理由などにより配当を望んでいない多くの個人株主の間で物議を醸している。



重要な疑問は、バフェット氏の退任後や死後にバークシャー株に何が起きるかということだ。長期株主が株式を売却し、投資家がバフェット氏の魔法が解けることを懸念した結果、株価は5~10%下落するかもしれない。しかし、バフェット氏は、投資家は分割によって企業価値が向上すると予想しているため、自身が死亡した翌日に株価が上昇するだろうと述べている。

近年は複合企業の人気がなく、ゼネラル・エレクトリック<GE>やかつてのユナイテッド・テクノロジーズといった複合企業が分割される中であって、バークシャーは世界最大の複合企業である。バフェット氏の投資やビジネスの才覚にもかかわらず、ブルームバーグの計算によると、バークシャーの過去10年間と20年間のトータルリターンはS&P500指数とほぼ同等だ。過去10年間の年率リターンは、バークシャーが12.4%、S&P500指数が12.5%となっている。

バークシャーの極めて大きなアウトパフォーマンスは、すべてバフェット氏がトップに就任してから最初の40年間のものだ。当時、バークシャーは現在より小規模だった。バフェット氏は、コカ・コーラ<KO>やクレジットカード大手アメリカン・エクスプレス<AXP>などの大規模な持ち分を割安な価格で買い入れ、非常に優れた投資手腕を発揮していた。規模の大きさも、並外れたリターンを目指す上で障害になる。

過去10年間、バフェット氏は新たな勝者をあまり発見できていない。2016年に金属部品メーカーのプレジジョン・キャストパーツをバークシャー史上最高額の330億ドルで買収したが、大失敗に終わった。また、バフェット氏は2020年と2021年にウェルズ・ファーゴ<WFC>やJPモルガン・チェースなどの金融株を現在の株価の約半値で売却するというミスをした。もちろん、アップルへの投資は膨大な利益を生んでおり、約300億ドルで購入した持ち分の現在の価値は1500億ドルを超えている。しかし、アップルは今年苦戦しており、株価は年初来で10%超下落している。

## ■ 配当支払いの可能性は十分

バフェット氏が去った後も、バークシャーはS&P500指数と同等かそれ以上のパフォーマンスを上げるとみられる。バリュエーションは、3月31日時点の予想純資産価額に対する株価純資産倍率（PBR）が1.5倍、2024年の予想利益に対する株価収益率（PER）が22倍と魅力的に見える（バークシャーは5月4日に第1四半期決算を発表予定）。ただし、PBRは過去5年平均の1.4倍に比べると若干割高だ。年初来と過去5年間のパフォーマンスは市場を上回っている。

純資産価額は時代遅れのバリュエーション指標だが、バークシャーにとっては依然として重要だ。その理由は、バークシャーが大規模な保険事業を有していることと（保険会社は現在も純資産価額に基づき評価される）、バフェット氏の買収以来、純資産価額がバークシャーにとっての歴史的な判断基準になってきたことだ。バフェット氏は、純資産価額は本源的価値の代替指標として非常に過小評価されていると述べている。ただし、純資産価額は自社株買いによって減少するため、指標としての有用性はやや低下している。

「ポスト・バフェット」の株価は、業績と自己資本の長期にわたる安定的な伸びによって下支えされる公算が大きい。バークシャーの純資産価額の年間成長率は、400億ドルの税引き後利益と、運用資産額3600億ドルの株式ポートフォリオの運用益によって1桁台後半に達するとみられる。株価も純資産価額と同様のペースで上昇する可能性がある。

## A Company Like No Other

Berkshire is active in everything from insurance to railroads, not to mention investing.

| Segment                | 2022 Earnings<br>(billion) | 2023 Earnings<br>(billion) | Comment on 2023<br>Results              |
|------------------------|----------------------------|----------------------------|-----------------------------------------|
| Insurance Underwriting | \$0.0                      | \$5.4                      | Strong insurance pricing, Geico rebound |
| Investment Income      | 6.5                        | 9.6                        | Higher rates on huge cash holdings      |
| Railroad               | 5.9                        | 5.1                        | Lower volumes; higher labor costs       |
| Utilities & Energy     | 3.9                        | 2.3                        | Wildfire losses depress results         |
| Manufacturing & Other  | 14.0                       | 15.1                       | Precision Castparts profits improve     |
| Other                  | 0.5                        | -0.2                       | Reflects currency moves in yen debt     |
| <b>Total</b>           | <b>30.1</b>                | <b>37.4</b>                |                                         |

Note: Earnings are after taxes

Source: company reports

バフェット氏の死後数年以内に配当が支払われる可能性は十分にある。理由の一つは、バフェット氏の後継者にとって年間の営業利益の分配における助けとなるからだ。もう一つの理由は、バフェット氏がトップでなければ、投資家はバークシャーが多額の現金をため込むこと（2023年末の現金保有額は過去最高の1680億ドル）に対してそれほど寛容ではないと思われることだ。

センパー・オーガスタス・インベストメント・グループのチーフ投資ストラテジスト、クリストファー・ブルームストラン氏は今年、バークシャーの今後10年間の年率リターンが10～11%となり、年間の自社株買い比率が最近の1～1.5%を上回る2～3%となる可能性がある」と述べた。ブルームストラン氏はバークシャー株1株当たりの本源的価値を約72万ドルとしている。

UBSのアナリスト、ブライアン・メレディス氏は、ウォール街のアナリストでは数少ないバークシャーの強気派の1人だ。メレディス氏はガイコとBNSF鉄道の業績が改善するとみており、最近クラスA株の目標株価を71万5000ドルから約72万2000ドルに引き上げた。バークシャーは、バランスシートと収益力を考えると、市場で最もディフェンシブな大型株の一つだ。相場の急落はバフェット氏にとって好機になるだろう。

バフェット氏は分割に強く反対している。バフェット氏の主張では、複合企業という構造には無数の特性があり、それには保険事業で多額の異常災害損失が発生した場合にすぐ活用できるという税法上のメリットが含まれる。バフェット氏はバークシャーの未来に関して自信を示しており、昨年には

「パークシャーは長持ちするように作られている」と述べた。バフェット氏に好意的な14人から成る取締役会も、バフェット氏の考え方をよく知っている。

投資マネジャーでパークシャーの取締役でもあるクリス・デービス氏は昨年、「パークシャーは、極めて高度な透明性、誠実性、長期志向、スチュワードシップ文化を持ち、史上最も偉大な投資家によって経営されている企業だ。今後、あらゆるアクティビスト（物言う投資家）と投資銀行家は、バフェット氏とマンガー氏がいなければ、パークシャーの独特の構造を持続させるべきではないと主張するだろう。しかし、私は守るに値すると考えている」と本誌に語った。

パークシャーの株主は、バフェット氏がトップである期間がもうそれほど長くない可能性があることを認識した上で、年次株主総会を楽しむことになるだろう。多くの株主は、バフェット氏とマンガー氏が去った後も株式を売却せず、「信念を貫くべきだ」というマンガー氏の助言に従うかもしれない。

By Andrew Bary  
(Source: Dow Jones)

## 2. チキンサンドイッチに見る米国経済の潜在力

[フィーチャー]

How a Chicken Sandwich Shows a Hidden Power in the U.S. Economy  
構造変革でより高い成長軌道へ

### コロナ禍が分岐点に

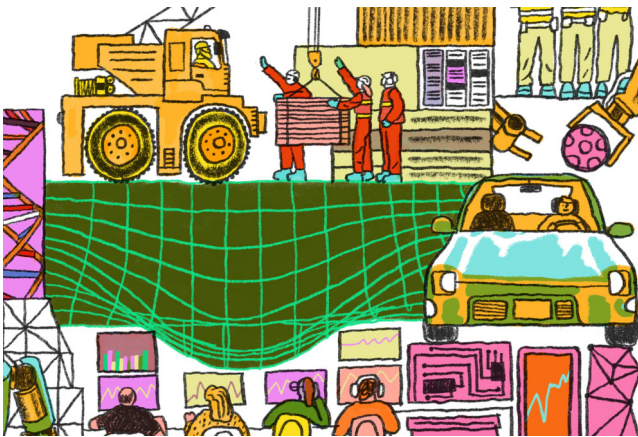


Illustration by Josh Cochran

カリフォルニア州サンディエゴにあるレストラン「アリのチキン・アンド・ワッフル」では、注文をレジもしくはタブレットで行うことができる。2020年に1号店をオープンしたオーナーのジェニーモ・アリ氏によれば、このハイブリッドモデルのおかげで注文処理件数が増加し、顧客サービスが向上した。レジが混雑しても、調理担当者が厨房（ちゅうぼう）を離れて顧客対応に回る必要はない。アリ氏は、このシステムによってレジ単独対応の少なくとも2倍の顧客をさばけるようになったとみており、「テクノロジーは職を奪うのではなく、質を高める」

と話す。

アリ氏のレストランのような企業がこの数年間で実施したツール、設備、テクノロジーへの投資が米国経済全体にその恩恵をもたらし始めており、労働者の生産性は向上している。こうした生産性の急激な向上が米国経済の驚異的な成長を支え、コロナ禍の制約から脱出する米国経済を守っている。

生産性向上に向けた動きはコロナ禍前からあったが、コロナ禍が分岐点となり、企業も顧客も環境の変化に適応するための新たな方法を見出さざるを得なくなった。アリ氏のレストランのような企業はテクノロジーを活用して業務を迅速化し、小売業者はオンラインショッピング・ツールを強化し、ホ



ホワイトカラーの労働者はリモートワークや、在宅勤務と出勤を組み合わせたハイブリッドワークモデルの採用によって、都市や州、国をまたがって同僚とつながることが可能になった。こうした変革の多くが職場の生産性を向上させ、激動期でさえ企業利益の拡大が可能になった。

