

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2022/12/18

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 来年の株式リターン、10%超の可能性も - Stocks Could Return 10% Next Year. Be Ready for a Drop First [カバーストーリー]
短期的には下落する見込み P.1
2. 本誌が選好する2023年の10銘柄 - Our 10 Favorite Stocks for 2023 [企業]
2022年の10銘柄は好成績 P.8
3. 車を作らないEVメーカー - Why Some EV Makers Don't Make Cars at All [フィーチャー]
受託生産でEV市場参入を目指すフォルクスコンとマグナ P.15
4. 一見好調のゲーム会社ロブックスに死角あり - Roblox Has 57 Million Daily Users, Half Under 12. What Could Go Wrong? [投資戦略]
株価が2回にわたり急落 P.18
5. 世界経済の成長が鈍化中、基金の運用も転機に - Endowment Holdings Face a Shake-Up as Global Growth Slows [インタビュー]
小規模財団向けの委託運用を行うリンチ氏に聞く P.21
6. FRBの政策ミス、株式市場に打撃も - The Fed Is Making a Mistake—and the Stock Market Will Pay the Price [米国株式市場]
過剰なインフレ対応で景気後退に陥る恐れ P.24
7. 2023年、原油価格の大幅上昇は望めず - Why You Shouldn't Expect Another Breakout Year for Oil Prices [コラム]
クリーンエネルギー台頭と景気後退が逆風に P.26
8. 2023年もハイテク株が低迷する理由 - A Year to Forget for Tech. Why 2023 Might Not Be Much Better. [ハイテク]
注目すべき投資テーマとは？ P.29
9. 苦しかった1年を経て、債券は今が買い時 - Bonds Have Had a Brutal Year. Now Is the Time to Buy. [インカム投資]
2023年の債券市場に期待できる理由 P.31
10. 今週の予定 - The Valuation Game: SpaceX Soars as Elon Musk Slips to No. 2 [経済関連スケジュール]
スペースXの評価額上昇も、マスク氏は世界一の富豪の座から陥落 P.34

※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。

Copyright © 2022 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. 来年の株式リターン、10%超の可能性も

[カバーストーリー]

Stocks Could Return 10% Next Year. Be Ready for a Drop First

短期的には下落する見込み

S&P500指数の年末予想の平均は4233

米国の投資家にとって、2023年は2年を1年にまとめたような年になるかもしれない。株式市場がリセッション（景気後退）に先立って下落した後、2024年の見通しが改善するにつれて反発すると見込まれるからだ。変わらないのは、米連邦準備制度理事会（FRB）が今年と同様に市場を左右するという点だ。

とりわけFRBの利上げによって経済がリセッションに陥った場合、2023年も株価の下落が続く可能性がある。その半面、景気が緩やかに減速するだけでも、インフレ率をFRBが目標とする前年比2%に近づけるのに十分かもしれない。

FRBが利上げを停止すれば、ウォール街の暗い雰囲気は解消し、株価上昇のお膳立てが整うだろう。本誌が最近取材した8人の投資ストラテジストによる予測では、2023年末のS&P500指数の平均値は4233で、現在の水準を9%上回っている。配当も含めたトータルリターンは10%を超える可能性がある。

ここ30年近くで最も急速な金融引き締めや金融市場の混乱にもかかわらず、米国経済は良い状態で2023年を迎えつつある。雇用の伸びは引き続き好調で、消費者は支出を支えるのに十分な貯金があり、企業の業績は過去最高の水準に達している。一方、特に堅調な労働市場は、インフレ率を高止まりさせ、FRBによる金融引き締めが続く要因になっている。

住宅などの金利に敏感な分野はストレスを受けており、住宅の販売件数と価格は急落している。ウェルズ・ファーゴ・セキュリティーズの株式戦略責任者であるクリス・ハーベイ氏によると、実物財も打撃を受けている。これは一部の財がローンで購入されていることや、過去2年間の新型コロナウイルスの世界的大流行（パンデミック）下で盛んに買い物が行われたことが理由だ。

ほとんどのストラテジストは、2023年の第1四半期と第2四半期を通じて経済が成長した後、FRBが需要の抑制に成功し、リセッションが発生するとみている。本誌調査の回答者は、2023年の米国の実質GDP（国内総生産）成長率が前年比で横ばいか、若干のプラスになると予想している。これはFRBによる来年の予想GDP成長率の0.5%に近い。

	YE 2023 S&P 500 Target 3930	2023 S&P 500 EPS \$231	2023 U.S. Real GDP Growth 0.0%	2023 U.S. Core PCE Inflation Rate 2.9%
Gargi Chaudhuri Head of iShares Investment Strategy Americas, BlackRock	YE 2023 Fed-Funds Rate Target Range 4.75-5.00%	Overweight Energy Services, Healthcare Providers, Infrastructure	Underweight Consumer Discretionary	Note: Overweight and Underweight refer to S&P 500 sectors and subsectors

	YE 2023 S&P 500 Target 4300	2023 S&P 500 EPS \$205	2023 U.S. Real GDP Growth 1.0%	2023 U.S. Core PCE Inflation Rate 3.0%
Saira Malik Chief Investment Officer, Nuveen	YE 2023 Fed-Funds Rate Target Range 4.50-4.75%	Overweight Materials, Technology	Underweight Consumer Discretionary	Note: Overweight and Underweight refer to S&P 500 sectors and subsectors

消費支出は軟化の見込み

ヤルデニ・リサーチのエド・ヤルデニ社長は、「今回のリセッションは史上最も広く予想されたりセッションになるだろう。これは金融危機以前の『昔の平常状態』へ回帰するきっかけになる可能性がある。当時はインフレ率と金利が3〜4%ほどで、経済成長率は2%前後だった」と述べる。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズのチーフ投資ストラテジストであるガウラブ・マリク氏はソフトランディングを予想しており、2023年末までにインフレ率が急低下するとみている。そうなれば、FRBは2024年に利下げと景気刺激策を実施する理由ができる。利上げの停止と、より緩和的な金融政策への転換は、今年低下した株価収益率（PER）の下押し圧力を和らげるだろう。

とはいえ、これはしばらく先のことだ。米国経済の約70%を占める消費支出について考えてみよう。家計はコロナ禍の間に約2兆3000億ドルの貯蓄を積み上げたが、現在は約1兆ドルに減少しており、来年半ばまでにゼロになる可能性もある。低い失業率、賃金の順調な伸び、最近のガソリン価格の下落により、消費者は2023年上半期まで支出を続けると見込まれるが、時がたつにつれて追い風は弱まるだろう。

	YE 2023 S&P 500 Target 4200	2023 S&P 500 EPS \$210	2023 U.S. Real GDP Growth 0.2%*	2023 U.S. Core PCE Inflation Rate 3.7%*
Chris Harvey Head of Equity Strategy, Wells Fargo Securities	YE 2023 Fed-Funds Rate Target Range 5.00-5.25%*	Overweight Consumer Services, Media and Entertainment, Pharmaceuticals, Capital Goods	Underweight Retail, Technology Hardware	*Wells Fargo Economics estimates Note: Overweight and Underweight refer to S&P 500 sectors and subsectors

	YE 2023 S&P 500 Target 4200	2023 S&P 500 EPS \$199	2023 U.S. Real GDP Growth 0.7%**	2023 U.S. Core PCE Inflation Rate 2.2%**
Lori Calvasina Head of U.S. Equity Strategy, RBC Capital Markets	YE 2023 Fed-Funds Rate Target Range 4.50-4.75%**	Overweight Energy, Financials, Healthcare, Technology	Underweight Consumer Discretionary, Consumer Staples	**RBC Economics estimates Note: Overweight and Underweight refer to S&P 500 sectors and subsectors

JPモルガンのチーフ株式マクロストラテジストであるドゥブラフコ・ラコスブヤス氏は、消費支出の減速に伴い、企業も圧力を感じるようになる」と語る。2022年は企業が原材料価格の上昇を転嫁することができたため、S&P500指数の利益率は過去最高に近い水準に達している。しかし、来年は消費者の購買力が弱まり、価格転嫁は困難になるとみられる。

一方、インフレは依然として抑制できていない。失業率が4%を下回る中で、特に賃金に関してインフレの傾向は顕著だ。ラコスブヤス氏は「来年は企業の利益率がサンドイッチのように上と下から圧縮されるかもしれない。まず、財のみならずサービスも価格が低下する可能性がある。同時に、労働市場の逼迫（ひっばく）を踏まえると、労働コストは上昇が見込まれる」と話す。

ラコスブヤス氏は、2023年にS&P500指数の純利益率が約1%ポイント低下し、パンデミック前と同等の12%に近づくと予想している。それにより、来年のS&P500指数の1株当たり利益（EPS）は、今年の予想値である219ドルから205ドルへ押し下げられる可能性があるという。本誌が取材したストラテジストによる2023年のS&P500指数の予想EPSは、最低値が199ドル、最高値が231ドルだった。

第4四半期決算シーズンがきっかけか

	YE 2023 S&P 500 Target NA	2023 S&P 500 EPS NA	2023 U.S. Real GDP Growth 0.0%	2023 U.S. Core PCE Inflation Rate 3.5%
Andy McCormick Head of Fixed Income, T. Rowe Price	YE 2023 Fed-Funds Rate Target Range 4.25-4.50%	Overweight NA	Underweight NA	NA=not applicable Note: Overweight and Underweight refer to S&P 500 sectors and subsectors

