

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2024/05/05

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. ビッグマネー調査：株価は年内に約10%上昇する見込み - The Stock Market Will Rise Nearly 10% More This Year [フィーチャー] P.1
半数以上が株式に強気、最大のリスクはインフレ
2. AIラリーから取り残されたアドビ、反転できるのか - Adobe's AI Pivot Is Going Just Fine [フィーチャー] P.8
アドビが正しければ市場規模は拡大
3. 格付け機関を含む少数の優良企業がファンドのパフォーマンスをけん引 - S&P Global, Moody's, and Other 'Quality' Stocks Drive This Fund [インタビュー] P.10
バレー・フォージ・キャピタル・マネジメントのカンテサリア氏に聞く
4. 「より高く、より長い」金利環境での投資法とは - How to Invest in a 'Higher for Longer' Rate Backdrop [フィーチャー] P.13
「バーベルアプローチ」の勧め
5. 景気減速のスピードは完璧だが、株式市場には潜在的問題がある - The Economy Slows at a Perfect Speed. The Bulls Could Still Lose. [経済政策] P.17
利下げ予想による相場上昇が矛盾を招く
6. さえない決算を受けてアップル株が上昇した理由とは？ - Apple's Quarter Wasn't Very Good. The 3 Reasons Investors Still Loved It. [ハイテク] P.19
ただし投資家の懸念の解消には時間
7. 間違うな、FRBが市場の味方になったわけではない - Make No Mistake-the Fed Isn't the Market's Friend. [米国株式市場] P.22
金利動向から判断すると安易な押し目買いは禁物
8. 米株式市場は下落の危機を再びかわす - The Market Dodges Another Downfall. Everything's Awesome. [コラム] P.23
今後も重要なマーケットイベントに左右されそう
9. 劇的な展開に入ったパラマウント買収騒動の最終局面 - Paramount, the Final Season: It's Scions Versus Shareholders [投資戦略] P.25
子孫対一般株主の戦い
10. CVS株価急落とメディケア・アドバンテージ - CVS Stock Discovers a Medicare Disadvantage [経済関連スケジュール] P.27
メディケア・アドバンテージがCVSの「ディスアドバンテージ」に

※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。

Copyright © 2024 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. ビッグマネー調査：株価は年内に約10%上昇する見込み

[フィーチャー]

The Stock Market Will Rise Nearly 10% More This Year

半数以上が株式に強気、最大のリスクはインフレ

強気派は52%、中立派は33%、弱気派は約15%

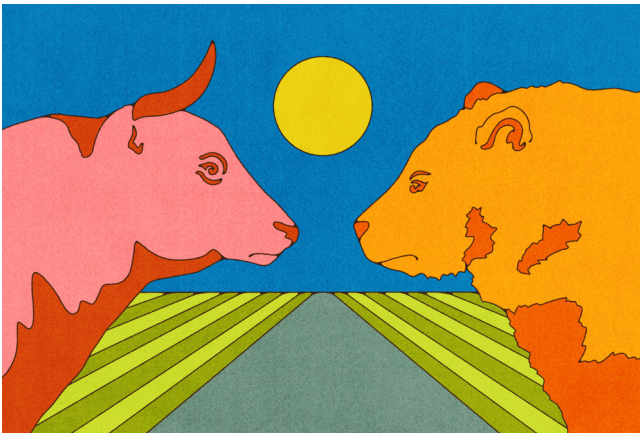


Illustration by Kate Dehler

本誌は春のビッグマネー調査を実施した。調査は4月18日に終了し、全米で約120人のプロ投資家から回答を得た。調査にあたってはエルドス・メディア・リサーチの支援を受けた。

2024年1～3月期の株式相場は堅調に推移していたが、4月はスピード調整に直面した。投資家は根強いインフレを理由に米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げ見通しを再調整した。長期債利回りは高止まりしている。さらに、中東の混乱や米国の大統領選に関する懸念も存在する。

こうした問題にもかかわらず、多くのファンドマネジャーと市場ストラテジストらは、米国株の上昇が続くという楽観的な姿勢を取っている。4月の株価下落は、数四半期にわたる力強い上昇を受けた健全な小休止であり、さらなる相場上昇の前兆であるという見方だ。

FBBキャピタル・パートナーズのリサーチ担当ディレクターであるマイク・ベイリー氏は「市場は平手打ちを食らったが、正常な状態に戻りつつある。市場と経済に大きな変化は感じない」と語った。

多くの同業者もベイリー氏と同じ意見だ。回答者の52%は今後12カ月の株式の見通しに強気であると答えており、この割合は昨年秋の38%から上昇した。33%は中立と回答した。弱気と答えたのは約15%で、昨年秋の24%から低下した。恐らく偶然ではないと思うが、リセッション（景気後退）を予測している回答者の割合も約15%だった。

回答者のうち強気派は、2024年末のダウ工業株30種平均（NYダウ）を約4万1231ドルと予想している。これは現在の水準を9%上回る。強気派によるS&P500指数とナスダック総合指数の予想の平均は5461と1万7143で、それぞれ5月1日の水準を9%と10%上回っている。弱気派の予想の平均は、NYダウが3万7281ドル、S&P500指数が4753、ナスダック総合指数が1万4650である。

株価が割高と答えた回答者の割合は43%で、昨年秋の48%から低下した。割安と考えている回答者はわずか5%で、過半数は「妥当な水準にある」と回答した。

GDP成長率は減速も、景気は非常に底堅い

経済はやや減速しており、1～3月期の国内総生産（GDP）成長率は予想を下回る前期比年率1.6%となったが、強気派は楽観的な見方を維持している。小売売上高が年初来で堅調に推移しているからだ。堅調な小売売上高の主な理由は、労働市場が大方の予想を上回って好調なことである。4月の非農

MARKETS

Click or tap buttons below for survey responses:

OUTLOOK

MEASURES

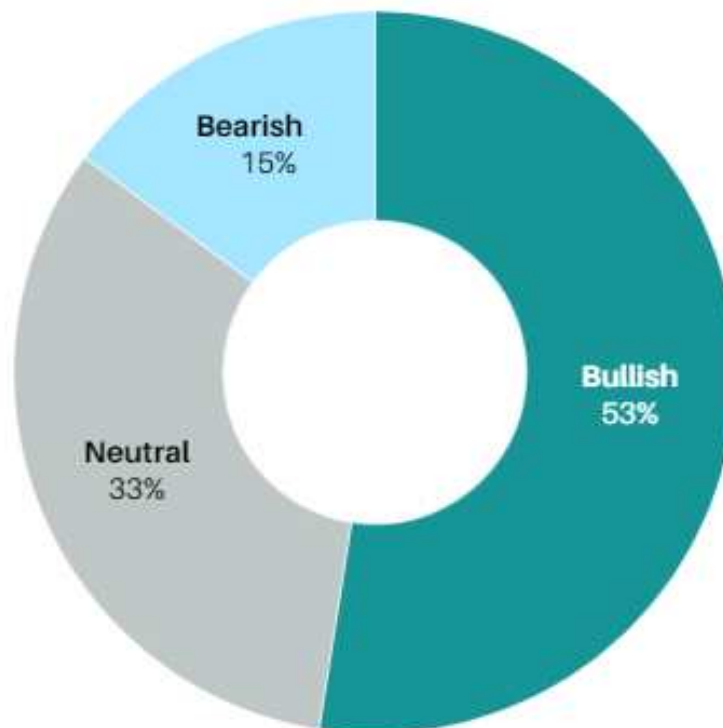
VALUE

CLIENTS

RISK

ASSETS

Describe your investment outlook for U.S. equities in the next 12 months.



Note: Percentages don't equal 100 due to rounding.

業部門就業者数は前月比17万5000人増加し、過去12カ月の増加幅は月平均で23万3500人となっている。

パルナッソス・インベストメンツのリサーチ担当ディレクター兼ポートフォリオマネジャーのロリ・キース氏は「景気に関する議論は、ハードランディング（強行着陸）、ソフトランディング（軟着陸）、ノーランディング（着陸しない）の間を行ったり来たりしている。短期的なノイズは多いが、景気は非常に底堅い」と語った。

活気ある経済は企業利益の堅調な成長につながるだろう。好調な企業利益は上昇相場が続くために必須だ。ビッグマナー調査の回答者は、2024年のS&P500指数の1株当たり利益（EPS）は12%の急増と予想している。これはコンセンサス予想の11%増を若干上回る。

回答者が選好する株式セクターはテクノロジーとエネルギーだった。どちらも今年、人工知能（AI）や原油価格の上昇などによる堅調な利益成長が見込まれる。

ペン・キャピタル・マネジメントのエリック・グリーン最高投資責任者（CIO）は、「景気は以前のあらゆる予想よりも良い状態にある。FRBの利上げによる景気減速が懸念されていた1年前とは正反対だ。今後、相場が大きく減速するとは予想していない」と話した。

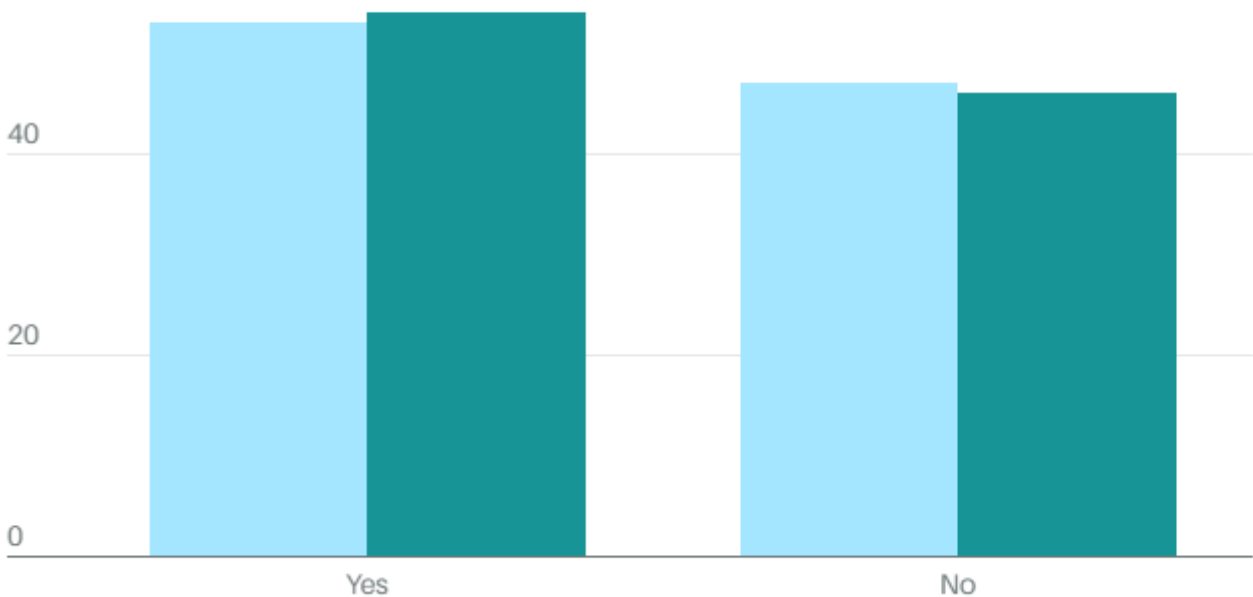
バリュエーションは割高、業績のハードルも高い

PERFORMANCE

Are you beating the S&P 500 this year...

