

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2024/05/19

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. エネルギー・ラウンドテーブル - 12 Stocks to Play Growing Energy Demand [カバーストーリー]
エネルギー需要が増加する中で投資すべき12銘柄 P.1
2. バンガード新CEO、「改宗者の熱意」をもって率いる - New Vanguard CEO Tells Barron's He Will Lead With "the Zeal of a Convert" [インタビュー]
初の外部出身CEOが本誌に語る P.12
3. AIはスマートフォン市場の起爆剤となるか - Smartphones Are Getting an AI Boost. How to Play the Revolution ¥ [フィーチャー]
AI搭載スマートフォンの勝ち組を探せ P.14
4. 悪化の一途をたどる世界貿易戦争 - The Global Trade War Just Got Worse. It's Bad for China and Everyone Else [フィーチャー]
バイデン政権が対中関税を引き上げ P.17
5. FRBは適切なデータを待っている - The Fed Has Been Waiting for the Right Data. They're Almost Here. [フィーチャー]
サブタイトル:それは住宅インフレの落ち着きだ P.20
6. インフレの落ち着きは本当か - Think Inflation Is Cooling? Think Again. [経済政策]
インフレ再加速を警告する金、原油、銅市場 P.22
7. AIレースで反転攻勢に出たグーグル - Google Is Hitting Back in AI Race. Travel May Never Be the Same. [ハイテク]
検索広告市場でのシェア低下に歯止め P.25
8. 史上最高値更新を喜ぶのは早過ぎる - The Stock Market Celebrated Too Soon. Why S&P 500 Is Set to Drop. [米国株式市場]
インフレは収まっておらず、議論は決着していない P.27
9. マクドナルドの価格上昇に消費者はうんざり? - McDonald's Prices Make Me Grimace. Are Consumers Fed Up? [投資戦略]
AIによる電力の価格インフレと需要増にも注目 P.29
10. 先週の出来事と今週の予定 - Good News for Fliers [経済関連スケジュール]
航空旅客にグッドニュース P.31

※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. エネルギー・ラウンドテーブル 12 Stocks to Play Growing Energy Demand エネルギー需要が増加する中で投資すべき12銘柄

[カバーストーリー]

エネルギーが注目の的

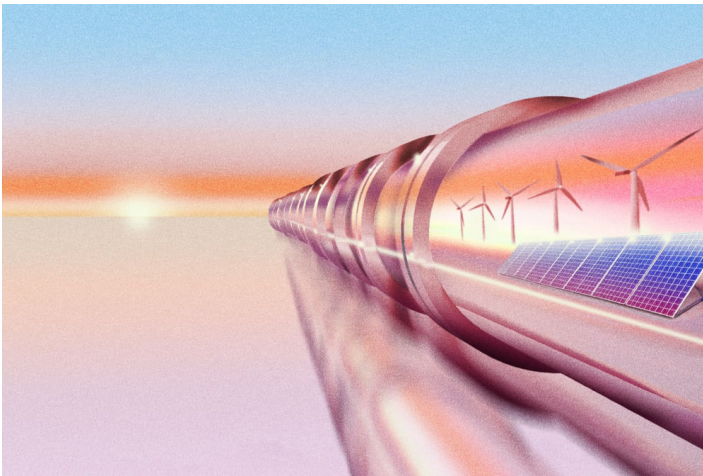


ILLUSTRATION BY MARK PERNICE

エネルギーは、イスラエルとハマスの戦争から人工知能（AI）による莫大（ばくだい）な量の電力使用に至るまで、過去1年間における幾つかの最大の話題の中心となってきた。世界を一変させるような出来事の中でエネルギーは難しい投資対象だった。

本誌は、投資家にとってのリスクと機会を理解するために、5月9日にズームを利用してラウンドテーブルを開催した。参加者は、JPモルガンのグローバル・コモディティ・ストラテジーを率いるナターシャ・

カネバ氏、モルガン・スタンレーのサステナビリティおよびクリーン・テクノロジーのリサーチを率いるスティーブン・バード氏、ホチキス・アンド・ワイリーのエネルギーに焦点を当てたポートフォリオマネージャーであるスタン・マイヘル氏、GMOの天然資源および気候変動に焦点を当てたポートフォリオマネージャーであるルーカス・ホワイト氏だ。

参加者は、原油価格、地政学、およびグリーンエネルギーへの移行について議論し、バード氏、マイヘル氏およびホワイト氏は、株価が2倍または3倍になる可能性のある銘柄を含む選考銘柄を提供した。

本誌：エネルギー市場は過去1年間の地政学的嵐の目となってきており、2023年10月のイスラエル・ハマス戦争勃発以降はなおさらだった。最近ではイスラエルとイランが互いにミサイルを打ち合っている。それでも、最近の原油価格は上昇ではなく下落している。何が起きているのか。カネバ氏：原油市場におけるリスク・プレミアムはゼロで、その理由は三つある。第一に、中東の主要プレーヤーは、現在の紛争が現状から地理的に拡大しないようにする強力な動機があり、その動機に沿って行動している。湾岸諸国は過去数年間にわたって、イスラエルおよびイランとの外交関係の再構築を試みしてきた。湾岸諸国は、確立を望んでいる経済的および社会的移行が、イランが軍事化されれば不可能であることを理解している。サウジアラビアは最も明確で、原油から、物流ハブ、観光客ハブおよびフィンテックへの移行に3兆2000億ドルを費やしている。

第二に、1973年に湾岸諸国産原油の半分以上は米国と一部の欧州諸国に買われていた。現在は3分の2がアジアに向かっており、中国が最大の買い手となっている。つまり、地政学的に見て状況が変わっている。

第三に、イラン産原油の100%がホルムズ海峡経由で運ばれていて他の選択肢はない。ホルムズ海峡の閉鎖はイランの利益にならないため、閉鎖の可能性はゼロではないが非常に小さい。

マイヘル氏：私も同じ意見だ。現在の原油価格には地政学的リスクが織り込まれていない。全般的にみて、世界はリスクとなるニュースに焦点を当てているが、原油市場におけるリスクはより長期的な物事に起因している。カネバ氏が指摘したようにサウジアラビアと中東諸国は原油以外に投資している。世界にとって最大のリスクは産油国のバランスシートが拡大していないことだ。産油量を成長させるためにはエネルギーのバランスシートが拡大する必要がある。米国企業は債務を返済し、自社株を買い戻してバランスシートを縮小させている。長期的な観点でみた本当のリスクは、ニュースの見出しを飾る地政学的問題ではなく、表面化するまで時間がかかる退屈なリスクだ。

原油価格は100ドルへ



Natasha Kaneva. PHOTOGRAPH BY JACK SOROKIN

Q：1カ月前には、誰もが1バレル100ドルを語っていたが、もはや誰も口にしない。現在の原油価格は下落局面にあるのか。年内に100ドルに達する可能性はまだあるのか。

カネバ氏：原油価格が8月または9月までに100ドル近辺に達する可能性は約25%だ。ドライブシーズンのピーク期はメモリアル・デー（5月27日）から始まるため、まだ需要期に達していない。原油価格が100ドルに到達する可能性を昨年質問されていたらゼロと言っていただろう。ロシアが予

想外に減産しているため、今はゼロではない。われわれはロシアが増産に向かうだろうと考えていたが、今は、石油輸出国機構（OPEC）が今年下半期まで減産を継続すると予想している。そのため、価格上昇を相殺するような要因がなければ、夏の終わりまでに100ドルか90ドル台後半へ上昇する可能性がある。

Q：現在は、伝統的なエネルギー株に投資するには適した環境か。

マイヘル氏：幾つかの理由から、私の経験上最も良好な環境の一つだとみている。世界経済は、それなりに良好に見え、OPEC加盟国は規律を維持している。

長期的にみると世界経済が成長して人々はさらに裕福になり、化石燃料消費は増加するだろう。しかし、現状がユニークな理由は供給にある。コモディティー市場の息の根を止めるのは供給過剰だ。われわれは、米国の産油量が急速に増加するとはみていない。過去6カ月の産油量は横ばいで、過去1年間の急速な増産を示しているデータは誇張されている。

米国の原油供給量は過去10年間で大幅に増加した。その理由は三つあり、そのすべてが過去のものとなった。多くの資源が未成熟で開発が可能だった。企業には多くの資本調達手段があり、投資家は、現金が必要だが成長が見込まれる企業に対して喜んで資金を提供した。さらに、経営陣には企業を成長させるインセンティブがあった。

すべての状況が変わってしまった。資源基盤は成熟した。資本へのアクセスは低下しており、銀行は貸出を望んでいない。経営陣は、企業の成長を望んでおらず、フリーキャッシュフローを増加させて株主に還元するよう動機付けられている。

化石燃料とクリーンエネルギーの両方が割安

In the Doldrums

Geopolitical turmoil hasn't perturbed oil, but production cuts could do so, sending prices up toward \$100 a barrel by late summer.

Brent Crude (per barrel)



Source: Bloomberg

Q：かつての石油産業の特徴は、石油を掘り当てるまで手当たり次第に掘削するという、起業家精神にあふれたヤマ師的なエネルギーだった。今やその特徴は、緩やかな成長、キャッシュフローおよび自社株買いとなっている。一方で、新たなトレンドも浮上している。AI向けに必要な電力に対する関心が高まり、投資も多額に及んでいる。原子力発電関連銘柄の株価は突然2倍になり、打ちのめされた再生可能エネルギー銘柄を見直す人々もいる。エネルギー株全体への投資を望む人々にとって、投資の状況はどのようなになっているのか。

ホワイト氏：私は、化石燃料関連企業とクリーンエネルギー企業の両方に投資しており、いずれも非常に割安だ。

化石燃料関連企業は、数年前は歴史的に最も割安な水準にあった。現在でも非常に割安で、ファンダメンタルズの観点から見て愛されていないセクターだ。化石燃料事業には事故などの問題があり、安定性があれば投資家も許容できる可能性があるが、原油価格の変動が激しいために安定性を提供できなかった試しがない。しかし、化石燃料関連企業はバリュエーション的に魅力的で原油価格が上昇する必要

はない。原油価格が100ドルに上昇すれば余録となる。しかし、原油価格が現状のままだと、化石燃料関連企業のフリーキャッシュフロー利回りは10%台半ばとなる。

クリーンエネルギー企業は、3〜4年前のバリュエーションは現在よりもはるかに高かった。例えば、ワイルダーヒル・クリーン・エネルギー・インデックスは2021年2月のピーク比で約80%下落している。現在のクリーンエネルギー企業は数年前の化石燃料関連企業と同様な状況にある。化石燃料関連企業は過去4年間で約300%上昇しており、リターンは株式市場の3倍以上になっている。長期的な成長見通しを見ると、太陽光発電、バイオ燃料あるいは他の分野であれ、クリーンエネルギー企業は長期的な見通しと比較して割安な状態となっている。

AIによる電力需要増加



Stan Majcher. PHOTOGRAPH BY ROGER KISBY

Q：バード氏、あなたは、クリーンエネルギーやAIを追いかけてきた。AIはエネルギーの中で最もホットなトレンドである可能性がある。AIデータセンターは、電力消費量の増加にどのようにつながるのだろうか。エネルギーに関心を持っている人々は、この現象をどのように考えているのだろうか。

バード氏：米国の電力需要は数十年にわたって横ばいで、投資環境としては魅力的ではない。電力需要が横ばいの状況で、クリーンエネルギーは主に石炭火力発電からシ

ェアを奪ってきた。しかし、電力需要は活性化しており、年率約2%で増加している。

2%の成長はそれほどエキサイティングには聞こえないが、実額では莫大な額だ。石炭から再生可能エネルギーへの発電源のシフトは続き、米国の太陽光発電の発電量は2030年までに3倍超へ増加するだろう。それは、多くの企業の株価に織り込まれていない。

Q：それは、化石燃料が問題を抱えていることを意味するのか。

バード氏：化石燃料にとってこの世の終わりを意味するものではなく、むしろ逆だ。発電における天然ガス需要は増加しており、需要を満たすために総力を挙げる必要がある。

弱点は送配電だ。送配電では、プロジェクトを実現するための規制のハードルが主因となって、能力はそれほど速くは増やせない。米国だけではなく世界の多くの地域で、データセンター稼働までの期間が長期化している。

