

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2024/09/22

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

- 1. 輝きを失った高級品関連株 - How Luxury Stocks Lost Shine. These Are the Ones That Will Get It Back** [カバーストーリー] P.1
復活する銘柄はどれか
- 2. 低利の証券会社スイープ口座に見直しの動き - Some Financial Giants Pay Paltry Rates on Cash. Where to Put Your Money.** [フィーチャー] P.6
遊休資金のより魅力的な運用先は
- 3. アドビの株価は過小評価されている - Adobe Stock Is an Unappreciated AI Play. It's Time to Buy.** [注目銘柄] P.9
AI応用ソフトウェアによる収益への貢献が本格化
- 4. SHEINのIPOへの道は閉ざされたもよう - Shein's Path to an IPO Looks Blocked. Who Else Gets Hurt.** [フィーチャー] P.12
米中関係の緊張を反映し、ブームも今は昔
- 5. 低ボラティリティーETFはポートフォリオを守るが、難点もある - ETFs Shield a Portfolio. There's a Catch, Though.** [ファンド] P.17
活用を成功させるカギは、投資家のコミットメント
- 6. 過小評価続くアップル株 - Apple Is the World's Most Valuable Stock. It's Still Underestimated.** [コラム] P.20
投資家にとってはチャンス
- 7. 利下げを機に新たな銘柄群が上昇か - The Rate Cuts Could Lift New Stocks. Which Ones.** [米国株式市場] P.22
小型株や銀行株に注目
- 8. アクティブ運用を苦しめる「狭い市場」 - The Mag 7 Is Torturing Money Managers. There's No End in Sight.** [フィーチャー] P.24
裾野の狭さはM7に始まったことではない
- 9. 株式市場のリターンは今後中程度に - The Stock Market Is Priced for Middling Returns From Here On.** [投資戦略] P.26
利下げ後の歴史を振り返り、備えよう
- 10. 気候変動対策で出遅れていた中国、エネルギー転換のリーダーに - Why China Went From Climate Laggard to Leader of the Energy Transition** [経済関連スケジュール] P.28
欧米は急減速

※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、米バロンズ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. 輝きを失った高級品関連株

[カバーストーリー]

How Luxury Stocks Lost Shine. These Are the Ones That Will Get It Back

復活する銘柄はどれか

■ 値上げで墓穴



Illustration by Javier Jaen

ファッションデザイナーのココ・シャネルは「世の中にはお金持ちと豊かな人がいる」と述べた。現在はどちらも高級品（例えばシャネルのハンドバッグ）への関心を失っているらしく、それが大きな問題を生み出している。

あらゆる状況を勘案すると、高級品メーカーは「優雅な生活」を謳歌（おうか）しているはずだ。経済は成長しており、株式市場は過去最高値を付け、富裕層はこれまで以上に豊かになっている。それなのに、高級品セクターの銘柄は苦戦している。高級品メーカーのLVMHモエヘ

ネシー・ルイヴィトン<LVMH.フランス>、高級ブランド「グッチ」のオーナーであるケリング<KER>、高級ダウンジャケットメーカーのモンクレール<MONC.イタリア>などが重荷となり、上場投資信託（ETF）のラウンドヒルS&Pグローバル・ラグジュアリーETF<LUXX>は7.2%下落している。高級品セクターの売上高の伸びは鈍化しており、ウォール街は低迷が終わらないことを恐れている。富裕層は消えてしまったように見える。

しかし、物事はそう単純ではない。確かに、深刻な不況を受けて、中国の富裕層は身を潜めている。だが、それは問題の一部にすぎない。ブランド企業自身が墓穴を掘っている面も大きいのだ。

話は新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）初期の2020年にさかのぼる。政府が景気刺激策として給付金を配ったことで、突然多くの人が豊かになったような気になり、新たな買い物客が高級品市場に押し寄せた。これによる売り上げの急増は持続的でないのみならず、ブランドが慎重に育ててきた高級なイメージを損なうのではないかという恐れを高めた。そこで、高級品メーカーは次々に値上げを開始した。その結果、多くの高級品の値段は今やコロナ禍前の2019年を50~100%上回っている。

この大幅な値上げによって、高級ブランドに憧れを抱いていた客がメーカーの意図していた以上に市場から締め出された。さらに悪いことに、中核的な顧客である真の富裕層も離れてしまった。

小売りコンサルティング会社エーライン・パートナーズの創業者で最高経営責任者（CEO）のガブリエラ・サンタニエロ氏は「一部の顧客が『もうばかばかしいから高級品を買うのはやめよう』と決め、市場から去った。数年間で価格を2倍に引き上げておきながら、値段が高い理由は製品の芸術性にあるとは言えない」と語る。

ただし、良いニュースもある。第一に、一部の企業はこの環境に他社よりうまく対処しており、株

価格は魅力的に見える。さらに業界全体を見ると、問題の大部分は自ら招いたもので解決可能であるため、業界の低調なパフォーマンスは恐らく米経済の低迷の兆しではない。

高所得層の消費は底堅い

Tarnished Goods

Luxury stocks have taken a beating. Some of the companies are navigating the problems better than others. headwinds

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	Market Value (billion)	Investment Rationale
Burberry Group / BRBY.UK	GBp608.20	-57.0%	\$2.9	Burberry's attempt to move up the luxury pecking order has largely flopped. And while it may be rescued by a turnaround or takeout, that will take time.
Canada Goose Holdings / GOOS	\$10.50	-11.4	1.0	Canada Goose's down coats are well recognizable, but the company is working to expand its store base and product line to be more all-season.
Capri Holdings / CPRI	39.07	-22.2	4.6	Shares will likely flounder until there is more clarity about whether it will be bought by Tapestry; if the deal falls through, the shares could tumble further.
Richemont / CFR.Switzerland	CHF118.00	1.9	82.6	The company has clearly struggled, but looks too cheap given its Cartier brand's timeless, less-cyclical products and strong brand recognition.
Hermes International / RMS.France	€1,909.00	-0.1	224.2	Just like its signature Birkin bag, the stock just looks too expensive to scoop up now, given that growth is still slowing (if not as swiftly as some peers).

個人消費は米国内総生産（GDP）の約3分の2を占め、通常はリセッション（景気後退）の直前まで持続する。低所得層は食品や生活必需品の価格上昇による影響を特に受けやすく、既に苦しい状況にある。その結果、ダラー・ツリー<DLTR>やダラー・ゼネラル<DG>などの1ドルショップや、マクドナルド<MCD>などのファストフードチェーンの売上高に悪影響が生じている。中所得層もインフレ圧力と無縁ではなく、多くの消費者が慎重にお金を使っている。

しかし、富裕層の買い物客は依然として持ちこたえている。経営コンサルティング会社マッキンゼーが最近実施した調査によると、高級品業界の低迷にもかかわらず、高所得層の約49%は今後3カ月以内

に高額の出費を予定している。この割合は全てのグループの中で最も高い。一般に、米国でトップに近い所得層の消費が減少するのは大規模な経済ショック（直近では2008～2009年の金融危機）の時だけだ。

高級車メーカーのフェラーリ<RACE>を見れば、富裕層が健在であることが分かる。フェラーリの売上高は過去2年間の各年にそれぞれ19%超と17%超増加した。2024年の売上高はさらに11%増える見込みだ。株価は年初来で40%上昇している。一方、ダラー・ゼネラルの株価は年初来で37%安だ。

資産運用会社ペン・ミューチュアル・アセット・マネジメントの投資アナリスト、ブレンダン・ボーケン氏は「フェラーリとダラー・ゼネラルの株価が大幅に乖離（かいり）しているのは、高所得層が高級品への支出に引き続き積極的である一方で、低所得層はより厳しい現実と直面しているからだ。高所得層は依然として金利上昇による影響をあまり受けておらず、個人のバランスシートは健全さを維持している」と語る。

高級品業界の売上高は増加し続けている。金融大手HSBCのアナリスト、オレリー・ハッソンドュモータィア氏は今年の内部増収率を2.8%と予想している（ただし、以前の予想の5.5%を下回る）。予想が正しければ、2024年は過去20年間で6番目に増収率が低い年になる。しかし、成長余地がある企業も存在する。ハッソンドュモータィア氏が長年選好している高級品メーカーのプラダ<1913.香港>は、今年の売上高と利益がそれぞれ14%と22%増加する見込みだ。

最も明確な問題は中国だ。マッキンゼーによると、2012年から2018年にかけて、世界全体の高級品支出の増加の半分以上は中国によるものだった。2018年には、中国の消費者は世界全体の高級品支出の約3分の1を占めた。中国が2022年末に世界で最も厳しいゼロコロナ政策を転換した後、高級品支出は急回復すると思われていた。しかし、景気は軟調で、多くの消費者は高額商品を買う意欲を持てなかった。中国の小売売上高の伸び率は年初来で1%未満にとどまっている。

だが、中国の問題は、他の失策がなければ克服できたはずだ。景気刺激のための給付金と、一時的に拡大された児童税額控除によって、多くの消費者は高級品を買うことができた。2021年の世界全体の売上高は33%増の約2850億ドルで、2019年の過去最高額を上回った。しかし、この種の売上高の増加は「呪い」であることが分かっていた。決して持続的ではなく、ブランドの高級なイメージを損なうからだ。

ステータスを守るため、高級品ブランドは多くの商品を手の届かない価格に値上げした。往々にして、値上げ幅はインフレ率の何倍にも達した。例えば、HSBCのデータによると、カルティエの小さな「トリニティ」リングの価格は1540ユーロで、2019年の水準を64%上回っている。シャネルの大きなフラップバッグは1万1000ユーロで、91%も値上げされている。他の製品の価格も大幅に引き上げられた。その結果、ブランドがつかない留めたかった消費者の一部も締め出されてしまった。

これはたまたまにぜいたくできる程度のお金を持つ野心的な消費者を引きつけてきた高級ブランドにとって特に大きな問題だ。多くのブランドはキーチェーンやサングラスなどの商品を販売している。値段は比較的安い、感情面での役割は大きく、顧客とブランドの間に生涯にわたる関係を生み出す。しかし、商品が値上げされ、安価な模造品が出回った結果、多くの高級品ブランドは、いずれ所得が増えた時に大きな利益をもたらす新規の得意客を取り込む機会を逃してしまった。

参考資料

Kering / KER.France	227.00	-43.1	31.2	The Gucci parent has seen that iconic brand lose market share and make design missteps, hurting its sales.
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton / MC.France	595.90	-18.8	331.5	LVMH is in a bit of a sweet spot: A selloff has made shares inexpensive while a strong portfolio of premium brands makes it a powerhouse in the luxury sphere.
Moncler / MONC.Italy	49.64	-10.9	15.2	Known for its winterwear—the 1954 Italian expedition to K2 wore Moncler’s down jackets—it could get a boost from better trends in the coming winter season.
Prada / 1913.Hong Kong	HK\$49.85	11.7	16.4	Prada is a rare bright spot in luxury, with expected double-digit top- and bottom-line growth.
Tapestry / TPR	\$43.13	17.2	9.9	The company’s Coach brand has held up surprisingly well, although government opposition to its Capri acquisition will remain an overhang for the stock.

