

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2024/09/08

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 米国に原子力の新時代が到来 - Get Ready for the New Nuclear Age [カバーストーリー]
AIやEVの膨大な電力需要を賄う P.1
2. 中国の問題が米国企業にのしかかる - China's Troubles Are Hitting Home for U.S. Companies [フィーチャー]
米多国籍企業が中国事業を厳しく見つめる一方、中国企業の競争力は向上 P.8
3. リタイア間近の伝説のバリュー投資家が言い残すこと - Legendary Small-Cap Investor Chuck Royce Is Retiring. [インタビュー]
ロイス・インベストメント・パートナーズのロイス氏に聞く P.12
4. 大幅利下げの期待を打ち砕いた8月雇用統計 - The August Jobs Report Dashes Hopes for a Big Interest-Rate Cut. [経済政策]
次回FOMCでは0.25%の引き下げが濃厚 P.15
5. ヘッジファンド界の大物レイ・ダリオ氏が投資のアイデアを披露 - Ray Dalio Shares His Investing Ideas. Should You Want Them? [コラム]
耳を傾ける価値はあるか P.17
6. 9月3日に起きたエヌビディアの株価急落は無視すべき - Nvidia's Volatility Is Best Ignored. Here's Why. [ハイテク]
要因はファンダメンタルズに関するものではない P.20
7. 下落した株式市場の今後2カ月は厳しい見通し - The Market Is Sinking. Bad News Comes in Threes. [米国株式市場]
景気、半導体株、大統領選挙の不透明感が相場の重しに P.22
8. 大麻合法化への支持は広がるが、株価は低迷 - Cannabis Legalization Is Very Popular. Here's Why the Stocks Aren't. [投資戦略]
ゴルフメーカーによるM&Aの失敗の兆候にも注目 P.25
9. 半導体株急落中。本格的な投資のタイミングはいつか - Chip Stocks Are Flaming Out. When to Go In Big. [米国株式市場]
半導体株の急落は、押し目買いを検討すべきタイミング P.27
10. 政策金利が引き下げられても、貯蓄口座利息は急には下がらない - Savings Accounts Rates Are Likely to Fall, But Not as Fast as You Might Think [経済関連スケジュール]
政策金利の変動と貯蓄口座利息の変更は、常にはシンクロしない P.29

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

※当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等により作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

※記事中の株式やファンドの価格は、米バロonz編集部による記事執筆時点の値である場合があります。

Copyright © 2024 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. 米国に原子力の新時代が到来 Get Ready for the New Nuclear Age AIやEVの膨大な電力需要を賄う

[カバーストーリー]

スリーマイル島の原子炉が再稼働

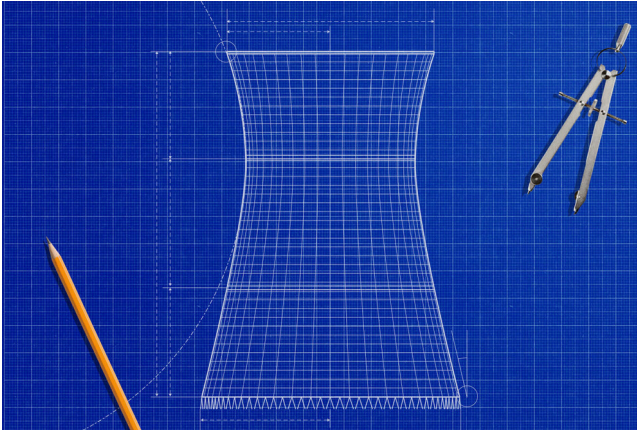


Illustration by Carl Godfrey

ペンシルベニア州ハリスバーグの南、サスケハナ川に浮かぶ小さな島で、異例の事態が起きている。1979年に歴史的なメルトダウン（炉心溶融）事故が発生したスリーマイル原子力発電所が、第二のチャンスに向けて静かに準備を整えているのだ。3～4年以内に、損傷していない1基の原子炉が再稼働し、米国のエネルギー新時代を告げる可能性がある。

スリーマイル島の原子炉を保有する独立系発電事業者コンステレーション・エナジー<CEG>のジョー・ドミンゲス最高経営責任者（CEO）

は「（再稼働すれば）極めて象徴的だ」と語る。1979年の事故は、原子力の安全性向上について厳しい教訓を業界に残した。ドミンゲス氏はスリーマイル島が「原子力に対する新たな関心が生まれる場所になるだろう」と話す。

米国では原子力の復活に向けた条件がそろいつつある。政府は原子力業界に数十億ドルの資金を提供している。ビル・ゲイツ氏やオープンAIのサム・アルトマン氏といったテクノロジー業界の権威は新会社を支援している。市民の原子力に対する支持も確実に高まっている。

原子力復活の兆候の一つがコンステレーションの株価だ。米国最大の原子力発電事業者であるコンステレーションは、わずか数年前には州の規制当局に救済を求めていた。今や、業績は好調で、株価は過去1年間で約70%上昇している。政府の支援が強まり、公益電力会社が原子力発電事業者に支払う電力料金も上昇しているため、コンステレーションやビストラ<VST>などの同業他社の株価は上昇し続けるだろう。鉱業会社で原子力テクノロジー企業でもあるカナダのカメコ<CCO>など、その他の原子力関連の上場企業も、ウランの需要増による恩恵を受ける可能性がある。

米国の94基の原子炉は国内の電力の18.6%を発電しており、これは7200万世帯分の電力に相当する。原子力は単独のカーボンフリーなエネルギー源としては米国最大だ。しかし、原子力が発電量全体に占める割合は、1990年代の20%超をピークとして、長年にわたって低下している。米国では2012～2021年に12基の原子炉が閉鎖された。

だが、潮目は変わりつつある。2021～2025年に閉鎖予定だった6基の原子炉は、州政府や連邦政府の措置によって閉鎖を免れた。さらに、過去に閉鎖され、廃炉となった3基の原子炉が再稼働する可能性がある。これは過去になかったことだ。ゲイツ氏が設立した原子力開発会社テラパワーは、政府から20億ドル以上の資金援助を受け、ワイオミング州の石炭火力発電所だった土地を新たな原子炉のために確保した。アルトマン氏が支援する2社の企業は原子力テクノロジーの試験を実施している。バイデン政権は2050年までに米国の原子力発電容量を3倍に増加させる目標を掲げている。

原子力復活の最大の理由は、10年以上にわたって横ばいだった米国の電力需要の急増だ。電気自動車（EV）、人工知能（AI）の原動力となるデータセンター、「メイド・イン・USA」の製造業ブームをけん引する新たな工場は、いずれも膨大な電力を必要とする。公益電力会社は安定した電力の確保を急いでおり、そのためなら高い料金を支払うこともいとわない。7月、中部大西洋岸と中西部をカバーする送配電網事業者は、発電事業者への容量支払い（発電事業者が保有する発電容量に対して固定価格を支払う制度）を9倍に増額することで合意した。これは数十億ドルの利益に相当する。

20世紀以前ならば、新たな電力を供給するのは石炭の役目だったかもしれない。しかし、米国の気候変動目標を達成するには、二酸化炭素を排出しないエネルギー源が好ましく、そのため原子力、太陽光、風力が注目されている。その中でも、天候にかかわらず発電が可能な原子力はクリーンエネルギー源として突出している。

今年5月まで米エネルギー省で原子力分野の最高幹部を務めていたイリノイ大のケイティ・ハフ教授は「エネルギー移行を実現するには（米国有数の巨大ダムである）フーバー・ダム数百個分の安定した電力が必要だが、わが国はこれ以上ダムを建設する気はない」と語る。ハフ氏の任期中、原子力エネルギー政策は大きな成果を上げた。発電所の閉鎖が撤回され、古い施設が改修されてパフォーマンスが向上した。

それでも、原子力の復興というストーリーには大きな穴がある。原子力の発電容量を3倍に増やすには約200基の大規模な原子炉を建造する必要がある。しかし現在、新たな原子炉は1基も建造されていない。年内にプロジェクトが発表されたとしても、計画と建造に10年はかかるだろう。

原子炉を建造するための規模とノウハウを有する公益電力会社は業界で最も重要なプレーヤーだが、連邦政府と州政府の補助金が増加しているにもかかわらず、大規模プロジェクトに取り組む準備が整っていない。エネルギー省はあるレポートで、業界が「膠着（こうちゃく）状態」にあり、納税者の支持が高まるか、革新的な資金調達モデルが開発されない限り、現状を打破するのは難しい可能性があると認めた。

米国は世界で最も多くの原子炉を保有しているが、間もなく追い抜かれそうだ。世界では64基の原子炉が建造中である。そのうち約30基を建造している中国は最近、年間10基以上のペースで新たな原子炉を承認している。フランス、ロシア、韓国も、政府の支持を受けて意欲的な計画を進めている。

政治家の支持が追い風に

原子力技術の歴史の大部分において、その開発と導入を主導してきたのは米国だった。商用原子炉業界は、第二次世界大戦期の米国防総省による核兵器開発プログラムから生まれたもので、原子炉の基本的な構成要素は当時とあまり変わらない。

1958年、ペンシルベニア州 Shippingport の世界初の原子力発電所でアイゼンハワー大統領がスピーチを行い、「米国が原子力を人類の破壊ではなく、その利益のために活用できること」を称えた。1960年代には、米国は数百万世帯の電気を賄える数十基の原子力発電所を建設していた。

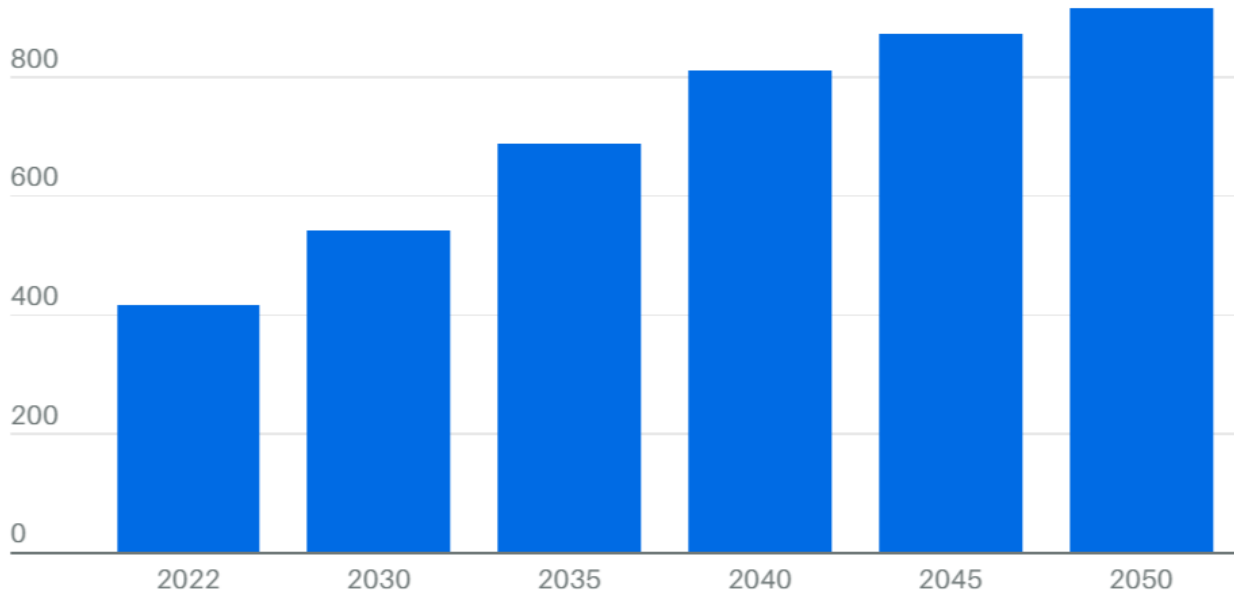
原子力発電の導入は常に円滑に進んだわけではない。原子力エネルギーは、大衆のイメージの中で核

The Nuclear Imperative

The world will need to more than double its nuclear-energy capacity to achieve net-zero carbon emissions by 2050.