私が魅了されているのは、動きが非常に遅い電力セクターと、極めて速い生成AIセクターという二つのセクターが互いに補完状態にあることだ。AIの世界は、電力セクターが需要を満たす能力に関して、非常に失望している。

AI関連企業は電力を即座に確保できる解決策を模索している。多くの市場におけるその答えは原子力発電となってきた。極めて大規模なスーパーコンピューターが米国の原子力発電所の敷地内に建設されるとわれわれは予想している。その理由は、電力が利用可能なことと、原子力発電所の敷地内に土地が有り余っていることだ。

独立系発電会社の株価は、それに劇的に反応している。テキサス州の電力会社のビストラ<VST>は、原子力発電と天然ガス発電を手掛けており、株価は年初来で100%上昇している。電力の先物価格も反応している。

とはいえ、ホワイト氏が述べたようにクリーンエネルギーは見過ごされている。われわれは原子力発電に対して強気だが、話はそこで終わらない。クリーンエネルギーも電力需要増加の一部であり、クリーンエネルギー企業の多くの株価は成長をほとんど織り込んでいない。マイクロソフト<MSFT>が、10ギガワット（GW）のクリーンエネルギー発電を発表した後では注目に値すると判断している。

クリーンエネルギーに投資するタイミングは、最もエキサイティングなものの一つだ。バリュエーションは非常に低水準にあり、成長見通しは好転し、顧客は電力価格を気にかけていない。

Q：これまでは、エネルギーに関心のある投資家は、石油や天然ガスに焦点を当てた上場投資信託（ETF）（例えばエナジー・セレクト・セクターSPDE<XLE>）か、エネルギーに特化したミューチュアルファンドに投資した。エネルギー需要増加からの利益獲得を目指す人々は、それ以外を見る必要があるのか。主要なエネルギー関連株価指数に含まれていない原子力発電を見直すか、再生可能エネルギーを勉強する必要があるのか。

バード氏：われわれは再生可能エネルギーの成長に対して強気だが、投資する銘柄には慎重になる必要がある。私が常に抱いている最大の懸念は参入障壁の欠如だ。それらのビジネスモデルの多くはコモディティー化しており、われわれはそのような企業からは距離を置いている。

原子力発電に関しては、多くの理由から期待している。原子力発電所を操業できる専門知識を持つプレイヤーは限られている。原子力発電所は希少資産であり、その価値は上昇傾向にある。

化石燃料とクリーンエネルギーの投資比率

Q：エネルギーに現在投資するとしたら、化石燃料と、原子力発電と再生可能エネルギーを含む代替エネルギーの割合はどうすべきか。

マイヘル氏：われわれは、再生可能エネルギーにあまり投資していない。伝統的なエネルギー企業に90~100%投資するのが最適な機会と判断している。

バード氏：過半数を化石燃料関連企業とするだろう。投資判断をオーバーウェイトとしている銘柄の中では、上値余地がクリーンエネルギーより大きい伝統的エネルギー企業の方が多い。クリーンエネルギーでも上値余地が比較的大きい銘柄はあるが、全体としての投資機会は伝統的なエネルギー企業よりも小さい。発電構成を見ると、風力や太陽光などのクリーンエネルギーの世界的な割合は15%強だ。



Stephen Byrd. PHOTOGRAPH BY AARON RICHTER

ホワイト氏：われわれは、化石燃料関連企業を3分の2、クリーンエネルギー企業を3分の1としている。とはいえ、ベンチマークを何にするかによって、正しい答え、または単純な答えはない。天然資源の投資戦略に関するわれわれのベンチマークは化石燃料関連企業を多く含んでおり、クリーンエネルギーは実質的に含まれていない。それでも、天然資源の投資戦略にクリーンエネルギーを相当部分含めている。

化石燃料産業は株式投資家に愛されておらず、多くの基金や機関投資家が化石燃料関連銘柄を売却してきた。それは、化石燃料関連銘柄のバリュエーションが、現在の極めて割安な状態から過去の正常な状態に戻る公算が小さいことを意味している。化石燃料関連銘柄は市場全体に対して約70%のディスカウントとなっている。

対して過去100年間の平均では20%近いディスカウントとなってきた。

ディスカウント幅の縮小を期待して化石燃料関連銘柄に投資することも可能だ。ディスカウントが70%から20%に縮小すれば大きなリターンが得られるが、そうなる可能性が最も高いとは私は考えていない。

化石燃料関連銘柄を今後10年または20年にわたって保有すると考えると、株主利回りは市場を上回るだろう。具体的に配当になるのか、特別配当になるのか自社株買いになるのかは分からないが、15%のフリーキャッシュフロー利回りを生み出す企業の株主利回りは高い。

一方でクリーンエネルギー企業は、今後数年間のいずれかの時点で大幅に再評価される公算が大きい。株価は、企業がどの程度瀕死（ひんし）の状態にあるか次第だが、100%、200%、300%または500%上昇する可能性もある。業界で生き残ることができれば、株価は数百パーセント上昇するだろう。クオリティーが高く、最も安定的な企業の株価も同様に上昇するだろう。

太陽光発電とバイオ燃料に注目

Q：推奨銘柄を聞きたい。

ホワイト氏：昨年終盤、米連邦準備制度理事会（FRB）は2024年に3回の利下げを行うと示唆した。大手太陽光パネル開発兼設置会社サンラン<RUN>の株価は、FRBの発表から2カ月で10ドルから20ドルへ上昇した。これはFRBの利下げガイダンスによるものだ。

現在、年内の利下げは懐疑的な目で見られており、株価は下落している。しかし、太陽光発電業界やバイオ燃料業界の企業にとって、何もかもがうまくいく必要はない。インフレ抑制法（IRA）による投資資金は業界に流入し始めており、電力価格も上昇している。これらはクリーンエネルギーにとって潜在的な追い風だ。投資家心理が低調で、株価が割安ならば、大きなきっかけがなくても株価は100〜

Stephen Byrd's Picks

Company / Ticker	5/16/24 Price
AES / AES	\$21.21
Vistra / VST	93.14
Constellation Energy / CEG	216.34
Bloom Energy / BE	12.23
Sunrun / RUN	12.25

Source: Bloomberg

200%上昇し得る。化石燃料関連銘柄は過去数年間で約300%上昇している。4年前には考えられなかったことだ。

Q：サンランが大きな勝者の1社になると予想しているか。

ホワイト氏：サンランは規模によって差別化されており、長期的な勝者になるチャンスがある。サンランは非常に安全な銘柄というわけではない。バード氏が先ほど述べた通り、クリーンエネルギー業界は投資先としては不安がある。競争優位性を持たず、資本利益率が低い企業が多い。太陽光パネル製造はコモディティー化された技術で、参入障壁が低いため、資本利益率が低い事業だ。太陽光発電は今後20年間で素晴らしい成果を上げる可能性があるが、太陽光パネルメーカーの投資リターンは高くないかもしれない。

当社はクオリティーが高いクリーンエネルギー企業を選好しており、バリュー志向でもある。これに当てはまるのが、サンラン、太陽光パネルメーカーのファースト・ソーラー<FSLR>、太陽光発電機器メーカーのソーラーエッジ・テクノロジーズ<SEDG>だ。バイオ燃料業界の企業、例えば栄養成分開発メーカーのダーリン・イングリディエンツ<DAR>や独立系石油会社ネステク<NTOIF>なども、クオリティーが比較的高く、競争優位性があり、長期的な収益性に鑑みて割安だ。今後のボラティリティは大きいと考えているため、1社の企業を選ぶのではなく、高クオリティー銘柄のバスケットへの投資を推奨する。

Q：バード氏が発電業界とクリーンエネルギー業界で注目する銘柄は。

バード氏：サンランと発電設備メーカーのブルーム・エナジー<BE>が挙げられる。両社は、電気料金が上昇し続けている一方でクリーンテクノロジー製品のコストは低下し続けているという、乖離（かいり）の拡大による追い風を受けている。両社の事業の参入障壁は非常に高い。サンランには規模とブランドがあり、コスト効率と資金調達効率が高く、顧客のコストを大幅に節約できる。収益率も極めて高い。電気料金の高止まりが続くと見込まれるため、成長見通しは良好だ。

ブルーム・エナジーは、上記の動向と、データセンターおよび生成AIに関する動向による恩恵を受け

る。ブルームの製品は冷蔵庫のような外見をしており、法人顧客に電力を提供する。コロナ禍以前、ブルームは毎年10~15%の電力コストを削減していた。コロナ禍の間のコスト削減は横ばいから5%となったが、再び大幅なコスト削減が可能になった。ブルームの製品によるメガワット時当たりの電力料金は100ドルを下回る。カリフォルニア州では、データセンターに課される電力料金はこれよりも大幅に高く、急激に上昇している。

ブルームはデータセンター開発会社に経済的および時間的なメリットを提供する。ブルームの製品は50日で導入できるため、送配電網に接続するために5~7年も待つ必要はない。株価に織り込まれている材料を考えると、ブルームの株式が好調なパフォーマンスを上げるためには、何もかもがうまくいく必要はない。ブルームのような企業がデータセンター市場にサービスを提供できるのか、という懐疑的な見方があるが、当社はこの見方に反対だ。ブルームは大規模な契約を締結し、株価は劇的に上昇するだろう。

Q：ブルームは水素事業も手掛けている。水素燃料電池メーカーのプラグ・パワー<PLUG>は工場立ち上げに多額の資金を費やし、財政難に陥っている。ブルームのビジネスモデルは異なるのか。

バード氏：ブルームは現在、天然ガスを利用することが多い。テクノロジー業界の一部の顧客はバイオガスの利用を望んでいる。割高だが、炭素排出量がマイナスだからだ。水素にも同じことが言える。ブルームは特定の燃料にほとんど依存していない。また、プラグ・パワーより優れた資本規律を示している。

■ キャッシュフローや自社株買いも魅力

Q：電力需要の高まりによって天然ガスが恩恵を受けると予想しているようだが、他に投資家が注目すべき銘柄は。

バード氏：今年初め、当社は天然ガス価格に関してかなり弱気で、実際に価格は大幅に下落した。その後、ガス生産会社が採掘を減らしたため、当社は米国の天然ガス価格について非常に前向きな見方を取っており、現在の100万英国熱量単位（BTU）当たり2.5ドル弱から2025年には4ドル超へ上昇すると予想している。

総合エネルギー会社EQT<EQT>は好調が見込まれる。今回のラウンドテーブルの議論の大部分は供給の変化と資本規律に関係している。当社は、多くの石油・ガス銘柄の株価が現在の非常に低い石油・ガス価格を反映していることを好感している。これらの企業のキャッシュフローはとても魅力的だ。市場がこうした材料を織り込むのに時間がかかるという点に関しては、ホワイト氏らの意見に同意するが、大きな問題ではない。

Q：伝統的なエネルギー銘柄を検討している投資家は、総合石油会社のエクソンモービル<XOM>やシェブロン<CVX>などの有名企業に投資すべきだろうか。あるいは、今後数カ月でより大きなリターンを得るために、一部のシェール企業や海外企業に投資すべきだろうか。

マイヘル氏：どちらにも投資すべきだ。こうした企業のバリュエーションには潜在的なフリーキャッシュフローや利益が反映されていない。地政学や景気に注目するのではなく、自社株買いに注目することを勧める。



Lucas White. PHOTOGRAPH BY SIMON SIMARD

独立系発電会社は最近、急激に選好されるようになっており、一部の銘柄の株価は100%超上昇している。これらの企業は過去5年間に積極的な自社株買いを実施した。石油・ガス企業はフリーキャッシュフローを生み出し、大規模な自社株買いを行っている。株価が低く、バリュエーションが優れているほど、自社株買いの効果は強力になる。例えば、当社が保有している独立系エネルギー会社マラソン・オイル<MRO>は、過去2年半で自社株の29%を買い戻した。これにより、利益は同じでも、1株当たり利益（EPS）は40%超増加する。

大型株では、総合エネルギー企業のシェル<SHEL>を保有している。株価収益率（PER）と株価フリーキャッシュフロー倍率は10倍未満だ。シェルのバランスシートは素晴らしく、恐らく400億ドルの負債を借り入れることができる。益回りは10.8%だ。シェルは利益の全額を自社株買いと配当に振り向けている。配当利回りは4%強で、自社株買いは発行済み株式数の約6%だ。当社はシェルが天然ガス事業を手掛けていることも好感している。天然ガス