	YE 2023 S&P 500 Target 4200	2023 S&P 500 EPS \$205	2023 U.S. Real GDP Growth 0.4%	2023 U.S. Core PCE Inflation Rate 2.8%
Dubravko Lakos-Bujas Chief Equity Macro Strategist, J.P. Morgan	YE 2023 Fed-Funds Rate Target Range 4.75-5.00%	Overweight Energy, Healthcare, Utilities	Underweight Consumer Discretionary, Industrials, Real Estate	Note: Overweight and Underweight refer to S&P 500 sectors and subsectors

ストラテジストは、業績予想が経済見通しをよりよく反映するようになるにつれて、2023年第1四半期に市場の変動が激しくなり、S&P500指数が2022年の安値である約3500を再び試す可能性があるかと警告する。これは現在の水準に対して10%の下振れ余地を意味する。1月半ばから始まる第4四半期決算シーズンは、経営陣が通期見通しについて発言し、アナリストが慎重なガイダンスを業績予想に織り込み始めるため、市場変動のきっかけになり得る。

RBCキャピタル・マーケットの米国株戦略責任者であるロリ・カルバシーナ氏は、投資家が割安でないバリュエーションを再び受け入れるには、このような期待値のリセットが必要だと指摘する。業績と業績予想がひとたび低下すると、企業の業績が予想を上回る確率は高くなり、アナリストは業績予想を上方修正し始める。投資家は、業績が底打ちしたと確信すると、下落局面の先の回復を見据えることができるようになる。

しかし、たとえ業績が予想を下回っても、2023年末までにインフレ率と債券利回りが低下すれば市場全体のPERは上昇する可能性がある。ウェルズ・ファーストのハーベイ氏は「指数レベルで見ると短期売買向きの市場になるだろう。S&P500指数が3500まで低下すれば、多くの悪材料は織り込まれたと考

えられる。4200近くになると、ファンダメンタルズの改善とFRBによる金融引き締めへの撤回がない限り、投資家はリスクオフを望み始める」と語る。

本誌が取材した専門家は全員、米国のインフレがピークに達したとみているが、インフレ率がどれほど速やかに低下するかについては意見が分かれている。専門家の予想では、FRBが重視するインフレ指標であるコア個人消費支出指数（PCE）は2023年に2.2～3.7%の上昇が見込まれる。FRBの目標値は2.0%上昇で、直近の実績値である10月のデータは5.0%上昇となっている。

ブラックロックの米州iシェアーズ投資戦略責任者を務めるガルジ・チャウダリ氏は、「インフレ率を9%から5%に低下させるのは比較的容易だが、5%から2%にはなかなか下がらない」と指摘する。チャウダリ氏は、上場投資信託（ETF）のiシェアーズ米国物価連動国債ETF＜TIP＞を通じて物価連動国債（TIPS）に投資することを推奨している。

株式に関しては、チャウダリ氏はiシェアーズ米国インフラETF＜IFRA＞を推奨する。このETFは公益会社、パイプライン、鉄道、建設会社などの米国のインフラ企業に投資しており、実物資産や物価連動型契約へのエクスポージャーを有する。チャウダリ氏は農機メーカーや肥料メーカーなどに投資するiシェアーズMSCIグローバル・アグリカルチャー・プロデューサーズETF＜VEGI＞も選好している。このETFは農産物の継続的な価格上昇に対するセーフガードとしての役割を果たすだろう。

■ エネルギーと金融が人気

本誌が取材したストラテジストの中で、エネルギー株は2023年のインフレと地政学的リスクのヘッジ手段として一定の支持を得ている。エネルギー株は年初来で60%のリターン（配当込み）を上げており、パフォーマンスが最も高いセクターだ。短期的には、リセッション懸念の定着に伴ってある程度下落する可能性があるが、長期見通しは有望だ。生産会社は増配と自社株買いの増加を通じた株主還元に注力しているため、石油と天然ガスの生産量の伸びは引き続き抑制されるだろう。さらに、今年の株価上昇にもかかわらず、エネルギー株のバリュエーションは市場平均を大幅に下回っている。

複数のストラテジストは、金融株、特に米国の銀行を選好している。とりわけ、金利が高止まりする一方、経済がリセッションの深刻化を回避できた場合には、こうしたセクターの銘柄を推奨するという。金利の上昇は短期的に利益とキャッシュフローが堅調になることを意味する。RBCのカルバシーナ氏は、エネルギーと金融セクターは市場全体に比べて業績予想修正のトレンドが好ましいと語る。カルバシーナ氏によると、S&P500指数構成銘柄のうち、利回りが10年物米国債を上回るのはわずか13%で、その多くはエネルギーと金融セクターの銘柄だ。

エネルギー・セレクト・セクターSPDR ETF＜XLE＞は、S&P500指数におけるエネルギーセクターの銘柄に追随しており、利回りは3.4%だ（10年物米国債利回りは3.5%）。カルバシーナ氏は銀行に関して、事業がよりシンプルで国内に重点を置いていることを理由に、ウォール街の大手総合金融機関よりも小規模な地方銀行を選好している。カルバシーナ氏は、2023年終盤に景気回復関連銘柄に買いが集まった場合、銀行が先導役になるとみている。この見方に基づく投資の選択肢の一つとして、SPDR S&P地方銀行ETF＜KRE＞が挙げられる（利回りは2.3%）。

カルバシーナ氏は大型株より小型株を選好している。その理由は、バリュエーションが比較的割安であるのに加え、2023年の業績予想にリセッションの可能性がより適格に反映されていると考えるから

	YE 2023 S&P 500 Target 4000	2023 S&P 500 EPS \$225	2023 U.S. Real GDP Growth 0.4%	2023 U.S. Core PCE Inflation Rate 3.0%
Guarav Mallik Chief Investment Strategist, State Street Global Advisors	YE 2023 Fed-Funds Rate Target Range 4.25-4.50%	Overweight Energy, Financials, Utilities	Underweight Communication Services, Real Estate, Technology	Note: Overweight and Underweight refer to S&P 500 sectors and subsectors

	YE 2023 S&P 500 Target 4800	2023 S&P 500 EPS \$225	2023 U.S. Real GDP Growth 2.0%	2023 U.S. Core PCE Inflation Rate 3.0%
Ed Yardeni President, Yardeni Research	YE 2023 Fed-Funds Rate Target Range 3.75-4.00%	Overweight Energy, Financials, Industrials	Underweight Consumer Staples, Healthcare	Note: Overweight and Underweight refer to S&P 500 sectors and subsectors

だ。小型株は大型株に比べて国内に重点を置いており、ドル高による逆風が小さい。投資家のポジションもあまり集中していない。カルバシーナ氏は、過去のリセッション前後の時期において、小型株は大型株より早く底打ちする傾向があるとも述べている。

ヘルスケアも人気のセクターの一つだ。ディフェンシブな性質があるため、リセッションの間もファンダメンタルズは維持されるだろう。景気にかかわらず、人々は病院に行き、治療を受ける必要がある。さらに、ヘルスケアは他のディフェンシブなセクターよりもバリュエーションが割安で、成長特性が優れている。このセクターへの投資手段の一つとして、ヘルスケア・セレクト・セクターSPDR ETF<XLV>がある。

債券の役割がより重要に

現在の債券は、利回りの面から、株式を代替する投資先として過去15年以上で最も魅力的になっている。FRBによる金融引き締めが終わりが近づいていることは、債券価格にとっても好ましい。

ヌビーンのサイラ・マリク最高投資責任者（CIO）は、「債券に関しては、利上げのペースが緩やかに

Nowhere to Hide

Monetary-policy tightening and geopolitical shocks sent stocks, bonds, real estate, and cryptocurrencies falling in 2022. The U.S. dollar and commodities were havens.

	12/15/22 Close	YTD Change
10-Year Treasury Yield	3.45%	1.94*
Bitcoin	17,407.46	-62.4
Bloomberg U.S. Aggregate Bond Index	2098.12	-10.9
Cboe Volatility Index (VIX)	22.77	32.2
Dow Jones Industrial Average	33,202.02	-8.6
Gold (per troy ounce)	1776.92	-2.9
MSCI Emerging Markets Index	960.22	-22.1
Nasdaq Composite	10,810.53	-30.9
Nikkei 225	28,051.70	-2.6
Refinitiv CoreCommodity CRB Index	274.72	18.2
Russell 2000	1774.61	-21.0
S&P 500	3895.75	-18.3%
STOXX Europe 600	429.91	-11.9
Shanghai Composite	3168.65	-12.9
U.S. Dollar Index	104.65	9.4
WTI Crude Oil (per barrel)	76.21	1.3

Note: YTD change for foreign markets in local currency; *Change in percentage points

Source: Bloomberg

なったことで、痛みの大部分が既に織り込まれている。2023年は株式よりも債券を選好する。比較的小さなリスクで同等以上のリターンを実現できるからだ」と語る。マリク氏は投資適格社債や、財務状況が堅調な州が発行する地方債にこだわっており、デュレーションを少しずつ長期化している。