Global electricity-generation capacity from nuclear power

1,000 gigawatts



Source: International Energy Agency

兵器と密接に結びついているため、長年にわたって議論を呼んできた。安全性に関するプロセスは向上したが、放射能漏れの恐怖を解消するには至っていない。その恐怖の一部は、1979年にスリーマイル島の原子炉の一つが部分的にメルトダウンしたことで現実化した。事故によって住民は避難を強いられ、健康への懸念が高まった。もっとも、米原子力規制委員会は事故による「放射能の放出は小規模で、発電所労働者と市民の健康に対して検知可能な影響を与えなかった」と述べた。1986年にはチェルノブイリで、2011年には福島で、スリーマイル島よりも壊滅的な事故が発生し、新たな発電所の稼働は遅れた。

問題は他にもある。政府は発電所が排出する放射性廃棄物の保管場所を見つけ出すことができていない。米国人は、放射性廃棄物が近所に捨てられることも、それを積んだトラックが通ることも望まないため、廃棄物の大部分は原子炉付近でコンクリート容器に入れて保管されている。放射能と放射性廃棄物に関する懸念は、1970年代後半に新たな原子炉の稼働が減速した理由の一つだ。原子炉の合計基数は1990年の112基がピークで、それ以降は減少している。

近年では、経済的圧力が原子力発電所を閉鎖する最大の要因である。天然ガスは米国最大の発電源に成長した。安価な天然ガスと成長中の再生可能エネルギーが卸売り電力価格を押し下げているため、原子力発電所は、公益電力会社が電力を購入するオークションでの競争が困難になっていた。スリーマイル島でメルトダウンの影響を受けなかった原子炉は、2019年に経済的理由で閉鎖された。ドミンゲスCEOによると、当時この原子炉は年間1億ドル以上の損失を計上していた。

当時から最も大きく変化したのは、原子力への政府の支持だ。インフレ抑制法には、原子力発電に対して、風力と太陽光への支援に匹敵する税額控除が盛り込まれた。この税額控除は実質的に、原子力発電所に支払われる電力料金に、運営費を大幅に上回る水準で下限を設けるものだ。さらに、エネルギー省は廃炉寸前の原子炉に資金を直接提供している。

政府のリーダーは世論に従っているのかもしれない。世論調査機関ピュー・リサーチ・センターによると、2023年に原子力発電所の新設を支持した米国人の割合は57%で、2020年の43%から上昇した。共和党員の方がより支持率が高いが、民主党員の間でも原子力業界への支持は徐々に高まっている。

エネルギー省のアイダホ国立研究所でディレクターを務めるジョン・ワグナー氏は「原子力エネルギーと核兵器開発が混同されていた過去の時代に育った世代から、そのような歴史がない若い世代への世代交代が起きている」と指摘する。アイダホ国立研究所は75年前に原子力発電が生まれた場所であり、現在は新たな原子力テクノロジーの実験を実施している。

新世代は気候変動によって存在を脅かされていると感じており、原子力をその解決策と見なす傾向を強めている。太陽光発電と風力発電も成長しているが、これらの発電方法は常時稼働できない。さらに、ほとんどのリチウム電池は一度に4時間しか持たず、米国人が夜を過ごすのに十分ではない。

原子力は世界中の政治家に支持されている。昨年12月にドバイで開催された国連気候変動枠組み条約第28回締約国会議（COP28）では、米国など20カ国以上が、2050年までに原子力発電容量を3倍に増加させる目標に同意した。署名国には、福島事故後に全ての原子力発電所を一時停止していた日本も含まれる。

既存の原子炉の所有者は大きな勝者

カメコのティム・ギッツェルCEOは、「現在の需給ファンダメンタルズは恐らく過去40年間で最高だ」と述べた。カメコは現在、福島事故後に閉鎖したウラン鉱山を再開しようとしている。カメコの株価はウラン価格と共に上昇している。アナリストは来年の利益が倍増すると予想しているが、この急激な成長は株価（株価収益率〔PER〕は29倍）に十分に反映されていない。

既存の原子炉の所有者も原子力の復活による大きな勝者で、電力価格の上昇による恩恵が見込まれる。コンステレーションとビストラは特に好ましい状況にある。両社は独立系発電事業者で、伝統的な公益電力会社のように利益を上げることが制限されていないからだ。両社の原子炉の収益性は高まっており、しかも株価のバリュエーションは市場平均を下回っている。

これらの企業は、新たな原子炉を建造するための債務を負わずに、原子力発電容量を増やすことができる可能性がある。コンステレーションのドミンゲスCEOは、既存の発電所を改良し、閉鎖された発電所を再稼働させることで、1.5〜2ギガワット（フーバー・ダムに相当）の発電容量を増やせると考えている。

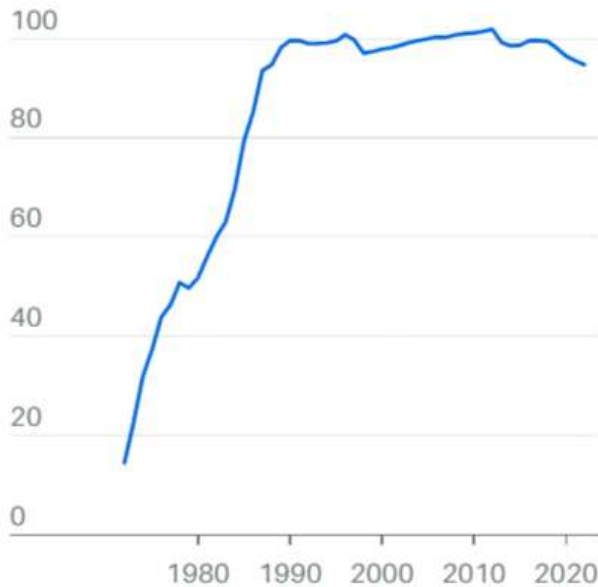
古い原子炉を再稼働する最初の試みは、ミシガン州で実施されている。通常は原子力発電所の廃炉を手掛けるホルテック・インターナショナルという企業が、ミシガン湖畔のパリセード発電所で閉鎖された原子炉の再稼働を計画している。

Ready for a Reversal

U.S. nuclear energy capacity has been in decline for more than ten years. A new surge may be at hand.

U.S. electricity-generation capacity from nuclear power

120 gigawatts



Source: U.S. Energy Information Agency

ホルテックの政府業務および広報担当ディレクターであるパトリック・オブライエン氏によれば、2022年にホルテックが公益電力会社エンタジー<ETR>からパリセード発電所を引き継いだ当時、再稼働の予定はなかった。しかし、ミシガン州のグレッチェン・ホイットマー知事の知事室が検討を強く要請し、州政府も再稼働のための資金援助に積極的だった。ミシガン州は2040年までの送配電網の脱炭素化に取り組んでいる。州政府は、80万件の顧客に電力を供給できるパリセード発電所が閉鎖されると、目標達成から大きく遠ざかると認識していた。

州はパリセードに3億ドルの資金援助を約束しており、連邦政府も条件付きで15億ドルの債務保証を承認した。許認可のスピード次第では、パリセードは2025年10月までに再稼働する可能性がある。ホルテックは2基の小規模な原子炉の建造も申請しており、追加で約50万人分の電力を供給できる可能性がある。

誰もが再稼働を支持しているわけではない。自然保護団体のシエラ・クラブは、パリセードの再稼働によって、危険性の高い放射性廃棄物がミシガン湖岸に保管されると主張している。また、風力発電や太陽光発電の導入を加速するなど、より良い選択肢に投じるべき資金を州が浪

費しているとも述べている。

廃炉となった原子炉が2番目に再稼働するのはスリーマイル島だろう。ドミンゲスCEOは「機器の状態は2019年に閉鎖された時と変わらず良好だ」と語る。このままいけば、今後36～48カ月以内に再稼働の可能性があるという。電力会社ネクステラ・エナジー<NEE>のジョン・ケッチャムCEOも最近、アイオワ州で廃炉となった原子炉の再稼働を検討していると投資家に語った。

既存の発電所を改修して再稼働すれば、今後10年間で原子力発電容量を5%程度増やせる可能性がある。発電容量を3倍に増やすという政府目標を達成するには、米国はマンハッタン計画の数倍の規模の取り組みに着手し、それを数十年にわたって維持しなければならない。これには数千億ドルのコストと、37万5000人もの労働者の訓練が必要だ。

近年の歴史を見ると、幸先が良いとは言えない。過去28年間で米国が建造した原子炉は3基だけだ。そのうち2基はジョージア州オーガスタ近郊に位置しており、それぞれ2023年と2024年に稼働を開始した。稼働に際し、エネルギー省のジェニファー・グランホルム長官は「2基が稼働した。あと198基だ」と希望を込めて宣言した。

大手テクノロジー企業が参入

The Players to Watch

These five companies each have clear plans for the nuclear energy boom. Some of them already are thriving.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	Market Value (billion)	2025E P/E	Comment
Cameco / CCJ	\$38.10	-11.6%	\$16.6	28.8	The largest North American uranium producer
Constellation Energy / CEG	176.07	50.6%	55.5	19.7	The owner of the most nuclear reactors in the U.S.
Duke Energy / DUK	116.85	20.4%	90.1	18.5	A large utility that expects to build more nuclear reactors
Oklo / OKLO	5.82	-44.9%	0.7	N/A	A nuclear innovator backed by OpenAI CEO Sam Altman
Vistra / VST	75.83	96.9%	26.1	11.6	A multi-state power producer that's expanding its nuclear plants

Note: E=estimate. N/A=not applicable

Source: Bloomberg

次の198基は簡単ではないだろう。ジョージア州の原子炉、ボーグル3号基と4号基は元々2016年と2017年に稼働する予定だったが大幅に遅れ、推定200億ドルも予算を超過した。原子炉を設計したウエスチングハウスは、プロジェクトの途中で破産法の適用を申請した。発電所の所有者である電力会社サザン<SO>のために建設プロセスの一部を監督したジョー・クレチャ氏によると、現場に輸送された原子炉の部品が正しくはまらないこともあったという。

クレチャ氏は、基本的な問題として、新たな産業施設を初めて建設するのは常に難しく、遅れや予算オーバーがつきものだと言語。コストを節約できるのは、十分な数の原子炉が建造され、建設チームが問題を解決できるようになった後だ。

ジョージア州の予算超過の大部分は、既に電力料金の上昇に直面している消費者が負担する。そのため、州規制当局はジレンマに直面している。新たなデータセンターと工場によって、電力需要は過去の予測を超えて急増しているが、当局は顧客の保護策を講じることなく新たな発電所を承認するのには慎重だ。ジョージア州公共サービス委員会のティム・エコルズ副委員長は「われわれには多くの大規模原子力発電所を建設した経験があり、発電容量を必要としている。しかし、以前のように承認はできない。保証が必要だ」と語る。

問題は誰がその保証を提供するのかということだ。原子力開発に特に積極的な中国などの国では、労働者のチームが一つの発電所から別の発電所へと次々に移動して同じ原子炉を迅速かつ効率的に建造できるように、政府が資金を提供するプログラムを導入している。これらの国は今や、7年以内に、米国よりはるかに小さいコストで原子炉を建造することが可能だ。

米国のやり方は異なり、民間企業に補助金と融資保証を提供している。エネルギー省の融資プログラム室は、さまざまな種類の原子力プロジェクトについて、650億ドル相当の融資申請を審査している。

政府の資金提供は既に一連のイノベーションと競争の火付け役となっている。一部の企業が設計に取り組んでいる新型原子炉は、原子力エネルギーを生産および保存するための新たな方法を活用しており、モジュール型のセグメントごとに迅速に建造できる。新興企業の中には、2008年にゲイツ氏が設立したテラパワーや、オープンAIのアルトマン氏が取締役会長を務める上場企業のオクロ<OKLO>などがある。これらの企業は、既存のほとんどのプレーヤーよりも効率的かつ安全な発電が可能だと主張しているが、原子炉を建造できるのは何年も先だ。

一部の専門家は、米政府が競合する複数の企業に資金を提供したのは誤りで、同じ型の原子炉を大量に建造するために資金を直接提供すべきだったと主張する。

米原子力学会国際協議会の会長で、原子力テクノロジー企業ライトブリッジ<LTBR>のCEOでもあるセス・グレイ氏は「政府の考え方は正しかったと思うが、厳しい現実を鑑みるに、他国の方が良い決断をした。エネルギー需要は切迫しており、急がなければならない」と語る。エネルギー省はグレイ氏の批判に返答しなかった。ハフ氏は、直接融資の方が原子力発電を迅速に強化する上で「はるかに信頼性の高い戦略」であるとエネルギー省も認識しているが、このアプローチは議会が定める予算配分の面で制約されていると語った。

それでも、ハフ氏や政府高官は、異色のプレーヤーが関与することで原子力が前進する可能性を見出している。大手テクノロジー企業は、データセンターなどの用途の電力を賄うために、原子力に特に関心を抱いている。原子炉は、炭素排出量を増やすことなく、特に多くの電力を必要とするAIアプリケーションを含めた膨大な電力需要を支えることができる。大手テクノロジー企業はいずれも炭素排出量の削減目標に取り組んでいるが、電力を大量消費するAIに投資しているため、目標達成に苦戦している。炭素排出量をコントロールするには、もはや受け身の電力消費者ではいられないのだ。

