

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2024/07/14

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. ミッドイヤーラウンドテーブル - 48 Investment Ideas for the Rest of the Year From Our Roundtable Pros [ラウンドテーブル]
投資のプロが選ぶ下半期の48銘柄 P.1
2. パラマウントとスカイダンスの合併、敗者は投資家か - Shari Redstone Wins, Shareholders Lose in Paramount-Skydance Deal [フィーチャー]
オラクル創業者の息子に経営権を譲渡 P.31
3. バイデン氏もトランプ氏も鉄鋼業界を救いたい、つぶす可能性もある - Biden and Trump Want to Save the Ailing Steel Industry. They Could Kill It Instead. [フィーチャー]
地元経営者の独白：米鉄鋼業界の復活は支持するが、関税引き上げは解なのか P.33
4. AIフィーバーで最高値更新も割高懸念 - Worried About Nvidia's Grip on the Stock Market? Here Are 3 Moves to Make Now [フィーチャー]
退職投資家の対処法を考える P.37
5. GLP-1の懸念で売られたレスメド株は買い - GLP-1 Concerns Clobbered This Healthcare Stock. It's Time to Buy. [注目銘柄]
懸念は過剰反応でバリュエーションは魅力的 P.39
6. 「ほえるキティ」、キース・ギル氏の錬金術 - The Math Behind Roaring Kitty's Chewy Stake 'Defies the Odds' [フィーチャー]
チューイ株への巨額投資、資金調達先の謎 P.42
7. ハイテク株人気は離散したが、また戻ってくるだろう - Tech Stocks Have Fallen Out of Favor. Why They'll Bounce Back Soon. [米国株式市場]
ファンダメンタルズ面を考慮すると、ハイテク株からのローテーションは一時的か P.44
8. 航空株に投資機会があるか、よく考えてみよう - Opportunities in Airline Stocks? Think Again. [コラム]
ウォーレン・バフェットも勝てない航空株 P.46
9. 足踏み続く巨大IT企業規制 - Regulating Tech Has Gone Nowhere. Will AI Change the Dynamic? [ハイテク]
新たな標的はソーシャルメディアとAIか P.48
10. 石油需要見通し、予想はばらばら - Lost in the Oil Outlooks [経済関連スケジュール]
石油大手企業と国際機関の需要予測に大きなズレ P.50

※当誌は、株式会社時事通信社がライセンスに基づき Dow Jones & Company, Inc. の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。

※当誌は、情報提供を目的としたものであり、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. ミッドイヤーラウンドテーブル

[ラウンドテーブル]

48 Investment Ideas for the Rest of the Year From Our Roundtable Pros

投資のプロが選ぶ下半期の48銘柄

インフレ鈍化によるバリュー銘柄への急激な乗り換え



PHOTOGRAPH BY MACKENZIE STROH

多くの投資家は、現在の強気相場の裾野が極めて狭く、人工知能（AI）革命をリードする一握りの巨大テクノロジー銘柄が市場をけん引していることを懸念していた。11日に発表された6月消費者物価指数（CPI）の伸びが鈍化し、米連邦準備制度理事会（FRB）が9月に利下げする可能性が高まったことで、投資家の懸念の正しさは証明された。長きにわたって軽視されていた銘柄への乗り換えが急激に進み、一部の銘柄は数年ぶりの上昇率を記録した。

1日の取引だけで市場のトレンドが変わるわけではないが、本誌ラウンドテーブルのメンバーはそうなあってほしいと願うばかりだ。ほとんどのメンバーはバリュー志向で、経営が良好かつキャッシュが潤沢な企業を選好している。そのような銘柄の多くは中小型株だ。半導体大手エヌビディア<NVDA>やその仲間の凋落（ちょうらく）を喜ぶわけではない。それ以外の銘柄が上昇することを、永遠に思えるほど長い間待っていただけなのだ。

本誌は過去2週間にラウンドテーブルのメンバーと電話で会談し、1月8日のラウンドテーブル以降の見解の変化と、下半期以降に向けた48の推奨銘柄を聞いた。一部の銘柄は1月と変わらないが、新規の推奨銘柄はそれ以上に多い。市場の裾野の狭さが続くにせよ、終わるにせよ、質の高い割安な銘柄が数多く出番を待っていると知れば安心できる。

以下はメンバーとの対話を編集したものだ。

ラジブ・ジェイン氏（GQGパートナーズの会長兼最高投資責任者＝CIO＝）

本誌：1月の強気な姿勢は正しかった。今も強気か。

ジェイン氏：当社は1月に選好していた分野に対してかなり強気な姿勢を維持している。米国経済のあちこちに軟調の兆しが現れているが、消費の堅調さも明白だ。

株価はより割高になっているが、米国の半導体やテクノロジーセクター全般や、欧州と新興国市場の一部では、企業業績の見通しは依然として非常に良好だ。ただし、選挙後のメキシコとフランスに関しては懸念を持っている。

Q：他に下半期の懸念材料は。

A：米国では年内に利下げは行われない可能性が高い。景気の底堅さは注目に値する。テクノロジーがけん引役となっている。



Rajiv Jain/ PHOTOGRAPH BY MACKENZIE STROH

現時点では、米国の選挙については懸念していない。トランプ氏は恐らく、市場にとっては強気材料だ。地政学的には、トランプ氏が大統領になっても米中関係の方向性は変わらないが、米ロ関係は改善するかもしれない。

欧州の企業業績は非常に堅調だが、景気の状態は厳しい。右派さえもが財政支出の拡大を主張しており、財政圧力は悪化する一方だろう。欧州の規制環境もやや窮屈だ。AIに関してはイノベーションより規制の方が多い。

Q：欧州にはあまり投資機会がないということか。

A：全くそんなことはない。1月に推奨したエネルギー株、つまりフランスの総合エネルギー会社トタルエナジーズ<TTE>とブラジルの石油会社ペトロブラス<PBR>を現在も選好している。エネルギー株は、年初来のパフォーマンスはそれほどでもないが、長期的な投資テーマは変わらない。バリュエーションは魅力的で、石油輸出国機構（OPEC）の供給制限も機能しており、投資も過小だ。欧州のエネルギー株は米国よりはるかに割安だ。英国のエネルギー会社

シェル<SHEL>も選好している。

Q：他に欧州の選好銘柄は。

A：ドイツの総合基幹業務システム（ERP）ソフトウェア大手のSAP<SAP>だ。顧客にとってSAPのソフトウェアの利用をやめるのは難しい。さらに、既存の顧客基盤をクラウドに移行した効果が現れ始めている。

最後の欧州銘柄は食品大手のネスレ<NSRGY>だ。マーク・シュナイダー最高経営責任者（CEO）は、企業文化を変革し、ネスレをよりハングリーで機敏な組織に変えている。事業の一部に弱さが見られるが、構造的な問題はなさそうだ。株価は割安で、今後5年間の見通しはコンセンサス予想よりはるかに良好だと考えている。

Q：他に投資している国は。

A：米国以外ではインドが最高の投資先だと考える。市場規模は5兆ドル近くと大きく、依然としてほとんどの投資家に過小評価されている。直近の選挙は重要ではなく、改革のプロセスは続いている。

当社はインドのインフラ銘柄のファンだ。1月に推奨したアダニ・グループ持ち株会社のアダニ・エンタープライズ<ADE.インド>と港湾施設運営会社アダニ・ポーツ・アンド・スペシャル・エコノミック・ゾーン<ADSEZ.インド>を引き続き選好している。株価指数レベルで見ると、過去5年間のインドの企業業績は最高クラスだった。このトレンドは健在だ。

たばこ会社ITC<ITC.インド>も選好している。インド最大のたばこ会社で、ほぼ独占企業だ。消費者向けの優れたブランドを複数所有している。株価収益率（PER）は約20倍だ。ITCがスピンオフする予定のホテル事業も期待できる銘柄になるだろう。インドの国内旅行は10%台半ば近くのペースで成長しており、非常に大きな成長余地がある。

Q：中国に関する見解は。

A：中国には関心がない。しかし、ペトロチャイナ（中国石油天然気）<857.香港>は選好している。多くの機関投資家が投資先から化石燃料を除外しているからだ。チャイナ・シェンファ・エナジー（中国神華能源）<1088.香港>は世界最大の石炭会社で、最高の炭鉱を幾つか所有している。中国の電力市場の大改革は両社にとって追い風になるだろう。

メキシコの投資見通しは悪化している。次期大統領のクラウディア・シェインバウム氏はロペスオブラドル現大統領の秘蔵っ子で、極左的なアジェンダを掲げているように見える。メキシコにおける抑制と均衡のシステムを崩し、公益企業との長期契約を覆すなどのリスクがある。

Q：ブラジルには今も強気か。

A：そうだ。成長の上振れが続いている。銀行のバンコBTGパクチュアル<BPAC3.ブラジル>とペトロプラスを引き続き選好している。ブラジルは政治的なノイズが多いが、根本にあるストーリーはあまり変わらない。

日本株にはあまり投資したい銘柄が見つからない。日本では常に何らかの再編や改革が行われているが、その成果はあるのか。企業利益は成長しているのか。市場全体の予想PERは約16～17倍だし、特に質の高い銘柄は他国に比べて非常に割高な傾向がある。

1月に推奨したアラブ首長国連邦（UAE）の投資持ち株会社インターナショナル・ホールディングス<IHC.UAE>を強く選好している。時価総額2500億ドルの起業家精神にあふれた企業だが、長期投資志向の政府系ファンドの後押しを受けている。フリーキャッシュフローは長期的に1桁後半から2桁台前半のペースで成長すると見込まれる。

Q：米国の銘柄は。

A：米国の大きなストーリーは半導体だ。当社は現在もエヌビディアを非常に選好している。バリュエーションはソフトウェア銘柄の中でも割高だが、当社は業績予想の上方修正を予想している。PCの買い替えサイクルが発生する可能性は高い。さらに、AIがエッジ（端末）に移行するにつれて、スマートフォンの買い替えサイクルも発生するだろう。

Q：他の半導体銘柄は。

A：オランダの半導体製造装置メーカーASMLホールディング<ASML>だ。業界で最高の位置に付けている銘柄の一つで、長期的な成長見通しは良好だ。中国へのエクスポージャーはリスクだが、致命的ではない。

参考資料

Rajiv Jain's Picks

Company / Ticker	Price 7/10/24
TotalEnergies / TTE	\$68.14
Petrobras / PBR	15.14
Shell / SHEL	72.93
SAP / SAP	202.29
Nestlé / NSRGY	103.54
Adani Enterprises / ADE.India	INR3,096.00
Adani Ports & Special Economic Zone / ADSEZ.India	1,487.80
ITC / ITC.India	451.45
PetroChina / 857.Hong Kong	HKD8.01
China Shenhua Energy / 1088.Hong Kong	34.55
Banco BTG Pactual / BPAC3.Brazil	BRR15.39
International Holdings / IHC.UAE	AED412.90
Nvidia / NVDA	\$134.91
ASML Holding / ASML	1,098.95

Source: Bloomberg

(資料)

メリル・ウィトマー氏（イーグル・キャピタル・パートナーズのゼネラル・パートナー）

本誌：今後の市場の予測は。

ウィトマー氏：市場の堅調さには驚いている。人々は、金利がいずれ低下するため、バリュエーションにかかわらず市場は上昇するに違いないと考えているようだ。私自身は、景気が軟化し、インフレ率が低下しているため、金利は低下すると予想している。

法人実効税率は全体として3～5%ポイント上昇するだろう。トランプ政権が導入し、来年期限切れを迎える個人所得税減税を延長するために、州の法人税控除が廃止されたり、減価償却の前倒しが縮小



Meryl Witmer/ PHOTOGRAPH BY MACKENZIE STROH

されたりする可能性がある。

しかし、私が最も関心を持っているのは銘柄選別だ。潤沢なキャッシュフローを創出し、割安な銘柄を選好している。

Q：具体的には。

A：ドイツの自動車会社メルセデス・ベンツグループ<MBG.ドイツ>だ。配当利回りは8%を超える。2019年に就任したオラ・ケレニウスCEOの下で、財務リターンの改善とフリーキャッシュフローの創出に重点を移している。メルセデスの計画は、高級車部門の最高級車を成長させる一方で、生産能力を削減し、生産拠点をポーランドやハンガリーなどのコストが低い国に移転するというものだ。販売台数に占める最高級車の比率は、2019年の11%から2023年には16%に上昇した。戦略の変化によって、販売台数は2018年の240万台から2023年の200万台に減少した。

自動車部門の売上高は2018年の930億ユーロから2023年には1140億ユーロに増加し、営業利益率は7.8%から12.6%へ上昇した。その結果、営

業利益は140億ユーロに倍増した。メルセデスは自動運転のリーダーでもある。

メルセデスのバランスシートは非常に堅固で、年1回の配当を支払った後の手元現金は160億ユーロだ。金融子会社に125億ユーロを融資しており、同子会社の持ち分130億ユーロを所有している。さらに、トラックメーカーのダイムラー・トラック・ホールディング<DTG>の持ち分30%を所有しており、その価値は約95億ユーロだ。

現金、金融子会社への融資と持ち分、ダイムラーの持ち分を合算すると、資産価値は510億ユーロ、1株当たり49ユーロとなる。現在の株価は65ユーロだ。

Q：製造部門の価値は。

A：当社はバン事業を好感している。収益性が大幅に向上しており、2023年の税引き前利益は30億ユーロ超だった。当社はこの事業を過去1年間の税引き後利益の約7~10倍に当たる約150億~200億ユーロと評価している。バン事業を上記の資産と合算すると、1株当たり64~69ユーロとなる。つまり、自動車事業にほぼ無料で投資できる。

なお、保守的な評価のために、自動車事業の年間利払い・税引き前利益（EBIT）を100億ユーロとし、30%の税金を控除している。企業価値（EV）／EBIT倍率を5倍とすると、事業価値は350億ユーロ、1株当たり33ユーロとなる。総合すると、当社の目標株価は97~102ユーロだ。メルセデスは毎年、多額のキャッシュを創出しており、割安な株価で積極的な自社株買いを実施している。

Q：他の銘柄は。

A：ラッシュ・エンタープライズ<RUSHA>は北米最大の商用トラック販売会社だ。新車と中古車のトラックを販売しており、アフターマーケット事業と部品販売事業が素晴らしい。株価は41ドルだ。米中西部と南部を中心に156カ所のラッシュ・トラック・センターを有する。創業者の息子であるラスティ・ラッシュ氏が2006年からCEOを務めている。

Q：アフターマーケット事業の素晴らしい点とは。

A：あらゆるメーカーとモデルの商用車に部品とサービスを提供しており、過去5年にわたって年率8%のペースで売上高と粗利益を成長させている。コロナ禍における在庫の積み上がりを経て、短期的な成長は鈍化しているが、2025年以降に再び成長すると当社は予想している。アフターマーケット事業は全社売上高の30%に相当するが、粗利益の約60%を占める。

自動車販売は変動の大きいビジネスだ。業界は2024年の新規受注が減少すると予想している。2027年に米環境保護局（EPA）の新たなトラック規制が発効し、トラックが排出する一部の汚染物質が大幅に制限される。この規制を順守するために、1台当たりのコストが25～30%増加する。規制に先立ち、2026年に、場合によっては来年にトラックの売り上げが加速し、2026年の受注は今年を50%超上回ると予想している。

当社は2026年のアフターマーケット事業の粗利益を10億ドル超と予想する。トラック販売による正常化後の粗利益は3億5000万～4億ドルだが、2026年は大幅に増加するとみられる。通常の年間1株当たり利益（EPS）は優に約3.5ドルに達し、負債はほとんどない。PERは12倍と割安で、経営陣は資本配分に長けている。

参考資料

Meryl Witmer's Picks

（資料）

Company / Ticker	Price 7/10/24
Mercedes-Benz Group / MBG.Germany	€63.97
Rush Enterprises / RUSHA	\$41.84

Source: Bloomberg

スコット・ブラック氏（デルファイ・マネジメントの創設者および社長）

本誌：世界の状況をどうみるか。

ブラック氏：今年の米国内総生産（GDP）成長率を約1.5%と予想している。来年は2%を超えるかもしれない。失業率はわずか約4%にとどまっており、1960年代以来の低さだ。賃金は前年同期比4.2%上昇しており、幸先が良い。懸念の一つは消費者だ。貯蓄率は3.8%に低下し、クレジットカード負債は過去最高の1兆1200億ドル、学生ローンは過去最高に近い1兆7500億ドルに達している。



Scott Black/ PHOTOGRAPH BY MACKENZIE STROH

FRBは一貫した利上げによってインフレを縮小しようとしてきた。しかし、コアCPI上昇率は依然として3.4%で、パウエル議長が利下げに転じるには高過ぎる。今後3~4カ月にわたり、フェデラルファンド（FF）金利誘導目標は現在の5.25~5.5%に維持されるだろう。年末ごろに1回利下げがあるかもしれないが、FRBの動きはデータ次第だ。

大きな問題は財政政策だ。米国の財政赤字のGDP比率は122%で、第2次世界大戦終結以降で最も高い。米議会予算局（CBO）は、財政赤字額について、今年は1兆9200億ドル、2025年は1兆9400億ドル、2026年は1兆8500億ドルと予想している。これはGDPの6%超に相当し、持続可能ではない。

Q：市場の見通しは。

A：市場は非常に割高だ。私は今年のS&P500指数のEPSを235ドルと予想している。コンセンサス予想の240.5ドルは、第3四半期と第4四半期の利益成長率を20%と想定しており、実現する可能性は低い。私の予想に基づく、S&P500

指数のPERは、過去平均の16倍に対して23.3倍だ。ナスダック総合指数は29倍近く、小型株中心のラッセル2000指数は24.5倍となっている。

知っての通り、今年の市場は少数の銘柄にけん引されている。S&P500指数は15.3%上昇しているが、S&P500指数の構成銘柄を均等加重した指数は5.1%しか上昇していない。マイクロソフト<MSFT>、エヌビディア、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アルファベット<GOOGL>、メタ（旧フェイスブック）<META>、半導体大手ブロードコム<AVGO>、製薬大手イーライリリー<LLY>がS&P500指数を押し上げている。