Note: YTD change in local currency

Source: Bloomberg

(資料)

LVMHやリシュモンを愛好



Illustration by Javier Jaen

通常の顧客層より裕福な顧客を引き付けようとした企業もあったが、破滅的な結果を招いた。衣料品メーカーのバーバリー<BRBY.英国>は、価格が比較的安く、アウトレットストアも運営しているので、超高級品よりも常にワンランク低い位置にある。そこで、ハンドバッグなどの値段を50%以上引き上げ、ブランドとしての格を高めようとしたが、中心的な顧客が離れ、より裕福な顧客もうまく取り込めなかった。前会計年度の売上高は4%超減少し、今年は15%減と予想されている。

高級品セクターには多くの投資対象がそろっているが、それは業界に固有の力学が働いているから

だ。今四半期の決算発表シーズンでは、バーバリーだけでなくケリング、ヒューゴ・ボス<BOSS.ドイツ>、大手のLVMHの業績さえも予想を下回ったが、最近の株価下落によって一部の銘柄は魅力的に見える。といっても、依然として慎重な消費者、為替の逆風、ブランドへの投資コストといった課題にうまく対処できればの話だ。

社内にも問題を抱えている企業の押し目買いは特に難しい。例えば、野心的な買い物客を必要としている一部のローエンドなブランドだ。バーバリーは、戦略が裏目に出た結果として低迷しており、買収されることを望んでいる。今後12カ月の予想利益に基づく株価収益率（PER）は25倍だが、お買い得には見えない。バーバリーと同様の米国企業、例えば「コーチ」を所有するタペストリー<TPR>や「マイケル・コース」を所有するカプリ・ホールディングス<CPRI>も苦しい状況だ。両社は合併しようとしているが、米連邦取引委員会（FTC）の反対を受けている。タペストリーは、コーチの売上高が驚くほど底堅いにもかかわらず、予想PERは9.4倍に抑えられており、良好な投資先に見える。ただし、合併を巡る連邦地裁での訴訟が重荷となっている。

ケリングも苦境にあるようだ。傘下のグッチのファッションセンスが顧客の好みと乖離し、新製品の発売が競合ブランドよりも少なかったため、市場シェアを失っている。ケリングはグッチを立て直そうとしているが、業績を回復させるのは常に困難なものだ。全体として、目先の売上高を増加させる材料は乏しい。1株当たり利益（EPS）は今年も2桁台の減少と予想されており、14倍超の予想PERを正当化するのは難しい。

一部の高級品関連銘柄は、業績が好調であるものの、単純にバリュエーションが高過ぎる。例えば、高級品メーカーのエルメス・インターナショナル<RMS.フランス>の売上高は増加し、利益率は上昇しているが、PERは40倍である。これは高級品メーカーのトップとしても過度に割高だ。

LVMHは妥協案に適しているかもしれない。「ブルガリ」「ジバンシィ」「ドン・ペリニオン」などの多様な人気ブランドのポートフォリオを所有しているにもかかわらず、最近株価が下落したことで、予想PERは20倍未満に低下している。資産運用会社ウィリアムズ・ジョーンズ・ウェルス・マネジメントの株式リサーチアナリスト、ジョセフ・ジオ氏は、LVMHが豊富な資本を活用して、ファッションと事業の面で重複するブランドを運営し、競合他社と一線を画す方法で手の込んだファッションショーを開催して興奮を生み出していると指摘する。こうした優位性によって、低調な業績（売上高は前年同期比わずか1%増の210億ユーロと予想を下回った）による懸念は同業他社より小さくなっている。今後12カ月予想PERは19倍で、2023年終盤以来の低水準だ。

資産運用会社ポントベルのポートフォリオマネジャー、マーカス・ハンセン氏はリシュモン<CFR.スイス>も魅力的だと語る。リシュモンが所有するブランドのカルティエは、流行の変化や安価な模造品に対して比較的強いからだ。ハンセン氏は「宝飾品は古びることがない。カルティエの主力商品は全て数十年の歴史を持っており、100周年を迎えるものもある」と語る。リシュモンの株価は年初来で3%未満のわずかな上昇となっており、今後12カ月予想PERは18倍だ。

結局のところ、高級品関連銘柄もほころびを逃れられないが、最終的には輝きを取り戻すだろう。ココ・シャネルもそれを望むはずだ。

By Teresa Rivas
(Source: Dow Jones)

2. 低利の証券会社スイープ口座に見直しの動き

[フィーチャー]

Some Financial Giants Pay Paltry Rates on Cash. Where to Put Your Money.

遊休資金のより魅力的な運用先は

低利のスイープ口座に規制当局の厳しい目



Illustration by Virginia Gabrielli

先週、米金融大手のウェルズ・ファーゴ<WFC>が、ウェルスマネジメント部門の顧客の未投資資金を預かる、いわゆるスイープ口座の残高に対して支払う金利を、マネーマーケットファンド（MMF）に近い水準へ引き上げたと発表した。なぜそんなに時間がかかったのか、というのが投資家の感想かもしれない。

ウェルズ・ファーゴやチャールズ・シュワブ<SCHW>、モルガン・スタンレー<MS>、LPLファイナンシャル・ホールディングス<LPLA>などのウェルスマネジメント企業

は、一般的な短期金利の水準が約5%なのに対し、スイープ口座にはわずかな金利（1%以下）しか付利してこなかった。業界では一般的な慣行だが、企業側に大きな利益をもたらす一方で、顧客側にはそれほど利益がなく、規制当局などがこれまで以上に厳しい目を向けるようになっている。

最近では、投資家が受託者義務違反を理由に7社に対して10件超の訴訟を提起し、集団訴訟としての認定と損害賠償を求めている。訴訟が成功するかどうかは口座契約の詳細な規定や、当該企業とファイナンシャルアドバイザーに適用される具体的な規制や法律上の要件次第だ。米証券取引委員会（SEC）もこれらのうち複数の企業について調査を行っていると発表した。

しかし、投資家は遊休資金の運用利回りが適切かどうかについては、裁判の結果を待つ必要はない。MMFから高利回り貯蓄口座まで、より魅力的な選択肢が他にある。また、証券会社についても、利率が低いスイープ口座よりも有利な選択肢を提供する会社への乗り換えを検討できる。

金利上昇が逆風に

長年にわたるスイープ口座の付利率の低さは、低金利環境下ではほとんど注意が払われなかったが、2022年に米連邦準備制度理事会（FRB）が劇的な利上げを開始したことで、状況は変わった。

証券会社にとって、スイープ口座は多額の純利息収入（預金残高に支払う利息と融資や投資で得られる利息収入との差額）を生んできた。また、証券会社によっては、減少が続く手数料ベースの収益を一部補完してきた。例えば、チャールズ・シュワブの2023年の収益188億ドルのうち約半分は純利息収入によるものだ。シュワブの有利子資産の主な調達原資は顧客の未投資現金残高だ。

しかし、金利上昇に伴い、投資家がMMFや高利回り貯蓄口座へ資金を移動させる「キャッシュソーティング」が始まり、シュワブなどウェルスマネジメント企業の株価に打撃を与えた。キャッシュソーティングは今年に入り落ち着いたが、投資家が訴訟を提起して以降、株価は低迷しており、顧客の現

Big Brokers, Tiny Yields

What investors with \$100,000 may earn on uninvested cash in sweep accounts at select brokerage firms.

Company / Ticker	Yield
Charles Schwab / SCHW	0.45%
LPL Financial / LPLA	0.35
Wells Fargo / WFC	0.05
Morgan Stanley / MS	0.01
Crane 100 Money Fund Index	5.06

Note: Crane index is average of 100 largest taxable money-market funds

Sources: company reports, Crane Data

金残高に対して支払う金利を引き上げると発表した企業もある。アナリストはこれが収益圧迫要因になりかねないと懸念している。例えば、スイープ口座金利の引き上げにより、ウェルズ・ファーゴは純利息収入が年間約3億5000万ドル、UBS<UBS>は税引き前利益が同約5000万ドル減少すると予測している。

規制当局の調査と投資家の訴訟

顧客の現金については金利だけでなく、口座の種類も問題になる。投資顧問口座と証券口座とでは、類似しつつも異なる規制基準が適用される。前者は受託者義務、後者はレギュレーション・ベスト・インタレスト（最善の利益規制=Reg BI）だ。両基準とも顧客の最善の利益のために行動することを求めるが、義務発生のタイミングが異なる。

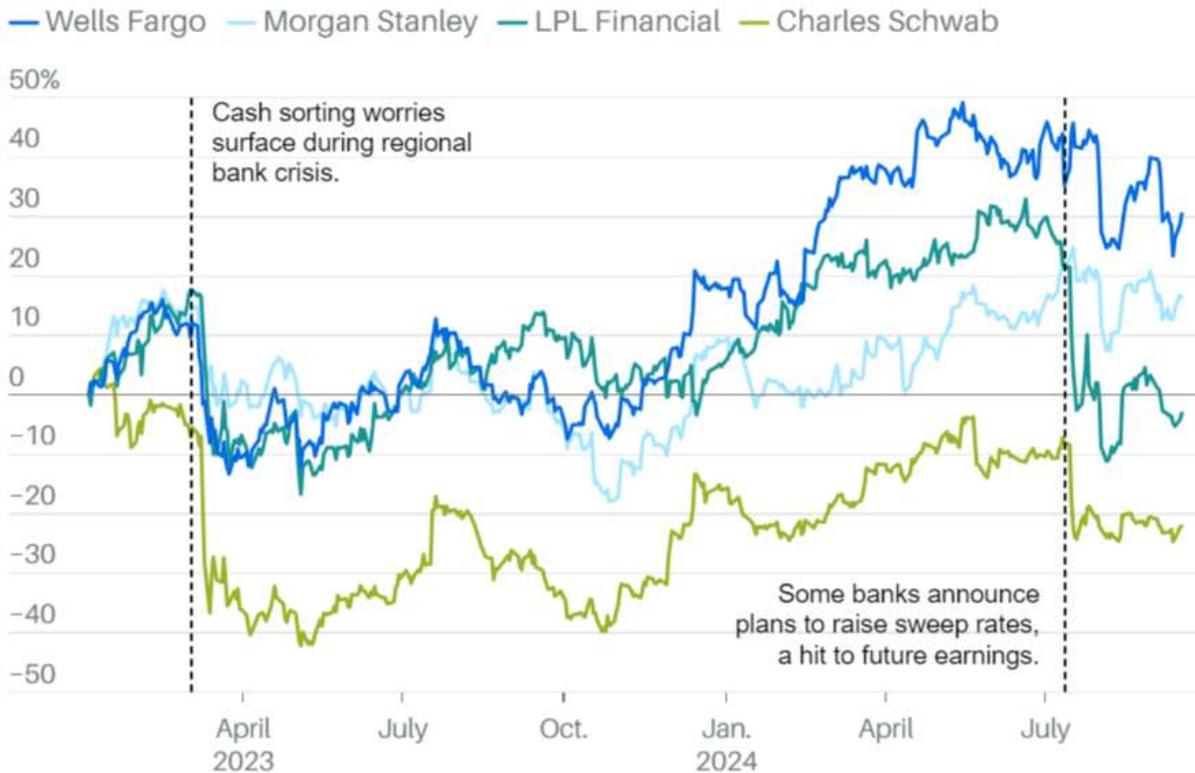
その結果、規制当局、そして企業も口座の種類によって異なった対応を取っている。SECが調査を行っているのは、ウェルズ・ファーゴとモルガン・スタンレーの投資顧問口座だ。両社とも投資顧問口座の金利を引き上げたが、証券口座はそのままだ。

一方、スイープ口座について訴訟を提起した投資家は、より高利回りの選択肢を基本的な選択肢として提供しないことにより、ウェルスマネジメント企業は両方の規制基準の下で顧客に対する義務に違反していると主張している。

6月にニューヨーク連邦地裁で提起された訴訟では、モルガン・スタンレーの顧客だった故人の遺産財団が、基本的な選択肢であるスイープ口座の残高に対してより高い金利が支払われなかったことはReg BI違反だと主張している。モルガン・スタンレー側は時効の援用や、適切な情報開示が行われたとする主張に加え、現金の銀行口座プログラムへの自動振替（スイープ）は投資の推奨には当たらないため、Reg BIの適用対象ではないと反論し、棄却を求めている。

Key Points Where Client Cash Woes Hit Brokerage Stocks

At least twice, the financial industry has seen broader market impact from news related to cash sweep policies.