価格の変動がシェルの販売部門にとってプラスになると考えられる。

中小型株では、フリーキャッシュフロー利回りが15~20%の銘柄が見られる。市場全体のPERは22倍、益回りは4%強だ。フリーキャッシュフロー利回りが17~20%で、自社株買いの可能性がある銘柄を見つけられれば素晴らしい。

このグループでは2社に注目している。1社目は石油・ガス会社のAPA<APA>だ。株価は約30ドルで、益回りは約17%である。APAの資産のうち、1株当たり約13ドル分の資産は利益やフリーキャッシュフローを生み出していない。これは、スリナム沖で発見された資源、エネルギーインフラ会社シェニエール・エナジー<LNG>との液化天然ガス（LNG）に関する契約、節税効果がある繰り延べ損失などである。投資家はこれらの資産を無償で手に入れることができる。

もう1社は石油・ガスの探鉱・生産会社コスモス・エナジー<KOS>だ。PERは約5倍、フリーキャッシュフロー利回りは20%である。コスモスは年内に稼働予定の洋上LNG資産を保有しており、投資家はこの資産を無償で獲得できると当社は考えている。資産価値は現在の株価の半額に相当する約3ドルだ。コスモスは現在、自社株買いを実施していないが、多額のフリーキャッシュフローを生み出し始めており、負債の返済に充てている。いずれは自社株買いを行うだろう。

Q：原油価格が急上昇しなくても、自社株買いや効率性の向上によって株価は上昇を続けるということか。

マイヘル氏：そうだ。株価はいずれ上昇する。

データセンター建設ラッシュは再生可能エネルギーに追い風

Lucas White's Picks

Company / Ticker	5/16/24 Price
Sunrun / RUN	\$12.25
First Solar / FSLR	194.62
SolarEdge Technologies / SEDG	50.52
Darling Ingredients / DAR	44.17
Neste / NTOIY	10.4

Source: Bloomberg

Q：ホワイト氏の天然資源ファンドの保有銘柄のほとんどは依然として化石燃料関連銘柄とのことだが、投資家が化石燃料の分野で注目すべき銘柄は。

ホワイト氏：エクソンモービル、シェブロン、EOGリソースズ<EOG>といった米国の大手エネルギー企業は、現在の株価から見て、良好なリターンを生み出すはずだ。ただし、マイヘル氏が述べたような15～20%のフリーキャッシュフロー利回りは得られないだろう。もし投資家がエネルギー業界への投資を恐れており、エクソンモービルやシェブロンが比較的安全に感じられるなら、悪い投資とは言えない。

しかし、マイヘル氏が言う通り、コスモスなどの小型株や、海外市場や新興国市場に積極的に目を向ければ、フリーキャッシュフロー利回りや期待リターンがより高い銘柄を見つけることができる。例えば、ブラジルの石油会社ペトロブラス<PBR>、アルゼンチンのエネルギー会社YPF<YPF>、メキシコの石油・ガス会社ビスタ・エナジー<VIST>などが挙げられる。繰り返しになるが、15～20%のフリーキャッシュフロー利回りを提供する企業を見つけ出すチャンスはある。ペトロブラスは昨年、配当や自社株買いを通じて、年初の時価総額の80%以上を株主に還元した。

Q：フリーキャッシュフロー利回りが15～20%の中小型株の推奨銘柄は。

ホワイト氏：中小型株ではコスモスを選好している。

Q：独立系発電会社は今年、人気のテーマだ。コンステレーション・エナジー<CEG>とビストラは（株価が急上昇している）半導体大手エヌビディア<NVDA>のように見える。これらの銘柄が依然として推奨に値すると思うか。

バード氏：両社共に上昇余地があると考える。両社は、巨大データセンターへの電力供給に適した原子力発電所という貴重な資産を所有している。ハイパースケーラー（アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞などの大規模データセンター事業者）は、電力をデータセンターに迅速に供給できるならば、喜んで高額な電気料金を支払うだろう。契約の収益性は非常に高いとみられる。

ただし、この分野への参入が見込まれるクリーンエネルギー企業は見過ごされている。順を追って何が起きるか説明しよう。第一段階として、巨大なデータセンターが原子力発電所のすぐ近くに建設される。アマゾンやマイクロソフト＜MSFT＞などのハイパースケーラーは原子力発電所から直接、電力供給を受ける契約を結んでいる。これは、本来ならば送配電網に供給されるはずだったクリーンエネルギーを奪うことになるため、ハイパースケーラーはそれを補うべく、再生可能エネルギー開発プロジェクトに資金を提供する。

ハイパースケーラーは炭素排出量を抑えることに重点を置いている。マイクロソフトは約10ギガワットの再生可能エネルギー開発への参画を発表したが、当社は同様の発表が数多くなされると予想している。電力会社AES＜AES＞は最大の恩恵を受ける見込みだが、株価には織り込まれていない。

AESは米国の大手クリーンエネルギー開発会社で、ハイパースケーラーと広範に提携している。AESは、ハイパースケーラーが炭素排出量を相殺するためにクリーンエネルギー開発資金を提供することで、クリーンエネルギーの成長が大幅に加速すると発表するだろう。これは天然ガスが負けるという意味ではない。天然ガスは電力需要の高まりに対応するために利用され続けるだろう。単純に、再生可能エネルギー銘柄の株価は大幅なミスマッチになっているということだ。現在、AESは原子力銘柄よりも魅力的に見える。

Q：送配電設備を建設している企業はどうか。

バード氏：ドイツのエネルギー大手シーメンス・エナジー＜ENR.ドイツ＞は好例だ。シーメンスの送配電網サービス事業は非常に好調なパフォーマンスを上げている。この事業の今後数十年間の成長見通しは極めて有望に見える。

Q：公益電力会社はこのトレンドからほとんど取り残されているが、一部の企業は電力需要の高まりによる恩恵を受けているようだ。

バード氏：専門の公益電力会社は推奨しない。確かに電力需要は高まるだろうが、公益電力会社は多くの圧力にさらされている。EPSの伸びを劇的に加速させるのは困難だ。

例えば、公益電力会社ドミニオン・エナジー＜D＞はデータセンター建設の中心に位置するが、EPSの伸びは同業他社と大差ない。公益電力会社にとって、送配電のボトルネックを克服し、大幅な利益成長を急に達成するのは難しい。

AESやネクステラ・エナジー＜NEE＞などの再生可能エネルギー銘柄は、必要な電力を供給できる上に、事業の競争力が高く、公益電力会社より速く成長するだろう。

参考資料

Stan Majcher's Picks

Company / Ticker	5/16/24 Price
APA / APA	\$30.51
Kosmos Energy / KOS	5.89
Shell / SHEL	71.74

Source: Bloomberg

(資料)

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

2. バンガード新CEO、「改宗者の熱意」をもって率いる New Vanguard CEO Tells Barron's He Will Lead With "the Zeal of a Convert" 初の外部出身CEOが本誌に語る

[インタビュー]

確実性が売り物のバンガードでサプライズ相次ぐ



PHOTOGRAPH BY BENEDICT EVANS

バンガード・グループは投資家を驚かせることで知られているわけではない。ステディエディ（役目を確実に果たす）なインデックスファンドと確実に低い手数料が売り物だからだ。しかし、今年は2度にわたり、莫大な支持者層に衝撃を与えている。最初は2月下旬の、当時の最高経営責任者（CEO）のティム・バックリー氏の突然の引退で、次は先週のサリム・ラムジ氏が後継者となるという発表である。ラムジ氏は世界最大の資産運用会社ブラックロック<BLK>の元幹部で、運用資産総額8兆7000億ドルのバンガードの50年の歴史

で初の外部出身者として経営に携わることになる。ラムジ氏は7月にトップに就任する。

新CEOは即座の変革は実行せず

本誌の取材に対し、ラムジ氏はただちに大きな変化を起こすことは考えていないと述べた。実際に、暗号資産ビットコインの上場投資信託（ETF）は立ち上げないという、物議をかもしたバンガードの決定について、覆すことはないとまで明言した。とはいえ、顧客サービスに対する不満の高まりから新たな成長の道の模索まで、ラムジ氏が取り組むべき課題は山積している。

ラムジ氏は、バンガードに新鮮な視点をもたらすつもりだが、一方で投資家のコストを下げ、投資をより身近なものにするというバンガードの使命 — それは、有名な創業者ジャック・ボークル氏に遡る — にもコミットしていると語った上で、次のように述べている。「バンガードの目的には深く共鳴するものがある。それは書籍や故創業者のスピーチの中にあるだけではない。今働いているチーム全員の仕事、アイデア、取り組みにあるのだ。私は外部出身者として、改宗者のような熱意を持ってこの使命に取り組むつもりだ」。

顧客サービスとテクノロジーの改善が急務

ラムジ氏は、激しい変化と成長を経たバンガードに加わることになる。モーニングスターによると、昨年バンガードには1100億ドル以上の資金流入があり、総資産ではブラックロックに次ぐ2位となった。ファイナンシャルアドバイザーの分野にも進出しており、会社発表によると5000万人以上の投資家にサービスを提供している。しかし、その規模の会社をさらに成長させることは、絶え間ない挑戦と言えよう。

一方、バンガードは顧客サービスやテクノロジー、特にアプリに関する投資家からの苦情に直面している。ニュースレター「ザ・インディペンデント・バンガード・アドバイザー」の編集者であるジェフ・デマソ氏は、外部者の視点はバンガードが前進を続けるために必要だと指摘し、「今日のバンガードはボークル氏の時代のバンガードではない。異なる視点を持ち、しがらみのない人物の参加はプラスに働く可能性がある」と語っている。さらにデマソ氏は、テクノロジーと顧客サービスに関する苦情を解決すれば、ラムジ氏は投資家から「多くの好意」を得られる可能性があるとした上で、「こうした苦情がバンガードのブランドを傷つけ、一部の顧客離れを招いている」と述べている。

今年初め、バンガードはビットコインや暗号資産のETFを設定する考えはないと発表した。顧客がバンガードのブローカープラットフォームで暗号資産ETFを購入することさえ認めていない。バンガードは、暗号資産は投機的な投資であり、開発途上にある資産クラスであるとみなしている。ラムジ氏はその見方を覆すつもりはなく、次のように述べた。「私は、会社が何を標榜し、どのような商品とサービスを提供するかという点について、一貫性を持つことが重要と考えている。最高投資責任者（CIO）のグレッグ・デイビスから説明を受けたが、バンガードの投資哲学と完全に一致していると思う。視点は論理的で一貫している」。

創業者の著書を精読し「目的と使命」受け継ぐと強調

バンガードのCEOは誰もが必然的に、1974年にバンガードを設立し、20年以上にわたって率いたボークル氏と比較される。ボークル氏の後継者の3人はいずれも、CEOになる前は長年バンガードに勤務し、それぞれボークル氏の下で働いた経験がある。例えば、バックリー氏は1991年に入社し、ボークル氏のアシスタントを務めた後、最高情報責任者（CIO）CIOなどの指導的立場を経て、最終的に2018

年にCEOに就任した。

ラムジ氏は、「ジャック・ボーグルと実際に仕事をしていないCEOは、私が初めてであることは認識している」と言う。しかし、ラムジ氏は新たな職務就任に先立って、ボーグル氏の著書を読み返している。ボーグル氏には多くの著作があり、その哲学は何千人ものバンガード社員と、彼の哲学を信奉する何百万人もの投資家によって今も受け継がれている。

ラムジ氏は「変わらないのは、目的と使命だ。それが正にバンガードの成功の中心であり、私がバンガード入りを決断した大きな理由の一つだ」と語っている。

By Andrew Welsch and Rebecca Ungarino
(Source: Dow Jones)

3. AIはスマートフォン市場の起爆剤となるか

[フィーチャー]

Smartphones Are Getting an AI Boost. How to Play the Revolution ¥
AI搭載スマートフォンの勝ち組を探せ