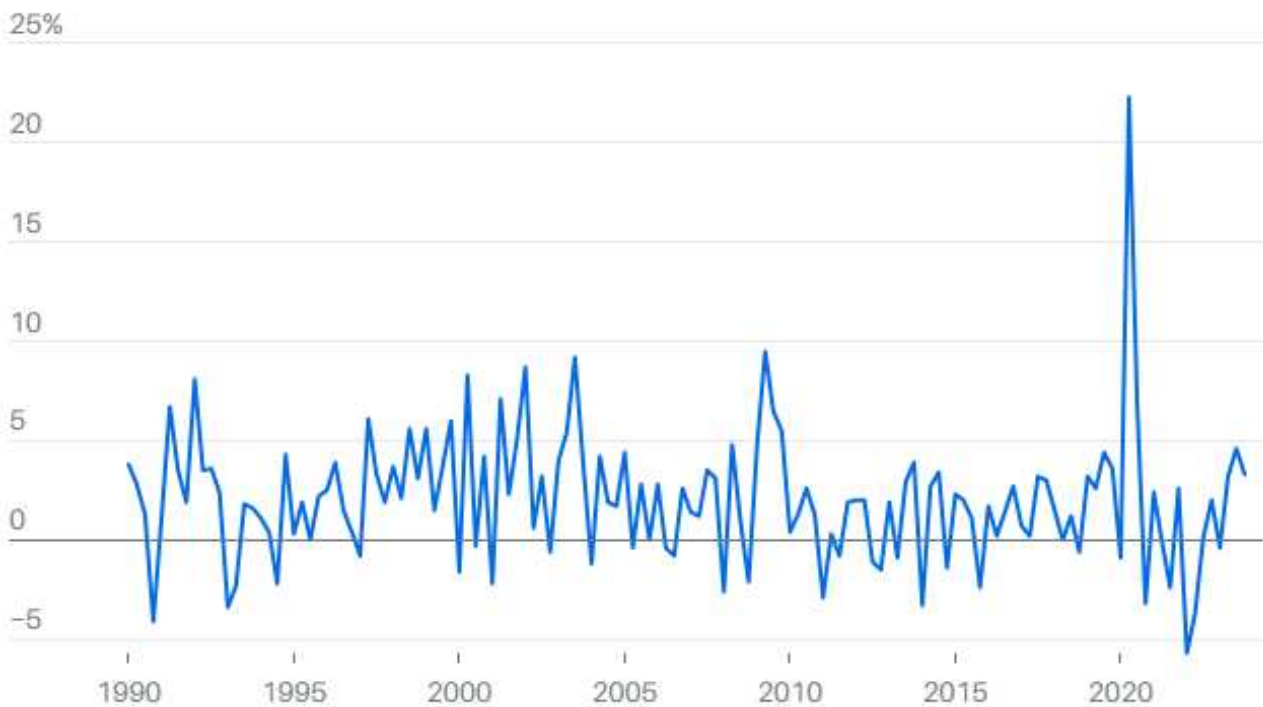
その結果、米国経済は景気後退（リセッション）入り間近との予測に逆らって堅調な成長を続け、米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げ計画は棚上げになった。多くのエコノミストが景気減速を予測し、実際に、2024年1～3月期の実質GDP（国内総生産）成長率は前期比年率1.6%と市場の予想を下回ったが、労働生産性の向上が米国を景気停滞から守る可能性がある。ムーディーズ・アナリティクス のチーフエコノミスト、マーク・ザンディ氏は「より本質的な何かが始まったと楽観する理由が存在する」と語る。

## 労働生産性統計

### A Reason for Optimism

After a lackluster decade, U.S. productivity is on the upswing.

Labor productivity (Output per hour)



Note: Compounded annual rate of change, quarterly, seasonally adjusted annual rate

Source: U.S. Bureau of Labor Statistics

労働生産性は米労働統計局（BLS）が実質生産量を総労働時間で除することによって算出される。変動が激しいデータで、四半期ごとに発表される。BLSによれば、労働生産性はコロナ禍による変動を平準化すれば、2020年から2023年にかけて年率1.6%で上昇した。2010年代の年率1.2%は上回ったが、最後的大幅な生産性向上期であった1995年から2005年にかけての、コンピューターやインターネットの普及と企業間の競争激化を主な要因とする年率2.8%には及ばない。

労働と資本の両投入量を含むもう一つの指標である全要素生産性（TFP）も昨年0.7%と、わずかながら上昇した。政府はTFPデータを年次で公表している。

エコノミストは労働生産性を10年単位で比較し、長期の時間軸で研究する傾向にあるが、2023年下半期の生産性上昇は極めて強力であり、検証に値する。2023年第4四半期の労働生産性が3.3%上昇となったため、多くのエコノミストの間で、今後米国が構造的により高い成長軌道に移行するという楽観論が広がっている。（編集注：BLSは4月26日、計算ミスを理由に、2019年第1四半期から2023年第4四半期にかけての労働生産性データを訂正すると発表し、訂正後の推定値を発表した。本記事はこの訂正後推定値反映後の改訂版。確定値は5月2日発表の予定）

ヤルデニ・リサーチのエドワード・ヤルデニ社長は、米国が昨年予想されていた景気後退を回避する上で、実質生産量の増加が決定的な役割を果たしたと指摘する。労働生産性の動向はFRB当局者の関心が特に高い事項だ。労働効率が伴わなければ、賃金上昇の加速によってインフレはさらに高進した可能性があるからだ。恐らく、労働生産性とインフレ率および経済成長率との関係が、今年のFRBの利下げ判断に影響を及ぼすだろう。金融政策を決定する連邦公開市場委員会（FOMC）の次回開催日は4月30日～5月1日だ。

## 生産性向上の背景



Photographs by Patrick Strattnner

労働生産性向上の最大の要因の一つが、公共部門と民間部門の投資だ。マッキンゼー・グローバル・インスティテュートのオリビア・ホワイト所長によれば、アルファベット<GOOGL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アップル<AAPL>、メタ<META>（旧フェイスブック）、マイクロソフト<MSFT>のハイテク大手5社は昨年4000億ドルを投資し、その半分が研究開発（R&D）に充てられた。2017年の710億ドル、2020年の1270億ドルから増加している。テクノロジーを中心に、投資は生産性向上の大きな原動力となってきた。2008～2009年の

世界金融危機で投資が減少すると、米国の生産性向上も減速した。

生産性向上の要因は、労働市場の構造変化や新規事業の創設など、他にもある。労働市場については、米国は低失業率と、2021～2022年に1億人近くが離職・転職したいいわゆる「大退職時代」の恩恵を享受している。結果として、人材と才能の配分が改善されることになった。

労働市場の引き締めは、より生産性が高く、より高賃金の職に移る機会を労働者に提供する。また、雇用主はより少ない人員でより多くの業務を遂行せざるを得なくなる。従業員の離職は混乱をもたらしかねないが、米国の離職率はコロナ禍前の2.3%から2022年2月に3%でピークに達した後低下し、2024年2月は2.2%となっている。勤続年数の長さは労働生産性の高さにつながる。

金融大手UBSのジェイソン・ドラーホ投資戦略委員会委員長は「労働を中心に供給過剰が解消され、企業は労働を資本で代替することを考えざるを得なくなった」と指摘する。例えば、2019年以降、サ

プライチェーンと店舗運営のデジタル化に多額の投資を行ってきたコーヒーチェーン大手のスターバックス<SBUX>は、こうした変革が労働生産性を30%向上させることにつながったと2023年11月に発表している。

在宅勤務も、恐らく従来は労働参加率や労働生産性が低かった人々を労働力に引き込む形で影響を及ぼしている。リモートワークの専門家であるスタンフォード大学のニック・ブルーム教授（経済学）の研究によれば、コロナ禍以前でさえ、コールセンター従業員のパフォーマンスは在宅勤務によって13%向上した。ブルーム教授は、適切に組織すればハイブリッド勤務で生産性が3~5%上昇すると推測する。一方、金融大手ゴールドマン・サックスの調査はリモートワークによる生産性向上を約3%としている。

新規事業の創設は、恐らく近年の労働生産性向上の最大の原動力の一つであり、米国経済の継続的な成功に貢献してきた。米国勢調査局のデータによれば、2021年1月~2024年3月に提出された新規事業申請は1730万件だった。月間申請件数は、2004年以降のコロナ禍前の時期と比べ、過去3年間でほぼ倍増している。

米国勢調査局のチーフエコノミスト、ルシア・フォスター氏によれば、新規事業は最新のテクノロジーと最新のスキルを有する労働者を使って起業することから生産性が高い傾向にあるため、新規事業申請件数の増加は大きな意味がある。ここ数カ月、新規事業申請件数は鈍化しているが、新規事業が増えることによる生産性向上は全く終わっていない。ムーディーズのザンディ氏は、「こうした新規事業の増加は、一般的にイノベーション、起業家精神、技術変化、生産性の向上を意味する。新規事業設立の急増から4年が経過し、企業は安定し、経済に定着しつつある」と言う。

## 生産性向上以外の成長エンジン

労働生産性が最近の経済成長の原動力となり、安定化に寄与している一方で、労働市場全体の成長も経済の回復力に大きく寄与している。米国の雇用市場は3年間続いた大幅な成長の後、徐々に正常化しつつあるが、雇用者数の増加は依然として堅調で、解雇や失業率は低く、3月の賃金は前年同月比4.1%上昇し、インフレ率を上回った。ウェルズ・ファーゴのシニアエコノミスト、サラ・ハウス氏は、「労働市場に亀裂は見られない」と言う。

米国では3月の非農業部門就業者数が前月比30万3000人増と、予想およびコロナ禍前の伸びの両方を上回った。人口動態の傾向からすれば、高齢者が労働市場から退出するにつれて雇用増加率は鈍化するはずだった。しかし、移民は人口増加を促進し、国内の労働力を増やしている。移民はまた、新規事業の創出と生産性の維持にも役立つだろう。ザンディ氏は、歴史的に見て、移民は長期的に生産性を向上させてきたが、その理由の一つは、移民は米国民よりも高い割合で会社を設立する傾向があるからだと言う。

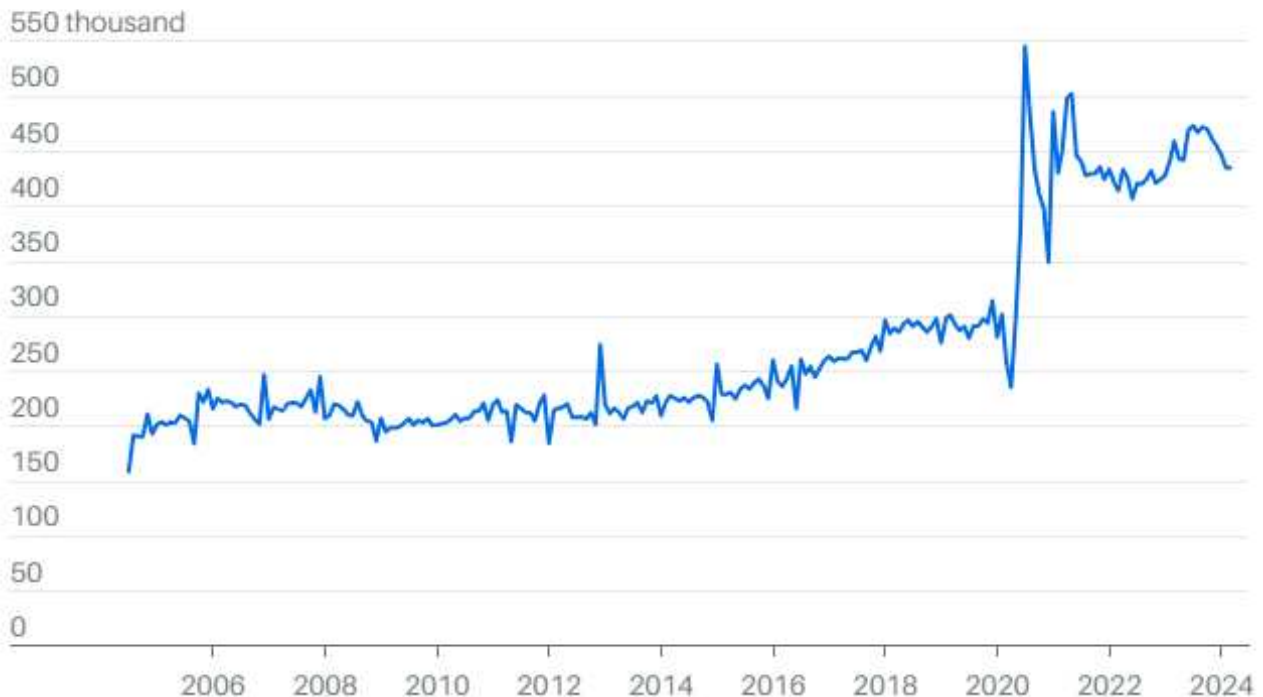
経済の一部では労働者に対する需要が冷え込んでいるが、中小企業は依然として雇用を続けている。全米独立企業連盟（NFIB）のデータによると、中小企業経営者の約56%が3月に労働者を雇用した、または雇用しようとしたと回答しており、これは2月と同じ割合だ。熟練労働者には依然として需要がある。デロイトが2024年2月に実施した調査では、民間企業の10社中4社が、生産性を高めるための最大の戦略は、資格のある人材や熟練した人材を雇用することだと回答した。



# The Business of America

New enterprises tend to have higher productivity than established ones.