Source: FactSet

スイープ口座を巡るウェルスマネジメント企業の多額の利益を標的にした訴訟もある。7月にウェルズ・ファーゴに対して受託者義務違反を理由に訴訟を提起した顧客は、「預金残高に対してわずかな金利しか受け取れない顧客を犠牲にして、莫大（ばくだい）な手数料をもたらしている」と主張している。

LPLファイナンシャルに対して訴訟を提起した投資家の1人は、LPLが「顧客がLPLに預けた現金が生む利息の大半を常にLPLが受け取り、顧客は他の銀行の貯蓄口座やMMFで運用した場合に得られる金利のごく一部しか受け取れない」ようにプログラムを設計したと主張している。LPLは訴訟に関するコメント要請に応じなかった。ウェルズ・ファーゴとモルガン・スタンレーはコメントを控えた。

シュワブに対しては、3人の投資家が受託者義務違反を理由に訴訟を提起している。シュワブ側は原告の主張に反論するとともに、長期の遊休資金についてはMMFを含む高利回りの選択肢を提供していると指摘している。例えば、9月10日現在、シュワブ・バリュー・アドバンテージ・マネー・ファンド <SWVXX>の利回りは5.13%と、スイープ口座の未投資残高の年間利回り0.45%よりはるかに高い。

どこに資金を保管すべきか

法廷での闘争は長期化が見込まれる。集団訴訟として認定されたものはない。一方、投資家は遊休資金が生む利息に注意を払う必要がある。低利のスイープ口座に必要以上の資金を寝かせておくべきではない。MMF、高利回り貯蓄口座、譲渡性預金（CD）、財務省短期証券（TB）は、現在いずれも魅力的な利回りを提供している。FRBの利下げに伴い利回りは低下するだろうが、スイープ口座の低金利は、当面の間はるかに上回るだろう。

投資家によっては、より高利回りのMMFを決済口座として使用することが可能な証券会社への乗り換えを検討しても良いだろう。インタラクティブ・ブローカーズ<IBKR>の「プロ」プラットフォームは、口座金額10万ドル以上の維持を条件に、1万ドル以上の現金残高に対して最大4.83%の利息が付く。

資産運用会社フィデリティ・インベストメンツは、証券口座か退職口座を保有する顧客にフィデリティ・ガバメント・マネーマーケット・ファンド<SPAXX>（9月10日現在、利回り4.94%）を基本的な選択肢として提供している。資産運用会社バンガードは、バンガード・フェデラル・マネーマーケット・ファンド<VMFXX>（9月10日現在、利回り5.21%）を基本的な選択肢として提供している。また、バンガードの貯蓄口座（年間利回り4.5%）も利用可能だ。

コストに敏感な投資家は経費率のわずかな違いにも注意を払う必要がある。長期では大きな違いになるからだ。フィデリティのSPAXXの経費率は0.42%、10万ドル投資した場合、年間420ドル、バンガードのVMFXXは経費率0.11%、10万ドル投資した場合、同110ドルだ。ファンド業界団体インベストメント・カンパニー・インスティテュートによれば、MMFの2023年の平均経費率は0.22%だった。

FRBが利下げを継続するのに伴い、MMF、CD、その他商品の利回りは今後1年にわたり低下するだろう。その結果、さまざまな種類の投資口座間の利回り格差も縮小し、業界が現在直面している問題も鎮静化する可能性がある。しかし、利回りギャップが完全に解消されることはない。資金の置き場所と利回りを知っておいて損はない。

By Andrew Welsch
(Source: Dow Jones)

3. アドビの株価は過小評価されている

[注目銘柄]

Adobe Stock Is an Unappreciated AI Play. It's Time to Buy.
AI応用ソフトウェアによる収益への貢献が本格化

第4四半期ガイダンスが問題視され、株価は下落

画像・電子文書ソフトウェア大手のアドビ<ADBE>の第3四半期決算には、人工知能（AI）の収益化が奏功して利益と売上高の両方が予想を大きく上回るなど、多くの好材料が含まれていた。ところが市場は、同時に発表された第4四半期ガイダンスが予想をやや下回ったことの方に注目した。中でも悪材料と見なされたのは、純新規年間経常収益ガイダンス（新規顧客による予想売上高と既存顧客による予想サブスクリプション収入増加額の年換算値）が前四半期比9%増の5億5000万ドルとされたことだ。例年、第4四半期の純新規年間経常収益は2桁のペースで成長してきており、この発表を受けて株



Adobe Firefly

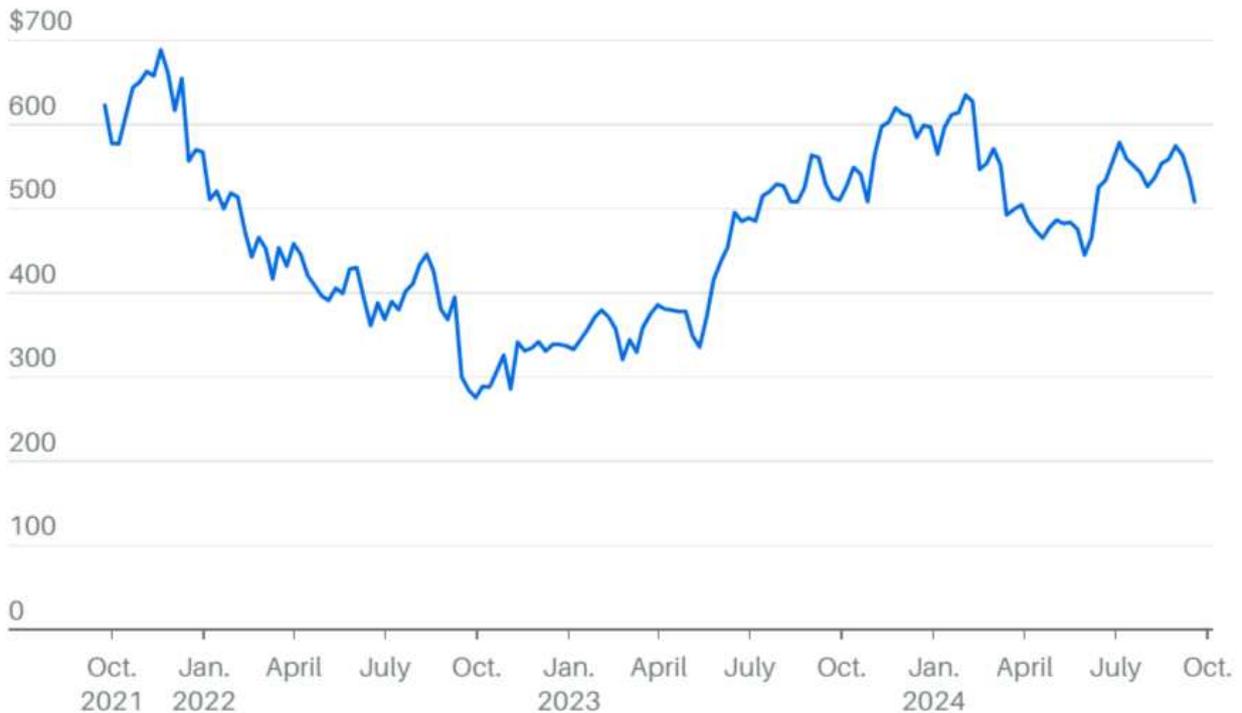
値は13%下落した。

こうした市場の反応は疑問だが、理解はできる。予想を下回るガイダンスは、他社のAI製品との競争とアドビの成長の大幅な鈍化を示す兆候かもしれないからだ。特にAIを応用した画像生成ソフトウェアの分野で、成長中の未上場企業キャンバの製品や、大規模言語モデルの開発とAIサービス運営を手掛けるオープンAIのSora（ソラ）などとの競争が激化している。こうした競合相手の製品が進化してアドビの成長を脅かし続ける可能性がある。

市場の懸念は行き過ぎ

Adobe

(ADBE / Nasdaq)



Source: FactSet

しかし、そうした見方の反証となる事実はいくつもある。一つは、アドビの経営陣は通常、保守的なガイダンスを示すため、アナリストの業績予想を抑制する傾向があることだ。実際、過去20四半期で売り上げ実績がコンセンサス予想を下回ったのは一度だけだった。また、通常なら第4四半期に成立していた幾つかの新規顧客との取引が第3四半期に前倒しされたこともガイダンスの足かせとなった。

みずほ証券のアナリスト、グレッグ・モスコウィッツ氏は顧客向けレポートで「売上高の計上タイム

ングの問題と経営陣の保守的な見通しが相まってガイダンスは市場予想を下回った」と指摘した。モスコウィッツ氏は目標株価を640ドル（9月18日終値に対する上値余地は26%）と評価している。

クリエイティブソフトウェア群へのAI搭載が収益に貢献

Key data

Headquarters	San Jose, Calif.
Recent Price	\$508.13
YTD Change	-14.8%
Market Value (billion)	\$225
2025E Sales (billion)	\$23.8
2025E Net Income (billion)	\$9.1
2025E EPS	\$20.54
2025E P/E	24.7

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

Source: Bloomberg

一方、アドビの事業はかつてなく好調に見える。クラウド型クリエイティブソフトウェア群であるCreative Cloud（クリエイティブ・クラウド）へのAI機能搭載に合わせて一部の製品の価格を引き上げたため、第3四半期の売上高は前年同期比10.6%増加した。こうした製品には、ユーザーからテキストによる指示を受け取ってアート作品を作成する生成AIツール、Firefly（ファイアフライ）が含まれる。他社との差別化のポイントは、権利が確保された既存の画像ストックを使用してAIモデルを学習させているため、法的リスクが小さいことだ。

アドビの製品に対する顧客の関心は高まり始めている。バンク・オブ・アメリカのブラッド・シルズ氏によると、アドビの顧客が第3四半期に作成した新規画像は30億点に上る。過去数四半期の平均は25億点弱だ。アドビはPhotoshop（フォトショップ）などの既存のクリエイティブソフトウェアにFireflyを組み合わせて、ユーザーが画像の一部をシームレスに追加または削除できるようにしている。

Fireflyは利益率の上昇にも貢献している。これは、AIを活用した製品を顧客に提供している他の企業ではなかなか見られないことだ。利益率の上昇を支えているのは価格決定力である。その背景には、新規顧客と既存顧客の両方がアドビの製品により高い料金を積極的に支払うことがある。第3四半期の営業利益率は前年同期比0.数%ポイント上昇して46.5%となった。マーケティングと研究開発への支出が続いているにもかかわらず、売上高の伸びが支出の伸びを上回ったことになる。今後も成長ストーリーは継続し、投資家を喜ばせるだろう。

バリュエーションは割安

だが、AIによる成長の可能性を踏まえると、株価は過小評価されているように見える。現在の12カ月予想株価収益率（PER）は25.5倍で、今年のピークだった34倍強および過去5年間平均の33倍を下回っており、上場投資信託のiシェアーズ・エクспанデッド・テック・ソフトウェア・セクターETF <IGM>構成銘柄の平均である33倍も下回っている。アドビが市場の懸念を払拭できれば、予想PERは過去の水準に戻るだろう。いずれにせよ、利益が伸びれば株価は上昇するはずだ。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

4. SHEINのIPOへの道は閉ざされたもよう

[フィーチャー]

Shein's Path to an IPO Looks Blocked. Who Else Gets Hurt.

米中関係の緊張を反映し、ブームも今は昔

SHEINのIPOは絶望的か



Jade Gao/AFP/Getty Images

衣料品電子商取引を手がける中国のSHEIN（シーイン）は、規模が大きく忠誠度が高い顧客基盤を米国に有している。加えてSHEINは、米国の投資家基盤も手に入れたと考えており、2023年終盤に米証券取引委員会（SEC）に対して新規株式公開（IPO）を内々に申請したと報道された。

とはいえ、株式公開へ向けた努力はまだ実を結んでいない。複数の議員がSECに対してIPOの阻止を要求しており、SHEINのサステナビリティへの取り組み、労働問題、出荷手続き、および

中国との関係に対する懸念を表明している。直近の打撃となったのは、バイデン政権が13日に、「中国で設立された電子商取引プラットフォーム」（具体的にはSHEINと、多国籍企業であるPDDホールディングス<PDD>傘下のTemu＝ティームー＝を指す）が享受している、800ドルという非課税基準額（デミニミス）の関税上の恩恵の抑制を目的とする新たな規則を発表したことだ。そのような企業は、低価格の荷物を米国へ大量に輸出することで、関税を免れている。

