

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2024/07/28

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. ジョン・マローン氏のリバティ・メディア帝国に投資する方法 - John Malone Is King of Liberty Media. How to Play His Struggling Empire [カバーストーリー]
傘下企業のトラッキングストックに魅力 P.1
2. 民主党の有力大統領候補ハリス氏の経済実績はいかなるものか - Harris Voted Against Powell's Fed Nomination. A Look at Her Economic Record [フィーチャー]
経済政策を引き継ぐと見られるハリス氏、上院議員時代はよりリベラルだった P.7
3. エヌビディアは最高値を付けているが、ハイテクバブルの頃には遠く及ばない - Nvidia Led Tech Stocks to Record Highs. [インタビュー]
ペンシルバニア大学ウォートン・スクールのシーゲル名誉教授に聞く P.9
4. ダウンサイドリスクがないバッファETF - New Stock ETFs Offer 100% Price Protection. This Is the Big Risk. [ファンド]
投資前に仕組みとリスクを理解しよう P.13
5. 株式市場のローテーション後に何が起こるのか - What Comes Next After the Stock Market's Rotation [コラム]
物色対象の変化に振り回されず、乗り切るのが賢明 P.15
6. ハイテク株売りの一因はAI投資の減速懸念 - AI Sparked a Revolution. Now We Await the Payoff. [ハイテク]
勝者の見極めにはまだ時間がかかる P.17
7. 市場のローテーションは続く - The Stock Market Rotation Will Go On [米国株式市場]
経済指標も追い風となり、小型株を物色する動き P.19
8. クラウドストライクとデルタ航空が露呈したもろさ - What Happened to CrowdStrike and Delta Could Happen to the S&P500 [コラム]
S&P500に与える教訓とは P.21
9. アップルの新型AI搭載iPhoneは消費者にアピールするか - Wall Street Loves Apple's New AI iPhone. Will Shoppers Agree? [投資戦略]
魅力的なアプリの不足が懸念材料 P.23
10. バフェット氏のバンカメ売り、今後の展開に注目 - Warren Buffett Is in a Selling Mood. What's Next? [経済関連スケジュール]
好調だったバンカメ株に水を差したパークシャーの売りは続くのか P.25

※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. ジョン・マローン氏のリバティ・メディア帝国に投資する方法 John Malone Is King of Liberty Media. How to Play His Struggling Empire 傘下企業のトラッキングストックに魅力

[カバーストーリー]

課題に直面するも、今後の価値向上に期待



Illustration by Mike McQuade

著名実業家のジョン・マローン氏は、長いキャリアを通じて、常に他人の先を歩んでいる。1980年代には米国のケーブルテレビ（CATV）業界でトップに立った。その後は複合企業リバティ・メディアを設立して投資を繰り返し、メディア王となった。その手腕は際立っており、マローン氏とリバティ・メディアの名は、往々にしてウォーレン・バフェット氏とバークシャー・ハサウェイ<BRK.B>と並んで語られるほどだった。

現在、世界はマローン氏の背を捉えつつあるようだ。83歳のマローン氏は、自身のメディア帝国の幅広い領域で課題に直面している。衛星ラジオ会社シリウスXMホールディングス<SIRI>と、CATV会社としてコムキャスト<CMCSA>に次ぐ米国第2位のチャーター・コミュニケーションズ<CHTR>は、メディアおよびCATV業界の潮目の変化によって圧力にさらされている。メディア大手ワーナー・ブラザーズ・ディスカバリー<WBD>など、マローン氏が関係するその他の企業も痛手を受けている。さらに、マローン氏が得意とする負債頼みの手法は、金利上昇によって輝きを失っている。

しかし、マローン氏を無視すべきではない。モータースポーツのフォーミュラ・ワン（F1）や大リーグのアトランタ・ブレーブスなど、マローン氏の一部の投資先は繁栄を享受している。さらに、マローン氏は現在もディールに取り組んでいる。これらのディールは、メディア帝国の価値を向上させるカギとなる。また、マローン氏に関係する銘柄の複雑な構造を解き明かす忍耐力のある投資家に機会を提供する。

ピボタル・リサーチ・グループのシニアリサーチアナリスト、ジェフリー・ウロダルチャク氏は「マローン氏は物事を早期に進めることを好む」と語る。ウロダルチャク氏はチャーターとシリウスXMに強気で、リバティ・メディアが所有するシリウスXMの持ち分に連動するリバティ・シリウスXM<LSXMA>と、チャーターの持ち分26%を保有するリバティ・ブロードバンド<LBRDK>を優れた銘柄と評価している。

マローン氏はケーブルテレビ会社テレコミュニケーションズ（TCI）を巨大企業に育てたことで知られる。1999年にTCIを通信会社AT&T<T>に売却した後、リバティ・メディアを設立し、メディア関連企業の育成、先行きの把握、時機を捉えた売却のコツを身に着けた。その成果の一つが、10年近く前の衛星放送サービス会社ディレクTVの売却である。

最近、マローン氏はあまり目立っておらず（本誌の取材も拒否した）、リバティ・メディアのグレッグ・マッフェイ最高経営責任者（CEO）に對外発信の大部分を任せている。マローン氏はメイン州で

夏を過ごすことが多いが、マッフェイ氏は5月のコンファレンスで「マローン氏の承認なしに主要な意思決定が行われることはない」と述べた。

■ トラッキングストックと負債を選好するマローン氏

バフェット氏のバークシャー・ハサウェイとは異なり、リバティ・メディア単独の株式は存在しない。マローン氏は多議決権株式を利用して、わずかな経済的持ち分で投資先の支配を維持している。マローン氏の傘下企業は通常、3種類の株式を発行している。単独議決権のクラスA株式、無議決権のクラスC株式（ティッカーにKが付くことが多い）、10の議決権を有し流動性が低いクラスB株式だ。マローン氏はリバティ・メディアの議決権の50%近くを保有しているが、経済的持ち分は20億ドル弱で、リバティ傘下企業の財務的価値の10%に満たない。

マローン氏は業界ごとに投資対象となる専門の銘柄を生み出すことも好む。たとえ、それが自らの帝国を切り刻むことになったとしてもだ。税務上の理由などで直接的なスピノフが不可能な場合はトラッキングストック（特定の事業や子会社の業績に連動する株式）を利用する。特に目立つのが、モータースポーツ事業を所有するリバティ・フォーミュラ・ワン<FWONK>、シリウスXMの持ち分83%を保有するリバティ・シリウス、コンサート企画会社ライブ・ネーション・エンターテインメント<LYV>の持ち分30%を保有するリバティ・ライブ<LLYVA>だ。

マローン氏は、株主リターンを最大化するために企業に多額の債務を負わせることが多く、配当より自社株買いを好む。この戦略は、資産価値が上昇している間は有効だが、下落に転じるとしっぺ返しを食らう。コムキャストより負債比率が高いチャーターがその例だ。金利上昇も逆風になる。

Liberty Central

John Malone's empire is vast and complicated.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	Market Value (billion)	Tracking Stock	Comment
Liberty SiriusXM / LSXMA	\$22.80	-20.7%	\$7.5	Yes	Trades at 25% discount to Sirius; deal set to close in September
Liberty Formula One / FWONA	72.86	25.7	18.5	Yes	Owns Formula One racing business; bright spot
Liberty Live / LLYVA	36.34	-0.6	3.4	Yes	Trades at 40% discount to value of Live Nation stake
Atlanta Braves Holdings / BATRK	42.62	7.7	2.7	No	Team could be sold in a year; price might be over \$55
Liberty Broadband / LBRDA	54.81	-32.0	7.9	No	Trades at 35% discount to value of Charter Communications interest
Warner Bros. Discovery / WBD	8.47	-25.6	20.8	No	Stock down 65% since Malone helped form company
Liberty Global / LBTYA	18.59	4.6	7.0	No	Stock a longtime laggard on Europe cable, telecom woes
Sirius XM Holdings / SIRI	3.99	-27.1	15.3	No	Satellite radio stock hammered ahead of Liberty merger
Related Company					
Qurate Retail / QRTEA	\$0.73	-17.0%	\$317 million	No	Controlled by Liberty CEO Greg Maffei; leveraged bet on QVC shopping

TV会社は低迷

マローン氏が保有する従来型メディア事業の一部は苦境にある。チャーターなどのCATV会社は、ブロードバンド加入者数の伸びの鈍化と契約解除に悩まされている。衛星ラジオ運営会社のシリウスXMも窮地に立たされている。マローン氏が支配するリバティ・グローバル<LBTYA>は、欧州のCATVおよび通信業界の競争環境に苦戦しており、株価は約19ドルと過去5年間で3分の1下落している。

リバティ・ラテンアメリカ<LILAK>にも同様のことが言える。リバティ・ラテンアメリカは、プエルトリコと中南米カリブ海地域の20カ国超で、CATV、ブロードバンド、通信サービスを提供している。株価は約10ドルで、過去5年間で3分の1超の下落となっている。

マローン氏はワーナー・ブラザーズ・ディスカバリーにも投資している。持ち分は小さいが、影響力は大きい。マローン氏はワーナーの取締役を務め、デービッド・ザスラフCEOとも親しい。マローン氏は2022年に、自らが主要株主だったディスカバリーに対して、当時はAT&Tの一部門だったワーナーメディアの買収を支援した。この取引は、CATVの視聴者の減少、広告の低迷、負債（ワーナーの純負債は400億ドル）によって大失敗に終わった。株価は買収完了以降で65%超下落しており、現在の株価は約8.5ドルだ。

マローン氏はTVショッピング会社のHSNとQVCの親会社であるキュレート・リテール<QRTEA>に対しても影響力を有する。キュレートは、事業の低迷と、オンライン小売りサイトのズリリーの買収（2023年に売却）によって、株価がここ数年間で90%下落している。負債比率の高さや、TV視聴者の減少に関する懸念も株価に反映されている。しかし、もしかすると、事業回復の兆しがあるかもしれない。ブリゲード・キャピタル・マネジメントの元パートナー、カーニー・ホークス氏は、「最近の契約解除率の低下と粗利益率の上昇傾向が持続可能であれば、投資家はキュレートの事業に対する見解を改め、多額のフリーキャッシュフローの創出に注目するだろう」と語る。

A Little Means a Lot

John Malone is able to control companies despite relatively small stakes.