チャウダリ氏は2023年を迎えるに当たり、クオリティーが高い短期債への投資を推奨しており、魅力的な選択肢としてiシェアーズ米ドル建て社債1-5年ETF<IGSB>とiシェアーズ米国債1-3年ETF<SHY>を挙げる。

投資家が長期債を完全に受け入れるには、インフレが減速し、利上げがピークに達したことにもっと確信を持てるようになる必要があるだろう。しかし、そのような状況は既に実現しているのかもしれ

ない。10年物米国債利回りは10月下旬に4.2%でピークを付け、最近では3.5%に低下している。

ティー・ロウ・プライスの債券責任者であるアンディ・マコーミック氏は、「FRBから完全なゴーサインが出るのを待っていたら、ほとんどの機会を逃してしまうだろう」と語る。マコーミック氏は緩やかなリセッションを予想しており、クオリティーが低い社債の一部に投資している。ティー・ロウ・プライス・グローバル・ハイ・インカム・ボンド・ファンド<RPIHX>はトリプルB以下の格付けの発行体による債券にも投資しており、利回りは5.7%だ。

マコーミック氏は、税収の増加とコロナ禍における連邦政府の財政支援を理由に、地方債にもバリューがあるとみている。米国債とは異なり、地方債のイールドカーブは逆イールドになっておらず、長期利回りが短期利回りを上回っている。そのため、投資家は利回りを犠牲にせずにデュレーションを長期化することができる。マコーミック氏は魅力的な選択肢としてティー・ロウ・プライス・タックスフリー・ハイ・イールド・ファンド<PRFHX>を挙げる。

2023年は債券がポートフォリオにおいて分散投資以上の役割を果たすとみられる。これは、とりわけ当面は株価下落が続く公算が大きいこともあり、好ましい変化といえる。2023年は、2022年と同様に、投資家にとって退屈な年にはならないだろう。それどころか、投資家が2024年の景気回復を見通すようになれば、2022年よりはるかに良い年になるかもしれない。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

2. 本誌が選好する2023年の10銘柄

Our 10 Favorite Stocks for 2023
2022年の10銘柄は好成績

[企業]

2023年の結果は

今年は株式市場にとって2008年以来で最悪の年となりそうだが、バリュー投資にとってはようやく良い年となり、本誌の選好銘柄にとっても良い年だった。

過去13年間の銘柄選考において、2022年の銘柄はバリュー株に偏っていた。2022年にバリュー株はグロース株に対して19%ポイントのアウトパフォームとなったが、本誌の選好銘柄はさらに好調だった。昨年の本誌発行日から今年12月14日までの10銘柄のトータルリターンはマイナス1.7%であり、S&P500指数のマイナス12.1%を10%ポイント上回った。10銘柄のうち6銘柄は株価が上昇した。最も上昇したのは英国の石油会社のシェル<SHEL>で、2番手は厳しかったテクノロジーセクターの中で予想外に健闘したIBM<IBM>だった。一方で、アマゾン・ドット・コム<AMZN>とゼネラル・モーターズ<GM>の下落幅が最大だった。以下は、2023年に向けた10銘柄である。

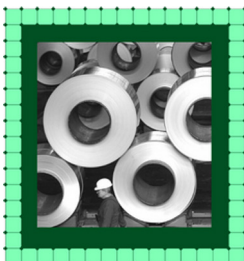
10 for 2023

Good companies at bargain prices could be winners in the new year

Company/Ticker	Recent Price	YTD Change	2023E EPS	2023E P/E	Dividend Yield	Market Value (bil)
Alcoa / AA	\$45.50	-24	\$3.13	14.5	0.9%	\$8.1
Alphabet / GOOG	95.31	-34	5.27	18.1	None	1,232.00
Amazon.com / AMZN	91.58	-45	1.85	49.5	None	934.3
Bank of America / BAC	32.28	-27	3.69	8.7	2.8	259.0
Berkshire Hathaway / BRK.A	468,020	4	22,928	20.4	None	682.0
Comcast / CMCSA	35.35	-30	3.74	9.5	3.1	152.8
Delta Air Lines / DAL	34.31	-12	4.92	7.0	None	22.0
Madison Square Garden Sports / MSGS*	160.42	-8	1.71	93.8	None	3.9
Medtronic / MDT**	78.79	-24	5.5	14.3	3.5	104.8
Toll Brothers / TOL***	50.79	-30	7.34	6.9	1.6	5.8

Note: Data is of 12/14/22 *June fiscal year end **April fiscal year end ***October fiscal year end E=estimate
Source: FactSet

アルコア



BARRON'S ILLUSTRATION; GETTY

アルコア<AA>が生産するアルミニウムは、銅ほど注目されていないが、再生可能エネルギーでの利用、軽量さ、リサイクル性を考慮すると、低炭素の世界では重要だ。アルコアは世界最大のアルミニウム専門メーカーで、精錬事業で消費するエネルギーの約80%を、水力発電を中心とする再生可能エネルギーで賄っている。

14日の株価は45ドルと、年初来で24%下落し、2022年の高値98ドルの半分以上となっている。アルミニウム価格が2022年の高値から35%下落したためだ。株価収益率（PER）は、2022年予想に基づく

9倍で、業績の底が見込まれる2023年予想に基づく14倍だ。

アルミニウムの世界の需給の約半分を占める中国はリスクだが、中国経済が2023年に活況になれば投資機会にもなる。また中国は、環境的な理由からアルミニウム精錬能力の成長抑制を計画しており、それはアルコアにとっても強気になる材料かもしれない。

キンドレッド・キャピタル・アドバイザーズのスティーブ・ガルブレイス最高投資責任者（CIO）は、「アルコアは、最もグリーンな一貫メーカーで、需要増加で恩恵を受ける態勢にある」と語る。

アルファベット



BARRON'S ILLUSTRATION; GOOGLE

グーグルの親会社のアルファベット

<GOOGL>の株価は14日時点で年初来で34%下落している。売上高の伸び鈍化と、検索広告の軟化に対する投資家の懸念が理由だ。95ドルの株価に対し、2023年予想PERは18倍。自動運転をリードするウェイモを含むアザー・ベッツ部門の赤字を考慮すると、中核事業のPERはさらに低い。

株価の好転には何が必要だろうか。ロウズの元チーフ投資ストラテジストのジョー・ローゼンバーグ氏はアルファベットが太り過ぎたと考えている。英国の投資家であるクリス・ホーン氏はアルファベットのサンダー・ピチャイ最高経営責任者（CEO）に対して、「アルファベットのコスト基盤はあまりにも膨れ上がっており、経営陣は積極的な行動を起こす必要がある」とした書簡を送ったが、ローゼンバーグ氏も同じ意見だ。アルファベットの従業員数は今年に入って20%増加しており、2018年比ではほぼ2倍になっている。アルファベットはメッセージを受け取ったもようで、マップのチームと地図アプリのウェイズのチームを合理化した。さらなる人員削減が控えている可能性がある。

アルファベットは配当を支払うべきであり、配当が開始されればアルファベットを選好する理由が一つ増えるだろう。

アマゾン・ドット・コム



BARRON'S ILLUSTRATION; AMAZON

株価は14日時点で年初来45%下落している。クラウドコンピューティング事業と消費者向け事業の減速がその理由だ。アマゾンがコストを削減し、オンライン小売り事業でフルフィルメントと輸送のために過去3年間で800億ドル超を投資したことで効率性が高まったため、2023年は状況が良くなるだろう。

SVB傘下のモフエットネイサンソンのアナリスト、マイケル・モートン氏は、投資判断をアウトパフォーム、目標株価を118ドルとしてアマゾンのカバレッジを最近開始しており、広告収入を除くとアマゾンの小売り部門は営業赤字と推定している。アマゾンは顧客満足度を高めることを目指しているが、

小売り事業を黒字化させる必要もある。

モートン氏は「アマゾンのバリュエーションは、税引き前利益の予想が下方修正され、資本集約度が予想を上回ったために、過去3年間にわたって低下してきた。現在はトンネルの出口にいる、とわれわれは考えている」と書いている。

来期予想PERは50倍で株価は割安ではないが、それぞれの分野で支配的な立場にある事業を二つ持つ企業は多くない。二つ目の事業は、採算が非常に高いクラウドのAmazon・ウェブ・サービス（AWS）で、成長性も高い。株価は、2009年のように270%は上昇しないかもしれないが、来年は良くなると思われる。

■ バンク・オブ・アメリカ



BARRON'S ILLUSTRATION; BLOOMBERG

バンク・オブ・アメリカ<BAC>の近年のスローガンは「妥当な成長」で、それは大手銀行の中で最も質の高い貸し出しの伸びに表れている。しかしウォール街は、バンク・オブ・アメリカを他行とは全く別物として扱っている。株価は33ドル（12日）で、銀行に対するリセッション（景気後退）の影響を投資家が懸念しているために、年初来で25%下落している。

とはいえ、2023年予想EPS（1株当たり利益）3.69ドルに基づくPERは9倍弱で割高には見えず、配当利回りも2.8%ある。バンク・オブ・アメリカの保守性は配当にも及び、配当性向は主な競合銀行の一部を下回っている。融資先は主に富裕層で、彼らは景気減速でも比較的持ちこたえよう。短期金利上昇で利益率も上昇傾向にある。