■ Personally? ■ Professionally?

60%



景気の底堅さと同様に、AIの用途拡大も企業利益と株価にとって良い兆しになっている。パルース・キャピタル・マネジメントのポートフォリオマネジャー、スペンサー・シェルマン氏は「AIは新たな技術革命であり、1990年代半ばから後半と同様の大幅な生産性向上を実現しつつある」と語った。

利下げが行われた場合、景気が減速に向かっており、企業利益の予想が高過ぎるサインとして解釈される可能性がある。回答者の中の弱気派はこれを懸念している。ある投資ストラテジストは、短期金利が長期金利を上回る逆イールドカーブが2年近く続いていることは、通常はリセッションの正確な前兆であると指摘した。

ライアン・インベストメンツのクリス・ライアン最高経営責任者（CEO）は「利下げはリセッションの始まりを知らせるものとなるだろう。FRBは利下げを待っている。当社は投資家に対して、市場と景気が減速した場合の計画を立てておくことを推奨している」と述べた。

FRBが市場を救済しないことを懸念する懐疑派もいる。デルファイ・マネジメントのスコット・ブラック社長は「年内に利下げがあると思うのは楽観的過ぎる。相場が今後上昇すると考える理由はな

い。バリュエーションは非常に割高で、私は金利が低下すると予想していない。現在の利益成長予想は非現実的だ」と語った。

S&P500指数の現在の予想株価収益率（PER）は約20倍で、過去5年間と10年間の平均を上回っている。これは、好調な決算が発表されても、株価上昇を維持するには不十分な可能性があることを意味している。悲観派は、企業が株価上昇を正当化するには、ハードルを引き上げ、業績予想を上回り続ける必要があると指摘する。

金融サービス会社ジャーニー・モンゴメリー・スコットの最高投資ストラテジスト、マーク・ラスキーニ氏は「投資家の要求はますます厳しくなるだろう。業績は単に好調であるだけでなく、驚くほど好調でなければならない」と語った。ラスキーニ氏は、4月の株価下落前の時点で、「株式は過剰に買われており、バリュエーションは割高だった」と述べた。

FF金利の目標レンジ予想は4.75～5%が最多

超大型ハイテク株の多くはさらに割高なバリュエーションとなっており、一部の投資家は投資をためらっている。回答者は、市場で最も割高な銘柄として、半導体大手エヌビディア<NVDA>と電気自動車（EV）大手テスラ<TSLA>を挙げた。エヌビディアの2024年予想PERは約35倍、テスラの2025年予想PERは70倍超だ。

シーボルド・キャピタル・マネジメントのショーン・シーボルド社長は、2023年に株価が約240%上昇したエヌビディアについて「今年も200%上昇することはないだろう」と語った。シーボルド氏は、エヌビディアのファンダメンタルズに問題があるわけではなく、単にバリュエーションが高過ぎると述べた。

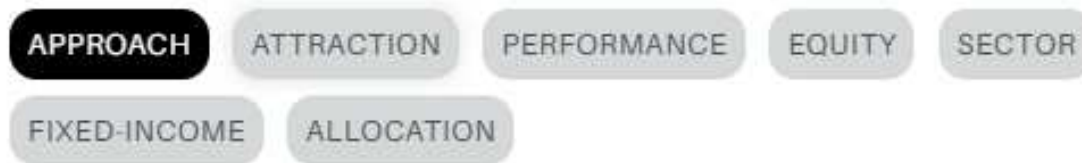
回答者は債券利回りと金利が年末まで高止まりする可能性があると考えている。消費者物価指数（CPI）で見たインフレ率については、年間2%に戻ると予想している回答者はおらず、2.5%とした回答者の割合はわずか23%だった。約50%の回答者は2024年末のインフレ率を3%、約30%の回答者は3.5%以上と予想している。3月のCPI上昇率は前年同月比3.5%だった。

回答者の約40%は、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標レンジが現在の年5.25～5.5%から2024年末までに4.75～5%に引き下げられると予想している。一方、回答者の25%は誘導目標が5～5.25%になるとみている。これは年内の利下げがわずか1～2回であることを意味しており、2023年末の5～6回という予想を下回る。回答者の15%は利下げが行われないと予想しており、約3%は利上げの可能性があるとさえ示唆した。

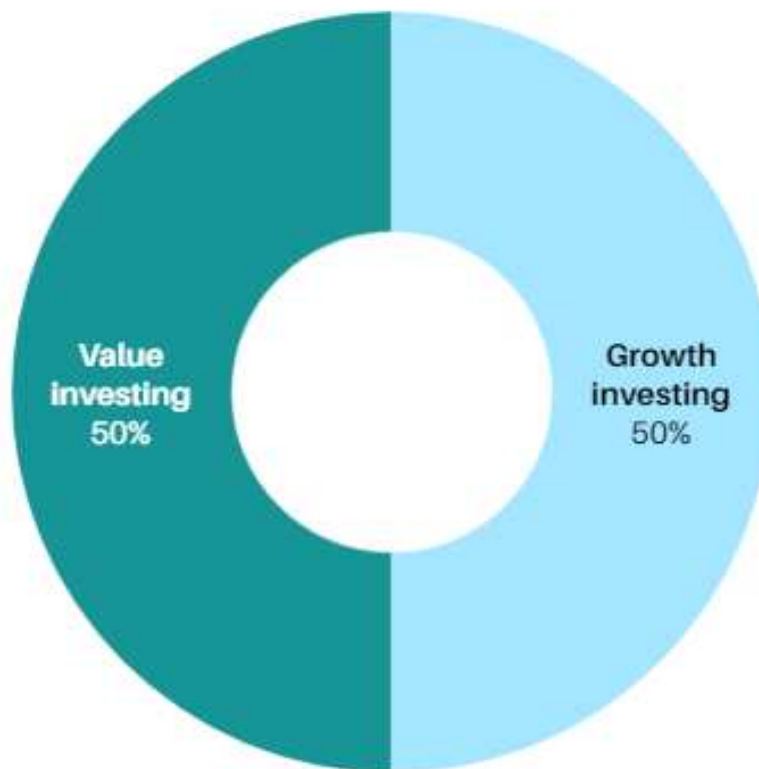
チェース・インベストメント・カウンセルのピーター・タズ社長は「インフレ率が2%付近まで低下するか、あるいは3%付近にとどまるかの間で綱引きが行われている。この疑問に対する答えによって、FRBが年内に利下げを行うか、行うとしたらいつになるかが決まる」と語った。

INVESTING

Click or tap buttons below for survey responses:



Which investment approach will perform best in the next 12 months?



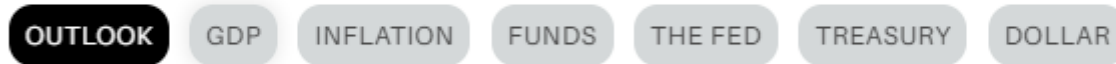
スタグフレーションの懸念も

金利の停滞は債券の期待リターンに影響を及ぼしている。回答者の約56%は2024年末の10年物米国債利回りを4.25~4.75%と予想している。現在の利回りは約4.62%だ。債券利回りは年初から高止まりしており、利回り低下とそれに伴う債券価格の上昇を予想していた債券投資家にとって打撃となっている。バリダス・グロース・インベスターズのマーク・スカルトツォCIOは「過去数カ月は株式より債券のボラティリティーの方がはるかに大きかった」と語った。

今後6カ月で市場が直面する最大のリスクとしては、約30%の回答者は「インフレの再燃」を挙げた。8%の回答者は景気減速やリセッションと答えた。一部の回答者は、FRBが長期にわたって高金利を維持し、インフレ率を低下させようとしているにもかかわらず、政府や議会による大規模な財政刺激が行われることで、市場で異常な動きが起きることを懸念していた。

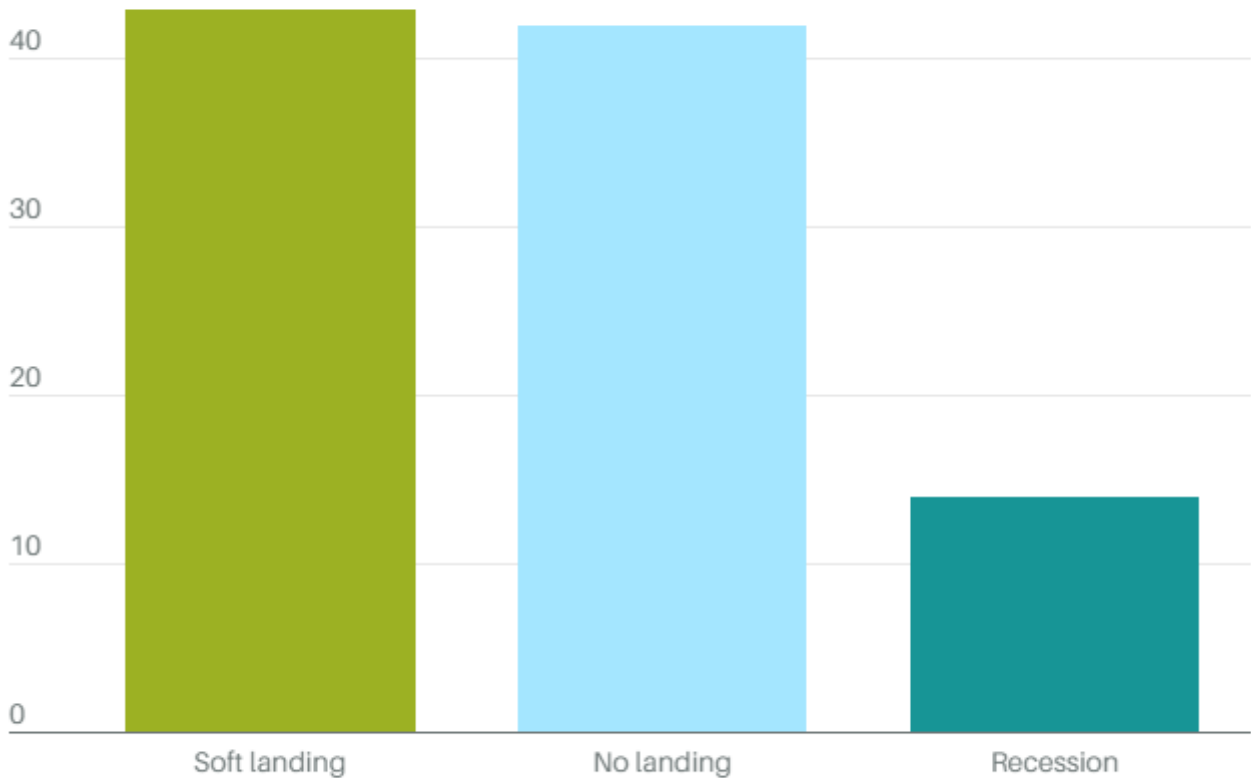
THE ECONOMY

Click or tap buttons below for survey responses:



Which best describes your outlook for the U.S. economy in the next 12 months?