Company	Stake (millions of shares)	Value (million)	Economic Interest	Voting Power
Liberty SiriusXM	26.5	\$610	8.1%	48.9%
Liberty Live Nation	7.0	266	7.6	48.9
Liberty Formula One	5.5	400	2.3	48.9
Liberty Broadband	8.9	510	6.1	49.1
Atlanta Braves	4.1	175	6.2	47.5
Warner Bros. Discovery	19.1	162	0.8	0.8

シリウスの問題は若いリスナー層の獲得

2023年12月、リバティ・メディアはリバティ・シリウスとシリウスXMホールディングスを合併することで合意に達した。合併は今四半期中に完了予定で、マローン氏の長年の目標であった企業構造の簡素化と、シリウスXMの持ち分に対する35%のディスカウントの解消が実現される。

シリウスXMの株価は、第1四半期の有料衛星ラジオ加入者数が予想以上に減少したことを受けて下落圧力にさらされている。また、最も重要な顧客基盤である自動車向けラジオの加入者は高齢化している。マッフェイ氏は、自動車向けオーディオを巡る競争を踏まえ、より若いリスナー層（メインターゲットは40歳の男性）を獲得するための取り組みを改善する必要があると認めた。

株価は最近、恐らくショートスクイーズ（踏み上げ）によって上昇している。2024年予想利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）に対する株価EBITDA倍率は約9倍、同年の予想利益に対する株価収益率（PER）は12倍で、配当利回りは2.7%だ。

シリウスXMに投資する最善の方法はリバティ・シリウスだ。リバティ・シリウスの株価は、合併取引に基づく現在の企業価値に対して25%のディスカウントとなっているが、このギャップは9月上旬の合併完了までに縮小すると見込まれる。リバティ・シリウスの株主は、シリウスXMの10対1の株式併合後に、リバティ・シリウス1株当たり0.83株のシリウス株を得る。これは現時点で30ドル超に相当し、リバティ・シリウスの23ドル弱の株価を上回る。

リバティ・シリウスの最大の株主はパークシャーで、30%超（25億ドル）を保有しており、今年に入ってから持ち分を50%増やしている。この投資を始めたのは、パークシャーの4000億ドルに及ぶ株式ポートフォリオの約10%をトッド・コムズ氏と共同運用するテッド・ウェシュラー氏だと言われている。両氏は往々にしてバフェット氏から独立して投資判断を行っている。

リバティ・ブロードバンドの合併

シリウスと同様の戦略はチャーターとリバティ・ブロードバンドにも応用できる。リバティ・ブロードバンドの株価は、保有するチャーターの持ち分26%の価値（25日時点で約130億ドル）に対して35%のディスカウントとなっている。無議決権株式の株価が約55ドルであるのに対し、本誌は資産価値を1株当たり約90ドルと推定している。

ガムコ・インベスターズのシニアポートフォリオマネジャー、クリス・マランギ氏は「両社の合併を妨げる税金などの障壁は存在しない。問題はいつ合併がなされるかだ」と語る。

投資家は合併によるディスカウント縮小の恩恵を受ける公算が大きい。しかし、それだけでは、投資家を引き付ける理由としては不十分だ。マランギ氏は、投資家はリバティ・グループのトラッキングストックに「疲れている」と言う。チャーターとの合併が、いつ、どのような条件で実現するかも不透明だ。チャーターの株価は、主力のブロードバンド事業が減速する中で、年初から25日までに20%下落している。

チャーターのもう一つの問題は、時価総額が約500億ドルで、今年のフリーキャッシュフローが限定的であるにもかかわらず、約1000億ドルの負債を抱えていることだ。しかし、チャーターは、自社で推

定したブロードバンドとCATVネットワークの再調達価格に対して大幅に割安で、コムキャストとともに業界を支配している。リバティ・ブロードバンドに投資すれば、チャーターの継続的な株価上昇と、ディスカウントの縮小という二つの面から恩恵を得られる可能性がある。

■ リバティ・ライブのディスカウント

リバティ・ライブの株価は、昨年リバティ・シリウスからスピンオフされてから横ばいで推移している。現在の株価は約36ドルで、ライブ・ネーションの持ち分（65億ドル）とその他の資産（推定3億ドル）に対して40%のディスカウントと推定される。その他の資産としては、プロバスケットボールチーム「デンバー・ナゲッツ」とプロアイスホッケーチーム「コロラド・アバランチ」の7%の利益持ち分などが挙げられる。

なぜディスカウントが大幅なのか。このトラッキングストックはライブ・ネーションの株式に比べて流動性が低く、非課税のスピンオフへの道は不透明だ。マッフェイ氏は5月、リバティ・ライブを税効率が低い方法で処理するのは、他のリバティ傘下企業より難しいと述べた。

シーポート・リサーチのアナリスト、デービッド・ジョイス氏は、リバティ・ライブのディスカウントが「不可解なほど大幅だ」と指摘する。シティグループのジェイソン・バジネット氏は、リバティ・ライブを通じてライブ・ネーションに割安に投資できるとみている。ライブ・ネーションの株価は約93ドルで、司法省との訴訟に敗訴した場合の企業分割後の株価としてバジネット氏が想定している価格に近い。ライブ・ネーションが勝訴した場合、株価は130ドルになる可能性がある。

■ スポーツ事業の成功

1年前にリバティ・メディアからスピンオフされたアトランタ・ブレーブス・ホールディングス<BATRK>は、米国の主要スポーツチームに投資できるわずか2社の上場銘柄のうちの1社である（もう1社はマディソン・スクエア・ガーデン・スポーツ<MSGSG>）。過去12カ月の株価のリターンは15%だ。ブレーブスは大リーグ最高のチームの一つであり続けており、米国南部の広大な地域に熱心なファンが存在する。ブレーブスは球場周辺の不動産開発も手掛けている。

無議決権株式の株価は約43ドルで、時価総額は約27億ドルだ。しかし、マランギ氏は、チームの価値を最低でも30億ドル以上と評価し、それに不動産の価値を加えて、1株当たりの価値を50ドル台半ばから後半と推定している。

株価とチームの価値のギャップを埋める最善の方法は、ブレーブスの売却である。多くのアナリストと投資家は、マローン氏が来年の売却に備えていると考えている。税務専門家のロバート・ウィレンズ氏によると、税務上の観点から見て売却の障害はない。マッフェイ氏も、5月に質問されたとき、売却の可能性を否定しなかった。

フォーミュラ・ワンは売却の必要がない。もっとも、売却の可能性は常に存在する。リバティは2016年にフォーミュラ・ワンを買収し、収益性を大幅に押し上げてきた。アナリストは、後援企業の増加やTV放送権の収益性向上による成長機会があると考えている。F1の人気は、ネットフリックスのドキュメンタリー番組の影響もあり、特に米国で拡大している。

フォーミュラ・ワンにはトラッキングストック特有のディスカウントが存在しない。株価は年初来で26%上昇している。さらに、ロードレース世界選手権「MotoGP」の買収によって新たな成長機会が見込まれる。議決権付きのA株は無議決権株式に対してディスカウントとなっており、株価は2025年予想株価フリーキャッシュフロー倍率約25倍の約73ドルだ。

ウロダルチャク氏は、「フォーミュラ・ワンのフリーキャッシュフローは急増し始めたばかり」であり、買い持ちが可能な銘柄だという。ウロダルチャク氏の見解では、フォーミュラ・ワンは最終的に売却され、リバティは約300億ドルを手にする可能性がある。これは1株当たり100ドル超に相当し、25日の終値を40%近く上回っている。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

2. 民主党の有力大統領候補ハリス氏の経済実績はいかなるものか

[フィーチャー]

Harris Voted Against Powell's Fed Nomination. A Look at Her Economic Record
経済政策を引き継ぐと見られるハリス氏、上院議員時代はよりリベラルだった

パウエル氏のFRB議長選出に反対した議員の一人



Montinique Monroe/Getty Images

カマラ・ハリス氏が大統領に選出されれば、バイデン政権の経済政策と業績はほぼ継承されるだろう。このことは、何よりもパウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長が2026年までの任期を全うし、FRBがホワイトハウスの干渉を受けずに金融政策を実施できるはずであることを意味する。