Q：下半期に市場の裾野は拡大するか。

A：そうは思わない。中小型株は2007年から構造的にアンダーパフォームしている。上半期にラッセル1000グロース指数が20.7%上昇したのに対して、ラッセル2000バリュエーション指数は約1%下落した。つまり、大型グロース株と小型バリュエーション株には22%ポイントの差がある。

マイクロソフトとエヌビディアは素晴らしい企業だが、今年度の予想PERはマイクロソフトが39倍、エヌビディアが46倍だ。イーライリリーの予想PERは66倍である。当社ポートフォリオの平均PERは12倍だが、新たな保有銘柄を探すのに苦労している。

Q：有望な銘柄は。

A：油田サービス業界のリーダーであるSLB（旧シュルンベルジェ）<SLB>だ。株価は46ドル、時価

総額は667億ドル、配当は1株当たり1.1ドル、配当利回りは2.4%だ。

当社は今年の売上高を約372億ドル、営業利益率を約18.2%、純利益を約51億6000万ドル（1株当たり3.6ドル）と予想する。2025年については、売上高を12%増の416億ドル、利益率を18.9%、純利益を60億5000万ドル（1株当たり約4.2ドル）と予想する。今年の予想利益に対するPERは12.8倍、来年の予想利益に対するPERは11倍だ。

昨年のフリーキャッシュフローは47億ドルで、2022年の21億ドルと2021年の35億ドルから増加した。SLBは2024年と2025年に配当と自社株買いを通じて70億ドル超を株主に還元すると述べている。

Q：成長のけん引役は。

A：現在最も堅調な最終市場は、中東と、米国以外の大水深（水深1000～3000メートル）だ。最も軟調な市場は米国の陸上開発で、これはパーミアン盆地などで原油生産会社の統合が進んでいることによるものだ。さらに、米国の生産会社は投資を厳格化しているため、以前より支出が減っている。

SLBに投資する主な理由は優れた経営にあるが、石油と天然ガスの旺盛な需要も追い風になるだろう。世界の原油需要は1日当たり1億0320万バレルで、前年同期比100万バレル増加している。SLBの第1四半期における洋上開発の受注残は40億ドル増加しており、洋上開発の需要は大きい。

SLBが4月に同業のチャンピオンXの買収に合意したことで、株価は下落した。SLBは今後3年間のシナジーを税引き前で約4億ドルとしている。買収価格は利益の約14倍だ。チャンピオンXの利益の年平均成長率は15%で、バランスシートは極めて堅固である。

Q：他の銘柄は。

バミューダ諸島に本社を置く再保険会社のルネサンスリー・ホールディングス<RNR>だ。信用格付けはAプラス、株価は214ドル、時価総額は113億ドル、配当は1株当たり1.56ドル、配当利回りは0.7%だ。

総保険料収入のうち約47%が財産保険、53%が災害保険によるものとなっている。第1四半期の財産保険部門の保険引受利益は5億3400万ドル、コンバインドレシオ（保険料収入に対する保険金支払いや経費の割合）はわずか40.5%で、非常に優れている。ルネサンスリー全体のコンバインドレシオは75.4%だった（前年同期は77.8%）。

投資ポートフォリオの規模は296億ドル、利回りは5.8%、デュレーションは2.6年だ。純投資収入は金利上昇によって前年同期の2億5400万ドルから3億9100万ドルに増加した。投資ポートフォリオの大部分は米国債と社債だが、住宅ローンにも7%のエクスポージャーを有する。

ルネサンスリーは昨年11月、保険会社アメリカン・インターナショナル・グループ（AIG）<AIG>の再保険事業であるバリダス・リーの買収を完了した。ルネサンスリーは約29億8000万ドルを支払ったが、総保険料収入は約30億ドル増えた。

ルネサンスリーの今年のEPSは約37ドルになる可能性がある。この場合、PERは5.8倍だ。現在の負債資本比率は0.19倍である。

地域別では、米国とカリブ海地域が財産保険と災害保険の両方で約26%、欧州が財産保険の1.9%、災害保険の2.2%を占める。それ以外はアジアとその他の地域である。ルネサンスリーは販売店を通じて保険を販売しており、販売店と長期的な関係を築いている。

投資家が気候変動を懸念しているため、再保険会社のPERは高くない。（ルネサンスリーのように）PERが5.8倍、株価純資産倍率（PBR）が1.08倍の銘柄ならば、特に安全余裕度が高い。

参考資料

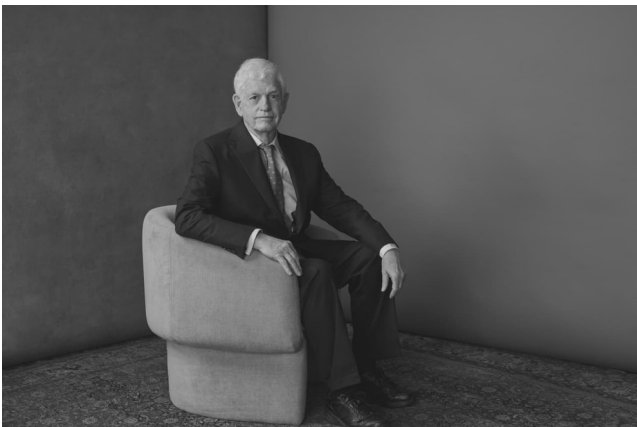
Scott Black's Picks

（資料）

Company / Ticker	Price 7/10/24
SLB / SLB	\$45.28
RenaissanceRe Holdings / RNR	219.16

Source: Bloomberg

マリオ・ガベリ氏（ガムコ・インベスターズの会長兼CEO）



Mario Gabelli/ PHOTOGRAPH BY MACKENZIE STROH

Q：経済と市場について今後予想されることは。

ガベリ氏：国際通貨基金（IMF）の予想では、世界経済の規模は2025年に約115兆ドルに達し、うち26%が米国、17%が中国だ。米国経済のうち約70%が個人消費で、設備投資は12%だ。両大統領候補とも、対中関税引き上げの可能性に言及しており、われわれはその影響を注視している。

7月中旬の中国第20期中央委員会第3回総会（3中総会）にも注目している。5年に1度開催され、5カ年計画が決定される。消費者を支援し、テクノロジーにさらに注力する内容になるとみている。そして、米国の選挙とフランスおよび英国の最近の選挙がある。

私の最大の懸念は、地政学的な情勢、および米国の政府債務と財政赤字だ。CBOの最近の推計によれば、政府債務は35兆ドル、財政赤字は1兆9000億ドルに上る。歳入増加策、次期政権下での歳出抑制策、将来の課税、個人消費、企業利益への影響など、課題は多い。

Q：何か解決策は。

A：持ち合わせていない。さらに、マネーサプライと金利に関するFRBのスタンスも検討を要する。FRBは四つのRを重視している。一つ目はより長期にわたり高止まりしている金利（rate）だ。私は年内に1回の利下げを予想している。二つ目はFRBのバランスシートの縮小（runoff）ペースだ。年初の

月額950億ドルから、600億ドルに減少している。三つ目は総需要を削減する（reduce）ための取り組みだが、政府の支出で相殺されている。最後が、インフレ抑制に関する話術（rhetoric）だ。

大手銀行は問題なさそうだが、商業融資や不動産融資については、中小行を中心に懸念が残っている。この80年間、ネガティブサプライズは金融セクターに端を発している。次はプライバートクレジット分野の失態がサプライズの発端となる可能性がある。

さらに、低所得層が追い込まれており、救済が必要だ。勤労所得税額控除（EITC）で給与所得を補強するというのが私の提案だ。また、住宅など、分野によっては繰り延べ需要の問題がある。自動車ローンの多さも問題だ。しかし、全体としては、経済はまずまずの状態にある。景気は軟化しつつあるが、労働需要は依然として潤沢だ。

地政学的には戦争と混乱の世界から抜け出せておらず、それが原油価格に反映されている。1月は1バレル当たり72ドル前後だったが、現在は約83ドルだ。

Q：株式市場をどう見ている。

A：アルゴリズム投資家、モメンタム投資家、クオンツ投資家、上場投資信託（ETF）のすべてがアクティブで、企業の悪いニュースが出ると、誰も問題の本質を把握しないうちに株価が10%、12%と下落してしまう。

ETFは伝統的なミューチュアルファンドよりも優位にあり、今年、S&P500指数に連動するETFは予想以上のパフォーマンスを上げている。ETFには税制上も大きなメリットがある。

合併・買収（M&A）やその他の金融工学は、幾つかの理由で大幅に加速するだろう。多くのプライベートエクイティ・ファンドが10年の投資期間の終盤を迎えており、リミテッドパートナーが流動性を求めていることから、売却が加速する。また、税率変更が議論されているため、ファンドマネジャーは、キャリドインタレストに対する税率が有利なうちに投資資産を換金したいと考えている。

そして、戦略的な買収企業も存在し、石油業界、製薬業界で多くの買収が行われている。また、法律が曖昧な場合に行政の解釈を尊重するとする「シェブロン法理」を連邦最高裁が最近無効化したことで、規制環境が変わり、買収案件の見方も変わっていくだろう。今年の下半期はM&Aが世界的に増加するとみている。

これまでのところ、私の株式市場の予想は完全に外れている。今年のS&P500指数について5%の上昇と予想し、既に15%を超えているものの、見通しは変更しない。とはいえ、株式は今後数年にわたり、債券の利回りをはるかに上回る年率8%で上昇する可能性があるともみている。

Q：選好銘柄について。

A：昨年7月18日にリバティ・メディア<FWONA>がスピンオフ（分離・独立）し、7月19日に上場されたアトランタ・ブレーブス・ホールディングスの無議決権株式<BATRK>（発行済株式数5000万株）の現在の株価は40ドル前後だ。その他に議決権株式<BATRA>が1000万株、多議決権株式が100万株あり、大半をリバティ・メディアのジョン・マローンCEOが支配している。時価総額は25億ドル。本拠地トゥルーイスト・スタジアムと周辺の複合施設バッテリーの土地の価値は会社の負債額を超えており、アトランタ・ブレーブスには1株当たり50ドル台前半の価値があるかもしれない。

スポーツ・フランチャイズに対する関心は高い。テレビや動画配信の重要なコンテンツであり、メディア企業は放映権や配信権に大金を払っている。投球間隔などを制限するピッチクロックの導入でさらに関心が高まり、米国で人口が増加しているヒスパニック系はスポーツに情熱を持っている。

次に、人工知能（AI）は素晴らしい技術だが、データセンターには水、冷却装置、電力、エネルギー貯蔵能力、サイバーセキュリティ、送電資産が必要だ。原子力に頼るものもあれば、信頼性の低い風力や太陽光に頼るものもある。

われわれが選好するのは天然ガスだ。現在、価格は1MMBtu（100万英国熱量単位）当たり2.64ドル前後に抑えられているが、今後数年で大幅に上昇する可能性がある。というのも、一部の生産者がガス井を閉鎖し、または生産量を減らす一方で、発電や液化天然ガス（LNG）輸出に関連した需要が高まっているからだ。

Q：選好銘柄は。

A：ニューヨーク州バッファローの都市圏に拠点を置く公益事業のナショナル・フュエル・ガス<NFG>だ。発行済株式数9210万株、株価54.50ドル前後で、1株当たり配当は2.06ドル（配当利回り3.8%）だ。恐らくEPSは昨年の5.17ドルから今年は5ドルに減少するだろうが、2025年には6.15ドル、2026年には7ドルに増加する可能性がある。エネルギー企業にとって極めて友好的なニューヨーク州とペンシルベニア州に、公益事業の顧客をそれぞれ54万件および21万4000件有する。傘下のセネカ・リソーシズがマーセラスおよびユーティカの両シェール地域で大量の天然ガスを生産している。また、中流事業（パイプライン、貯蔵、収集）も行っている。1株当たりの公益事業の価値は約20ドル、中流・貯蔵事業の価値は50ドル、120万エーカーに及ぶ天然ガス田の埋蔵量および潜在的埋蔵量の直近取引に基づく価値は約62ドル。以上を合計し、1株当たりの純負債額約32ドルを差し引けば、1株当たり100ドルとなる。

狙いは米国の発電量の42%を占める天然ガス需要の増加だ。ガスの価格がいずれ上昇すれば、セネカ事業の一部を分離・上場し、より高い価値を実現できるはずだ。

3銘柄目は食品大手のキャンベル・スープ<CPB>だ。

Q：少し趣向の異なる銘柄のようだが。

A：発行済株式数は2億9900万株、時価総額は135億ドル、1株当たり配当は1.48ドル（配当利回り3.3%）。設備投資が今年5億ドルでピークを迎え、その後は減少に転じる。2024年度（2024年7月30日終了）の一般に（公正妥当と）認められた会計原則（GAAP）ベースのEPSは約2.55ドルとなる見込み。3月に完了したソボス・ブランズの買収に伴う一過性の費用およびその他のリストラ費用の計上により、調整後ベースのEPSは3.10ドルを見込む。2025年度のEPSは、GAAPベースが2.95ドル、調整後ベースが3.25ドルになると予測している。PERは約15倍。ソボス買収により来年度は大幅増収となり、売上高を105億ドルと予測している。

創業家のドランス一族が支配する構造は変わらないだろう。マーク・クラウドCEOはよくやっている。ソボスの買収でスープへの依存度が低下し、食品事業の潜在的な成長力が高まった。スナック事業の利益率を時間をかけて改善する途上にあるが、スピノフすることで価値を実現する可能性もある。キャンベルは、アンディ・ウォーホルの絵のように、時間と共に価値が高まる銘柄だ。

Q：1月の推奨銘柄だったパラマウント・グローバル<PARA>の買い手がようやく見つかり、独立系映画制作会社スカイダンス・メディアがパラマウントを支配する、レッドストーン一族のナショナル・アミューズメンツを買収することになった。パラマウントの株主として、どのように評価しているか。

A：3月31日現在、パラマウントには無議決権株式6億2500万株、議決権株式4000万株があった。シャリ・レッドストーン氏が支配するナショナル・アミューズメンツが議決権株式3000万株、無議決権株式3000万株を保有している。われわれは、約700人の顧客合計で議決権株式を約500万株、100人超の顧客合計で無議決権株式100万株を保有している。

コンテンツへの支出はハリウッドのストライキで去年は落ち込んだが、今年は約1300億ドルに達すると予測している。

去年、ナショナル・アミューズメンツが資金的な課題を抱え、商品不足が追い打ちをかけたことで、レッドストーン氏はさまざまな買い手候補と交渉に入った。今も探索を続け、耳を傾けている。1年前、私は減配とテレビ局のスピンオフを提案した。問題は、誰に資金があり、パラマウントを守るために最善の仕事をできると彼女を説得できるのは誰か、ということだ。

われわれは株式を買い増しているが、われわれにとって大きなポジションではない。われわれの保有株式に関する唯一のコメントは、支配権の譲渡に伴い、議決権株式にはプレミアムが上乗せされるべきこと、およびわれわれとレッドストーン氏の議決権株式が同一の価格になることだ。

現在、パラマウントが他の買収提案も検討できる45日間の猶予期間にある。われわれは、買収取引のプロセスと条件について透明性を確保するため、「金魚鉢作戦」を発動する予定だ（7月12日の終わりに、ガベリ氏の会社がデラウェア州一般会社法第220条に基づき、パラマウントに会計帳簿および記録に関する要求を提出したとの通知があった）。

参考資料

Mario Gabelli's Picks

（資料）

Company / Ticker	Price 7/10/24
Atlanta Braves Holdings / BATRK	\$40.53
National Fuel Gas / NFG	54.51
Campbell Soup / CPB	45.57

Source: Bloomberg

ヘンリー・エレンボーゲン氏（デュラブル・キャピタル・パートナーズのCIO）



Henry Ellenbogen/ PHOTOGRAPH BY MACKENZIE ST ROH

Q：これまでのところ、株式、少なくとも幾つかの銘柄にとっては、素晴らしい年となっているが、今後の見通しは。

エレンボーゲン氏：市場は常に最高のパフォーマンスを上げる銘柄によってけん引されるものだが、今年は過去20年間で最も広がり乏しい市場となっている。これはS&P500指数だけでなく、より広範な小型株中心のラッセル2000指数についても言える。強気市場は裾野を拡大するか、それとも終了するかのいずれかだ。

ファンダメンタルズの観点から見た場合、利益の成長と予想の上方修正を達成しているのは、生成AIのインフラ構築に関与している企業だ。エヌビディアとクラウドサービスのプロバイダーを頂点とし、下流にはデータセンター会社や、半導体関連業界、電力供給会社が連なっている。インターネットやブロードバンドの構築時を振り返れば分かるように、インフラ構築の速度はいずれ鈍化する。いずれは、現在構築中のインフラやモデルを利用して、収益の成長と競争優位性を獲得する企業に大きなビジネスチャンスが生まれるだろう。

2000年に市場がピークを迎えたハイテクバブルの状況を見てみると、インターネット時代の象徴的な存在だったネットワーク機器大手シスコシステムズ<CSCO>の時価総額が5年間で15倍になったことが分かる。その後、シスコシステムズがピーク時の時価総額を回復することはなかった。インフラに関する市場の想定は誤っており、完全な答えが判明するまでしばらく時間を要した。

Q：その例えを一般化すると。

人々は、マイクロソフトがブラウザ対決でネットスケープに、そしてインターネットへのインターフェース競争で勝利を収めたと感じた。今にして思えば、インターネットへのインターフェースで経済的な勝利を収めたのはグーグルだったのだが、2004年になるまで上場すらしていなかった。最高の電子商取引（eコマース）企業は、収集品から小売り検索へ拡大する能力を実証したイーベイ<EBAY>であり、アマゾン・ドット・コムフルフィルメント型オンライン小売事業はビジネスモデルとして劣っていると考えられていたが、両者を組み合わせたものがeコマースのソリューションとなった。アマゾンは、消費者が価格、価値、品ぞろえを重視し、誰が在庫を保有しているかは気にしていないことに気が付いた。

理論的には、市場が狭まっているのは恐ろしいことだ。しかし、視野を広げると、われわれはAIを応用することによって成長をけん引し、競争優位性を獲得する企業がどれか、ようやく理解し始め