## New business applications



Note: Seasonally adjusted business applications

Source: U.S. Census Bureau

ウェルズ・ファーゴのハウス氏は、「企業は人口動態上の課題に気づき始め、労働力についてこれまでとは少し違った考え方をしている。多くの雇用主は、コロナ禍以前よりも労働者を重視している」と言う。こうした事実は、金利上昇の悪影響から労働市場を守り、市場が悪化した場合に雇用主が労働者を削減しようとする衝動を抑えるのに役立つだろう。レイオフが少なくなれば、消費者の懐を温め、支出を促すことにもなる。3月の小売売上高は0.7%増となり、2月分は上方修正された。

経済活動の約70%を占める個人消費は、2023年の好況でインフレ調整後のGDPを2.5%押し上げた。コンセンサス予想を大幅に下回った2024年第1四半期GDP速報値によると、コロナ直後の貪欲な消費からは平常化しつつあるものの、消費者の需要はかなり堅調だ。GDPは速報値、改定値、確報値の3回に分けて発表されるが、上記は速報値であり、今後修正される可能性がある。

## 楽観論を支持する理由

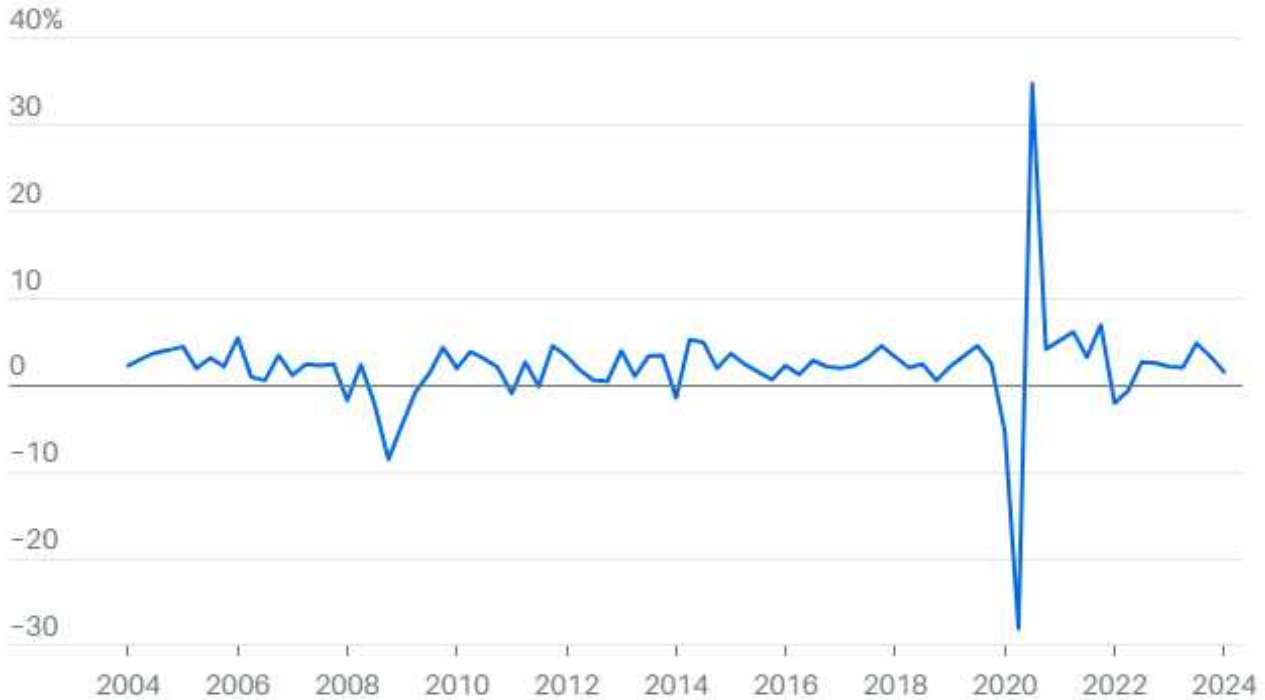
アイオワ州デモインを拠点とする経営者マイク・ドレイパー氏は、個人消費の伸びの恩恵を受けている。ドレイパー氏は、2005年に印刷・デザイン・衣料品店レイガンの1号店をオープンし、その後9店舗と生産施設を拡大し、今夏には10店舗目がオープンする。ドレイパー氏は、「この2年間、経済について一番つらかったのは、人々が景気について心配しているのを聞くことだった。景気後退の予測は自分が見ているものと一致しない。消費パターンが少し予測しにくくなったとはいえ、消費者が手控えている様子はまだ見られない」と言う。パンデミック（世界的大流行）によってレイガンは、コンテンツ・リリースのスピードアップを余儀なくされた。ドレイパー氏は、「米国は、ワクチンの発明



## Humming Along

What recession? U.S. economic growth continues to defy the experts.

### Change in Real GDP



Note: Compounded annual rate of change, quarterly, seasonally adjusted annual rate

Source: Bureau of Economic Analysis

から始まった、信じられないような連勝を続けている。人々が何をそんなに心配しているのか、自分には理解できない」と言う。

これまでの生産性向上の大部分は、パンデミック時代のビジネスの進展と労働力市場のダイナミックな変化によってもたらされたのかもしれない。しかし、それで話は終わらない。継続的な公共投資と民間投資が追い風となり、特に生成人工知能（AI）のような新たなテクノロジーと組み合わせられればなおさらだ。

テキサスA&M大学メイズ・ビジネス・スクールの経済学教授、アンドリュー・フィールドハウス氏は、「非国防分野における政府出資の研究開発は歴史的に生産性を向上させてきた。そして半導体・科学法（通称チップス法）やインフレ抑制法（IRA）などの最近の法律は、中長期的に米国の生産性を高めるのに役立つだろう」と言う。フィールドハウス氏の研究によれば、政府の研究開発投資により、予算増額後の8～15年間は生産性が向上するという。9月30日が年度末となる直近の2会計年度において、米国議会はチップス法によって認められた補助金全額を計上するまでには至っていない。フィールドハウス氏は、この法律が少なくとも今後5～10年間は生産性の伸びに影響を与える可能性があると考えている。

さらに、実質製造業建設支出は2022～2023年初頭にかけて倍増し、民間の非住宅固定投資の健全な成長と一致する。フィールドハウス氏は「これらにより、労働者はより多くの工場や設備で働くことができるようになり、労働生産性が向上するはずだ」と言う。

イノベーションは、米国の労働生産性をさらに高める可能性を秘めている。ゴールドマン・サックスは、AIの技術導入はまだ初期段階ではあるが、AIにより2034年までにGDP成長率を最大2.3%押し上げることができると予測している。米国勢調査局の「2023年11月ビジネス動向・展望調査（BTO S）」によると、機械学習、自然言語処理、バーチャル・エージェント、音声認識を含むAIを商品の生産やサービスに利用している企業は、全米で約3.9%にすぎない。それでも、デロイトが最近実施した調査では、民間企業の約87%が今後3年間でAIによる労働生産性の向上を期待している。

メッセンジャーRNA（mRNA）ワクチン、グリーントランジション技術、クラウド・コンピューティング、ロボット工学、さらには材料科学の進歩など、他の最近の技術革新も生産性を向上させる可能性がある。マッキンゼーのホワイト氏は、「われわれは近視眼的に生成AIに注目しているが、それが将来的に生産性を向上させる唯一のテクノロジーというわけではないことは確かだ」と言う。

これらの進歩のどれがどの程度の変革をもたらすのか、あるいは遍在的（ユビキタス）なものになるのかは不明であり、その潜在的な影響力の見込みもさまざまだ。また、生産性が直線的に成長し、四半期ごとに上昇すると期待するのも妥当ではない。しかし、米国経済の好調さが、エコノミストや政策立案者から投資家まで、ほとんどすべての人を驚かせたように、生産性も今後数年間は驚くほど堅調に推移する可能性がある。

By Megan Leonhardt  
(Source: Dow Jones)

### 3. AIの次の勝者はどの企業か、非テクノロジー系に注目

[フィーチャー]

AI's Next Big Winners Aren't Just Tech Companies

銀行、ヘルスケア、小売りなどが積極的に活用

#### 決算発表でAIに言及する業種が急増



Illustration by Josh Cochran

人工知能（AI）の新たな勝者が生まれる時が来た。AIは1年以上前から投資家の注目の的であり、この新しいイノベーションのサイクルに対応するハードウェアやソフトウェアを開発している企業は、見事な株価リターンを享受している。次の受益者は、AIツールを使って効率性と生産性を高めようとしている非テクノロジー企業だ。

最近AIについて話しているのは、半導体大手のエヌビディア<NVDA>やマイクロソフト<MSFT>だけではない。企業情報プラットフォーム

のアルファセンスによると、米国の大企業および中堅企業の決算説明会におけるAIへの言及は、今年に入ってから前年同期比で約75%増加している。AIに言及した業種は、メディア、小売り、銀行、航空宇宙、石油・ガスなど44業種に及ぶ。

確かに「言うのは簡単」だ。最近のAIに関する話題のほとんどは、逸話的なものか願望的なもので業績へのインパクトは乏しい。しかし、あらゆる変革的テクノロジーと同様、AIも時間の経過とともに、より多くの企業に採用されるようになるだろう。

初期の蒸気機関の技術から恩恵を受けていたのは、発明者や製造者だけではない。工場や鉄道、船舶の経営者たちは、ビジネスや機械の動力源としてすぐに使用した。電気や電話、コンピューター、インターネットといった後の技術も同様だ。新たな技術革新から得られる恩恵は、やがてそれらを生み出して商業化したイネーブラーから、それらを導入したアダプターへと移っていったのである。