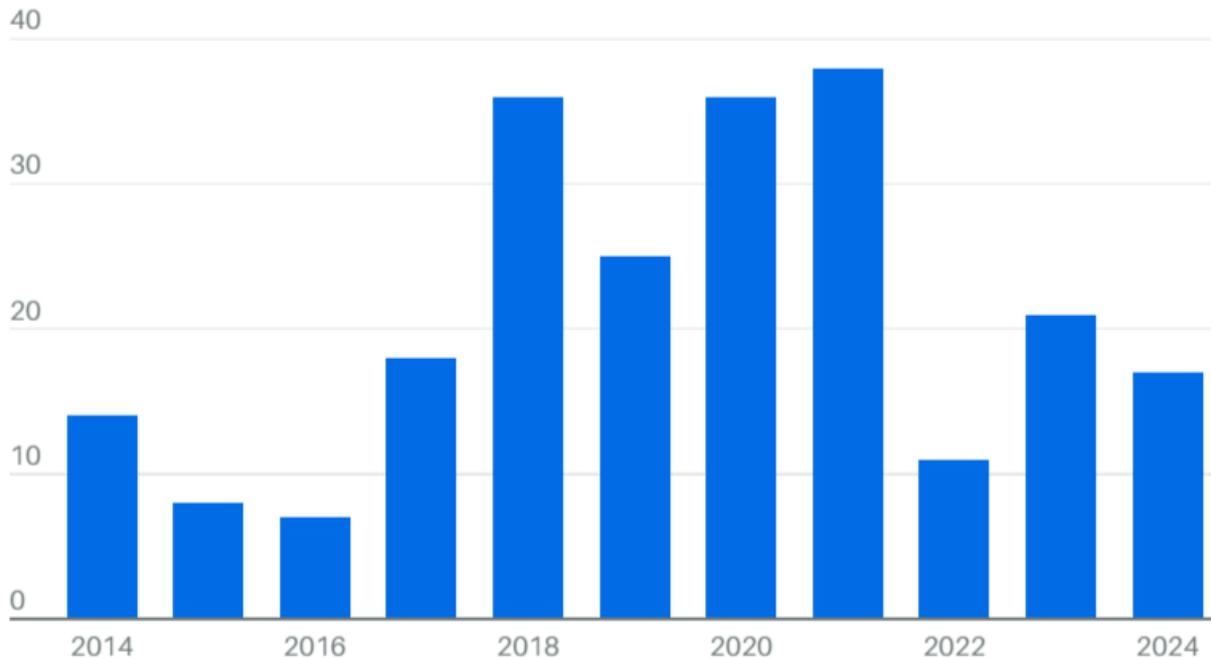
SHEINが米国で株式を公開できないことは、米中両国の高まる緊張下では取るに足らないことに見えるだろう。しかしそれは、中国と関係があって上場を望む企業に対して米国の証券取引所がもはや開かれていないというメッセージであり、米中関係を数十年にわたって安定させてきた金融上の結び付きをさらに弱めることになるだろう。

IPOの野望

Downdraft

Fewer China-based companies are coming public in the U.S. today than five years ago, reflecting heightened geopolitical tensions and new Chinese regulations.

Number of U.S. IPOs of China-related companies



Note: Data for 2024 is current as of September.

Source: Dealogic

SHEINは、多種多様な安価な衣料品などを、中国の工場から米国を中心とした消費者へ直接届けることで、世界的に有名になった。財務内容は公表されていないが、2023年の売上高は300億ドルを超えたと報じられている。

SHEINが成功したことで、過去3年間にわたって米国でのIPOの噂が広まった。その間にSHEINは、自社のイメージを向上させて中国起源という印象を弱めるため、中国に置くサプライチェーン（供給網）の大半を移転させることを除くあらゆる手段を講じてきた。2021年には本社を中国の南京からシンガポールに移転し、生産の一部をトルコやブラジルに移した。

SHEINはまた、サステナビリティの取り組みについても積極的に発言しており、自社の主張を展開するためにメディアや国会議員と関係を保ってきた。昨年には、連邦政府に対するロビー活動に200万ドル超を注ぎ込み、エグゼクティブ・チェアマンとして旧ベア・スターンズの役員だったドナルド・タン氏を雇った。タン氏は本誌による5月のインタビューで、SHEINを中国企業ではなく世界的な企業であると評した。タン氏は、IPOに関する報道を追認しなかったが、SHEINが上場を目指していると発言した。

SHEINの努力にもかかわらず、米国の議員は好印象を持たなかった。マルコ・ルビオ上院議員（共和党、フロリダ州）はSECのゲイリー・ゲンスラー委員長宛てに、SHEINに対して、中国共産党との潜

在的關係や、中国で事業を行うリスクについてさらなる開示を求めることを要請する書簡を送り、「SHEINは世界的な企業ではなく、中国を基盤とする企業」だと書いた。

SHEINはまた、議会公聴会、調査および法案において問題行動も取り上げられてきた。例えば2022年にブルームバーグが報道で、SHEINの製品の一部に、強制労働に関する懸念によって米国への輸入が禁止されている新疆ウイグル自治区産の綿が含まれていると指摘したのを受けて、ジェニファー・ウェクストン下院議員（民主党、バージニア州）は議会に対して、SHEINの労働慣行に関する監視を強めるように働きかけた。

SHEINは、強制労働に関しては「全く容認しない」方針であると述べたものの、未許可地域産の綿がサプライチェーンに混入したことを認めている。2023年には第三者による監査によって未許可の綿の割合が1.7%と判明し、監査を行った、製品や原材料の原産地証明を提供するオリティンは業界平均より低いと述べた。

証券関連の専門家は、SHEINが上場に必要の要件を満たしている限り、労働問題はSECがIPOを阻止する理由にはならないと言う。必要な要件には、現在進行中の調査、訴訟および潜在的な労働法違反などのすべての潜在的なリスクの開示が含まれている。

しかし、監査・会計企業で、米国の資本市場に対するアクセスを求めるアジア企業にサービスを提供しているマーカムアジアの共同会長であるドリュー・バーンスタイン氏は、SECはSHEINに対してさらなる詳細の開示を求めて同社を規制のはざまに数カ月も留め置くことや、上場が実現不可能に思えるほどに同社を規制上のプロセスに縛り付けることが可能だと語る。SHEINの広報担当者はコメントせず、SECの報道担当者は個別の申請者に関してコメントしないと述べた。

夏の初めには、SHEINがロンドン証券取引所への上場を模索しており、米国上場の期待が薄れたことを示唆する報道が浮上した。そのような方針転換は、複数のレベルで理にかなっている。ロンドン市場は、数年間にわたってIPOが低迷してきたため、著名企業のIPOを必要としている。また、英中関係は冷え込んでいるものの、米中ほどではない。ロンドン証券取引所の報道担当者は、コメントを差し控えた。

敵対的な政策



Jade Gao/AFP/Getty Images

ノートルダム大学のキーオ・スクール・オブ・グローバル・アフェアーズのメリー・ギャラガー学部長は、中国との経済的関与は数十年にわたって米国の外交政策の基礎となっており、中国との関係を安定化させて、同国の自由化を促すよう意図されてきたと語る。

この政策は、中国の軍事力と知的財産の侵害に関する懸念が高まる中で、近年変化してきた。2018年には、当時のトランプ大統領が中国製品に対して懲罰的な関税を課し、緊張は全面的な貿易戦争へとエスカレートした。バイデン大統領

領はトランプ前大統領が課した関税の一部を踏襲したほか、新たに鉄鋼や半の導体、電気自動車（EV）、リチウムイオン電池などへの関税を強化した。中国も関税で報復している。

中国に対する厳しい態度は超党派の支持を受けており、今年の大統領選でも目立って取り上げられている。トランプ前大統領は、中国からのすべての製品に対する60%の関税を主張している一方、カマラ・ハリス副大統領はさらなる関税に対する態度を公にしておらず、バイデン政権の戦略からの大幅な変更の可能性は低いもようだ。ハリス副大統領の側近は、ハリス氏が全面的な対立を避けつつ中国との競争に打ち勝ち、極東地域での同盟関係の強化に尽力すると訴える。

バイデン政権は、デミニミスという抜け道を閉ざすことで、SHEINやTemuに対して最も強い姿勢を取り、政府発表資料の中で、デミニミスによる出荷の指数関数的な増加は、米国の貿易関係法の施行と、違法薬物やその原材料の出荷阻止を一層困難にしていると述べている。

SHEINは、輸入における規制順守は最優先事項で、デミニミスの改革を歓迎すると述べている。キーバンク・キャピタル・マーケッツのアナリストであるブラッドレー・トーマス氏は、SHEINやTemuの消費者にとっての魅力が主にその低価格にあるとして、デミニミスが改革されれば両社の製品価格が上昇して、成長を損なう可能性があるとして、9月12日のレポートに記している。

SHEINは本誌宛ての電子メールで、自社の成功はデミニミスに基づいているのではなく、「独自のオンデマンドのビジネスモデル」に起因すると述べた。Temuも電子メールで、不要な中間業者を排除する効率的なビジネスモデルによって低価格を実現しており、成長はデミニミス政策に依存していないと述べた。

デミニミス改革法案は下院を通過しつつあり、中国との分断を望む議会の思惑と一致している。下院は中国の脅威に対抗するため、先々週だけで25の法案を通過させた。外交問題評議会のシニア・フェロー（中国研究）であるZongyuan Zoe Liu氏は、「米中関係がトランプ政権時代へ戻るのかといえ、私はそうなるとは考えない。誰が大統領になるかは重要ではない」と語る。

われわれは貴社を望んでいない

SHEINが米国でIPOを許可されないという事実は、企業固有の懸念と同じくらいに、こうした係争を反映している可能性が高い。SHEINが大統領選の前年にIPOを申請したことも助けにならない。アメリカン・エンタープライズ・インスティテュートのシニア・フェローのデレク・シザーズ氏は、「SHEINは自ら、明確な標的となっている」と言う。

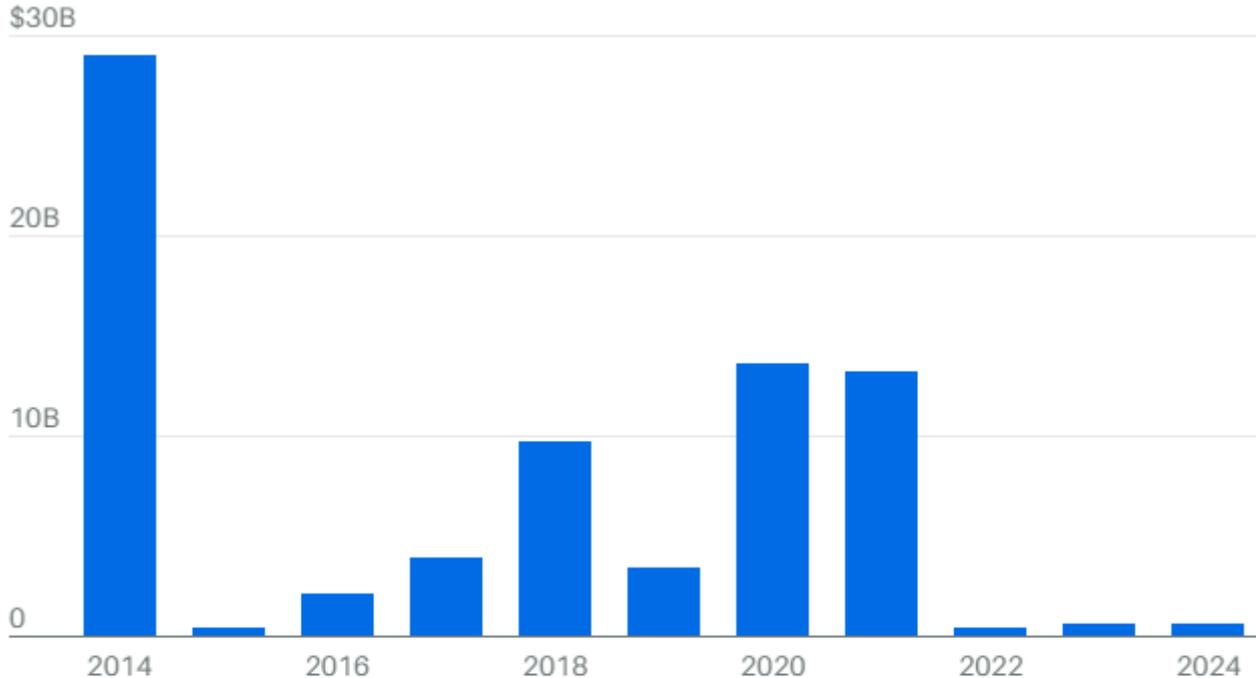
SHEINの後退は、IPOを望む他の中国企業にも萎縮効果をもたらす可能性がある。バーンスタイン氏は、「それは悪いシグナルを発することになるだろう。それはまるで、証券取引所に『貴社を望んでいない』と書いた看板を掲げるようなものだ」と語る。

2010年代と2020年代初期には、電子商取引大手のアリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）〈BABA〉、配車サービス企業のディディ・グローバル（滴滴出行）〈DIDI〉およびPDDなどが、ウォール街でも最もホットなIPOを実施した。しかし、2022年の中国企業の上場はほそぼそとした状態で、ディディは中国の規制機関がサイバーセキュリティに関する調査を開始した後で上場廃止を余儀なくされた。SECは2022年に、中国企業の新規上場を一時的に停止した。

The Price Isn't Right

China-based companies have raised relatively little money in recent years in U.S. IPOs compared with the boom years of 2020 and 2021. Alibaba's 2014 listing netted nearly \$30 billion.