た段階にある。構築段階はどちらかと言えばすぐに終わる可能性があり、その先頭を走る企業はモメンタム銘柄となる傾向にある。

Q：他に今年注目していることは。

A：今年は選挙の年だ。そして共和党が優位なようだ。これは、少なくともM&A市場には、プラスと受け止められる可能性がある。恐らく、トランプ大統領は規制緩和により好意的と受け止められている。

経済は泥沼にはまっているという印象が強まりつつある。消費者の力は弱まっている。ただ、失業率は低い。インフレ期待は、予想されていたほど速やかな低下が見られない。恐らく年内は、持続的なインフレを伴いながら景気が軟化することで、市場環境は厳しさを増すだろう。加えて、予想PERで見た場合、市場は比較的割高だ。そして、いずれかの時点で、AI構築の速度が鈍化する。現在より低い株価で年末を迎える可能性は十分にある。

Q：どこに価値を見いだすか。

私はグロース投資家であり、時間とともに富を拡大していく企業に投資をしたいと考えている。また、AIによる強化が見込まれる強力な事業を重視している。その一例が韓国のeコマース企業クーパン<CPNG>だ。

また、過去2年間、ビジネスサイクルやコロナ禍の関係でエンドユーザー市場が低迷していたが、事業内容が優良な企業に注目している。私の選好銘柄は医療用部材メーカーのウエスト・ファーマシューティカル・サービシズ<WST>だ。注射薬用のエラストマー・ストッパーやプランジャーを製造している。

製薬業界はここ数年、厳しい状況が続いた。新型コロナワクチン関連で多額の資金を投じ、複数の案件を並行して進めていた。また、金余りのため、バイオテクノロジーを含む投機的な投資に過剰な資金が投入された。その後、資金供給は正常化したため、ライフサイエンスや生物製剤の原料調達が厳しい状況に置かれるようになった。生物製剤の供給確保が困難になった企業は、安全在庫を通常よりも積み増し、ビジネスサイクルを混乱させた。その結果、ウエスト・ファーマシューティカルなどの企業はこの2年間不調だった。しかし、ウエスト・ファーマシューティカルのファンダメンタルズは卓越している。現在、予想が上方修正されることを知りながら、極めて優れた資産を公正な価格で購入することが可能だ。

Q：ファンダメンタルズのこういった点がそれほど魅力的なのか。

A：生物製剤市場のシェアは90%を超え、製品全体の市場シェアも70%だ。業界は規制が厳しく、参入障壁も高い。顧客がサプライヤーを変更することはない。

エリック・グリーンCEOは2015年からその職にある。高付加価値製品と業務プロセスに一層注力しており、その結果、売上高成長率が加速している。長期的な売上高成長率は7~9%に達する可能性がある。エンドユーザー市場の規模は年率4~6%で成長している。さらに、バリューチェーンを上流に向かうにつれて価格も上昇する。

Q：市場シェアを踏まえた場合、どれくらいの成長余地があるのだろうか。

A：より高付加価値の製品を供給し、より多くのソリューションを販売することが可能であり、それが

価格にも影響する。年間の値上げ率は従来1%だったが、現在は3~4%だ。その結果、粗利益率は10%ポイント上昇して12%となる可能性がある。業務効率化で10%台半ばの利益成長が可能となる。

ウエスト・ファーマシューティカルは無借金で、自社株買いを実施している。財務上の柔軟性から、業界のために投資をすることも可能だ。減量薬GLP-1のメーカーに対する最大のプランジャー供給業者であり、GLP-1用のペン型注入器製造のための投資を行っている。

2026年に成長が正常化する頃には、EPSが約11ドルに達すると予想している。自社株買いを考慮すると10%台半ば~後半の成長が見込まれ、GLP-1事業でさらに上乗せされる可能性がある。

A：クーポンはどこが魅力か。

A：eコマースの支配的なフルフィルメント企業で、従来から意思決定に機械学習を活用していた。これは、特に米国より競争環境が穏やかな韓国では、永続的な優位性となる。

クーポンは2021年に株式を公開した。成長と収益性のバランスを取り、テクノロジーの活用により競争優位性を維持できることを実証してきた。現在の韓国eコマース市場におけるシェアは30%だ。過去10年間にわたり、フルフィルメントセンターのネットワーク構築を行い、その結果、競合他社比で大幅なコスト優位性を獲得し、商品の99%が同日または翌日に配送可能となっている。

2026年には、韓国におけるEBITDA（調整後利払い・税引き・償却前利益）が36億ドルに達する可能性がある。これには、韓国で支配的な地位を獲得する途上にあるフードデリバリー事業の損失が含まれる。EV/EBITDA倍率15倍を適用すれば、株価は現在の20ドル台前半から32ドルに上昇する可能性がある。

クーポンは2021年に台湾へ進出した。また、5億ドルのつなぎ融資を提供していた別の投資会社とのパートナーシップを通じて、英国の高級品向けeコマース・プラットフォームのファーフエッチの80%を取得した。ファーフエッチは、年末までに損益分岐に近づく見込みだ。ファーフエッチを支配することで、韓国および台湾へ高級品を流入させるオプションが手に入る。現在、クーポンのプラットフォームは高級品を取り扱っていない。

A：台湾事業の状況は。

A：5億ドルの損失を出していると推測している。しかし、大きな競合はなく、システムと、ソウルのような巨大都市における運用上のノウハウが競争優位性となっている。クーポンは、AIによってさらに強力かつ効率的になるだろう。今後数年間、売上高を年率15~20%で成長させるのも難しくはないだろう。市場は、台湾およびファーフエッチに対する投資についてマイナスの評価を与えているが、われわれの評価はプラスであり、成功の可能性について対価を支払わずに済むことを歓迎している。私は前の会社で2014年からクーポンの未上場株に投資しており、経営陣がいかに規律のある資本配分を行っているか知っている。

Q：クーポンへの投資において韓国経済はどの程度重要な要因となるか。

A：クーポンは消耗品から始まり、食料品にも強い。衣料品や電気製品など、裁量性の高い商品市場のシェアは低い。いずれにせよ、韓国経済と密接に結び付いている。景気が悪化すれば、成長率は恐らく3~5%ポイント低下するだろうが、市場シェアが高まるという議論も十分に成り立つ。

近年、新規株式公開（IPO）を行った企業の例に漏れず、大量の株式を保有する内部関係者が売却に踏み切る可能性がある。しかし、初期の投資家であるソフトバンクグループ<9984>から株式を買い戻せるほど、大量のキャッシュフローを創出している。総合的に評価すれば、長期投資家にとってはプラスかもしれない。

市場にとってより大きな懸念は、クーポンが自社プラットフォーム上で、自社の商品を外部販売業者の商品よりも優遇したとして、韓国の公正取引委員会が、過去最大となる課徴金を課したことだ。私の見解は二つある。まず、韓国の規制当局は従来から裁判が苦手であり、課徴金が否定される可能性がかなりあることだ。さらに、クーポンの基本的な競争優位性はフルフィルメント技術にあることだ。われわれは、最悪のシナリオは株価に織り込み済みだと考えている。

参考資料

Henry Ellenbogen's Picks (資料)

Company / Ticker	Price 7/10/24
Coupang / CPNG	\$21.37
West Pharmaceutical Services / WST	321.35

Source: Bloomberg

デービッド・ジルー氏（ティー・ロウ・プライス・インベストメント・マネジメントのCIO）

Q：市場のゲームプランとジルー氏自身のゲームプランについて。

ジルー氏：われわれは株式の長期リターンを約9%と想定しているが、現在のバリュエーション（予想PER 21.4倍）を踏まえると、S&P500指数の5年先の予想リターンは9%を下回っている。しかし、指数の水準にかかわらず、チャンスは常に存在する。

近年と比較すると、現在は投機性が過剰に高まっている。当社のクオンツチームは、S&P500指数構成銘柄の中で最も投機的な50銘柄の分析を発表している。この50銘柄のバスケットの価格は年初からの半年で74%上昇しているが、純粋にエヌビディアがけん引した結果ではない。最も投機的な銘柄は、長期にわたり、年2%ポイント以上アンダーパフォームする傾向にあり、リスク調整後リターンはさらに悪い。

S&P500指数構成銘柄の約16%を占める極めて景気循環的な銘柄も、歴史的に見て約10%過大評価されている。これらの銘柄は、利下げと2025～2026年の大幅な景気改善を既に織り込んでいる。

残るのは、年初来で市場を約13%アンダーパフォームしているGARP（バリュエーションが妥当な水準のグロス）株だ。EPSの成長率と配当利回りを組み合わせて決定され、ほぼすべての期間について、S&P500指数を年間2～3%ポイントアウトパフォームしている。利益に対するフリーキャッシュフロー・コンバージョン率も高く、長期的なリスクはなく、資本配分に優れている。歴史的に、市場に対して25～30%のプレミアムが上乗せされているが、現在は5%だ。そして、大半の銘柄は今後5年間



David Giroux/ PHOTOGRAPH BY MACKENZIE STROH

にわたり2桁台の成長が見込まれる。

Q：投資家の関心が再び高まる要因は。

A：投資家心理を変化させるカタリスト（株価上昇要因）を挙げることはできないが、市場心理やマクロ経済のコンセンサスが、大半の市場参加者が考えているよりもはるかに頻繁に変わることが、歴史が示している。2020年3月のコロナ禍の最中、株価を問わず売却が困難だった景気循環株を、われわれは大量に買い増した。18カ月後、その多くが底値から100%以上上昇していた。2021年末、グロース株が大人気の頃、われわれにとって最大のアンダーウエート分野はハイテク株だった。2022年末、グロース株は低迷し、景気後退入りの話で持ちきりだったため、景気循環株は割安だった。われわれはハイテク株をオーバーウエートとし、景気循環株を再び買い増した。この18カ月間、市場をけん引したのがこれらの銘柄だ。長期的な顧客価値を創造するには、マクロ経済や市場に関するコンセンサスを重視するのではなく、今後5年間のリスク調整後の内部収益率（IRR）が最良と思われる銘柄に投資することだ。

Q：現在、こういった銘柄が有望か。

A：オーロラ・イノベーション<AUR>は自律走行トラック用のソフトウェアとシステムを販売する企業だ。どちらかといえば投機的な銘柄だが、株価上昇余地が大きい。時価総額は43億ドル。顧客に次のエヌビディアやテスラ<TSLA>はどれかとよく聞かれる。必要な要件が四つある。まず優れた経営陣が必要であり、オーロラは合格だ。次に、獲得可能な最大市場規模（TAM）が巨大でなければならない。自律走行トラック市場の規模は米国が1兆ドル、全世界では4兆ドルだ。また、顧客や株主に価値をもたらす製品やサービスも必要だ。オーロラのソフトウェアは、運転手を不要とし、1マイル当たり26セントの経費節減となる。また、安全性がより高く、環境にも優しいのは明らかだ。最後に、市場を明確にリードし、参入障壁が高くなければならない。オーロラは市場のナンバーワンであり、競合企業は大半が撤退するか、乗用車やロボタクシーに重点を移している。

オーロラは、ダラスからヒューストンへの輸送で技術試験を約7年間にわたり実施し、クラス最高の安全性を記録している。われわれには、このテクノロジーが機能し、そしてトラックの運転手が不足していることが分かっている。オーロラは、売上高が2028年までに13億ドルに達するという合理的な予測を行っており、われわれは2年後には株価が8ドルに達する可能性があると考えている。2034年までに、売上高は100億ドル、株価は現在の25倍になると考えている。次のエヌビディア、テスラになる可能性がこれほど高い企業は他にない。

Q：他に魅力的な銘柄は。

A：この5年間、診断薬などさまざまな事業を展開するダナハー<DNR>を巡っては、複数の事業の売

却、買収、コロナ禍バブルおよびその余波と、騒がしかったが、2025年以降、新生ダナハーの能力が発揮され、市場がその魅力を十分に認識するようになると予想している。

最良の事業は生物製剤の製造を可能にする消耗品を製造するバイオプロダクションだ。エンドマーケットは1桁台後半で成長を続けており、ダナハーは市場シェアを拡大しつつある。利益率は高い。顧客は新型コロナワクチンの販売急減で積み上がった過剰在庫の削減に取り組んでいるところだが、市場は、2025年は在庫削減の必要がなくなり、10%台半ばの売上高の成長さえ考えられることを十分には把握していない。また、アルツハイマー病治療薬や減量薬GLP-1、ADC（抗体薬物複合体）など、2026年から2030年にかけて、バイオプロダクションの顧客市場の拡大につながる可能性のあるプラスの展開が予想される。

総合的にみると、EPSは今後10年以上にわたり年率12%の持続可能な成長が見込まれる。2027年にはEPSと1株当たりフリーキャッシュフローが11ドルとなり、株価は325～350ドルに達する（2年間で45%の上昇）と予想している。株価フリーキャッシュフロー倍率30倍は、他の優良ヘルスケア銘柄と比べれば、まだ大幅に割安だ。

Q：他にも推奨銘柄はあるか。

A：リビティ<RVTY>（旧パーキンエルマー）は恐らく、今一番気に入っているライフサイエンス銘柄だ。2025年利益に対する予想PERは20倍を下回っており、今後5年間の期待リターンが市場で最も高い銘柄の一つだ。売上高の62%、利益のほぼ4分の3を占める素晴らしい事業が三つある。いずれもPER 30倍、2桁台の成長が見込め、景気循環性が低く、市場をリードする位置に付けており、利益率が高い事業だ。ユーロイミュン事業は自己免疫検出のリーダーであり、2桁台前半の内部成長率で成長を続けている。自己免疫検出は普及の初期段階にあり、米国市場へ積極的な進出を最近開始したばかりだ。

医薬品研究開発向けの収益性の高いソフトウェア事業は、2桁台で成長を続けているが、提供する製品を拡大し、より多くの事業をSAAS（ソフトウェア・アズ・ア・サービス）へ移行することで、さらに成長が加速する可能性がある。また、科学者が実験に使用するハイエンド試薬の製品群も魅力的だ。生物製剤の成長と価格決定力の強化によって、試薬事業の長期的な成長率は1桁台後半から2桁台前半に達する可能性がある。競合企業と同様にPER30倍で取引されない理由はない。昨年、ダナハーは競合の試薬メーカーをPER30倍で買収している。

3事業合計で、リビティの1株当たりの価値は125ドルとなる。一方、株価は102ドルであり、売上高の38%を占める残りの事業をマイナス23ドルで手に入れられることになる。残りの事業は、売上高長期成長率4～5%、営業利益率20%台半ば、EPS1.05ドル、PER21倍を期待できる。サム・オブ・ザ・パーツ分析ベースのリビティの1株当たりの価値は146ドルとなる。

気に入っている点は四つある。営業利益率は28%だが、今後5～7年で35%まで上昇する可能性がある。資本配分も卓越している。ユーロイミュンとバイオレジェンドの買収で、ポートフォリオ構成は改善された。プラーラッド・シンCEOは2023年、同業他社比で市場シェアを有意に拡大した。2024年もシェア拡大が見込まれる。さらに、ダナハーを除けば、リビティのフリーキャッシュフロー・コンバージョン率は業界最高水準にあると考えており、高PERの根拠となる。2020年代末までにEPS約10ドル、PER25～30倍を達成し、株価は5年強で250～300ドルになる可能性がある。

Q：その他には。

A：公益企業の株式を購入している。人気はないが、年率6〜7%の利益成長が続く見込みだ。さらに、平均配当利回りも4%だ。この組み合わせにより、今後5年間、市場をアウトパフォームするとみている。加えて、データセンター需要や電気自動車（EV）の普及など、業界のファンダメンタルズも改善しつつある。われわれはS&P500指数の構成比に対し、生活必需品セクターを5%ポイントのアンダーウエート、公益事業セクターを5%ポイントのオーバーウエートとし、魅力的な裁定取引になると考えている。気に入っているのは、センターポイント・エナジー<CNP>、DTEエナジー<DTE>、アメレン<AEE>、ニーソース<NI>だ。

参考資料

David Giroux's Picks

（資料）

Company / Ticker	Price 7/10/24
Aurora Innovation / AUR	\$2.91
Danaher / DHR	242.20
Revvity / RVTY	106.69

Source: Bloomberg

ソナル・デサイ氏（フランクリン・テンプルトンの債券グループCIO）

Q：今年下半期の債券市場の見通しは。

デサイ氏：経済成長とインフレに関する私の予想は変わっていないが、市場は利下げなどに関して私の考え方に近づいてきた。市場は年初に6回または7回の利下げを予想していたが、私はそれより少ない利下げ回数を基本シナリオとしていた。FRBが利下げを望んでいたことは明らかだが、インフレ統計は期待を裏切り、FRBはインフレと利下げ回数に関して以前ほど楽観的ではなくなった。

私は依然として、FRBが年内に2回の利下げを望んでいると考えている。ただ、今後数カ月でデータがFRBに対して十分な柔軟性をもたらすか否かは分からない。9月利下げは困難だろう。私は、12月に1度の利下げを予想している。今回のサイクルにおける利下げ幅予想は変更しておらず、FF金利誘導目標の現在の5.25〜5.50%からの利下げ幅を、わずか125〜150bpと予想する。FRBが年内に、0.25%ずつの利下げを2回行う場合、来年の利下げは同じ幅で最大4回と予想する。

Q：今年のリセッション（景気後退）は予想していない。

A：予想していない。景気は減速するかもしれないが、経済成長率は潜在成長率を若干上回っている。重要なことに、長期債利回りの来年以降の私の予想は財政赤字が引き続き根拠となっている。FRBは中立金利に関する見方を上方修正しなければならないだろう。中期的には、景気過熱もリセッションもないと想定して、FF金利誘導目標を4〜4.25%とみている。短期金利は既にその水準にあるため、長期金利は5%を上回ると予想する。債券は、今後も引き続きインカムを提供するだろう。

来年のどこかの時点でリセッション入りする可能性はあるだろう。しかし、そうなったとしてもそれ



Sonal Desai/ PHOTOGRAPH BY MACKENZIE STROH

は利上げが原因ではなく、極度に緩和的な財政政策がFRBのこれまでの金融政策を概ね相殺しているためだ。

家計部門の貯蓄は予想に反して枯渇していない。家計のクレジットカード債務は増加したが、そもそも債務は非常に少ない水準だった。失業率が上昇すれば家計部門の問題は悪化するだろう。ただ最近の空港をみると非常に混雑しており、人々は消費している。