ウェルズ・ファーゴ・セキュリティーズのアナリストのマイク・メイヨー氏は、バンク・オブ・アメリカをトップピックとして目標株価を52ドルとしており、「私が銀行業界を30年担当してきた中で、現在のバンク・オブ・アメリカのようにファンダメンタルズの改善の割に株価が不振な例はほとんどなかった。バンク・オブ・アメリカはバランスシートリスクを他行以上に低下させ、過去50年間のどの時点よりもリセッションに対する備えができている」と語る。

■ バークシャー・ハサウェイ



BARRON'S ILLUSTRATION; BLOOMBERG

ウォーレン・バフェット氏率いるバークシャー・ハサウェイ<BRK.A>は、依然として、投資家がポートフォリオに含める上で非常に前向きに検討する価値のある究極の超大型ディフェンシブ銘柄である。株価は14日時点で年初来で4%上昇しており、対してS&P500指数のトータルリターンはマイナス15%だ。時価総額は6800億ドルとなり、時価総額が減少している電気自動車メーカーのテスラ<TSLA>やメタ<META>（旧フェイスブック）を抜いて5位となった。

自動車メーカーのテスラ<TSLA>やメタ<META>（旧フェイスブック）を抜いて5位となった。

2023年の見通しは良好だ。バフェットCEOはパンデミック（世界的大流行）発生後の無気力な状況から脱して今年は株式市場で積極的な買い手となり、その中には石油・ガス会社のオキシデンタル・ペトロリアム<OXY>への100億ドルと、シェブロン<CVX>への約200億ドルの投資が含まれる。バフェット氏はまた、損害保険会社のアリゲニーを120億ドルという魅力的な条件で買収することにも合意している。

これらの投資は利益を押し上げる見込みであり、金利上昇でバークシャーが保有する1000億ドルの現金に対する利息収入も増加する。広範囲の事業によって利益創出力は年間で300億ドル超に達する。2022年末予想の株価純資産倍率（PBR）は過去5年平均並みの約1.4倍で、妥当な水準に見える。

リスクがあるとすれば、バフェット氏の92歳という高齢による、CEOとしての今後の在職期間だろう。バフェット氏はかけがえのない存在だが、退任によって配当開始やグループ分割のプレッシャーにつながれば、株主にとって恩恵となる可能性もある。

コムキャスト



BARRON'S ILLUSTRATION; COMCAST

ケーブルテレビ事業者のコムキャスト

<CMCSA>の株価は、主力のブロードバンド事業の減速で打撃を受けた。ケーブルテレビ加入者の解約も増えている。14日の株価は35ドルで、年初来で30%下落した。

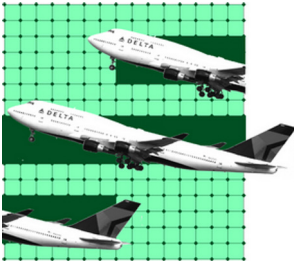
しかし事業は見た目以上に持ちこたえるかもしれない。ブロードバンド事業の加入者は3200万

人で定着率が高く、価格決定力も高い。傘下には、NBCユニバーサルや、欧州の衛星テレビ放送会社のスカイもある。2023年予想PERは10倍で、モフェットネイサンソンのアナリスト、クレイグ・モフェット氏は、投資家はコムキャストへの投資を通じてNBCユニバーサルとスカイをただで得られると主張する。

ウォール街は、NBCユニバーサルが展開する規模の小さなストリーミング・サービスで、年間20億ドル超の赤字を計上しているピーコックを評価しておらず、多くの投資家はNBCユニバーサルやスカイのスピノフを願っている。ただ、ブライアン・ロバーツCEOはグループ分割を望んでいない。

モフェット氏はコムキャストの投資判断をアウトパフォーム、目標株価を46ドルとしており、「投資家は、コムキャストの多角化された事業を好んでおらず、株価は大幅なコングロマリット・ディスカウントのペナルティを受けている。しかし、コングロマリット・ディスカウントを差し引いても、株価は割安過ぎる」と言う。

デルタ航空



BARRON'S ILLUSTRATION; DREAMSTIME

米国の航空会社の中で経営が最も優れているデルタ航空<DAL>は、今後2年間に利益が大幅に成長する見込みだ。14日の株価は34ドルで、デルタ航空による最新のガイダンスの中央値である2023年の5.50ドルのEPSに基づくPERは6倍であり、割高ではない。2024年の予想EPSである7ドルに基づく、PERは5倍だ。

航空業界の過去の株価パフォーマンスがさえないため、投資家による航空会社に対する慎重さも理解できる。しかしデルタ航空は先週、パイロットとの費用の嵩（かさ）む契約更新にもかかわらず、15～20%の増収と利益のほぼ倍増という2023年ガイダンスを発表した。高望みとも思われがちだが、目標株価を54ドルとしているカウエンのアナリストであるヘレン・ベッカー氏は別の意見で、「経営陣が設定した目標は、深刻なリセッションがなければ保守的で達成可能とわれわれは考えている」と書いている。

実際のところ、デルタ航空はパンデミックの間に増えた負債の返済にフリーキャッシュフローを充てており、サウスウエスト航空<LUV>のように復配はしていない。デルタ航空は航空機のキャビンのセグメント化における業界のリーダーで、米国のビジネス用主要空港の多くに強力なハブネットワークを保有している。

マディソン・スクエア・ガーデン・スポーツ



億万長者が注目度の高いスポーツ・チームに競って投資しているためスポーツ・チームが史上最高の評価額を得ている一方、スポーツエンターテインメント持ち株会社のマディソン・スクエア・ガーデン・スポーツ（MSGスポーツ）<MSG<の株価は低迷している。メジャーなプロ・スポーツチームに投資できる上場企業2

社のうちの1社であり、価値あるチームを二つ保有しているにもかかわらずだ。

株価は160ドル程度で、時価総額は39億ドル、純負債を含む企業価値（EV）は41億ドルと、格安に見える。フォーブス誌は、バスケットボールチームのニューヨーク・ニックスを61億ドル、アイスホッケーチームのニューヨーク・レンジャースを22億ドルと評価しており、その合計に対して現在の企業価値は50%のディスカウントとなる。

その理由は、「ドラム・ディスカウント」だ。スポーツ・チームの完全な価値は売却時だけに認識されるが、支配権を握るドラム一族はチームの売却に関心がない。チーム売却は視野に入っていないかもしれないが、ボイヤー・リサーチのプレジデントであるジョン・ボイヤー氏は、2億5000万ドルの最近の株主還元を受けて、MSGスポーツが株主寄りになっていると語る。ナショナル・バスケットボール・アソシエーション（NBA）による2024～2025年シーズン以降のテレビ放映権契約は、少なくとも現在の2倍の水準となり、NBAのチーム・オーナーに対して年間27億ドルが支払われる可能性があるた

めに、大きな好材料になるかもしれない。ボイヤー氏は、MSGスポーツに少なくとも現在の2倍の価値があると考えている。

メドトロニック



BARRON'S ILLUSTRATION; MEDTRONIC

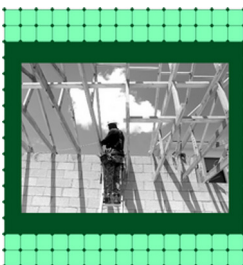
医療器具メーカーのメドトロニック<MDT>は配当貴族銘柄で、45年連続で増配している。しかし株価パフォーマンスに威厳はない。株価は78ドル程度で、年初来で24%下落しており、5年前の水準も下回っている。

2023年4月期予想PERは約14倍で、競合のボストン・サイエンティフィック<BSX>やストライカー<SYK>の約半分の水準の一方、5月の8%増配を受けて配当利回りは3.5%となっている。

問題もある。メドトロニックは11月の四半期決算発表で、今期EPSガイダンスを約30セント下方修正し、要因として、予想外の販売減速と為替の逆風を挙げた。新たなガイダンスは5.25~5.30ドルとなっている。また、血圧低下を目的とした腎デナベーション（腎神経焼灼=しょうしゃく）機器の開発状況も後退している。

しかしジェフ・マーサCEOは四半期決算発表の際に、「当社は、業績を改善するために断固たる措置を講じている」と語った。コスト削減はその一歩だ。コロンビア・フレキシブル・キャピタル・インカム・ファンドのリード・マネジャーであるデービッド・キング氏は、「メドトロニックは、魅力は薄れたが、成長力は衰えていない。われわれが保有している理由だ」と言う。

トール・ブラザーズ



住宅建設会社トール・ブラザーズ<TOL>の株価は年初来で30%下落している（14日時点）。住宅ローン金利は2倍へ上昇したが、トール・ブラザーズは、平均で100万ドルの住宅を購入する富裕層を顧客としているため、同業他社と比べて影響を受けにくい。トール・ブラザーズの顧客の20%は支払いが現金で、多くの顧客は

買値を大幅に上回る価格で住宅を売却している。

直近四半期（8~10月期、第4四半期）の新規受注は50%超減少したものの、受注残は依然として多い。新築物件に対する販売奨励金は平均で住宅価格の8%と限定的だ。エバーコアISIのアナリストのスティーン・キム氏は、投資判断をアウトパフォーム、目標株価を63ドルとしており、販売奨励金の増加は、木材を中心とするコスト低下で相殺されていると指摘する。