スマートフォンは洗濯機並みになりつつある

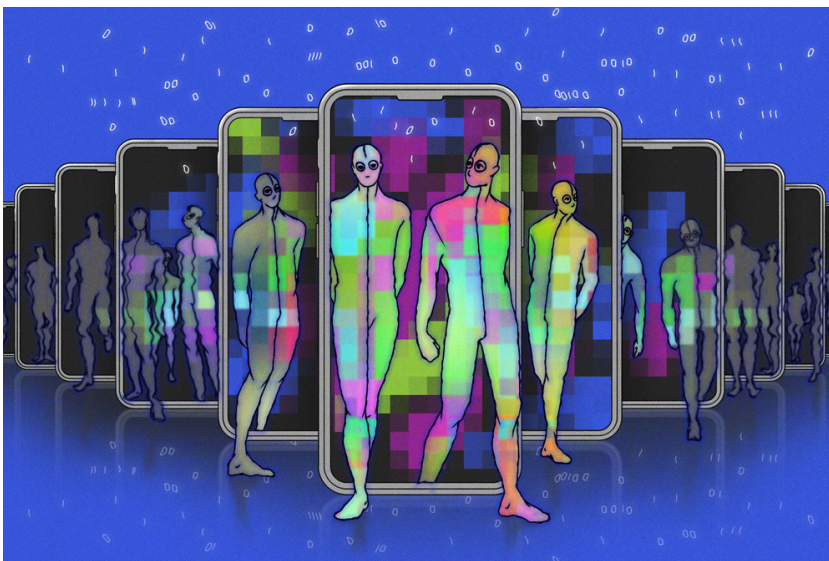


ILLUSTRATION BY CAROLINA MOSCOSO

スマートフォン市場は後押しを必要としている。消費者の買い替えの頻度は低下し、新製品は機能面で変わり映えしないにもかかわらず、最新のフラッグシップモデルのスマートフォンは価格だけが上がっている。

リサーチ会社IDCによれば、2023年に世界のスマートフォン出荷台数は3.2%減少し、11億7000万台となった。出荷台数の減少は部分的には中国市場の低迷によるものだが、不振の原因はもっと根深いところにあるよう

だ。テクノロジー調査企業CCSインサイトのチーフ・アナリスト、ベン・ウッド氏は「スマートフォンは従来の最先端で急速に進化を遂げるデバイスから洗濯機のような普通家電になりつつある」と語る。

グーグルの 안드로이드向け製品開発担当バイス・プレジデントのサミール・サミット氏は開発者向け会議で、人工知能（AI）時代を念頭に、「スマートフォンは短期間のうちにずいぶん進化したが、ちょっと考えてみれば分かるように、ユーザー経験ががらっと変わってから何年もたつ。今こそスマートフォンができることを根本から改良する一世一代の瞬間だ」と語った。

サムスン電子<005930.韓国>の新製品フラッグシップモデル、ギャラクシーS24ウルトラシリーズは

「モバイルAIの時代へようこそ」と宣伝され、「かこって検索」やリアルタイム通訳、AI) 機能を活用したノートアシストなどの機能を備える。グーグルのピクセル8の謳い文句は「AIをあなたの手の中に」だ。

カウンターポイントの北米リサーチディレクター、ジェフ・フィールドハック氏は「まだ生成AIスマートフォンの初期段階であることを考えれば、成長の道筋はたくさん考えられる」とリポートに記した。

サムスン・エレクトロニクス・アメリカのモバイル製品部門のバイス・プレジデント、ドリュー・ブラッカー氏は本誌に、サムスンはS23シリーズと比べてS24シリーズでは前年比2桁成長を見込んでおり、これまでのところ進捗に満足している、と語った。また、ブラッカー氏によれば、サムスンはギャラクシーAIソフトウェアを今年の年末までに1億人のユーザーに届けたいと考えているとのことだ。

短期的には、アップル<AAPL>が負け組になる可能性が高い。アップルは自社のAI計画については口を閉ざしたままだ。IDCによれば、アップルの「iPhone (アイフォーン)」の出荷台数は今年1~3月期に10%程度落ち込んだ。一方、サムソンは出荷台数首位を奪取し、出荷台数は2023年水準対比で1%以下の減少に留まっている。

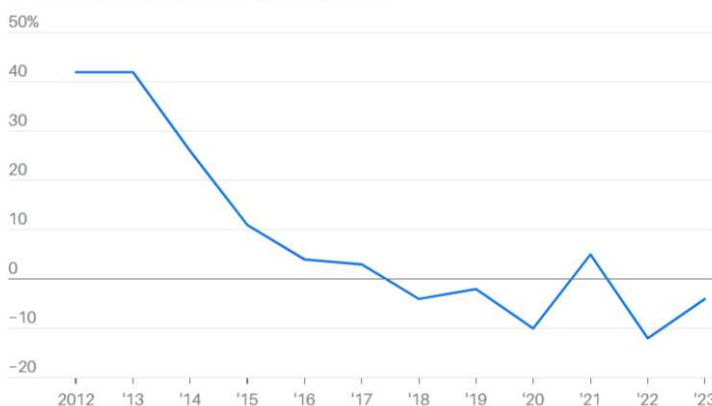
AIスマートフォンの正確な定義はまだ定まっていないが、カギとなるのは大型のAIモデルをデバイス上で動かす能力だ。つまり、インターネット接続なしで、大規模データベースで訓練し、人間のように対応することのできるAIモデルを搭載するということだ。当然、高性能半導体が必要になる。

技術力の高いクアルコムとアームに魅力

Stalling Smartphones

Just a decade ago, smartphone shipments were still growing at a fast clip. Now, that growth rate has turned negative.

Y/Y change in global smartphone shipments



Source: Counterpoint Research

半導体大手クアルコム<QCOM>はサムスンの最新のS24ウルトラシリーズや中国メーカーのプレミアム製品向けチップの「スナップドラゴン8 Gen 3」を供給し、市場で先行してきた。クアルコムの2024年4~6月期決算のスマートフォン関連売上高は前年同期比1.2%増の61億8000万ドルだった。最新鋭の半導体が牽引するスマートフォン事業は2024年に1桁台後半から2桁台前半の増収が見込まれるとしている。カウンターポイント予想のグローバルのスマートフォン市場の成長率3%を凌駕する。

ベンチマークリサーチによれば、クアルコムの半導体はiPhone (アイフォーン) 以外の高性能スマートフォン市場で圧倒的な地位を占め、2024年と2025年に出荷見込みのすべての生成AI搭載スマートフォンの半分以上に使われる見込みである。ベンチマークリサーチは最近、クアルコムのカバレッジを開始し、投資判断を「買い」とし、目標株価を現状株価水準から7%高い200ドルとしている。

半導体メーカー以外では、AIスマートフォンの興隆により一層大きな恩恵を受けそうなのが、半導体設計大手アーム・ホールディングス<ARM>である。アームが、最新の高性能半導体技術「アームv9」のロイヤルティー率が旧世代の製品の2倍だと発表すると、今年株価は急騰した。

最新の四半期決算では、アームのロイヤルティー収入は「アームv9」の増収効果から前年同期比37%増の5億1400万ドルとなった。みずほ証券のアナリストはアームのモバイル収入は向こう数年にわたり年率30%以上のペースで成長すると見込む。

確かに、モバイルデバイス向けAIが期待に届かない可能性はある。しかしながら、消費者はプライバシー強化と高速化により、デバイス上でAI処理が可能なスマートフォンに魅力を感じる可能性もある。サムスンのブラッカード氏はセキュリティ問題を強調し、「AI搭載型デバイスは多くの消費者にとって重要で、ほとんどの企業にとっては不可欠のものだ」と語る。

スマートフォン業界をめぐるのは、AIがスマートフォン時代の終焉をもたらすのではないかと懸念がある。フェイスブックを運営するメタ・プラットフォームズ<META>（旧フェイスブック）が先行するスマートグラスや仮想現実ヘッドセット、ウェアラブル・ブローチなど新たなAI搭載デバイスはすべてスマートフォンに代替しうるものである。半導体メーカーはどちらに転んでもデバイスが半導体を必要とする以上勝ち組になる。

AI関連商品にも注意が必要に

CCSインサイトのウッド氏は「AI関連製品の成否はこれからだ。襟のピンに付けるデバイスを議論しても仕方がない。使うのが手首に付けるアップルウォッチかその他のスマートウォッチかを問題にすべきだ」と語る。

AIスマートフォンが浸透するには時間がかかるだろう。消費者が新たなデバイスに1000ドル支払うのはチャットGPTのようなアプリをダウンロードしてもらうのとはわけが違う。

市場シェア競争の勝者を見極めるのは容易ではないが、先行者が常に長期的な勝者になるとは限らないことはブラックベリーの例を見れば明らかだ。それでも、AI革命によりアップルとサムスンが市場を二分する高性能スマートフォン市場の成長が加速すると考えることはあながち誤りではないだろう。

半導体メーカーでは、AIがスマートフォン上で機能するのに不可欠な半導体の処理能力とエネルギー効率で専門性が高いクアルコムとアームが高性能スマートフォン販売から圧倒的な恩恵を被るであろう。

AIスマートフォンは10年前のスマートフォン出荷台数に見られたような年率30%の成長市場へ回帰することはないかもしれないが、現状テクノロジーでもっとも活気のある分野である。AIと広く行き渡った消費者向けテクノロジーを組み合わせれば、AI主導の相場上昇はまだ序の口に過ぎない。

By Adam Clark
(Source: Dow Jones)

4. 悪化の一途をたどる世界貿易戦争

[フィーチャー]

The Global Trade War Just Got Worse. It's Bad for China and Everyone Else

バイデン政権が対中関税を引き上げ

転機を迎えたグローバル化



ILLUSTRATION BY KLAWE

金利ばかりが注目を集めているが、既に顕在化しているリスクがある。激しさを増す世界貿易戦争だ。近年、中国が輸出を強化し、中国製品が他の国々に押し寄せているが、先週、米国が反撃に出た。

バイデン政権は先週、180億ドルに上る中国からの輸入品に対する関税を引き上げた。対象となるのは、電気自動車（EV）、クリーンエネルギー、半導体など、バイデン大統領が米国内の生産を強化するため積極的な投資を行ってきた分野が中心だ。アルミと鉄鋼の関税が3倍の25%に、半導体は2025年までに2倍に、EVは4倍の100%に、太陽電池は2倍になる。港湾クレーンや一部医療用製品の関税も引き上げられる。非EV車両用のバッテリーや、黒鉛などの重要鉱物については、サプライチェーン（供給網）の再編や国内生産の拡大に必要な時間を考慮し、2026年以降の引き上げとなる。

バイデン政権当局者は、今回の措置はインフレ要因にはならないとしているが、エコノミストは世界貿易のシフトを認めるものであり、物価上昇につながりかねないと懸念している。

米国政府の措置に対し、中国外務省は「対中追加関税を直ちに撤回」するように求め、「中国はわが国の権益を守るため、あらゆる必要な措置を取る」と警告した。

既に、米中対立の激化、コロナ禍、ロシアによるウクライナ侵攻をきっかけに、グローバル化の見直しが進んでおり、企業はサプライチェーンの効率性よりも強靱性を重視するようになっている。各国政府は重要財の国内生産強化と国内メーカーの保護を目的とした産業政策と貿易規制に傾きつつある。

オルタナティブ投資運用会社クロックタワー・グループのチーフストラテジスト、マルコ・パピーチ氏は、資産配分やバリュエーションの前提となる長期インフレ予想は2.5%で固定されているが、上方修正が必要になると指摘する。マクロ投資会社RBAのリチャード・バーンスタイン最高投資責任者（CIO）は、いわゆるマグニフィセント・セブン（M7、壮大な7社）の大型銘柄から、次の大きなトレンドである貿易再編で恩恵を受ける中小型株に投資の軸足を移すべきだと主張する。

軌道修正しない中国

Striking Back

The Biden administration boosted tariffs on a range of Chinese goods.