選挙の年の夏枯れが今年は例年より少し早く訪れた。民主党の大統領候補に関する不確実性を除けば、両党の財政政策に大きな違いはない。人々は、トランプ氏が大統領になれば財政赤字が大幅に増加するだろうと話す、今年の財政赤字の対GDP比が7%に及んでいることを無視している。選択できるのは、歳出を増やすか減税かという政治的なものだが、いずれにせよ財政赤字は増加する。

Q：債券投資家は何に投資すべきか。

A：私は1月の推奨を維持している。年初来で、現金のパフォーマンスは好調だったが、FRBが

利下げすればパフォーマンスは低下するだろう。人々は、地方債やバンクローンなどの他の投資を検討すべきだ。

私は1月に、フランクリン・ハイ・イールド・タックス・フリー・インカム・ファンド<FHYVX>を推奨した。高利回り地方債は依然として魅力的だが、投資格付け未取得または投資不適格の部分が最も好ましいため、投資家は選別的になる必要がある。私は、パトナム・ストラテジック・インターミディエイト・ミュニシパル・ファンド<PAMYX>も引き続き選好する。ファンダメンタルズは安定しており、テクニカル面は前向きで、需要は今年に入って大幅に改善している。

フランクリン・インカム<FRIAX>の現在の分配金利回りは5.84%だ。フランクリン・インカムは、資産配分に対する柔軟なアプローチによって、市場環境の変化に対応でき、追加の上振れ余地を提供する。iシェアーズ・コア・トータル米ドル建て債券市場ETF<IUSB>は、デュレーション長期化のための割安で分散したアプローチを提供する。利回りも約5%と高い。

高い名目利回りが投資適格セクターに対する需要を今後も引き続き下支えする公算が大きいため、iシェアーズ米ドル建て社債1~5年ETF<IGSB>も引き続き選好する。バリュエーションが通常水準へ回帰するまで、投資家は信用格付けが高くデュレーションが短いセグメントに焦点を当てることで報われる可能性がある。

Q：イートン・バンス・エマージング・マーケット・デット・オポチュニティーズ・ファンド

<EADOX>に引き続き注目する理由は。

A：新興国市場の債券およびクレジットリスクに対する前向きな背景、新興国と先進国との成長率格差の拡大、およびコモディティ価格の上昇が、2024年下半期の良好な態勢を生み出している。中でもハイイールド債のバリュエーションの魅力が増していることは、投資家がアクティブマネジャーに注目すべき理由だ。

バンクローンにもさらなる上昇余地があり、フランクリン・フローティング・レート・デイリー・アクセス・ファンド<FDAAX>を選好する理由でもある。経済の底堅さが証明されてファンダメンタルズは改善している。とはいえ、市場は発行体別で二極化しており、低格付けの発行体は満期が近い負債の借り換えに苦勞する可能性がある。

クリアブリッジ・バリュー・トラスト<LMNVX>も引き続き選好する。戦略の態勢は良好だが、バリュエーターがグロースをアンダーパフォームしている。クリアブリッジは、電力需要増加などの持続的成長にバイアスをかけている。

参考資料

Sonal Desai's Picks (資料)

Company / Ticker	Price 7/10/24
Franklin High Yield Tax-Free Income / FHYVX	\$8.98
Putnam Strategic Intermediate Municipal / PAMYX	14.05
Franklin Income / FRIAX	2.32
iShares Core Total USD Bond Market / IUSB	45.44
iShares 1-5 Year Investment Grade Corporate Bond / IGSB	51.38
Eaton Vance Emerging Markets Debt Opportunities / EADOX	7.84
Franklin Floating Rate Daily Access / FDAAX	7.74
ClearBridge Value Trust / LMNVX	128.42

Source: Bloomberg

トッド・アールステン氏（パルナッソス・インベストメンツのCIO）



Todd Ahlsten/ PHOTOGRAPH BY MACKENZIE STROH

Q：市場にはまだ上昇余地はあるか。

アールステン氏：われわれは年初に、資産クラスとしてのS&P500指数、株式にとっての経済の背景、金融政策と流動性の状況を見通した。今年初めの3点に対する見方はポジティブで、今も見方は変わっていない。年末の株価は現在を上回ると予想する。

S&P500指数の質は、われわれにとってのテーマとなっている。S&P500指数は優位性が一層高まりつつある銘柄の集合体となっており、PERが上昇できる理由だ。年初のPERは19倍だった。来年のEPSを280ドル、PERを20～21倍とすると、指数は約5700となる。S&P500指数に関する私の目標は、複数の理由によって上値余地がある。

Q：今年の指数上昇が一握りの銘柄によることを懸念しているか。

A：エヌビディア、アルファベット、アマゾン、メタ、マイクロソフトなどの株価上昇を主導する銘柄は素晴らしいモート（堀）を備えている。さらに、FRBが今年後半に利下げすれば、株価上昇に乗り遅れてきた銘柄も押し上げられ

る可能性がある。

経済は非常に良好に見える。労働市場は一部で軟化しつつあるが、企業には依然として購買力があり、レバレッジも比較的低い。重要なことに、住宅価格と賃金の上昇は抑制されつつある。FRBの利下げが9月なのかその先なのかは私には分からない。とはいえ、世界の次の流動性サイクルが年末までに始まることは分かっている。

Q：明るい見方に対する潜在的脅威は。

A：業績リセッションの可能性はある。AI投資サイクルが今後数年続くと予想しているが、顧客が購入したものを消化するために追加購入を手控え始めた企業があれば悪材料だろう。地政学的状況もリスクだ。明確な勝者がいない混沌とした選挙もリスクだが、われわれは政治を考慮しないようにしている。

Q：優位性のある投資先は。

A：アルファベット、ブロードコムおよび顧客関係管理（CRM）ソフト大手のセールスフォース・ドット・コム<CRM>は、妥当な株価で、恐らく2030年まで長期的に保有できる銘柄だ。アルファベットの2026年末の目標株価は270ドルで、2027年の利益予想に基づくPERは22倍だ。

傘下のグーグルは、垂直統合されたAIプロバイダーの1社だ。検索における支配的なプラットフォームで、インターネット広告は長期的な成長の恩恵を依然として享受している。グーグルはその規模のおかげでテクノロジーの大きな波にこれまで多額を投資できおり、その投資を収益化できる位置にある。グーグルの検索事業は競争力があるため、生成AIが検索にとって破壊的にはならないとわれわれは考えている。アルファベットは数年間にわたって売上高を2桁台で成長させられる。

Q：アルファベットの「その他の事業」をどのように評価するか。

A：アルファベットは、自動運転事業のウェイモなどにも投資してきた。これらのプロジェクトは、将来成功するか、新最高財務責任者（CFO）のアナット・アシュケナージ氏がどこかで事業を停止させるかのいずれかだ。われわれはアシュケナージ氏の就任を、資本還元の強化、利益率上昇、株主還元のカタリストとみなしている。

エヌビディアは、パルナソス・コア・エクイティ・ファンド<PRBLX>の保有上位銘柄だ。エヌビディアの株価上昇を逃した人々にとって、アルファベットは垂直統合されたAIの長期的なストーリーに参加する優れた手段だ。

Q：グーグルに対する、司法省の反トラスト訴訟をどの程度懸念しているのか。

A：規制リスクがあることは分かっている。グーグルは、インターネット検索の独占を試みたとして非難されており、判決は今年後半か2025年に下されるだろう。しかし、グーグルにとってマイナスの判決となったとしても判決内容の実行までには長期間を要するだろうし、投資しない理由にはならないとみている。

Q：ブロードCOMの魅力は。

A：ブロードCOMは、グーグルのテンソル・プロセッシング・ユニット（TPU）の設計を提供している。また、先端ノードで製造されるAI用半導体におけるリーダーで、自社のAIコンピューティングまたはネットワーキングにおいて最先端の半導体の活用を望む企業はブロードCOMと協業する公算が大きいことを意味する。AI用コンピューターおよびネットワーク用半導体では、エヌビディアに対する代替的選択肢を提供する。ブロードCOMのAI用コンピューターおよびネットワーク用半導体売上高は110億ドルで、全体の約25%を占めており、急成長している。

ホック・タンCEOは、多くの買収を行ってきた。直近の買収は、仮想化ソフトウェア会社であるVMウェアの買収で、最近の規制環境を考慮するとそのような買収は二度と不可能だろう。

ブロードCOMは、半導体業界におけるパークシャー・ハサウェイ<BRK.B>のようなものだ。株価は年初来で43%上昇しており、PERは30倍だ。とはいえ、資産の偉大な集合体で、今後2年から3年の利益は2桁台後半で成長する可能性がある。

また、ブロードCOMの事業はエヌビディアよりも多様化している。売上高の40%はソフトウェアで、残りが半導体だ。AI用だけでなく、ストレージ、ブロードバンド、通信用の半導体が含まれている。タン氏は、AI以外の半導体が底打ちしつつあると述べている。

Q：ブロードCOMの株価は過去1年間で2倍超上昇している。上昇余地は。

A：株価は1700ドル近辺で、今後3年間で2400ドル強へ上昇する可能性がある。リスクとして、ブロードCOMはAI投資を控える可能性があるが、投資はまだ増加するとわれわれはみている。私は、インフ

ラストラクターでブロードコム、アプリケーションでアルファベットを推奨する。

Q：あなたはセールスフォース・ドット・コムを、2023年1月のラウンドテーブルで最初に推奨した。株価は大幅に上昇した後で反落している。株価の今後の行方は。

A：株価は年初来で2%下落している。投資家がAIに集中してきたため、セールスフォースや他のソフトウェア銘柄は取り残されてきた。私は140ドルの時に推奨し、一時は300ドルを超えたが、現在は257ドルだ。予想PERは24倍となっている。世界でも最良の企業の1社に、市場と同水準のバリュエーションで投資できる。

税引き前利益に20倍のPERを適用すると、2026年末の株価は370ドルになるかもしれない。市場を支配するセールスフォースのCRMソフトウェアの終焉（しゅうえん）は、誇張されてきた。このソフトウェアは非常に粘着的で、価格決定力も高く、獲得可能な最大市場は莫大（ばくだい）だ。営業利益率は昨年8%ポイント上昇しており、まだ上昇する余地がある。自社株買いと配当を通じて、資本配分も一層良く考えられている。

マクロ経済環境が改善するか、AIを採用したCRMソフトウェアが登場すれば、業績は予想を上回る可能性がある。それが実現すれば、バリュエーションが上昇するだろう。一方で、利益、営業利益率およびフリーキャッシュフローに基づく現在のバリュエーションは、過去1年、3年、5年および10年を下回っている。

参考資料

Todd Ahlsten's Picks

（資料）

Company / Ticker	Price 7/10/24
Alphabet / GOOGL	\$191.18
Broadcom / AVGO	1,744.69
Salesforce / CRM	252.59

Source: Bloomberg

ウィリアム・プリースト氏（TDエポックの会長兼共同CIO）

Q：今年の状況は。

プリースト氏：これまではそこそこ良好だった。秋にかけて市場の変動が大きくなる公算が大きい。三つ問題がある。第一は地政学的リスクだ。中国は国内に深刻な問題を抱えている。政府は、大衆の関心をそらすために、台湾併合の動きを加速させるかもしれない。その可能性は低いが依然として懸念要因ではある。第二は、独裁制と自由民主主義との争いだ。違いを認めること、個人の権利の尊重および法の支配は民主主義の根幹だ。一部諸国におけるナショナリズムの台頭は、反自由主義の台頭の原動力となっている。

三番目は米国の財政だ。米国の純負債の対GDP比は、ベルリンの壁崩壊から3年後の1992年は46%だ



William Priest/ PHOTOGRAPH BY MACKENZIE STROH

ったが現在は96%で、今後30年で166%を超えるだろう。民主党も共和党も、利払いを除く歳出の60%を占める社会保障やメディケア（高齢者向け医療保険制度）の支出を抑制しようとはしない。議会予算局（CBO）は、利払いが毎年の財政赤字の3分の2を占めると試算しており、利払い費が今年の8920億ドルから2034年に1兆7000億ドルに増加すると予想している。また、既存負債の3分の1を借り換えなければならず、今年は約10兆ドルの国債を発行する必要がある。

Q：株式市場は課題があるとみておらず、毎日のように最高値を更新している。

A：人々は、今年後半に金利が横ばいから低下することに賭けている。実質GDP成長率は大勢の予想以上となっている。つまり、ニュートラルから若干前向きな状況だ。債券市場の見通しも前向きだ。債券市場は、今年は政府の資金調達に対処できるだろうが、将来はそれほど確実ではない。

オンショアリングはインフレ的だ。グローバル化は人々のすべての期待を実現したわけではないが、少なくともコストを低下させた。生産を国内に戻せばコストは上昇するだろう。われわれは、サプライチェーンの効率と安全性を引き換えにした。いずれこのトレードオフは株式のバリュエーションに悪影響を及ぼす可能性がある。一方で、今年の企業業績は非常に良好になるとみられ、年後半には成功できる投資の機会が多くなる見込みだ。

Q：例えば。

A：私は1月にメタを推奨した。世界最大のソーシャルメディア企業で、世界で最も価値のある広告フランチャイズを構築した。世界のユーザーは30億人超に及ぶ。メタは、今後数年に及ぶインターネット広告のさらなる浸透の恩恵を引き続き享受するだろう。自社のデータセットは非常に広大で、情報収集能力は急速に成長している。メタは、個人と企業が直面しているAIアプリケーションの活用において、テクノロジー企業の中で恐らく最高の位置にいる。

メタの1株当たりフリーキャッシュフローが今年の約20ドルから、2026年には34ドルになると予想する。フリーキャッシュフローを約22倍で評価してメタバースの赤字の現在価値である20ドルを差し引くと、今後12～18カ月の目標株価は620ドルとなる。現在の株価は500ドル前後だ。

ブロードコムは、テクノロジー・インフラストラクチャー業界で最高の企業だ。複数の成長市場におけるリーダーで、幅広い特許のポートフォリオも備えている。顧客にとってプロバイダー変更のコストは高い。ブロードコム経営陣の価値創造の実績は強固だ。AI市場とソフトウェア販売のエクスポージャー拡大、さらには、非AI半導体事業の循環的回復が、今後数年間の予想を上回るキャッシュフローの原動力になり得る。1株当たり予想キャッシュフローの82.50ドルに23倍を適用すると、今後12～18カ月の株価は1900ドルになる可能性がある。

1月に推奨したキーエンス<6861>を依然として選好する。産業オートメーションおよび検査装置の開発・製造における世界的なリーダーだ。製品の70%はカテゴリーのトップを占め、キーエンスは受注した製品をその日のうちに出荷する。自動化のサイクルは最近、幾らかの逆風に直面したが、キーエ

ンスは工場自動化という長期的・構造的成長機会の恩恵を享受する立場にある。EPSは、2025年3月期は1710円、2026年3月期は1950円、2027年3月期は2195円になる可能性がある。

2024年3月期第4四半期の決算は好調で、自動化の減速にもかかわらず、事業の底堅さを浮き彫りにした。純利益は9%増加した。決算は予想を上回り、その状況が今後も続く公算が大きい。目標株価を7万2500円から8万円に引き上げるが、それは現在の株価を10%上回っている。

最後はソニー・グループ<6758>だ。成熟した景気敏感株から脱却して、知的所有権がけん引する事業へ変化しつつある。ソニーは、売上高の約32%、営業利益の23%を占める中核のゲーム事業において、リーダーシップの地位と堅実な収益性を謳歌（おうか）している。音楽部門は、売上高に占める割合はわずか12%だが、営業利益では24%を占めている。イメージング&センシング・ソリューション部門は、売上高の12%、営業利益の15%を占めている。これらのすべての事業は、複占または寡占状態の成長市場における事業だ。今年後半には、金融事業のスピンオフが予想される。

ソニーの今後数年間のキャッシュフローは増加し、予測確度が高まるだろう。資本配分の規律を改善し、主に自社株買いを通じて株主還元も強化した。株式には1万6000円の価値がある。EPSは、2025年3月期が825円、2026年3月期が925円、2027年3月期が1000円になる可能性がある。

Q：年初来の株価パフォーマンスは良くない。何が理由か。

A：買収の可能性に関して混乱があった。ソニーはパラマウント・グローバルの買収に関与していたがその問題は終息した。現在の株価は1万3265円で、今後上昇するとみている。

参考資料

William Priest's Picks

（資料）

Company / Ticker	Price 7/10/24
Meta Platforms / META	\$534.69
Broadcom / AVGO	1,744.69
Keyence / 6861.Japan	JPY75,830
Sony Group / 6758.Japan	14,845

Source: Bloomberg

アビー・コーエン氏（コロンビア大学教授）

Q：経済と市場をどのように見ているのか。

コーエン氏：米国経済は良好な状態にある。失業率は4.1%で、労働参加率は上昇している。時間当たり平均賃金の上昇率は約4%で高止まりしているとみられ、労働者の賃金がインフレ調整後で増加していることを意味し、それは経済成長にとって好材料だ。私は、リセッションになるとはみていない。



Abby Joseph Cohen/ PHOTOGRAPH BY MACKENZIE S TROH

インフレは最悪期を脱した。私は、FRBが金利を積極的に引き下げるとは予想しておらず、これまでの政策金利の維持は私にとって問題ではない。

サプライズとしては、株価は私の想定以上に上昇した。決算は非常に好調で、私はAIの影響がこれほど劇的とは想定していなかった。AIに関連した5銘柄が、S&P500指数の年初来上昇の60%に寄与している。年初来で、S&P500指数の上昇率は15%だが、S&P500均等加重指数の上昇率はわずか約5%だ。

Q：今後については。

A：私には懸念が二つある。多額の設備投資をAIに振り向けてきた企業が、その恩恵を受けているか否かと質問された場合の答えはまちまちだ。AIに対する熱狂が時期尚早ではないかと懸念している。また、市場のバリュエーションも懸念している。S&P500指数のPERは、利益予想にもよるが21~22倍だ。AIブームが去ればバリュエーションが低下する可能性がある。今年と来年の増益率を8%と6%と想定すると、S&P500指数の水準は5500よりも5200の方が妥当だ。