しかし、現副大統領で民主党の大統領候補と目されるハリス氏は、上院議員時代はよりリベラルに傾いていたことがうかがえる。2017年から2021年までカリフォルニア州選出上院議員を務

めたハリス氏は、2018年に行われたパウエル氏のFRB議長就任を問う上院での投票において、反対票を投じている。結果は賛成84、反対13だった。ハリス氏は、コリー・ブッカー氏（ニュージャージー州）、カーステン・ギリブランド氏（ニューヨーク州）、エリザベス・ウォーレン氏（マサチューセッツ州）ら当時ハリス氏と同じく大統領選への出馬を控えていた上院議員達を含む民主党議員7名と、共和党議員4名、無所属のバーニー・サンダース上院議員（バーモント州）と共に反対票を投じた。ウォーレン氏はパウエル議長の承認公聴会で、米国の銀行業界に対する過小な監視を支持していると主張し、パウエル氏を厳しく非難した。バイデン大統領は4年後、ハリス氏が副大統領のときにパウエル氏の2期目を指名した。

経済政策立案に対する実績は乏しい

ハリス氏は、FRBの二つのマンデート（任務）である最大限の雇用と物価安定の追求をさらに拡大し、人種の平等を含めることを提案した民主党の2020年政策綱領も支持している。この政策綱領では、FRBが米国における人種間の雇用と賃金格差について報告し、対策に取り組むことが提案されている。このような要件を含む法案は、2022年に民主党が多数を占める下院を僅差で通過したが、上院の委員会を通過する、あるいは上院での採決に持ち込まれるには至っていない。8月の民主党全国大会で議員によって検討される2024年民主党政綱の草案は、FRBについて触れていない。ハリス陣営は、経済計画に関するコメントの要請には応じなかった。

バイデン政権の経済政策は、グリーン・テクノロジーやインフラへの投資、中国への対抗策、大企業の精査（特に合併・買収＝M&A＝の提案の場合）に重点を置いてきた。ハリス氏は、上院議員時代に消極的だったというわけではないが、経済政策立案に関する個人的な実績は多くない。上院議員時代から副大統領の時期にかけてのハリス氏の発言や投票記録を検証すると、家族、労働者、ヘルスケアを重視した進歩主義的な姿勢がうかがえる。副大統領としてハリス氏は、インフレ抑制法、さらに子育て支援策を含めた「ビルド・バック・ベター（より良い再建を）」スローガンなど、バイデン政権の政策に関するスポークスマンを務めてきた。また、組合労働者の支援を目的とした「労働者の組織化と権限強化に関する検討部会」の議長を務めている。

経済弱者に優しく、大企業・経営者には増税

ハリス氏は米上院議員時代に、予算委員会にも属していた。それ以前には、2011年からカリフォルニア州司法長官を務めていた。ハリス氏はハーワード大学で経済学の学士号を取得し、サンフランシスコのカリフォルニア大学ロースクールで法学学位を取得している。

上院議員として、ハリス氏は月額家賃と光熱費が所得の30%を超える米国人に税額控除を付与する法案を提案した。2018年のレント・リリーフ法は5名の共同提案者を集めたが、投票には至らなかった。

2019年初頭にハリス氏は「リフト・ザ・ミドル・クラス（LIFT）」法を提案した。年間所得が5万ドル未満の個人（合算申告の場合は倍額の10万ドル未満）に対し1人当たり3000ドルの払い戻し型の税額控除を付与する形で、多くの米国人にとって準ユニバーサル・ベーシックインカム（生活に必要な最低限の金額を一律支給）となる法案だった。法案は委員会止まりで議会に諮られることはなかった。

ハリス氏は2019年の「アカウントビリティ・フォー・ウォールストリート・エグゼクティブス」法を主導したが、投票には至らなかった。その法案は、州司法長官に「全国規模の銀行に適用される州法違反の疑いを調査する召喚状を発行する権利」を付与するものであった。

上院議員時代のハリス氏が提案した幾つかの法案にはヘルスケア関連のものが含まれており、具体的には薬価や母性健康管理、遠隔医療に関するものである。カリフォルニア州司法長官時代には、連邦司法省や他州の司法長官と共同で医療保険会社シグナ・グループ<CI>とアンセム（現エレバンス・ヘルス<ELV>）の合併を阻止する訴訟を提起した。結局、その案件は破談となった。

2017年に行われた2018年度連邦予算公聴会で、ハリス氏は質問を21世紀型業務に向けた労働者の再訓練に絞らせた。ハリス氏は労働省や労働者研修プログラムに対する予算削減案を批判した。他の公

聴会では、ハリス氏は児童や科学研究、災害援助関連のプログラムへの連邦支出に加えてメディケア（高齢者向け医療制度）とソーシャルセキュリティ（社会保障）の将来的な持続性について証人に厳しい質問を投げかけた。

ハリス氏は2020年の「新型コロナウイルス支援・救済・経済安全保障法（CARES法）」案に賛成した。副大統領（兼上院議長）として、上院で50対50の賛否均衡で賛成票を投じて2022年のインフレ抑制法を成立させた。

上院議員として、ハリス氏は北米自由貿易協定（NAFTA）に代えてトランプ政権が結んだ2020年の「米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）」の批准に反対した。また、共和党が支持した2017年の減税・雇用法と2018年のドッド・フランク法の銀行規制修正案、トランプ政権時代のスティーブン・ムニューシン財務長官就任にも反対した。

2024年の民主党政綱には富裕層と大企業への増税と児童税額控除、所得税と同率のキャピタルゲイン課税が謳われている。

予想通りハリス氏が民主党大統領候補者指名を勝ち取れば、11月5日の米大統領選で共和党トランプ候補と対決することとなる。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

3. エヌビディアは最高値を付けているが、ハイテクバブルの頃には遠く及ばない [インタビュー] Nvidia Led Tech Stocks to Record Highs. ペンシルバニア大学ウォートン・スクールのシーゲル名誉教授に聞く

分散・長期投資の提唱者



Photograph by Michelle Gustafson

ペンシルバニア大学ウォートン・スクールの金融の名誉教授であるジェレミー・シーゲル氏が、1994年1月に「株式投資 長期投資で成功するための完全ガイド」を出版した時、現在の投資家が長期投資として選好する多くの企業は存在さえしていなかった。

創業は、アマゾン・ドット・コム<AMZN>が1994年7月、グーグル（現アルファベット<GOOGL>）がその数年後だ。電気自動車（EV）メーカーのテスラ<TSLA>やメタ<META>（旧フェイスブック）の事業が本格

化したのは、2000年代前半から半ばだ。株式市場で現在最も人気のある米半導体大手のエヌビディア<NVDA>は1993年初めに創業したばかりで、当時はよちよち歩きだった。

1994年のダウ工業株30種平均（NYダウ）には、鉄鋼メーカーのベツレヘム・スチール、当時はフィ

ルムなどの写真用品の最大手で、会社再建後は商業印刷や化学薬品を手掛けるイーストマン・コダック<KODK>、タイヤメーカーのグッドイヤー・タイヤ・アンド・ラバー<GT>、米小売大手のシアーズ・ローバック、小売大手のウールワース<WOW>などが含まれていたが、その後の30年どころか中期的に見ても、いずれも優れた銘柄とはならなかった。

しかし、それはシーゲル氏の論点ではない。シーゲル氏は、分散投資を勧め、株式市場の個々の勝者と敗者を選択しないように推奨した。シーゲル氏はまた、投資を維持する一方で、市場のタイミングを図った売り買いをしないよう推奨した。「株式投資」が出版された時にS&P500指数のインデックスファンドに投資して現在まで保有していれば、指数の470弱から約5550への上昇によってリターンは1100%弱となる。

シーゲル氏が提唱したパッシブ投資は、米国の活気のある業界における最も支配的な企業に対して継続的に確実に投資することだ。ウイズダムツリーのシニア・エコノミストも務めるシーゲル氏は、「私はインデックス投資を信奉しており、どのような投資手法を採用しようとも株価指数に勝つのは困難だ」と語る。

本誌は7月1日に、第6版となった著書、現在の株式市場に対する所感、株式市場の長期的な行く末についてインタビューした。

■ 株式リターンは長期的にみて安定的

本誌：あなたの著書の中で、現在でも通用する最も重要な点は。

シーゲル氏：著書は1802年から現在までのデータを含んでいる。その間の株式市場のインフレ調整後の実質年平均リターンは6.8%だ。ちなみに、初版の時点での実質リターンは6.7%だった。過去30年の間に、金融危機や新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）などを経験して株価は上下したが、それでも年平均実質リターンは6.5～7%の間となっている。それこそが、長期的に投資を維持することの強みだ。株式は、短期的にみれば変動が最も激しい資産クラスだが、長期的にみれば最も安定している。米国の他の資産クラスのリターンは、長期的にみて株式に匹敵しない。

Q：相場を主導するテクノロジー株のバリュエーションは、1999年から2000年初頭にかけてのハイテクバブル期と比較すると合理的な水準だ。ハイテクバブルの再燃を懸念しているか。

A：市場にはモメンタム・トレーダーが常に存在し、モメンタム投資は非常に成功する投資戦略になり得る。人々は、市場の暴落前に売り抜けられるという信念を持って市場の波に乗るが、往々にして売り抜けられない。とはいえ、現在はハイテクバブルとは程遠い。