50%



Note: Percentages don't equal 100 due to rounding.

1～3月期の経済成長の減速は警戒するほどではなさそうだが、景気が勢いを失う中で、インフレが過去の傾向を上回り続ければ市場にとって問題となり得る。マーティン・インベストメント・マネジメントのマネジングディレクター、サンドラ・S・マーティン氏は「FRBが金融政策を引き締めようとする一方で、政府が大量の流動性を供給すれば、おかしいことが起きる」と語った。マーティン氏は、経済成長の停滞と物価上昇が同時に発生するスタグフレーションが市場にとって最大のリスクであると指摘した。

大統領選の予想は拮抗

POLITICS

Click or tap buttons below for survey responses:

ELECTION

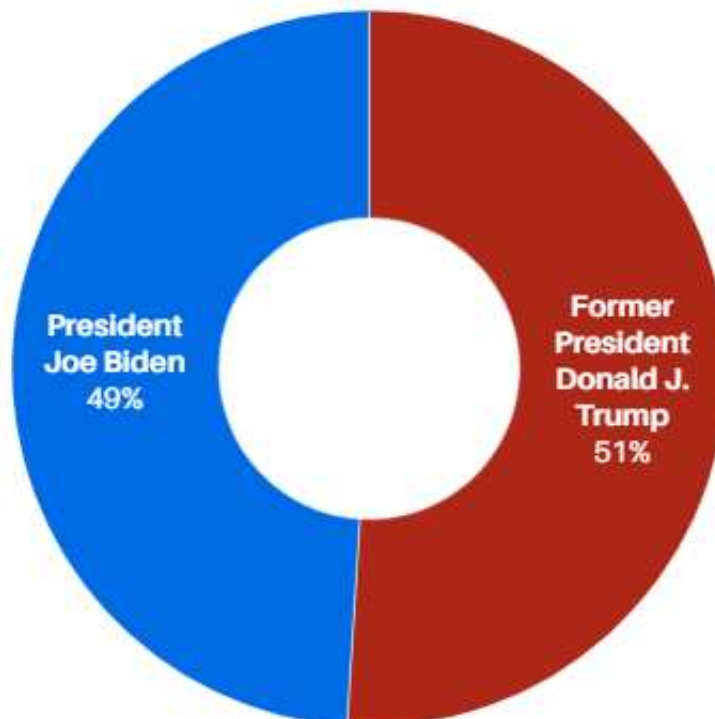
ECONOMY

CONGRESS

POLICY

Whom do you expect to win the November presidential election?

■ Former President Donald J. Trump ■ President Joe Biden



11月の選挙が迫る中、多くの投資家は、政治指導者がついに政府支出を抑制するための行動を開始することを期待している。回答者の約半数は、政策決定者にとっての最優先課題は債務削減であるべきだと回答した。ライアン氏は「民主・共和両党ともに財政支出に積極的だ。現在の政治的環境で財政の不均衡に対処できるとは考えられない」と指摘した。

しかし、11月の選挙後、議会は何か有意義な成果を実現できるのだろうか。議会では現在以上の停滞が予想される。約54%の回答者は民主党が下院の支配権を取り戻すと考えており、一方で64%は共和党が上院で過半数の議席を獲得するとみている。

大統領選に関してはどちらとも言えない。トランプ前大統領がバイデン大統領に勝利するという回答の割合は51%だった。これは投資家と消費者にとって朗報かもしれない。回答者の約60%は、トランプ氏が2期目を務める方が市場と経済にとって好ましいと回答した。

多くの回答者はトランプ氏自身の企業には強気ではない。ソーシャルメディア「トゥルース・ソーシャル」を運営するトランプ・メディア・アンド・テクノロジー・グループ<DJT>は3月に上場した。

トランプ・メディアは利益を計上しておらず、2023年の売上高はわずか410万ドルだった。16人の回答者は市場で最も割高な銘柄にトランプ・メディアを挙げた。

グローバル・マクロ・リスクは、それが中東、ロシア・ウクライナ戦争、あるいは中国に起因するかどうかにかかわらず、市場とビッグマネー調査の回答者にとって最近の特に大きな懸念だ。ラスキーニ氏は「こうした地政学的懸念は、あと少し状況が変われば局地的な問題とは言えなくなる。これは市場に混乱をもたらす可能性がある」と語った。

しかし、TIFFインベストメント・マネジメントのジェイ・ウィロビーCIOは、景気が下降しない限り株式をオーバーウェイトとする予定だ。ウィロビー氏は「われわれの前にある不安の壁は上ることができる」と述べた。

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

2. AIラリーから取り残されたアドビ、反転できるのか

[フィーチャー]

Adobe's AI Pivot Is Going Just Fine

アドビが正しければ市場規模は拡大

株価は年初から約19%下落



Sajjad Hussain/ AFP via Getty Images

画像・電子文書ソフトウェア大手アドビ<ADBE>の株式に関する議論は、一つのこと

に集約される。人工知能（AI）がコンテンツ制作ソフトウェアの圧倒的なプロバイダーであるアドビの市場を劇的に拡大するか、あるいは、アドビのビジネスを侵食する新たな競争の舞台を用意するかのどちらかである。投資家たちは最近、「侵食」に賭けている。アドビ株は年初から先週末時点で約19%下落している。しかし、最終的に正解を得るのは強気派だと考える理由がある。

AI革命の始まりは、オープンAIが2022年11月にチャットGPTを発表したことだと考える人が多い。しかし、コンテンツ作成の領域では、より重要な発表はその2カ月前にあった。オープンAIがテキスト画像変換ソフトウェアのDall-E（ダリ）を一般ユーザーに開放したのだ。Dall-Eや類似のツールは、簡単なテキストプロンプトから、幻想的な、あるいは写真のようにリアルな描写を生成する魔法のような能力を提供する。そしてそれは、クリエイティビティツールの分野で長年、イノベーションをけん引してきたアドビにとって脅威なのだ。

アドビ自身の生成AIの旅は2023年3月、テキストから画像へ変換する独自機能を含むAIコンテンツツール群Firefly（ファイアフライ）のデビューによって始まった。アドビは多くの製品の無料版を提供しているが、信頼の置ける企業向けの安全なAIソフトウェアのプロバイダーとなる、より重要な機会を見据えている。

例えば、アドビのテキスト画像化サービスを支える大規模言語モデルは、アドビがライセンス供与したコンテンツかパブリックドメインのコンテンツに基づいて構築されている。また、アドビのAIツールで作成されたコンテンツによる著作権侵害の申し立てに対しては、顧客に補償を行っている。

これは慎重な長期ビジョンだが、アドビ株はAIラリーに乗り遅れている。投資家は、3月に発表された3～5月期ガイダンスについて、経営陣から十分な説明もなく市場予想をやや下回る内容にとどまったことを喜んでいない。ウォール街は、アドビのAI重視への転換が成果を上げていることを示す、さらなる証拠を求めているのだ。

CEOはAI重視の路線に自信

しかし、アドビのAI重視路線に社内から心配の声は上がっていない。アドビのシャントヌ・ナラヤン最高経営責任者（CEO）は最近、「非常にうまく行っている」と本誌の取材に語った。

ナラヤン氏の見解では、新しいテクノロジーは歴史的にアドビにとって「大きな促進剤であり追い風」であった。ナラヤン氏は、クラウドコンピューティングの出現がアドビをサブスクリプションベースのビジネスモデルへ移行させたのと同様に、AIは極めて重要な瞬間であり、AIがさらに大きな影響を与えるだろうと考えている。ナラヤン氏は、「AIがアドビの製品をより使いやすく、より強力に、より手頃な価格で、平均的なユーザーにとってより身近なものにしている」と述べた。

アドビはAI事業の収益化に向け、多角的なアプローチをとっている。Adobe Express（アドビエクスプレス）やCreative Cloud（クリエイティブクラウド）などのツールについては、新規顧客の獲得を第一の目標としている。これらのツールには、専門家でなくても簡単なコンテンツと複雑なコンテンツの両方が作成できる、強力かつ直感的な自然言語インターフェースを追加している。既存のプロの顧客には、アドオンAIサブスクリプションを提供している。

要するに、ナラヤン氏は「AIがアドビの新たな成長の足掛かりになる」と語ったのだ。最近、アドビは投資家に対し、自社の獲得可能な最大市場規模（TAM）が今年の2050億ドルから2027年に2930億ドルに拡大するとの見通しを示した。もちろん、問題はアドビがこのうちどれだけ実際に獲得できるかだ。

ナラヤン氏はアドビの株価への圧力について問われると、「短期的には、金融界は会社発表に反応するものだ」と説明した。しかし、長期的な展望ではAIが後押ししていると指摘する。同時に、ナラヤン氏は生成AIツールについて、「編集したい画像や動画の利用可能な世界を広げている。私たちにとって信じられないほどの触媒であり、追い風だ」と説明した。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

3. 格付け機関を含む少数の優良企業がファンドのパフォーマンスをけん引 S&P Global, Moody's, and Other 'Quality' Stocks Drive This Fund バレー・フォージ・キャピタル・マネジメントのカンテサリア氏に聞く

[インタビュー]

少数に集中投資するファンド



Photograph by James Jackman

バレー・フォージ・キャピタル・マネジメントの投資銘柄数が20を超えるのはまれで、現在は8銘柄だ。創業者兼マネージングパートナーのデブ・カンテサリア氏が考案した投資集中戦略はうまく機能している。カンテサリア氏は主に、S&P500指数を長期的にアウトパフォームすると予想される米国の銘柄を保有し、長期的に成長する業界において営業レバレッジが高く、設備投資ニーズが最小限の企業を発掘する。

バレー・フォージのヘッジファンドの年率リターンは、そのパフォーマンスに詳しい筋によると2007年設定以来で15%近く、その間のS&P500指数の年率を5%ポイント超上回っている。運用資産は2019年の5億ドルから30億ドル超へ増加した。

本誌は最近、投資戦略と、保有銘柄のうちの金融情報会社のS&Pグローバル<SPGI>、格付け機関のムーディーズ<MCO>、信用情報分析ソフトウェア会社のフェア・アイザック<FICO>、半導体製造装置会社のASMLホールディング<ASML>の4社について話を聞いた。ちなみに

残る保有銘柄は、事業管理ソリューションを提供するインテュイット<INTU>、ソフトウェア会社のアスペン・テクノロジー<AZPN>と、クレジットカード会社のマスターカード<MA>およびビザ<V>だ。

本誌：どのようにして、資産運用事業にたどり着いたのか。

カンテサリア氏：子供のころから、ビジネスのことを考えていた。今でも、企業がどのように経営されていて、良い企業と悪い企業を分ける要因は何かについて考えずにはいられない。当初は医師を目指して、ハーバード・メディカル・スクールに通ったが、3年目になって、その後の30~40年にわたって自分が医師として働く姿が想像できなくなった。

メディカル・スクールを卒業して、マッキンゼーに経営コンサルタントとして就職した。その後、ヘルスケア業界のベンチャー・キャピタリストを約18年務め、その間に、上場企業の投資家としての重要なバックグラウンドである企業の経営面における多大な経験を獲得した。