株価は50ドル前後で、1株当たり純資産の55ドルを下回っており、予想PERはわずか7倍と非常に割安に見える。米連邦準備制度理事会（FRB）が金融引き締めから方向転換すれば、金利の方向性に沿って取引される住宅関連銘柄は格安に見えることになるかもしれない。共同創業者のボブ・トール氏が1

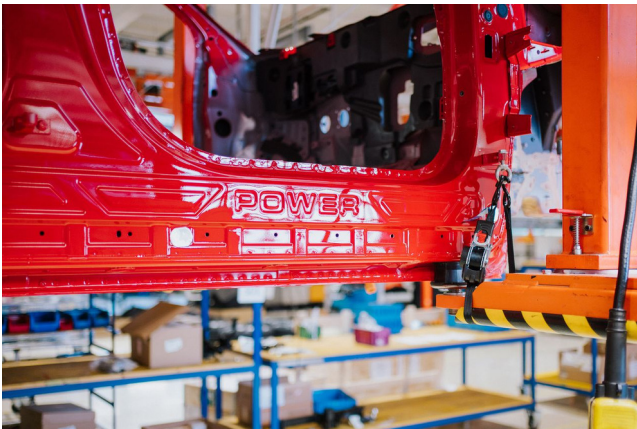
0月に死去したことは不確定要因で、他の住宅建設会社またはバークシャー・ハサウェイによる買収の標的になる可能性がある。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

3. 車を作らないEVメーカー Why Some EV Makers Don't Make Cars at All 受託生産でEV市場参入を目指すフォルクスコンとマグナ

[フィーチャー]

アセットライトで競争優位に



Courtesy of Fisker

ヘンリー・フォードが組み立てラインを普及させて以来、卓越した製造能力は自動車メーカーにとって必須だったが、今では、車を全く製造しないで勝てる考えるメーカーがある。

他社に電気自動車（EV）の組み立てを任せ、限られた資本を設計やマーケティングに集中させる自動車メーカーが増えている。良いアイデアに聞こえるが、規模と技術的な複雑さでトップクラスの自動車産業でうまくいくかどうかは定かではない。

フィスカー<FSR>、ポールスター・オートモーティブ・ホールディング<PSNY>、ソノ・グループ<SEV>は受託製造企業に頼るEVスタートアップ企業だ。BMW<BMW.ドイツ>やメルセデス・ベンツ・グループ<MBG.ドイツ>のような既存自動車メーカーも、ニッチ車種の生産は他社に委託している。ゴールドマン・サックスのアナリストは自動車の受託組み立て市場が2025年には360億ドル、2030年には1440億ドルに拡大すると予想する。

テクノロジー企業は長く生産を委託してきた。恐らく生産委託で最も成功した企業のアップル<AAPL>はコンピューター、iPhone（アイフォーン）、腕時計や半導体の生産を委託している。アップルは現在、EVを開発しているが、自社生産はしないだろうとみられている。

市場でアセットライトと呼ばれるこの手法は必要なキャッシュが少なく済み、もし多額の資産なしに売上高と利益を上げられれば投資収益率が高くなり、理論上は成長率も高まる。企業会計の専門家ロバート・ウィレンズ氏は、そのような企業が「多額の資産を抱える競合他社より効率が良いと考えられる。競合他社のような固定費構造を持たないため、利益の不安定さは低下する」と語る。

そのため、生産の経験を持たないEVスタートアップ企業が自動車市場に参入できる。以下では、世界の自動車業界の状況、および勝ち組と負け組の候補を見ていく。

生産を委託するEVメーカー

Revvig It Up

Here's how the global auto industry compares to two of its largest players and two of its aspirants.

	2022E Car Production (mil)	Assets (bil)	2023E Sales (bil)	Operating Profit Margin	2023E Cash From Operations (bil)	2023E Capital Expenditures (bil)	2023E Free Cash Flow (bil)
Car Industry	55	\$3,100	\$2,043	9%	\$200	105	95
Toyota Motor / TM	10	550	265	9	23	12	11
Tesla / TSLA	1.4	74	120	19	23	8	15
Apple / AAPL	n/a	350	410	29	118	12	106
Foxconn / 2317.Taiwan	n/a	145	215	3	8	3	5

E=Estimate; Note: Numbers for major global auto makers account for about 70% of global car production.
Sources: FactSet; company reports

フィスカーは、初のスポーツ用多目的車（SUV）のEVであるオーシャンの生産を11月に始めたが、カナダの大手自動車部品メーカーのマグナ・インターナショナル<MGA>が製造を受託する。フィスカーは次のEVであるペアーの生産委託契約を、フォックスコンの名で知られる鴻海精密工業（ホンハイ・プレジジョン・インダストリー）<2317.台湾>と締結した。

スウェーデンのポールスター・オートモーティブはボルボの一部門としてスタートし、ボルボの下でセダンタイプのEVであるポールスター2を世界で販売しており、SUVのポールスター3を2023年に発売する予定だ。ポールスターは今後数年間、毎年新モデルを発売する計画だが、ポールスター4と5については生産委託先をまだ発表していない。

ドイツのスタートアップ企業のソノ・グループは、同社初のEVであり、太陽光発電の低価格ハッチバックのシオンの生産をフィンランドの自動車部品メーカーのヴァルメト・オートモーティブに委託する。欧州での発売予定は2023年後半だ。ソノのローリン・ハーン共同最高経営責任者（CEO）は「アセットライトを志向しており、自動車生産はそのやり方を知っている会社に任せる。生産の苦しみを味わいたいとは思わない」と語る。

EV生産企業

生産の苦しみは、多額の資産を持つが経験に乏しいEVスタートアップ企業が経験している。リビアン・オートモーティブ<RIVN>の今年の生産台数の年初の市場予想は約4万台だったが、生産立ち上げに苦労して今では2万5000台と予想される。

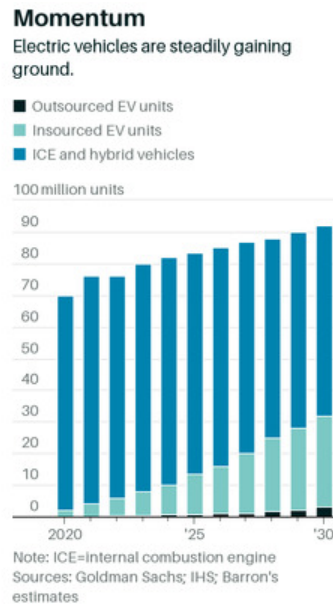
市場は高級EVスタートアップ企業のルーシッド・グループ<LCID>が、今年2万台を生産すると予想した。ルーシッドが2月に公表した当初ガイダンスはこれを下回る1万3000台だったが、8月にガイダンスを6000～7000台に下方修正した。

フィスカーのヘンリック・フィスカーCEOは「車にはかなり大型の部品が少なくとも1000点使われるが、部品3点が1ミリ違ったらドアは開かない」と本誌に語った。

最大のEVメーカーのテスラ<TSLA>も生産の問題に直面した。イーロン・マスクCEOは1月に「プロトタイプは簡単だが生産は大変だ」と語った。マスク氏は生産能力がテスラの競争優位性だと考えている。

受託組み立て企業

フィスカのオーシャンに加えて、マグナはメルセデス・ベンツのGワゴン、トヨタ自動車<7203>のスポーツクーペのスープラ、BMWのセダンの5シリーズとスポーツカーのZ4を生産する。これら車種に共通するのは生産台数が少ないことで、この4車種の米国の年間販売台数は約4万台だ。



iPhoneの主要生産メーカーのフォックスコンは自動車市場への参入を狙う。フォックスコンは2022年にローズタウン・モーターズ<RIDE>から旧GM工場を取得し、10月にはプロトタイプEV2車種を発表して、設計とエンジニアリングの能力をアピールしている。

ホンハイのヤン・リユーCEOはプロトタイプの発表リリースの中で「今後10年でホンハイはEV業界において自動車生産を再定義する」と述べた。

フォックスコンは2020年代末までにEV生産でのシェア10%獲得を目指す。それには数百億ドルの資金が必要だろう。大手自動車メーカーは合わせて3兆1000億ドルの資産を持ち、約2000億ドルの年間営業キャッシュフローを生み、1000億ドルを超える年間設備投資額を支える。市場はフォックスコンの営業キャッシュフローを約80億ドル、設備投資を30億ドルと予想している。

新旧の巨人

既存の自動車メーカーも立ち止まっていない。ゼネラル・モーターズ（GM）<GM>はEV組み立てと自社専用電池の生産能力に、2020年から2025年にかけて500億ドルを投資する予定だ。既にどれだけ投資したかは公表されていないが、今後3年間で必要な投資額は約300億ドルだろう。GMは2035年までにテスラのようなEV専門企業になりたいと考えている。

EV専門として最大のメーカーであるテスラは、今後数年間の年間営業キャッシュフローが150億ドルを超えると予想されており、EV事業の維持・拡大に年間70億～80億ドルを使うと予想される。

規模は優位性を生む。GMのポール・ジェイコブソン最高財務責任者（CFO）は「大規模メーカーは価格優位性を得る。小規模メーカーや受託生産企業ははるかに高い原材料価格での調達を強いられるかもしれない」と語る。