人口知能（AI）関連株のモメンタムを考慮すると、投資で株価指数のリターンを上回るのは困難だ。AI関連株は利益を伴っており、バリュエーションは20～25年前の超割高な水準からかけ離れている。

Q：あなたは著書の中で、株式市場を「永続性が極めて高い」と称した。現在の永続性は30年前と比較して概ね同程度か。

A：株式市場の永続性は高いが、今後のリターンは以前よりも若干低下すると予想している。今後10年間の年平均実質リターンの私の現在の予想は5～5.5%程度だ。市場の株価収益率（PER）が、現在の水準に近い約20倍で推移すると予想している。

PERが上昇したため、将来の予想リターンを引き下げなければならない。私の意見に対して、「米国債でも5%近いリターンを獲得できる。なぜ株式に投資すべきなのか」と尋ねられる。違うものを比べているというのが、その答えだ。私が言っているのはインフレ調整後のリターンで、米国債利回りはインフレで調整されない。インフレ指数連動国債（TIPS）の利回りはわずか2%で、その差の3%が長年にわたって累積すれば大きな差となる。

インフレリスクで債券には後ろ向き

Q：あなたは、債券はインフレに対するヘッジとしては役に立たないが、地政学的リスクに対しては良好なヘッジ手段だと述べている。インフレ懸念が後退する一方で地政学的リスクが高まっており、債券投資を勧める根拠は強まっているのか。

A：債券は、地政学的リスク、リセッション・リスク、金融危機のリスクがある時は好調だ。また、パンデミックの際も好調だった。しかし、債券にとって全く向かないリスクがあるとすれば、それはインフレリスクだ。

1990年代からパンデミックまで30年にわたって、物価がほとんど上昇しなかったことを忘れてはならない。1%や1.5%の利回りでも人々が債券を買った理由はそこにある。インフレを制御する方法が分かっていると考えられていたため、インフレはリスクではなかった。しかし今や、インフレリスクと戦わなければならない、それが、債券利回りが上昇している理由の一つだ。地政学的リスクも高いと言えるかもしれないが、インフレリスクの方が高い。

利下げと株式市場の見通し

Q：米連邦準備制度理事会（FRB）が、今年利下げすると考えているか。

A：年内の利下げを予想している。景気は軟化している。景気は崩壊しておらずリセッションにも陥っていないが、インフレも低下している。コモディティ価格は高値から下落している。年内は、9月に1度、また12月にも1度の利下げがあるかもしれないが、利下げ回数はさらに多くなるかもしれない。長期的にみて、フェデラルファンド（FF）金利誘導目標は3%と3.5%の間のどこかに落ち着くだろう。

人々は、FRBによる毎回0.25%の利下げを予想しているが、0.5%の利下げもあり得る。景気が減速すれば、FRBはFF金利誘導目標を可能な限り速やかに3~3.5%とすることを望むだろう。

Q：年内の株式市場の予想は。

A：今年上半期の株式市場の動きには驚いている。市場は二極化した。1998年や1999年ほどの二極化ではないが、PERはハイテク銘柄が30倍またはそれ以上で、ハイテク以外は17・18倍、小型株は14・15倍となっている。ハイテク株のモメンタムは健在で、それが株価を押し上げる可能性がある。利下げの開始までにテクノロジー株からの乗り換えが起こるとは予想していない。利下げの影響は大型株よりも小型株の方が大きく、小型株の利益率と収益性を改善する。利下げが開始されるまでは、バリュエーション投資が復活するとはみていない。

■ ビットコインには問題あり

Q：ビットコインをどうみているのか。投資家は、資産の割合として、どの程度を投資すべきか。

A：私はビットコインに投資していないが、著名投資家のウォーレン・バフェット氏のような反感も抱いていない。暗号資産（仮想通貨）に関する大きな期待外れはナスダックとの相関性が高く、分散投資にならないことだ。何かを資産クラスと呼ぶ時は、それが他と異なった特徴を備えていて、価格変動が他の資産と連動しないのが一般的だ。

一方で、退屈な銀行業界と、馬鹿げた決済システムをみてほしい。銀行窓口の営業時間が、平日の午前9時から午後3時までに限られる状態が永遠に続く可能性がある。決済制度は、1年365日可能な即時決済になるべきだ。ビットコインは、銀行制度の古臭さと無競争状態からの、われわれの開放を試みている。FRBは銀行に対して即時決済を可能にし、不正に対する予防手段を施行すべきだ。

■ 選挙の影響は？

Q：選挙が衆目の的だが、結果は投資に影響するのか。影響するとしたら、どのようになるのだろうか。

A：株式市場は、税金と規制を理由にドナルド・トランプ前大統領を好んでいる。投資家は、関税や、トランプ氏の予見不可能性に満足していないが、4年間の大統領時代を経験しており、2016年当時よりもトランプ氏を良く理解している。

トランプ氏の減税計画の行方を決定するのは議会のため、議会がどうなるのかの方が重要な問題だ。トランプ氏が大統領になったとしても、民主党が下院を取り戻すか上院の過半数を維持すれば、2026年の税制の状況は現在と大きく異なる可能性がある。それは重要になるだろう。

長期的にみると、政府が経済を社会主義化しない限りにおいて、市場は民主党政権下でも共和党政権下でも上昇している。

■ 財政赤字の危機は2030年代半ば

Q：財政赤字と、歳出増加の可能性をどうみているか。

A：財政赤字増加は長期的な問題だが、私は財政赤字に対するタカ派ではない。危機につながるとしても、2030年代の半ばから後半だろう。債券市場で利回りが上昇すれば、それは国家の債務が過多なこと、そして、政府が債務削減のために手段を講じなければならないというメッセージを発することになる。政府は、いつかは対処しなければならないだろうが、近い将来ではない。

Q：投資を始めたばかりの投資家に対する助言は。

A：30年前とあまり変わっていない。分散化されたポートフォリオに投資すべきだ。確定拠出年金（401k）か個人退職年金に投資して、ポートフォリオが成長するのをただ眺めていれば良い。ポートフォリオのリターンがマイナスになる年もあるだろうが、下落分はいずれは取り戻せるだろう。

バリューストックが割安なため、短期的にアウトパフォームしない可能性はあるが、バリューストックの比率を高めることを好んでいる。短期目的のトレーダーは利益を追いかけるが、長期志向の投資家であれば、バリュエーションを追いつめるべきだ。トレーディングと長期投資は別物だ。

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

4. ダウンサイドリスクがないバッファETF

[ファンド]

New Stock ETFs Offer 100% Price Protection. This Is the Big Risk.
投資前に仕組みとリスクを理解しよう

100%ダウンサイド・プロテクションを提供するETF



Dreamstime

下降（ダウンサイド）リスクがないこと、それはすべての株式投資家の夢だ。S&P500指数のような株価指数の下振れリスクをヘッジする、いわゆる「バッファ上場投資信託（ETF）」は2018年から売買されているが、以前は悪い取引のように思われていた。ベンチマークのリターンの上昇幅を大幅に抑える代わりに、投資家は通常、市場下落の最初の10～20%しか保護されなかったからだ。

新たに100%バッファETFが登場したおかげで、もはやそのようなことはない。過去1年間

で、イノベーター・キャピタル・マネジメント、ブラックロックのiシェアーズ、カラモス・インベストメンツ、そしてファースト・トラストの四つの投資会社が、完全なダウンサイド・プロテクションを提供するETFを新たに設定した。そのアップサイドキャップ、すなわち年間リターンの最大のプラス幅は8～11%の範囲にあり、株式の過去の長期リターンの平均に近い。

100%バッファETFの仕組み

何が変わったのか、それは金利だ。これらのETFのリターンは、金利水準とオプションコストに左右される。オプションはS&P500指数やその他のインデックスへのエクスポージャーを得たり、そのエクスポージャーをヘッジしたりするために使われる。インデックスのオプション取引はレバレッジを効かせたエクスポージャーを提供することから、投資家はS&P500指数の株式ETFに投資するのと同等のパフォーマンスを得るために、ポートフォリオ全体をそのオプション取引に投資する必要はない。

投資家は、その代わりに現金や財務省短期証券（TB）を保有することもできる。そして無リスク金利として知られるTBの利回りで、オプションコストを賄うことができる。利回りが高ければ高いほど、オプションによるエクスポージャーを増やすことができ、アップサイド（いわゆるキャップレート）の追求とダウンサイドのヘッジの両方が可能となる。

金利がゼロに近かった時代には、このような100%バッファETFを実現することはできなかった。しかし、現在のTBの利回りは約5%であり、現金の利回りもそれに近いので、ダウンサイドなしで最大10%のアップサイドのキャップレートを得ることができる。

オプションには期限があるため、ETFのキャップレートも6カ月、1年、あるいは2年で期限切れとな

る。ETFはその後、その時点のオプション料と金利に基づいて、新しいキャップレートでリセットされる。

i シェアーズ・ラージ・キャップ・マックス・バッファ・ジュンETF<MAXJ>は、2024年7月1日から2025年6月30日までの1年間を「現在のヘッジ期間」としている。このETFの「スタート時のアップサイドキャップ」は10.64%で、経費率0.50%を差し引いた「スタート時のバッファ」は99.50%であるため、「バッファ前のスタート時のダウンサイド」は最大でマイナス0.50%となる(これらのETFのバッファはすべて手数料控除前)。