その後、私の実績を株式投資家として具現化するための箱がほしくなり、2007年にバレー・フォー・ジ・キャピタルを立ち上げた。資本金は30万ドルで具体的な計画もなかったが、家族や友人向けに少額のファンドを運用することになると予想していた。現在の運用資産は38億ドル近い。一般的に大型株の優良企業への投資を試みている。

格付け機関を選好

Q：優良企業をどのように定義するのか。

A：事業を行う分野で独占または寡占状態にあって、再投資の必要性がほとんどない企業に焦点を当てている。企業の設備投資または研究開発費が多額であれば投資利益率の予想は困難だ。当社が保有する企業の営業レバレッジは非常に高く、売上高の増加に伴って営業利益率の上昇が可能だ。また、持続的に成長する業界への投資も好んでいる。

Q：S&Pグローバル、ムーディーズ、フェア・アイザックは長期的な保有銘柄だ。各社に対する評価で変化した点はあるか。

A：数十年にわたって高い内部成長率を達成できる企業に投資していれば、ポートフォリオの回転率は低い。われわれは、S&Pグローバルに2008～2009年に初めて投資し、当時、信用格付け機関は大きなプレッシャーを受けていた。格付け機関は金融危機の原因と非難されて、70件近い訴訟を抱えていた。議会は業界の運営方法の改善を検討しており、株価収益率（PER）は1桁だった。

ノイズを無視すれば、S&Pグローバルとムーディーズは負債の格付けという世界で最も優れたビジネスモデルの一つを備えていた。負債の発行会社は他の格付け機関の利用もできるが、30～50ベースポイント（bp）高い金利を支払う必要がある。実質的に、S&Pグローバルとムーディーズを回避する手段はない。

Q：S&Pグローバルはサービス価格を引き上げられるのか。

A：間違いない。われわれは、サービスコストが小さく、価格決定力に多大な余地がある企業への投資を好んでいる。S&Pグローバルとムーディーズは毎年、インフレ率を上回る値上げを実施している。両社が望めば、明日にでも料金を2倍へ引き上げられる。

Q：S&Pグローバルは今年、売上高が133億ドルで利益が43億ドルと予想されており、純利益率は32%となる。利益率の上昇余地は。

A：われわれの保有銘柄は、利益率を大幅に引き上げられる。大半の保有企業にとって人件費が単一で最も高額な費用項目のため、人工知能（AI）が利益率上昇を加速させるだろう。ムーディーズが、ある分野の信用格付けにおいて100人のアナリストを使っているとしたら、AIによって5年または7年後にはわずか50人、または10人しか必要としなくなるかもしれない。営業利益率は、われわれの以前の目標を20%ポイント上回る可能性がある。利益率が70～75%になる日も来るかもしれない。

Q：フェア・アイザックを選好する理由は。

A：2018年から保有している。フェア・アイザックの中核事業は個人のクレジットスコア評価だ。人々が住宅ローンや自動車ローン、クレジットカードを申請すると、銀行はクレジットの背景調査を実施して、フェア・アイザックのスコアに基づいて適用する金利を決定する。フェア・アイザックは独占状態にあり、価格決定力も大きい。ちなみに、世界の大半ではクレジット市場は発展しておらず、米国外の成長の可能性がある。

Q：フェア・アイザックの利益見通しは。

A：われわれは、1株当たりフリーキャッシュフローを主要指標と考えている。フリーキャッシュフローの今後10年の成長率を、年率20%超と予想しており、売上高が最低でも10%台前半から半ばのペースで増加すると考えている。

Q：あなたにとっての質の定義とは。

A：われわれは、1株当たりキャッシュフローの年間成長率が10%台後半である企業をポートフォリオに加えたい。本源的価値と株価は、1株当たりキャッシュフローの伸びに追随するだろう。

保有銘柄の大半は、自社株買いを毎年実施している。10年間で利益を3倍にするためには、売上高や利益率に対して常軌を逸した想定が必要はなく、年間12%ほどの成長があれば良い。

われわれの投資対象には多くの手段があり、すべてが常に想定通りに行かなくとも、他の方法で補える。S&Pグローバルとムーディーズでは、負債発行の減少や金利上昇によって売上高が予想を下回ったとしても、価格決定力を活用したり、コスト構造を改革したりすることができる。シクリカル企業の場合、利益が30~40%増加する年もあれば、減少する年もある。われわれは予見可能な企業を好んでおり、10年超にわたる成長率の予想を試みている。

Q：金利はここ数年の最高水準にある。もっとも、米連邦準備制度理事会（FRB）は利下げを、恐らく今年後半に予定している。それは、S&Pグローバルとムーディーズにとって何を意味するのか。

A：ムーディーズとS&Pグローバルは、2020年は好調だった。人々がコロナ禍で経済閉鎖を懸念した中で、企業はバランスシートの安定化または改善のために負債を発行して資金を調達した。今年の社債発行額の出足は記録的な水準で、ムーディーズとS&Pグローバルの今後12~24カ月にとって幸先が良い。金利が低下すれば、負債発行は再度増加するだろう。

Q：信用格付けは、依然として規制リスクに直面しているのか。

A：2008年を経て、格付け機関は幾分かの教訓を得た。現状、法的小および規制的小リスクは極めて低い。両社以外にも、業界第3位のフィッチ・レーティングスがあり、負債を発行する企業はどの格付け機関も利用できる。とはいえ、ムーディーズとS&Pグローバルは自然寡占状態にある。

規制当局は、格付けの持ち回りや、発行会社ではなく投資家が料金を支払うようなビジネスモデルの変更を協議した。それらは良いアイデアだが、現実的にはどれも実行に移せていない。

ASML

Q：最近投資した企業は。

A：最近ASMLに投資した。AIは、今後10年間の強力な成長ストーリーで、大半のAIテクノロジーがコモディティー化し、10年後にどの企業が勝者になるか判断するのは困難だ。AIへの投資では、ASMLは最も期待できて予見可能な手段だ。ASMLの製品は、AIサーバーを稼働させる最先端半導体の製造に使える世界で唯一の半導体製造装置だ。他の企業は、20年から30年出遅れている。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

4. 「より高く、より長い」金利環境での投資法とは How to Invest in a 'Higher for Longer' Rate Backdrop 「バーベルアプローチ」の勧め

[フィーチャー]

景気循環とディフェンシブ銘柄の組み合わせ



(Left) Randy Duchaine/Alamy; (right) Scott Ritchie/Duke Energy

わずか数カ月前まで、ウォール街は2024年が利下げ一色になるものと確信していた。だが大幅な金利引き下げの見込みはほとんど消滅し、政策金利が「より高い水準により長く」維持される環境への対応が求められている。幸いポートフォリオを位置付ける方法はいくらでもあるし、バーベルのようなポートフォリオを構築することには説得力がある。バーベルの片側では景気が良いときに好調な景気敏感銘柄を保有し、もう片方で景気悪化に備えてディフェンシブな銘柄やセクターを保有するのだ。バーベル中央にはインカムと安定性確保のために債券を

置く。このバーベルは効果的なはずだ。米連邦準備制度理事会（FRB）が、年明けに予想されていたよりも金利をより高く、より長く維持しており、景気は過熱しているものの冷え込みやすい。

「より高く、より長い」金利から恩恵を受ける銘柄は多い

インデックス・ファンドを保有する際に懸念されるのは、超大型ハイテク株のマグニフィセント・セブン（壮大な7社＝アップル＜AAPL＞、マイクロソフト＜MSFT＞、アルファベット＜GOOG＞、アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞、メタ＜META＞（旧フェイスブック）、米半導体大手のエヌビディア＜NVDA＞、電気自動車（EV）大手のテスラ＜TSLA＞）の支配である。マグニフィセント・セブンは、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）前まではS&P500指数の時価総額に占める割合が2割程度だったが、数年間の急騰を経て今は約3割を占めている。巨大テクノロジー銘柄へのエクスポージャーを減らすことは、市場の主役が今回のラリーで出後れた割安銘柄やセクターに移った場合に備えて、保険を買っておくようなものだ。今日の経済情勢から恩恵を受ける銘柄は、話題のハイテク銘柄以外にも数多くある。

Building the Barbell

Consider this mix of cyclicals, defensive stocks, and bonds as markets adjust to a "higher for longer" rate climate.

Investment / Ticker	YTD Return	Dividend Yield
CYCLICAL		
Financial Select Sector SPDR ETF / XLF	9.0%	1.5%
Vanguard Industrials ETF / VIS	7.6%	1.1%
MasTec / MTZ	18.0%	None
United Rentals / URI	21.0%	0.9%
DEFENSIVE		
Vanuaird Utilities ETF / VPU	5.5%	3.3%
Equinix / EQIX	-8.6%	2.3%
Ventas / VTR	-10.0%	4.1%
Entergy / ETR	6.4%	4.1%
Duke Energy / DUK	1.8%	4.2%
FIXED INCOME		
iShares 1-3 Year Treasury Bond ETF / SHY	-0.1%	4.8%
Vanguard Intermediate-Term Corporate Bond ETF / VCIT	-2.5%	5.6%
Invesco Senior Loan ETF / BKLN	2.3%	8.1%

Note: Yields in the fixed-income category are 30-day SEC yields. Data as of April 29.

Sources: Morningstar, Bloomberg

大型銀行株に注目

メガバンクをはじめとする大型金融株を考えてみよう。「より高くより長い」金利は、中小企業経営者から住宅購入者に至るまで、借り手にとっては頭痛の種かもしれないが、融資の利益を押し上げる効果がある。JPモルガン・チェース<JPM>やシティグループ<C>など米最大手銀行ではFRBがインフレ退治の利上げを開始して以来、純金利収入が2桁台の急増を遂げている。ウォール街は銀行の2024年1～3月期決算にさまざまな反応を示し、メガバンクは「バーゼルIII」規制による自己資本要件の強化に直面している。しかし、米資産運用会社、シエラ・インベストメント・マネジメンツのジェームス・セント・オバン最高投資責任者（CIO）は、メガバンクの利益率は引き続き高いと予想している。マネー・マーケット・ファンドの利回りは5%だが、その競合にもかかわらず、メガバンクは個人預金には基本的に利子を付さない。JPモルガン・チェースの貯蓄口座の利子は0.01%だ。そのため融資の調達コストを抑え、貸し付けポートフォリオで健全な利ざやを確保できる。

同時に、住宅ローンやクレジットカードの借り手は、この30年で最も高い金利を支払っている。高金利が長引くほど、大手銀行はこのミスマッチから長く利益を得ることになる。上場投資信託（ETF）のファイナンシャル・セレクト・セクターSPDRET<XLF>は、S&P500指数構成銘柄の中から金融株を抽出したもので、最大手企業に偏重している。JPモルガン・チェースや、ビザ<V>などのカード会社と共に、恐らく米国のベストコングロマリットと言えるバークシャー・ハサウェイ<BRK>が13%を占めている。