AI時代において、イネーブラーはソフトウェアモデルの構築に注力する企業だ。オープンAIやマイクロソフト、アルファベット<GOOGL>傘下のグーグル、その他多数の企業である。イネーブラーはまた、AIを動かすデータセンターで使用する最先端のハードウェアの設計者や製造者でもある。エヌビディアや半導体大手のアドバンスト・マイクロ・デバイシズ (AMD) <AMD>、サーバーメーカーのスーパー・マイクロ・コンピューター<SMCI>、半導体受託生産大手の台湾積体回路製造 (TSMC) <TSM>などである。そして、アマゾン・ドット・コム<AMZN>やマイクロソフト、法人向けソフトウェア大手のオラクル<ORCL>など、インフラを運用するクラウドコンピューティング大手も含まれる。

イネーブラーのAIの可能性と初期の成功は、投資家にとって周知の事実である。マイクロソフト、アルファベット、アマゾンの株価は昨年初めから約70%超上昇、エヌビディアは465%も伸びている。モルガン・スタンレーのストラテジストが集めた、実質的なAI事業を持つイネーブラー銘柄群の2023年のリターンが平均111%であったのに対し、アダプター銘柄群のリターンはわずか6%にとどまった。

2023年後半にモルガン・スタンレーが主要企業の最高投資責任者 (CIO) を対象に実施した調査では、自社の最初のAI対応プロジェクトが2024年下半期に始動すると予想する企業が過半数を占めた。イネーブラーの運命は、結局のところ最終的な顧客となるアダプターと本質的に連動している。

## AI採用企業にもいづれ恩恵

モルガン・スタンレーの欧州テーマ別調査責任者であるエドワード・スタンレー氏は、「こうした力学が一夜にして逆転することはないだろうが、AIイニシアチブの進捗 (しんちよく) を示すことができるアダプターは、株価収益率 (PER) の上昇という形で投資家からの信用をますます得るようになるだろう」と語る。

成長株投資が中心の投資会社アルジェのポートフォリオマネージャー、パトリック・ケリー氏は「AIはさまざまな割合で企業に利益をもたらしている。既に大きな恩恵を受けている企業もあれば、今後数年かけて恩恵を受ける企業もある」と指摘する。

AI導入の最も早い波は、ソーシャルメディアやエンターテインメント、ゲームなどのさまざまなインターネットビジネスで既に見られる。メタ<META> (旧フェイスブック) はここ数カ月で、消費者や広告主向けのAIツールを次々と発表している。フェイスブック、インスタグラム、ワッツアップのユーザーは、アプリ内で直接メタのAIチャットボットにアクセスできる。メタはこれによって、エンゲージメントが増えると期待している。しかし、メタにとっての本当のメリットは、膨大なデータを分析して興味のあるユーザーに有料コンテンツを提示する、広告ターゲティングモデルの舞台裏での

## Early Adopters

The next AI beneficiaries will be the firms putting those tools to work to become more productive.

| Company / Ticker         | Recent Price | Y/Y Change | Market Value (billion) | Notes                                                                     |
|--------------------------|--------------|------------|------------------------|---------------------------------------------------------------------------|
| Baker Hughes / BKR       | \$33         | 13.7%      | \$33                   | Has a partnership with c3.ai on oilfield services optimization.           |
| JPMorgan Chase / JPM     | 193          | 40.5       | 556                    | Spending \$15 billion annually on tech investment; sees 400 AI use cases. |
| Meta Platforms / META    | 441          | 113        | 1327                   | Added AI chatbot to apps, using AI to better target advertising.          |
| UnitedHealth Group / UNH | 494          | 0.4        | 449                    | Using AI to process claims and provide medical insights.                  |
| Walmart / WMT            | 60           | 19.2       | 482                    | Has AI chatbot search in its app, using AI to optimize supply chain.      |

Note: Data as of April 25, 2024.

Source: FactSet

進歩にある。

一方、アルジェのケリー氏によれば、デジタル広告ツールのトレードデスク<TTD>やマーケティングプラットフォームのアップラビン<APP>などでも、AIを活用したことによる効果が現れている。スポーツ賭博会社ドラフトキングズ<DKNG>も、個々の賭けや単一のゲーム内でのさらに複雑な複数の賭けのオッズを設定するために、早くからAIを採用している。

また、後払い決済（BNPL）サービスを提供するクラナ<KLAR>は2月下旬、オープンAIのモデルを搭載したカスタマーサービス・チャットボットが前月に230万件の会話をを行ったと発表した。700人のフルタイムエージェントに相当する仕事をより正確にこなし、解決までの平均時間を11分から2分に短縮した。クラナはAIアシスタントを採用することによって、年間4000万ドルを節約できると見積もっている。

### JPモルガン、ユナイテッドヘルス、ウォルマートなども活用

他の業界はAIの効果を実感するのに時間がかかるだろうが、生産性の向上は実現しつつある。金融サービス企業は複雑な融資に関連したプロセスだけでなく、より多くのバックオフィスのコンプライアンス機能を自動化している。JPモルガン・チェース<JPM>はテクノロジー投資予算に年間150億ドルを充てるとともに、AIと機械学習の専門家を2000人採用している。また、ジェイミー・ダイモン最高経営責任者（CEO）直属の最高データアナリティクスオフィサー（CDAO）職を新設した。



ヘルスケアにおいても、同様の効率化の可能性がある。医療保険のユナイテッドヘルス・グループ<UNH>は、処方箋や医療記録の膨大なデータベースを基に、請求処理などの管理業務の合理化から医療に関する知見の提供まで、あらゆる分野でAIの活用を始めている。

大手スーパーマーケットチェーンのウォルマート<WMT>は、例えば「誕生日パーティーの計画を手伝って」と入力すると、アプリ内で生成AIを使って適当な商品を検索できるサービスを提供している。また、膨大な消費者データに基づき、予測される需要に対して在庫を最適化するためにAIを活用している。

工場現場から油田に至るまで、AIは実業にも浸透しつつある。油田サービス大手ベーカー・ヒューズ<BKR>はAIソフトウェアのシースリーイーアイ（C3.ai）<AI>と提携し、AI分析を使って既存の油井・ガス井の生産性を高め、より効率的に掘削し、メンテナンスの必要性をより正確に予測している。

もう少し時間があれば、アダプター企業もすぐにイネーブラーのように輝き始めるだろう。

By Nicholas Jasinski  
(Source: Dow Jones)

#### 4. 米国の不動産業者はいかに住宅市場を手なづけ、支配を実現したか How Realtors Tamed a Wild Housing Market and Created a Lucrative Monopoly 和解を受け、不動産協会に守られてきた高率の手数料が変わる可能性は

[不動産]

##### NAR、仲介手数料巡る訴訟で和解



H. Armstrong Roberts/Getty Images

米国の不動産市場はかつて、詐欺行為のはびこる危険な世界であったが、不動産業者たちがそこに秩序をもたらした。実際には、もたらされた秩序が強過ぎたようだ。裁判所は現在、不動産業者が結託して儲かる独占状態を作り出してきたことを認めている。これは米国の住宅の買い手と売り手が長年疑ってきたことだ。

米不動産業者協会（NAR）が共謀して仲介手数料を人為的に高く維持していたとして、ミズーリ州の陪審が昨年、18億ドルの賠償を命じたことを受け、NARは今年、4億1800万ドルでの和

解に合意した。和解後の声明によると、NARは不正行為の事実を引き続き否定している。NARの暫定最高経営責任者（CEO）を務めるナイキア・ライト氏は、「我々の目標は常に消費者の選択肢を守り、会員を最大限保護することだ。今回の和解は、この二つの目標を達成する内容となっている」と述べた。

これでNARによる仲介手数料5～6%の適用が終わると予想する向きもある。米国の消費者はこれまで、ドイツ（4.5%）、オーストラリア（2.5%）、英国（1.3%）などの国々よりも高い手数料を負担

してきた。一方で懐疑的な見方もある。NARは会員150万人を擁する米国最大の業界団体であり、1908年の設立以来、反トラスト法に基づく非難を常に押し返してきた。

## ■ 無法地帯を平定した不動産協会

闘争心はNARの伝統の一部でもある。米国の歴史の大半において、不動産市場は開拓時代の西部のごとき無法地帯だった。詐欺師やマフィアが合法的な実業家と競い合い、買い手はあらゆるエージェントを地上げ屋として恐れていた。このような世界に平穏をもたらしたのがNARだ。

経済学者エドワード・L・グレイザー氏は、著書『A Nation of Gamblers: Real Estate Speculation and American History（ギャンブラーの国家：不動産投機とアメリカの歴史）』の中で、米国では1790年代の開拓地ブームから1920年代の超高層ビルブームに至るまで、不動産投機によって幾多の富が築かれ、失われてきたと書いている。その過程で、街角ブローカーと呼ばれる事務所を持たない不動産仲介が横行し、あからさまな詐欺行為も少なくなかった。

街角ブローカーのうち何人が犯罪者で、何人が誠実だが資金力のない起業家だったのかは知りようがない。いずれにしても、彼らはオフィスを構える資金力のある不動産業者の敵であった。こうした街角ブローカーへの対抗手段となったのが、地域の不動産協会であった。不動産協会は売買物件に関する情報を共有する有料の会員組織である。コストが大きな参加障壁となる一方、会員は連携を通して利益を得ることができた。不動産協会は急速に普及していった。

1908年、19地域の不動産協会と一つの州協会を代表する120人のエージェントがシカゴに集まり、NARの原称である全米不動産取引協会を設立した。

## ■ 過去の和解では手数料率に変化なし

NARを支えている仕組みが、マルチプル・リスティング・サービス（MLS）である。会員がマスターリストに物件を掲載すると、他の会員が販売を行うことができ、二者で手数料を分け合う。消費者にとってもその魅力は分かりやすい。たとえば、ワシントン州エベレットの不動産協会が1924年9月16日に出した新聞広告によると、住宅の売り手は「販売にあたり全会員の努力を受けられる」ことになる。何十年もの間、このシステムは不動産業者に大いに貢献した。貢献し過ぎたと言えるかもしれない。

1947年、米国政府はシャーマン反トラスト法に基づき協会を訴えた。刑事責任は否定されたものの、最高裁は民事訴訟において、首都ワシントンの不動産協会が実際に違法な価格操作を行っていたという判断を下した。しかし、この判断には強制力はなかった。その後NARは手数料に関する発言を「推奨」ととどめたが、5～6%の手数料率はそのまま維持された。

戦後には郊外と裕福な中間層の拡大とともに住宅所有率が急上昇し、NARは1970年代初頭に全米最大の業界団体となり、1975年には会員数40万人を突破した。反トラスト法に基づく訴訟も続いた。1969年と1970年、司法省はカリフォルニア州ロサンゼルス、オレゴン州ポートランド、オハイオ州クリーブランドなどの不動産協会を、手数料を固定化したとして訴追した。