投資家はこの戦略を自身で手数料なしで実現できる可能性はある。しかし、利便性は別にして、ETFを利用することによる節税という別のメリットもある。ETFの仕組みは本質的に節税効果が高く、特にこれらのバッファETFは課税対象となるキャピタルゲインや所得分配を避けるために複雑なオプション戦略を採用している。

投資前にバッファの統計値を確認

イノベーター・エクイティ・ディファインド・プロテクションETF（1年物・7月設定）<ZJUL>は、S&P500指数の「ディープ・イン・ザ・マネー」のコール・オプションのポジションをとる。これは、TBの課税対象となる利息を実際に受け取ることなく、オプションコストの支払いに充てる仕組みだ。興味深いことに、iシェアーズのバッファETFは異なる仕組みを選択している。iシェアーズのバッファETFは、iシェアーズ・コアS&P500 ETF<IVV>のポートフォリオに組み込まれている株式を直接保有することで配当を支払っている（オプションには配当は支払われない）。これらの配当とiシェアーズのバッファETFの低い手数料により、イノベーターのバッファETFの8.71%より高いキャップレートを実現しているが、配当は課税対象だ。

これらのETFの最も明白なリスクは、S&P500指数が8~11%のキャップレートを超えて上昇した場合に、その上昇分を享受できない機会費用だ。しかし、もう一つあまり目立たないリスクもある。ETFが最初に設定されたとき、あるいは年に一度のリセットの期間中に、S&P500指数の価値がベンチマークに対して設定された価格よりも上昇してしまった後に投資した場合、投資家はETFのバッファの閾値（しきいち）に再び到達するために必要なダウンサイドにさらされることになる。

例えばiシェアーズのバッファETFは、7月19日時点の「残存アップサイドキャップ」が9.44%、「バッファ前のダウンサイド」がマイナス1.58%であることを開示している。投資する前にバッファの統計値を確認することが必須だ。

By Lewis Braham
(Source: Dow Jones)

5. 株式市場のローテーション後に何が起ころのか What Comes Next After the Stock Market's Rotation 物色対象の変化に振り回されず、乗り切るのが賢明

[コラム]

大統領選の影響の過大評価に注意

米国の大統領選は通常以上にドラマチックな展開を見せており、注目が集まるのも不思議ではない。TV討論会での惨たんたるパフォーマンスから、ジョー・バイデン大統領が2期目を務めるには年を取り過ぎていることが明白となり、カマラ・ハリス副大統領が新たな民主党の候補者と目されている。選挙結果の確実性が下がったため、株式市場にとって厳しい1週間となったことをハリス氏の台頭のせいにする人は多い。同様に多くの人が、共和党による下院と上院の支配の可能性が高まったことを最近の株価上昇の理由と考えた。



Mario Tama/Getty Images

しかし、トランプ氏やハリス氏が要因とされる事象はほぼすべて、経済データ、米連邦準備制度理事会（FRB）を巡る想定、もしくは通常の企業活動で説明できる。小型株ベンチマークのラッセル2000指数は、S&P500指数とナスダック総合指数に対してアウトパフォームしているが、そのきっかけは6月の消費者物価指数（CPI）であり、投資家が9月の利下げの可能性をほぼ100%と想定して織り込むほど弱かった。グーグルの親会社アルファベット<GOOGL>や電気自動車（EV）メーカーのテスラ<TSLA>の決算発表を受けて、投資家が人工知能（AI）銘柄への投資が行き過ぎたのか心配する中、その傾向は続いた。

太陽光発電株が急落した要因も、トランプ前大統領以上に、住宅用太陽光パネル設置大手のサンパワー<SPWR>の問題が大きく関係していた可能性が高い。

リキッドネットでマーケット・ストラクチャー部門を統括するジェフ・オコナー氏は、「表面的には、白熱する政治情勢によって、市場は大手ハイテク銘柄から景気循環株、防衛株、小型株へとはいきり移行したように見える。しかし、このローテーション（物色対象の変化）を政治的イベントだけに帰するのは難しい。歴史的に見て、大統領選挙が市場に与える影響は、認識されているよりもはるかに小さい」と指摘する。

ローテーションの持続性に疑問も

本当に重要なのは、利下げの影響、景気、そして企業利益の方向性だ。特に利下げは、景気に敏感で、負債が多く、あるいは単に規模が小さい企業にとって最も有益である。これは小型株と比べた大型株のパフォーマンスにも反映されており、7月24日までの12日間で、ラッセル2000指数はS&P500指数を12.7ポイントもアウトパフォームし、同時期では記録上最も大きな差を開けている。ラッセル2000指数の上昇は激しく、S&P500指数の下落幅も大きかったため、7月に入ったときは年初来1%しか上昇していなかったラッセル2000指数は現在11%上昇と、S&P500指数の14%上昇にわずか3ポイントの

差に迫っている。

このローテーションを維持するのは容易ではない。利下げによる追い風の多くは、上場投資信託（ETF）のSPDR S&P500 ETF<SPY>に対して6月末時点よりもプレミアムが大幅になっているiシェアーズ・ラッセル2000 ETF<IWM>に既に反映されている。

22Vリサーチでストラテジストを務めるデニス・デバスチャー氏によると、利下げ期待とバリュエーションの差の拡大は、小型株のさらなる上昇が縮小し、そのペースも減速する可能性が高いことを意味する。

ローテーションが続くかどうかは、金利と景気の両方にかかっている。バンク・オブ・アメリカのオースン・クォン氏は、S&P500の均等加重指数（ローテーション・トレードの指標）が、時価総額加重型のS&P500指数をいつアウトパフォームしたかを調べた。その結果、10年物米国債利回りが過去12カ月の最高から1%ポイント低下したときと、米供給管理協会（ISM）製造業購買担当者景況指数が最低値から4%ポイント以上上昇したときに、90%の確率でアウトパフォームすることが分かった。この二つの事象が現在起こるには、10年物米国債利回りは直近の4.21%から3.99%に低下し、購買担当者景況指数は6月の48.5から50.5に上昇する必要があるが、かなり無理のある想定と思われる。

■ ハイテク株をあきらめず中間で乗り切りを

ハイテク株も問題を抱えている。AIへの莫大な支出と、それらの投資が本当に回収できるのかを巡る懸念が株価への重荷の一つとなっている。今週はマイクロソフト<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）の決算発表があり、投資家はさらに詳しい情報を得られるだろう。キャピタル・エコノミクスでチーフ・マーケット・エコノミストを務めるジョン・ヒギンズ氏は、ハイテク大手が2025年末までウォール街を満足させ続けられるかについては楽観的で、「マグニフィセント・セブンが1株当たり利益（EPS）の成長期待に応えるのが来年末までだとしても、7社を合わせた12カ月先の予想株価収益率（PER）はさらに上昇し、合計の時価総額は増加を続けるだろう」と書いている。

しかし、株式市場は全体としてまだ下落するかもしれない。8月と9月は歴史的にS&P500指数のパフォーマンスが最も悪い時期である。エバーコアISIでテクニカル分析を統括するリッチ・ロス氏は、S&P500指数は少なくとも5250まで、つまり直近高値を8%下回る水準まで下落してから、再び上昇に転じると予想している。ロス氏はまた、小型株やその他のローテーションの恩恵を受ける銘柄に「疲弊」の兆候が見られ、その結果投資家がやっかいな状態に置かれることを懸念している。

今のところは、シンプルに困難を乗り切るのが最善かもしれない。ハイテク株への投資はあきらめず、現金を少し保有し、マグニフィセント・セブン以外の銘柄へのエクスポージャーを確保することだ。今は、どちらか一方を選ぶよりも、中間を取った方がいい時期だ。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

6. ハイテク株売りの一因はAI投資の減速懸念

AI Sparked a Revolution. Now We Await the Payoff.
勝者の見極めにはまだ時間がかかる

[ハイテク]

大型ハイテク株から小型株への乗り換えが起きている



Melina Mara/The Washington Post via Getty Images

7月の第2週以降、この1年間にわたり株式相場をけん引してきた超大型ハイテク株の7銘柄、いわゆるマグニフィセント・セブン（M7）が失速している。

先週に発表された決算も悪化している。アルファベット＜GOOGL＞は動画共有サービスYouTube（ユーチューブ）事業の売上高成長率が鈍化したと述べ、電気自動車（EV）大手のテスラ＜TSLA＞の利益はEVの価格下落と販売台数の減少によって圧迫された。

M7が失速している背景には、投資家が大型ハイテク株から小型株に乗り換えていることがある。ハイテク株比率の高いナスダック総合指数は7月10日前後から小型株のベンチマークとされるラッセル2000指数をアンダーパフォームし始めた。だが、市場を左右する要因は一つではないし、超大型株から流出する全ての資金を小型株が吸収できるわけでもない。

AI投資の恩恵を受けているのは一握り

センチメントが変化したもう一つの要因は、投資家が今や人工知能（AI）への投資の減速を懸念していることだ。

大手ハイテク企業は生成AIプラットフォームを構築して世界を高揚させた。大半のハイテク企業はAI向け半導体を購入するために膨大な支出をしている。アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞、アップル＜AAPL＞、アルファベット傘下のグーグル、メタ＜META＞（旧フェイスブック）、マイクロソフト＜MSFT＞はそれぞれAI向けデータセンターに数百億ドルを投じている。