政治と政策の面では、今年の選挙が11月の5日または6日に終わらないのではないかと懸念している。さまざまなグループが、支持する候補が勝利しない場合にどのように反応するかについて、既に懸念が浮上している。また、最高裁判所がいわゆるシェブロン法理を覆したことは、規制の状況を悪化させる可能性がある。

最後に、トランプ前大統領が提唱しているような関税は、米国の消費者によって賄われることになり、インフレ的でもある。インフラストラクチャー、テクノロジーおよび環境に対する長期的な投資を下支えするバイデン政権が制定した法律は、危機状態に陥り、資金も提供されない可能性がある。移民抑制は、米国経済にとって害になるだろう。

Q：そのような懸念は、あなたの投資判断をどのように形成しているのか。

A：最初の推奨銘柄であるサムスン電子<005930.韓国>は、多角化したグローバル企業で、AIの受益者とみなされてこなかった。過去12カ月の株価上昇率は約15%で、AI関連の大手銘柄をアンダーパフォームしている。利益は2023年に減少した。事業上の懸念もあったが解消されている。サムスン電子はDRAM輸出の大幅な増加の恩恵を受けている。サムスン電子の今年の増益率は20%を超える可能性がある。今期予想PERは約15倍で、自己資本利益率（ROE）は約10%で上昇傾向にある。

米国では、SPDRポートフォリオS&P500バリュエーションETF<SPYV>を選択する。438銘柄で構成され、配当利回りは2.3%だ。

Q：S&P500指数とは、何が異なるのか。

A：金融とヘルスケアのウエートが高く、情報テクノロジーのウエートが低い。S&P500均等加重指数を年初来でアウトパフォームしている。

米国の銘柄では、アイケアニーズに対応するナショナル・ビジョン・ホールディングス<EYE>を
好する。店舗の来店者数減少を理由に、過去数カ月で株価は下落した。低・中所得層労働者の雇用ト
レンドが好調で、インフレ調整後の賃金も増加しているために、私は楽観的だ。アイケアは永遠には
先送りできない。また、所得水準の高い層も、会員制倉庫型スーパーのコストコ・ホールセール
<COST>やディスカウントストアチェーンのターゲット<TGT>で買い物をするように、ナショナ
ル・ビジョン・ホールディングスで買い物をするようになっている。

PERは、以前は30倍台後半だったが現在は2024年予想で22倍、2025年予想で16倍と、安全の余裕を提
供している。AIフィーバーが冷めれば小型株全般が一層の関心を集める可能性がある。

英国では総選挙で労働党が完全勝利を収めた。労働党の経済政策が経済成長を下支えし、欧州に対す
るより穏健なアプローチになると一般的に認識されている。FTSE100指数のパフォーマンスは良くな
いが、私はiシェアーズFTSE250ETF<MIDD.英国>を推奨する。FTSE100指数とFTSE250指数のバリ
ュエーションと配当利回りはほぼ同水準だが、FTSE250指数構成銘柄の売上高と利益の成長率は比較
的高い。今年の増収率は、FTSE100指数の1%に対して、FTSE250指数は約4.5%だ。増益率は3%と1
5%で、一層の差がある。英国のウエートは、FTSE100指数の22%に対してFTSE250指数は53%だ。
英国経済が改善するにつれて、バリュエーションに機会があるとみている。

参考資料

Abby Joseph Cohen's Picks (資料)

Company / Ticker	Price 7/10/24
Samsung Electronics / 005930.Korea	KRW87,800
SPDR Portfolio S&P 500 Value / SPYV	\$49.12
National Vision Holdings / EYE	12.12
iShares FTSE 250 / MIDD.UK	GBP19.55

Source: Bloomberg

ジョン・ロジャース・ジュニア氏 (アリエル・インベストメンツの創設者および会長兼共同CEO兼CIO)

Q：市場の見方は。市場にはさらなる好材料はあるか。

ロジャース・ジュニア氏：AI銘柄主導の異例の上昇相場が天井に近づきつつあるという感じが、6カ月
前よりも強まっている。市場がいつピークに達するかは分からないが、現在の状況はハイテクバブル
の時代を想起させる。



John W. Rogers Jr./ PHOTOGRAPH BY MACKENZIE STR
OH

現在の市場の先導役が実際の事業と利益を伴っていることは理解しているが、株価は非常に割高だ。大型グロース株と小型バリュー株との間のパフォーマンス格差は恐らく史上最大だ。その差は、どこかの時点で縮小しなければならない。また、景気も減速しているように見える。企業は、消費者が居心地の悪さを感じながら消費しているのではないかと懸念を高めている。既にリセッションを感じていると述べた企業もある。

新たに、パラマウント・グローバルを推奨する。ガベリ氏も1月に推奨していた。パラマウントは身売りし、素晴らしい資産を持っていたために懸命な投資家を引き付けた。しかし株価は毎週のように下落している。現在の悲観的見方は極端で、それが投資機会を生み出している。

Q：スカイダンス・メディアが、パラマウント株式の過半数を保有しているナショナル・アミューズメントの買収で合意した。これは、パラマウントの他の投資家にとって何を意味するのか。

A：新たな経営陣が、以前の経営陣よりも良好な株主価値を創造できることを期待している。しかしわれわれは、複雑な買収がパラマウントの資産価値を反映していないと感じている。他の提案を評価する45日間のゴーショップ期間と、パラマウントによる競争的な売却プロセスの追求意欲に勇気付けられている。

Q：パラマウントの基調的価値の試算額は。

A：最低でも1株当たり20ドル台前半だ。株価は、プライベート市場における価値に対して約50%のディスカウントとなっている。また、来期予想PERも約7倍と、利益に基づくバリュエーションでも割安だ。

パラマウントがコンテンツを最大限活用しなければならない柔軟性を、人々は理解していない。過去の映画制作、偉大な作品集、最近の映画やショーが評価されていない。パラマウント・プラスだけでコンテンツを配信する必要はなく、ソニーのような「武器商人」戦略によって、コンテンツを動画配信大手のネットフリックス<NFLX>、アップル<AAPL>またはウォルト・ディズニー<DIS>に販売することも可能だ。傘下の黒人視聴者向けケーブルテレビ局ブラック・エンターテインメント・テレビジョン（BET）や有料ケーブルチャンネルのショータイム、さらには映画スタジオの不動産や映画スタジオ自体に価値がある。

次の銘柄は、玩具メーカーのマテル<MAT>だ。株価は16ドル前後だが、プライベート市場における価値を28ドルと推定している。イノン・クライツCEOは、約束をすべて達成している。コストを劇的

に削減し、財務内容を再編した。フィッシャー・プライスやアメリカン・ガールといったブランドを再生したが、昨年の映画『バービー』のように、コンテンツを複数の手段で収益化できる能力にわれわれは興奮させられた。クライツ氏は、知的財産をどのように有効活用すべきかを分かっている。

玩具の季節が予想より好調になることを期待したい。小売マーケットプレイスでは、特に玩具に関連して、在庫に対して多くのマイナス要因が語られてきた。人々は、マテルの玩具ブランドでメディアコンテンツを創造する能力を評価していない。『バービー』が非常に成功したために、映画のディレクターやプロデューサーによるブランドの買い付けをわれわれは予想している。また、将来の映画に対しては優位性のある経済モデルも備えている。バランスシートは強化されており、リスクは比較的低い。

三番目の銘柄は、ゲームエンターテインメント施設を運営するボイド・ゲーミング<BYD>だ。バランスシートはゲーミング企業の中で最も強固だ。ゲーミングは、免許やゾーニングが理由で参入障壁が高い。ゲーミング企業が米国の他の地域で新たな免許を取得するのはまれで、競合他社がラスベガスでゾーニング免許を取得するのも困難だろう。

われわれはボイドの経営陣を好感している。ゲーミング企業であるファンデュエルの一部を保有しており、その評価額は15億ドルに上ると試算されるが、全く評価されていない。米国の10州で事業を行うなど、地域的に事業が分散されている。来年予想のPERは8~9倍で、プライベート市場の評価額（86ドルと推定される）に対して40%のディスカウントとなっている。直近四半期決算は予想を下回り、株価は妥当と思える以上に下落した。

最後は、ライブエンターテインメント会社のマディソン・スクエア・ガーデン・エンターテインメント<MSGE>だ。マディソン・スクエアは、世界最高峰の娯楽とスポーツ・アリーナを運営しているにもかかわらず、株価は横ばい圏で推移している。株価は34ドルで、われわれが試算するプライベート市場価値に対して40%のディスカウントとなっている。今から10年、20年後でも、人々はコンサートや、アイスホッケーのニューヨーク・レンジャースやバスケットボールのニューヨーク・ニックスの試合を観るために、マディソン・スクエア・ガーデンに足を運ぶだろう。さらに、マディソン・スクエア・ガーデンの空中権は非常に価値があるが、有効活用されておらず、ウォール街でも理解されていない。

参考資料

John W. Rogers Jr.'s Picks

(資料)

Company / Ticker	Price 7/10/24
Paramount Global / PARA	\$11.70
Mattel / MAT	16.31
Boyd Gaming / BYD	55.10
Madison Square Garden Entertainment / MSGE	34.80

Source: Bloomberg

By Lauren R. Rublin
(Source: Dow Jones)

2. パラマウントとスカイダンスの合併、敗者は投資家か Shari Redstone Wins, Shareholders Lose in Paramount-Skydance Deal オラクル創業者の息子に経営権を譲渡

[フィーチャー]

物言えぬ一般株主



KEVIN DIETSCH/GETTY IMAGES

7月上旬に発表された、ハリウッドの伝説的な映画スタジオを持つメディア大手のパラマウント・グローバル<PARA>と独立系映画制作会社スカイダンス・メディアの合併が示すのは、少なくともウォール街での大きな取引に関しては、勝つために失うこともあるということだ。それでも、株主は悪い取引のように見えるものを受け入れざるを得ないのかもしれない。

パラマウントの株価は年初来で約22%、過去5年間に約80%下落しており、一部の投資家は現金の得られる取引を望んでいた。しかし、スカ

イダンスとの合併条件は、彼らを満足させるものではなさそうだ。パラマウントのシャリ・レッドストーン会長率いるナショナル・アミューズメンツは、議決権のないB株を保有する一般株主の大部分よりも、はるかに有利な条件を得ている。議決権のあるA株の保有者も、B株の保有者よりも有利な条件を得ている。そして、パラマウントは今回の合併を主導しているスカイダンスの資産を購入するため、多大な額を支払っている。

ただ、株主は合併を承認する機会すら得られない。ナショナル・アミューズメンツは、パラマウントに対する経済的持ち分が10%弱であるにもかかわらず、パラマウントの約90%を支配するB株の保有者による株主投票を認めない合併を受け入れた。スカイダンスは、米法人向けソフトウェア大手のオラクル<ORCL>の共同創業者ラリー・エリソン氏の息子であるデービッド・エリソン氏が代表を務めている。

しかし投資家は、合併が成立した場合にB株が8.50ドル程度まで下落するのではないかと懸念している。投資家が株式の半分の1株15ドルで取得すると仮定し、残り半分の価格がいくらになるかを計算すると、11.73ドルになる $((15\text{ドル} + 8.50\text{ドル}) / 2 = \text{約}11.73\text{ドル})$ 。パラマウントは依然として100億ドル以上の純負債を抱えており、2025年のフリーキャッシュフローは少額にとどまると予想されている。一方、パラマウントがレガシーメディア事業から生み出す収入と利益を圧迫する厳しい業界トレンドとの闘いは続く。

シティグループのアナリスト、ジェイソン・バジネット氏は顧客向けメモの中で、パラマウントの想定価格である約8ドルについて「比較的控えめなバリュエーション」と書いたが、2025年の予想利払い・税引き・償却前利益 (EBITDA) に基づく株価EBITDA倍率は約6倍と複数の同業メディアと同水

準になることを認めた。合併成立後、パラマウントの流通株式数は約半分になるため、投資家に利益をもたらす可能性がある。

パラマウント株は投資家の墓場

Inside the Deal

The Paramount transaction features three entities, an acquisition and a merger, two shareholder classes, and no vote for most shareholders.

Paramount Global	PARA / PARAA
Non-voting Share Price	\$11.73
Voting Share Price	\$21.43
Deal Terms	Non-voting holders get \$15 a share for nearly half their stock. Public holders of voting stock get \$23 a share. Skydance paying \$2.4B for National Amusements. No breakdown of price paid for its Paramount stock but could be \$30 a share.
Controlling Shareholder	National Amusements (Redstone family) 77.4% of voting stock

Sources: Bloomberg, company reports

大きな問題は、なぜ今回の合併が必要だったのかということだ。ナショナル・アミューズメンツは好条件で売却されるが、議決権を持たない一般株主のための取引は全く手厚いものではなく、上昇分の大部分はスカイダンスに持って行かれることになる。ライトシェッド・パートナーズのアナリスト、リチャード・グリーンフィールド氏は「パラマウントは独立を維持し、コストを削減し、非中核事業を売却するべきだった」と主張する。グリーンフィールド氏はそれらの措置を、すぐに会社を売却する必要のない「簡単な改善策」と説明し、「それらが終われば、パラマウントはより良い条件での売却を検討できたはずだ」と6月時点で主張していた。

株主は、パラマウントが登記されているデラウェア州で、今回の合併に異議を唱える訴訟を起こす可能性がある。デラウェア州の裁判所は、取引の公平性を評価する際、非支配株主による投票を重視する。パラマウントは年次報告書（10-K）で、A株とB株の株主は一般的に「同じ経済的権利を有する」と書いている。これは合併における平等な扱いを示唆しているが、今回はそうではない。

いわゆるゴーショップ条項があり、パラマウント取締役による特別委員会は今後45日以内に他の提案を検討することができるが、ゴーショップで代替案が採用されることはめったにない。

パラマウントは近年、投資家の墓場となっている。一見割安に見える株価が、ファンダメンタルズの弱まりによってさらに割安になるという典型的なバリュートラップだ。今後もこの状態が続くかもしれない。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

3. バイデン氏もトランプ氏も鉄鋼業界を救いたい、つぶす可能性もある [フィーチャー] Biden and Trump Want to Save the Ailing Steel Industry. They Could Kill It Instead. 地元経営者の独白：米鉄鋼業界の復活は支持するが、関税引き上げは解なのか

政治に翻弄される米鉄鋼業、代償を払うのは米国民



PHOTOGRAPH BY ROSS MANTLE

米国の次期大統領の座を競うバイデン現大統領とトランプ前大統領は、多くの点で意見が一致しない。しかし、こと鉄鋼に関しては、両者とも米国企業による米国内での生産を望んでいる。その代償を払うのは米国民だ。

政治に飲み込まれてきた鉄鋼業は、サービス業の比重が高まる米国経済にとって重要ではなく、ほとんど無視できるほどだ。だが、ペンシルベニア州では重要で、その上州民は今後4年間のホワイトハウスの主（あるじ）について、賭け以上の決定力を持つ。2020年、バイデン氏

はわずか8万0555票差でペンシルベニア州を制した。その結果、過去数年間の急激なインフレの重圧の下ですでに疲弊している米国民にとってコストの上昇を意味しても、鉄鋼業界は低コストの外国企業との競争から保護されるべきだという超党派の合意が得られた。バイデン政権は、中国の鉄鋼製品に課す関税を7.5%から25%に引き上げる最終決定に近づいている。トランプ氏は、中国製品に対するすべての関税を少なくとも60%に引き上げると述べている。両者とも、ピッツバーグを拠点とする鉄鋼メーカー、ユナイテッド・ステーツ・スチール（USスチール）＜X＞に対する日本製鉄＜5401＞の買収案に強く反対している。

しかし、米国内の鉄鋼業を活性化させるには、それなりの代償が伴う。従業員42人を抱えるペンシルベニア州バトラーの精密メーカー、ベルビル・インターナショナルのオーナーであるラルフ・ハード氏は、その犠牲者の1人となるかもしれない。ベルビルはここ2、3年で急成長を遂げ、何トンものステンレス鋼、その他鋼鉄、チタン、その他の金属を、石油掘削業者、電力会社、製鉄所などの企業向けにスプリング、ワッシャー、ガスケット、その他あらゆる部品に加工している。しかし、ハード氏は関税の引き上げによるコスト上昇を懸念しており、「本当に心配だ。川下の製造業は大きな打撃を受けている」と語っている。関税は輸入品の国内購入者が支払う一種の税金で、25%の関税がかかると100万ドルの鉄鋼購入コストは125万ドルになる。

ホワイトハウスは鉄鋼輸入への関税引き上げに動く

トランプ氏は2018年に鉄鋼とアルミニウムに関税を課している。米大手自動車メーカーのゼネラル・モーターズ＜GM＞とフォード・モーター＜F＞は、それぞれ10億ドル以上のコスト増になったと発表した。米建設・鉱山機械大手のキャタピラー＜CAT＞は2018年、最大2億ドルのコスト増になると述べた。米大手家電メーカー、ワールプール＜WHR＞は3億ドルと見積もり、輸入洗濯機への関税を求め