■ ワイルド・カード

アップルのEVへの野望を業界で知らない者はいない。アップルは2014年から自動車に取り組んでいる。かつてアップルで自動車事業に関わった幹部は今では業界のあちこちにいるが、その1人のダグ・フィールド氏は、今ではフォードでEVとデジタルシステムの開発を率いている。

アップルから自動車の計画についてのコメントは得られなかったが、いずれアップルブランドの自動車を発表しても、自社生産はしないだろう。しかし、アップルなら受託生産する企業を選べる。ファクトセットによると、市場はアップルが年間1000億ドル超のフリーキャッシュフローを当分の間生み出すと予想する。この金額は大手自動車メーカー全体のフリーキャッシュフローの総額とほぼ同じだ。

GMのメアリー・バーラCEOは「どの競合相手も企業も気になる。競合を過小評価すれば、自分が苦しむだけだ」と語る。

■ 一番確実な銘柄

委託生産のトレンドに投資する確実な方法はマグナだ。マグナは20年以上前から自動車の組み立てを行っており、受託生産事業は売上高と営業利益の約15%を占める。

予想PER（株価収益率）は約10倍で過去数年間の平均15倍を下回るが、ベンチマークのアナリスト、マイク・ワード氏はこれを安過ぎると考えている。ワード氏はマグナが「世界第3位の部品メーカーでほとんどの主要製品で競争優位に立つ」と語り、EVや自動運転車などの業界トレンドから恩恵を受ける良い位置にいると付け加える。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

4. 一見好調のゲーム会社ロブックスに死角あり

[投資戦略]

Roblox Has 57 Million Daily Users, Half Under 12. What Could Go Wrong?
株価が2回にわたり急落

■ 積極的な成長投資

私は子供たちに座らされ、学校支給のタブレット端末でクリスマスに欲しいもののプレゼンテーションを聞いた。恐ろしいひと時だったが、子供たちが将来、金融緩和局面で役に立つ新規株式公開（IPO）時のロードショー・スキルを習得しているのだと思うことにした。

2人のリストにはともにビデオゲーム会社ロブックス<RBLX>のデジタル通貨である「ロバックス」が含まれていた。今年はグロース株が苦戦しているが、ロブックスの株価は11月に予想を上回る損失を発表した時に21%、11月の売上高の伸びが鈍化したと発表した12月15日に16%と、2回の急落を経験している。

ロブックスはなぜ米国で最も好調な企業とは言えないのか。11月の1日当たり平均ユーザー数は5670



Gabby Jones/Bloomberg

万人であり、前年同月比で15%増加している。ユーザーは大半が子供（半数が12歳以下）であり、自分のアバター向けのパーカーやペット、ダンスの動き方を購入するため、親にロブロックスをおねだりする。交換レートはロブロックスが設定し、9.99ドルで800ロブロックスを手に入れることができる。大量購入や、ロブロックス・プレミアムに登録して定期購入すれば、より有利な交換レートが適用される。

ゲームやデジタル商品はユーザーが開発し、購入価格の30%がまずロブロックスに徴収される。開発者が現金を実際に手にするには10万ロブロックスを稼ぐ必要がある。大半のゲームはうまくいかず、ユーザーは自作のゲームに再投資するか、プレイヤーを獲得するためにプラットフォーム広告に支出する。開発者が10万ロブロックスを稼ぎ、これを換金する場合は350ドルにしかない。これに対し、10万ロブロックスを購入するには1000ドルが必要だ。

年間のフリーキャッシュフローは2020年の4億6800万ドルから、2021年は5億5900万ドルに増加したが、2022年はマイナスとなり、2023年もわずかなプラスにとどまる見込みだ。クラウドプラットフォームや新機能のための採用や投資を実施しており、その中にはウェブカメラで読み取ったプレイヤーの表情をアバターが真似る機能も含まれている。

現金の残高は30億ドルに上る。経営陣は2024年以降に支出急拡大の成果が表れると述べ、ユーザーの中で最も成長が早いのはヤングアダルト層であると指摘、海外には巨大な潜在成長力があり、10億人につながることを目指すとしている。

成長は鈍化

しかし、ロブロックスの投資判断を「買い」とする投資銀行ニーダムのアナリスト、バーニー・マクターナン氏でさえ、ユーザー利用のトレンドに「懸念がある」と指摘する。11月の1日当たり平均ユーザー数の増加率は前年同月比15%だったが、これは前年同月の半分に届かない。プラットフォーム上の販売を意味する「ブッキング」の推定増加率は、前年同月が22～24%であったのに対し、5～7%にとどまった。これはユーザー1人当たりのブッキング額が減少したことを意味する。

調査会社ベンチマーク・カンパニーのマイク・ヒッキー氏はロブロックスの投資判断を「売り」とし、多くの懸念事項を列挙する。子供のプレイヤーの大半は自分で支払いをしないため、忠実さに欠ける可能性がある。そして、親は一般的にプレイヤーではないため、ロブロックスに対する愛着はなく、景気後退になれば利用料を支払わなくなる可能性がある。ヒッキー氏は、事業上の課題があるにもかかわらず投資が急増していることに「驚いた」と言明、株価は「あまりにも割高」、経営陣は「明確なビジョンと規律に欠ける」、コロナ禍で成長を先食いしたなど、多くの懸念を指摘している。

株価売上高倍率（PSR）は、ゲームメーカーのエレクトロニック・アーツ＜EA＞が4倍、ソーシャル・メタバースと称するメタ＜META＞（旧フェイスブック）が3倍であるのに対し、ロブロックスは6倍

だ。

わが家については、妻が子供たちをしばらくタブレットから遠ざける決意をしていることもあり、ロックスをクリスマスプレゼントに選ぶつもりはない。

1月効果

1月効果（株価が年初前後に上昇する傾向）は消えてしまったようだ。投資家が節税のため年末に含み損のある銘柄を売却することで、株価が人為的に下がっているといった説明がなされていたが、売買手数料の低下に伴い、コンピューター売買によってこうしたアノマリーを活用することが可能となり、市場から払拭（ふっしょく）されてしまった。

1月効果が残っていたとしても、大半の投資家が気付かないような金融市場の片隅で気まずそうにしているだけだろう。クローズドエンド型債券ファンドという商品を聞いたことがあるだろうか。全体としては不人気であり、オープンエンド型（上場ファンドを含む）の110分の1の規模にすぎないが、熱烈なファンがいる。純資産価値（NAV）比で極めて割安で購入可能であり、利回りも債券の利回りを上回っている。彼らは「ミュニシパル・アドバンテージ・クオリティ・オポチュニティー・ストラテジック・インカム・ファンド」といったたぐいなら、課税対象利回り8%相当などと指摘する。

私の好みではない。こうしたファンドの多くはレバレッジをかけたリスクの高い商品であり、債券投資の意味を失っている。手数料も不快なものからひどいものまである。

しかし出来高が少なく、利回りが高く、今年は債券のパフォーマンスが芳しくないといった現実から、これらのファンドは1月効果を狙う候補となり得る。私は、債券のパフォーマンスが悪かった2018年に20%以上下落し、12月最後の週末から2019年のバレンタインデーまでの間に10%以上上昇したクローズドエンド型のファンドを抽出してみた。ブラックロック・ミュニイールド<MYD>、ヌビーン・ミュニシパル・ハイイールド・インカム・オポチュニティー<NMZ>、ブラックロック・ミュニベスト<MVT>、インベスコ・ハイインカム・トラスト<VLT>、ニューバーガー・バーマン・ハイイールド・ストラテジーズ<NHS>など、数十のファンドが該当した。

いくつか注意事項がある。一時的な反発は長期投資にはかなわない。だから、こんな投資はしないか、少額にとどめるべきだ。また、金利が上昇し、景気が減速する可能性がある局面でレバレッジのかかった債券やジャンク債を保有するのはリスクが高い。したがって、長く保有してはならない。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

5. 世界経済の成長が鈍化する中、基金の運用も転機に Endowment Holdings Face a Shake-Up as Global Growth Slows 小規模財団向けの委託運用を行うリンチ氏に聞く

[インタビュー]

大学基金にとって金融危機以来最悪の年



Photograph by Greg Stimac

今年は大学基金にとって、金融危機以来最悪の年であり、来年もあまり良い年ではないかもしれない。株式・債券市場の下落に加え、近年増えたプライベートエクイティやベンチャーキャピタルの保有資産に含み損を抱えている基金も多い。オルタナティブ資産の好調なパフォーマンスにより、2021年6月30日に終了した会計年度に、基金は平均30.6%の利益を上げ、2022年度の株式や債券の損失に対する緩衝材となった。ケンブリッジ・アソシエイツによると、直近の年度の基金の損失は平均7.8%（S&P 500指数は10.6%下落）だった。プライベートエクイ

ティやベンチャーキャピタルの評価損計上で、2023年度のパフォーマンスはさらに悪化する可能性がある。

ノースカロライナ州シャーロットを拠点に、基金、財団、非営利団体（NPO）のために合計112億ドルを運用するグローバル・エンダウメント・マネジメント（GEM）の共同設立者、ステファニー・リンチ氏に話を聞いた。GEMは、ロードアイランド・スクール・オブ・デザイン、ニューヨーク血液センター、ウッズホール海洋研究所などのクライアントに向けて、外部委託最高投資責任者（OCIO）として活動している。