だが、こうした巨額の投資から大きな恩恵を受けているのは、米半導体大手のエヌビディア＜NVDA＞など一部のハードウェアベンダーにとどまる。投資家がハイテク企業によるAI投資からどのようなリターンを期待できるかを問うのは当然だ。筆者は今年5月にそうした疑問を提起したが、明確な答えは見つからなかった。

AI投資に対する見返りに疑問を抱いている人は他にもいる。今年6月、セコイア・キャピタルのベンチャーキャピタリストであるデイビッド・カーン氏は、エヌビディアの顧客企業が自らの投資に対して許容可能な見返りを得るには、AIによって売上高を6000億ドル上乗せする必要があるとの試算を公表した。カーン氏は今のところ、AIによる新規の売上高の合計額を良くも悪くも1000億ドルとみている。

カーン氏は、かつてインターネットや鉄道がそうであったように、AIが経済を変容させるとの見方に

同意しているし、セコイア・キャピタルはAIスタートアップを支援している。だが、かつての破壊的テクノロジーに投資した多くの投機筋は、最初にバリュエーションが暴落したときに破たんした。

2週間前にメタの株価が下落していたとき、モルガン・スタンレーのアナリスト、ブライアン・ノワック氏は、メタが今年と2025年に計画している年間450億ドルの設備投資からどの程度の投下資本利益率（ROIC）を期待している可能性があるのかを検討した。ノワック氏はAIによってフェイスブックとインスタグラムのユーザーエンゲージメントが高まると結論付け、メタの投資判断を「買い推奨」に据え置いた。

過少投資のリスクは過大投資よりもはるかに高い

このコラムで指摘したいのは、M7の株価下落によって超大型ハイテク企業がAI投資から得る見返りの恩恵に投資家がより割安にあずかれるようになったことではない。鉄道沿線で都市がどのように発展するのか、あるいはインターネットからソーシャルメディアがどのように出現するのかを初期の投資家が予測できなかったのと同様、AIがもたらすリターンに関する予測についてとやかく言うことは誰にもできない。

筆者の論旨は、AI投資の減速を懸念する向きとは真逆だ。AI投資が減速すると考えて株式を売却した投資家がいたとすれば、その投資家はAIに投資している経営者の発言に耳を傾けていない。大手ハイテク企業は今後もエヌビディアなどのベンダーからAIハードウェアを購入し続けるだろう。

先週、アルファベットが4～6月期決算を発表したとき、設備投資が前年同期比でほぼ倍増したことが明らかになった。最高経営責任者（CEO）のサンダー・ピチャイ氏は投資家に対し、アルファベットはAIに積極的に先行投資しなければならず、それによってすべての中核事業の変容が約束されると述べた。さらに、「こうした曲線をたどっている当社にとって、過少投資のリスクは過大投資のリスクよりもはるかに高い」と指摘した。

AIへの過少投資のリスクに直面しているのはインターネット企業だけではない。バイオテクノロジー企業であるモデルナ＜MRNA＞の共同創業者、ヌーバー・アフエヤン氏は最近筆者に対し、自身が設立したバイオテックベンチャー企業が数十億ドルの調達資金の一部を創薬向けAIモデルに投資する計画だと述べ、「うまくいくかどうかは分からない。君がそこに腰かけて、うまくいくかどうかを他の誰かに理解させることはできない」と胸の内を明かした。

長期的にみて誰がAIの勝者になるかを予測することできない。だが、短期的には資金が流出し続けると考えた方がよい。

By Bill Alpert
(Source: Dow Jones)

7. 市場のローテーションは続く

The Stock Market Rotation Will Go On

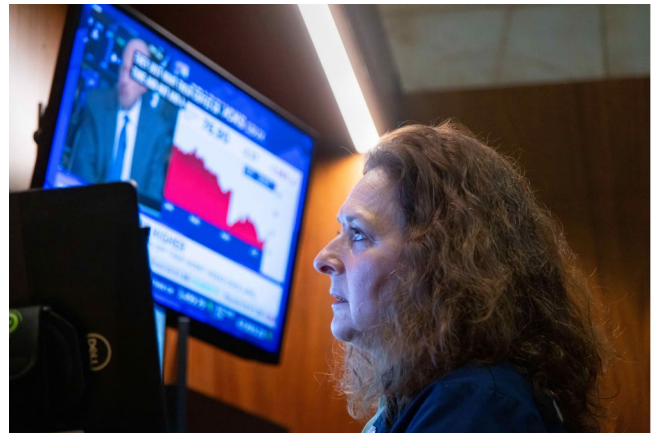
経済指標も追い風となり、小型株を物色する動き

[米国株式市場]

大型株に利食いの動き

先週はハイテク株にとって値動きの荒い週となったが、市場はハイテク株の先行きを懸念するよりも、ピカピカの新しい魅惑となった小型株に興奮している。

先週の主要株価指数を見ると、ダウ工業株30種平均は0.7%高の4万0589ドル34セントとなったが、S&P500指数は0.8%安の5459.10、ハイテク株比率の高いナスダック総合指数は2.1%安の1万7357.88で引けた。一方、小型株のラッセル2000指数は3.5%高の2260.07で週末を迎えた。



Michael Nagle/Bloomberg

ナスダック総合指数の下落の一部は、これまでの指数の状況をそのまま反映している。先週の初めまでにナスダック総合指数は今年に入ってから18%上昇していたが、グーグルの親会社であるアルファベット<GOOGL>の決算発表を受けて投資家が利益確定の動きに出たのだ。アルファベットの決算は市場予想を上回ったものの、発表後の24日に前日から6.2%の下落となった。これがきっかけとなり、同様に指数をアウトパフォームしていた半導体大手のエヌビディア<NVDA>、旧フェイスブックのメタ<META>、電子商取引大手のアマゾン・ドット・コム<AMZN>で利益確定の動きが見られた。

好調な小型株

ここで、小型株のS&P600指数が注目される。この指数は先週3.6%上昇したが、これは投資家がポートフォリオのリバランスを行い、小型株の保有をやや多めにし、ハイテク株の保有をやや少なめにしたためだ。この物色対象の変化（ローテーション）に拍車をかけたのは、インフレの動きが引き続き落ち着いていたことだった。6月の個人消費支出（PCE）の物価指数は前年同月比2.5%上昇と、5月の同2.6%上昇を下回った。また、4～6月期の国内総生産（GDP）成長率は前期比年率2.8%と予想を上回ったが、成長率が上振れしても景気の過熱が示されることはなかった。

これらを総合すると、市場が予想するように米連邦準備制度理事会（FRB）が9月に利下げを実施し、これが経済成長を下支えするとともに、各セクターにおいて売り上げと利益に対する市場の信頼を回復することになりそうだ。

S&P600指数は過去2週間で約6%の上昇と、かなりの上昇を見せているが、小型株の上昇は一息つく必要はあっても続くはずだ。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「長期的には、ローテーションはまだ続く」と指摘している。

Market Snapshot



増益率は大型株を上回る

単に金利見通しだけが理由ではない。小型株の売上高は今年、四半期ごとに増加すると予想されており、2025年には平均で前年比5%の成長が見込まれている。コストの上昇が大きくなり過ぎない限り、利益率は上昇する可能性がある。これを受けて来年の増益率の予想は19%となっており、S&P500指数の予想増益率を約5ポイント上回っている。

各企業が増益を達成すれば、小型株の継続的な上昇には十分すぎる燃料となりそうだ。S&P600指数は、来年度の予想利益に対して約15倍の水準にあり、S&P500指数の20.8倍を30%近く下回っている。22Vリサーチによると、これは少なくとも2010年以降で最も大きな差に近づいている。2021年、2015年、そして2008～2009年の金融危機後の最初の数年間のように市場が自信を深めれば、この差はさらに縮小する可能性がある。

トゥルーイストの共同最高投資責任者（CIO）であるキース・ラーナー氏は「バリュエーションが圧縮されているのであれば、これらの銘柄が値上がりするために必要なのは、バリュエーションの圧縮が緩和することだけだ」と語る。

こういうときは、小型株への注目が報われるかもしれない。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

8. クラウドストライクとデルタ航空が露呈したもろさ

[コラム]

What Happened to CrowdStrike and Delta Could Happen to the S&P500
S&P500に与える教訓とは

難攻不落の企業を襲ったソフトウェア更新



Mario Tama/Getty Images

ある企業が競合他社よりもはるかに優れていて、難攻不落のことがある。毎四半期、毎年、一貫して好結果を出しているからだ。しかし、いつまでも続くことはない。

最近、こうしたことが二度起きた。サイバーセキュリティのクラウドストライク・ホールディングス<CRWD>と世界最大級の航空会社デルタ航空<DAL>だ。両社に起きたことには関連がある。

クラウドストライクのセキュリティソフトウェア更新は7月19日から世界中のインターネットのかなりの部分をダウンさせ、問題の97%を解決するのに約1週間かかった。クラウドストライクの問題はデルタ航空の問題でもあり、システム障害によってデルタ航空は約6700便の欠航を強いられた。同業他社ほど迅速に対応できなかったことが示された。クラウドストライクの株価は今月に入って約34%、デルタ航空の株価は約8%下落している。