Product	Tariff Rate	Previous Rate	Effective Date
Electric vehicles	100%	25%	2024
Semiconductors	50	25	2025
Solar cells	50	25	2024
Syringes and needles	50	0	2024
Battery parts	25	7.5	2024
Critical minerals	25	0	2024
Lithium-ion electric-vehicle batteries	25	7.5	2024
Lithium-ion non electric-vehicle batteries	25	7.5	2026
Natural graphite and permanent magnets	25	0	2026
Personal protective equipment	25	0-7.5	2024
Rubber medical and surgical gloves	25	7.5	2026
Ship-to-shore-cranes	25	0	2024
Steel and aluminum	25	0-7.5	2024

Source: The White House

懸念の一つは、中国に軌道修正の兆しがほとんど見えないことだ。習近平国家主席は最近、過剰生産能力問題を否定したが、その一方で、重要な戦略的製造業セクターへの投資を優先し、かつて不動産市場を成長エンジンたらしめていた資金を振り向けている。

積極的な投資と補助金は中国企業のコスト優位性の一因となっているが、それだけではない。多額の投資によって激しい競争が生まれ、企業は不断の変革によってトップを目指すことを強いられる。その結果、中国企業のコスト優位性が拡大し、海外競合企業との品質格差は縮小した。米国製品の輸出価格は2019年の水準から20%、欧州およびメキシコの場合は15%上昇しているが、中国製品の輸出価格は横ばいだ。

中国は国内で吸収可能な量をはるかに上回る量を生産している。米調査会社ロディウム・グループによると、2023年の輸出はEVが2019年の7倍、太陽電池は2018年の5倍に増加している。リチウム電池は2022年に国内設置数の約2倍を生産している。

世界の輸出に占める中国のシェアは14%に上昇したが、主要7カ国（G7）向けの輸出は2000年の48%から29%に減少した。第一陣の関税とサプライチェーンの強靱化の追求によって中国の輸出相手国の構成は既に変化しつつあり、欧米向けが減少し、新興国向けが増加している。しかし、欧米の産業基盤および国家安全保障にとって重要な分野における中国の過剰生産能力の拡大に伴い、各国の政策当局は自国産業保護のため先手を打とうとしている。

法律事務所アキン・ガンプの貿易政策担当パートナーで、トランプ前政権で国際経済担当次席補佐官を務めたクリート・ウィレム氏によれば、民主党、共和党ともに、中国を押し戻すため、より広範な貿易規制手段を用いることに前向きだという。

11月の大統領選に向けて

両党ともに対中姿勢を硬化させていることから、11月の大統領選に向け、貿易論議が過熱する見込みだ。バイデン政権は今後数カ月でテクノロジー、医療機器、バイオテクノロジーに対するさらなる規制強化を打ち出すと予想される。

トランプ氏が大統領に返り咲く場合、次期政権は関税強化、対外投資規制、国家安全保障を理由とした中国製のEVおよび部品、クラウドコンピューティング、バイオテクノロジーの監視強化を重視する可能性が高い。また、トランプ氏は、中国の恒常的正常貿易関係（PNTR、最恵国待遇）の指定撤回を図る可能性がある。そうなれば、さまざまな中国製品に対する関税の強化と中国のさらなる報復を通じて、消費者と企業のコストは増大するだろう。金融大手JPモルガンの調査グローバル責任者、ジョイス・チャン氏の顧客向けレポートによれば、その結果、米国の国内総生産（GDP）は4年間で約1兆9000億ドル減少する可能性がある。

トランプ氏は、全輸入品に10%、中国製品に60%の関税を課す考えを打ち出している。先週の選挙活動イベントでは、中国メーカーのメキシコ工場から輸入される車両に200%の関税を課すつもりだと語った。調査会社エバーコアISIの国際政治・公共政策担当チーフストラテジストで、2021年から2024年まで米通商代表部（USTR）次席代表を務めたサラ・ビアンキ氏は「60%という提案はあまりにも極端であるがゆえに、仮に政策化されない場合でも、市場は動揺するだろう」と話す。

コストの増加がもたらすものとは

経済の立て直しに苦戦する中国は、少なくとも現時点では慎重な方法で報復し、米大統領選の行方を見守るというのがアナリストの見方だ。中国側の対応としては、米欧の自動車メーカーやその他企業の中国事業に対する監視の強化や圧力などが考えられる。また、中国が支配する重要鉱物へのアクセスの制限も考えられる。

世界的な自動車メーカーの指導者らは、こうした傾向が続けば、10年以内に利益の約4分の1がリスクにさらされる可能性があると予測している。グローバル資産運用会社イーストスプリング・インベストメントズの依頼に基づくPwCシンガポールのレポートによれば、エレクトロニクス、医薬品、医療機器メーカーの利益の5分の1超が10年以内にリスクにさらされる。

ディスインフレをもたらしたグローバル化は新たなフェーズに入りつつあるが、それに伴う潜在的なコストの増加は投資家の長期的な想定に適切に織り込まれていないと一部のエコノミストは見ている。そうしたコスト増の例として、難航している半導体ファウンドリーメーカー台湾積体電路製造（TSMC）＜TSM＞による数十億ドル規模のアリゾナ工場建設が挙げられる。

クロックタワーのパピーチ氏は、コストの増加は、低インフレ率に基づくバリュエーションの下、投資が長ければ10年間にもわたり固定されるプライベートエクイティにとって問題となる可能性があると話す。高インフレ率の世界がまだバリュエーションに反映されていない不採算のハイテク企業もリスクにさらされている。ヘッジ手段としてパピーチ氏が選好するのは、インフレ、貿易のシフト先、あるいはその両者に強いコモディティ、製造業、金属、および新興国市場だ。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

5. FRBは適切なデータを待っている

The Fed Has Been Waiting for the Right Data. They're Almost Here.
サブタイトル:それは住宅インフレの落ち着きだ

[フィーチャー]

利下げに必要なデータ



ILLUSTRATION BY JARRED BRIGGS

米連邦準備制度理事会（FRB）は、昨年利上げを中止して以来、待ち望んでいたニュースをついに手にするかもしれない。2024年初めに消費者物価が再び上昇したことで、FRBの2%のインフレ目標に戻るまでの最後の1マイルが最も困難になるのではないかと懸念が高まった。市場参加者は、インフレは「行き詰まっている」と判断し、利下げの予想時期を延期し、場合によっては利下げなしの可能性も視野に入れた。重要な難点は住宅インフレであり、依然としてパンデミック（世界的大流行）前

のペースを約2.3%ポイント上回っている。しかし、4月のインフレデータは先行指標とともに、この分野での進展が再び始まる可能性を示唆している。

このことは住宅インフレが待望の緩やかな軌道に戻ったことを意味し、FRBの政策担当者にとっては大きな安心材料となるはずだ。

消費者インフレの主要指標において住宅は大きな比重を占めている。これは消費者物価指数（CPI）の34%、FRBが消費者インフレの目安とする個人消費支出（PCE）価格指数の15%を占める。両指数とも、ウェイトには賃借人が支払う家賃と、住宅所有者が支払う家賃相当額（帰属家賃）が反映されている。後者は住宅所有者がマイホームを賃借した場合に支払うであろう金額を把握するものだ。価格変動はアパート家賃の大規模なサンプルから計算され、この費用は過去5年間激しい動きをしている。

住宅インフレの背景

パンデミックは、どこで働きどこに住むかという決断を根本的に変えた。人々はより多くの、そしてさまざまなタイプの居住空間を求めた。パンデミックからの力強い回復に加え、財政支援も後押しし、多くの人々が支払う手段を手に入れた。その結果、2021年と2022年にアパートの家賃が歴史的な高騰を見せ、公式のインフレ統計に今なお波紋を広げている。

一方、ここ数年はアパート建設ブームも起きている。その結果、家賃への圧力は和らいでいる。新規契約時に請求される賃料、いわゆる市場賃料の大半は2022年末に上昇が止まり、現在はパンデミック前のペースと同じかそれよりも緩やかに上昇している。

しかし、家賃相場の上昇鈍化はCPIにはまだ完全に表れていない。CPIにおける4月の住宅インフレ率は5.7%で、パンデミック前は約3.3%であった。この違いは、CPIはすべてのテナントが支払う家賃（平均家賃）を追跡するものであり、家主が新規テナントに請求する家賃だけを追跡するものではないという点にある。賃貸契約更新時に請求される賃料は、家主と賃借人が再交渉を重ねるにつれて、市場賃料に収束する傾向がある。住宅インフレの公式指標が高止まりしている主な理由は、この収束がまだ進行中であるためだ。

CPIの家賃動向が落ち着くには、多くの人が予想していたよりも時間がかかった。歴史的に、市場賃料の指標は住宅インフレの公式指標に約2四半期から4四半期程度先行しており、2023年末までにさらに減速が見られるはずだったことを示唆している。一方、CPIの住宅指数の上昇は2023年上半期に著しく冷え込み、それ以降はほぼ横ばいで推移している。このため一部の市場関係者や政策担当者は、住宅インフレが冷え込むとの予測を疑問視している。

転機が近づいていると考える理由は十分にある。一時期、契約更新がまだパンデミックによる賃料の高騰を追っていた時期があったが、大半の指標は、平均賃料水準がその高騰に完全に追いついたことを示している。キャッチアップ期間が終わったとすれば、平均賃料の上昇ペースは今後数カ月でさらに鈍化するはずである。

住宅インフレの鈍化がFRB決定のカギ

収束の期間が通常より長いことから、市場賃料の平坦化が住宅インフレの公式指標に完全に表れるかどうか疑問視する声もある。懐疑論者は、民間部門が作成した市場賃料の測定はCPIとは異なるサンプルに基づいており、米国の都市人口全体を代表していない可能性があるとして指摘する。政府の研究者らは、CPIと同じサンプルから算出した新規テナント賃料指数の公表を開始し、2023年第4四半期時点で平均賃料が市場賃料に追いついたことを確認した。新規テナント賃料指数は改定されることがある

が、通常、直近のデータポイントが最も大きく改定され、その後の改定は小さくなる。注目すべきは、2023年第4四半期の収束が一連の改定後も依然として維持されていることだ。

入手可能な情報を可能な限り幅広く見ると、住宅インフレがさらに鈍化し、全体的なインフレ率がFRBの目標である2%に戻るのは時間の問題だろう。4月のCPIの発表では、さらなる進展が確認された。テナント賃貸料は前月比0.35%上昇し、家賃上昇の超高騰期に入る直前の2021年8月以降で最も鈍い上昇ペースとなった。

このような背景から、われわれは市場賃料の鈍化が2023年下半年に一旦停止した後、公式インフレデータで再開しつつあるとみている。FRBは「インフレ率が持続的に2%に向かっているという確信が深まるまでは（金利）引き下げは適切ではない」と述べている。住宅以外の多くの分野ではすでに大きな進展が見られる。住宅インフレ率の低下は、おそらくFRBが待ち望んでいる確信の後押しとなるだろう。

執筆者のローラ・ロスナー＝ウォーバートン氏は、経済調査会社マクロポリシー・パースペクティブズのシニアエコノミストであり、創立パートナー。

By Laura Rosner-Warburton
(Source: Dow Jones)

6. インフレの落ち着きは本当か Think Inflation Is Cooling? Think Again. インフレ再加速を警告する金、原油、銅市場

[経済政策]

経済指標からのメッセージ



CHRISTOPHER FURLONG/GETTY IMAGES

15日に発表された4月の消費者物価指数（CPI）にネガティブサプライズがなかったことを受け、株式・債券市場は上昇した。また、市場では米連邦準備制度理事会（FRB）が2024年末までに0.25%の利下げを2回実施するという確信がさらに強まった。

しかし、インフレ率が低下する中で市場が自信を持って6～7回の利下げを予測した今年初めや、インフレ率が40年ぶりの高水準に急上昇した新型コロナウイルスのパンデミック（大流行）後の数年間において、予

想が外れたことを考えると、今回も疑問を抱くのは当然である。また、FRBの利下げ判断はデータ次第だ。言い換えれば、将来に影響を及ぼす金融政策の判断は、過去の経済活動の指標に基づいて行われる。

4月のCPI上昇率は前月比0.3%となり、それ以前の2カ月の0.4%からやや低下した。食品とエネルギー

を除いた、いわゆるコアCPIの上昇率も3カ月連続で前月比0.4%だった後に、4月は0.3%に減速した。また、前年同月比の上昇率は総合CPIで3.5%から3.4%へ、コアCPIで3.8%から3.6%にそれぞれ低下した。コアCPIの3分の1を占める帰属家賃は、3カ月連続で前月比0.4%上昇し、前年同月比で5.8%上昇した。住居費を除いたコアサービス（スーパーコア）は前年同月比で5.2%上昇とより緩やかだったが、バンク・オブ・アメリカのエコノミストは、インフレ率のFRBの目標値である2%への回帰とは整合しないと判断している。