本誌：寄付金の運用会社の多くは、直近の会計年度で損失を出した。今後の見通しは。

リンチ氏：2022年度は、2021年度とは対照的な年だった。非公開のオルタナティブ投資に対する機関投資家の信頼が、公開市場での損失の穴埋めに役立った。2023年度はどのような展開になるのか、興味深い。今年のテクノロジー関連株の急落を受け、ベンチャーキャピタルの保有資産のバリュエーションは低下せざるを得ないだろう。プライベートエクイティも多少悪影響を受けるが、同じではない。小型のバイアウトの評価額は、2021年に劇的に上昇したわけではなかったため、2022年に大幅な影響を受けることはないと予想される。レバレッジを効かせていない案件は、金利上昇の影響をあまり受けなかったし、市場の影響も受けない。バリュエーションは、企業レベルの事業内容に左右される。

Q：小規模の基金でも、プライベートエクイティやその他のオルタナティブ資産に投資すべきか。

A：オルタナティブ資産の運用会社は、資産と規模を必要とする。小規模の基金でもこの二つを兼ね備えたパートナーを見つけることができれば、オルタナティブ投資を行うことは問題ない。しかし、追加手数料のない運用手段を見つけることは困難だ。手数料が高いため、リターンを他の多くの関係者と共有しなければならない。当社は、顧客の資産をプールしてオルタナティブ投資を行っており、大手のプライベートエクイティやベンチャーキャピタルに投資している。

Q：クライアントのポートフォリオのあらゆる面に関与しているのか。

A：われわれの役割は、大規模な基金と同じようなことをしようとしている小規模な大学の基金や財団からアウトソーシングされた投資運用だ。長年にわたり、投資リターンと同程度にガバナンスと執行が重要視されてきた。今後数年間は、リターン低下や寄付金減少の中で生きることになりそうで、これらの問題は一層重要になる。

株式と債券の相関性が強まる環境で分散投資が重要に

Q：この変化について、ご自身やクライアントはどう考えているか。

A：低金利とそれに伴う全ての追い風によってバリュエーションが恩恵を受け、いわゆる「偉大なる緩和」を享受してきたが、今や、偉大なるボラティリティに直面している。金利上昇は持続的なトレンドであり、市場のボラティリティは今後も高止まりするだろう。人口動態、脱グローバル化、紛争の増加により、世界的な成長の低下が予想される。安価な労働力が徐々に失われ、サプライチェーンをより強固にする取り組みがもたらす構造的なインフレ上昇に対処しなければならない。資産配分が本当に重要になる。寄付金運用の世界でわれわれが活動してきた40年間のほとんどの期間で株式と債券は負の相関関係にあった。ようやくそれが変わり始めている。金利上昇が、債券にも株式にも打撃を与える。どこに身を隠せばよいのか。コモディティ関連投資や不動産など、分散投資に目を向ける必要がある。

Q：最高の投資機会はどこにあるか。

A：常に単年度の枠を超えて考えているが、新しい経済体制が始まる可能性に備えた市場の価格見直しのため、厳しい環境になることが予想される。株式と債券の相関が強まる中、NPOは相関性のない資産からのリターンを求め、資源関連投資への関心が高まっている。また、リセッション（景気後退）に強いディフェンシブなセクターへの投資が有利になると予想される。

非公開資産の市場においては、投資家は引き続き、最も評判の高い運用会社を支持する一方で、エクスポージャーの縮小を緩やかに進めると思われる。ある意味では、過去数年にわたりリターンの大きな原動力となってきた金利の影響が大きい長期性資産への過度のウェイトを解消し、よりバランスのとれたエクスポージャーに傾きつつある。

Q：米国株式の見通しは。

A：株式相場や債券利回りを短期的に予測しようとは思わない。景気後退のリスクが高いため、株式とクレジット投資をアンダーウェイトし、固定金利の債券よりは現金とインフレ指数連動国債（TIPS）を選好している。また、インフレ感応型資産のオーバーウェイトも継続している。景気後退はコモディティに不利だ。総需要が弱まれば、マージンで取引されるものに打撃を与える。しかし、今回のサイクルは金融危機の時とは大きく異なる。数十年にわたる投資不足で供給が損なわれ、金融資産から実物資産へのシフトはまだ続いている。

Q：中国に投資しているか。

A：マクロ的な賭けはあまりしたくないと考えている。上場証券のポートフォリオでは、世界株価指数に応じて市場ウェイトを維持し、ロングもショートもアクティブマネジャーを通じての投資を好んでいる。中国ではマネジャーの選択が非常に重要だ。中国を選好する理由の一つは、個人投資家の割合が最も高い市場の一つだからだ。かなり長い間、欧州市場をアンダーウェイトしてきた。それでも、ロシア産エネルギーへの依存度に関連した悪影響を受けている。ウクライナ紛争が明日終結したとし

でも、短期的には欧州経済に大きな影響を与えることはないだろう。国際的なリスクがより重要な部分を占めるようになるとクライアントとも話している。マクロの視点にもっと多くの時間を費やす予定だ。

Q：GEMはブロックチェーンやその他の暗号資産（仮想通貨）をどのように扱っているか。

A：ベンチャー投資の一部を通じて、主に暗号エコシステムのインフラを構築している企業に少額のポジションを取っている。暗号資産が時間の経過とともに重要性を増すか減じるかについては分からないが、勝者と敗者が大きく分かれると考えている。当社のベンチャー投資のマネジャーは、暗号、人工知能、長寿科学などのイノベーションの領域で優位性を築いて、判断を下すのに最適な立場にある。

Q：OCIOの重要なトレンドは何か。

寄付を受けた団体の支援において投資オフィスが果たす役割は、今後ますます重要になることは想像に難くない。クライアントは今後、投資リターンの低下に直面するため、執行が最も重要であることを意味する。

Q：環境、社会、ガバナンス（ESG）のレンズを通した投資への関心は、引き続き高いか。

A：特に、ESGファンドに関連するネガティブな報道、ESGファンドの意図と最終的なリターンやマーケティング方法との比較という文脈で、より多くの関心が集まっている。市場には、ESGファンドに対する不信感が蔓延（まんえん）している。また、財団のミッションと投資との整合性についても関心が高い。財団側は資金に対して大きな責任感を感じている。われわれが行うインパクト投資において重要な役割を果たすのは、多様性、公平性、気候変動への対応という三つの課題だ。

慎重姿勢が重要

Q：今年残りの期間から2023年にかけて、夜も眠れなくなるようなことがあるか。

A：連邦準備制度理事会（FRB）は、ピーク金利の高さというよりは経済活動に制約的なスタンスを維持する期間という点でオーバーシュートする可能性が高いため、市場はここから下落する余地がある。7月と第4四半期の大半で見られた株式市場の上昇は、市場参加者がそれを受け入れる準備がまだできていないことを示唆している。金利市場はFRBが2023年初めに金利を引き下げること織り込んでいるが、これは時期尚早で、結局、失望を誘うだろう。

もう一つの問題は、金利が経済活動に影響を及ぼすまでの時間がまだ十分でないことだ。イールドカーブは大幅に逆転している。住宅市場が低迷し始め、2023年の業績見通しも低下し始めている。レバレッジドパイアウトの資金調達活動も鈍化し始めている。金融政策と実体経済との間の伝達メカニズムは即効性がない。過去最速の利上げサイクルを経たところだが、無料で手にできる流動性に支えられたバリュエーション環境が10年間続いてきた。全ての影響が明らかになれば、何らかの形で景気後退に向かうと考えるのが自然だ。私はそれが深刻なものでないことを望んでいるが、保守的な姿勢を維持している。長期的な視点に立つことができる立場だが、下振れから身を守ることがこのサイクルでは正しい姿勢だ。

By Mary Romano
(Source: Dow Jones)

6. FRBの政策ミス、株式市場に打撃も

[米国株式市場]

The Fed Is Making a Mistake—and the Stock Market Will Pay the Price
過剰なインフレ対応で景気後退に陥る恐れ

FOMCの結果発表後に急落



Spencer Platt/Getty Images

人は誰でも間違いを犯すものだが、米連邦準備制度理事会（FRB）はほとんどの人よりも大きな間違いを犯しているのかもしれない。そのため、2023年が株式市場にとって再び困難な年となる可能性がある。

先週開催された12月の米連邦公開市場委員会（FOMC）後の株式市場では、こうした懸念が前面に押し出された。FRBは市場を驚かせることなく、誰もが予想していた通りにフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を0.5%引き上げ、投資家が徐々に受け入れていた5%強のター

ミナルレート（政策金利の最終到達点）が示唆された。ただし、FOMC参加者の金融政策の見通しを示すドットプロットは、パウエル議長がタカ派的な姿勢を続ける中、金利が上昇し、高止まりせざるを得ないというFRBの信念を反映していた。

株式市場における売りの動きはすぐに始まり、週末16日まで続いた。先週の主要株価指数を見ると、S&P500指数は2.1%下落して3852.36、ダウ工業株30種平均は1.7%下落して3万2920ドル46セントで引けた。ナスダック総合指数は2.7ポイント安の1万705.41となり、3指数すべてが下落したのは2週連続だ。小型株のラッセル2000指数は1.9%安の1763.42で週末を迎えた。