それ以外の点では、両社に共通点はほとんどない。クラウドストライクは急成長中のサイバーセキュリティ企業で、システム障害発生前の7月18日には12カ月予想株価収益率（PER）が78倍という高値で取引されていた。一方、デルタ航空は競争の激しい業界で事業を展開しており、赤字続きだったこともある。PERは1桁台だ。

違いはあるが、両社とも事業内容では業界最高とみなされている。クラウドストライクの株価は、年初から7月1日の最高値（終値ベース）まで約54%上昇していた。クラウドストライク株の最初の下落後、米国みずほ証券のジョーダン・クライン氏は「エンドポイントセキュリティの点で業界最高、経営陣の実行力に対する素晴らしい評判、抜きん出たキャッシュフローマージンに加え、サイバーセキュリティ業界全体で最高の成長企業の一つであり、ソフトウェア企業の中で最も保有されている銘柄の一つ（現在、ソフトウェア企業で保有されている銘柄は多くない）」と高く評価した。

デルタ航空に関しては新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）以前から、同業他社よりも経営に優れ、マイレージプログラムが充実し、さらに言えば同業他社よりも優良株であるという評判があった。また、格付け会社大手フィッチ・レーティングスとムーディーズ・インベスターズ・サービスから投資適格の格付けを得ている。2社から投資適格と評価されている航空会社は、デルタ航空だけだ。

オーバーハングに直面しそうなデルタ航空

今、この2銘柄に対してこうした前向きな評価をするのは難しい。クラウドストライクにとって、顧客のウィンドウズ搭載コンピューターをクラッシュさせるアップデートを押し通すことは、パロアルトネットワークス<PANW>やセンチネルワン<S>などの競合他社に乗り換える隙を与えることになる。実際、そうする顧客もいるだろう。一方、デルタ航空は他の航空会社が復旧した後もフライトのキャンセルが続き、2022年にサウスウエスト航空<LUV>が起こしたクリスマスシーズンの大量欠航を投資家に想起させた。現在、米運輸省がデルタ航空を調査している。

このような出来事が致命的とは限らない。メキシコ料理チェーンのチポトレ・メキシカン・グリル<CMG>は、株価の下落分を取り戻すのに4年近くかかったとはいえ、2015年の大腸菌の集団感染を乗り切った。しかし、今回の出来事がささいなものなのか、それとももっと深刻なものなのかを見極めるには時間がかかるだろう。

UBSのアナリスト、ロジャー・ボイド氏は、システム障害発生後に公表したリポートの中で、クラウドストライクの「買い」の投資判断を見直していると明らかにした。ボイド氏は「処理にかかる費用は予想より高くなりそうだが、問題は財務的なものだけではない。今回のシステム障害は既にクラウドストライクのブランドに大きな影響を及ぼしており、これからの市場開拓の努力にも影響を及ぼす可能性が高い」と指摘している。

デルタ航空の課題は、もっと難しいものかもしれない。投資家は、最も良い時期でさえ、航空会社が良い投資先であったことはほとんどないことを知っている。デルタ航空は、その認識を変える可能性を秘めた銘柄だったが、メリウス・リサーチのアナリスト、コナー・カニングラム氏の予測によれば、第3四半期の営業利益が約3億5000万ドル減少するという財務面での打撃と風評上の打撃の両方に対処しなければならなくなった。

カニングラム氏は「影響がさらにはっきりするまで、株価は正当なオーバーハング（大株主などが株式を大量に売り出すとの観測が強まり、株価を下押す現象）に直面することになるだろう。詳細が明らかになって改善策を発表すれば、最終的に投資家はデルタ航空株に引き寄せられるはずだ。システム障害の影響が長引いたとはいえ、デルタ航空は業界内で最も有利な位置にある」と書いた。それで十分かどうか、本誌には分からない。

永遠に揺るがないものはない

もちろん、かつて難攻不落だった企業が苦境に陥るのに、不幸な出来事が連続して起きる必要はない。2000年以降の複合企業ゼネラル・エレクトリック<GE>や、米半導体大手エヌビディア<NVDA>が支配する世界で存在感を維持しようとする半導体大手インテル<INTC>の戦いを見れば分かる。かつてコンピューターの最高基準だったIBM<IBM>は、過去15年間のリターンが年平均7.3%に過ぎなかった。同じ期間にS&P500指数のリターンは同14%だった。

投資家はこうした事例を心配するはずだ。特に、アップル<AAPL>、マイクロソフト<MSFT>、エヌビディアなどの銘柄の比率が高まっているS&P500指数は、世界で唯一無敵の株価指数のようにになっている。過去2週間で2.8%下落したが、S&P500指数に関する状況が変わるとは考えにくい。しかし、

クラウドストライクとデルタ航空が出くわしたように、常に何かが起こる。永遠に揺るがないものなどないのだ。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

9. アップルの新型AI搭載iPhoneは消費者にアピールするか Wall Street Loves Apple's New AI iPhone. Will Shoppers Agree? 魅力的なアプリの不足が懸念材料

[投資戦略]

アップルインテリジェンス搭載予定



David Paul Morris/Bloomberg

次期iPhone（アイフォーン）には、アップル＜AAPL＞待望の人工知能（AI）ツール「アップルインテリジェンス」が搭載される予定だ。アップルが公開した短い動画では、文字入力や音声入力で絵文字や画像を生成できるといった新機能が紹介されている。例えば、「リスのDJ」とタイプすると、ふさふさした尻尾のディスクジョッキーが表示される。人生を変える可能性のある新機能の潜在力を矮小化するつもりはない。動画にはサーフィンをするティラノサウルスや猫のシェフも登場する。

分かった。控えめに言っても、電子メールを作成したり、ホームムービーを瞬時に繋ぎ合わせたりする支援機能もあるし、アップルの音声アシスタント「シリ(Siri)」もより有能になっている。興味がある向きには、今秋、昨年発売されたiPhone 15や最新のiPad（アイパッド）、Mac（マック）向けに新機能のベータ版が公開される。iPhone 15以前の機種しか持っていない場合、石器時代にとどまるか、今秋発表予定の新モデルiPhone 16を入手するか選ぶことになる。ウォール街では、iPhoneのスーパーサイクルが到来するか、議論が起きている。

スーパーサイクルは来るか

かつて、スマートフォンが普及し始めて間もない頃、アップルはシリのような目を見張るような機能や、より大型の画面や高速の高速大容量規格「5G」サービスのようシンプルだが便利な機能など、購入者にとって真に魅力的な機能を時折追加してきたものだった。その結果、売上高と利益が大幅に増加し、株価も上昇した。

では、アップルインテリジェンスも、そうした重要な進化に匹敵するのだろうか。証券会社ウェドブッシュのアナリスト、ダン・アイブズ氏によれば、それは間違いない。アイブズ氏は今月、アップルは「AI主導の大規模な買い替えサイクル」に向かっており、「消費者AI革命のゲートキーパーになるだろう」と書いている。なんだか、儲かりそう。金融大手モルガン・スタンレーのアナリスト、エリック・ウッドリング氏も同意見で、アップルインテリジェンスを「複数年にわたる買い替えサイクルへの明確な道」と位置付けている。ウッドリング氏は7月、アップルをトップピックとし、目標株価

を216ドルから273ドルに引き上げた（アイブス氏の目標株価は275ドル）。

市場も多分そうなると評価しているようだ。アップルの株価はこの2カ月で16%上昇し（AIに関するアップルの発表は6月上旬）、他の大手ハイテク銘柄をやすやすとアウトパフォームしたが、最近では、他の大手ハイテク銘柄と同様、AIに関する熱狂で株価が急騰し過ぎたとの懸念から、売り込まれている。237ドルの高値を付けた後、最近では220ドル前後で推移しており、時価総額トップを奪還したことを踏まえれば、投資家のiPhoneの次期モデルに対する期待は大きい。

■ 懐疑派の気になる調査結果

懐疑派の筆頭は金融大手UBSのアナリスト、デービッド・ボイト氏だ。ボイト氏は、10月から始まる2025年度のiPhoneの売上高成長率（iPhoneの新モデルは9月頃に発表されることが多い）を2.4%と予測している。これほど広く普及している製品の成長率としては立派なものだが、コンセンサス予想を4%ポイント、最も強気な予想を10%ポイント下回っている。ボイト氏の投資判断は「中立」、目標株価は190ドルと、さらなる株価下落も示唆している。

強気派は、買い替えを希望する可能性のあるiPhoneのユーザー層が膨大だと指摘するが、ボイト氏は、買い替えの可能性が最も高いのは、iPhone 12以前のモデルを使用する年収5万ドル以上のユーザーであり、ユーザー全体の17%にすぎないと考えている。新型のAI携帯は価格上昇が見込まれるが、価格上昇は、特に欧州では、需要減少につながる事が分かっている。最近の通信市場の安定を考えれば、米国の電話会社が大きな補助金を出すとは思えない。中国はアップルの新AI機能を承認していない。インドはスマートフォンに大金を使うユーザーが中国よりもはるかに少ない。

さらに気になるのが、UBSの調査結果だ。2020年の5G対応携帯の発売に関する調査では、認知度は高く、購入可能性を示す米国の「純関心度」は58%に達したが、今回の調査では、AIの認知度は高いものの、純関心度はわずか18%だった。他の地域でも大幅な低下が見られた。

この調査が何らかの手掛かりになるとすれば、それは携帯電話のユーザーがウォール街の多くのアナリストほど、アップルの新機能に熱狂してはいないということだ。ボイト氏は、初期の魅力的なアプリの不足に関係があると見ており、「サードパーティ製アプリの強固なエコシステムがなければ、より優れた文書作成ツールや絵文字生成ツールGenmoji（ジェンモジ）、画像ライブラリー、チャットGPTとの統合などを活用するために、新型iPhoneへアップグレードするよう消費者を説得するのは難しいだろう」と書いている。もしボイト氏が正しければ、アップルは次の販売スーパーサイクルに到達する前に、株価低迷期を迎える可能性がある。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

10. バフェット氏のバンカメ売り、今後の展開に注目

[経済関連スケジュール]

Warren Buffett Is in a Selling Mood. What's Next?