これらのほとんどが和解に終わった。例えばアトランタ不動産協会は「特定の料金表や手数料率に従

うことを会員に推奨または提案しない」ことに同意したが、実際には何の強制力もなかった。2008年、NARはインターネット物件情報の管理に関する反トラスト法違反で和解した。ウォール・ストリート・ジャーナルによると、政府側の弁護士はこの合意が「不動産ブローカー間の競争を促進するものである」と主張したが、業界幹部は「消費者が支払う手数料に大きな影響を与えることはないだろう」と述べた。

どちらが正しかったのだろうか？ウォール・ストリート・ジャーナルによると、2007年の住宅販売における仲介手数料の平均は5.2%だったが、現在は5.49%となっている。昔の地上げ屋がうらやむには十分な水準だ。今回NARがついに折れることになるのか、注目される。

By Kenneth G. Pringle  
(Source: Dow Jones)

## 5. 金は絶好調だが、退職した貯蓄者は浮かれてはならない Gold Has Gone Gangbusters. Retirement Savers Shouldn't Get Carried Away. 投資するなら少額を

[フィーチャー]

### 金は輝く



Dreamstime

金は年初来、S&P500指数を上回る約13%のリターンを上げ、輝きを放っている。しかし、金は退職金ポートフォリオにふさわしいのだろうか。最近少し値を下げたものの、金を保有する論拠は確かなものに見える。インフレが政策当局が望む以上に高止まりしており、金はインフレヘッジと見なされる。中東やウクライナでの戦争など、地政学的緊張は高い。こうして金価格は、金利が上昇すれば下落するという通常のパターンに反して、1オンス当たり約2347ドルまで上昇した。

### 利下げの追い風に加え、究極の保護手段との見方も

専門家は、金価格を記録的な高値に押し上げている最近の需要の多くは、中央銀行によるものと指摘している。さらに、米連邦準備制度理事会（FRB）が最終的に利下げに踏み切れば、金にとってさらなる追い風になるかもしれない。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最近の解説によると、金の最も堅調なパフォーマンスは、FRBの利下げサイクル中に何回か生まれている。

金は投資だけでなく、金塊はしばしば災難から身を守る究極の備えとして宣伝されている。「金の個人退職勘定（IRA）」は金の現物を保管できる口座だが、広告では、退職者が貯蓄を守るための方法として紹介されている。しかし、これらの口座はコストがかかり流動性が低い可能性があるため、確定拠出年金（401k）からの乗り換えの受け皿としては不適切だ。

終末シナリオにおける金の役割は不確かだ。金支持者は、大規模な戦争のような社会的、経済的大混乱に続いて起きる可能性のある物々交換経済では、現物の金は価値を発揮すると主張する。一方で、食料品や燃料など、生命を維持するための物資ほどには金は役に立たないという見方もある。

## 金投資には維持費がかかり、税率が高いことも

さて結論は？退職した貯蓄者は浮かれないことだ。

まず、機会費用がある。モーニングスターによれば、金は年初来で米国大型株をアウトパフォームしているが、過去100年間のすべての10年において、米国と海外の株式市場をアンダーパフォームしている。さらに、債券や配当株と違って、金からインカムを得ることはできない。だが維持費はかかる。例えば上場投資信託（ETF）の場合、手数料がかかり、SPDRゴールド・シェアーズ＜GLD＞のケースでは年間0.40%が課される。

アドバイザーの助言は、もしどうしても金に投資したければポートフォリオの5%まで、だ。SPDR ETFを使ってエクスポージャーを得ることは簡単だ。ピッツバーグの公認ファイナンシャルプランナー、ダイアン・ピアソン氏は、税金面だけは注意せよと語る。例えば、SPDR ETFは信託として組成されており、1年を超えて保有した株式の売却益には28%の「収集品」税率が適用され、長期キャピタルゲインに対する税率を上回る。そのため、金ETFは個人退職口座のような税制優遇口座で保有するのが一番で、この口座は所得税をめぐり頭痛の種になる可能性のある他のコモディティETFにも適している。

## 分散投資がお勧め

金への少額の配分によって、投資家が乱高下する市場から退却せずに投資スタンスを維持できるのであれば、ポートフォリオに金を配分する価値はある。他のすべてが下落する中、ポートフォリオのわずか一部でも上昇していれば、株式から全財産を引き揚げるような軽率な行動を思いとどまらせる可能性がある。株価が急落している最中は心地よいかもしれないが、株式から退出した投資家の大多数は株式に安心感が生まれるまで動かず、戻ったときは反発の大半を逸しているものだ。

心理的な利点以外、金はおそらくリターンにあまりプラスとならないだろう。フロリダ州オーランドにあるフリーダム・ファイナンシャル・マネジメントのアドバイザー、ケビン・ダンリービー氏は、「自分のテーマや、何か懸念があるため金ETFでポートフォリオを分散したいのならOK。要は、恐怖やFOMO（取り残されることへの不安）に投資判断を左右されないことだ」と述べている。

By Elizabeth O'Brien  
(Source: Dow Jones)



## 6. IT大手以外に投資を広げる時期だ

[インタビュー]

It's Time to Expand Beyond Big Tech Stocks, This Expert Says.

BNYメロン・ウェルス・マネジメントのグラント氏に聞く

### 米国株に強気



Photograph by Emma Rose Milligan

BNYメロン・ウェルス・マネジメントの最高投資責任者（CIO）を務めるシニード・コルトン・グラント氏は恐怖映画のファンだが、米国の株式や経済に対して昨年末に描かれていた恐怖の様相を信じなかった。その代わりに顧客に対し、底堅い消費が米国経済を底上げすることで、米連邦準備制度理事会（FRB）が利下げ幅を縮小して先送りすることになる公算が大きいと話していた。

その後、米国株が上昇して、投資家が利下げに関する予想を大幅に後退させたため、その意見には予見性があった。グラント氏は富裕層の顧客に対して米国を選好するよう依然として助言するが、巨大IT銘柄以外に投資対象を拡大し、現金の保管場所を再考するよう勧めている。

グラント氏は、為替関連部署で10年を過ごした後、ブラックロックで資産配分担当に転じ、現在ではBNYメロン・ウェルス・マネジメントで

3090億ドルの運用資産に目を配っている。本誌は人工知能（AI）に投資する裏口的手段を含む、投資家が注目すべき超大型銘柄以外のテクノロジー分野や、日本に対する楽観への懐疑的な見方、現金を債券に投資すべき根拠などに関して、4月9日の対面とその後の電子メールのやりとりで意見を聞いた。

本誌：FRBがどう動くと予想しているか。

グラント氏：12月に高揚感が広がり、市場が6回の利下げを織り込んでいたものの、それは非常に楽観的と感じられた。われわれは当時、4回の利下げを予想していた。われわれはすべての主要指標に基づき、市場予想よりも利下げ回数が少なく、時期も先になると考えていた。現在は、市場予想を上回る消費者物価指数（CPI）やFRBのパウエル議長の発言から、0.25%の1回の利下げが恐らく12月に行われると予想している。

Q：金利が高い水準に長期間とどまった場合は、どのような企業がリスクに晒されるか。

A：大型株を選好している一つの理由は、そのような企業の大半が超低金利時代に負債を借り換えており、返済期限が2030年以降になることだ。小型株の状態はこれとは異なり、向こう18～24カ月の間に返済期限を迎えることになり、高い金利で借り換えた企業もある。それはわれわれの懸念材料だ。不動産セクターも同様の状況とみられる。

## ■ マグニフィセント・セブンやAI主力銘柄以外に投資拡大

Q：大型株の中で、投資家が保有すべき銘柄は。

A：われわれは、上昇相場の裾野が今後広がると考えており、IT、ヘルスケアおよび資本財を好んでいる。ITの中では、焦点の当たっていない銘柄に注目している。一例は、半導体設計ソフトウェア会社のケイデンス・デザイン・システムズ<CDNS>で、同社は特にAI向けの、半導体設計の自動化とエミュレーションに重点を置いており、同社の半導体に対する需要は指数関数的に増加している。半導体の利用者にとっては、設計費用の削減と発売までの時間短縮につながり、広範囲の技術革新を支えている。

誰もが二言目には何らかの形でAIに言及しており、ケイデンスのような半導体設計ソフトウェア企業は、その競争を支え、加速させることができる。われわれは、ケイデンスの利益が今後3年間で10%台後半から20%台前半で成長すると予想する。2025年の弊社予想に基づく株価収益率（PER）は35倍と過去最高水準にあるが、売上高と利益の成長が加速しているためにそれは妥当で、他の質の高いソフトウェア企業に対してはディスカウントとなっている。

Q：AIに投資する他の手段は。

A：半導体大手のエヌビディア<NVDA>の株価は大幅に上昇したが、われわれは次の銘柄を探している。一例は、サイバーセキュリティ企業のクラウドストライク・ホールディングス<CRWD>だ。同社は、各企業の最高技術責任者（CTO）が最も関心を寄せているITセキュリティーに関与している。

悪人は、サイバー攻撃の増加や効率的な攻撃にAIを活用できる。クラウドストライク自体も、攻撃へのよりよい対処のためにAIを活用する。クラウドストライクは最高の評価を得ている大規模プラットフォームの一つで、競争から距離を置くために大量のデータを活用している。市場はクラウドストライクの成長の持続性を過小評価している。同社の成長は、クラウドのような新規市場に参入しシェアを獲得する能力と、AIの追い風によってもたらされている。2024年予想に基づく株価／キャッシュフロー倍率は50倍で割安ではないが、われわれはエリート資産とみなしており、2025年以降を見越すと他の優良ソフトウェア企業よりも割安になっている。

Q：マグニフィセント・セブンの保有をまだ続けるか。

A：非常に力強いキャッシュフローを理由に、マグニフィセント・セブンやIT、通信銘柄全般のバリュエーションに満足している。マグニフィセント・セブンの利益率は、その他銘柄の2倍に達している。利益、営業利益およびキャッシュフローに基づくS&P500指数との相対バリュエーションは、アップル<AAPL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、グーグルの親会社のアルファベット<GOOGL>、エヌビディア、電気自動車（EV）メーカーのテスラ<TSLA>で過去5年間の平均を下回っており、マイクロソフト<MSFT>、メタ<META>（旧フェイスブック）のプレミアムは過去に見られた10%を割り込んでいる。

マグニフィセント・セブンが特定の大きな課題に直面するとは予想していないが、他の銘柄とのバリュエーション格差と良好な環境を理由に、われわれはマグニフィセント・セブン以外に価値を求めている。一例はヘルスケアで、S&P500指数の中でも2023年に最も下落したセクターの一つだ。

Q：最も選好する銘柄は。

A：われわれは医療機器・サービスを手がけるダナハー〈DHR〉を好んでいる。医薬品開発とライフサイエンスの研究を可能にする機器やサービスを提供している。同社が対象としている市場は過去12カ月は横ばいで、今年上半期は圧迫されるだろう。顧客である中小バイオテック企業が、金利上昇とリセッション（景気後退）懸念の中で支出に対して一段と慎重になっているためだ。