U.S. IPO deal value for China-related companies



Note: Data for 2024 is current as of September.

Source: Dealogic

ディディの課題は、中国企業の上場が直面する問題は、必ずしも米国による反対とは限らないことを浮き彫りにしている。海外上場を目指す中国企業は昨年から、中国の規制当局の承認を得る必要があり、香港を含む海外上場のペースが鈍っている。

中国のEV会社であるジーカー・インテリジェント・テクノロジー・ホールディング<ZK>が5月に米国に上場したあと、環境が改善する可能性があると考えた投資家もいた。さらに、中国市場の国内外の動向を監視する中国証券監督管理委員会は、海外IPOの承認プロセスの迅速化を期待していると述べている。とはいえ、ディーロジックによると、今年9月10日時点の中国企業による米国への新規上場はわずか17社で、2021年のピークの38社から減少している。また、IPO総額は、2020年と2021年の130億ドル超から、2024年は7億400万ドルへ急減している。

一部の中国企業は大統領選が終わるのを待って状況を試そうとしているのかもしれない。しかし、SH EINがこれまでにIPOに成功していないことと、米中関係のますます不透明な見通しに鑑みると、中国企業は上場への他のルートを模索し始めた方が賢明かもしれない。

By Sabrina Escobar
(Source: Dow Jones)

5. 低ボラティリティーETFはポートフォリオを守るが、難点もある

[ファンド]

ETFs Shield a Portfolio. There's a Catch, Though.

活用を成功させるカギは、投資家のコミットメント

市場変動の影響を避けつつ株式投資を続けるなら、低ボラティリティーETF



Hannah Beier/Bloomberg

8月上旬、軟調な雇用統計の発表が景気後退懸念に火をつけ、テクノロジー企業が先導役となってS&P500指数が急落したことは、株式市場がいかに不安定であるかを投資家に知らしめた。市場全体は強気センチメントを伴ってすぐに回復したが、今秋の市場を不安定なものとする不確定要素は多い。米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げによる影響、ロシアと中東における戦争、米大統領選の行方など、火種になりそうなものは枚挙にいとまがない。実際、先週上昇するまでの間、9月の市場は月初から荒い値動きが続いていた。

市場の変動による影響を軽減しながら株式投資を目いっぱい続けるという、昔ながらの戦略に立ち返る投資家もいる。その戦略とは低ボラティリティーの上場投資信託（ETF）だ。ミニマム・ボラティリティーETFと呼ばれることもある低ボラティリティーETFは、学術研究を活用して変動の少ない銘柄を見つけ、最も変動の激しい銘柄を除外するという、いわゆるスマートベータ戦略を使って時価総額加重型指数を再調整する。低ボラティリティーETFは暴落時における損失をより少額にとどめることによって、より広い市場を対象とする指数をアウトパフォームするというのがその理論だ。

8月に相場が荒れた局面では、運用資産で最大クラスの低ボラティリティーETFが試練に耐えた。249億ドルのiシェアーズMSCI米国ミニマム・ボラティリティー・ファクターETF<USMV>、74億ドルのインベスコS&P500低ボラティリティーETF<SPLV>、13億ドルのフィデリティ低ボラティリティー・ファクターETF<FDLO>は、9月中旬現在、過去1か月と3か月両方の期間において、S&P500指数をアウトパフォームしている。ETFを中心とする米投資アドバイザー、ETFストアの創業者でフィナンシャルアドバイザーでもあるネイト・ジェレイシ氏は、顧客のためにこれらのETFを利用したことがあり、この戦略の目下の魅力を理解している。ジェレイシ氏は「今はまさに、選挙を控えて投資家はやや神経質になっている。FRBは金利をどうするのか、バリュエーションの高まりはどうなのか、不透明感もある」と語り、「投資家はこの短期的なアウトパフォーマンスを目の当たりにして、サイレンが鳴っているかのような気持ちだろう」と述べている。

難点は相場上昇時にパフォーマンスが劣ること

ジェレイシ氏は低ボラティリティーETFの問題点として、相場の急上昇局面でパフォーマンスが劣りがちとなるため、投資家は相場回復時にこれらのETFを保有し続けるのが難しくなることを挙げている。これらのETFは、どちらかの方向に大きく振れることを避け、長期にわたってよりスムーズなパフォーマンスを発揮するように設計されており、上昇時にパフォーマンスが劣ることは欠点ではなく特徴である。リスク調整後リターンよりもトータルリターンを重視する投資家にとって、利益獲得

Give and Take

How low-volatility ETFs have fared.

ETF / Ticker	1-Year Return	5-Year Return	10-Year Return	AUM (billions)	Expense Ratio
iShares MSCI USA Min Vol Factor / USMV	24.3%	9.4%	11.3%	\$24.8	0.15%
Invesco S&P 500 Low Volatility / SPLV	19.2	7.0	10.0	7.4	0.25
Fidelity Low Volatility Factor / FDLO	22.2	12.1	N/A	1.3	0.15
SPDR S&P 500 Trust / SPY	28.0	15.1	12.9	556.0	0.10

Note: Returns through Sept. 13; five- and 10-year returns are annualized. N/A=not applicable

Sources: Morningstar, company reports

の機会を無駄にすることは我慢しがたいだろう。それでもジェレイシィ氏らは、投資家がたまにパフォーマンスが低下することを許容できるなら、これらのETFは使いやすいリスク管理ツールになり得ると述べている。低ボラティリティーETFは一般的に、高騰するハイテク銘柄をアンダーウエートし、公益事業や金融サービスなどのセクターを選好する。米調査会社CFRAリサーチのETFデータ・分析責任者であるアニケット・ウラル氏は、選好の度合いはわずかでも、ここ数年のハイテク偏重、狭い投資対象、グロース銘柄志向の環境では、アンダーパフォーマンスは当然だと語っている。

低ボラティリティーETFの使い方

低ボラティリティーETFの年率リターンはトータルリターン基準ではS&P500指数を下回る。過去10年間、ブラックロックのファンドは1.6%ポイント劣後し、インベスコのファンドは2.9%ポイントの差をつけられている。フィデリティのファンドは過去5年で、3%ポイントアンダーパフォーマンスしている。それでも、S&P500指数が18.2%下落した2022年のような逆風下の市場においては、3本のファンドの損失は市場全体の半分程度に収まっていた。

ウラル氏は、「相場が下落する時には、これらのファンドはS&P500指数をアウトパフォーマンスする。だから、これらのファンドのパフォーマンスが良くないというのは正しくない。うまく行かない市場環境もあるということだ」と語る。

ウラル氏は、「過去数年、相場が極めて強く、リスク管理型の戦略には不向きだった。ファンドの設計上、相場づきが悪かったり、あるいはボラティリティーが上昇した時に力を発揮するようにできている。以前の環境と比べて、今こそこうしたファンド向きの環境が到来しているのではないかと付け加える。

ブラックロックの米国ファクター責任者でETF共同責任者のボブ・ハム氏は、「この戦略はリスクを

一番に念頭において開発したものだ」と話す。ミニマム・ボラティリティーETFがボラティルな市場でどう反応するかを知りたいければ、投資家はアップサイド/ダウンサイド・キャプチャー・レシオを見てみるとよい。指数と比較して、上げ相場、下げ相場におけるファンドのパフォーマンスを測る指標だ。

低ボラティリティーファンドを購入する際、投資家は取っているリスクを理解しておく必要があるだろう。ブラックロックのファンドは、ベンチマークに対してセクターのオーバーウエートを限定しつつ、個別株のボラティリティーと他の保有株との関係性を見ている。インベスコのファンドは、生活必需品や公益等のディフェンシブ・セクターに大きく比重を傾けており、現在、ファンドの28%がディフェンシブ・セクターに配分されている。フィデリティのファンドは、他の2本のファンドに比べてITセクターへのエクスポージャーが大きい、S&P500指数に比べるとアンダーウエートしている。言うまでもなく、これらの配分比率はパフォーマンスに影響する。

成功のカギは投資スタンス

セブンズ・レポート・リサーチの創業者トム・エッセイ氏は、これらのETFは設計上、臆病で保守的な投資家が株式から逃げ出すのを抑制し、市場全体が調整した時に資金を投入するようにできている、と語る。エッセイ氏は、向こう数カ月、市場が不安定になるのが心配であれば、投資家は短期的にリスクを削減するために利用することもできるし、全体のリスクを引き下げつつフルインベストを維持するために、コアのポートフォリオの一部を割り当てるというやり方もあると説明する。

エッセイ氏は、「55歳の方が、株式を常にロングしておきたいが、米半導体大手のエヌビディア<NVDA>やマイクロソフト<MSFT>、アップル<AAPL>、動画配信大手のネットフリックス<NFLX>、電気自動車（EV）大手のテスラ<TSLA>のパフォーマンスに左右されたくないのであれば、これらのETFは理にかなうのではないかと語る。

低ボラティリティーETFは10数年前にリスク管理手段として登場したが、今ではその種類も増えており、オプションを活用してダウンサイドリスクを低減するバッファETFやカバードコール戦略を活用するETFもある。こうしたETFのように流行を追いかける魅力はないものの、ウラル氏、ジェレイシィ氏、エッセイ氏は、低コストで、理解しやすいリスク管理に適したオプションを求める投資家は、低ボラティリティーETFを見過ごすべきでない、と口をそろえる。さらに、低ボラティリティーETFでは配当が再投資されるが、オプションベースのETFはたいてい配当でオプション戦略の費用を賄っているのだ。

ジェレイシィ氏は、重要なのはコミットメントだと語る。「低ボラティリティーETFを活用する投資家が成功するか否かは、結局はその取り組み方にかかっている。それこそがここでは重要な要素だ」と強調する。

By Debbie Carlson
(Source: Dow Jones)

6. 過小評価続くアップル株

[コラム]

Apple Is the World's Most Valuable Stock. It's Still Underestimated.