ビアンコ・リサーチの代表であるジム・ビアンコ氏によれば、「どのような計算をしても時間が進むにつれてインフレ率のトレンドが改善するという結果にはならない」と述べ、「FRBが重視するインフレ指標であるコア個人消費支出（PCE）価格指数のトレンドが2024年1～4月のペースで続けば、前年同月比の上昇率は5月に2.74%まで下がって底を打つ」と予測している。ビアンコ氏の計算によれば、コアPCEは、そこから前年同月比の上昇率が11月までに3.47%まで上昇するという。3月に発表された連邦公開市場委員会（FOMC）による経済見通し（SEP）で示された予測中央値2.6%に近づくどころか、FRBの目標値の2%から遠ざかることになる。

これらの数字は、必然的にバックワードルッキングなものだ。しかし、これらの数値は消費者が予想する好ましくないトレンドとも整合している。

ミシガン大学の調査によると、消費者の1年先の期待インフレ率は、5月速報値で3.5%と4月の3.2%から上昇し、パンデミック前の2.3～3%を上回った。また、先週発表されたニューヨーク連銀の調査でも同様に、1年先の期待インフレ率が3月の3.0%から4月には3.3%に上昇したと報告されている。

JPモルガン・チェースのジェイミー・ダイモン最高経営責任者（CEO）は、インフレの進展の欠如について懸念を表明し続けている。ダイモン氏は16日、「基調的なインフレは、人々の期待通りには解消しないかもしれない」とブルームバーグTVのインタビューで語り、その理由として、気候変動対策、軍備費・インフラ支出、貿易摩擦、財政赤字の継続によるコストを挙げた。

市場からのメッセージ

インフレの行方を知る最良の手がかりは、調査やマクロ経済モデルからではなく、市場から得られるかもしれない。これは、オレゴン州ポートランドを拠点とする予測コンサルタント会社HCWEの代表で、本誌にも寄稿しているデビッド・ランソン氏のメッセージだ。失業率、賃金、国内総生産（GDP）、マネーサプライといった伝統的な指標は注目されている。しかし、ランソン氏は「誰もが説明し予測したがる経済の特徴の中で、インフレ率が最も簡単なものの一つであることは、紛れもない事実だ。何が適切な指標なのかを知る必要がある」と顧客向けノートに書いている。

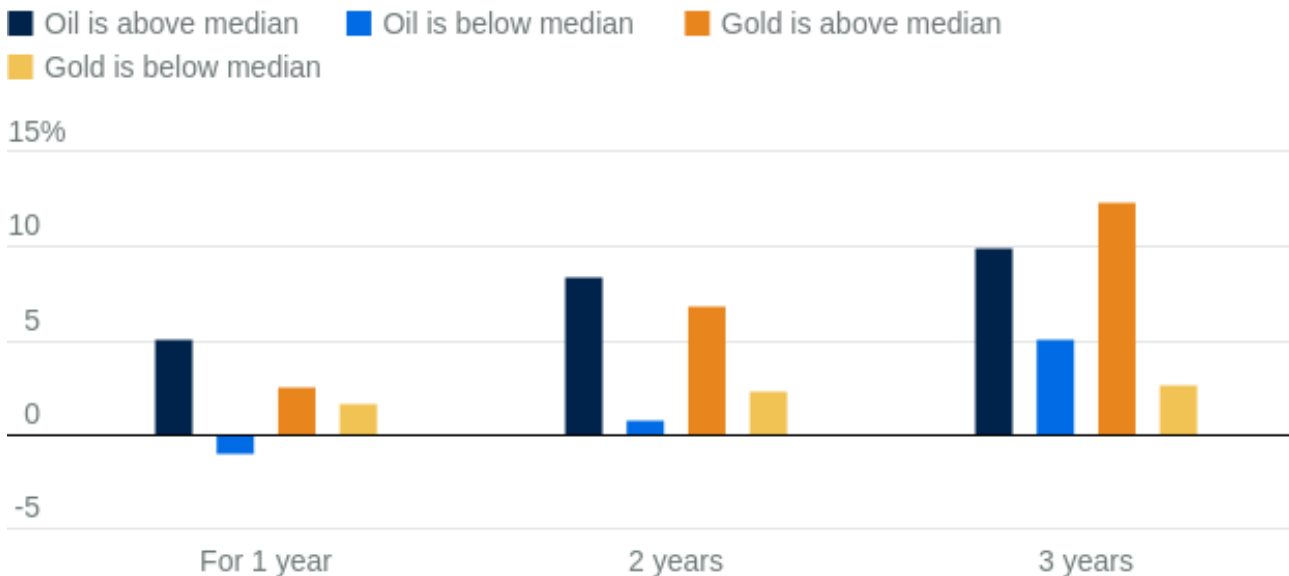
ランソン氏の手法は、（シカゴ大学で博士号を取得したとはいえ）ほとんどの主流派エコノミストとは一線を画している。ランソン氏はインフレ率の予測に、計量モデルではなく市場からのシグナルを使う。具体的には、原油価格と金価格の動きから、将来のインフレ率を導き出す非常に単純な計算式を作り出した。ランソン氏は1986年まで遡り、ウェスト・テキサス・インターミディエート（WTI）原油と金の年間平均価格を調査し、原油と金が同期間の中央値に対して上昇したか下落したかを調べた。そして、その1年後、2年後、3年後に生産者物価指数（PPI）がどう動いたかを計算した。

ある年に原油と金の価格が中央値より高かった場合、その後数年間、PPIは大幅に上昇した。逆に、原

Oil, Gold Forecast Future Inflation

When oil and gold prices are above their medians since 1986, inflation follows them higher in subsequent years.

Changes in the producer price goods index



油価格と金価格が中央値より低かった場合、PPIは低下した。さらに、1949年まで遡ると、金と原油の両方が前年比で上昇した27年間で、財のPPIは年平均7.3%も上昇したことが分かった。

ランソン氏は、PPIはCPIの先行指標になっていることも確認した。確かに、CPIはサービス、特に住宅費が占める割合が高い。しかし、PPIが上昇したとき、CPIの4年間の累積上昇率は平均して16.4%だった。PPIが下落した場合、CPIの累積上昇率は同期間で平均9.5%だった。これは複利の年率換算で2.3%となり、FRBのPCE目標である2%に近い。

17日のニューヨーク商業取引所（COMEX）金先物5月きりは、2023年10月より32.8%高い1オンス2412.20ドルで取引を終え、史上最高値を更新した。一方、WTI原油は、2023年10月7日のイスラム組織ハマスによるイスラエル攻撃後、一時1バレル90ドルを超えたものの、80ドル前後で取引されており、1年前の70ドル前後からは上昇している。ランソン氏は「金と原油の価格の動きを見ると、来年のインフレ率は大幅に上昇する可能性が高い」と結論付けている。

FRB高官は一様に、パウエル議長の「FRBのインフレ目標である2%への十分な進展が見られないため、利下げは待つ必要がある」というメッセージと同様の発言をしている。景気動向を敏感に反映することから「ドクターカッパー」の異名を持つ銅が史上最高値を更新したことで、金、原油に続いて、銅相場もFRBの金融緩和に対して反対していることになる。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. AIレースで反転攻勢に出たグーグル Google Is Hitting Back in AI Race. Travel May Never Be the Same. 検索広告市場でのシェア低下に歯止め

[ハイテク]

マルチメディア対応のAI検索機能をエコシステムに組み込む



MOHSSEN ASSANIMOGHADDAM/PICTURE ALLIANCE
VIA GETTY IMAGES

グーグルは、5月14日に開催した年次開発者会議で、生成人工知能（AI）を使用したインターネット検索サービスを始めると発表した。検索サービス市場における90%のシェアがライバル企業に侵食されるかもしれないという投資家の懸念が払拭され、親会社のアルファベット<GOOGL>の株価は前日比7%上昇した。

折しもその前日の13日、オープンAIが次世代AI技術のデモンストレーションを行った。披露されたチャットGPTの最新版は、ユーザーが音声と画像およびテキストの任意の組み合わせで入力した質問に対し、テキストか音声で素早く回

答することができる。

グーグルのAIインターネット検索サービスは、グーグルが開発した生成AIエンジンGemini（ジェミニ）を使用しており、マルチメディアに対応できるのが特徴だ。しかも、Geminiを使用したAIアシスタントとAIアドバイザーはグーグルのエコシステム全体に組み込まれる。具体的には、電子メール機能のGmail（Gメール）は受信トレイの内容を記憶し、ユーザーが取り組んでいるプロジェクトに関する助言を行う。アルファベットが販売するスマートフォンPixel（ピクセル）にはカメラが捉えている対象物を理解して追跡する機能が追加され、それによりユーザーは例えばメガネをどこに置き忘れたかを思い出すことができる。グーグル検索では、長文の検索結果の要約が表示されるようになる。

アルファベットの最高経営責任者（CEO）であるスンダー・ピチャイ氏はGeminiについて、世界に関する現時点で1兆件の事実をインデックス化しており、ユーザーに関するより多くの事実を把握できるため、競合する他の生成AIより有用であることが判明するだろうと主張した。

オンライン旅行広告が新たな収益源に

アルファベット、マイクロソフト<MSFT>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、メタ<META>（旧フェイスブック）の巨大な時価総額は、投資家が各社のAIインフラ構築のための年間400億ドルの支出による見返りを期待していることを示唆している。では、その見返りはどのようなものになるのだろうか。

オンライン旅行は有望な広告収入源の一つだ。モルガン・スタンレーのアナリスト、ブライアン・ノワク氏によると、旅行広告はグーグルの有料検索広告の上位五つに入るカテゴリであり、グーグル検索はインターネットで旅行を計画する際の起点となっている。

グーグルの14日の開発者会議では、航空便、ホテル、地域のアトラクション、天候に関するグーグルが持つすべてのデータ（Gmailの受信ボックスの内容も含む）を使って旅程を計画する旅行ツールが紹介された。このような旅行ツールが広く使用されるようになれば、アルファベットに年間2000億ドルの広告収入をもたらす検索広告に新たな分野をもたらすだろう。

オンライン旅行代理店のエクスペディア<EXPE>はラスベガスで先週開催したビジネスパートナー会議で、Romie（ロミー）というAI旅行アシスタントを披露した。RomieはオープンAIのチャットGPTを使用して旅程を計画したり、テキストベースのグループチャットに参加して航空便の変更に関する有用な最新情報を入手したりできる。他にも、予約サービスを提供するブッキング・ドットコム<BKNG>がオープンAIのプラットフォーム上にAI旅行プランニングサービスを構築するなど、他のオンライン旅行代理店も同様のサービスを提供している。

航空会社のアラスカ航空<ALK>が導入したチャットGPTベースのAI旅行アシスタントAlaska Inspire（アラスカ・インスパイヤー）は、話し言葉と書き言葉の両方の質問に回答できるうえ、「フリークエントフライヤーのマイルで購入できる欧州行きの航空便はどれか？」といった複雑な質問にも答えられる。アラスカ航空は、旅行ツールの使いやすさがより多くの検索を予約に結びつけられるかどうかを確認したいと考えている。

アラスカ航空は、グーグルの生成AIを使用したより洗練された旅行予約ツールを今年夏から展開する予定だ。チャットGPTベースのこれまでのサービスに対し、インタラクティブな地図表示や旅行先でのタイムリーなイベント通知などが追加される。しかも旅行者は、グーグルの最新の検索サービスを使用することで、写真やビデオまたは音楽の一部を使用して目的地を見つけることが可能になる。

アルファベットの強気派にとって、こうしたアラスカ航空の使用事例は朗報だ。

市場シェアは低下しても売上高は増加し続けている

モフエット・ネイサンソンのアナリスト、マイケル・ネイサンソン氏によると、世界のオンライン広告市場におけるアルファベットのシェアは2015年の75%から現在では約55%に低下しており、喪失したシェアの多くがメタとアマゾンによって奪われてきた。ただし、アルファベットの売上高は増加し続けている。世界のデジタル広告市場が拡大しているからだ。アルファベットのYouTube（ユーチューブ）事業の広告売上高は年間20%のペースで増加している。