顧客の支出は通常であれば年率6%程度増加しているため、最近の低い需要水準は持続しないだろう。医薬品の利益率は一般的に高く、製薬会社は支出を長くは先送りしない傾向にある。われわれは回復が第2四半期ではなく下半期になる公算が大きいと予想している。

## ■ リスクとリスクヘッジ

Q：ソフトランディングという想定に対するリスクは。

A：地政学的リスクは大幅に上昇したが、それは予見困難だ。われわれは、優れた指針としてエネルギー市場と金を注視している。また、経済指標が大幅に加速してインフレ再燃が唆され、FRBに関するシナリオが金利据え置きから利上げへと変わるようであれば、株式市場が急失速する可能性がある。

Q：それらのリスクに対してどのようにヘッジしているのか。

A：債券が非常に重要な要素となっている。過去数年間における利回り上昇に対して非常に興奮しており、債券は分散効果や逃避先だけではなく、インカムも提供している。マネー・マーケット・ファンドの5%の利回りに引き付けられている顧客に対しては、そのような状態は永遠には続かず、高格付けの債券の方が魅力的であることを思い出すよう促している。

Q：債券の中では何が魅力的か。

A：課税対象債券の投資家にとっては、現在の水準では特に地方債が魅力的だ。償還までの期間で分類して、5年以下の地方債と15年以上の債券をオーバーウエートとしており、5～10年の地方債をアンダーウエートとしている。また、金利が長期間にわたって高止まりする中で低格付け債も圧迫されることになるため、ハイイールド債もアンダーウエートとしている。

われわれは多くの顧客向けに、グローバル・マクロなどのさまざまなヘッジファンド戦略を含む、オルタナティブ投資への配分を推奨している。

## ■ 外国株をアンダーウエート

Q：あなたがキャリアを開始したグローバル・マクロの観点では、投資家は何を見逃しているのか。

A：海外市場と新興国市場については、無視されているのか誤って理解されているのか定かではないが、われわれはアンダーウエートとしている。日本と英国を巡っては熱狂感があるが、両国が本当に魅力的と言えるようになるには一層多くのことを確認する必要がある。

日本では、企業が株主に一層注目するようにガバナンス関連の多くの取り組みが実施されてきたが、それが十分だったとは考えていない。インフレ率については、日本がデフレを脱却したと確信できる水準に達したとは考えておらず、日本の消費者の行動が変化したとも考えていない。経済と企業利益を押し上げた要因の大半は円安だ。消費者信頼感輸入価格の上昇に影響されている。米国経済が一層減速すれば、日本は円高と企業利益軟化のダブルパンチを食らうだろう。日本にとって中国は最大

の輸出先で、中国経済の減速も日本の重しになるだろう。景気回復が何かに依存しない、経済それ自体によるものであることを確かめるため、円高下での数四半期にわたる一貫した経済成長を確認したい。

Q：中国経済の見通しは。

A：不動産価値が大幅に下落しており、それが消費者にとって打撃となっている。問題の原因は、2008年から2009年にかけての世界金融危機を乗り切るために実施された刺激策だ。不動産価格が大幅に下落した市場を見てみよう。英国やアイルランド、大陸欧州を見ると、人口に傷跡効果を及ぼし、経済全体に対する余波は莫大だった。中国経済はこれらの国・地域と規模が違うので、動向は異なっているが、中国がそれをどのように克服するかを見通すのは困難だ。

Q：海外株式に対してさらに前向きになるには、何が必要か。

A：米国の今後の状況が海外よりはるかに良好になると考えているため、海外市場をアンダーウエートとしている。大陸欧州と英国経済の成長がそれほど高くないために、欧州中央銀行（ECB）とイングランド銀行（英中央銀行、BOE）がFRBよりも先に利下げするのではないかと私は考えている。欧州株は、数%利下げされた後にわれわれは積み増しを検討するだろうが、それは先の話だ。中国を除くアジア太平洋と、フレンドショアリングの恩恵を受ける一部の国の方が、恐らく面白いだろう。

Q：米国のリショアリングと、生産を米国の近くに移転させる企業によって、誰が恩恵を受けるのか。

A：総合テクノロジー企業のハネウェル・インターナショナル<HON>を例にとると、時価総額は1300億ドルで、エネルギー転換や自動化、航空宇宙など、急成長しているメガトレンドに対するエクスポージャーがある。労働市場が引き締まる中で自動化は非常に有効であるため、リショアリングに伴う米国の生産設備拡大の恩恵も受けるだろう。さらに、航空機の補修市場にも関与している。主要航空機メーカーの生産上の問題を理由に、航空会社は年式の古い機体の使用継続を計画している。

ハネウェルは、エネルギー・ソリューション企業のキャリア・グローバル<CARR>のグローバル・アクセス・ソリューションズ事業の買収を発表した。この事業は自動化と効率化に焦点を置いており、売上高の80%は北米からだ。このため、ハネウェルが国際的に事業展開していることが、売り上げ拡大の手段となる。

ハネウェルの、構造的な追い風による長期的な成長と、過去の投資と事業構成の変化に関連したコスト削減による利益率改善を、市場が過小評価しているとわれわれは考える。過去より高い成長率と利益率の大幅な改善は、過去5年間の平均PERである21.6倍に対して少なくとも10%のプレミアムを正当化する。ちなみに直近は13%のディスカウントとなっている。

By Reshma Kapadia  
(Source: Dow Jones)



## 7. インフレで苦境に立つFRB、政治家は容赦せず Inflation Puts the Fed in a Pickle. Politicians Don't Help. 利下げ求める政治的圧力と物価上昇示す経済指標

[コラム]

### 大統領選で利下げ圧力を受けるFRB



Photo illustration by Barron's Staff; Dreamstime  
(1)

米連邦準備制度理事会（FRB）は避けたいだろうが、米国史上最も分断された選挙キャンペーンの一つに巻き込まれることになるようだ。

26日、バイデン大統領とトランプ前大統領の両候補がFRBに政策金利を引き下げるよう圧力をかけるか、少なくとも促すことを望んでいるというニュースが別々に流れた。4月30日から5月1日にかけて開催される連邦公開市場委員会（FOMC）直前のニュースだが、FOMCメンバーが「より高く、より長く」の金融政策を維持することはほぼ確実視されていることもあり、少なくとも奇妙に見える。

ウォール・ストリート・ジャーナル紙は、トランプ前大統領の側近らがFRBの独立性を制限する計画案を作成していると報じた。トランプ氏は在任中、金利が高過ぎるとしてFRBのパウエル議長を激しく非難することが多かったが、これはFRBの独立性を尊重するというこれまでの政権の規範から逸脱したものだ。

ニューヨーク・タイムズ紙によれば、高金利がバイデン大統領の再選に不利に働くとして、バイデン氏もFRBに政策金利を引き下げるよう圧力をかけるべきだとの声が民主党陣営の一部から出ているという。

バイデン氏はこれまでのところ、今年後半の利下げを期待しているとだけコメントしている。イエレン米財務長官の前職がFRB議長であったことを考えると、FRBにこれ以上圧力をかけることにこの政権は恐らく消極的なのだろう。

FRBに対する大統領の直接の権限は、議長を含むFRB理事会メンバーの指名に限られているが、FRBは議会によって設立されたため、立法プロセスを通じて権限を変更することができる。

米行政府は、財務省の所管である為替政策を通じて金融政策に影響を与えることができる。アライアンス・バーンスタインの元チーフエコノミスト、ジョセフ・カーソン氏は、トランプ氏がドル安誘導を強行する可能性があると言う。政治専門メディアのポリティコは最近、トランプ氏の側近らが、米国の貿易赤字を減らすために、関税引き上げに加えてドルの価値を下げる方法を議論していると報じた。

このようなドル安誘導策は二つの意味で裏目に出る可能性がある。第一に、ドル安になれば輸入コストが上昇し、インフレに拍車を掛ける。第二に、ドル安政策により米国の巨額の財政赤字と経常赤字を埋めるのに必要な海外からの資金流入が抑えられることになり、金利は低下するどころか上昇する

可能性がある。結果として、世界の主要な準備通貨・取引通貨としてのドルの地位はさらに低下するかもしれない。

今回のFOMCでは金利据え置き決定以外に新しいニュースがないこともあり、FOMC終了後のパウエル議長の記者会見で、FRBの独立性に関する質問が出るのは間違いない。パウエル議長はいつものように、FRBの意思決定に政治は関係ないと、いかなる質問も受け流すに違いない。今回のFOMC後の声明は前回（3月20日）の声明より短く、少し手を加えられるだけになるだろう。ナットウエストのFRBウォッチャーは、インフレ率低下の「進捗（しんちょく）が最近停滞している」という内容が声明に追加されるかもしれないとみている。

パウエル議長が問われる可能性のある質問の一つは、昨年12月に初めて表明した、フェデラルファンド（FF）金利が今回の利上げサイクルのピークに達したという見解に変わりがないかどうかということだ。インフレは予想通りには後退していない。しかし、バンク・オブ・ニューヨーク・メロンのチーフエコノミスト、ビンセント・ラインハート氏がインタビューで述べているように、FRB当局者が一番やりたくないことは、自らの方針を変えることだ。

## 利上げの可能性すら示唆する経済指標

実際、FRBが重視するインフレ指標は、ここ数カ月で減速から加速に逆戻りしている。食品とエネルギーコストを除いたコア個人消費支出（PCE）物価指数は、市場予想通り3月に前月比0.3%上昇した。フリー・マーケット・アドバイザリー代表のマイケル・ルイス氏は「前年同月比が2.8%であるのに対し、この3カ月で前期比年率は4.5%も上昇している。このようなPCE物価指数の伸びが続けば、利上げが議論されるだろう」と指摘する。

物価上昇やその他の要因により、2024年第1四半期の実質GDP（国内総生産）成長率の速報値は年率換算で前期比1.6%と、2023年第4四半期の同3.4%から鈍化した。

GDPから政府支出（第1四半期に急減速）、在庫変動、輸出（外需に影響される）を除くと、消費、企業固定資産投資と住宅投資が残り、民間最終消費支出（民間国内最終需要）と呼ばれる指標になる。グリーン・キャピタルの経済アドバイザーであるジョン・ライディング氏とコンラッド・デクアドロス氏は「民間最終消費支出こそ、FRBが影響を与えようとしている最適な基調的指標だ」と主張する。民間最終消費支出をインフレ調整後の実質の伸び率で見ると、第1四半期は年率換算で前期比3.1%、その前の2四半期は同3.3%、同3.0%だ。名目の伸び率は過去3四半期で同5.6%、直近四半期では同6.1%を示している。ライディング氏とデクアドロス氏は「これらの指標を見る限り、米経済は単純に軟化しているとみることはできない」と顧客向けメモに書いている。