PHOTOGRAPH BY ROSS MANTLE

るロビー活動で得た利益が相殺されると述べた。製造業者の失望をよそに、バイデン氏は就任時にトランプ時代の鉄鋼関税を維持することを決定した。

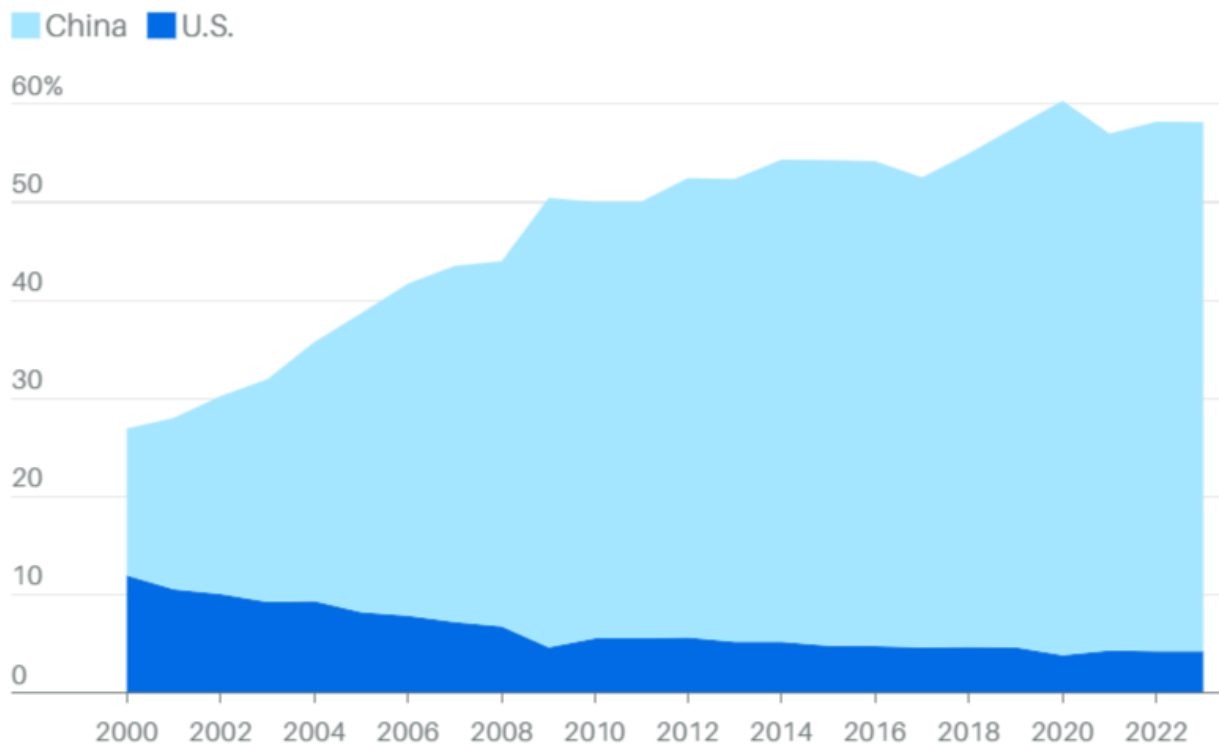
現在、一部の鉄鋼生産者は、この規制をさらに強化するよう働きかけている。バイデン氏はこの春、ピッツバーグを訪れ、中国の鉄鋼輸入に対して3倍以上の関税を課すと発表した。業界幹部はまた、関税をより効果的なものにするようバイデン、トランプ両陣営に働きかけている。

一部の鉄鋼メーカーによると、課税を回避しようとする中国企業はメキシコでわずかな仕上げ工程を加えた鉄鋼を米国に輸出している。米国で昨年消費された輸入鋼材のうち、中国から直接輸入されたものはわずか2〜3%だったが、メキシコは15%近くを占めている。バイデン政権は7月10日、メキシコを経由する鉄鋼とアルミニウムの関税逃れを阻止するための対策を新たに導入すると発表した。

USスチールの命運も政治が支配

A New Giant Appears

China has seen its share of the world steel market soar even as U.S. market share has continued to decline.



Source: World Steel Association

ハード氏は一部製品の原料鋼材を、ピッツバーグから1時間ほどのところにある代理店を通じて購入している。ピッツバーグにはUSスチールのモン・バレー工場があり、年間290万トンの粗鋼を生産している。本誌が4月に注目株として取り上げたUSスチールは、かつてのような巨大企業ではない。中国は急速な工業化を遂げ、鉄鋼生産者を優位に立たせるように後押しした。現在、中国企業は年間10億トン以上の鉄鋼を生産しているが、米国はわずか8100万トンである。世界鉄鋼協会によると、USスチールの年間生産量はわずか1575万トンで、粗鋼生産量では世界第24位、米国ではニューコア<NUE>とクリーブランド・クリフス<CLF>に次ぐ第3位である。

最近、鉄鋼価格は下落している。買い手が新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）期に積み上がった余剰在庫の処理中であることや、建設業界が高金利の痛手で減速していることが一因だ。今年に入り、鉄鋼価格の指標となる熱間圧延コイルの価格は39%下落している。ウルフ・リサーチのアナリスト、ティムナ・タナーズ氏は「複数の企業が需要を過大評価していたため、特定の種類の製品については、効率の悪い製鉄所を閉鎖せざるを得なくなるだろう」と語る。

製鉄株もアンダーパフォームしている。米最大の製鉄会社ニューコア<NUE>の株価は152ドルまで年初来12%下落している。クリーブランド・クリフス<CLF>とUSスチールは同期間にそれぞれ24%、20%下落した。

ペンシルベニア州ブラッドックにあるUSスチールのエドガー・トムソン工場では650人が雇用されており、巨大溶鉱炉で圧延コイルを生産し、他の地元工場で追加加工が行われる。工場は24時間稼働しているが、近隣は荒廃し、空き家が目立つ。店は閑古鳥が鳴いており、鉄鋼業界の衰退を物語っている。

昨年、USスチールの経営陣は身売りが最善と判断し、買収先調査開始前の株価に140%のプレミアムが上乗せされた1株当たり55ドルで日本製鉄からの買収提案を受け入れた。

買収反対の動き



PHOTOGRAPH BY ROSS MANTLE

しかし、USスチールの歴史こそ有権者にとってアメリカン・サクセスと同義語である。多くの政治家にとって、USスチールの日本企業への売却を受け入れることは難しい。バイデン大統領は「USスチールは国内の株主が所有し、国内で操業するアメリカの鉄鋼会社であり続けることが決定的に重要だ」と述べた。トランプ候補は「何としてでも」両社の合併を阻止すると語った。

アレゲニー郡評議会委員で地元の共和党の委員長を務めるサム・デマクロ氏は「『USスチール』なのだ。もし、ニューコアや他の企業の名前であれば、話は別かもしれない。一般の人には、あ

たかもワシントン記念塔を売却するかのように映るはずだ」と指摘する。

米連邦議会のペンシルベニア州選出議員も同調している。民主党のジョン・フェターマン、ボブ・ケ

ーシー両上院議員はこの春にバイデン大統領へ書簡を送り、「アメリカの鉄鋼業界を中国の不正競争行為から守るために」中国製鉄鋼に対する関税を維持するよう働きかけた。フェターマン上院議員はブラッドックの工場の川向いに住居を構えるが、買収提案を「まったくとんでもない」と一蹴する。

政治的な原動力の一つは、全米鉄鋼労組（USW）による合併反対である。USWは、USスチールが合併相手を決める前にUSWに相談しなかったことは組合協約に違反すると主張する。日本製鉄の森高弘代表取締役副社長はこの春、複数回ピッツバーグを訪問した。日本製鉄が既存の労働契約を維持し、14億ドルの新規投資を行い、労働者のレイオフ（一時解雇）は行わず、合併に伴う工場閉鎖もしないと確約することで、労働組合の支持獲得と政治的反対派を抑え込もうと試みた。

森副社長が最近アナリストに語ったところでは、政治的反対は大統領選後は鎮静化すると考えているとのことだが、USWのデービッド・マコール委員長はそうはならないと主張する。

製造業復活で米鉄鋼産業は再生するか

A Shrinking Industry

The number of iron and steel manufacturing workers in the U.S. has dropped sharply.

140 thousand workers



Source: Bureau of Labor Statistics

米国はかつて世界最大の鉄鋼生産国であり、消費大国だった。急成長する製造拠点が大量の鉄を必要とし、鉄道や工場、アメリカ西部の建設に使われた。製鉄の優位性はアジアへ移り、米国はスクラップ鉄の最大の輸出国の一つとなっている。老朽化した洗濯機や冷蔵庫、使われなくなった鉄製機械が溶解後、再生品として利用されるのである。

米鉄鋼産業の凋落（ちょうらく）を食い止められるか否かはバイデン大統領あるいはトランプ氏が製造業全般を復活させられるかにかかっている。バイデン大統領は就任後、半導体やバッテリー、電気

自動車（EV）のようなグリーンテクノロジーの国内製造を目的に歳出法を制定した。Bライリー・セキュリティーズの素材アナリスト、ルーカス・パイプス氏は、そうした支援が継続されれば、製鉄所は活性化するはずだと語る。

バトラーの製造業のオーナー、ハート氏は2018年の輸入関税強化後、地元の鉄鋼サプライヤーはハート氏が部品製造に使用するのと同じ種類の合金鋼の価格を約20%値上げしたと語った。値上げ分の約半分を顧客に転嫁したところ、原材料価格の上昇分を吸収するどころか、顧客はインドや中国の安価なサプライヤーに流れてしまったと嘆く。

ハート氏は地元の鉄鋼産業が競争力を付けることを支持すると語るが、関税でそれが達成できるとは考えていない。「私の質問は次の一手は何かということだ。本当に米国のグローバル競争力を高められるのか、だ」。

By Joe Light
(Source: Dow Jones)

4. AIフィーバーで最高値更新も割高懸念

[フィーチャー]

Worried About Nvidia's Grip on the Stock Market? Here Are 3 Moves to Make Now
退職投資家の対処法を考える

上昇の大半を一握りの銘柄が支える



BOB RIHA, JR./GETTY IMAGES

株式市場が史上最高値を何度も塗り替え、投資家たちは大いに喜んでいる。だが、株式が割高ではないかという懸念が疑問を投げ掛ける。熱狂を祝うべきなのか、それとも手じまうべきなのか。答えはその両方だ。

もちろん、喝采する理由は、S&P500指数が年初来で18%上昇し、最近、5633の最高値を付けたことだ。しかし、人工知能（AI）への熱狂という市場を押し上げている力は、ほんの一握りの銘柄が上昇のほとんどを支えているため、不安をかき立てることにもなっている。BTIGのチ

ーフ・マーケット・テクニシャン、ジョナサン・クリンスキー氏によれば、上昇銘柄の狭さ、楽観主義、ボラティリティーの低さが相まって、前例のない状況が生じている。クリンスキー氏は最近の顧客向けメモで「ゴムひもは日に日に伸びているが、いつ切れるかを予測するのは依然として極めて難しい」との見方を示した。

■ ハイテク・バブルの再来か、今回は違うのか

前回のハイテク・バブルの再来と見る向きもある。アライト・ソリューションズ401(k) インデックスによると、確定拠出年金(401k)プランに占める株式の平均シェアは72%に達し、ハイテク・バブルがはじけた2001年1月以来の高水準となっている。また、幾つかの指標から見ても、市場はかなり割高に見える。ロサンゼルス・シグネチャー・エステート&インベストメント・アドバイザーズの投資ストラテジスト、ジーン・バラス氏は、CAPE(景気循環をならし物価変動を除外した株価収益率)がハイテク・バブル時代以来の水準に近づいていると指摘している。

にもかかわらず、重要な違いがある。今回、米半導体大手エヌビディア<NVDA>をはじめとするマグニフィセント・セブン銘柄の高水準のバリュエーションを支えているのは、実際の利益なのだ。さらに、ルーソルド・グループのダグ・ラムゼイ最高投資責任者(CIO)によれば、他の銘柄も割高ではないという。ラムゼイ氏は「ほとんどのS&P500構成銘柄のバリュエーションは、指数そのものに比べればかなり割安に見える」と最近のレポートに書いている。

■ 401kの配分の見方

では、退職後の投資家はどのようなのだろうか? もちろん、自己陶醉という選択肢もある。アライト・ソリューションズのロブ・オースティン氏は「人々は401kの残高が増えるのを見るだけで非常に満足している」という。

それでも、上昇局面に参加し、不可避の下降局面を現金に逃避することなくなんとか乗り切ることができるような投資戦略を持つ方が良い。例えば、あなたの401kがターゲット・デート・ファンドに投資されている場合、ベストなプランは単純にそのままにしておくことかもしれない。ターゲット・デート・ファンドとは、プロが運用するファンドで、目標とする退職の年が近づくにつれ、資産構成が徐々に保守的になっていく。運用担当者は、ファンドの目標を維持するように株式と債券の組み合わせを微調整する。

株式と債券の比率が60対40のインデックスは、ターゲット・デート・ファンドの「適度な配分」とみなされ、年間では約9%の上昇となっている。このリターンはS&P500指数と比較すると見劣りするかもしれないが、ハイテクに裂け目が入り始めた場合、ファンドは急落の影響を受けにくくなる。

■ リバランスの勧め

自分で運用するなら、ポートフォリオのリバランスを検討すべきだ。そのためには、一部の勝ち組(今日の市場では大型グロース株)を売却し、あまり芳しくないセクターや市場セグメントを購入する必要があるかもしれない。不動産、小型株、バリュー株など、そうした分野はたくさんある(課税口座でリバランスをすると、キャピタルゲイン税が発生する可能性があることを覚えておこう)。

モーニングスターのリサーチ担当バイス・プレジデント、ジョン・レケンタラー氏は、少なくとも退職を間近に控えていない投資家には、現在の市場でバリュー株へリバランスすることを推奨している。近年はグロース株が大きくアウトパフォームしているが、2022年の市場急落時には、上場投資信託(ETF)のバンガード・バリューETF<VTV>はわずか2%の下落にとどまったものの、バンガード・グロースETF<VUG>は33%下落した。

多くの場合、グロース株からバリュー株へのリバランスはポートフォリオの役には立たない。レクンタラー氏は「でも、それが助けになるときは、本当に助けになる」と語る。

定年退職が近づいている人は、より保守的な資産構成を好むかもしれない。あと何十年も先の人は、依然として株式への高い配分が必要かもしれない。しばらくポートフォリオに手をつけていない投資家は、以前よりも株式への配分が高くなるだろう。株式がポートフォリオに占める割合が増えれば、債券が占める割合は減る。

株式が急騰し続ければ、リバランスは素晴らしいものには見えないだろうが、株式市場の大きな調整が出る前に株式を減らしておいてよかったと思うはずだ。

By Elizabeth O'Brien
(Source: Dow Jones)

5. GLP-1の懸念で売られたレスメド株は買い

GLP-1 Concerns Clobbered This Healthcare Stock. It's Time to Buy.
懸念は過剰反応でバリュエーションは魅力的

[注目銘柄]

GLP-1のニュースに過剰反応



COURTESY RESMED/BUSINESS WIRE

呼吸器系医療機器のレスメド<RMD>は肥満症治療薬が業績に与える影響への懸念で最近売られたが、買いのチャンスに見える。

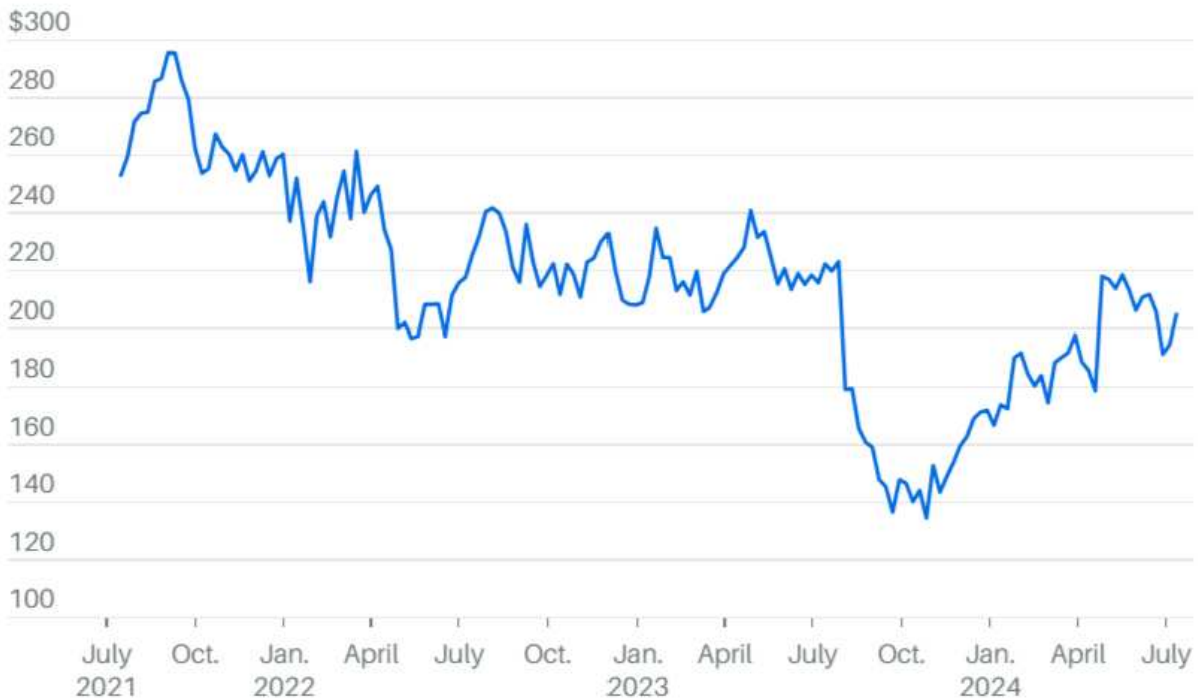
6月21日発表の治験の結果で、イーライリリー<LLY>の肥満症治療薬ゼップバウンドは閉塞性睡眠時無呼吸症候群（OSA）の症状を63%改善し、治験対象者の半数で症状がなくなったことが示されて以降、レスメドの株価は10%下落した。OSA患者には朗報だが、持続陽圧呼吸療法（CPAP）機器とマスクを製造するレスメドの将来の需要に懸念をもたらした。

株式市場はこの類のニュースに過剰反応することで知られておりレスメドの下落もそうだ。ニーダムのアナリストのマイク・マトソン氏は今年400万人超がGLP-1受容体作動薬を使用すると推定する。その内半数未満にOSAの症状があり、平均してコストが100ドル弱のCPAPマスクを使用するのは62万1000人にすぎない。この機器の使用を止めるのは数十万人程度で、他の数十万人はOSAと診断されレスメドの機器を使っているが、GLP-1のために機器の使用を止めないだろう。

業績への悪影響は限定的

ResMed

(RMD / NYSE)



Source: FactSet

マトソン氏は全てを考慮して今年レスメドが失う売り上げは3700万ドルで、コンセンサスの売上高予想48億ドルの1%未満にとどまり、2027年まで7500万ドル以内にとどまると予想する。