■ 資本財・サービスセクターにも注目

資本財・サービスは、特に経済が堅調に推移している間は、金利上昇の中で投資家が価値を見いだすことができるセクターである。運用資産2億3500万ドルの米ミューレンkamp・ファンドのポートフォリオマネジャー、ジェフリー・ミューレンkamp氏は、特に半導体工場の新設やグリーン・エネルギー・プロジェクトなど、多くの資本財・サービスセクターにおける支出は依然として好調だ、と語っている。投資家は、米エネルギー・電機・金融会社のGEエアロスペース<GE>、米建設・鉱山機械大手のキャタピラー<CAT>、米鉄道会社ユニオン・パシフィック<UP>などの銘柄を保有するバンガード米国資本財サービスETF<VIS>を通じて、このセクターをターゲットにすることができる。

ミューレンkamp氏が選好する銘柄のひとつは、建設サービス会社のマステック<MTZ>だ。現在、米情報通信大手のAT&T<ATT>との関係拡大を含め、電力、再生可能エネルギー、電気通信を中心に事業の方向転換を図っている。

ミューレンkamp氏の別の推奨銘柄である機械レンタルのユナイテッド・レンタルズ<URI>はダンパーやショベルカーといった産業用機械を事業者や個人向けにレンタルしており、経済のどこかで何か新しいことが始まれば追い風となる。新規住宅着工件数が低迷しているにもかかわらず、新工場建設ブームから非住宅関連の建設支出は過去最高に近い水準となっており、株価は今年15%以上上昇している。これだけ株価が上昇しても、ユナイテッド・レンタルズの株価は依然割安で、予想株価収益率（PER）は15倍と資本財株平均の22倍を下回る。

バーベルのもう一方の側では、景気が減速したり弱含んだりしても株価が持ちこたえられるディフェンシブセクターの銘柄を検討したい。1～3月期の米国の国内総生産（GDP）成長率は年率換算で前期比1.6%と市場予想を大きく下回ったが、株価はほとんど影響を受けなかった。しかし、今後景気の弱さを示す材料が増えて来れば株価が持ちこたえられるかは定かでない。

公益セクターは、発電所建設プロジェクトなどの調達資金コストが高金利によって上昇するため逆風にさらされてきた。ただ、モーニングスターによれば、公益株は2008～2009年にかけての金融危機以来で最も割安水準にある。

公益株は弱気相場で底堅く推移する傾向にあり、クリーンエネルギー送配電網のアップグレードや電力消費量の大きなAI（人工知能）データセンターの波及効果などの成長のけん引役もある。モーニングスターのストラテジスト、アンドリュー・ビショフ氏は「この先電力需要は高まる一方だ」と語る。

バンガード米国公益事業セクターETF<VPU>は公益セクターを投資対象とし、配当利回りは3.3%で

ある。最大の保有銘柄は再生エネルギーの業界リーダー、ネクステラ・エナジー<NEE>で、フロリダ州最大手の電力会社である。その他、大手電力銘柄であるサザン<SO>とコンステレーション・エナジー<CEG>も保有する。

特定テーマに絞ってエクスポージャーを持つのであれば、エンタジー<ETR>やデューク・エナジー<DUK>を検討してみてもいいかもしれない。両銘柄とも再生エネルギーと送配電網のアップグレードに注力している。モーニングスターによれば、エンタジーは年平均70億ドル近くを送配電網とクリーンエネルギープロジェクトに投資する計画である。デューク・エナジーは2028年まで総額730億ドルの設備投資を行う予定であり、規制業種である公益セクターで安定的な収益を獲得している。

不動産投資信託（REIT）も金利上昇の痛手を受けたセクターだが、金利が低下すれば輝きを取り戻す可能性が高い。セクター平均で年初来7%下落している分だけ、逆に利回りは上昇している。景気サイクルの影響を受けにくく、構造変化の追い風を受けるREITもある。

データセンターを保有するエクイニックス<EQIX>はAIブームに乗るのに最適な銘柄である。ショートセラー（空売り戦略）が問題提起している会計問題も一因で、年初来9%程度下落しているが、エクイニックスは調査中としている。これまでは割安株ではなかったが、現状のPERは5年平均を大幅に下回っている。CFRAのアナリスト、マイケル・エリオット氏は「株価は足元の約720ドルから向こう1年で920ドルに達すると予想する。データインフラストラクチャーの需要が強く、エネルギー価格も落ち着いてくるためである」と語る。

エリオット氏は、ベビーブーマー世代が大量退職期に入っており、高齢者向け施設運営最大手の一つ、ベントラス<VTR>にとっては成長の長期的なけん引役だと指摘する。ベントラスは供給不足から部屋単価が上昇していることや医療費増加傾向の恩恵を受ける。市場コンセンサス予想では、配当利回りは4%で、事業収入（FFO）は今年5%成長が見込まれ、2025年は7%成長の予想である。エリオット氏は「経済の健全性にかかわらず、高齢者向け施設の需要は高まる」と話す。

安全弁とインカム収益のためには債券に注目

債券は、金利収入を考慮しても損失を計上し、多くの投資家にとって頭痛の種であった。利回りは依然として高水準で5~8%程度を確保できる点は慰（なぐさ）めになる。問題は、長期金利がじりじりと上昇を続けるなかで、いかに追加損失リスクをこうむることなく高利回りを享受するか、である。

米国債を空売りをすればいいことは明白だ。米短期財務省証券（TB）の満期は1カ月から1年までであるが、利回りは5%以上である。2年物米国債利回りは4.7%、2026年半ばまでこの利回りを確定させることができるのだ。最も保守的な利下げ予想を除く利下げ時期の相当先までこの利回りを確定できるのである。ネッド・デービス・リサーチのチーフ・グローバル・マクロ・ストラテジスト、ジョゼフ・カリフ氏は「高利回り（と利回り低下に対する）プロテクションを得ることができる」と語る。

米国長期債が好みでなければ、利回り4.8%のiシェアーズ米国債1-3年ETF<SHY>を検討してみてもどうだろうか。高格付け社債の利回りはさらに高い。バンガード米国中期社債ETF<VCIT>の利回りは5.6%だが、実効デュレーションが6年であるためその期間にわたって金利リスクは比較的高い。金利が1%超上昇すれば、1年分の利息収入は吹き飛ぶことになるが、その可能性は低そうだ。

いつものことだが、高利回りを求めるのであればジャンク債の出番だ。投機的格付けの変動金利型のローンに投資するインベスコ・シニア・ローンETF<BKLN>の利回りは8%以上である。景気が極端に悪化しなければ、デフォルトも比較的少なめで低格付けセクターも下支えされ、ジャンク債も持ちこたえるだろう。

当面、市場に大きな問題はなさそうだ。米国債に対するジャンク債の спреッドは2022年初頭に比べ縮小している。債券投資家がデフォルト増加を見込んでいないことの証左だ。セント・オーバン氏は「スプレッドは良好だ。成長見通しが好調だと物語っている」と語る。

By Ian Salisbury
(Source: Dow Jones)

5. 景気減速のスピードは完璧だが、株式市場には潜在的問題がある

[経済政策]

The Economy Slows at a Perfect Speed. The Bulls Could Still Lose.

利下げ予想による相場上昇が矛盾を招く

FF金利は据え置き



Brandon Bell/Getty Images

欲しいものがいつも手に入るとは限らない。しかし、かつてロンドン・スクール・オブ・エコノミクスの学生だった歌手のマイケル・フィリップ・ジャガー卿によれば、時には必要なものが手に入ることもあるという。

金融市場は、最新の経済データと政策発表から必要なものを手に入れ、先週を好調に終えた。週の半ばには、米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げの可能性はますます低くなっているとの見解を示した。そして5月3日には、4月の雇用統計が予想を下回ったことから、FRBが年内

に利下げを2回以上実施するのではないかという期待から株価と債券価格が上昇した。

5月1日の連邦公開市場委員会（FOMC）は、誰もが予想した通り、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標レンジを年5.25～5.5%に据え置くと発表した。しかし、FRBの政策部門による声明は、「FOMCの2%インフレ目標に向けたさらなる進展の欠如」を指摘し、短期的な利下げを否定するものであった。

FOMCのタカ派的なトーンにもかかわらず、パウエルFRB議長はFOMC後の記者会見でよりハト派的な姿勢を示した。英国を拠点とする資産運用会社アバディーンの副チーフエコノミスト、ジェームズ・マッキャン氏によれば、会見のポイントは、パウエル議長が特に労働市場が悪化した場合に金融緩和を行うことを熱望しているというものだ。

パウエル議長は会見で、少なくとも利上げの可能性を否定して、記者の質問に「次の政策金利の動きが利上げになる可能性は低いと思う」と答えた。パウエル議長は利下げについて、インフレ率が今年

に入ってから3カ月間に高止まりして、低下ペースが減速したことを認めた上で、インフレ率がFRBの目標である2%に向けて持続可能な経路で低下するかどうかにかかっているとのスタンスを維持した。

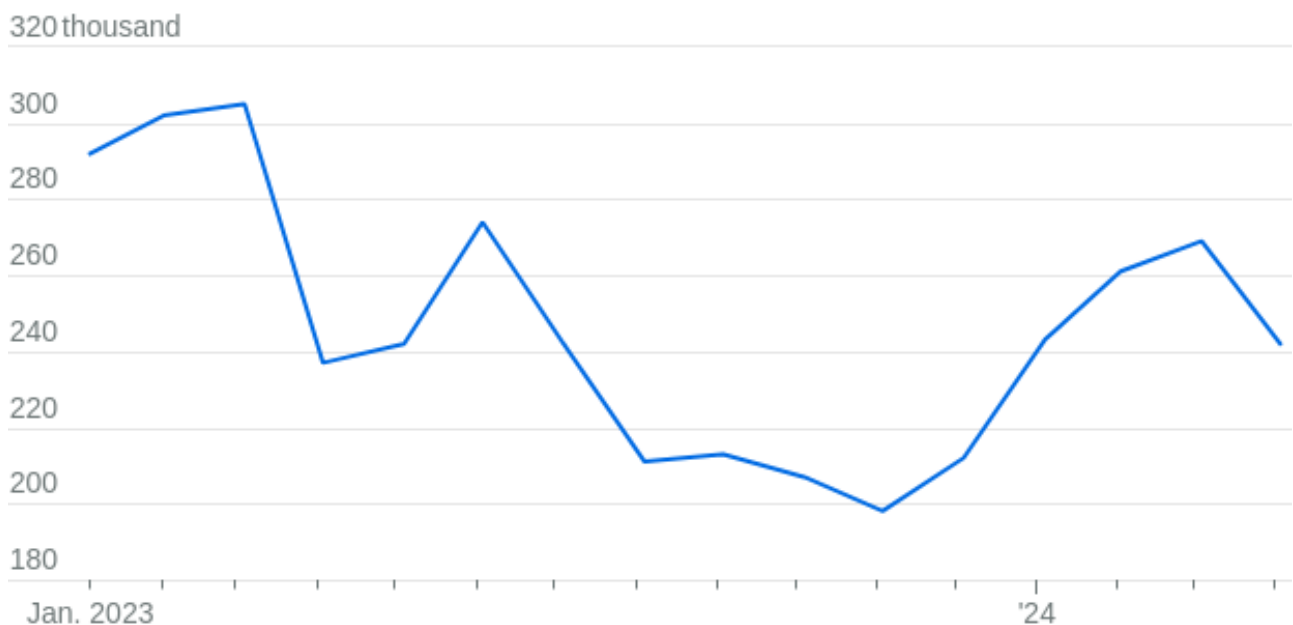
さらに、FRBが利下げに踏み切るには労働市場の「予想外の弱含み」が必要だと付け加えたが、具体的な内容についてはコメントを避けた。パウエル議長は、「その意味するところを正確に定義するつもりはない。しかし、それは弱含みが意味のあるもので、われわれの関心を引くものでなければならない」と述べた。

雇用統計は堅調で、景気後退を示すものではない

Job Growth Remains Steady

Monthly payroll growth slowed in April, but has stayed in the mid-200,000 range.