投資家にとってはチャンス

過小評価されがちな新型iPhoneの発売効果



Michael M. Santiago/Getty Images

先週のハイライトは米連邦準備制度理事会（FRB）による0.5%の利下げだったが、アップル<AAPL>も特別賞に値する。20日に新型スマートフォンのiPhone（アイフォーン）16が発売された。アップル愛好家にとっては喜ばしい瞬間だが、投資家にとってはやや複雑だ。

ダウ・ジョーンズ・マーケット・データ・チームは、iPhone発売前後のアップルの株価を毎回追跡しており、17年間に及ぶ十分なサンプルが集まっている。新型iPhoneの発売が発表された日に、アップルの株価は平均で0.1%下落している。

それから1~2週間後の発売日にはさらに0.1%下落している。発売後の1週間では、アップル株は市場平均をわずかにアンダーパフォームしている。デイトレーダーはiPhoneの発売に合わせて空売りできるが、それ以外の投資家は長期にわたって買い持ちすべきだ。

iPhoneの発売から6カ月後にアップルの株価は平均11.7%のリターンを上げており、S&P500指数を8%ポイント上回っている。過去10年間でアップルの年率平均リターンは26%に達し、S&P500指数を15%ポイントも上回っている。

これらのデータは、筆者の長年の観察を裏付けるものだ。ウォール街は新しいiPhoneを過小評価する傾向があるが、その後、消費者が依然としてiPhoneが大好きである現実を追いつこうとする。株式市場で最も大きな企業が、最も過小評価されている企業の一つであることは不思議なことだ。

筆者が定期的に目を通すあるテクノロジー関連のニュースレターでは先週、アップルの「魅力に欠けるハードウェアの革新」が嘆かれていた。具体的には、睡眠時無呼吸症候群を検知する新しいApple Watch（アップルウォッチ）や、補聴器として機能するAirPods（エアポッズ）の退屈さが指摘されていた。しかし、筆者の考えでは、数百万人に影響を与える問題を既存の製品よりもはるかに低コストで解決することこそイノベーションの定義だ。

確かに、アップルに対しては懐古的な感情が強いことは認める。愛好家や投資家は、スティーブ・ジョブズ氏が全く新しいデバイスを発表していた時代を懐かしんでいる。ジョブズ氏が2007年1月に最初のiPhoneを発表した日に、アップルの株価は8%も上昇した。しかし、現在のようなスマホ、ウォッチ、ヘッドフォンの漸進的なアップデートでは同じ熱狂は生まれえない。それでも、アップルは長期的な戦略を取り、少しずつ改善を積み重ねる術を心得ている。

■ アップルはiPhoneに依存していない

消費者は新しいiPhoneを毎回必ず買うべきだとは言わない。2~4年待っても構わない。その間に、アップルはAirPodsやApple Watch、Mac（マック）や、その他関連サービスを販売する。アップル全体の売上高に占めるiPhoneの比率は、過去10年で66%から52%に低下した。つまり、アップルのビジネスと株価は、もはやiPhoneの驚異的な売りに依存していないのだ。

先週、筆者は新しいMac用の基本ソフト（OS）であるmacOSセコイアをダウンロードした。このソフトウェアは画期的とは言えないが、MacとiPhoneが完全に統合される未来をのぞき見ることができる。新しいiPhoneミラーリング機能では、iPhoneのアプリケーションがMacの画面に表示される。電話のアイコンをクリックすると、iPhoneがMacの画面にポップアップ表示され、そこからすべての操作が簡単にできる。

今のところ、これは主に筆者が電話を手にとらずに済むための言い訳にすぎないが、将来的にはiPhoneの個々のアプリケーションをMacで実行し、ファイルや写真、ビデオクリップを両者間で簡単に移動できるようになるだろう。これにより、両デバイスの売れ行きが伸びる可能性があり、筆者は将来のmacOSのリリースでこうしたことを期待している。

投資家が最新のiPhoneを気にする一方で、アップルの人工知能（AI）分野での競争力を懸念する向きもある。これは新しい懸念ではない。筆者は4月19日付コラムで、「投資家はアップルとAIについてほとんど諦めているが、それは大きな見落としだ」と書いた。新しいiPhoneと同様に、筆者は投資家に長期的な視点で見よう提案した。

結果的にその日がアップル株の足元の底値となり、それ以来、投資家はアップルのAIに対する真剣さを徐々に認め始めた。6月にAIツール「アップルインテリジェンス」の搭載計画が発表され、株価は新たな上昇局面に入った。自分の手柄と言いたくはないが筆者のコラムが掲載されて以来、アップルの株価は39%上げ、市場平均の2倍以上の上昇率となっている。アップルは時価総額で世界最大の企業としての地位を再び取り戻した。

現在、アップルに関するセンチメントは再度変化した。iPhone 16が小さな機能更新の寄せ集めだからというだけではない。市場関係者はアップルのAIを再び懸念している。アップルインテリジェンスの提供開始は10月に延期され、より重要な機能の一部は来年まで待たなければならない。

アップルのAI要約や絵文字は画期的ではないかもしれないし、オープンAI、アルファベット<GOOGL>、マイクロソフト<MSFT>の取り組みの方がさらに進化しているかもしれない。それでも、アップルは単にAIを開発しているのではなく、市場で最も愛されているスマホ向けのAIを開発しているのだ。そして、最高のラップトップやスマートウォッチ、唯一買う価値のあるタブレット端末のためでもある。アップルが少しずつ改善を加えるたびに、すべてのデバイスが少しずつ改良されていく。

最高値圏にあるアップル株

マイナスのセンチメントがアップルの株価にどのような影響を与えるのかを予測するのは難しい。何と言っても、株価は過去最高値圏にある。来年の予想株価収益率（PER）は31倍と、依然として割高だ。しかし、株価が過去最高圏にあってもそれがアップル株の上昇の妨げとなることはなかった。もしアップルの今後の業績が市場予想を上回れば、PERも下がるだろう。

現時点でアナリストの評価は比較的弱気で、iPhoneのアップグレードが進むにつれて株価には上値余地がある。アップルをカバーしているアナリストの30%超が投資判断を「ホールド」または「売り」としており、マグニフィセント・セブンの中で電気自動車（EV）大手のテスラ<TSLA>を除いて最も評価が低い。マイクロソフトやアマゾン・ドット・コム<AMZN>に対し、同様の慎重な見方を示すアナリストはわずか5%しかいない。

アップルは過小評価されることに慣れている。それは投資家にとって常にチャンスなのだ。

By Alex Eule
(Source: Dow Jones)

7. 利下げを機に新たな銘柄群が上昇か

The Rate Cuts Could Lift New Stocks. Which Ones.

小型株や銀行株に注目

[米国株式市場]

大幅利下げで最高値更新



Michael Nagle/Bloomberg

9月18日に米連邦準備制度理事会（FRB）がついに利下げを決定した後、投資家は獲物を捕らえた猟犬が目標を失ったかのようなようだった。さて、これからどうすればよいのだろうか。

当初、状況は不透明だった。18日の市場は利下げが伝わった後に下落した。しかし19日には再び猟犬が獲物を追いかけるように上昇が始まり、買い手や物色対象ははっきりしなかったものの、S&P500指数とダウ工業株30種平均（NYダウ）は史上最高値を更新した。先週の主要株価指数は、S&P500指数が1.4%高の5702.55、N

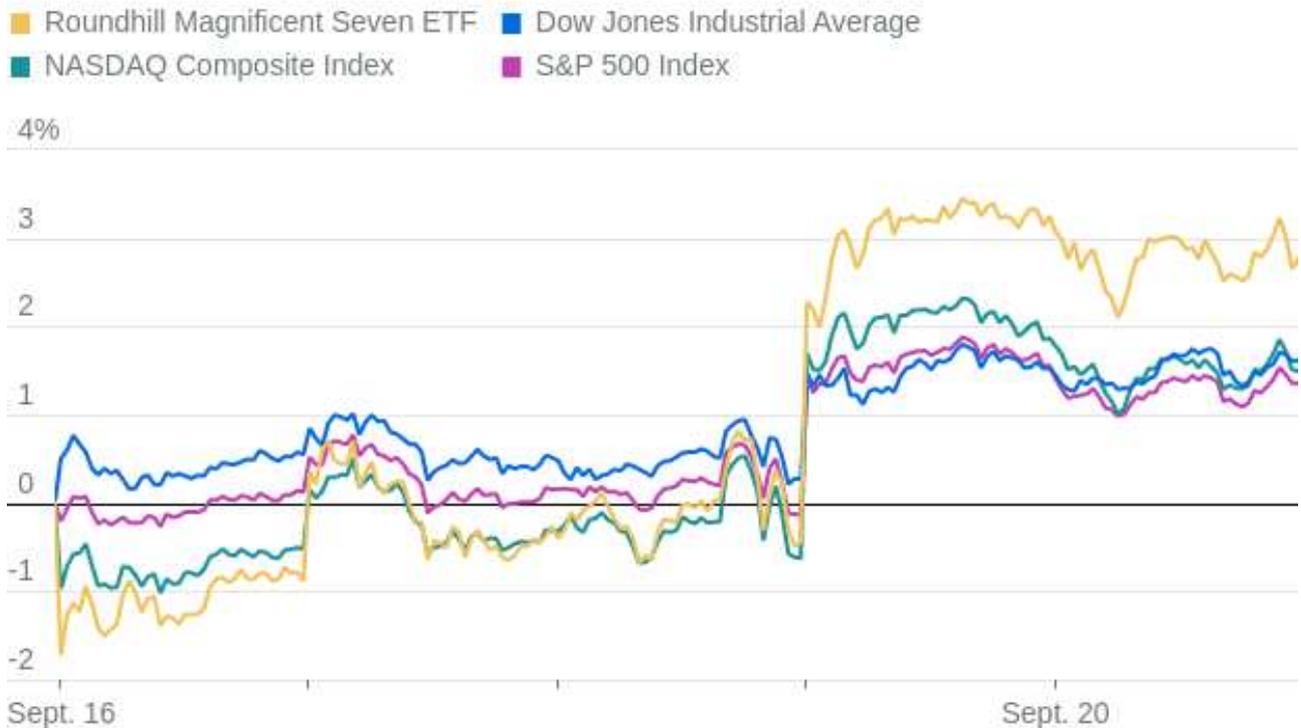
Yダウが1.6%高の4万2063ドル36セント、ナスダック総合指数が1.5%高の1万7948.32となった。小型株のラッセル2000指数は2.1%上昇して2227.89で週末を迎えた。

投資家は、FRBが景気拡大と同時に（相反する動きをするはずの）金利とインフレ率を低下させるといふ、債券と株式の両方にとって最高のシナリオを打ち出したと確信しているようだ。歴史的に見ても、これは株式にとって絶好のシナリオだ。声明発表後の記者会見でFRBのパウエル議長は、こうした結果に自信を持っているようだった。FRBが0.5%という「大幅」利下げを選んだとしても、景気後

退を予測しているわけではなかった。ただ「後れを取らないようにしている」だけということで、「景気の後退や下降の可能性が高まっていることを示唆するものは何も見当たらない」と述べた。

ハイテク株物色の行方

Market Snapshot



ジョーンズ・トレーディングのチーフ・マーケット・ストラテジストであるマイク・オルーク氏は、今回の大幅な利下げは、FRBが景気の維持に「全力投球」していることを意味すると書いた。そしてこの認識は、手控えていた投資家を積極的にさせるようだ。短期的には利下げ前に好んでいたのと同じ銘柄、つまりハイテク株、特にマグニフィセント・セブンに投資することになりそうだ。これらの銘柄を買うことは、市場で最も高騰している銘柄に対する「流動性の高いエクスポージャー」を得る点で、最も簡単な方法だとオルーク氏は指摘する。

一部のストラテジストは、ハイテク銘柄が引き続き市場のけん引役になることに賭けている。直近の上昇にもかかわらず、ナスダック総合指数は主要株価指数の中で唯一、最高値を更新していない。経済全体が減速する中、投資家は成長余地がまだある企業を探すだろう。その結果、投資家たちは再びなじみのある人気銘柄に目を向けるかもしれない。

「直近のハイテク株は少々売られ過ぎだ」と、トゥルーイスト・インベストメント・サービスのチーフ・マーケット・ストラテジストであるキース・ラーナー氏は言う。「経済が冷え込んでも、ハイテク銘柄の業績が市場全体よりもまだ好調であれば、いずれ資金は戻ってくると思う。強気相場はまだ続いており、強気相場には必ずテーマがある。人工知能（AI）は依然としてテーマであり、そのテーマが終わったとは考えていない」と指摘する。

ハイテク株以外に注目

しかしオルーク氏は、利下げによる最大の恩恵は他のセクターにもたらされると予想している。来月から始まる決算発表の状況によっては、ハイテク株が上昇する可能性はまだあるものの、小型株や銀行株などの出遅れ銘柄へのシフトを強く勧める見方もある。オルーク氏は「米国の銀行がバランスシートに抱えている5000億ドルの投資有価証券の含み損は、新たな緩和サイクルから恩恵を受ける最たるものの一つだ。主な小型株指数も2021年の高値を回復していない」と書いている。

オルーク氏は、バリュー株の上昇が成長株を再び上回り始め、エネルギー株も上昇する可能性があるともっており、こうした物色対象のシフトはS&P500イコール・ウェイト指数の追い風となるという。これらの銘柄にはマグニフィセント・セブン以上の上昇余地がありそうで、そうであれば投資家は、残りの493銘柄を追いかけ始めることになる。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

8. アクティブ運用を苦しめる「狭い市場」

[フィーチャー]

The Mag 7 Is Torturing Money Managers. There's No End in Sight.