また、モーニングスターのアナリストのシェイン・ポンラジ氏によるとGLP-1がレスメドのCPAP機器の売り上げを増やす可能性がある。人々が健康と睡眠の質向上をより意識することで機器の使用が増え得る。4月の第3四半期決算発表で、レスメドはGLP-1を使用する人は使用しない患者と比べてCPAP機器を使い始める可能性が11%高いと述べた。

ポンラジ氏は「GLP-1によってCPAP市場が大幅に縮小するとは思わない。医師によれば、今までOSAと診断されていなかった患者がGLP-1によってCPAP機器を使用する例が増えている」と語る。

ゼップバウンドや他の肥満症治療薬を使用する患者もそれを永遠に使い続けるわけではない。LRTキャピタルマネジメントの創業者のルーカス・トミキ氏は、多くの人が使用を止めて体重が増えていると指摘し、レスメド株の下落が続けば買い増すと述べる。

大きな成長余地

Key data

Headquarters	San Diego
Recent Price	\$204.83
YTD Change	19.1%
Market Value (billion)	\$30.1
2025E Sales (billion)	\$5.0
2025E Net Income (billion)	\$1.3
2025E EPS	\$8.80
2025E P/E	23.3
Dividend Yield	1.0%

Note: E=estimate; estimates for fiscal year ending June 2025

Source: Bloomberg

レスメドには大きな成長余地がある。世界で10億人近くが中程度か重度のOSAにかかっているが、現在レスメドが機器を提供する患者は数千万人であり、今後より多くの患者に提供する余地がある。重要なのはCPAP機器は過去数年にわたり効果を示しているだけでなく妥当な価値があることだ。機器は数カ月から数年使用可能で、価格は100ドル未満から1000ドル超だが、米国ではメディケア（高齢者向け医療保険制度）が通常費用を負担する。

8月1日に第4四半期の決算発表が予定されており、アナリスト予想は売上高が前年同期比8%増の12億2000万ドル、1株当たり利益（EPS）が2桁増の2.08ドルだ。

ファクトセットによるアナリスト予想では、2027年まで増収率は1桁台後半で売上高は59億ドルに達すると見込まれている。コストの伸び率は増収率よりも低く、利益率は31.6%から32.6%に上昇して、少なくとも今後3年間EPSは2桁台で増加する見込みだ。

また、レスメドは10億ドル近い年間フリーキャッシュフローを使って毎年2億ドルの自社株買いを行う計画で、これもEPSの増加に貢献する。

ニーダムのマトソン氏は「レスメドは1桁台半ばから後半の増収率を維持し、利益率の改善に伴いそれよりもはるかに高いEPS成長率を実現し得るとの見方から、買いの投資判断を維持する」と述べ、目標株価を10日終値の192.33ドルから23%上昇の236ドルに設定している。

バリュエーションも魅力で、12カ月予想株価収益率（PER）は21.9倍でほぼS&P500指数の22.1倍並み

だが、最近の下落前の23.5倍から低下し、過去5年間の平均の32倍強を大幅に下回っている。

このバリュエーションならば投資家は夜ぐっすりと眠れる。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

6. 「ほえるキティ」、キース・ギル氏の錬金術 The Math Behind Roaring Kitty's Chewy Stake 'Defies the Odds' チュイー株への巨額投資、資金調達先の謎

[フィーチャー]

復帰した「ほえるキティ」の謎



MICHAEL NAGLE/BLOOMBERG

キース・ギル氏が復帰して1カ月が過ぎ、「ほえるキティ」のハンドルネームで知られるこのオンライントレーダーを巡る謎は深まるばかりだ。最大の疑問は、ギル氏がゲームソフト販売大手のゲームストップ<GME>およびペット用品小売り大手チュイー<CHWY>の株を取得するための数億ドル相当の資金をどこから調達したのかということである。インタラクティブ・ブローカーズのチーフ・ストラテジスト、ステイブ・ソスニック氏は、「ギル氏が集めた資金は驚くべき金額だ」と話す。

ギル氏は2021年、オンラインで個人投資家に呼びかけてゲームストップの株価を途方もない高さまで引き上げた。映画館チェーン大手のAMCエンターテインメント・ホールディングス<AMC>、フィンランドの電気通信機器メーカーのノキア<NOK>、通信機器大手ブラックベリー<BB>の株価も押し上げた。これらのミーム株に空売りを行っていた投資家は大きな損失を被り、「エイブ」と称する（空売り対象銘柄に強気な）個人投資家グループは、一時的にせよ大きな利益を上げた。そして、ギル氏は今春まで活動を停止していた。ギル氏の資産は2019年9月時点ではわずかだった。しかし、2021年4月にソーシャルメディアサイトのレディットにポートフォリオのスクリーンショットを投稿した時点では3400万ドル以上に急増していた。

ギル氏は、明らかにしていないが、もし2021年6月のゲームストップの株価ピーク時に売却していたならば、6000万ドル以上を得たことになる。それは確かに大きな金額だが、ギル氏が過去数週間で公開したゲームストップおよびチュイーのポジションには到底及ばない。

巨額投資資金の不明な入手先

空売り投資家として知られるカーソン・ブロック氏は6月、ギル氏がゲームストップの持ち株数を新たに公開した後、ポッドキャストで「ギル氏がその金をどこから手に入れたのか」と疑問を呈した。米紙ウォール・ストリート・ジャーナルによれば、マサチューセッツ州証券局の規制当局は、ギル氏の最近の取引を調査しており、ギル氏が利用するオンライン証券会社Eトレードは、ゲームストップ株の株価操作の可能性を懸念して、ギル氏の口座を閉鎖することを検討しているという。

ギル氏のX（旧ツイッター）のアカウントは2021年半ばから2024年5月11日まで休眠状態だった。ギル氏がビデオゲーマーの画像を投稿した5月12日以降、ゲームストップ株は急騰し、ギル氏の復帰に伴うボラティリティーの上昇が予感されている。

ギル氏は6月2日、レディットに投資ポートフォリオのスクリーンショットを投稿するというミーム株時代の習慣を再開した。投稿された画像によると、ギル氏はゲームストップの現物株とオプション、現金で総額約2億1100万ドルを保有している。

2021年6月のゲームストップ株のピーク時に得た可能性のある6000万ドルを投資した場合、その額に達するためには約250%のリターンが必要だ。

ソスニック氏は、「ギル氏がそのリターンを達成するには極めて限られた銘柄を選ぶ必要があった。確率としては非常に低い可能性はある」と話す。この期間中、ゲームストップ株は69%下落し、S&P500指数は25%上昇した。S&P500指数構成銘柄のうち、半導体大手のエヌビディア<NVDA>を含む6銘柄だけが250%リターンの基準を満たしている。

ギル氏は6月2～13日まで定期的にスクリーンショットを投稿していたが、その後停止した。この期間にゲームストップ株が26%上昇したこともあり、最後の投稿では、ギル氏の保有額は約2億6800万ドルとなっていた。

その後、ギル氏は7月1日、大株主としての米証券取引委員会（SEC）への開示義務により、チューイ株の6.6%（2億4200万ドル相当）を保有する最大の個人株主であることを明らかにした。

ギル氏はチューイ株の取得資金を調達するためにゲームストップ株を売却したかもしれないが、現在のゲームストップの持ち株数について明らかにしていない。

バージニア州ウィリアムズバーグにあるウィリアム&メアリー大学の経済学教授、ピーター・W・アトウォーター氏は、「ギル氏は借金で投資している可能性がある。レバレッジ取引に融資するノンバンクには豊富な資金がある。ギル氏のこれまでの実績は申し分なく、資金を提供したがる人々がいることに驚きはない」と話す。

■ チューイ創業者が資金源か

多くの人が指摘しているように、ゲームストップとチューイはどちらも起業家のライアン・コーエン氏と密接な関係がある。コーエン氏はゲームストップの会長兼CEOかつ最大の株主であり、チューイの創業者でもある。そしてコーエン氏は2017年に、チューイをペットフード・チェーン最大手のペットスマートに35億ドルで売却した人物だ。

ブロック氏は最近のポッドキャストで、「ギル氏が5月に復帰してゲームストップ株が上昇した後、ゲームストップは新株を総額21億4000万ドル発行した。コーエン氏が何らかの方法で、ギル氏に資金を提供したという臆測もある。いずれにしても、ギル氏が巨額の資金にアクセスできた背景には何かがある」と語った。

By Jacob Adelman
(Source: Dow Jones)

7. ハイテク株人気は離散したが、また戻ってくるだろう

[米国株式市場]

Tech Stocks Have Fallen Out of Favor. Why They'll Bounce Back Soon.

ファンダメンタルズ面を考慮すると、ハイテク株からのローテーションは一時的か

物色対象に変化



NYSE

聖書には「柔和な者は大地を受け継ぐ」と書いてあるが、株式市場は、物色対象のローテーションが先週始まったように見えたにもかかわらず、大きな者、強い者に依然として支配されている。

確かに、投資家の好みが変わっていることを示す強い形跡があった。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1.6%上昇して4万0000ドル90セントとなり、5月以降で最も高い水準に達した。S&P500指数は0.9%高の5615.35で引けたが、ナスダック総合指数は0.2%高にとどまり、1万8398.

44となった。小型株のラッセル2000指数は6.0%高の2148.27で週末を迎えた。

しかし、本当の注目は均等加重平均のS&P500指数だった。この指数では時価総額の小さなアメリカン航空<AAL>と超大型のアップル<AAPL>のウエートが同じだ。この指数は、11日に発表された6月の消費者物価指数（CPI）が予想を下回ったことを受けて、景気敏感株である小売り、資本財、素材、銀行といったセクターが急上昇したため、週間で2.9%上昇した。これは理にかなっている。市場は現在、米連邦準備制度理事会（FRB）による9月の利下げを織り込んでおり、これは景気拡大の長期化に役立つはずであり、金利の低下は特に小型株に対して大きな助けとなる。

それでもハイテク株が再び買われる可能性

パビリオン・グローバル・マーケットのアナリストは、「CPIの鈍化を背景に景気の軟着陸に対する期待が再び高まり、小型株やバリュー株への物色が強まった」と書いている。

アクティブ投資家とこれまで軟調だった銘柄を支持する投資家は、この物色対象のローテーションに声援を送っている。S&P500指数構成銘柄の約80%が指数に対してアンダーパフォームとなっている現状からすると、そうならない方がおかしい。

しかし、このお祭り騒ぎも束の間のもとなりそうだ。先週後半の動きは、資金運用担当者がハイテク株を過大に保有し、他の株は十分に保有していないことに突然気づき、リバランスを行ったためと思われる。テクニカル分析によると、上場投資信託（ETF）のインベスコS&P500イコール・ウエートETF<RSP>は、先週の強い動きにもかかわらず、169ドルの過去最高記録を上回るどころか、まだ届くこともできないでいる。これは、少なくとも現時点では、このETFを過去最高値に押し上げるのに十分な買い手がいなかったことを示している。

一方、ハイテク株が引き続き上昇する条件は整っている。ファクトセットによると、景気の鈍化はハ

Market Snapshot



イテック以外のセクターでは売り上げや利益の伸びに限界があることを意味するが、S&P500指数のハイテック・セクターに関しては今後2年間で年率15%の利益成長が見込めるという。これは、人工知能（AI）の採用が、高度なソフトウェアとそれをサポートする半導体への企業支出の増加につながるからだ。

ウェルズ・ファーゴの株式戦略責任者であるクリス・ハーベイ氏は、「ファンダメンタルズ面から考えると、（ハイテックからの）持続的な物色対象のローテーションのサポートはない」と言う。

決算発表で目先は不安定な動きも

だからといって、不安定な動きにならないとは限らない。エバーコアISIのストラテジストであるジュリアン・エマニュエル氏は、決算シーズンが始まると値動きが大きくなる可能性があるとは指摘する。例えば、4月12日のJPモルガン・チェース<JPM>の決算発表直後と4週間後を比較すると、S&P500指数はほとんど動かなかったように見えるが、その間に明確な下落局面があった。同じようなことが再び起きても驚きではないが、エマニュエル氏は、そうした動きがあれば「買い場としての調整」になるだろうと語る。

そこで、小型株への注目は続けよう。特に小型株はこれまで苦戦を強いられており、ラッセル2000指数は年初からほぼ横ばいだったが、先週は6%上昇した。遅ればせながら小型株が上昇したことは喜ばしい。

それでも、ハイテック株というモンスターに対する投資は諦めないでほしい。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

8. 航空株に投資機会があるか、よく考えてみよう

[コラム]

Opportunities in Airline Stocks? Think Again.

ウォーレン・バフェットも勝てない航空株

繰り返される失敗



(ANGUS MORDANT/BLOOMBERG)

航空会社はもうかっているはずだろう。実は、そうとは言えない。このビジネスには常に何かがある。世界経済の大きなブラックホールである航空業界ほど、最後に逆転負けするセクターはない。航空会社は、投資家たちが何十億ドルもの資金を意図的に注ぎ込み、ごく普通の人から非凡な億万長者までが同じように吸い込まれる、お金のブラックホールのような存在だ。最も注目すべきは、何十年もの間、反論の余地のない証拠と赤信号が点滅しているにもかかわらず、このプロセスが何度も繰り返されていることだ。

例を挙げよう。7月11日に世界最大級の航空会社デルタ航空<DAL>が決算を発表した。最高経営責任者（CEO）のエド・バステアン氏は声明で、「2024年4～6月期の売上高は過去最高を記録し、税引き前利益は20億ドル、営業利益率は15%だった」と述べた。しかし、第2四半期の利益は前年同期比で29%減少し、第3四半期のガイダンスでも1株当たり利益（EPS）の予想を1ドル70セント～2ドルに引き下げ、ファクトセットのコンセンサス予想である2ドル4セントを大きく下回った。

何が問題なのか。バステアン氏は米紙ウォール・ストリート・ジャーナルのインタビューで、デルタ航空を含む航空会社は過度に楽観的で、座席数の多い便を増やし過ぎたと説明した。それが航空券価格を押し下げた。デルタ航空の株価は、年初来7月10日まででS&P500指数にほぼ匹敵していた（年初来で16%上昇）が、7月11日に4%ほど下落した。ユナイテッド航空ホールディングス<UAL>とアメリカン航空グループ<AAL>でも今週、同じことが繰り返されるか、あるいはさらに悪化することが予想される。

航空会社の現状と課題

シーポートのダン・マッケンジー氏は7月10日、航空業界の2024年予測について、1月の予測から下方修正し、売上高を2320億ドルから2290億ドル、税引き前利益を144億ドルから127億ドルにそれぞれ引き下げた。マッケンジー氏は、「サウスウエスト航空<LUV>とアメリカン航空の収益が期待外れだったことが大きい」と言う。

ボーイングの航空機737MAXの主要顧客であるサウスウエスト航空は、納入遅延や航空機の着陸事故など、この5年にわたる大失態によって大きな打撃を受けている。全米規模で運航を停止した一連のコ

ンピューターシステムの障害は、この航空会社を悩ませている。マッケンジー氏は、サウスウエスト航空は運航する航空機の数に対して人員過剰であり、今年目標である2000人の削減に加えて、2025年と2026年に最大4000人の人員削減が必要になると指摘した。これに対し、サウスウエスト航空はコメントを拒否した。

アメリカン航空は、間違いなくもっと問題児だ。ロバート・イゾムCEOは5月下旬、「われわれは墓穴を掘った」と述べ、ガイダンスを引き下げた。さらに、航空会社から直接チケットを購入した顧客を優遇することでビジネス旅行者を怒らせた戦略の失敗を踏まえ、経営トップが退社することを発表した。

ドイツ銀行のアナリスト、マイケル・リネンバーグ氏によれば、アメリカン航空は超格安航空会社のフロンティア・グループ・ホールディングス<ULCC>やスピリット航空<SAVE>へのエクスポージャーが同業他社よりも高いため、価格環境の低迷は他の大手航空会社よりも大きな痛手となる。アメリカン航空の株価は年初来22%下落している。

■ バフェット氏も2度失敗

そして2度と言えば、ウォーレン・バフェット氏は、航空業界に2度進出していた。「成功で上書きできない汚点」を残したUSエアウェイズへの不運な投資による損失、そして最近では、数十億ドル規模の航空会社株を購入し、その後新型コロナウイルス禍で売却損失を出したことだ。

航空会社は組合が多く、運航コストの20%超がジェット燃料であり、航空機大手のボーイング<BA>やエアバス<AIR>から1億ドル以上の大型民間航空機を購入するために多額の借金をすることから、金利動向の気まぐれにさらされている。S&P500指数構成銘柄の有利子負債比率の平均が1.5倍であるのに対し、航空会社は5~6倍だ。株式に関しては、米国の航空業界全体の時価総額は約800億ドルで、これはメキシコ料理チェーンのチポトレ・メキシカン・グリル<CMG>とほぼ同じである。

また、航空業界の規制が厳格なことも問題だ。そのおかげで飛行機は安全に飛んでいるが、顧客や従業員、株主にとってうまく機能しているとはいえない。また、このビジネスは著しくコモディティー化している。サウスウエスト航空だけが、ポイント・トゥ・ポイント型の都市間を結ぶフライト、エコノミー専用フライト、オープンシートなどを通じて差別化を図ることができた。他の航空会社もさまざまな手段やプログラムで差別化を図ったが、顧客の主要な判断要素であるスケジュールと価格より勝るものではなかった。

■ 推奨銘柄は二つ、ただし健全な恐怖心を忘れずに

デルタ航空は同業他社とは一線を画している。デルタ航空の時価総額は300億ドルで、最も近い競合他社（サウスウエスト航空の164億ドル）の2倍近くだ。筆者の同僚であるジャック・ハフが最近指摘した通り、デルタ航空は業界全体の運航能力のうちの20%を有するが、利益は業界全体の40%を占める。

デルタ航空は、ファーストクラスやロイヤリティクラブ会員など、機内の前方を占めるプレミアム・トラベラーに焦点を当ててきた。これは高い利益率を生み出すだけでなく、その成長も力強い。デルタ航空は、こうしたハイエンドな旅行者を満足させるため、ジョン・F・ケネディ国際空港にアールデ