Change in Nonfarm Payrolls, 3-Month Moving Average



最新の雇用統計は、パウエル議長が週半ばに期待していたような内容だったようだ。米労働統計局（BLS）が発表した4月の非農業部門就業者数は前月比17万5000人増で、堅調な増加とほとんどの月で認められる水準だった。しかしこの実数値は、エコノミストのコンセンサス予想である同24万人増（過去1年で最大の予測値）を下回るものだった。また、同時に発表された2月および3月の非農業部門就業者数の改定値もネットで2万2000人減となった。

TSロンバードのチーフ米国エコノミスト、スティーブン・ブリッツ氏は、「4月の雇用統計は、景気後退（リセッション）ではなく、経済が平時に向けて減速していることを裏付けている」と書いている。失業率が4%未満の場合、民間部門は中央値で月間17万人の雇用を創出する。

失業率は3月の3.8%から4月は3.9%に上昇した。しかし、これは四捨五入の結果だ。小数点以下2桁まで計算すると、4月の失業率は3月の3.83%に対し3.86%となる。より本質的なことを言えば、失業率の上昇は景気後退を示すいわゆる「サム・ルール」を発動させるほどではない。

元FRBエコノミストのクラウディア・サーム氏が提唱したこのルールでは、失業率の3カ月平均がそれ以前の12カ月の最低水準から0.5%ポイント上昇すると景気後退を示すとされている。セントルイス連銀によると、直近の失業率は過去12カ月の最低水準から0.37%ポイント上昇した。

週平均労働時間は0.1時間減少し、34.3時間となった。同時に、4月の平均時給は0.2%上昇したが、エコノミスト予想の0.3%上昇を下回った。JPモルガンのチーフ米国エコノミスト、マイケル・フェローリ氏は、過去3カ月間と過去12カ月間の平均時給の伸び率はそれぞれ年率2.8%と3.9%で、ここしばらくの間で最も低い伸び率だったと指摘した。

■ 年内2回の利下げ予想

5月3日の取引終了までに、市場はFRBのFF金利誘導目標の0.25%の引き下げを年内に2回と織り込んでいた。CMEフェドワオッチによると、9月中旬開催のFOMCで最初の利下げが実施される確率は91.2%となっている。12月のFOMCで2回目の0.25%の利下げが行われる確率は82.9%だ。

ブルームバーグ米金融情勢指数やFRB独自の金融情勢指数など、さまざまな指標で測定されるように、金融情勢は依然として緩和的だ。これとは対照的に、パウエル議長をはじめとするFRB幹部は、インフレ率と比べた翌日物FF金利の水準に主に基づき、金融政策は制限的であると主張している。

ウェルズ・ファーゴの元チーフエコノミストで、現在はダイナミック・エコノミック・ストラテジー・アドバイザーを経営するジョン・シルビア氏は、いずれにせよ現在の金融環境が経済成長を下支えしていることに変わりはないと書いている。こうした論評の一方で、FRB独自の指標で測定される金融環境は「中立の緩和側」にあるとも書いている。

最新の雇用統計は、FRBが政策金利の引き下げに踏み切るきっかけにはならないだろう。しかし市場は、早ければ9月にもFRBが利下げに踏み切ることに賭けている。皮肉なことに、その結果として債券市場や株式市場が上昇すれば、金融環境が緩和され、利下げの必要性が薄れ、強気派にとっては失望につながるかもしれない

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

6. さえない決算を受けてアップル株が上昇した理由とは？ Apple's Quarter Wasn't Very Good. The 3 Reasons Investors Still Loved It. ただし投資家の懸念の解消には時間

[ハイテク]

■ アップルの決算から幾つかの傾向が読み取れる

ウォール街で行われているのは予想を巡るゲームだ。先週のアップル<AAPL>の2024年1～3月期決算の発表はそのことを端的に表している。売上高が前年同期比4%減となるなど、客観的にみても業績はかなり悪かった。ところが、決算発表を受けてアップルの株価は7%上昇した。発表された決算の内容が懸念されていたほどには悪くなかったためだ。とはいえ、アップルの将来について投資家が抱いている多くの疑問が解決するまでにはさらに時間がかかる可能性が高い。



David Paul Morris/Bloomberg

今回の決算発表からは、売上高成長率を信頼できるものになかなかできずにいるアップルを形作っている幾つかの流れを読み取ることができる。以下、その中から三つの（控えめではあるが）楽観的傾向と二つの（かなり）悲観的傾向について説明する。

中国の販売実績はサプライズ

中国本土に台湾および香港を加えた「大中華圏」におけるアップルの売上高は、ウォール街が懸念していたほど悪くなかった。

1～3月期に入ってからというもの、アップルが中国国内での市場シェアを同国通信機器大手の華為技術（ファーウェイ）などに奪われているという見方が弱気派の間で広がっていた。市場シェア喪失は事実かもしれない。だが、最高経営責任者（CEO）のティム・クック氏が5月2日の決算説明会で中国でのiPhone（アイフォーン）の販売台数が1～3月期に前年同期比で増加したと述べたことは、弱気派にとってサプライズだった。大中華圏における売上高は前年同期比8%減で、理想的とは言えないものの、23年10～12月期の同13%減よりはましだった。

アップルもAIのトレンドに乗れるか？

アップルは生成AI（人工知能）ソフトウェアの分野で他の大手ハイテク企業に後れを取っている。クック氏はこれまではAIの開発計画について曖昧な発言を繰り返してきたが、今回の決算説明会では次のようなより具体的なコメントを発表した。「AIには世の中を変革する力があり、将来性があると思われる。そして当社には、ハードウェアとソフトウェアおよびサービスをシームレスに統合する独自の能力、業界をリードするニューラルエンジン（機械学習モデルを実行する機能）を備えた画期的な半導体、プライバシーへの揺るぎない注力など、この新しい時代の中で自らを差別化する優位性があると考えている」。

クック氏はアナリストからの質問には応じなかったが、6月に開催されるアップル・ワールドワイド・デベロッパーズ・カンファレンス（WWDC）でAI関連ソフトウェアが大きな注目点になるとの期待が高まっている。

潤沢な手元現金を自社株買いに充当

アップルは今回の決算発表で、過去最大規模となる1100億ドルの自社株買いプログラムを新たに発表した。1～3月期に実行した自社株買い額は237億ドルと過去3番目に大きく、過去6四半期の中では最も

大きかった。1～3月期末時点のネットキャッシュは580億ドル。アップルは引き続き、最終的にはキャッシュフローの収支を均衡させると約束している。

ハードウェアの不振をサービスがカバー

1～3月期の製品売上高は前年同期比で10%近く減少した。これにはiPhone（アイフォーン）の11%減、iPad（アイパッド）の17%減、そして「ウェアラブル、ホーム、およびアクセサリ」カテゴリの10%減が含まれる。Mac（マック）の売上高は新しいラップトップPCの発売に支えられ、前年同期比4%増と相対的に堅調だった。

製品売上高の減少はサービス売上高が14%成長したことによって相殺された。2024年度上半期の売上高に占めるサービスの割合は22.3%で、前年同期の19.7%から上昇しており、通期のサービス売上高は1000億ドル近くに達する見通しだ。

業績見通しに関するコメントはあいまい

アップルは新型コロナウイルス感染症の世界的大流行を受けて詳細な業績ガイダンスの提供を停止し、まだ再開していない。その代わり、最高財務責任者（CFO）のルカ・マエストリ氏が決算説明会で将来の見通しに関する簡単なヒントを提供している。

マエストリ氏は4～6月期の売上高成長率が（コンセンサス予想並みの）1桁前半となり、サービス部門の成長率は約13%だった上半期と同等になる見通しだと述べた。また、メモリー半導体価格の上昇と為替レートの逆風のせいで粗利益率が前四半期比でやや低下する可能性があると警告した。しかし、iPhoneの売上高見通しには言及しなかった。このガイダンスはiPhoneの売上高が1桁半ばの減少となることを示唆しているのではないかとあるアナリストが質問したところ、マエストリ氏は何も答えなかった。

今後の支援材料の業績への貢献は不透明

アマゾン・ドット・コム<AMZN>、マイクロソフト<MSFT>、アルファベット<GOOGL>、メタ<FB>（旧フェイスブック）の1～3月期の売上高成長率がいずれも2桁台だったことは、これら4社がAIとクラウドコンピューティングに巨額の投資をしていることと無関係ではない。アップルが2桁台の成長ペースを取り戻せば、その時価総額は現在の約2兆8000億ドルから4兆～5兆ドルへ大きく増える可能性がある。

その支援材料の登場が近づいているのは確かだ。5月7日には新型iPadを発売し、6月10日のWWDCでAI戦略を発表する。さらに今秋にはiPhone 16を発売する。だが、残念ながら、売上高成長がいつになればより持続的になるのかは不透明なままだ。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

7. 間違うな、FRBが市場の味方になったわけではない Make No Mistake-the Fed Isn't the Market's Friend. 金利動向から判断すると安易な押し目買いは禁物

[米国株式市場]

FOMCと雇用統計を受けて上昇



Al Drago/Bloomberg

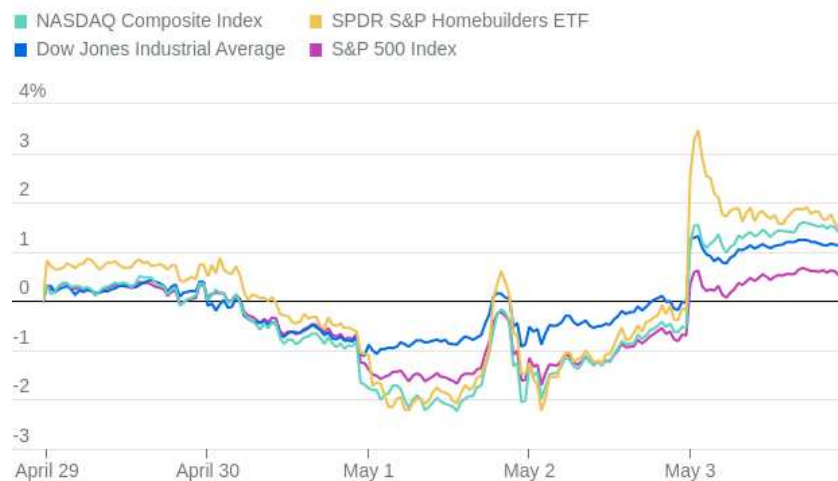
3日に発表された米雇用統計を市場が好意的に受け止めたことで株価は上昇したが、この上昇が続くと思っていけない。