パウエル議長とFOMCメンバーは、今週のFOMCで政治と経済から異なる圧力に直面することになる。民主・共和両党の政治家は利下げを支持するだろう（選挙前の利下げは現職に有利に働き、トランプ陣営から反発を当然招くだろうが）。しかし、インフレ率は依然としてFRBの目標である2%を大きく上回り、経済も着実に成長し、失業率は4%を下回っているため、利下げの合理的根拠は乏しい。別の状況であれば、利上げが検討されるのかもしれないのだが。

By Randall W. Forsyth  
(Source: Dow Jones)

## 8. スタグフレーション懸念は間違い、株高基調はまだ終わらない Back Off, Stagflation. This Stock Rally Isn't Over Yet. ハイテク好決算を背景に上昇は続きそう

[米国株式市場]

### PCE統計受け一時大幅下落



Michael Nagle/Bloomberg

先週の木曜日に市場は大きな打撃を受けたが、取引終了後にハイテク企業の決算発表が薄明りの中のヒーローのごとく現われたことで、窮地を脱した。先週の主要株価指数を見ると、S&P 500指数は2.7%高の5099.96となり、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は0.7%上昇して3万8239ドル66セントで引けた。ナスダック総合指数は4.2%高の1万5927.90となり、小型株のラッセル2000指数は2.8%高の2002.00で週末を迎えた。

しかし、市場を救った二つの決算発表でさえもインフレの影響を無効化することはできない。市場は理由のあるさまざまな懸念をまだ克服しなければならない。

25日に発表された1～3月期の国内総生産（GDP）関連の経済指標はダブルパンチをもたらした。米連邦準備制度理事会（FRB）が重視するインフレ指標である個人消費支出(PCE)物価指数の上昇率は年率3.4%と、昨年10～12月期の1.8%のほぼ倍となった（食品やエネルギーを除いたコア部分は年率3.7%の上昇）。一方、インフレを調整した実質GDP成長率は年率換算で1.6%にとどまり、市場予想の同2.2%を下回った。

物価上昇と成長鈍化が重なったことで、確固たるものではないがスタグフレーション懸念が市場を急落させた。また、フェイスブックの親会社であるメタ<META>（旧フェイスブック）は、市場の予想を下回る第2四半期の売上高見通しを発表する一方で、人工知能(AI)に対する支出が計画よりも数十億ドル多くなると説明し、25日に株価が急落した。

### 好決算が安心材料に

それにもかかわらず、マイクロソフト<MSFT>とグーグルの親会社であるアルファベット<GOOGL>から力強い決算が発表されて株価が急騰したほか、AIは健在であり、金食い虫ではないとの見方が強まった。その結果、26日の市場は、3月のPCE物価指数が加速したにもかかわらず急上昇した。

マイクロソフトとグーグルの決算は安心材料となったが、インフレが長期化し、利下げがさらに遅れる可能性があることは否定できない。10年物国債利回りは25日に4.706%を付け、月初来0.514%の上昇となったのも不思議ではない。

調査会社セブンズ・リポート・リサーチの創業者であるトム・エッセイ氏は「現時点ではインフレ指



標が最も重要な経済指標であり、インフレが粘着性を持つほど、10年債利回りは上昇し、株への逆風が強まる」と書いている。

本誌では、第1四半期が好調だったことを受けて利下げの先延ばしが続くほか、地政学上の懸念が悪化しているため、投資家は今年の残りの期間に対する期待は控えめにすべきだと指摘してきた。先週の市場の動きも、そうした見方と一致している。

## 米株の環境は依然良好

ただし、控えめだからといってマイナスということではない。インフレ率がFRBの目標値である2%を上回り続けていることには不満を生じさせるが、3月の所得と支出のデータが上向いたことは、景気後退が始まっているわけではないことを意味している。実際、実質消費が反発したことで4~6月期のGDP成長率を3%の軌道に乗せる可能性が高まっており、キャピタル・エコノミクスの北米担当チーフ・エコノミストであるポール・アッシュワース氏によれば「スタグフレーションに対する懸念はひどい見当違いであることを示唆している」ことになる。

これは、第1四半期の株高の大部分を支えたホームランのようなものではないかもしれないが、25日の下落で支配的だった陰鬱さよりはましだ。

UBSの米国株担当責任者であるデービッド・レフコウィッツ氏は、最近の粘着性のあるインフレ指標にもかかわらず「ディスインフレのトレンドは依然として続いている」と指摘する。企業物価が緩やかになり、賃金上昇圧力が緩和され、消費者のインフレ期待が抑制されているため、「米国株を取り巻く環境は依然として良好だ」と同氏は続ける。

S&P500指数の目標株価の平均は依然として5700を大きく上回っており、2桁のリターンを示唆している。その道のりは3月末より長く険しく見えるかもしれないが、市場はまだ道を見失っていない。

By Teresa Rivas  
(Source: Dow Jones)

## 9. ハイテク決算発表シーズンの要点

Big Tech Is Spending Gazillions on AI. Earnings Offer a Peek.  
膨大なAI投資がハードウェア企業を潤す

[ハイテク]

### 話題の中心は引き続きAI

第1四半期決算を発表したハイテク企業はまだ半分ほどにとどまるが、今回の決算発表シーズンを席卷している話題が人工知能（AI）であることは明らかなようだ。

オープンAIが2022年11月にチャットGPTのサービスを開始して以降の18カ月間、ハイテク投資家、経営幹部、起業家の話題は基本的に生成AIのみだ。ハイテク企業は、電気あるいは飛行機の発明以来の最も重要な技術トレンドであるかもしれないAIにすべてを賭けるため、研究開発を強化し、資金を注ぎ込み、AI以外のプロジェクトから手を引いている。





Angel Garcia/Bloomberg

先週、メタ<META>（旧フェイスブック）、マイクロソフト<MSFT>、インテル<INTC>、アルファベット<GOOGL>、IBM<IBM>、クラウドサービスのサービスナウ<NOW>などが発表した一連の決算からは、何が起きているのか、そして今後の動向について示唆する多くの洞察が提供された。以下、重要なポイントを紹介する。

## クラウド投資が加速

大手クラウドサービスプロバイダー（CSP）はAIデータセンターの構築に膨大な金額を費やしており、その投資は報われつつあるようだ。

マイクロソフトのクラウド事業Azure（アジュール）の1～3月期の売り上げの伸び率は予想を約3%ポイント上回る31%で、7%ポイントの伸びはAI関連ワークロードによるものだった。マイクロソフトはAzureの4～6月期の成長率ガイダンスを30～31%に引き上げた。一方、Google Cloud（グーグル・クラウド）の1～3月期の売り上げ成長率は市場予想を約2%ポイント上回る28%だった。

クラウドの成長を支えているのが巨額の設備投資だ。マイクロソフトの1～3月期の設備投資は140億ドルで、今後さらに増加すると予想している。そのため、2025年度（6月期）の設備投資は500億ドルを優に超える見込みだ。

ファクトセットによると、マイクロソフトのクラウド事業の最大のライバルであるアマゾン・ドット・コム<AMZN>の2024年の設備投資はマイクロソフトと同じ規模に達する見通しだ。グーグルも1～3月期に120億ドルを投資し、2024年度の残りの各四半期の投資額はそれ以上になると述べている。つまり、同年度の設備投資は500億ドルを超えると考えられる。

メタは、2024年の設備投資が400億ドルとなり、この投資が収益につながるまでに数年を要する可能性があることと警告したことで、株価は約10%下落した。メタはマイクロソフトやグーグルと異なり、パブリッククラウド事業を手掛けていない。これは戦略上の誤りと思われる。

## ハードウェアが設備投資を飲み込んでいる

著名ベンチャー投資家のマーク・アンドリーセン氏はかつて、「ソフトウェアが世界を飲み込んでいる」と述べた。しかし今は違う。データセンターへの設備投資はすべて、AI向け半導体を搭載したAIサーバー、それに伴うストレージとネットワークインフラ、それらが必要とする冷却装置と電力の購入に投じられる。大手CSP4社が2025年に投じる約2000億ドルは、エヌビディア<NVDA>などの半導体企業、アリスタ・ネットワークス<ANET>などのネットワーク機器メーカー、デル・テクノロジー

ズ<DELL>などのサーバー・サプライヤー、スノーフレイク<SNOW>などのクラウドソフトウェアベンダーなどに流れ込むことになる。

## ソフトウェアの収益化時期はいつか？

目下の不確定要素、すなわち今後数四半期に注目すべきことは、エンタープライズソフトウェア企業によるAIの収益化が目に見えて進捗（しんちよく）し始める時期はいつか、である。

ソフトウェアプラットフォーム企業であるサービスナウのビル・マクダーモット最高経営責任者（CEO）は先週、本誌とのインタビューで「今後、すべてのビジネスワークフローが生成AIで再設計される」と指摘した。また、IBMのアービンド・クリシュナCEOは、自社のAIソフトウェアの受注額が10億ドルを超えたと明かした。

これまでのところ、AIによるクラウド事業の底上げを享受しているマイクロソフトでさえ、自社のアプリケーション事業がいつどのような恩恵を受けるのかについてはあまり明確にしていない。

## 「あらゆる場所でのAI活用」

インテルのパット・ゲルシンガーCEOは、半導体の短期的な見通しは軟調で、AI以外への投資に関する顧客の態度は慎重だと述べたが、AI PC向けの新型プロセッサと、エヌビディアに対抗するAIサーバー向け半導体の出荷が始まる下半期の業績については楽観的だ。ゲルシンガー氏が描くインテルの戦略は、「あらゆる場所でのAI活用」である。

By Eric J. Savitz  
(Source: Dow Jones)

## 10. 高級クルーズの「バイキング」、IPOに向け航行中 Viking Sails Luxury Cruising to an IPO by Andrew Bary 文化体験を提供するクルーズ会社の上場への挑戦

[経済関連スケジュール]

### 成功と課題



Illustration by Elias Stein

スイスの高級クルーズ船運航会社であるバイキング・クルーズは、文化、芸術、歴史に興味を持つ裕福な年配の米国人を対象に、欧州の河川の旅をビジネス化して利益を上げている。親会社のバイキング・ホールディングスが5月1日に株式4400万株を売り出して10億ドルを調達する予定で、企業価値は約100億ドルと評価されている。

バイキング・クルーズの体験は他の大型クルーズ船とは異なる。大型船で多くのお酒が提供される陽気な楽しさではなく、より静かで文化的

な体験を提供する。バイキングのクルーズ料金は高めで55歳以上の富裕層に焦点を当てており、18歳未満は乗船できない。またカジノもない。1997年に設立されたバイキングは、米公共放送のパブリック・ブロードキャスティング・サービス（PBS）の番組である「マスターピースシアター」枠やその中のヒット作である「ダウントン・アビー」のスポンサーとなって、同社の社名は欧州河川の旅と同義語にもなった。バイキングは現在92隻を運航し、そのうち58隻は190人の乗客を乗せる平底の川船だ。2015年に海洋市場にも進出した。