好調だったバンカメ株に水を差したパークシャーの売りは続くのか

パークシャーがバンカメ株の一部売却

著名投資家ウォーレン・バフェット氏は資産を削減するのか、それとも売却するのか。同氏が率いるパークシャー・ハサウェイ<BRK.B>は過去1週間、バンク・オブ・アメリカ（バンカメ）<BAC>株の株式5%、約23億ドルを減らしたが、これは少なくとも4年ぶりの出来事だった。今後どうなるかが大きな問題だ。

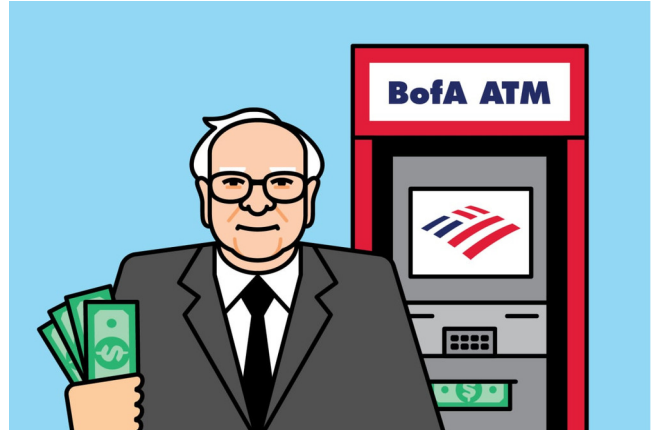


Illustration by Elias Stein

パークシャーの4000億ドルの株式ポートフォリオを統括するバフェット氏は、大口の保有株を売り始めると、売りを継続することが多い。過去には、金融サービスU.S.バンコープ<USB>

、金融機関ウェルズ・ファーゴ<WFC>、同ゴールドマン・サックス<GS>、同JPモルガン・チェース<JPM>、メディア大手パラマウント・グローバル<PARA>、パソコン・プリンターのHP Inc.<HPQ>などがあった。

さらに売却が続くのではないかという恐れがバンカメ株価を押し下げているようで、株価は週間ベースで2.87%安の41.67ドルとなり、同業他社の中で最悪となった。今回の売却により、パークシャーの最高経営責任者（CEO）バフェット氏がバンカメ株価を割高と判断している可能性が示唆されたようだ。今回の売却で、パークシャーのバンカメ株保有は9億8000万株（持株比率で約12.6%）に減少したものの、パークシャーは依然としてバンカメの筆頭株主となっている。パークシャーのポートフォリオでは、アップル<AAPL>に次ぐ2番目の規模であり、その時価は410億ドルだ。

パークシャーはバンカメ株の持株比率を10%未満に減らすことで、2営業日以内に株式の購入や売却に開示が必要とされる対象から外したいと考えているかもしれない。バンカメの株価は今月中旬に52週間ぶりの高値の44ドルをつけ、年初来で約25%上昇している。一方で、パークシャーのバンカメ株の平均取得価格は1株約14ドルである。パークシャーは、10年以上前にバンカメから50億ドルで取得したワラント（新株引受権）付き優先株のワラントを権利行使し、1株約7ドルのバーゲン価格で約7億株を手に入れている。

先週の出来事

市場動向

先週は政界に新たな動きが生じた。バイデン大統領が大統領選挙から撤退し、ハリス副大統領が民主党の大統領候補指名を獲得するのに十分な代議員数を確保した。市場トレーダーは、トランプ当落予想に基づく投資の見直しを行った。中国人民銀行は政策金利を引き下げた。株式は低調な決算で売られ、人工知能（AI）に対する懸念が先導した。米国の第2四半期の国内総生産（GDP）速報値によると成長率は年率換算で前期比2.8%、インフレ圧力は若干緩和した。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は2

6日に突然654ポイント上昇した。週間ベースでは、NYダウは0.75%上昇、S&P500指数は0.83%下落、ナスダック総合指数も2.1%下落した。

企業動向

- ・米証券取引委員会（SEC）は、暗号資産（仮想通貨）イーサリアムを現物で運用する上場投資信託（ETF）につき、資産運用会社のフィデリティ、グレイスケール、ブラックロック＜BLK＞を含む9社からの上場申請を承認した。
- ・米電気自動車（EV）大手テスラ＜TSLA＞は連続して利益が予想未達となり、第2四半期は前年同期比45%減益となった。イーロン・マスク最高経営責任者（CEO）はロボタクシーの発売を延期した。米大手自動車メーカーのゼネラル・モーターズ＜GM＞は通期見通しを上方修正した。フォード・モーター＜F＞は第2四半期の利益が市場予想を下回った。
- ・米グーグルの親会社アルファベット＜GOOGL＞は第2四半期の売上高が前年同期比14%と大幅に増加したが、生成AI（人工知能）への多大な投資で株価は下落した。
- ・フランスの高級ブランド大手LVMHモエ・ヘネシー・ルイ・ヴィトン＜MC.フランス＞の第2四半期の売上高は前年同期比でわずか1%増にとどまった。

M&A（合併・買収）など

- ・アルファベットはサイバーセキュリティ新興企業ウィズの230億ドルの買収交渉を中止し、ウィズは代わりに新規株式公開（IPO）を目指すとしている。
- ・世界最大自動車部品サプライヤーのボッシュは空調関連ジョンソン・コントロールズ＜JCI＞と日立製作所＜6501＞から暖房・換気設備事業を81億ドルで買収すると発表した。
- ・アクティビスト（物言う株主）のネルソン・ベルツ氏が率いる投資会社トライアン・パートナーズは、素材大手スリーエム＜MMM＞からスピノフしたヘルスケア企業ソルベンタム＜SOLV＞の株式を取得した。
- ・ロイター通信は、プライベート・エクイティ（PE）のL・キャタートンが玩具メーカーのマテル＜MAT＞に買収提案を持ちかけたと報じた。

今週の予定

7月30日（火）：今週はS&P 500指数構成企業150社超が業績を発表し、なかでもマグニフィセント・セブン（M7）のうち4社による業績発表が注目される。30日のマイクロソフト＜MSFT＞に始まり、続いて31日にメタ＜META＞（旧フェイスブック）が業績を発表する。8月1日にはアマゾン・ドット・コム＜AMZN＞とアップル＜AAPL＞が業績を発表する。なお、先週24日にナスダック総合指数が大きく下落し、2022年10月以来で最大となる1日当たりの下落率を記録した原因は、AIインフラへの巨額投資が企業の収益にどれだけ早く貢献するかについて投資家が疑問を呈したためだった。

7月31日（水）：米連邦公開市場委員会（FOMC）が金融政策を発表。市場はFOMCがフェデラルファンド（FF）金利誘導目標を5.25～5.50%に据え置くと予想している。トレーダーは、米連邦準備制度理事会（FRB）パウエル議長による会合後の記者会見での発言に注目。市場が織り込み済みの9月中旬の利下げが実現するかどうか、その手がかりを探ることになる。

8月2日（金）：米労働省労働統計局（BLS）が7月の雇用統計を発表。エコノミスト予想では、非農業部門就業者数は17万7500人増の見込み、6月は20万6000人増だった。失業率は横ばいの4.1%の予想。7月にパウエル議長は「労働市場は完全に均衡を取り戻したようだ」と述べている。

統計と数字

1500ドル：標準的なEV購入にかかる平均コストは、従来の内燃機関車の平均を推定で1500ドル上回る。2023年は8400ドルだった。

53%：自動車販売促進のインセンティブ・パッケージの額が6月は前年比で53%の増加。自動車価格は上半期に4%下落した。

42万7000ドル：6月の米国住宅価格の中央値。住宅販売が鈍化する中、2カ月連続で過去最高を更新。

2300ドル：フルカバー自動車保険の平均年間保険料が、2023年比で12%上昇した。上昇の原因は、保険に加入していないドライバーが増加したため。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

『バロonz・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

時事通信社

編集人

川田 重信（かわた しげのぶ）

大和証券入社後1986年から米国株式を中心に外国株式の営業活動に従事。ペインウェバー（現UBS）証券を経て2000年にエグゼトラストを設立。神戸大学経営学部卒業 米国ロチェスター大学MBA。

『バロonz・ダイジェスト』 2024/07/28

THIS WEEK'S MAGAZINE

発行 : Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信 : 時事通信社

編集

THIS WEEK'S MAGAZINE : エグゼトラスト

TODAY'S MAGAZINE : 時事通信社

お問い合わせ先（法人・個人の購読契約者様） : barrons@grp.jiji.co.jp

（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