マイクロソフト<MSFT>は原子力の専門家を採用しており、実験にも積極的であるようだ。同社は、

アルトマン氏が支援するスタートアップ企業のヘリオンから、早ければ2028年にも原子力エネルギーを購入することで合意した。ヘリオンは核融合という技術に取り組んでいるが、ほとんどの専門家は核融合の商用化には長い年月がかかると考えている。さらに今年、アマゾン・ドット・コム<AMZN>は発電事業者のタレン・エナジー<TLN>との間で、自社のデータセンターとペンシルベニア州の既存の原子力発電所を、送配電網を経由せずに直接接続することで合意した。この合意は米国の原子力発電容量を増やすものではなく、他の顧客が利用できる電力を減らすとの批判も受けているが、原子力への注目の高まりを示すものだ。

またアルファベット<GOOGL>、マイクロソフト、アマゾン、鉄鋼メーカーのニューコア<NUE>は、公益電力会社デューク・エナジー<DUK>との間で、原子力などのクリーンエネルギー源の長期コスト低減を目的とする新たな資金調達メカニズムを模索するための提携を結んだ。これには新発電所を建設するための「電気料金」の支払いが含まれる可能性がある。デュークは新たな発電所の建設をまだ発表していないが、急増している電力需要を賄うには原子力が必要かもしれない。昨年、デュークの顧客数の伸びは過去最大を記録し、2030年までの新規電力需要の予想はわずか2年前の8倍となっている。

テクノロジー企業は原子力に関する戦略についての取材を拒否した。一部の原子力専門家は、これらの企業が十分な資金を提供し、政府の支援なしに原子力発電所の建設を活性化させるという見方に懐疑的だ。それでも、経済と環境上の切迫した理由によって、原子力エネルギーは舞台の中心に戻ってきた。今後2〜3年間で、このテクノロジーが再び輝けるかどうかが決まるだろう。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

2. 中国の問題が米国企業にのしかかる

[フィーチャー]

China's Troubles Are Hitting Home for U.S. Companies

米多国籍企業が中国事業を厳しく見つめる一方、中国企業の競争力は向上

中国に対するグローバル企業の期待は低下



Costfoto/NurPhoto via Getty Images

長年にわたり、グローバル企業は中国での事業を力強い成長の源泉としてアピールしてきた。急成長するミドルクラス、都市部への人口流入、これを受けた新たなサービスの創出が、世界第2位の経済大国である中国がさらに市場を開放するとの期待とともに、その波に乗ろうとする企業を引き寄せたのである。そしてコロナ禍が襲い、中国は世界の大半から孤立した。習近平国家主席は経済統制を強化し、米中関係は最悪の状態に陥ってしまった。数十年にわたる急成長の後、中国経済は停滞し、次の成長の原動力は何かという懸念が高まっている。中国政府

府は経済の失速を認めてはいるが、この傾向を逆転させるために段階的な措置以上の行動を取ることに消極的だ。さらに悪いことに、政府によるインターネット企業の取り締まりや不動産バブル抑制の

ための措置は、家計や企業を怯えさせる結果となった。

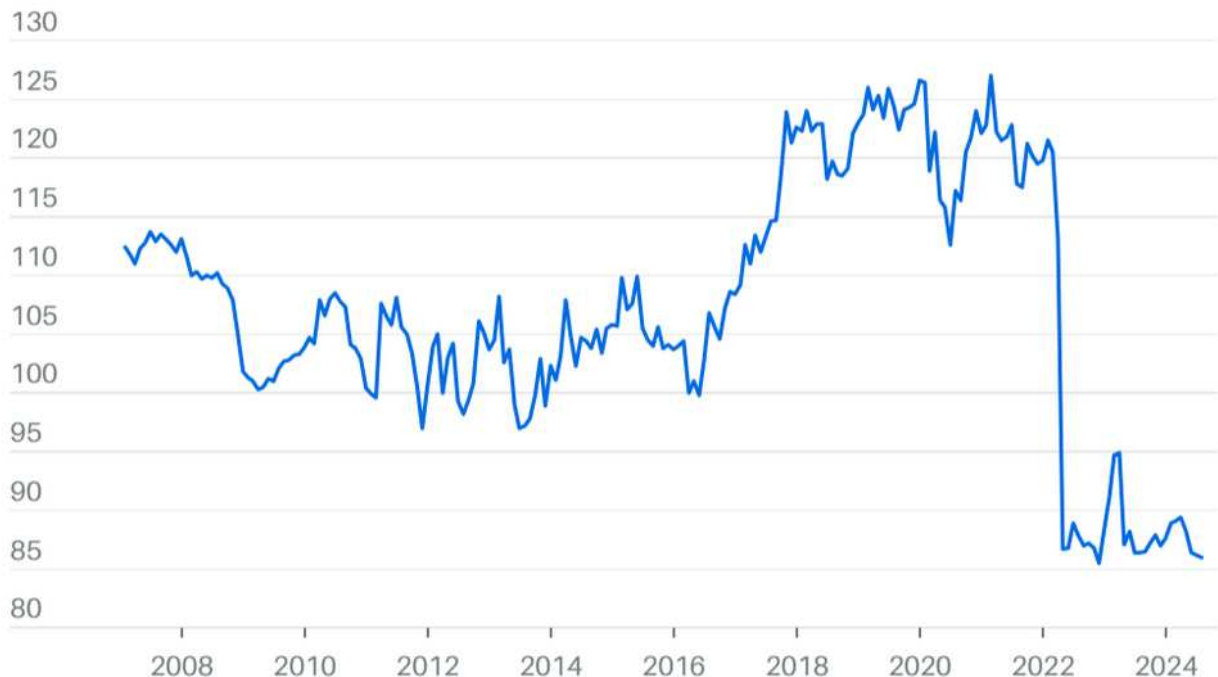
現在、多国籍企業は中国事業を厳しく見ており、見通しを弱めている。世界的なホテルチェーン、マリオット・インターナショナル<MAR>は、中国の低迷が続いており、第3四半期には需要がさらに弱まる可能性があるとして、世界の利用可能な客室1室当たりの収益成長率を3~4%に引き下げた。グッチやサン・ローランなどのブランドを擁し、パリを拠点とする仏高級品メーカー大手ケリング<KER>は、香港やマカオを含む大中華圏の需要低迷を受け、日本を除くアジア太平洋地域における上半期の売上高が前年同期比で22%減少となった。

10年前は収益促進手段、今はリスク管理の対象

Doldrums

Consumer confidence in China plummeted as the world's second-largest economy dealt with harsh Covid lockdowns and a property bust. Measures to bolster economic growth have failed to rebuild households' confidence levels.

China consumer confidence



Sources: CLSA, China National Bureau of Statistics, PBOC

価格圧力とデフレは四半期決算の共通のテーマだった。米コーヒーチェーン大手スターバックス<SBUX>は過去25年にわたり中国でのコーヒー文化の確立に貢献してきたが、中国における4~6月期（第3四半期）の既存店売上高が前年同期比14%減となったと発表し、価格圧力が海外市場における最大の課題の一つであるとの認識を示した。中国の消費者がスターバックスのラテにお金を使うかどうか思案する中、中国発祥のコーヒーチェーン店、ラッキンコーヒー<LKNCY>などの競合他社が米シアトルを本拠とするスターバックスへの圧力を強めた。スターバックス幹部は四半期決算説明会で、ライバル企業による「前例のない店舗拡大」と価格競争が利益を悪化させ、経営環境に「大きな混乱」をもたらしたと述べている。

経営陣の懸念は消費財メーカー以外にも及んでいる。米エレベーター製造会社オーチス・ワールドワイド<OTIS>は、中国での新規製品受注が第2四半期に2桁台の減少となり、アジアでの成長見通しの下方修正を余儀なくされた。ジュディ・マークス最高経営責任者（CEO）は四半期決算説明会で、中国での価格は前年同期比でおよそ10%下落しており、価格圧力が収まるとは思えないと語った。オーチスはこの打撃を緩和するための生産性向上とコスト削減に取り組んでいる。

米中関係の悪化による不透明感も加わり、多くの投資家は中国に対する投資を避けている。上場投資信託（ETF）のiシェアーズMSCI中国ETF<MCHI>は2021年3月以降、価値が半減した。回復の試みは短命に終わっている。

そして今、こうした懸念の一部は米国市場に忍び寄りつつある。ニューヨークの資産運用会社、クリアブリッジ・インベストメンツで大型株グロース戦略の共同マネージャーを務めるマーガレット・ヴィトラノ氏は「10年前、グローバル企業による中国へのエクスポージャーは、当社の投資ポートフォリオにとって収益成長を加味するための手段だったが、今では、中国に対するエクスポージャーのリスク管理を望んでいる」と述べている。ヴィトラノ氏は2025年には事態は好転すると見ているが、そのペースは鈍いと警告している。米大統領選の勝者をめぐる不確実性と関税引き上げの可能性は、グローバル企業にとってさらなるリスクとなる。

中国経済が減速するなかで

現在、中国の経済成長率は約5%だ。2007年のピーク時の14%、パンデミック（世界的大流行）前の10年間の平均の約8%から大きく落ち込んでいる。中国の消費者は、失業や不動産価値の下落が続いていることからお金の使い方を見直している最中だ。企業は政策の不透明感を懸念し、投資や雇用に慎重になっている。

問題は、消費者の儉約志向にとどまらない。習近平国家主席は、経済の成長モデルを変更し、これまで成長をけん引してきたインフラと不動産市場への依存度を低下させつつある。その意味するところは、製造業と輸出産業への積極的な投資であり、中国がより自立的かつ地政学的緊張に対して自衛する姿勢を見せていることの現れだ。

この変化は、欧米のグローバル企業にとっては逆風となっている。生産力が増強されるなかで、デフレ圧力にさらされるためだ。メリルリンチおよびバンク・オブ・アメリカ・プライベートバンクのチーフ・インベストメント・オフィスのマーケット・ストラテジーの責任者を務めるジョゼフ・クインラン氏は、「投資家の間では、グローバル企業に対する期待値が下方修正されている。低価格製品や低価格サービスに対する戦略の練り直しを迫られているからだ」と語る。

中国企業に後れを取るグローバル企業

中国を本拠地としないグローバル企業にとって別の課題は、中国の地元企業との競争激化だ。中国企業は多くの場合、政府の支援を受けながら、イノベーションに取り組み、事業の拡大を進めている。中国企業は、中国の消費者の嗜好（しこう）についての知識と高品質の製品を製造する能力を生かして、あらゆる分野で競争力を強化している。

グローバル企業の中には、中国企業のイノベーションについていけない企業も出てきている。ゼネラ

ル・モーターズ<GM>など自動車メーカーは売上高が大幅に減少し、黒字化に苦戦している。中国の自動車購入者は、海外自動車メーカーの内燃機関車と同価格帯の中国の電気自動車（EV）メーカーBYD（比亞迪）<1211.香港>やニーオ（上海蔚来汽車）<NIO>のEVを選ぶ傾向が強まっているのだ。

資産運用会社アリエル・インベストメンツの新興国市場戦略のファンドマネジャーを務めるクリスティン・フィルポッツ氏は、「中国のEVメーカーは海外メーカーの能力をあっという間に超えてしまった。海外メーカーは内燃機関車が稼ぎ頭（かせぎがしら）であり、利益の源泉を温存したいのだ」と指摘する。

中国企業は、競合のグローバル企業に比べ新製品や改良商品の市場投入スピードが早い。フィルポッツ氏は、「本社との調整の手間が省けるため、製品投入サイクルはグローバル企業の子会社の半分で済む」と語る。

多くの企業や投資家にとって、来年は引き続き疑問符が残る状況だ。特殊添加剤の製造メーカー、アシュランド<ASH>のギレルモ・ノボCEOは、8月の決算発表時のアナリストとの電話会見で、アシュランドは中国で「大きな変化」に直面しており、企業活動は減速し、価格競争は激化していると語った。依然として反動の影響の把握に努めているところで、2025年の見通しにも不確実性が伴うと付け加えた。

競争環境の変化した中国で事業を続けるには

テルシー・アドバイザリー・グループのダナ・テルシーCEOは、「中国市場をあきらめた企業はほとんどない。グローバル大手の消費者関連や小売り企業の幹部が投資を減らす兆候は見られない。ほとんどの企業が依然として、中国は長期的な成長市場だと捉えている」と話す。

スターバックスの幹部は、長期的なビジネスチャンスは「大きい」と見る。中国の人口は地方から郊外への移動が継続し、将来的に高成長と高収益の機会が見込まれるためだ。同時に、戦略も変化しており、戦略的パートナーシップを模索する初期段階にあるとも付け加える。

スーパーマーケット最大手のウォルマート<WMT>は、8年間の競業禁止協定が失効したため、8月に中国の電子商取引大手JDドットコム（京東集団）<JD>の持ち株を36億ドルで売却した。アナリストは、売却代金を会員制スーパーのサムズ・クラブとウォルマートの中国事業に投入すると予想する。中国では消費者がより低価格の商品を選択する傾向にあり、両事業は恩恵を受けることが見込まれる。