ネイサンソン氏は先週、アルファベットを自社の「最高の投資アイデア」のリストに入れた。アルファベットのバリュエーションは大手ハイテク銘柄の中で最も低い部類に入り、2025年予想株価収益率（PER）はアマゾンの33倍、マイクロソフトと米半導体大手のエヌビディア<NVDA>の約30倍、アップル<AAPL>の約25倍に対し、メタとアルファベットは20倍だ。

ネイサンソン氏は、アルファベットは2025年予想PER24倍で評価されるのがより適切だと考えている。ネイサンソン氏の2025年予想1株当たりコア利益は8.63ドルで、それに基づく目標株価は205ドル、上値余地は16%だ。

By Bill Alpert
(Source: Dow Jones)

8. 史上最高値更新を喜ぶのは早過ぎる

[米国株式市場]

The Stock Market Celebrated Too Soon. Why S&P 500 Is Set to Drop.
インフレは収まっておらず、議論は決着していない

消費者物価指数発表を受けて史上最高値を更新



COURTESY NYSE

株式市場の最高値更新は通常なら喜ばしいことだが、今回は違うようだ。

先週の主要株価指数を見ると、S&P500指数は1.5%上昇して5303.27と史上最高値を更新して引けた。ナスダック総合指数は17日こそ小幅安だったものの、15日に高値を更新して2.1%高の1万6685.97となった。ダウ工業株30種平均は1.2%高の4万0003ドル59セントと、初めて4万ドルの大台を超えての引けとなった。小型株のラッセル2000指数は1.7%高の2095.72で週末を迎えた。こうした動きに刺激されて、AMCエンタ

テインメント・ホールディングス<AMC>やゲームストップ<GME>といったミーム株も再び動き出した。

株式市場が上昇したのは、15日に発表された4月の消費者物価指数（CPI）が前年同月比3.4%増と、3月の同3.5%から低下したためだ。インフレ率はその前の3カ月間の上昇率が加速していたため、市場は物価抑制のために米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げに踏み切るのではないかと懸念していた。CPIの発表後は、代わって利下げが再び材料視されている。

運用会社のバイコフ・グループの最高投資責任者（CIO）を務めるダグ・バイコフ氏は「市場はインフレが再び加速して4%台に戻るのではないかと本当に心配していたが、今回の発表はFRBが必ずしも利上げをする必要はないという安心感を与えた」と言う。

金利反騰なら下落の可能性

市場は、おそらく安心し過ぎているようだ。FRBは一般論としてインフレ率が2%に向かって低下することを望んでいるが、現実には、食品とエネルギーを除いたコアCPIは前年同月比で3.6%上昇した。さらに、コア指数のほぼ半分を占める住居費は5.5%上昇した。住居費は低下しにくい性質があるため、FRBはまだインフレに神経質になっている可能性がある。

22Vリサーチのデニス・デブッシュェール氏は「議論は決着したとはいえず、コアインフレは依然として強過ぎる」と書いている。

そして、インフレが再び上昇傾向に転じれば、現在の上昇の柱の多くが崩れるだろう。長期金利は4月に付けた5%近くから先週は4.3%強まで低下しており、これが株価の上昇を支えたのは確かだが、反騰すればS&P500指数は最近のように下落する可能性がある。チャート上の見方からすると長期金利は低下傾向ではなく、上昇傾向にあるように見える。シーポート・リサーチ・パートナーズのマクロ・

Market Snapshot



ストラテジスト、ビクター・コッセル氏は「長期金利は依然として上昇トレンドの中にあり、株式市場で持続的な循環物色起きることはない」と書いている。

景気後退懸念もあり、上昇一服か

さらに恐ろしいこととして、経済成長が減速しているように見えることが挙げられる。現時点では、悪いニュースが良いニュースとして受け止められている。例えば4月の小売売上高は前年同月比3%増と3月の同3.8%増を下回る伸び率となったが、それでもS&P500指数は発表日の14日に0.5%上昇した。しかし、インフレ調整後で見ると、消費者の需要は増えなかったことになる。このことも、FRBが利上げではなく利下げを考える必要があることを示唆している。しかし、たとえそれが短期的な問題であったとしても、あまりに多くの悪材料があれば、実際に悪材料となる時期が来るだろう。データトレック・リサーチの共同創設者であるニコラス・コラス氏は、「今後数カ月の間に、投資家が吸収しなければならない衝撃が増えるのは間違いなく、ある時点における景気後退の恐れが最も可能性が高い」と書いている。

そのためか、市場自体も最近の高値更新に興味が切れないでいる。フェアリード・ストラテジーズの創設者のケイティ・ストックトン氏は、S&P500指数が「(先週の)インフレ指標を受けて高値更新に至った後、買い疲れの兆候」を見せていると指摘し、今週は横ばいを予想している。

われわれ投資家も少々疲れ気味だ。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

9. マクドナルドの価格上昇に消費者はうんざり？

[投資戦略]

McDonald's Prices Make Me Grimace. Are Consumers Fed Up?

AIによる電力の価格インフレと需要増にも注目

マクドナルドの価格インフレに驚くが、株価はさえない



ANTHONY DEVLIN/GETTY IMAGES

筆者の近所にある大手ハンバーガーチェーンのマクドナルド＜MCD＞では、チーズバーガー2個、Mサイズのフライポテト、Mサイズの炭酸飲料のセットで9ドル19セントだという。30年前、ミールディールのファンにはNo.2として知られていた同じ組み合わせが2ドル99セントだった。サイドメニューとしてピクルスを追加し、子ども向けのカップの半分のピクルスをもらって、薄いと噂のビーフ入りピクルスサンドイッチ二つのような味の楽しみ方をしたものだ。時には、3ドルのアクションコメディ映画「エース・ベンチュラ」を昼間に見

るときに、それらをそっと持ち込んだこともあった。筆者にはガールフレンドがおらず、それは安上がり（の楽しみ）だった。

ベンチュラ役のジム・キャリーが、尋問シーンで腹話術を使い観客の先入観に初めて挑戦した当時の2ドル99セントに匹敵する現在の購買力を得るには、6.36ドル必要なのだ。これは米労働省労働統計局（BLS）のインフレ計算ツールによるものだ。では、なぜチーズバーガー2個入りのミールディールの値段が2倍どころか3倍になっているのだろうか。マクドナルドはここ数年ずっと、静かに値引きをやめ、高級志向を強めてきたようだ。しかし、それは行き過ぎだったのかもしれない。マクドナルドは4月末、米国における第1四半期の既存店売上高が2.5%増加したと発表した。第2四半期の出足は同横ばいだったとしている。

先週、マクドナルドは6月25日から期間限定で5ドルのミールディールを発売することを発表した。ミールディールの内容はチキンバーガーかダブルバーガー、チキンナゲット4ピース、フライドポテト、ドリンク一つというものだ。一方、マクドナルドの株価は年初来、8%下落しており、S&P500指数の1%上昇と逆の動きをしている。

レストラン業界は二極化

これは消費者のストレスの顕れなのだろうか、そうかもしれない。オレオを製造する、飲料・食品メーカーのモンデリーズ・インターナショナル＜MDLZ＞は消費者の価格に対する感応度の高まりを指摘し、ケチャップの王者で、加工食品大手のクラフト・ハインツ＜KHC＞は、低所得者層による買い控えを指摘している。UBSは、レストラン業界で今年下半期にプロモーション活動が活発になると予想しており、低所得者層へのエクスポージャーが多いチェーンほど業績が悪化するという二極化が起きていると言う。確かに、ファストフードチェーンを展開するジャック・イン・ザ・ボックス＜JACK＞は、UBSが発表した低所得者層へのエクスポージャーが最も高い企業リストに名を連ねてお

り、株価は年初来、34%下落した。一方、高所得者層の顧客が多い、メキシコ料理チェーンのチポトレ・メキシカン・グリル<CMG>の株価は年初来、38%上昇している。

しかし、注目すべき例外もある。高級志向のコーヒーチェーン大手スターバックス<SBUX>だ。スターバックスの株価は、四半期決算発表後に1日で16%急落したのを含め、年初来で20%下落している。ビーオブエー・セキュリティーズによると、既存店売上高が成長から減少へと激しく振れたのは、米国で2015年に発生した食中毒後のチポトレが最も近い過去の比較対象だと指摘する。ビーオブエー・セキュリティーズは、顧客の平均単価や追加オーダーに経済的ストレスの兆候はほとんどないと見ている。その最も妥当な推測は、スターバックスがイスラエルとガザに関連するソーシャルメディアで流された情報に基づくボイコットによって打撃を受けているということだ。ビーオブエー・セキュリティーズは、2024年9月期の予想利益に基づく株価収益率（PER）が21倍というバリュエーションを挙げて、スターバックス株の押し目買いを勧める。ウィリアム・ブレアのアナリスト、シャロン・ザックフィア氏は、スターバックスの投資判断「アウトパフォーム」から「マーケットパフォーム」に格下げし、「答えに悩む大きな問題が起きている。価格なのか、それともスピードなのか」と述べた。

ザックフィア氏がレストラン業界で最も推奨するのはチポトレで、「チポトレがドライブスルーに新たなビジネスを発見し、次の3000店舗が最初の3000店舗よりも投資収益率が高い点に魅力を感じる。これはかなり珍しいことだ」と言う。他にも、サラダ・チェーンのスウィートグリーン<SG>や昨年夏に株式公開した地中海料理を提供するカバ・グループ<CAVA>も推奨する。これらに共通するのは、ファンが頻繁に訪れ、口コミで成長し、割引は通常アプリを通じてのみ提供しているということだ。ザックフィア氏は、「こうしたレストランでは、価格設定の整合性を維持している。そうすることで悪い消費者行動を惹起させず、ただその取引だけを追求することができる」と言う。

AIによる電力の価格インフレと需要増に応える注目のセクター

電力に目を向けよう。人工知能（AI）は、難しい思考をする半導体に電力を供給し、半導体を冷却するために大量の電力を必要とする。オープンAIのChat（チャット）GPTはグーグル検索の約10倍の電力を使う。企業が目に見えるあらゆるものをAI化する計画を実行するにつれ、さらに多くの電力が必要になることを想像してほしい。

ビーオブエー・セキュリティーズはこの点について幾つかの試算を行っている。データセンターの電力需要が全体に占める割合は、現在の1%または2%から、2030年までに8%へ上昇する可能性がある。その時までには、米国は70ギガワット（GW）の新しい発電所を必要とする可能性があり、これは毎年ミシガン州（の供給）をもう一つ増やすことに相当する。しかし、規制や許認可、政治的な障害もあり、短期的な供給増は55～60GWにとどまると予測されている。ここ数年、電力料金の上昇はすさまじく、涙が出るほどだ。

シーバート・ウィリアムズ・ジャンクのエネルギーアナリスト、ガブリエレ・ソルバラ氏は、AIと発電の見通しは、発電に使われる天然ガスにとって良い兆しだと考えている。ソルバラ氏は、「2030年までに1日当たり最大300億立方フィートの需要が増加するという大きな予測もある。現在、天然ガスは1日当たり1000億立方フィートほど生産されているため、この予測が実際に実現すれば、大幅な増加になる」と言う（天然ガス関連株に関する投資アイデアは、今週のカバーストーリーを参照）。

ビーオブエー・セキュリティーズは、「AIの新しいデジタルの申し子のために、古き良き現実世界が

まず先に勝利しなければならないかもしれない」と書いている。総合エネルギー会社のエンタジー<ETR>や中西部最大の電力会社エクセル・エナジー<XEL>のような公益事業株、オーストラリアの鉱山会社BHPグループ<BHP>や銅鉱山大手のフリーポート・マクモラン<FCX>のようなコモディティ株、米建設・鉱山機械大手のキャタピラー<CAT>や産業機器メーカーのイートン<ETN>のような資本財・サービス株、核燃料用ウランを生産する鉱山会社カメコ<CCO.カナダ>のような原子力関連株を推奨している。オールドエコノミーのセクターは直近で、S&P500指数の時価総額の約15%を占めているが、20世紀のその平均値は40%だった。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