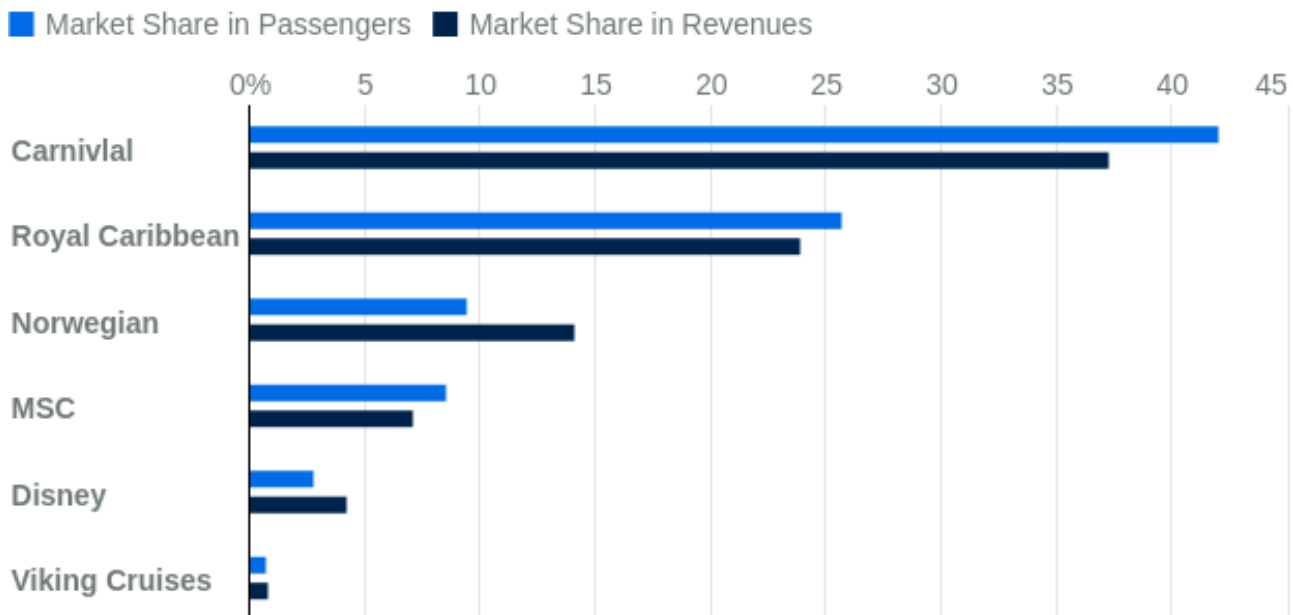
投資家がフェラーリ<RACE>やエルメス<RMS>などの高級ブランド株に注目している中、バイキングの株式公開は良いタイミングだ。ティッカーは<VIK>となる。この上場は、同社のトルスティン・ハーゲン最高経営責任者（CEO）や投資会社TPG<TPG>、カナダ年金基金投資委員会（CPPIB）にとって好都合だ。新規株式公開（IPO）前、ハーゲン氏が株式の約54%、TPGとCPPIBがそれぞれ約21%を保有している。

バイキングは野心的な成長計画を持っているものの、航行できる川が限られていることや、高級旅行が相対的なものであることが課題となっている。例えば、高級旅行専門会社のトークは、川船に130人以上の旅客を乗せないことをウェブサイトにも明記している。

## 先週の出来事

### Follow the Fleets

Carnival and Norwegian lead a fragmented cruise industry in passengers and revenue. Viking is small, but growing.



## 株式市場

19日（金）にビットコインが半減期を迎え、ビットコインの新規供給量が半分になった。株価指数は週初に反発したものの、金利への懸念から苦戦し、2023年第1四半期の国内総生産（GDP）成長率が市場予想を下回ったことを受けて25日に一時大幅下落した。3月の米個人消費支出（PCE）物価指数の前月比は2月と同水準だったが、ハイテク株が26日の反発をけん引した。週間ベースでは、ダウ工業株30

種平均（NYダウ）は0.67%、S&P500指数は2.67%、ナスダック総合指数は4.23%それぞれ上昇した。

## 企業動向

米議会はウクライナ、イスラエル、台湾への支援を盛り込んだ法案を可決、バイデン大統領が署名し成立した。また、バイトダンス（字節跳動）に対して、TikTokの米事業を売却するか、さもなければ米国での配信を禁止すると通達した。電気自動車（EV）メーカーのテスラ＜TSLA＞の利益と売上高は予想未達となった一方、低価格モデルと自動運転タクシーを約束した。一方、自動車大手ゼネラル・モーターズ＜GM＞の決算は予想を上回り、ガイダンスも引き上げた。同業フォード・モーター＜F＞の決算も予想を上回った。メタ＜META＞（旧フェイスブック）の決算は予想を上回ったものの、軟調なガイダンスとAIに関する野心的投資を嫌気し株価は大幅下落した。アルファベット＜GOOGL＞とマイクロソフト＜MSFT＞の決算は予想を上回った。連邦取引委員会（FTC）は、同業他社に転職するために会社を辞める従業員の自由を制限する「競業避止義務」契約の禁止を決定した。

## M&A（合併・買収）等

米投資会社ブラックストーンは、音楽特化型ファンドの英ヒプノシス・ソングス＜SONG.ロンドン＞に対して、約15億ドルの買収提案を行ったが、アポロ・グローバル・マネジメントが支援するコンコードが1株当たりわずか1セント上回る提案をした。顧客管理ソフトウェア大手セールスフォース＜CRM＞とデータ管理ソフトウェア会社のインフォマティカ＜INFA＞の買収協議は価格の問題で頓挫。FTCは、コーチの親会社タペストリー＜TPR＞がヴェルサーチを傘下に抱えるカプリ・ホールディングス＜CPRI＞を85億ドルで買収するのを阻止するため提訴。FTCは買収がバッグなどの値上がりにつながると主張している。IBM＜IBM＞は、決算発表後にソフトウェアのハシコープ＜HCP＞を64億ドルで買収すると発表した。世界最大級の鉱業会社BHPグループは、ダイヤモンド部門デビアスの売却を検討している英資源・鉱業会社アングロ・アメリカンを390億ドルの全額株式交換で買収する提案を行ったがアングロはこの提案を拒否。

## 今週の予定

4月30日（火）

第1四半期決算シーズンの中で最も忙しい週となる。150社を超えるS&P500指数採用銘柄が今週中に決算発表を予定している。4月30日のハイライトは、半導体メーカーのアドバンスト・マイクロ・デバイシズ＜AMD＞、アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞、製薬会社のイーライリリー＜LLY＞、コンピュータシステムメーカーのスーパー・マイクロ・コンピュータ＜SMCI＞。アップル＜AAPL＞は5月2日に発表予定。

5月1日（水）

米連邦準備制度理事会（FRB）が連邦公開市場委員会（FOMC）でフェデラルファンド（FF）金利を年5.25～5.50%で据え置くとの予想が大勢となっている。会合後の記者会見で、パウエル議長は今年後半にFRBのバランスシートの縮小ペースを緩める計画を説明する可能性がある。

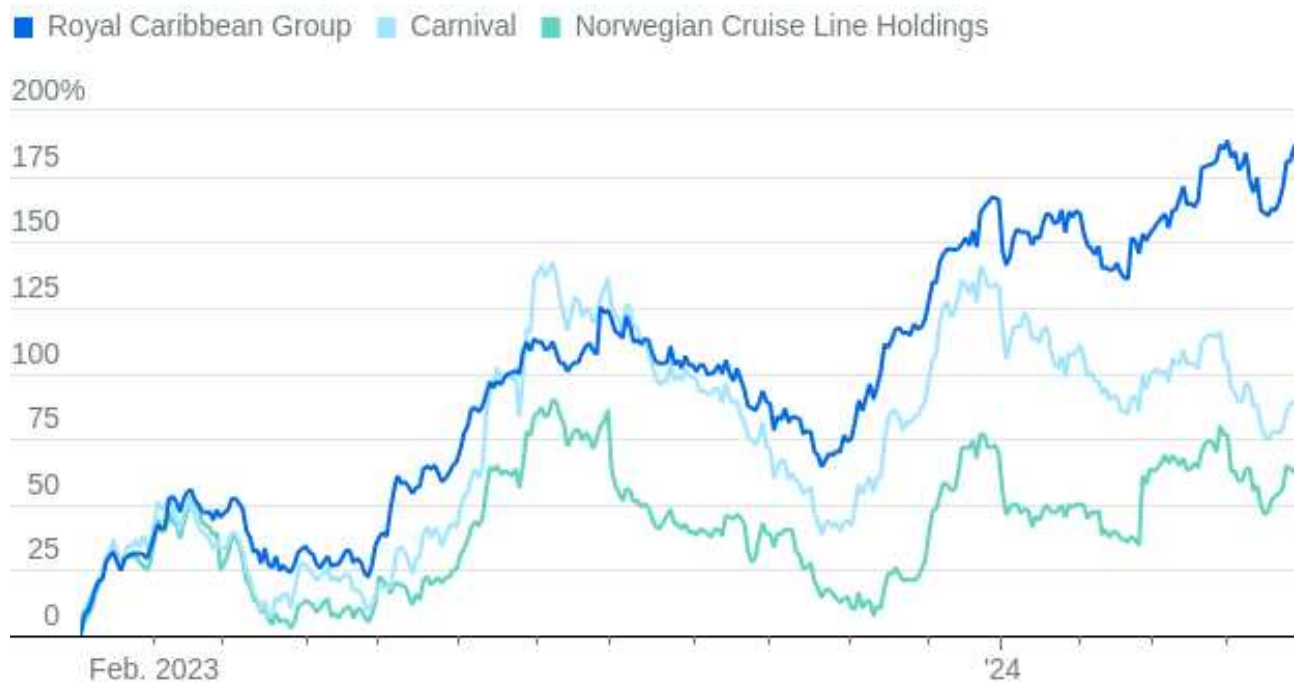
米労働統計局（BLS）は、雇用動態調査（JOLTS）を公表する。エコノミストのコンセンサスでは、3月の最終営業日の求人が870万件と予想されている。現在、失業者1人当たりの求人数は約1.3件で、2件超となった2022年のピークから減少している。

5月3日（金）



## Tailwinds

Viking is going public as the stocks of major public cruise lines are looking up.



4月の雇用統計における、非農業部門就業者数の増加幅のエコノミスト予想平均は21万人。2月の30万3000人増からの減速が見込まれている。失業率は3.8%で横ばいが予想されている。

### 統計と数字

600万：チャールズ・シュワブが2024年第1四半期に取り扱った1日当たり平均取引件数。2023年第4四半期から15%増加。

1070億ドル：第1四半期のハイテクM&Aの金額。2022年第2四半期以来の最高額。

26%：2023年のデータセンターのスペースの成長率。記録的な面積が現在建設中だが、この数値には含まれていない。

23.6%：世界の総GDPに占める米国の割合。20年ぶりの最高水準。

By Andrew Bary  
(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』 2024/04/28

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](mailto: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