フィルポッツ氏は、「グローバル企業にとって、中国ストーリーはまだ終わってはいない。単に、競争する上で、経営努力と投資額がこれまでよりも大きくなったというにすぎない」と語る。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

3. リタイア間近の伝説のバリュート投資家が言い残すこと Legendary Small-Cap Investor Chuck Royce Is Retiring. ロイス・インベストメント・パートナーズのロイス氏に聞く

[インタビュー]

伝説のバリュート投資家



PHOTOGRAPH BY LANDON SPEERS

ロイス・インベストメント・パートナーズの創業者であるチャック・ロイス氏は、50年にわたって小型株投資の代名詞とされてきた。ロイス氏は9月末をもって、日々の投資関連業務から引退して、ロイス・インベストメントのシニア・アドバイザーに就任する予定だ。

ロイス氏は投資界に残る、銘柄選択による一握りのスター投資家の一人で、ラッセル・インベストメントが小型株指数を作成するほぼ10年前に小型株投資を開始した。ロイス氏は、強固なバランスシートと見通しを備えた小型株を見い

出すことで、1972年に設定したミューチュアルファンドのロイス・ペンシルベニア（現、ロイス小型株ファンド＜PENNX＞）でうらやましいほどの実績を挙げた。現在の運用資産は20億ドルでチームはフランクリン・テンブルトンの傘下にあるが、過去10年間の年平均リターンは9%で、同種のファンドの中で上位25%に属している。

投資家が超大型テクノロジー株だけに目を向けてきたために、バリュート・マネジャーと小型株投資家にとって、この10年間は厳しいものだった。とはいえ、過去2カ月で変化の兆しがみられており、小型株のラッセル2000指数はS&P500指数を小幅ながらアウトパフォームしている。

本誌は8月下旬に、過去50年以上における小型株投資の変化、ロイス氏が市場で乗り換えが起きているとみる理由、銘柄選択による運用よりも重要なことについてインタビューした。

本誌：あなたのキャリア期間における業界の大きな変化の一つは、パッシブ投資の出現だ。それはあなたにとって、どのような変化をもたらしたのか。

ロイス氏：今や、個別銘柄の数よりも上場投資信託（ETF）の本数の方が多い。ETFとその他のパッシブファンドは、小型株よりも大型株の投資の様相を変化させたが、資産クラスにかかわらず市場を変化させた。小型株の価格変動は依然として大きい。さらに小型株は、最も非効率かつ労働集約的で、数百銘柄がアナリストに全くまたはほとんどカバーされていないため、株式市場の中でエキサイティングなセグメントだ。

小型株に活況化の気配

Q：投資家が超大型株に群がったために、小型株には目も向けられなかった。その状態を何が変わらせるのだろうか。

A：マグニフィセント・セブンは、1カ月前に直近の底を打ったが、株価は25%下落していてもはや市場を主導していない。それは非常に重要なことだ。S&P500均等加重指数はここ数日（注：8月下旬時

点)で、高値を更新している。私には、小型株が非常に好調のように思える。さらに、大型株に対する小型株の相対バリュエーションは、過去25年間で最低近辺にあり、今年と来年の予想増益率は大型株よりも小型株の方が高い。

Q：米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げの役割は、どの程度大きいのか。

A：小型株が好調になりつつあるという私の理論において、利下げは重要ではないが、有益ではある。金利の正常化は良いことだ。ゼロ金利はあらゆるものをゆがめ、クオリティーが高い銘柄の助けにならなかった。

2022年の1年間における金利上昇幅は過去最大だった。そのため、いくつかの銀行が問題を抱えたことは当然だ。しかし、正常状態へ戻ることは、株式市場全般にとって非常にプラスで、高クオリティーの小型株とっても良いことだ。人々は高金利が正常であるだけでなく良好に機能している経済の一部であることを受け入れなかった。

Q：今回の超大型テクノロジー銘柄ブームと1990年代のハイテクバブルの間に類似点があるとみているか。

A：私はむしろ、1970年代のニフティ・フィフティに似ていると考えている。当時堅調だった、ワークプレイステクノロジー企業のゼロックス・ホールディングス<XRX>、ポラロイド、IBM<IBM>などの企業は、現在は存在していないか、または業績がさえない。主要企業の株価は1973年4月に天井を打ち、その後に小型株が上昇した。歴史的にみると、このようなサイクルは10年続く。チャートを50年の観点でみるとその点は明らかだ。

Q：1970年代といえば、中東の混乱と議論の多い選挙が控えているという点で、政治的および地政学的に現在と類似点がみられる。投資家にとっての重要な点は。

A：このように政治が複雑な状況では市場は乱高下し、それは最終的にはプラスになる可能性がある。この選挙の年において、われわれは興味深い段階にいる。しかし、過去10回の選挙をみると、選挙後の1年間は、いずれかの政党の完全勝利かまたはねじれ状態かにかかわらず、小型株にとって好ましい状況となった。

■ 小型株ユニバースとバリュエーション投資の変化

Q：プライベート市場のブームによって長期間にわたって非公開にとどまる企業が増えていることに鑑み、小型株のユニバースはどのように変化したのか。

A：プライベート・エクイティの世界は大量の資金を調達している。それが、小型株市場の規模に影響を与えていることに、疑いの余地はない。イグジット戦略として公開できる可能性のある企業は、他のプライベート・エクイティ企業への身売りの可能性も同程度ある。それが、われわれのユニバース（小型株）を抑制している。

しかし最近では、プライベート・エクイティが保有する企業を小型株の企業が買収している。それはまるで、金利上昇とともにプライベート・エクイティの世界が流動性を必要としているかのように思える。

Q：もう一つの変化は、バリュエーション投資がその輝きを失ったことだ。バリュエーション投資は、あなたのキャリアを通じて、どのように変化してきたのか。

A：バリューとは、最も多次元的な言葉だ。バリューのアプローチ、特にわれわれのアプローチは確実に変化してきた。

われわれは、あらゆる指標を引き続き利用しており、一部の指標は他の指標よりも企業のクオリティを明らかにする傾向があることが分かった。例えば、資産利益率（ROA）と自己資本利益率（ROE）を重視して、依然としてその両方を見ているが、現在では投下資本利益率（ROIC）やフリーキャッシュフローの方が一層重要だと考えている。同様に、非常に多くの企業で知的所有権が純資産に反映されていないため、株価純資産倍率（PBR）は20年前ほど多くのことを伝えてくれていない。

バリューとクオリティの交点にさまざまな度合いで焦点を当てるわれわれの戦略は、過去数年にわたって好調に推移してきた。利益がさらに注目される市場になれば、バリュー投資の人気は再び高まるだろう。

Q：あなたの投資に対するアプローチは、どのように変化してきたのか。

A：われわれは一般的に言って、高いROEを達成できる企業を求めている。私がロイス・インベストメントを立ち上げた頃は、心を奪われるストーリーを持つ企業を見つけることがすべてで、成功するか失敗するかは半々だった。われわれは、それが永遠に続くか否かに関してはあまり考えず、クオリティについては現在要求するほどには厳密でなかった。

クオリティ企業について

Q：人々がクオリティと言う場合、往々にして経営陣のことを考えている。これまで接した企業の中で最高の経営陣は。

A：状況は、経営陣だけが重要ではない方向へ進化してきた。30年前や40年前と違って、現在は企業のエコシステム（競争相手、サプライヤー、顧客）と会話している。ある企業の顧客に対してその企業と取引している理由について、やむを得ず取引しているのか望んで取引しているのか質問すれば、その企業がどの程度脆弱（ぜいじゃく）なのかの感触が得られる。

Q：具体例は。

A：モーニングスター＜MORN＞には素晴らしいストーリーがある。繰り返して行われる投資の流れを支配してその恩恵も受けており、資産運用やポートフォリオ構築へと事業展開してきた。ETFに関する出版物は大人気で、人々はモーニングスターなしではいられない。

われわれは、証券取引所を運営するTMXグループ＜X.カナダ＞（旧トロント証券取引所）を保有している。TMXは事業を、証券取引からデータ販売や、カスタディや幾つかの取引所を含むフルレンジのサービスへと展開してきた。

その他

Q：銀行に手を出していない理由は。

A：銀行の数が多過ぎる。私にとって銀行はコモディティのように感じられる。評判が非常に高かったリパブリック・ナショナル・バンクでさえ、JPモルガン・チェース＜JPM＞に吸収されなければならなかった。とはいえ、ラッセル・バリュー指数における銀行の構成比は17%となっており、われわれのバリュー戦略では銀行を組み入れている。

Q：中小企業が直面している最大の問題は。

A：中国に依存していた供給がどこからもたらされるかだ。われわれは、この問題を解決した企業を探している。リショアリングは、安全保障上の目的で実施されている。それは、コスト削減目的とは異なり、しばらく続くだろう。工業製品のディストリビューターであるアプライド・インダストリアル・テクノロジーズ<AIT>のような企業が、サプライチェーンの移転で恩恵を受けている。

Q：バリュートラップ回避を望む投資家向けのアドバイスは。

A：投資に関して知り過ぎるということはない。議論を招きやすい、または質の高い事業を有しながら株価が下落している企業を見る場合には、3つの観点でデューデリジェンスが必要だ。財務と事業の実績を調べ、エコシステム全体の話聞き、そして事業と株価が長期的にどのような成果をもたらしてきたかに着目する。場合によっては、最高の企業でさえ間違えることもあるため、分散投資は非常に重要だ。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

4. 大幅利下げの期待を打ち砕いた8月雇用統計

[経済政策]

The August Jobs Report Dashes Hopes for a Big Interest-Rate Cut.

次回FOMCでは0.25%の引き下げが濃厚

年内の1%利下げ期待は過大



Al Drago/Bloomberg

米連邦準備制度理事会（FRB）は9月中旬、アナリストや金融市場関係者がほぼ一致して予想する通り、政策金利を引き下げるだろう。しかし、FRBが年内にフェデラルファンド（FF）金利の目標レンジを1%またはそれ以上引き下げるという市場の予想は、今年初めと同様、恐らく過大なものだろう。

金融政策決定会合である米連邦公開市場委員会（FOMC）の次回会合（9月17～18日）で利下げが行われることは、FRBの主要当局者のコメントから明白だ。6日に発表された8月の雇用統計は、現在のFF金利の誘導目標5.25～5.50%のレンジからの0.25%の利下げをほぼ決定付けた。最新のデータでは、雇用が減速しているが解雇は少ないという足元の傾向が確認された。

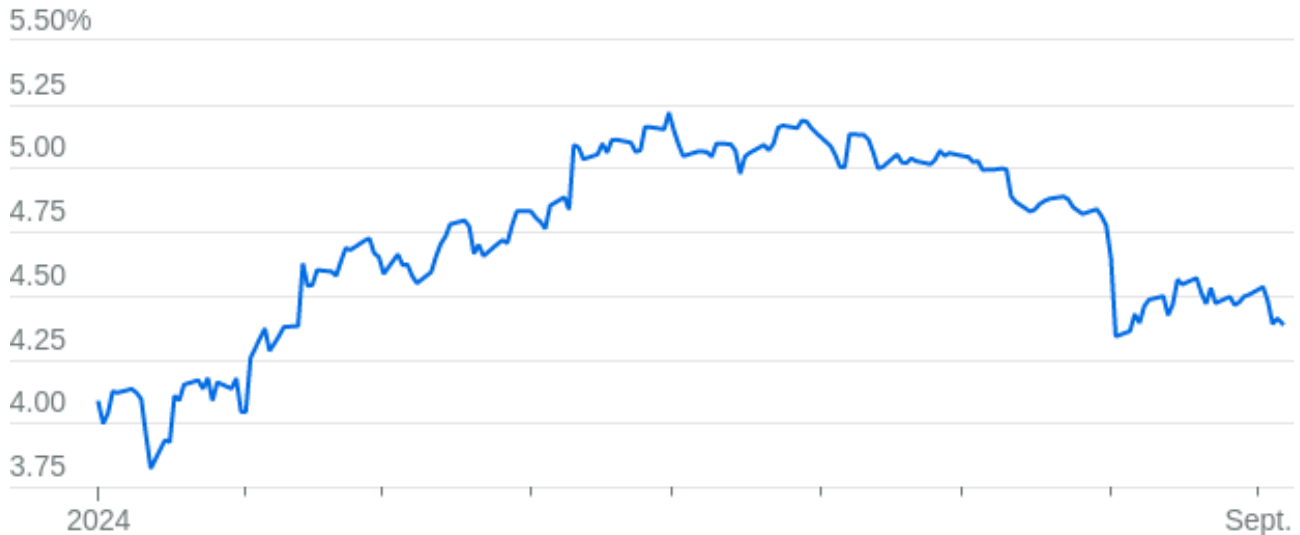
次回会合での0.50%の利下げという臆測はほぼ打ち消された。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）によって経済活動が停止した2020年の特殊な状況は例外としても、今世紀にFRBが1回の会合での0.50%の利下げにより金融緩和を開始したのは、金融市場が激変した時期だけである。主要株価指数が過去最高値をわずかに下回る水準で推移し、企業の信用状況も緩和的である現在、金融市場が激変したとは決して言えない。

0.25%引き下げの確率は75%

Always Certain but Often Wrong

Futures markets went from expecting as many as six Fed rate cuts this year in early 2024, to maybe just one by the spring. Now, a full percentage point total reduction is seen by December but the market may be wrong again.