10. 先週の出来事と今週の予定

Good News for Fliers
航空旅客にグッドニュース

[経済関連スケジュール]

ガソリン価格は前年並み、航空券の価格は下落

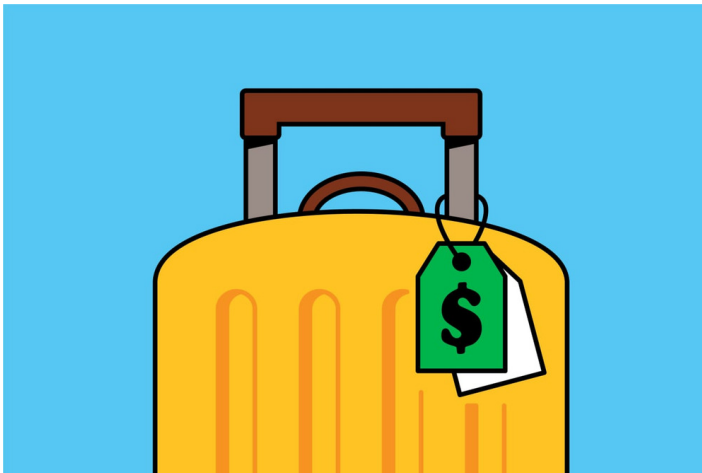


ILLUSTRATION BY ELIAS STEIN

夏がずいぶんと近づき、その匂いを感じられる。全米自動車協会（AAA）は、メモリアルデーの週末3連休の旅行需要は2005年以来最大となると予測し、また航空会社もこのシーズンは記録的な需要になるとみている。さらに良いことに、国内線の航空運賃は今年の夏よりも安くなっている。

しかし旅行サイトのホッパー（Hopper）のエコノミスト、ヘイリー・バーク氏は「今年のごく普通の夏になるだろう」との見方を示し「リベンジ旅行の需要はかなり下火になり、通常水準に戻ったと思う」と

語る。さらに、消費者は昨年よりも価格に敏感になっており、需供バランスは均衡がとれている状態に戻った、とバーク氏は付け加えた。

航空便を利用する旅行者にとってはさらに朗報がある。フライト追跡アプリ「フライトアウェア」のデータによれば、フライトの遅延や欠航は、2023年の同時期と比較して、ここ数カ月間にわたり減少している。

だからといって、航空会社や旅行者が、フライト遅延や欠航の多発という窮状から脱出できたわけではない。米航空機メーカーのボーイング<BA>の生産問題は、航空会社が運航可能な新造機数が少ないことを意味し、また多くの市場で需要がキャパシティを上回っている。投資銀行TDカウエンのアナリスト、ヘレン・ベッカー氏は「消費者はセキュリティ検査での待ち時間が通常より長くなることを覚悟すべきだと思う」と言う。

夏の旅行代金を節約する最善の方法は、価格が30%も安くなる秋まで先延ばしにすることだ。それが

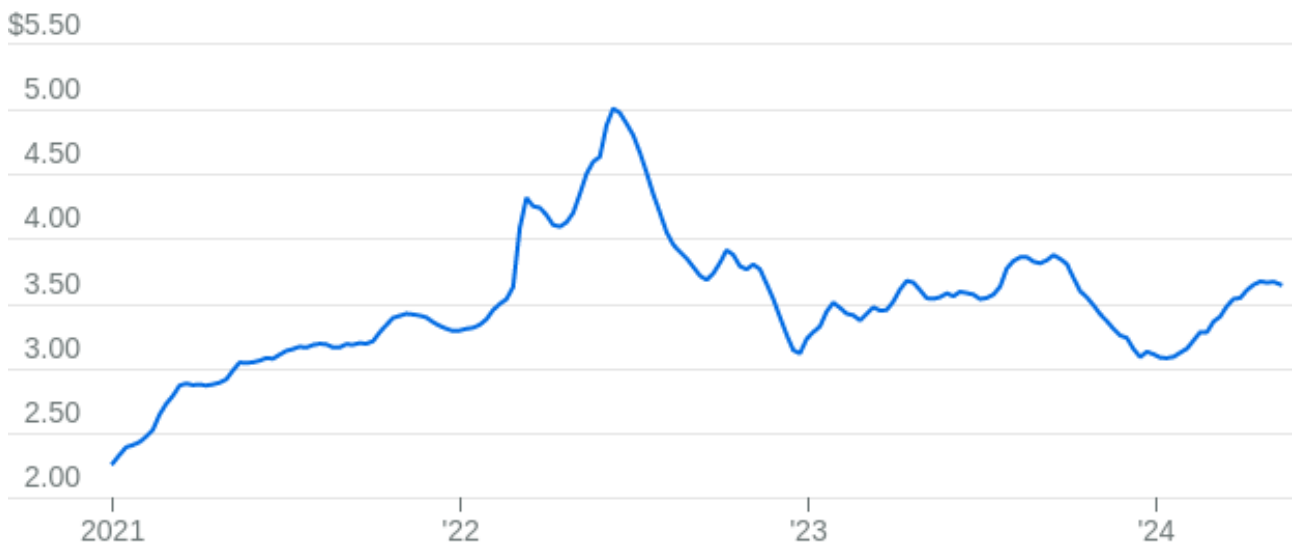
難しい場合は、週の火曜日から水曜日に出発するフライトを探し、独立記念日（7月4日）などのピーク時を避けること、また運航遅延をできるだけ避けるには当日いちばん早いフライトを予約するとよい。

先週の出来事

Ready for the Road

Gasoline prices are in line with last summer's, averaging \$3.65; they're apt to stay in that range.

Average Weekly Gas Price



Note: for regular unleaded gas

株式市場

記録づくめの1週間だった。14日、米国は中国からの輸入品180億ドル相当に対する関税を引き上げると発表した。株価は上昇した。15日、三つの主要株価指数は、4月のインフレ指標の鈍化を受けて、過去最高値で引けた。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は16日に初めて一時4万ドル台に乗せ、その後一旦戻した。17日は4万ドル台で引けた。経済が成長を続けていることと、米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げを見送るとの見方が背景にある。

「ミーム株」（ネット上で話題になる、はやり株）の二つの代表銘柄、ビデオゲーム小売のゲームストップ＜GME＞と映画館運営のAMCエンターテインメント＜AMC＞は、復活したミーム投資熱が両者の株価を押し上げたのち週末に向けて失速した。週間ベースでは、NYダウは1.2%上昇、S&P500指数は1.5%、ナスダック総合指数も2.1%それぞれ上昇した。

企業動向

世界最大の資産運用会社ブラックロック＜BLK＞元幹部のサリム・ラムジ氏が、米資産運用会社バンガード・グループの最高経営責任者（CEO）に指名された。バンガード50年の歴史において、初の社外出身者起用となる。小売りのウォルマート＜WMT＞は、高所得者層による購入増加が寄与し、2～4月期決算は売上高が増加。人工知能（AI）アプリケーション「チャットGPT」開発企業のオープンAIは、大規模言語モデル「GPT-4」のアップデートモデルと、チャットGPTのデスクトップ版アプリケ

ーションをリリースする。ネットワーク機器大手のシスコシステムズ<CSCO>が2~4月期決算を発表、堅調な四半期収益の背景として中核事業であるインターネットと企業向けネットワーキング事業の貢献を挙げた。

M&A（合併・買収）等

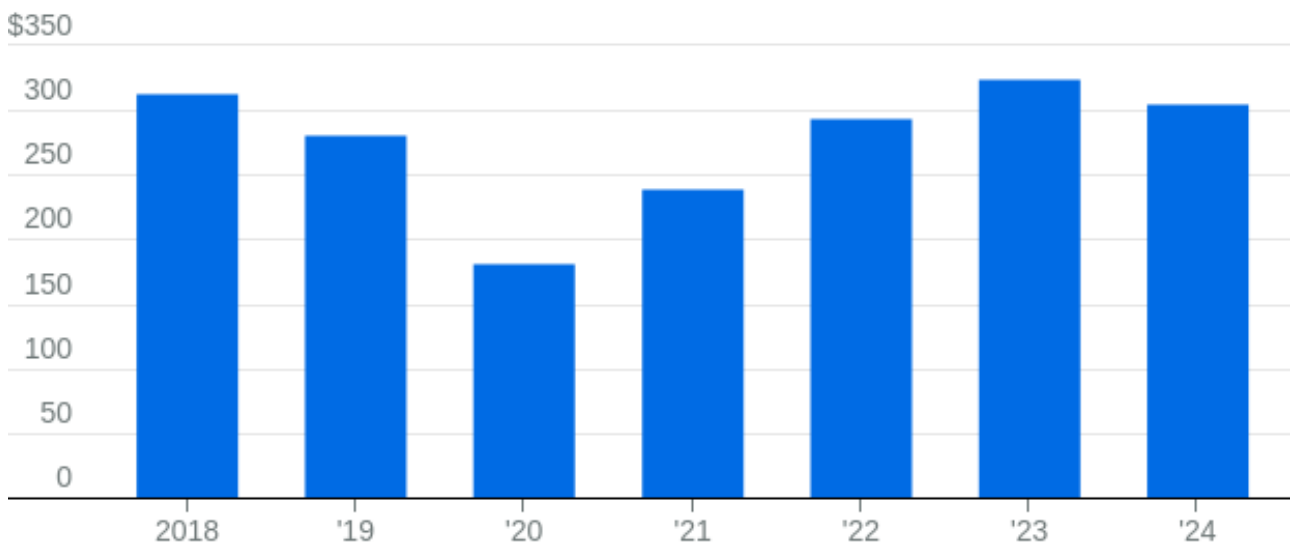
著名投資家ウォーレン・バフェット氏率いるバークシャー・ハサウェイ<BRK.B>が、スイスの保険会社チャブ<CB>の株式の6.4%（時価70億ドル相当）を取得した。この動きは、バークシャーがチャブ株のすべてを買収するのではないかとという憶測を呼んだ。ロンドンに本社を置く多角経営鉱山会社アングロ・アメリカン<AAL>は、オーストラリアの鉱山会社BHPグループ<BHP>からの430億ドルの買収提案をかわすため、リストラの一環として、有名なダイヤモンド部門デビアスの事業をスピノフまたは売却することを検討する。

今週の予定

Bargains in the Sky

Domestic airfares are falling, with the average round-trip ticket expected to cost \$305 this summer, down 6% from a year earlier.

Average Domestic Airfare for Summer



Note: for round-trip flights in June, July, and August

5月21日（火）

S&P500指数構成銘柄の90%超が第1四半期決算の発表を終え、小売業銘柄が続く。21日にロウズ<LOW>、22日にターゲット<TGT>とTJXコス<TJX>、23日にデッカーズ・アウトドア<DECK>と百貨店のロス・ストアーズ<ROST>が発表する。

5月22日（水）

米連邦公開市場委員会（FOMC）が、4月30日~5月1日に行われた金融政策決定会合の議事要旨を公表する。

金融大手ゴールドマン・サックス<GS>が「地球上で最も重要な株」と呼ぶ半導体大手エヌビディア<NVDA>が、2~4月期決算を発表。エヌビディア製画像処理装置（GPU）に対する飽くなき需要

に、アナリストはデータセンター部門の売上高を213億ドル、総売上高を246億ドルと予測している。それぞれ前年同期比398%増、241%増となる。コンセンサス予想では、1株当たり利益（EPS）は5.59ドルで、前年同期比413%増となる。エヌビディアの株価は、2023年に239%急上昇した後、今年は87%上昇している。

5月24日（金）

米商務省の国勢調査局が4月の耐久財受注を発表。エコノミストらは、耐久財の新規受注は前月比0.5%減少し2820億ドルと予想している。3月は前月比0.9%増だった。

統計と数字

56%：ドイツのメルセデス・ベンツグループ<MBG.ドイツ>の米アラバマ州工場の従業員が、労働組合結成の是非を問う採決で投じた反対の割合。

47：米国の上場企業187社のうち、2020年の配当停止後、復配していない企業の数。

5：イングランド銀行（英中央銀行、BOE）に設置され政策金利を決める「金融政策委員会」を構成する9名のうち、女性が占める数。

24：ボーイングが4月に出荷したジェット機の数。3月の29機から減少した。

By Anita Hamilton
(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』 2024/05/19

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