先週の主要株価指数の動きを見ると、S&P500指数は0.5%高の5127.79となり、ナスダック総合指数は1.4%高の1万6156.33で引けた。ダウ工業株30種平均は1.1%上昇して3万8675ドル68セントとなり、小型株のラッセル2000指数は1.7%高の2035.72で週末を迎えた。

4月の雇用統計が発表され、非農業部門雇用者数は市場の予想を下回ったが、経済がまだ成長していることを示すには十分であったため、主要株価指数は週前半の安値から反発した。当面、こうした状況はインフレを抑制し、米連邦準備制度理事会（FRB）の再利上げの必要性を阻止し、利下げでさえ可能にするかもしれない。

FRBが利下げを決めたわけではない

Market Snapshot



ようやく市場に戻るシグナルを得たかのように投資家は反応した。しかし、そうではない。現実には、FRBがすぐに利下げに踏み切るという十分な証拠はないのだ。

1日、FRBのパウエル議長はフェデラルファンド（FF）金利を据え置くことを決めた。金利に関しては引き下げの意向を示したが、条件がまだ整っていないとした。3日の雇用統計の発表後でも、FRBが7月に利下げに踏み切るとの見方はそれほど高まらず、7月も金利が据え置かれると市場が織り込む確率は、発表前の66.2%から62.9%に低下しただけだった。

シーポート・リサーチ・パートナーズのマクロストラテジストであるビクター・コッセル氏は「FRBは、利上げはしないが利下げする自信はまだないと言ったにすぎない」と指摘する。

200日移動平均線の節目に注意

そのことが、株式市場の下値への脆弱（ぜいじゃく）性をもたらしている。3日の上昇に、その瞬間は勇気づけられたが、それほど説得力のあるものではなかった。S&P500指数は史上最高値の5265を2.8%下回る水準にまだあり、50日移動平均線である5130付近まで回復できていない。このチャート上の重要な水準を納得のいく形で上回るまで、買い手は上昇の継続に賭けるかどうかを熟考すべきだろう。

タトル・キャピタル・マネジメントのマシュー・タトル氏はS&P500指数が5130を上回っていないことに関して、「多くのマネーマネジャーが50日移動平均線以下の水準では買いを入れないという厳格なルールを持っているため、良くない状況だ」と言う。

S&P500指数は5000付近でサポートされているが、これを割り込むと、次の支持線は現時点から約8%下にある200日移動平均線の4700近辺だ。この移動平均線は、何か劇的に悪い方向への変化がない限り、歴史的には買いが入って指数を支えることが多い。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

8. 米株式市場は下落の危機を再びかわす

[コラム]

The Market Dodges Another Downfall. Everything's Awesome.
今後も重要なマーケットイベントに左右されそう

投資家心理が悪化した4月



Spencer Platt/Getty Images

4月はS&P500指数が4.2%下落し、2023年9月以来最悪の月となった。投資家心理も4月最終週に向かって悪化し、投資銀行オープンハイマーのアリ・ウォルド氏によると、機関投資家のブルベア比率は3.9から2.1に急落し、前週比で2018年2月以来最大の低下となった。予想を上回るインフレ指標と米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げを余儀なくされる可能性が、絶望的な空気を市場で醸成していた。

ウォルド氏は、「今回の下落は、市場のボラティリティーの兆候に対して強気派の逃げ足がい

かに速かったかということをお話している」とは書いている。

そして、4月が終わり5月に入る時点でも、この悲観論は正しいように思われた。4月30日に発表された

雇用コスト指数（ECI）が堅調だったことを受けて、S&P500指数は1月31日以来最悪の1日となった。同日に発表された米半導体大手アドバンスト・マイクロ・デバイス＜AMD＞と米コンピューターシステムのスーパー・マイクロ・コンピューター＜SMCI＞の決算は「期待外れ」で、アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞の決算は好調であったものの、5月1日の市場は前日比で下落して始まった。その後、パウエルFRB議長が連邦公開市場委員会（FOMC）後の記者会見でハト派的な発言をしたため、S&P500指数は一時反発したが、市場は上昇を維持することができず、この日は下落して終わった。

さらに悪いことに、S&P500指数は4月30日も5月1日も取引終了前の10分間で0.6%下落した。この売りは、賢い誰かが何かを知っていて、持ち高調整の売りをしているような印象を与えた。

みずほ証券のダニエル・オレガン氏は「この売りは見た目よりも深刻なものではなかったかもしれない。取引終了前の下げは4月30日と5月1日に起こった。月の最終日とその翌月の最初の日には、取引終了時間直前に大量の注文が入ることがよくあり、終値不均衡として知られている」と説明する。

この不均衡が強気に傾く（買い手が多過ぎる）場合は、マーケットメーカーはすべての注文を満たすのに十分な売り手を求めるため、株価は上昇に向かう可能性がある。売り手が多過ぎると、その逆が起こる。今回は4月30日と5月1日が、アマゾンの決算発表とFRBの金融政策発表の日に重なったことも、この動きに拍車をかけたと思われる。

取引終了前の10分間で0.5%以上の下落は珍しい。この下落が2日連続するのはさらに珍しい。最後にこのようなことが起こったのは、ボルマゲドンと呼ばれる2018年2月で、市場のボラティリティーが急上昇し、シカゴ・オプション取引所のボラティリティー指数（VIX）をショートしていた上場投資信託（ETF）が繰り上げ償還に追い込まれた。この他にも、人民元ショックの2015年8月、ブラックマンデーの1987年10月にも起こった。ビスポーク・インベストメント・グループのデータによると、1985年までさかのぼっても、先週を含めて10回しか発生しておらず、下落幅に大小はあるが、いつも何かの危機時に起きたという。

今回のケース以外では、発生時のS&P500指数は、株価調整の定義である「52週高値から少なくとも10%の下落」よりも通常は大幅に下落していた。実際、過去9回の平均は52週高値から28%、2008-09年の金融危機時に発生した4回のうち1回だけしか含めない場合19%下げていた。

引き続き決算発表や経済指標に左右される市場

今回の2日にわたる取引終了前の下落では、誰もが市場から逃げ出すような銀行の破綻、FRBの動き、金融商品の暴落など、株価の急落を促す出来事はなかった。しかも、S&P500指数はこの2日間の下落後でも過去最高値から4.5%しか下げておらず、調整の定義の下落幅の半分にも達していない。ビスポーク・インベストメント・グループのポール・ヒッキー氏は「S&P500指数の下落幅が以前のどの期間よりもはるかに小さいので、今後数カ月間で株式市場はこれまでのケースのように大きく上昇しないだろう」と説明する。

「取引終了前の10分間での0.5%以上の下落」にはもう一つ考えられる説明がある。発表された経済指標や決算発表でセンチメントに変化が起き、投資家は起こりそうもない危機に備えていたのかもしれないということだ。4月の雇用統計の数字は市場予想より弱かったが、十分に堅調だった。10年国債利回りは5%台に突入する恐れがあったが、低下している。アップル＜AAPL＞の決算も市場予想よりは

悪くなかったため、アップル株は大幅上昇となった。これらを総合すると、インフレは考えられているほど大きな問題ではないかもしれず、ハイテク株の大御所であるアップル株はまだ終わっていないことが示唆された。

今回の下げが、よく起きる普通の下げなのかどうかは、すぐに分かるはずだ。3フォーティーン・リサーチの創設者であるウォーレン・パイ氏は、調整の約4分の3は60日以内に終了したと指摘している。現在の下落基調が始まったのは24取引日前の3月28日で、この60日後は6月末となる。これは大統領選挙の年にS&P500指数0が通常上昇し始める時期と一致する。

もし株式市場が下落する理由を必要とするなら、いくらでもある。市場を動かす可能性のあるイベントとしてパイ氏は、5月15日の消費者物価指数（CPI）の発表、22日の半導体大手のエヌビディア<NVDA>の決算発表、31日の個人消費支出（PCE）価格指数の発表を挙げる。

しかし今のところ、S&P500指数は下落するというよりは、2週連騰になりそうだ。市場の動きは激しいが、投資家は良い危機、特に起きなかった危機を決して無駄にすべきではない、と考えてみるのはどうだろうか。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

9. 劇的な展開に入ったパラマウント買収騒動の最終局面 Paramount, the Final Season: It's Scions Versus Shareholders 子孫対一般株主の戦い

[投資戦略]

重要局面で最高経営責任者が退任



Amy Sussman/Getty Images for Paramount Pictures

最終シーズンを迎えたメディア大手パラマウント・グローバル<PARAA><PARA>をめぐるドラマは、先週劇的な展開を見せ、最高経営責任者（CEO）のボブ・バキッシュ氏が解任された。後を引き継ぐのは、創業家のシャリ・レッドストーン氏の邪魔をする可能性が低い気骨に乏しい3人の幹部だ。レッドストーン氏は、全株式に対する比率は控えめながら過半数を保有する議決権付き株式を活用して、自身に（そして自身のみ）有利な利益を得ようと画策している。

このレッドストーン氏の自己利益優先計画に対する代替案を探していたバキッシュ氏だが、5000万ドルの退職手当を手にするという。昨年の報酬も3100万ドルに上っている。一方、バキッシュ氏の指揮の下、パラマウントの株価はこの1年間で48%、過去5年間では73%下落している。ご存じのように、良質なドラマは、見ていて誰が善人か分からないものだ。

テレビ放映権契約の更新問題

詳細は言えないが、内情に詳しい人物によれば、次のエピソードは、巨額のテレビ放映権契約を巡るケーブルテレビ大手チャーター・コミュニケーションズ<CHTR>とのにらみ合いになるという。旧契約は失効したばかりだ。従来、こうした場合はネットワーク所有者側が「X%の値上げを要求する」と言うのに対し、ケーブル会社は「Yしか払わない」と言い、最終的にXにかなり近い金額を払うのが常だった。

昨年の秋、ウォルト・ディズニー<DIS>が「Xを要求する」と言ったところ、チャーターは放映権値上げで収益を圧迫されるよりも、加入者の減少が続くテレビ事業から撤退し、ブロードバンド事業に専念すると回答した。結局、動画配信事業を黒字化まで支えるために従来型テレビ事業のキャッシュフローを必要とするディズニー側が折れ、自社の動画配信サービス販売をチャーターに認めた。これは、ディズニーとは違い、人気テーマパークのような副業がないパラマウントにとって、最善のシナリオだ。放映権契約を失えば、レッドストーン氏のパラマウント売却計画は困難に直面する可能性がある。

波乱万丈の歴史

ドラマ『パラマウント』について、簡単におさらいをしておこう。シーズン1では、サムナー・レッドストーン氏が登場する。ボストンの行商人の息子で、ドライブインシアターに対する一族の投資をもとに、ピーク時800億ドルのメディア帝国を築き上げた。タフなネゴシエーターでしばしば訴訟を起こし、バイアコムとCBSを初めて一つにまとめた。晩年は経営へ不適切な介入を行い、身边はゴタゴタ続きだった。シーズン2では、CBSのレスリー・ムーンベスCEOが10人以上の女性から性的不品行の告発を受け、更迭された。2年後にサムナー・レッドストーン氏が死去すると、娘のシャリ・レッドストーン氏が実権を握り、バイアコムとCBSをパラマウント・グローバルとして再び統合し、バッキンガム氏をトップに据えた。