コとミッソーニを特徴としたブラッスリーとベーカリーを備えたプレミアム・メガラウンジをオープンしたばかりだ。

マッケンジー氏は、マイクロソフト<MSFT>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、小売り大手コストコ・ホールセール<COST>の本拠地であるシアトルのハブ空港の好調な輸送量から利益を得ているアラスカ航空グループ<ALK>と同様に、デルタ航空を推奨しており、目標株価を62ドルとしている。マッケンジー氏は、「これらの航空会社の競争動向は、業界他社とは大きく異なる。アラスカ航空と競合する便の運航能力は、2019年対比で3.8%減少している。デルタ航空については、デルタ航空のハブ空港であるアトランタを見ると良い。アトランタにおける業界全体の運航能力は2019年対比でおよそ2%減少している」と言う。

ただ、マッケンジー氏は、消費者によるオンライン運賃の検索が6月上旬から15%減少し、それが7月下旬から8月にかけての運賃値下げに反映され始めていると指摘し、不穏な傾向が幾つかあると見ている。「ショッピングが減れば、航空券の価格も下がる。それがデータから分かることだ」と言う。

航空会社がこのハムスター回し車から抜け出す唯一の方法は、サウスウエスト航空の共同創業者である故ハーブ・ケレハー氏のように、真に他とは違うビジネスを創造することだ。ケレハー氏のようなCEOが新たに現れるまで、バイ・アンド・ホールドの投資家は、航空業界株に対する健全な恐怖心を持ち続けるべきだ。

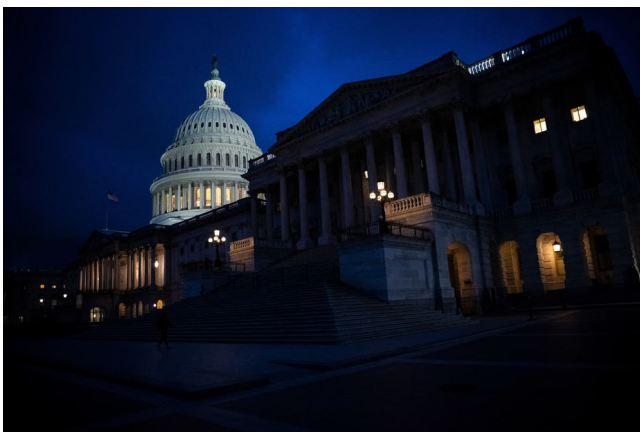
By Andy Serwer
(Source: Dow Jones)

9. 足踏み続く巨大IT企業規制

Regulating Tech Has Gone Nowhere. Will AI Change the Dynamic?
新たな標的はソーシャルメディアとAIか

[ハイテク]

議会の規制への関心は高いが、まだ法制化されていない



GRAEME SLOAN/BLOOMBERG

本誌は2017年10月21日付のカバーストーリーで巨大IT企業規制を取り上げた。当時は規制を推進する機運や、企業の解体を求める声さえ高まっていた。

規制に関しては、これまでに連邦議会の超党派で記者会見が行われ、著名人を参考人とする幾つかの公聴会が開催されてきた。議会の複数の委員会が綿密な報告書をまとめているし、企業に対する調査と訴訟も行われている。だが結局のところ、まだ何も起こっていない。

カバーストーリーから7年を経た現在、巨大ITは相変わらず支配的な存在だ。マイクロソフト<MSFT>、アップル<AAPL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、メタ<META>（旧フェイス

ブック)、アルファベット<GOOGL>の時価総額の合計はS&P500指数構成企業全体の25%を占める。新興の米半導体大手エヌビディア<NVDA>と巨大IT6社が32%を占めている。

司法省によるグーグル訴訟は重要だが、判決が陳腐化する可能性

確かに、司法省による対グーグル訴訟などの重要な裁判が現在も係争中だ。グーグル訴訟については、米連邦地方裁判所の判事が今後数カ月以内に判決を下す可能性が高い。検索広告最大手のグーグルが独占禁止法に違反すると判断された場合、グーグルは業務慣行の変更を余儀なくされる可能性がある。

だが、人工知能(AI)の勢いが増す中、グーグルの検索ビジネスは20年で初めて脅威にさらされている。マイクロソフトなどの他のIT企業だけでなく、生成AIサービスを展開するオープンAIやパープレキシティなどの新興企業など、多くの競争相手が登場しているからだ。判決が下されても、それが効力を持つようになった時には時代の変化にそぐわないものになっている可能性があり、特に上訴された場合は長い時間がかかるのでそうなるだろう。

シェブロン法理の無効化により政府の規制能力は低下

一方、巨大ITを規制する政府の能力はそがれている。米連邦最高裁判所が今年6月末、政府機関が連邦法に基づいて解釈して規則を定める余地を与えていた「シェブロン法理」を無効にしたからだ。ロバーツ最高裁長官は意見書で「裁判所は、法律があいまいという理由だけで、政府機関による法解釈に委ねることはできない」と書いている。

ニュー・ストリート・リサーチの政策アナリストで、かつてリード・ハント元米連邦通信委員会(FCC)委員長の首席補佐官を務めたブレア・レビン氏によると、この決定によって規制は全体的に緩和される可能性が高い。ハント氏は判決直後の顧客向けレポートで「この判決の一般的な影響は、裁判所の権限が拡大し、規制が覆される可能性が高くなるということだ」と述べている。

シェブロン法理の無効化により、規制当局と企業が直面する複雑さは増す。一方、投資家には、数年にわたる不確実性という歓迎できない現実がもたらされる。

レビン氏は本誌の取材に対して次のように述べた。「私は通常、FCCの5人の委員が何をするかをある程度自信をもって予測できる。だが、地方裁判所の裁判官がある状況下でどのような判断を下すかは、その裁判官が誰かを知らずには自信をもって予測することはできない」

シェブロン法理の先例に批判的な向きは、憲法が議会に与えた立法権をはく奪していると主張している。したがって、今回の最高裁の判決で議会に権限が移るはずだ。しかし、1996年電気通信法の施行に関与したレビン氏の見解は逆だ。レビン氏は、議会が現実世界に与える影響力は弱くなるとみている。

レビン氏によると、議会はしばしば、論争の的となっている規則の作成を連邦機関に任せることで妥協点を見い出してきた。シェブロン法理がなければそうしたやり方はできなくなる。その結果、規則の作成は行き詰まる可能性がある。

消費者データ規制を望む米国民は72%

ピュー・リサーチ・センターが最近実施した調査によると、有権者の51%が巨大ITに対する規制強化を支持すると回答したが、この割合は2018年から変わっていない。

規制強化の対象の一つがソーシャルメディアだ。ピュー・リサーチのインターネットおよびテクノロジー・リサーチ担当ディレクターであるモニカ・アンダーソン氏は、「共和党支持者と民主党支持者はいずれもソーシャルメディアが米国の状況に悪影響を及ぼしていると考えている」と指摘する。

では、なぜ議会は行動を起こしていないのか。筆者の考えでは、巨大ITは強い力を持ち、時として反競争的でありながら、消費者にとって必要不可欠なサービスを提供しているからだ。

AIの規制は予測不可能だ。AIは既に投資環境を変えており、近いうちに規制環境も変える可能性があるからだ。アンダーソン氏は、データプライバシー法に対する国民の支持は特に強いと指摘する。同センターの2023年10月の調査では、米国の成人の72%が消費者データの使われ方のさらなる規制を支持し、規制緩和を求める者は7%にすぎない。

AIに対する懸念は、米国民全員が同意できることの一つかもしれない。

By Alex Eule
(Source: Dow Jones)

10. 石油需要見通し、予想はばらばら

Lost in the Oil Outlooks

石油大手企業と国際機関の需要予測に大きなズレ

[経済関連スケジュール]

BPは減少、OPECは増加を予想、何が起きているのか

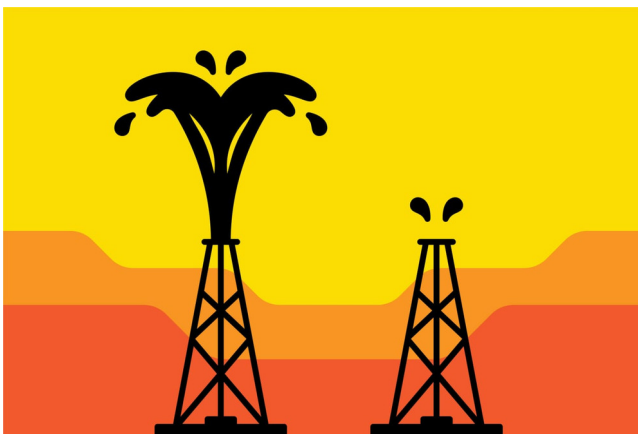


ILLUSTRATION BY ELIAS STEIN

英石油・ガス大手BP<BP>は7月10日、年次の「エネルギー・アウトック 2024」を公表した。その結論の中で、石油需要は2025年までに頭打ちになる可能性が高いが、その後の減少は各国がどれだけ積極的に炭素排出量を削減するかに左右される、という見通しを示した。また、もし各国が実質ゼロ（ネットゼロ）目標に真剣に取り組む場合は、石油需要の減少見通しは、現在の1日当たり1億200万バレルから、2050年には同2500万～3000万バレルにまで落ち込む可能性があるとしている。

一方で石油輸出国機構（OPEC）が10日に発表した月報の結論はBPとは異なっている。OPEC見込みによれば、石油需要は増加しており、その終局は近づいていないというのだ。OPECは、需要が2023年から2025年にかけて1日当たり410万バレル増加し、少なくとも2045年まで増加が続くとみている。

また、パリを拠点とする国際エネルギー機関（IEA）はピークを2029年と予測し、さらに米エネルギー情報局（EIA）はピークを2030～2040年の間としている。

予想が相違している原因の一部は、各機関などそれぞれのニーズの違いによるものだ。OPEC加盟国は高水準の石油需要を望み、IEA加盟国は気候変動への取り組みの公約があり、かつ安い石油価格を望んでいる。しかし、予想数値のばらつきがあまりにも大きくなっているため、投資家は確かな情報を得られなくなっている。各予測は、現在の需要がどの程度なのかについてさえ見解が一致していない。OPECは第1四半期の石油需要は平均して1日当たり1億350万バレル、EIAは1億170万バレルとしている。

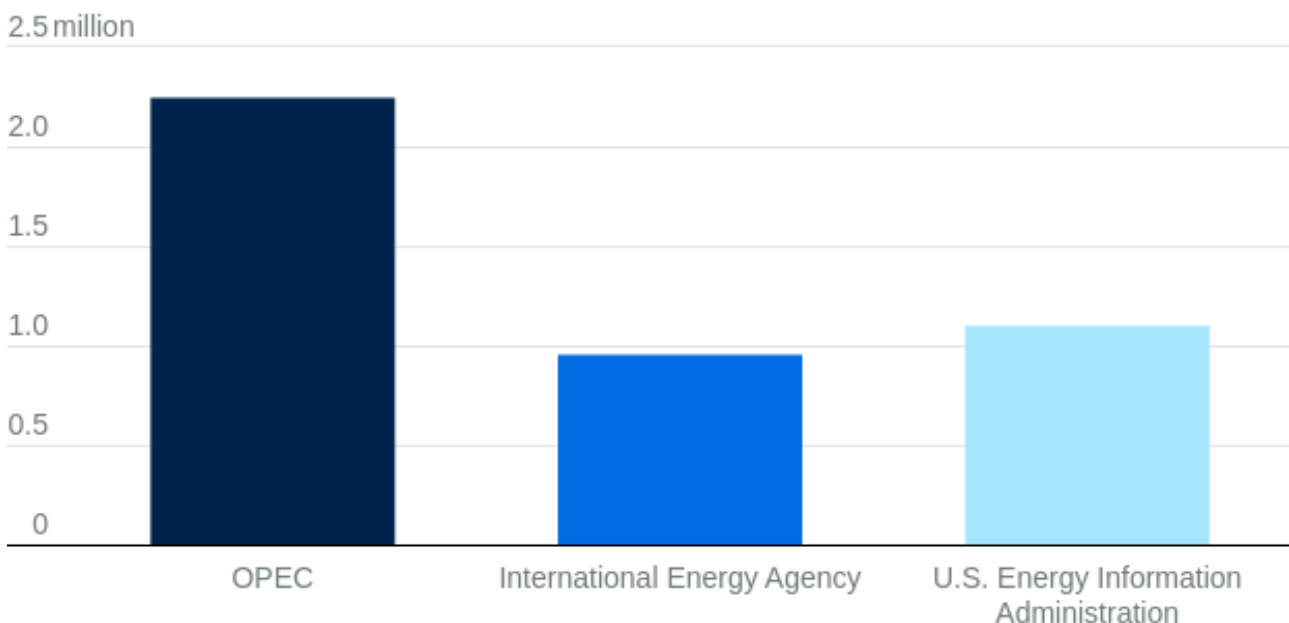
石油の消費量を決めるのは個人や企業であり、予測を行っている各機関ではない。しかし、各機関等による予測は、金融機関、政策立案者、投資家が石油業界をどのように見ているかを形作る。ロイター通信の分析によれば、IEAとOPECの分析がこれほど食い違ったのは2008年以来だという。

先週の出来事

Divergent Demand

OPEC's outlook for growth of oil demand by year-end 2024 is an outlier.

Growth in barrels per day



市場動向

週明け、フランス下院選挙では中道連合と左派連合がルペン前党首率いる極右右派の国民連合を抑え込んだが、宙づり議会（ハング・パーラメント）となった。中国の消費者物価指数は6月までの12カ月間でほとんど上昇せず、生産者物価指数は下落した。米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は議会証言においてインフレについて明るい見通しを示したが、労働市場の冷え込みには警告を発した。6月の消費者物価指数（CPI）は前月比でわずかに低下した。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1.59%上昇、S&P500指数は0.87%上昇、ナスダック総合指数は0.25%上昇した。

企業動向

- ・米航空機大手ボーイング<BA>は米司法省との間で詐欺罪を認める司法取引に合意し、2億4360万ドルの罰金を支払うことに同意した。
- ・米電気自動車（EV）大手テスラ<TSLA>は、デラウェア州の裁判所において、テスラからイーロン・マスク氏への報酬支払いについて異議を唱えた弁護士らへの弁護士費用支払いにつき、差し止めるよう求めた。テスラ株価は11日に下落し、11営業日連続の上昇が止まった。
- ・半導体の受託生産世界最大手の台湾積体回路製造（TSMC）<TSM>の第2四半期売上高が市場予想を上回り、時価総額が一時1兆ドルを突破した。
- ・FRBは大手銀行のシティグループ<C>にコンプライアンス違反で1億3600万ドルの罰金を科した。
- ・会員制倉庫型スーパー大手コストコ・ホールセール<COST>が2017年以来の年会費値上げを行った。
- ・大手銀行のJPモルガン・チェース<JPM>が四半期としては過去最高益を発表し決算シーズンの幕開けを飾った。

M&A（合併・買収）など

- ・メディア大手パラマウント・グローバル<PARA>の親会社であるナショナル・アミューズメントの創業家シャリ・レッドストーン氏は保有するナショナル・アミューズメントを米映画制作会社スカイダンス・メディアに売却することに合意した。今後、スカイダンスはパラマウントと合併する見込み。
- ・デンマークのビール醸造会社カールスバーグ<CABGY>は、英国の清涼飲料メーカー、ブリトビック<BVIC>を42億ドルで買収すると発表した。
- ・サウジアラビアの国営石油会社サウジアラムコは、内燃機関のホース・パワートレインの株式10%を8億ドルで取得した。ホースは、中国のジーリー・オートモービル（吉利汽車）<00175.香港>とフランスの自動車大手ルノー<RNO.仏>の合併会社。
- ・米製薬大手イーライリリー<LLY>、はバイオ医薬品会社モーフィック・ホールディング<MORF>を79%のプレミアムとなる32億ドルで買収することに合意した。

今週の予定

7月15日（月）：第2四半期決算の発表が本格化し、多くの金融機関が発表を予定している。15日にブラックロック<BLK>とゴールドマン・サックス・グループ<GS>、16日にバンク・オブ・アメリカ（バンカメ）<BAC>、チャールズ・シュワブ<SCHW>およびモルガン・スタンレー<MS>がそれぞれ決算を発表。17日には、USバンコープ<USB>、18日にブラックスストーン<BX>の決算が続き、19日にアメリカン・エクスプレス<AXP>の発表で週を締めくくる。

7月16日（火）：超大型株のヘルスケアとハイテク企業が今週に四半期決算を発表。16日に医療保険大手のユナイテッドヘルス・グループ<UNH>、17日にオランダの半導体製造装置メーカーASMLホールディング<ASML>と製薬・医療機器大手のジョンソン・エンド・ジョンソン（J&J）<JNJ>が発表する。18日には、大手医薬品メーカーのアボット・ラボラトリーズ<ABT>、ストリーミングサービスのネットフリックス<NFLX>、欧州製薬大手のノバルティス<NVS>、台湾積体回路製造（TSMC）が発表。

米商務省の国勢調査局が6月の小売統計を発表。コンセンサス予想では、小売売上高は5月に前月比0.1%増加した後、6月は同0.1%減少の見通しとなっている。

7月17日（水）：国勢調査局が6月の住宅着工件数を発表。エコノミストは、民間の住宅着工件数は季

Rising Supply

Global oil supply has been rising, hitting new highs in 2022 and 2023.

Production of barrels per day



節調整済み・年率換算で131万戸と、5月から3万戸前後増加したとみている。

統計と数字

3倍：ミューチュアルファンドと上場投資信託（ETF）の本数は米国株銘柄数の3倍。1990年代後半にはほぼ同数だった。

19%：天然ガスの米国内貯蔵量が、過去5年間平均量を超過している割合。夏場としては異例。

70%：55歳超の米国人が米国の家計資産のほぼ70%を管理している。1989年の50%から増加。

10兆ドル：プライベートクレジット投資（主にプライベート・エクイティ・ファンドとプライベート・デット・ファンド）に投入されている金額。

By Avi Salzman
(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』 2024/07/14

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