Market expectations of year end federal-funds rate (upper bound)



6日の雇用統計を受けて、FF金利先物市場は9月に政策金利が0.25%引き下げられる確率を75%と織り込んだ。8月の非農業部門就業者数は7月に続いて市場予想を下回ったほか、6、7月の就業者数が計8万6000人下方修正された。しかし、失業率は7月の4.3%（前月比0.1%上昇）から4.2%に低下している。具体的には、8月の非農業部門就業者数は14万2000人増と、市場予想の16万1000人増を下回った。

しかし、アライアンス・バーンスタインの元チーフエコノミスト、ジョセフ・カーソン氏によれば、週平均労働時間が34.3時間に回復したことで、数十万人が雇用されたのと同じ効果があったという。平均時給も市場予想を上回って前月比0.4%上昇した。カーソン氏は「経済情勢が軟調なときに、企業は週当たり労働時間を長くしたり、賃金を上げたりはしない」と指摘した。

しかし、パウエルFRB議長が8月のジャクソンホール会議での基調講演で強調したように、労働市場の一段の冷え込みは望まれておらず、歓迎もされていない。

そして6日の雇用統計発表後、ウォラーFRB理事はノートルダム大での講演で、「私は次の会合でFF金利の目標レンジを引き下げる時が来たと考えている。さらに、今度の最初の利下げが最後になるとは思っていない」と述べた。しかし、利下げがどの程度の規模で、どのようなペースで行われるかは、今後の経済データ次第だ。ニューヨーク連銀のウィリアムズ総裁（FOMC副議長）も6日に同様のメッセージを発した。次回FOMCを控えたブラックアウト期間が7日に始まったため、FRB高官の公式発言は当面はこれらが最後となる。

FRBが利下げプロセスを0.50%で開始するかもしれないという見方は、多くの著名な銀行系エコノミストによって予想されていたが、こうした積極的な動きは金融危機への対応だったことを示す最近の

歴史に反している。FRBはドットコム・バブルが崩壊した2001年1月に、またリーマン・ブラザーズが破綻する1年前の2007年9月に、それぞれ0.50%の利下げを行った。

米金融市場にひずみは見られない

現在、金融市場にそのようなひずみは見られない。S&P500指数とナスダック総合指数は先週パフォーマンスが悪かったが、それでも最高値を数%下回るだけだ。そして、投資適格級の発行体は今月3日と4日に、2日間としては過去最高となる計760億ドル相当の新規社債を発行した。FRBによる金融緩和をほとんど必要としない活発な信用状況にあると言える。

確かに、次回FOMCのために作成されたページブックは、明らかに悲観的なトーンだった。FRBの9地区が景況感の悪化を報告し、「経済活動はわずかに成長した」と答えたのは3地区にとどまった。雇用主は必要な欠員を補充するか、人員の自然減によって生じた欠員を補充するだけだった。しかし、週間新規失業保険申請件数は約23万件と低水準で安定しており、解雇が広がっていないことを示している。

エコノミストや投資家が見落としていると思われる要因の一つは、今年が大統領選挙の年であることだ。多くの学術調査によると、雇用主は選挙前、特に接戦が予想される場合は支出を控える傾向にあるという。

今年の大統領選挙は、11月5日が過ぎても決着がつかないかもしれない。誰がホワイトハウスを制するのかと同じくらい重要なのは、連邦議会の構成だ。最も可能性が高いのは、来年はねじれ議会になることだ。また唯一確実なのは、2017年減税・雇用法（TCJA、トランプ減税とも呼ばれる）の主要条項が2025年12月31日に失効することだ。

しかし、FRBが金利を引き下げている間に政治的な不透明感が和らげば、米景気はリセッション（景気後退）に陥るよりも、好調を維持する可能性が高くなるかもしれない。そうなれば、今年初めに見られたような、急激な利下げが再び行われるのではないかという市場の期待が過大であることが証明されるだろう。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

5. ヘッジファンド界の大物レイ・ダリオ氏が投資のアイデアを披露

[コラム]

Ray Dalio Shares His Investing Ideas. Should You Want Them?

耳を傾ける価値はあるか

ブリッジウォーター・アソシエイツ創設者

筆者は、巨大ヘッジファンド企業ブリッジウォーター・アソシエイツの創設者で億万長者のレイ・ダリオ氏とのテレビ会議に出席した。ダリオ氏は、ドナルド・トランプ氏にもカマラ・ハリス氏にも「正直、失望している。2人とも、われわれが求めるものに遠く及ばないだろう」と語った。経済や市場の現状についても一家言のあるダリオ氏だが、最も関心があるのは自身の準引退生活について熱弁を振るうことであり、「私のもとにある価値があるものをすべて引き継ぎたい」のだと話す。ここで



Victor J. Blue/Bloomberg

言う価値には、数十億ドルに上る慈善事業のみならず、ダリオ氏の信条や規範（ベストセラー著書の『PRINCIPLES（プリンシプルズ）人生と仕事の原則』にまとめられたものが有名）、さらには見識も含まれる。そのため、ダリオ氏はオンラインコースのプログラムを通じて、自身の投資アイデアを提供している。

普通のヘッジファンドのボスなら、気に止める必要もない話だが、ダリオ氏は特別だ。人間がいかに関係が複雑な生き物であるか体現しているのがダリオ氏だからだ。

ダリオ氏については、a) 中産階級出身で、自力でハーバード・ビジネス・スクールに行き、世界最大のヘッジファンドを築き上げ、今では慈善事業に惜しみなく寄付をする哲人王（リンクトインのフォロワー数260万人）となったアメリカンドリームの実現者といった見方や、b) 陰謀を企む世界の支配者で、自身の「カルト」集団（離職率が高く、多くの人にとって劣悪な職場環境で、最近では2%の運用報酬と20%の成功報酬から成るファンド収益モデルのうち、前者が稼ぎのほとんどを占める平凡なリターンしか生んでいない企業）から去らざるを得なくなったが、世間の注目を求めずにはいられない人物といった見方がある。だが、常にc) 両方の側面を持っているのではないだろうか。75歳の誕生日に息子の1人が贈った愛情あふれる賛辞は、「相手が屈服するまで同じことを繰り返し、人に苦痛を与えることができる（それが良いことだと思っている）」という但し書き付きだった。もちろん、ダリオ氏が取り上げたいのはa)の部分だ。

■ 新たなオンラインコースの提供

ダリオ氏が語りたいのは、シンガポールの巨大な政府系ファンド（SWF）テマセク（運用資産4200億ドル）とGIC（ファンドに近い人物によれば、運用資産は数千億ドル台）の合弁企業ウェルス・マネジメント・インスティテュート（WMI）を通じて提供される「ダリオ・マーケット・プリンシプルズ」というオンラインコースについてだ。このプログラムは「民間部門および公共部門の指導者や投資家に市場行動の普遍的な原則を教授することを目的とした、世界中の著名な投資家が一堂に会するオープンなプラットフォーム」であり、費用は約3000ドル。ダリオ氏の収入にはならず、ダリオ氏は無料で本やその他の情報を公開する予定だという。

GICとは30年に及ぶ素晴らしい関係を築いており、WMIでコースを提供するのは自然な流れだが、他のパートナーとも同様のことを行う予定だという。ブリッジウォーターが運用するGICの資金規模についてダリオ氏は「多額」としか言わないが、2007年から2014年にかけてブリッジウォーターでマネジャーを務めたJ.P.ヘルナンデス氏によれば、当時、資金の多くがGICやアブダビのADIA、ノルウェーの年金基金など、SWFの資金だったという。

ダリオ氏は自身を「アクティブな市場参加者」とするが、現在運用中の一族や財団の資金額を明かそうとはしない。ただし、目安となる数字はある。ブルームバーグによれば、ダリオ氏の資産は164億ドルで、世界で125番目に裕福な人物だ。また、非営利メディアのプロパブリカによると、ダリオ財団は2003年に設立されて以降、60億ドル超の寄付を行い、現在15億ドルの資産を保有している。

ダリオ氏に何を期待するか

恐らく数十億ドルに上るポートフォリオを運用するダリオ氏は、現在の市場をどのように見ているのか。ダリオ氏は、1) 債務、債券利回り、および政府債務の需給、2) 富と価値観を巡る対立および政治における右派と左派の衝突、3) 国際的な勢力争い、特に米中の対立、4) 天災、干ばつ、洪水、パンデミック、気候変動、5) テクノロジー、特に人工知能（AI）という、「相互に関連する五つの大きな力が働いている」と話す。うち「最初の四つが懸念すべきもの、五つ目は諸刃の剣」だという。各市場に与える影響は以下の通りだ。

債券：債券利回りはやや低い水準とかなり低過ぎる水準の間にある。大幅な緩和がイールドカーブに織り込まれているが、そこまでの緩和が実現するかは分からない。従って、債券市場については強気でも弱気でもない。

株式：やや割高であり、リスクは大きい。大きいのは政治的なリスクだ。（大統領候補の）一方が敗北を認めない場合や、税率、キャピタルゲイン課税、未実現キャピタルゲインの扱いに関する変更は、株式市場にとってマイナスになる。

経済：経済は、社会の大幅な二極化を除けば、正常なシナリオに沿って機能している。

驚くようなものは一つもない。正直なところを言わせてもらえば、ダリオ氏を本当に理解できたことはない。事業で大きな成功を収めたのは確かだし、こう言うと異論も多かろうが、ダリオ氏の話は「人によってさまざまな考え方があることを理解する」とか「米中両大国の対立が大きな悪影響を及ぼしている」など、あまりにも明白だ。あるいは「意思決定を改善するためにできることは、自身の意思決定の原則をよく考え、それを言葉とコンピューターアルゴリズムの両方で書き出し、可能であればバックテストを行い、それをリアルタイムで使用して脳の意思決定と並行して実行することだ」という理解不能なものもある。あるいは「1) 自分が何を望んでいるのか、2) 何が真実なのか、3) 2) を踏まえて1) を達成するために何をすべきか、を自分で考えて決めること」という明白かつ理解不能なものもある。

ブリッジウォーターを巡る一連の物語（1980年に始まり、30年に及んだ低金利環境の中で、巨額の利益を上げた投資会社）は、本誌の読者にはお馴染みの内容だ。1975年の設立後、成長は緩やかだったが、1990年代に「ピュア・アルファ」ファンドと「オール・ウェザー」ファンドを設定し、大成功を収めた。1990年代半ばに50億ドルだった運用資産は2003年には380億ドルに達した。その頃が最盛期で、2010年ごろまで好調が続いたようだ。ヘルナンデス氏は「素晴らしいリターンを上げ、レイは金融危機を予測し、正しい運用を行って高く評価された。われわれは資産運用業界の寵児（ちょうじ）だった。その後、リターンは平凡な水準に低下した」と話す。

投資リターン情報に関するブリッジウォーターのガードは堅いが、数字は漏れてくる。2年前のロイターの報道によれば、主力ファンドのピュア・アルファの価格は1991年の設定以降、年率11.32%で上昇したが、昨年12月のブルームバーグの報道によれば、2012年年初来では年率約3.5%だった。同期間のS&P500指数のトータルリターンは年率13.93%だった。ブリッジウォーターのリターンが平均を下回っているのはウォール街では常識だ。

では、ブリッジウォーターが依然として数百億ドルに上る資金を運用しているのはなぜなのか。ある

プライベートエクイティの幹部は「かつて、IBMを起用して首になった者はいない、と言われていたのと同じようなものだ。だが、結局はパフォーマンスが重要になる」と話す。実際、行動で意思表示を行った投資家もいる。ファクトセットによれば、2021年に2350億ドルだったブリッジウォーターの運用資産総額は昨年末には1710億ドルに減少した。また、ペンション&インベストメンツによれば、ヘッジファンド資産は6月現在、前年同月の1260億ドルから972億ドルへ23.1%減少している。

2012年11月、筆者は米国企業の経営幹部の一団とともに中国を訪問した。そこでダリオ氏に会い、中国政府の財政部長らとの会議に出席した。そこで、ダリオ氏がいきなり「私はレイ・ダリオです。世界最大のヘッジファンドを運営しています。中国経済に関する私の考えをお話したいと思います」と切り出したのを覚えている。通訳が終わった時、中国側当局者が微かに眉をひそめたのを思い出す。ダリオ氏は、なお話を続けたが、中国高官の関心は薄れていく様子だった。

By Andy Serwer
(Source: Dow Jones)

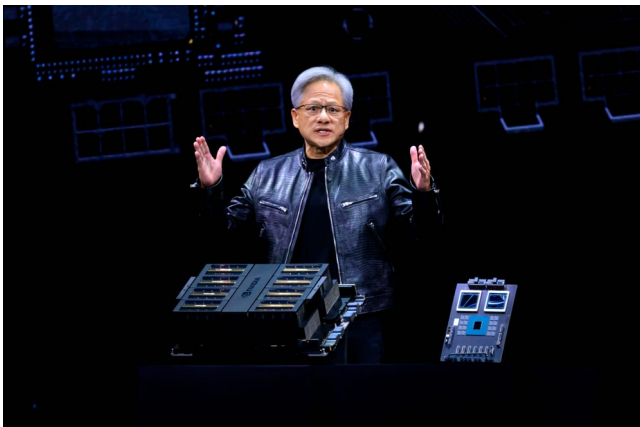
6. 9月3日に起きたエヌビディアの株価急落は無視すべき

[ハイテク]

Nvidia's Volatility Is Best Ignored. Here's Why.