裾野の狭さはM7に始まったことではない

2024年前半の米株市場、裾野は広がらず



Illustration by Alexander Glandien

今回は違うはずだった。優秀なアクティブ運用のマネジャーが銘柄選別の力を発揮して、インデックス投資に後れを取らない、今回はそんな市場になるはずだった。しかし、アクティブ運用は依然としてアンダーパフォームとなっている。

効率的市場仮説を支持する人々は「多くのマネジャーが市場を上回ることができないのは当然だ」と言うだろう。また、見過ごされがちなもう一つの構造的な問題が今日のアクティブ運用のマネジャーを悩ませている。それは株価が上

昇する銘柄が少ない「狭い市場」が続いているということだ。この狭い市場とは、アップル<AAPL>、マイクロソフト<MSFT>、アルファベット<GOOGL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、米半導体大手のエヌビディア<NVDA>、メタ<META>（旧フェイスブック）、そして電気自動車（EV）大手のテスラ<TSLA>というマグニフィセント・セブン（M7）と呼ばれる限られた銘柄が市場の上昇の大半を占める状態のことだ。従って、十分に分散されたポートフォリオを構築する多くのマネジャー（それが彼らの仕事なのだが）は必然的に市場をアンダーパフォームすることになる。なぜなら、M7以外の銘柄が全体のパフォーマンスを引き下げるからだ。

モーニングスターによると、2024年の前半に、時価総額加重平均のS&P500指数をベンチマークとするアクティブ運用のミューチュアルファンドと上場投資信託（ETF）のうち、ベンチマークをアウトパ

フォームしたのは18.2%にとどまった。これは2023年通年の19.8%を下回っている。過去10年間の平均では、27.1%しかアウトパフォーマンスしていない。

今年前半は、M7がS&P500指数全体のリターンの約60%を占め、アクティブ運用のマネジャーにとっては特に厳しかった。M7は、2023年にS&P500指数の上昇の半分以上を占めたことで、現在ではS&P500指数の総時価総額の約30%を占めるに至っている。ニューヨーク・マガジンはこれを「米株式市場の歴史上、最も数少ない企業への資本の集中」と呼んでいる。

もし集中型のポートフォリオを構築し、M7すべてを組み入れていたなら高いリターンを得られただろう。しかし、多くのマネジャーは分散型のポートフォリオを構築しており、1銘柄が通常、ポートフォリオの5%超を占めることはない。そのため、M7を上限の5%ずつ組み入れたとしても、それはポートフォリオの35%を占めるにすぎない。残りの65%は、それほど優れたパフォーマンスを示さない銘柄で構成されるため、全体のリターンが引き下げられることになる。

M7以前にも狭い市場が存在した

「しかし、それは2024年の前半の話だろう。M7の株価はその後、少し下落した。通常の市場ではマネジャーがうまくやれる可能性が高いはずだ」と思うかもしれない。しかし、実は「通常の市場」もかなり頻繁に、「狭い市場」になることが分かっている。M7の前にFAANG（フェイスブック、アマゾン・ドット・コム、アップル、動画配信のネットフリックス<NFLX>、グーグル）という銘柄群の呼称があったことを思い出してほしい。2017年に、この5銘柄の平均リターンはほぼ50%で、S&P500指数の21.8%を大幅にアウトパフォーマンスした。FAANGは時価総額ではS&P500指数の10%超、市場全体のリターンでは約20%を占めた。2020年にはFAANGはS&P500指数の時価総額の20%に達し、歴史上最も集中した状態になった。

M7やFAANGの前には、1990年代後半に狭い市場があった。「フォー・ホースメン」として知られたマイクロソフト、ネットワーク機器大手のシスコシステムズ<CSCO>、ソフトウェア大手のオラクル<ORCL>、半導体大手のインテル<INTC>が、1990年代後半のテクノロジー・ブームで市場を牽引した。1999年には、この4社とパソコン大手のデル・テクノロジーズ<DELL>でS&P500指数の時価総額の増加分の約42%を占めた。半世紀前にさかのぼれば、数千銘柄が上場していたが、その中でも「ニフティ・フィフティ」と呼ばれたシアーズ、イーストマン・コダック、ポラロイドといった少数の銘柄が、平均を大きく超えるリターンを生み出した。

どう見てもアクティブ投資は難しい

狭い市場は新しくもなく一時的でもなく、特別でもないことが明らかになっている。アリゾナ州立大学のヘンドリック・ベッセンバインダー教授は、1926年以降90年間にわたり、ニューヨーク証券取引所、アメリカン証券取引所、ナスダック証券取引所で取引されたすべての米普通株のこれまでのリターンを分析した。その結果、わずか86銘柄が、90年間の株式市場における富の半分を創出したことが判明した。一方で、投資家にリターンをもたらしたのは全銘柄の半数もなく、全期間を通じてリスクフリー資産である米国債を上回るリターンを出したのは42%の銘柄にすぎなかった。そして、数千ある銘柄のうち、わずか4%未満の銘柄によって市場のほぼすべての利益が生み出されたのだ。

狭い市場がどの時代にも存在していることは、80~100銘柄で構成される典型的な機関投資家向けのポ

ートフォリオを構築することが、リターンを高めるのではなく、低下させる可能性があることを示唆する。しかし、多くのマネジャーは、数十の銘柄を含む広範な分散型ポートフォリオを提示する必要があることを理解している。というのも、「集中型ポートフォリオ」は特殊な商品で、多くの投資家からはリスクが高過ぎるとみられているからである。

一部のアクティブ運用のマネジャーは、クローゼット・インデックス・ファンドを運用しており、その評判は良くない。これは、（一見アクティブファンドを装いながら実際は）S&P500指数に類似するポートフォリオを構築することで、ベンチマークから大きく外れない結果を保証するものだ。しかし、狭い市場に対応したクローゼット・インデックス・ファンドのポートフォリオはどうやれば構築できるのだろうか。例えば、25銘柄で構成された集中型ポートフォリオを提供し、その中にM7やその時に市場を左右する大型株のグループを組み入れれば、うまくいくかもしれない。しかし、それは大きな市場リスクを伴うと同時に、（虚偽の）マーケティングで訴えられるリスクも大きい。要するに、市場が狭い限りアクティブ投資は難しいということだ。

筆者は、ニューヨーク在住の金融ライター兼コンサルタント

By Harvey D. Shapiro
(Source: Dow Jones)

9. 株式市場のリターンは今後中程度に

[投資戦略]

The Stock Market Is Priced for Middling Returns From Here On.

利下げ後の歴史を振り返り、備えよう

利下げによる景気刺激効果



dreamstime

景気刺激効果に備えるべきだ。米連邦準備制度理事会（FRB）は景気を刺激するため、4年ぶりに金利を引き下げたばかりだ。既に都心近郊の価格が7桁の高層住宅を買い求める若い世帯は、6.1%の利率で融資を受けられるようになっている。1カ月前は6.5%だった。住宅危機は解決した。金利の低下は企業利益を押し上げ、債券の魅力を相対的に低下させるため、次は株式市場が急上昇するはずだ。

しかし、ここに来てJPモルガンは、投資家はあまりに長期間にわたっていい思いをしてきたた

め、今後10年間のリターンは全く、もしくはあまり面白みのないものになるだろうと述べている。そして、ビーオブエー・セキュリティーズは人工知能（AI）の上昇ムードに水を差している。同社は、AI関連の上場投資信託（ETF）の利益成長率予測は、去年の18%から最近では5%に急落していると指摘する。これは、株式市場の予想利益成長率よりも低い。

FRBは9月18日、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を0.5%引き下げ、4.75～5.0%のレンジとした。これは、貯蓄者の短期金利や企業の支払利息に直接的にかなり影響する一方、住宅ローンやク

クレジットカードの金利、長期債の利回りには緩やかな影響を与える。1954年までさかのぼると、実効FR金利の平均は4.6%だ。

FRBは2008～2009年の世界金融危機後、10年近く金利をゼロ近辺に維持し、その後2%超に引き上げたが、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）時にはゼロに戻した。景気刺激策による現金給付、消費者需要の回復、サプライチェーン（供給網）の混乱が重なり、インフレ率が2桁台に達した時、FRBは需要を冷やすために金利を直近のピークまで急速に引き上げた。

金利上昇は株価を下落させる可能性もあったが、人工知能（AI）関連の半導体需要の急増で375%上昇した半導体大手エヌビディア<NVDA>が牽引し、S&P500指数は約2年半で35%のリターンを上げた。（S&P500指数の構成銘柄で、もう一つのAI関連企業であるサーバーメーカーのスーパー・マイクロ・コンピューター<SMCI>は、最近の暴落にもかかわらず、同じ期間に937%上昇したが、S&P500指数に組み入れられたのは今年に入ってからだ）。

■ 利下げ後も株価上昇を期待するな

0.5%の大幅利下げの論拠は、インフレ率が8月までの過去1年で2.5%まで低下し、雇用の伸びも鈍化していることだ。FRBが担う二つの任務は、物価の安定と雇用の最大化だ。そして当面はインフレよりも雇用に注意を払う必要があるというのが考え方だ。しかし、金利が上昇しても株価に悪影響がなかったように、金利が低下しても株価が最高値を更新するとは思わない方がいい。

その理由の一つは、利下げサイクルの初回が株価に与える影響は、経済がソフトランディング（軟着陸）に向かうかハードランディング（急激な失速）に向かうかによって大きく異なるからだ。ビーオペー・セキュリティーズによれば、過去にハードランディングしたケースでは、最初の利下げ後3か月で株価は平均6%下落した。現在、ハードランディングの兆候はほとんど見られないが、クレジットカードや自動車ローンの延滞が増加し、民間部門の雇用者数は軟化しているようだ。

株式にとってより大きな障害は、株価が既に割高になっていることだ。直近のS&P500指数は営業利益の23.7倍で取引されており、過去35年間の平均の19倍を上回っている。つまり株価は、金利がゼロに近かった頃よりも割高になっているのだ。短期的には、株式市場のバリュエーションは株価変動の予測材料にはならないが、長期的には、研究者が発見したようにリターンの信頼できる指標となる。JPモルガンの予測モデルでは、S&P500指数の現在のプラスサイズ相場は今後10年間の平均リターンが5.7%になることを示唆しているという。第二次世界大戦以降の11%と比較すると、その差は歴然だ。

■ 二つの対処法

どうすべきか。提案が二つある。すなわち何もしないか、それとも何かするかだ。筆者は何もしない方が良く考えている。過去のコラムでは、筆者の哲学である「金融ヌーディズム」（投資家が成功するために必要なものはそう多くはないという意味）について述べた。ポートフォリオを必要最低限までそぎ落とし、質の高い株式と債券に連動する手数料の低いインデックス・ファンドだけで十分で、そして可能な限り長期間で、可能な限り何もしないことだ。景気後退のタイミングを計ることは不可能だ。景気後退から抜け出すことを待つのも不可能だ。JPモルガンによるさらに長期のリターン予想では、20年間の平均で年8.1%が見込まれており、いずれは晴れの日が訪れることを示唆している。

ビーオブエー・セキュリティーズは、より戦術的な投資家には、公益事業や不動産投資信託（REIT）のようなディフェンシブで高配当のセクターや、ペーサー米国キャッシュ・カウ100ETF<COWZ>のようなフリーキャッシュフローの多い銘柄をオーバーウエートすることを勧めている。債券では、シンプルな長期国債とともに、明らかに複雑だがトリプルA格のローン担保証券（CLO）に投資するジャンナス・ヘンダーソンAAA CLO ETF<JAAA>を推奨する。ビーオブエー・セキュリティーズはまた、株式の失われた数十年を知っている市場のオーバーウエートを推奨している。それは日本だ。

ここにワイルドカードがある。米国企業の利益率は過去30年間でほぼ倍増した。グローバル化によって企業は安価な労働市場へのアクセスを拡大した。雇用を誘致・維持しようと、各国は税率を引き下げた。米国の法人実効税率は1980年代半ばの約35%から15%未満に低下した。産業の集中が増える。権力が企業に大きく傾くと、一般大衆の怒りにあおられて政治的反動が起こる。反トラスト法を推進したセオドア・ルーズベルト大統領を考えればいだろう。

今は背景が違う。JPモルガンのストラテジストは、「消費者は、スマートフォンのトップ2ブランド、アプリ・ストア、検索エンジン、オンライン・マーチャント、クラウド・マネジャー、オンライン・ビデオ・ミュージック・ストリーマー、ETF組成者、パッシブなミューチュアルファンド・マネジャーや銀行が提供するサービスや製品に依存することに問題はないようだ」と書いている。状況が変化し、企業の利益率が過去の平均に戻れば、控えめに見える今後10年間のリターン予想が、実は高過ぎたということになるかもしれない。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