現在のシーズン3では、S&Pに投資不適格とされ、米投資会社アポロ・グローバル・マネジメント<APO>の最初の買収提案（現金260億ドルと債務引き受け）をはねつけ、プライベートエクイティとハイテク界の大物ラリー・エリソン氏が支援し、その息子のデービッド・エリソン氏が経営するハリウッドの比較的新参の独立系映画制作会社スカイダンス・メディアとの独占合併交渉に入る。当初の提案では、スカイダンスがレッドストーン氏の多議決権株式を20億ドルで取得し、その後、パラマウントがスカイダンスを40億～50億ドルで買収することになっていた。こうした子孫間シナジーは、そうそうお目にかかれるものではない。一般株主から非難の声が上がり、パラマウントはあらゆる取引を公平性の観点から検証するための委員会を設置し、そしてスカイダンスは債務返済のため新会社に注入する30億ドルをスイートナー（歓心を買うための甘い贈り物）として上乘せしたと報じられている。また、5月2日、アポロがソニーグループ<6758>とともに260億ドルの買収提案を新たに行い、株価が急上昇した。

ハッピーエンドは問題外

結末はどうなるのだろうか。アポロ有利に傾いたのだろうか。念のためだが、後任幹部3人組には事業計画があるのだろうか。今日のテレビ業界の重要な課題は、高収益ながら縮小しつつある従来型の事業と、成長分野ながら赤字が続く動画配信事業のバランスだ。しかし、大手金融機関モルガン・スタ

ンレーが先週書いているように、パラマウントの場合は、減少を続けるリニアTV（従来型のテレビ）の利益プールへのエクスポージャーが極めて大きく、動画配信事業は間違いなく規模が小さ過ぎる。

4月30日、パラマウントがスーパーボウル効果で好調な広告収入を含む2024年1～3月期決算とバッキッシュ氏の退任を発表すると、株価は7%下落した。決算発表日当日としては、過去3年間で4番目に大きい下落率だった。現時点で、このドラマがハッピーエンドになる可能性はなさそうだが、公正な買収取引が成立する可能性はまだ残っているかもしれない。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

10. CVS株価急落とメディケア・アドバンテージ

[経済関連スケジュール]

CVS Stock Discovers a Medicare Disadvantage

メディケア・アドバンテージがCVSの「ディスアドバンテージ」に

メディケア・アドバンテージの加入者は増加、株価は低迷



Illustration by Elias Stein

ドラッグストア運営と薬剤給付管理を手がける総合ヘルスケアのCVSヘルス<CVS>は先週に2024年1～3月期決算を発表、メディケア・アドバンテージ・プラン（高齢者向け公的医療保険制度、従来の全メニューの一体型）の影響を受けて、CVSは重症のようだ。1～3月期の利益は予想を下回り、ガイダンスは下方修正された。株価は5月1日の水曜日に19%急落、2009年以来最大の下げ幅となった。アナリストらはショックを受けた。みずほファイナンシャルグループ<8411>のみずほ証券でヘルスケア株ストラテジストを務めるジャレッド・ホルツ氏は早々に「CVSの数字が発表された時、信じられない思いだった」とコメントした。

CVSの業績不振は、1～3月期の医療保険費用が予想を約9億ドルも上回ったことに起因しており、そのほとんどがCSVのメディケア・アドバンテージ・プランにより発生している。CVSはその後、通期の1株当たり利益（EPS）のガイダンスを従来の8.30ドル以上から7ドル以上へと引き下げた。

メディケア・アドバンテージは、政府が資金を提供する民間運営の医療保険制度であり、投資家の不安が高まってきている。本誌3月のカバーストーリー（表題：メディケア・アドバンテージが攻撃の的に）では、メディケア・アドバンテージに関する多くの懸念事項を取り上げた。この保険に加入している高齢者は予想していた以上の医療ケアを求めており、また規制当局は来年の2025年に政府の払戻比率の引き下げを計画している。水曜日の暴落前でCVSの株価は年初来14%超下落し、医療保険のヒューマナ<HUM>の株価も34%下落していた。

CVS最高経営責任者（CEO）のカレン・リンチ氏は、2025年の政府の払戻比率が「不十分」であり、

CVSからの提供内容を「調整」と述べた。さらにカレン・リンチ氏は「今後数年間にわたりメディケア・アドバンテージにおけるCVSの地位を向上させる決意である」とコメントした。

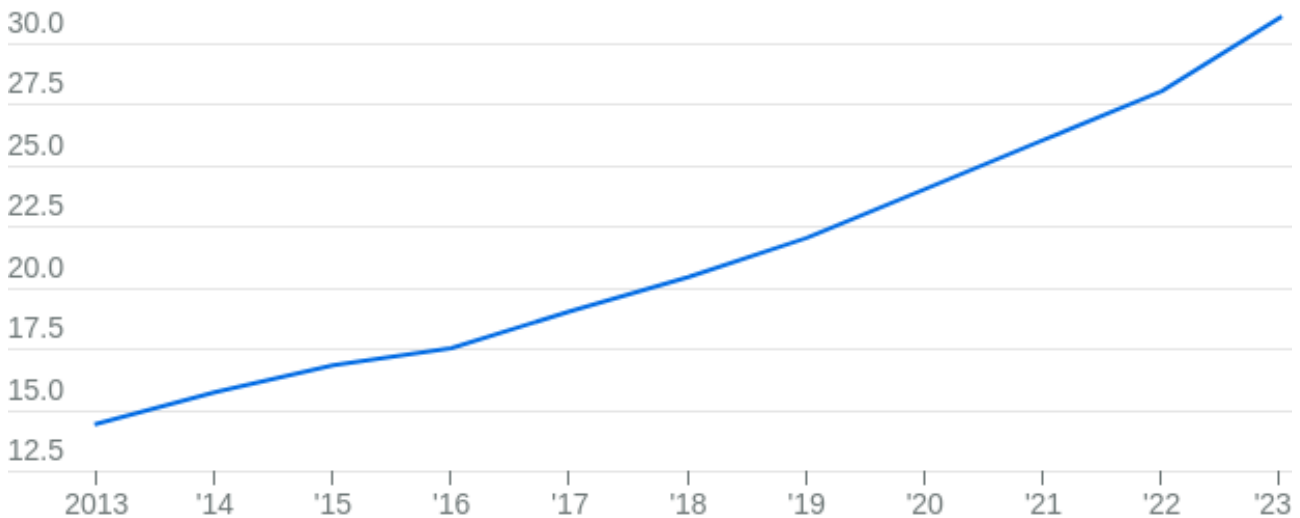
先週の出来事

Where the Boomers Go

Medicare Advantage has grown steadily, particularly since baby boomers began retiring.

Medicare Advantage Enrollment

32.5 million



株式市場

円安傾向が反転し、日本銀行が為替介入を行ったとの臆測を呼んだ。ユーロ圏は景気後退から脱却。米連邦準備制度理事会（FRB）は金利据え置きを決定し、パウエル議長もすぐに利上げが行われる可能性は低いと述べた。4月の雇用統計は伸びが鈍化。週間ベースでは株価は上昇、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1.14%、S&P500指数は0.55%、ナスダック総合指数は1.43%それぞれ上昇した。

企業動向

米電気自動車（EV）大手テスラ＜TSLA＞が中国のインターネット検索大手バイドゥ（百度）＜BIDU＞と地図・ナビゲーション技術で提携。オランダの医療機器会社フィリップス＜PHIA.オランダ＞の株価は、リコールされた人工呼吸器をめぐる米国で11億ドルの和解が成立し、30%上昇。マイクロソフト＜MSFT＞は、カナダの資産運用会社ブルックフィールド・アセット・マネジメント＜BAM＞との間で、100億ドル規模の再生可能電力プロジェクトに投資することで合意。アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞はクラウド部門の売り上げが好調。アップル＜AAPL＞は売上高が減少したものの市場予想より小幅にとどまり、また1100億ドルの自社株買い計画が株価を押し上げた。

M&A（合併・買収）等

・メディア大手パラマウント・グローバル＜PARA＞がCEOのボブ・バキッシュ氏を解任した。独立系映画・テレビ製作会社スカイダンス・メディアからの買収提案についてバキッシュ氏がパラマウント会長のシャリ・レッドストーン氏と衝突したため。スカイダンスが取引を有利に進めようと負債の削

減に使用できる30億ドルの提供を申し出た後、ソニー・グループ<6758>とプライベートエクイティ（PE）投資会社アポロ・グローバル・マネジメントが260億ドルの現金による買収提案を行った。

- ・破産手続き中の共用オフィス運営大手ウィーワーク<WE>とソフトバンクグループ<9984>を含むその支援者は、ウィーワーク創業者アダム・ニューマン氏による提案を拒否し、破産手続きを終了するための4億5000万ドルの取引に合意した。
- ・自然派化粧品ブランドの仏ロクシタン<0973.香港>は、オーナーのレイノルド・ガイガー氏が評価額を64億ドルとして株式を買い取り非公開化の見通し。
- ・石油大手エクソンモービル<XOM>によるシェール生産大手パイオニア・ナチュラル・リソースズ<PXD>の600億ドルでの買収について、米連邦取引委員会（FTC）は承認したが、パイオニアの元CEOがエクソン取締役役に就任できないこととなった。

今週の予定

Too Much of a Good Thing

Health insurers eagerly embraced Medicare Advantage as growth vehicles. It hasn't helped the stocks.



5月6日（月）

今週は連邦公開市場委員会（FOMC）メンバー数人の講演等が予定されている。

6日にリッチモンド連銀のトーマス・バーキン総裁がサウスカロライナ州コロンビアのコロンビア・ロータリークラブで講演、またニューヨーク連銀のジョン・ウィリアムズ総裁がロサンゼルスで開催される米シンクタンク主催の国際会議「ミルケン研究所グローバル・カンファレンス」でのトークイベントに参加。

8日にFRBのリサ・クック理事がワシントンD.C.で開催されるブルッキングス研究所のイベントで金融の安定について講演。また10日にはシカゴ連銀のオースタン・グールスビー総裁がミネソタ経済クラブの質疑応答に参加する。

5月7日（火）

S&P500指数構成銘柄の4分の3超が1～3月期決算発表を既に終了、そのうち77%が予想を上回り、この数字は例年よりも約10%ポイント上回っている。今週はさらに60社近くの企業が発表予定。ネットワーク機器メーカーのアリスタ・ネットワークス<ANET>、電力会社デューク・エナジー<DUK>、エンターテインメント大手ウォルト・ディズニー<DIS>は7日に決算を発表する。民泊仲介サービス大手エアビーアンドビー<ABNB>、電機メーカーのエマソン・エレクトリック<EMR>、ライドシェアサービスのウーバー・テクノロジーズ<UBER>は8日に、原子力発電事業者のコンステレーション・エナジー<CEG>は9日に結果を発表する。

5月10日（金）

ミシガン大学が5月の消費者景況感指数を発表。コンセンサス予想は77で、4月とほぼ同じ。

By Josh Nathan-Kazis and Jack Denton
(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』 2024/05/05

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