要因はファンダメンタルズに関するものではない

これまでも短期間の下落局面が幾度もあった



JOSH EDELSON / AFP via Getty Images

9月3日、米半導体大手エヌビディア<NVDA>の株価は9.5%下落し、時価総額は2790億ドル減少した。これは、米国の企業が1日に失った時価総額としては過去最大だ。

さまざまなメディアがこの出来事をトップニュースとして報じた。だが、歴史を振り返ると、今回のエヌビディアの株価急落は、最終的には大した問題ではないと考えられる。

2022年11月にオープンAIがチャットGPTによる人工知能（AI）サービスを開始したことで巻き起こったAIブームに乗り、エヌビディアの株価は驚異的な上昇局面に突入した。今や株価はブーム到来前の6倍超に急騰しているが、一本調子に上昇してきたわけではなく、短期間ながら下落局面を幾度も経験している。

グロース株には株価の変動がつきもの

押さえておきたい第1のポイントは、エヌビディアは急成長を遂げている半導体銘柄であるため、時価総額の大幅な変動はほぼ不可避であることだ。時価総額が数兆ドルの企業の株価が1桁台半ばのパーセントで変動すれば、時価総額も大幅に変動する。実際、1日当たりの時価総額増加幅が最も大きかった10の事例のうち5つがエヌビディアによるもので、これには今年7月31日に3270億ドルと過去最大の増加幅を記録したケースが含まれる。株価は上がるときもあれば下がるときもある。

Largest U.S. One Day Market Cap Declines

Company	Date	One-Day Market Cap Change (billion)
Nvidia	Sept. 3, 2024	-\$278.9
Meta Platforms	Feb. 3, 2022	-\$232.0
Nvidia	April 19, 2024	-\$211.8
Nvidia	June 24, 2024	-\$208.1
Amazon.com	April 29, 2022	-\$206.7
Nvidia	July 17, 2024	-\$205.9
Nvidia	July 24, 2024	-\$205.2
Nvidia	Aug. 29, 2024	-\$196.7
Nvidia	July 30, 2024	-\$193.4
Nvidia	Aug. 1, 2024	-\$192.1

Source: Dow Jones Market Data; FactSet

第2のポイントは、時価総額が大きいうえに成長ペースが速いという点で、エヌビディアは際立った存在であることだ。時価総額が2兆ドルを超える米国企業には他にアップル<AAPL>とマイクロソフト<MSFT>があるが、いずれもより成熟した企業であり、成長率は直近四半期の増収率が122%だったエヌビディアに遠く及ばない。

第3に、エヌビディアの過去の株価下落局面を見ると、株価は結局のところ反発している。従って、今回の株価急落についてあまり深読みしない方がよいと思われる。

筆者のみるところ、9月3日の値動きは企業のファンダメンタルズに結びついたものではなく、主にサプライ管理協会（ISM）が発表した製造業景況感指数がまだら模様だったことを受けてグロース株からの乗り換えが起こったことによるものだ。

今回の株価下落にもかかわらず、エヌビディアの年初来株価上昇率は107%であり、依然としてS&P500指数構成銘柄の中で最もパフォーマンスの優れた銘柄である。パフォーマンスの高い銘柄に投資するには、株価の大幅な変動に慣れる必要がある。

長期的な懸念材料はAI学習向けGPU需要の鈍化だが

とはいえ長期的にみれば、エヌビディアの増収率が顕著に低下して株価が大きく下落する日がいつか来るだろう。その主な要因は、AI学習向け画像処理半導体（GPU）に対する需要の鈍化だと考えられる。

エヌビディアによると、データセンター部門の売上高の40%超が大規模言語モデルの推論（AI モデルから答えを生成するプロセス）向けのGPUによるものだ。つまり、それ以外のGPUは最先端の新しいAIモデルを学習させるために使用されている。

Largest U.S. One Day Market Cap Gains

Company	Date	One-Day Market Cap Change (billion)
Nvidia	July 31, 2024	\$326.9
Nvidia	Feb. 22, 2024	\$276.7
Nvidia	May 23, 2024	\$217.7
Apple	June 11, 2024	\$215.1
Meta Platforms	Feb. 2, 2024	\$204.5
Alphabet	April 26, 2024	\$197.1
Amazon.com	Feb. 4, 2022	\$191.3
Apple	Nov. 10, 2022	\$190.9
Nvidia	May 25, 2023	\$183.8
Nvidia	May 28, 2024	\$182.8

Source: Dow Jones Market Data; FactSet

そうした新しいAIモデルはやがて商用サービスにおける主流派となり、学習のペースは鈍化する。ただし、すぐに鈍化するわけではない。エヌビディアの最高経営責任者（CEO）であるジェンソン・フアン氏は先週、エヌビディアの顧客は依然としてAIモデルを拡張することによる恩恵を享受していると述べた。つまり、AI学習用のGPUを購入し続ける動機は十分にある。

次世代の AI モデルの改良が続く限り、エヌビディアのGPUに対する需要は底堅く推移し、株価は過去最高値を更新し続けるはずだ。

By Tae Kim
(Source: Dow Jones)

7. 下落した株式市場の今後2カ月は厳しい見通し The Market Is Sinking. Bad News Comes in Threes. 景気、半導体株、大統領選挙の不透明感が相場の重しに

[米国株式市場]

三つの懸念で9月は大幅な下落で始まる

9月に入り、夏の気楽な日々は終わった。しかし、温度計やカレンダーにそれを教わる必要はない。株式市場がすでに明らかにしているからだ。

先週の株式市場は、2日のレーバーデーの休日後にS&P500指数が3営業日連続の下落となり、5日の終値は前週末から2.6%安となった。6日も続落となり、週間ベースでは4.2%安の5408.42で引けた。他の主要株価指数は、ダウ工業株30種平均が2.9%下落して4万0345ドル41セント、ナスダック総合指数は5.8%安の1万6690.83となった。小型株のラッセル2000指数は5.7%安の2091.41で週末を迎えた。

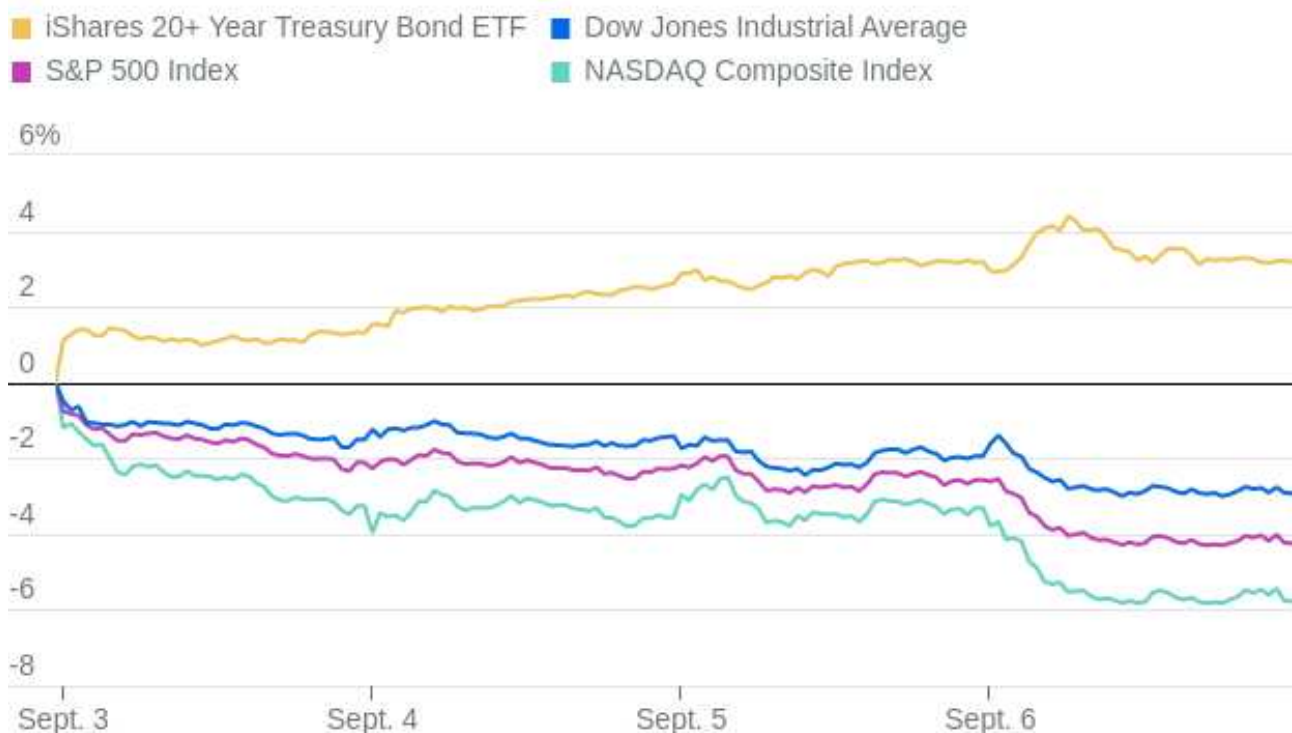


Michael Nagle/Bloomberg

悪い知らせは三つまとまってやってくると言われるが、先週はそれが現実になったようだ。経済、半導体、そして来る大統領選挙への懸念が市場を覆ったからだ。

景気減速と半導体セクターに対する懸念

Market Snapshot



景気減速に対する懸念を背景に、先週は雇用注目が集まった。4日に労働省が発表した7月の雇用動態調査における求人数は770万件で、市場予想の810万件を下回り、3年半ぶりの低水準だった。

6日に発表された8月の雇用統計も投資家を安心させるものではなかった。失業率は4.2%に低下したものの、非農業部門就業者数は14万人の増加にとどまり、再び市場の予想を下回った。それ以前の2カ月分のデータが下方修正されたこともあり、「米国の労働市場の健全性に対して、まだら模様のシグナルは答えよりも多くの疑問を投げかけることになるだろう」と、グレンミードで投資戦略・調査部門の責任者を務めるジェーソン・プライド氏は指摘する。

投資家は通常であれば、人工知能（AI）をめぐる熱狂から大きな恩恵を受けるハイテク株や半導体株

に安らぎを求めただろう。だが、半導体大手エヌビディア<NVDA>の決算発表後の株価低迷を受けて、このセクターは不安の種となっている。同じく半導体大手ブロードコム<AVGO>が5日の取引終了後に発表した決算が安心感につながる可能性はあったが、代わりに一層の失望をもたらした。

ブロードコムの第3四半期（5～7月期）決算は予想を上回ったものの、第4四半期（8～10月期）の売上高の見通しが140億ドルと市場予想をわずかに下回ったことで、投資家が今後の見通しにより懸念を抱いたからだ。AIがハイテク銘柄の上昇の中心であったことを考えると、ブロードコムの業績が投資家に対して答えよりも多くの疑問をもたらしたことは理解できる。

大統領選挙も不透明要因だが、その後のあく抜けに期待

懸念はさらに深まっている。ルネサンス・マクロ・リサーチのテクニカル調査部門の責任者であるジェフ・デグラフ氏によると、ラッセル1000指数に採用されているハイテク株は現在、弱気な相対トレンドにあるという。このようなシグナルは絶対確実というわけではないものの投資家の注意を喚起するものであり、デグラフ氏は、「好材料よりも悪材料に注意を払うほうの恩恵が大きい時であり、青空のようなシナリオには疑いの目を向ける時であり、そして、なぜ買うべきなのか、今回はどう違うのか、その他よく言われるようなシナリオとどう異なるのかという点に特に注意を払うべき時だ」と考えている。