10. 気候変動対策で出遅れていた中国、エネルギー転換のリーダーに Why China Went From Climate Laggard to Leader of the Energy Transition 欧米は急減速

[経済関連スケジュール]

中国、再エネプロジェクトに多額の投資



Illustration by Elias Stein

気候変動対策で出遅れていた中国は、今やエネルギー転換推進のリーダーになった。

S&Pグローバル・コモディティ・インサイトのアウトルックおよびシナリオ分析部門の責任者であるポール・マコーネル氏は、最近の報告書において、クリーンテクノロジーのコストが上昇したことで、かつてはエネルギー・トランジション（化石燃料を中心としたエネルギーシステムから、持続可能で地球環境に配慮した新たなエネルギーシステムへの移行）の最先端にあった欧州と米国が「新たな現実主義」を示し、電

気自動車（EV）の販売が鈍化、気候変動対策技術の進歩もほとんど見られないと指摘している。英国の労働党は直近の選挙前に、温室効果ガス（GHG）排出削減に充てる予算を削減した。欧州連合（E

U) は2023年までのGHG排出量の削減目標を2020年時点の水準にとどめている。

中国は長年後れを取っていたが、巻き返して今や他国を追い上げている。中国の二酸化炭素排出量は断トツで、今後もその状態が続くはずだ。しかし、中国は再生可能エネルギーの製造と普及にも多額の投資を行っている。コンサルティング会社のリスタッド・エナジーによると、7月に中国で販売された自動車の半分はEVであったことから、中国でのガソリンの使用が予想よりも早く頭打ちになる可能性がある。2023年の太陽光発電や風力発電など水力発電以外の再生可能エネルギープロジェクト（N-HRE）を見ると、中国が設置した割合は全世界の62%に相当する。中国が1年間に建設した太陽光発電プロジェクトは、米国のこれまでの建設実績を上回る。

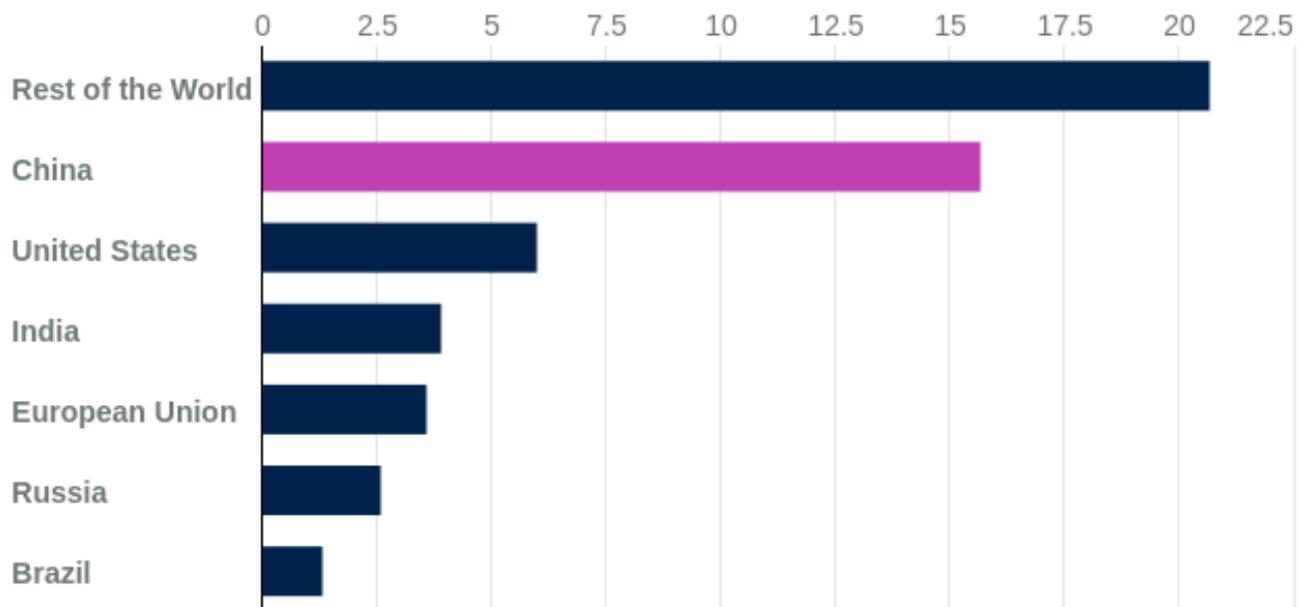
マコーネル氏によれば、中国が導入する再生可能エネルギーが増加すれば、中国の石油と天然ガスの輸入量は減少するという。マコーネル氏は、「エネルギートランジションはもはや気候変動の問題ではなく、国家安全保障の問題だ」とし、さらに「意欲的すぎる政策目標は達成できないだろうが、それでも早急にクリーンテック経済に向かう舞台は整っている」とコメントしている。

先週の出来事

A Gigaton Problem

China is the clear global leader in producing greenhouse gas emissions.

Emissions in gigatons of CO2



市場動向

週明け、大手銀行のシティグループ<C>と同ゴールドマン・サックス<GS>が中国の経済成長率予測を4.7%に引き下げ、原油先物価格は上昇した。そして市場が期待していたメインイベントが到来した。すなわち、米連邦準備制度理事会（FRB）がフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を0.5%引き下げると発表。さらに年末までに0.5%の追加利下げの可能性と2025年中の1%利下げの可能性を示唆した。株価はいったん下落したがその後上昇、S&P500指数とダウ工業株30種平均（NYダウ）は最高値を更新した。週間ベースでは、NYダウは1.6%上昇、S&P500指数は1.4%上昇、ナスダック総合

指数も1.5%上昇した。

企業動向

- ・マイクロソフト<MSFT>は600億ドルの自社株買いと、前四半期比11%の増配を発表。また資産運用会社のブラックロック<BLK>と共同で300億ドルの人工知能（AI）ファンドを設定した。
- ・ウォール・ストリート・ジャーナル（WSJ）紙は、アップル<AAPL>と大手金融機関のJPモルガン・チェース<JPM>との間で、JPモルガンがアップル<AAPL>のクレジットカード事業を承継する方向で協議していると報じた。
- ・米航空機大手のボーイング<BA>と労働組合は契約交渉を再開し、またホワイトカラー従業員の一時解雇を明らかにした。
- ・インテル<INTC>はアマゾン・ドット・コム<AMZN>のクラウド部門との提携を拡大、アマゾンがAI用半導体の生産をインテルに委託することで合意した。
- ・アルファベット<GOOGL>傘下のグーグルは、欧州委員会が課した17億ドルの独占禁止法違反に対する制裁金を不服として欧州司法裁判所に提訴していたところ、裁判所は、欧州委員会の決定を無効とする判決を下した。

M&A（合併・買収）など

- ・WSJは、半導体大手クアルコム<QCOM>がインテルに買収を持ちかけたことを報じた。実現すれば巨額の取引になる可能性がある。
- ・ロールアップ投資（複数の小規模企業を一つの大規模企業に統合し経済優位性を目指す投資）で知られる起業家のブラッド・ジェイコブス氏が率いる、建築資材流通事業への参入を目指しているキュー・エックス・オー<QXO>は、フランスの電気製品流通業者レクセル<RXL>に96億ドルの買収提案をしていたが、キュー・エックス・オーはこれを拒否した。
- ・アイルランドの世界的スポーツ賭博会社フラッター・エンターテインメント<FLUT>は、オンラインゲーム向けソフトウェアを手がけるプレイテック<PTEC>の子会社であるイタリアのゲーム会社スナイテックを、プレイテックから26億ドルで買収すると発表した。
- ・食品用プラスチック容器を製造するタッパーウェア・ブランズ<TUPBQ>はデラウェア州の連邦破産裁判所に米連邦破産法第11条（日本の民事再生法に相当）の適用を申請、買い手を探している。
- ・バイデン政権は、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、審査期間を延長した。

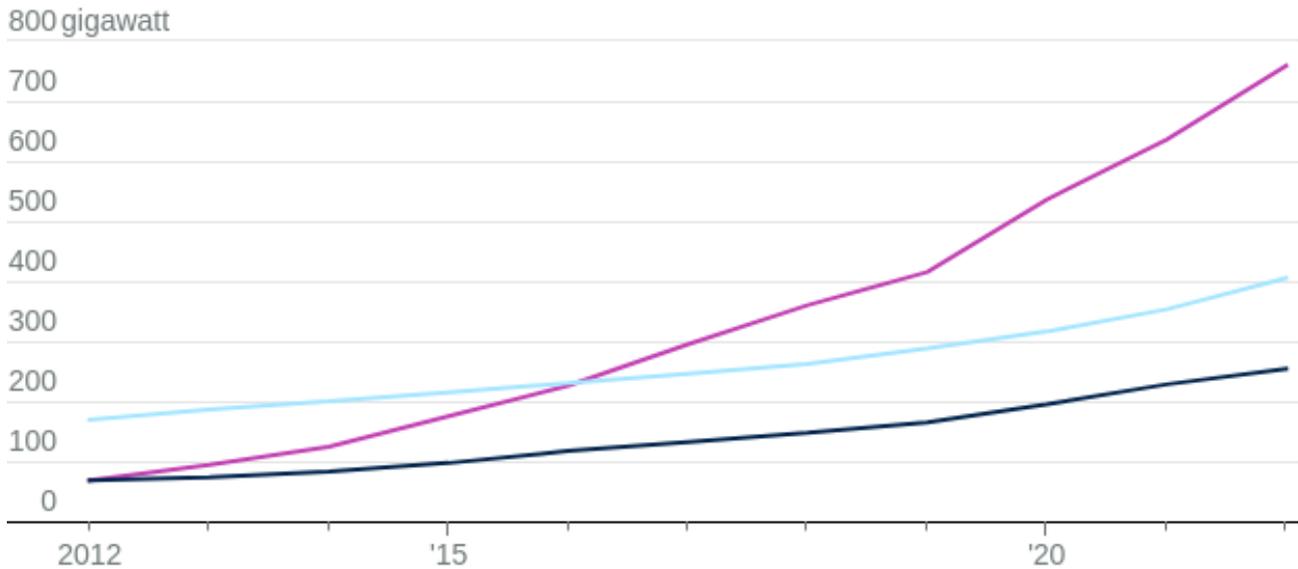
今週の予定

- 9月23日（月）：S&Pグローバル米国総合購買担当者景況指数（PMI）の9月の数字が発表される。製造業PMIのコンセンサス予想は48.4で、サービス業PMIは54.9。8月はそれぞれ47.9と55.7だった。
- 9月25日（水）：今週は大型企業4社が決算を発表する。25日に制服およびオフィス清掃機器のサプライヤーであるシンタス<CTAS>と、半導体大手のマイクロン・テクノロジー<MU>が、続いて26日にコンサルティング会社アクセンチュア<ACN>と会員制倉庫型スーパー大手コストコ・ホールセール<COST>が決算を発表する。
- 9月26日（木）：米商務省の国勢調査局が8月の耐久財受注を発表。エコノミストは、7月に9.8%と大幅に増加した耐久財の新規受注は、前月比2.9%減少すると予測している。
- 9月27日（金）：米商務省経済分析局（BEA）が8月の個人消費支出（PCE）物価指数を発表する。コンセンサス予想は前年同月比2.3%の上昇で、7月に比べて0.2%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PCEは前年同月比2.7%上昇と予想される。7月は同2.6%の上昇だった。

A Solution by the Gigawatt

China has sharply outpaced the U.S. and the European Union in growth of gigawatts from wind and solar.

■ United States ■ European Union ■ China



統計と数字

29.3%：2022年の日本の65歳以上の人口の割合。米国は17.3%。

72%：オーストラリアの鉱山会社BHPグループ<BHP>が予測する、AIデータセンターの成長に伴う2021年から2050年までの銅需要の増加率。

9000万トン：中国の昨年の鉄鋼輸出量で、2022年から35%増加し、日本と米国の合計を上回る。

734ドル：第2四半期の新車の平均月額支払額。2年前の672ドルから9%増加。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

『バロンズ・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。

『バロンズ・ダイジェスト』 2024/09/22

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、米バロンズ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