これらに加え、大接戦が予想されている大統領選挙まであと2カ月となっている。市場は一般論として不確実性を嫌うため、選挙期間中は投資家にとってさらに逆風が吹きがちであり、過去を振り返ると大きく動くことの多かった9月と10月を通して選挙戦が株価の足を引っ張り続ける可能性が高いと、ネッド・デービス・リサーチのチーフストラテジストであるエド・クリソルド氏は語る。しかし良いニュースもある。果てしなく続くと思われる選挙にも終わりはあり、「大統領選の年は、党派に関係なく、勝敗がはっきりしたときに上昇が始まることが多い」とクリソルド氏は指摘する。

ただしそれまでは時間がかかり、今後数カ月間は、相反し、時には憂慮すべき材料に投資家が耐えなければならないことを意味する。スリーフォーターン・リサーチの創設者であるウォーレン・ピース氏は、引き続き「経済のソフトランディングに賭けている」が、経済指標には弱さの兆候が十分にあり、ソフトランディングが確実なものとは言い難いと指摘し、「今後数カ月は波乱含みの展開になるだろう」と書いている。

秋（fall）がこれほど文字通りに下落（fall）になろうとは、誰が想像できただろうか。

By Teresa Rivas
(Source: Dow Jones)

8. 大麻合法化への支持は広がるが、株価は低迷

[投資戦略]

Cannabis Legalization Is Very Popular. Here's Why the Stocks Aren't.
 ゴルフメーカーによるM&Aの失敗の兆候にも注目

大麻合法化議論が再燃か



Justin Sullivan/Getty Images

大麻への支持は2人の大統領候補を優に上回っている。フロリダ州では、娯楽目的の使用を合法化する投票法案について、有権者の支持率が可決に必要な60%前後で推移している。フロリダ州で最も有名な住民であるトランプ前大統領は最近、穏やかな見解を示した。「他の多くの州では合法なのに、フロリダでは犯罪者になるようなことがあってはならない」とトランプ氏はソーシャルメディア「トゥルース・ソーシャル」に書き込んだ。これは、ある投資銀行が先週述べたように、合法化が「超党派のトピックになりつつある」という最新の兆候だ。では、

なぜ大麻関連株は低迷しているのか。

世論調査会社ギャラップによれば、米国人の10人のうち7人が大麻の使用を合法化すべきだと答えている。リベラル派や民主党支持者では10人中9人に近いが、保守派や共和党支持者でも近年10人中5人を超えている。驚くべきことに、市場調査会社ユーガブの夏の世論調査では、毎日大麻を吸っていると答えた米国人の方が、アルコールを飲む人よりも多かった。

一方、連邦政府は大麻を「身体的・心理的乱用の可能性が中程度から低程度」と米麻薬取締局（DEA）により定義される、いわゆるスケジュール3の薬物に再分類するかどうかを検討している。現在の例としては、テストステロンやコデイン入りタイレノールなどがある。大麻は現在、「現在、医療用途での利用は認められず、乱用の可能性が高い」とされるヘロインやその他の薬物とともに、スケジュール1に分類されている。今年、カマラ・ハリス副大統領はこれを「不合理」と呼んだ。

大麻関連株は低迷

これは大麻関連株を保有する投資家を元気づけるはずだ。しかし、業界最大のファンドの一つである上場投資信託（ETF）のアドバイザーシェアーズ・ピュアUSカナビス＜MSOS＞は、年初来8%の下落を含め、3年間で80%の損失を出している。このファンドの上位保有銘柄をカバーするアナリストの数は、過去2年間で激減した。小規模のライバルファンドの解約も相次いでいる。

なぜこうした話がパフォーマンスに結びつかないのか。現在アライアンス・グローバル・パートナーズで大麻関連株を担当するアーロン・グレイ氏（カウエン（現TDカウエン）時代を含め8年間大麻関連株を担当）は、「変化は何度も期待を裏切ってきた」と言う。グレイ氏によれば、大麻関連株への熱狂は2021年初頭にピークを迎えたが、これはジョージア州の上院議員決選投票で民主党が50議席を確保し、副大統領の一票によって実質的な過半数を得たためだという（注：上院の採決で賛否が50対50となった場合は、上院議長を務める副大統領の一票で決まる。当時、民主党のハリス上院議員が副大

統領に就任予定)。民主党院内総務のチャック・シューマー上院議員は、大麻の合法化を優先すると発言した。しかし、大したことは起こらなかった。

希望は、州が承認した大麻関連企業に銀行が通常の金融サービスを提供することを許可する、より内容を絞った法案に変わった。そして、それも実現しなかった。最近では、投資家は合法化に向けた再スケジュールに注目し、選挙前のアクションを期待している。しかし8月末、DEAはこの問題に関する公聴会を12月2日に開催すると発表した。これは、大麻が選挙の争点になること、そして今年は何も決まらないことを意味する。上述した大麻関連のETFは、このニュースにより1日で13%下落した。

今のところ、多くの州で認可された大麻関連企業は、通常の株式上場をすることも、州を越えてビジネスを行うこともできない。連邦政府から見れば違法な事業であっても、税金を納めなければならない。しかし、税金がかかるにもかかわらず、スケジュール1の麻薬ビジネスには特別なルールがあり、通常のビジネスに認められる控除の多くが認められない。そのため、一部のビジネス、特に小売業者には70%を超える税率が課される。グレイ氏は、「これは、実際のキャッシュフローに大きな影響を与える」と言う。グレイ氏は長期的には強気で、バランスシートの強い企業を選好するという。グレイ氏が「買い」と推奨する銘柄は、グリーン・サム・インダストリーズ<GTBIF>、ペラノ・ホールディングス、キュラリーフ・ホールディングス<CURA>、トゥルリーヴ・カナビス<TRUL>だ。

他の投資家は我慢の限界に達しており、大麻をめぐる活発な議論が続いている。世論調査では、たばこや酒ほどではないにせよ、大麻が社会や個人に害を及ぼすという意見がわずかに多数を占めている。大麻合法化に反対する批評家は、ニューヨークのような幾つかの州では、違法な大麻販売店が乱立する中で、少数の合法的な大麻販売店が苦境に立たされ、合法化プロセスが大失敗に終わったと指摘する。法的にあいまいであるため、この状況がすぐには変わることはないだろう。

■ 低迷するトップゴルフ・キャロウェイ

ゴルフ用品メーカーのトップゴルフ・キャロウェイ・ブランド<MODG>に話を移そう。投資評価が最近、ジェフリーズによって「買い」から「ホールド」に、投資銀行レイモンド・ジェームスによって「アウトパフォーム」から「アンダーパフォーム」に、2回引き下げられている。「買い」の投資評価の割合は、7月から50%を下回り、株価は過去3年間で62%超下落していて株主にとってはほとんど慰めにならないだろう。

何が悪かったのか。要するに、ゴルフクラブなどの用具メーカーであるキャロウェイが、高級ゴルフ練習場を運営するトップゴルフを2021年に買収したことだ。現在、トップゴルフの業績は芳しくない。長年営業しているゴルフ練習場の売り上げは低迷している。ジェフリーズはトップゴルフについて、年末までに15%の減収を予測している。経営陣は直近の決算説明会で、トップゴルフの各店舗の投資収益率は健全を維持しており、今後も拡大を続けるとする一方、「戦略的レビュー」（売却の検討の言い換え）を行っていると言った。

アナリストは、トップゴルフは約束した「シナジー効果」を達成できず、利払い・税引き・償却前利益(EBITDA)が伸び悩んでいると指摘する。筆者はトップゴルフに行ったことはないが、シナジー効果の部分はその通りと感じざるを得ない。トップゴルフは、ナチョスやビール、センサー付きのゲーミング・ゴルフボールといった楽しさを求めるプレーヤーが行くところだ。しかし、16ヤードも飛距離を伸ばすとキャロウェイが公言しているからという理由で、数年ごとに新しいドライバーに600ドル

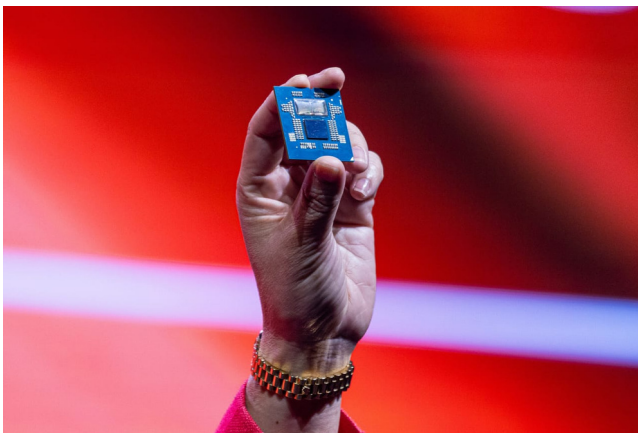
も払うゴルファーは、トップゴルフには行かない。町はずれに行き、汚いボールの入ったジャンボバケツに12ドル払い、背中が痛くなるまでスイングするのだ。コンサルタントがトップゴルフ・キャロウェイに何を勧めるかは見てのお楽しみだが、筆者の戦略的レビューがどちらに傾くかは明らかだ。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

9. 半導体株急落中。本格的な投資のタイミングはいつか Chip Stocks Are Flaming Out. When to Go In Big. 半導体株の急落は、押し目買いを検討すべきタイミング

[米国株式市場]

半導体株の急落と投資のタイミング



Annabelle Chih/Bloomberg

半導体株が急落している。まだこの急落に買いを入れられていないのであれば、今こそ注目すべき時である。半導体関連株の上場投資信託（ETF）、iシェアーズ半導体ETF<SOXX>は、7月初旬に記録した最高値259ドルから17%下落し、214ドルとなっている。この下落の一因は、年初来で30%以上の値上がりを見せたことだ。人工知能（AI）用半導体の需要の高まりが驚異的な利益成長につながり、株価を押し上げたことを受け、投資家は利益確定売りに動いた。

これに加えて、先行きに対する懸念もある。確かに半導体の売り上げは依然として好調だが、この成長は間もなく減速し、バリュエーションを頭打ちにするだろう。もっとも、これは投資に打って出るにはいまひとつ理想的なタイミングではないように感じるかもしれないが、そうではない。これらの企業は依然として力強い成長見通しを維持しており、株価も今なら許容できる水準で取引されている。

しかし、頭に入れておくべきことがある。それは、様子見程度に手を付けるタイミングと、本格的に飛び込むべきタイミングを見極める必要があるということだ。現時点では、半導体関連企業の株式を数株購入し、SOXXがさらに下落した場合はさらに数株買い増すのが最善策かもしれない。ただし、そうした大きな買いを入れる時期はそう遠くない。

iシェアーズETFの重要なサポートライン（下値支持線）は、8月初めに買い手によって形成された199ドル。これは、4月に買いが殺到した際の価格とほぼ同じである。つまり、この数字に達するか、それに近づいたときが買いのタイミングである。株価がこの水準で安定している間に、一気に株を買い集める。もちろん、これはどんな株式購入にも言えることだが、半導体株の動きを完璧に予測しようとしても無駄骨に終わる可能性が高い。だからこそ、今少しだけ買って様子をみて、株価が下落を続けるようであれば、本格的に買い進むのが賢明なのである。

半導体関連企業の傾向

この強気な予測は、半導体関連企業のファンダメンタルズに根ざしている。ファクトセットによると、SOXX構成企業の合計売上高は、今年末から2026年まで毎年13%の成長が見込まれていると予測されている。

インターネットおよびクラウドコンピューティングの大手企業は、AIを駆使したサービス提供を強化するためにデータセンターの拡張を続けており、購入する半導体は毎年増加している。短期的には、AI用半導体の価格は若干下がる可能性があるものの、それでも半導体の販売個数は増加すると考えられる。これは、半導体大手のアドバンスト・マイクロ・デバイセズ<AMD>などの新規参入企業が、エヌビディア<NVDA>と競合するようになるためだ。来年の利益率は、恐らく価格の下落により圧迫されるだろうが、半導体の販売個数が事業支出を上回るペースで伸びるため、利益率は再び上昇に転じるだろう。これにより、2026年まで毎年1株当たり利益（EPS）が約27%増加するはずである。

アメリプライズ・ファイナンシャルのチーフマーケットストラテジストであるアンソニー・サグリムベーネ氏は、「ファンダメンタルズは依然として強く、AIの拡充はまだ序盤にある」と書いている。

成長減速に対する楽観的な投資戦略

投資家はこの分野の成長減速をそれほど心配する必要はない。いずれその波は訪れるだろうが、全面的な崩壊を意味するものではなく、長期的な成長シナリオを覆すものではない。

半導体メーカーの顧客である巨大IT企業各社は、2桁成長を目指して今年と来年、データセンターに数十億ドルを費やす予定だ。2026年にはその支出は1桁台に減速すると予測されている。エバーコアの株式ストラテジストによると、これは半導体メーカーの売上成長の減速と相関関係にある。しかし、これは大きな問題にはならないだろう。半導体アナリストはすでに2026年の売上成長率がやや低下すると予測しており、大幅な減少に転じるとは限らない。

だが、今後数ヶ月の間にこうした動向が市場の不安感につながり、SOXXが下値支持線である199ドルまで値下がりするようなことがあれば、その時が手を付けるタイミングだ。ただし、価格が下落する場合に大きく乗り出せるように余力も残しておこう。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

10. 政策金利が引き下げられても、貯蓄口座利息は急には下がらない [経済関連スケジュール] Savings Accounts Rates Are Likely to Fall, But Not as Fast as You Might Think 政策金利の変動と貯蓄口座利息の変更は、常にはシンクロしない

政策金利の引き下げに伴い、貯蓄口座利息を下げるか様子見をするか、各銀行まちまち



Illustration by Elias Stein

過去1年間、高利回り貯蓄口座の平均利息は年率4%超という高金利だった。しかし、米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長が、2020年以降の新型コロナウイルスによるパンデミック（世界的大流行）後初の利下げを行えば、この利息も今後は低下する見込みだ。バンクレートの上級経済アナリスト、マーク・ハムリック氏は「最も高い金利が下がれば、じわじわと他に波及するだろう」と言う。

またS&Pグローバル・インテリジェンスで金融機関調査ディレクターを務めるネイサン・スト

ーバル氏は、FRBが9月18日に利下げを発表する前に利息を下げ始める銀行もあれば、「様子見モード」の銀行もありそうだという。それは、消費者からの預金の減少リスクと、貯蓄口座の利息を引き下げることで得られる純金利マージンの上昇を天秤（てんびん）にかける必要があるからだ。

過去の利下げ時の状況を振り返れば、大まかな予想はつきそうだ。例えば、FRBが2019年7月～10月に0.75%の利下げを行った際、高利回り貯蓄口座の利息は、同期間に平均で約0.25%しか低下しなかった（出典：民間ウェブサイトDepositAccounts.comのデータ）。昨年、複数の地銀が破綻したことを受けて、銀行は手元資金を厚くするよう一層の圧力を受けている。こうした事情から、銀行は預金の減少リスクは避けたいところだ。

なお、FRBがさらなる利下げを示唆するかに注目いただきたい。パウエル議長が年内の追加引き下げを示唆すれば、銀行は今すぐにでも預金金利を引き下げようとするかもしれない。

先週の出来事

市場動向

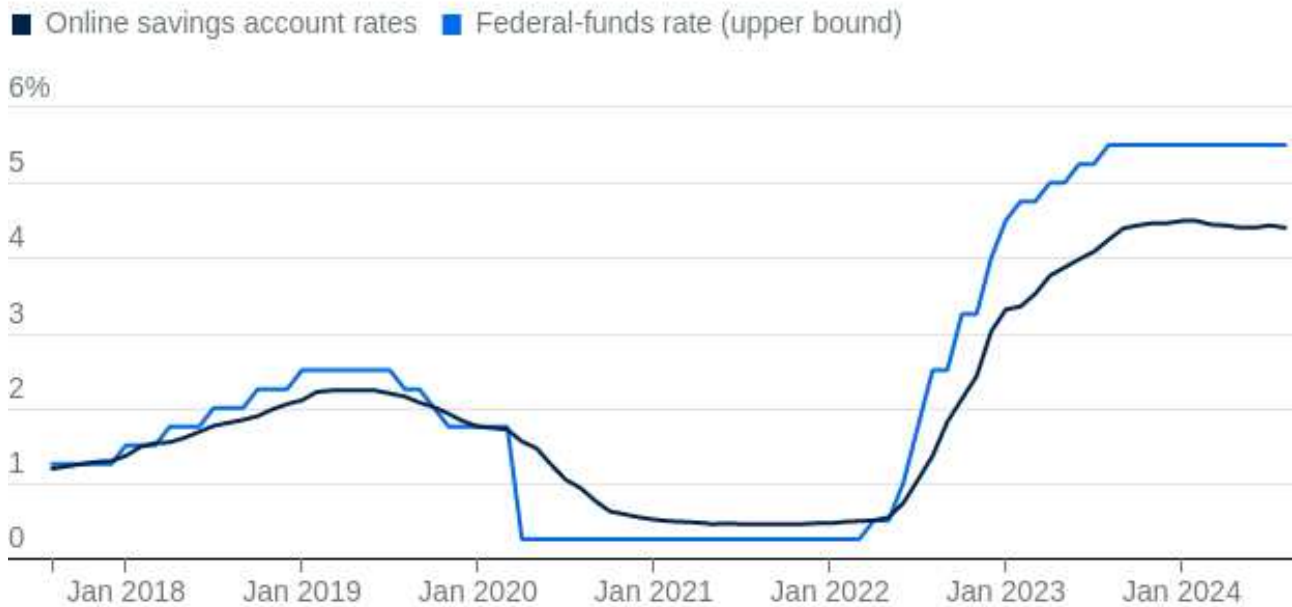
原油価格はレーバーデー祝日（9月2日）の連休中に下落し年初来安値に接近した。中国の金融当局は5兆3000億ドルの住宅ローンの金利引き下げを検討。製造業関連のデータが軟調だったため株価は下落、米半導体大手のエヌビディア<NVDA>、インテル<INTC>、ブロードコム<AVGO>の下げが市場の下落に拍車を掛けた。米労働統計局（BLS）が発表した8月の雇用統計は、非農業部門就業者数が前月比14万2000人増と低調だった。9月の市場は厳しいスタートとなった。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は2.9%下落、S&P500指数は4.3%下落、ナスダック総合指数も5.8%下落した。

企業動向

- ・ブルームバーグは、エヌビディアが反トラスト法（独占禁止法）違反の疑いで調査を受けていると

The Lag Effect

Savings account yields don't always move as fast as the fed funds rate.



Note: Savings account average yields are based on 10 mature online savings accounts from well-established online banks.

報じた。

- ・米実業家イーロン・マスク氏が率いる、衛星インターネットサービスの「スターリンク」は、規制当局が制裁をちらつかせた後、ブラジルでのX（旧ツイッター）への接続遮断に合意した。
- ・香港の航空大手キャセイパシフィック航空<293.香港>は、保有する欧州航空大手エアバス<AIR.フランス>製A350型航空機のエンジン1基の火災を受け、保有同型機全機の自主点検を指示した。
- ・ドイツの自動車メーカーであるフォルクスワーゲン<VWAGY>は、競争が激化する中、初めてドイツ国内の工場を一部閉鎖する可能性があるとの従業員に伝えた。

M&A（合併・買収）など

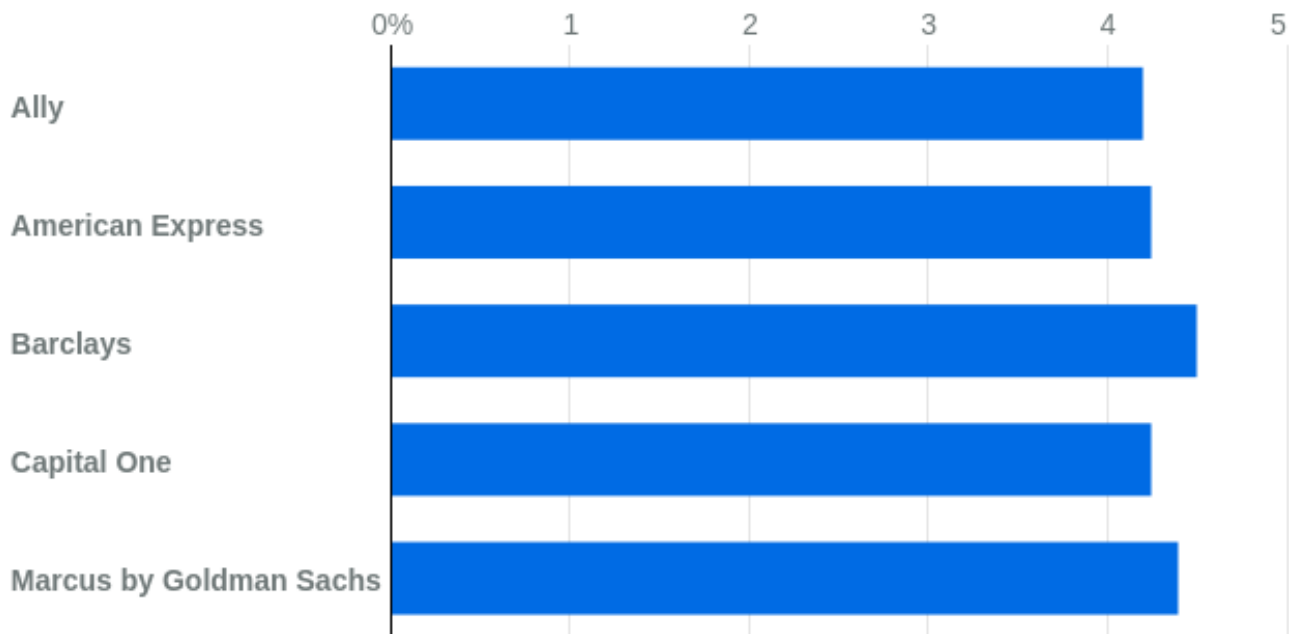
- ・通信大手ベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>は、同業のフロンティア・コミュニケーションズ<FYBR>を負債込みで200億ドルで買収することで合意した。
- ・セブン&アイ・ホールディングス<3382>は、カナダのアリマンタション・クシュタール<ATD.トロント>（コンビニチェーン「サークルK」とガソリンスタンドのチェーンを運営）からの買収提案を「企業価値を著しく過小評価している」として拒否した。
- ・インテルは一部事業の分割計画を進めている。
- ・日本製鉄<5401>による米鉄鋼大手USスチール<X>の買収計画について、バイデン大統領が中止命令を出す準備をしている模様。
- ・大手プライベートエクイティ・ファンドのKKRアンド・カンパニー<KKR>による富士ソフト<9749>買収（合意済み）に対し、大手ファンドのベイン・キャピタルがKKRの提案を上回る41億ドルを提示した。
- ・投資ファンド大手ブラックスストーン<BX>は、オーストラリアのデータセンター運営会社エアトラリンク<1648836D.豪州>を161億ドルで買収することで合意した。
- ・大型デパートチェーンのノードストローム<JWN>の創業家一族は、メキシコの百貨店チェーン、エル・プエルト・デ・リバプール<LIVEPOLC.メキシコ>と提携し、創業家一族の名を冠したノードスト

ロームの小売チェーンを38億ドルで非公開化する計画だという。

今週の予定

What They're Paying

High-yield savings accounts at a sampling of banks are now comfortably above 4%.



Note: Data as of Sept. 3

9月9日（月）：今週は、超大型ソフトウェア会社2社が利益を発表する。オラクル<ORCL>は9日の引け後に、アドビ<ADBE>は12日の引け後に、それぞれ四半期決算を発表する。

9月11日（水）：米労働省労働統計局が8月の消費者物価指数（CPI）を発表。エコノミストのコンセンサス予想は前年同月比2.6%の上昇で、7月に比べて0.3%ポイント低下。また変動の大きい食品とエネルギーを除いたコアCPIは前年同月比3.2%の上昇と予想され、7月と同じ。CPIおよびコアCPI年間上昇率はいずれも2021年春以来の低水準となる。CPIは、9月17～18日の米連邦公開市場委員会（FOMC）開催前に発表される最後の主要経済指標であり、FOMCが会合でフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を0.25%ポイント引き下げるのか、0.5%ポイントとするか、その決定を左右する可能性がある。

9月12日（木）：欧州中央銀行（ECB）が金融政策を発表。ECBは主要短期金利を0.25%引き下げて、3.5%とするとみられている。ユーロ圏の国内総生産（GDP）の伸びが低迷していることから、ECBは6月に利下げサイクルを開始している。

統計と数字

49万7000件：大手資産運用会社フィデリティ・インベストメンツでの、米国確定拠出年金401（k）の残高が100万ドル以上のミリオネア（富裕層）の数。過去最高となり、昨年より31%増加した。

1億トン：今年の中国の鉄鋼輸出量の予想値。2016年以来の最高量で、史上3番目に多い。

86：中国の7月の消費者信頼感指数。2022年11月の過去最低値85.5に近づいた。

84%：2023年の男性賃金に対する女性賃金の割合。2003年の80%からは上昇してはいるが、主に男性のインフレ調整後賃金（実質賃金）の下落によるもの。

By Anita Hamilton
(Source: Dow Jones)

『バロonz・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

時事通信社

編集人

川田 重信（かわた しげのぶ）

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

『バロonz・ダイジェスト』 2024/09/08

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