インフレの動向

この下落は、単に10月12日の安値から14.1%上昇していたS&P500指数が一息つく必要があったことを反映しているだけかもしれないが、FRBのメッセージに何か暗いものが隠されている可能性もある。FRBのドットプロットでは、2023年の経済成長率は0.5%で、失業率は年末までに4.6%に達すると予想されている。この数値はFRBが景気後退を予測しているのに近いことを示すが、それでもFRBはそのまま利上げを計画している。スミス・キャピタル・インベスターズの創業者ギブソン・スミス氏は、「FRBは行き過ぎたし、やり過ぎた」と言う。

ほんの数カ月前まで悪役のように考えられていたインフレさえも、悪役ではないかもしれない。11月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比7.1%の上昇と市場の予想を下回り、上昇率は10月の同7.7%、ピークだった6月の同9.1%から低下している。

同様に重要なことは、11月のCPIは10月からの上昇率がわずか0.1%にとどまった点だ。このまま前月比0.1%の上昇が続けば、CPIの前年比上昇率は来年3月には4.1%となり、5月には3%を下回ることになる。CPIの前月比上昇率0.2%が続けば、前年比上昇率は5月までに4%を下回る見通しだ。これは、FRBがインフレとの闘いにおいて、多くの投資家の評価よりもはるかに先を行っている可能性を示唆し

Market Snapshot



Source: FactSet

ている。

モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントで米国株ポートフォリオマネジャーを務めるアンドリュー・スリモン氏は「3カ月という短い期間で、CPIの数値はFRBの2023年末時点までの予測値を下回る可能性がある。それはFRBのタカ派姿勢が強過ぎることを即座に証明することになる」と述べる。

株式市場は既にこのシナリオを考えているようだ。ネッド・デービス・リサーチの米国チーフストラテジスト、エド・クリソルド氏は株式と債券の1年相関が2007年以降で初めてマイナスに転じたと指摘する。つまり、債券価格が下落する時に株式が上昇し、その逆もまたしかりということだ。

これは、経済成長を回復させるためにFRBの利下げが必要となるデフレではなく、利上げを必要とするインフレと闘う体制に、米国経済が移行しているためかもしれない。ただし、ドットコム・ブームが破綻した1999年9月から2000年8月までと、金融危機の前兆として不動産市場に亀裂が入り始めた2006年4月から2007年7月までの利上げサイクルで起きたように、FRBが間違いを犯している兆候の可能性もある。

クリソルド氏は「市場はFRBに金利はもう十分に上がったと告げていたのであり、最終的にFRBが金利を上げ過ぎて景気後退に陥ったのだ」と説明する。

景気後退に至った時の市場の動き

FRBのパウエル議長は愚かではない。彼は結局、ドットプロットに示されるように、経済が直面している脅威が何であるかを分かっているはずだ。つまり、景気後退を回避することよりもインフレを抑えることが重要であると判断したようであり、正直に言えば恐らく正しいと思われる。インフレ率は低下しているように見えるものの、インフレ指標や経済モデルがいくつか軟化するだけではならず、もっと多くの根拠が必要となる。

CIBCプライベート・ウェルスUSで最高投資責任者（CIO）を務めるデーブ・ドナベディアン氏は、「投資家は、世界的な不況が訪れるが中央銀行はそれを気にしていないと結論付けている。インフレの問題はまだ残っており、中央銀行はそれを解決する必要がある」と述べる。

しかし、経済の急速な減速とインフレ率の低下を受けて、FRBは予想より早く方針を転換せざるを得なくなる可能性がある。インベステック・リサーチの創設者であるジェームズ・スタック氏は、その場合、政策の変更で弱気相場が終わることはないだろうと言う。

1950年以降、FRBが利上げサイクルで最後の利上げを行った後のS&P500指数の最大下落率は平均すると18%で、下落しなかったのは1989年と1995年の2回だけだ。これは、FRBが利上げの終了を示すシグナルを出せば株価が上昇する可能性が高いにもかかわらず、方向転換が喜ぶべきものではないことを示唆している。スタック氏は「誰も方向転換が重要かどうかを問うていないようだ」と語る。

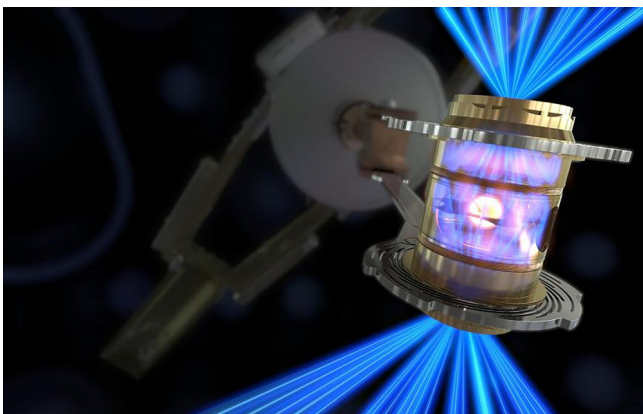
方向転換の重要性を考えないことが最大の過ちかもしれない。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

7. 2023年、原油価格の大幅上昇は望めず Why You Shouldn't Expect Another Breakout Year for Oil Prices クリーンエネルギー台頭と景気後退が逆風に

[コラム]

2022年の原油価格は前年の予想を大きく上回った



Courtesy Lawrence Livermore National Laboratory

石油・天然ガス業界のアナリストは簡単な仕事に思える。市場動向が即座に反映される先物取引所でエネルギー・コモディティーの価格を簡単に把握でき、政府の調査員らが需給データを毎週発表する。ドローンが石油貯蔵施設の上空を飛び回り、需要の目安となる石油タンクの蓋の高さを中継することもある。より高価なツールを使えば、交通量やクレジットカード情報から、個人が給油した際の金額や給油のタイミング、スナックを買ったかどうかまで把握できる。にもかかわらず、原油価格の予想は極めて難しい。現在のように石油・天然ガス生産者が

掘削計画を発表し、忠実に実行していてもそれは変わらない。

例えば、2021年12月31日、アナリストは（世界的ベンチマークである）ブレント原油価格について、2022年は平均1バレル＝73ドルと予想していた。実際には平均101ドルとなっている。米国産標準油種のWTI先物相場も、ウォール街の予想を25ドル上回る1バレル＝95ドルだ。ウォール街は、原油価格が現在の75ドル前後から2023年には100ドルもしくはそれ以上に上昇すると予想しているが、景気後退局面で原油は50ドルまで急落した前例もある。50～100ドルなら高い方に賭けたいが、そもそもなぜここまで幅があるのか、なぜエネルギーのアナリストの仕事が楽ではないのかは一考に値するだろう。

エネルギー市場に三つの変化：ロシア、水素、核融合

エネルギー市場が直面する主な課題は、複数の変化が同時に起きていることだ。確かにガソリンの毎週の売り上げは一目瞭然だが、プーチン大統領が北大西洋条約機構（NATO）に対する20年来の恨みを爆発させ、ウクライナに侵攻する時期を予想するのははるかに困難だった。今、世界の石油の1割、天然ガスの場合はそれ以上が、プーチン氏の気分次第で動いている。

二つ目の変化は、今まで高価で普及しなかったクリーンエネルギーの水素が、突如コスト的に現実味を帯びてきたことだ。天然ガスの価格高騰で相対的に水素が割安に見えてきたというのが大きな理由だが、米国では多額の助成金がこの産業向けに支払われている。水素は約10年後に産業施設やトラックのエネルギー源になると予想されてきたが、今では2030年よりかなり前に普及すると見込んだ企業が数百億ドルを投資している。欧州連合（EU）でも2050年までに電力の20%を再生可能水素が占めると予想され、ロシアのエネルギー依存からの脱却の要になると考えられている。

三つ目の変化は13日に発表された核融合反応実験の成功だ。ローレンス・リバモア国立研究所の科学者は、燃料ペレットに192個のレーザー光を照射し、宇宙の星や爆発する核兵器内部のような温度と圧力によりヘリウムを生成し、エネルギーを放出させることに成功した。核融合実験はこれまでも行われてきたが、今回の実験が画期的だったのは、投入されたエネルギー量を上回るエネルギーが生み出されたことだ。科学者はこれを「点火」と呼ぶ。核分裂同様、核融合は二酸化炭素を排出しないエネルギーとして期待されており、しかも核分裂よりはるかに強力で核廃棄物も出さない。モルガン・スタンレーのアナリスト、エドワード・スタンレー氏は、コップ1杯の重水素（水に含まれる水素の一種）で理論的には1000万ポンドの石炭と同量のエネルギーが得られると書いている。

マイケル・バインダーバウアー氏は、1990年代からこの瞬間に向けて取り組んできた。20年以上前に、非現実的と言われていたクリーンエネルギーを提供できる核融合企業を目指して、TAEテクノロジーズを共同設立した。ローレンス・リバモア研究所の科学者は、核融合を利用してクリーンなエネルギーを安定的に生産できるようになるにはまだ何十年もかかると考えているが、バインダーバウアー氏はもっと短期間で達成できる方に賭け、「10年以内に民間企業が初の核融合発電所を稼働させることになると思う」と話す。ただし、それには30億ドル超を投じて野球場サイズの研究室で行われた実験を安全に再現する必要がある。また、1回きりの反応ではなく無限に反応させ、価格は現在の電気代と同程度でなければならない。

しかし、夢の世界にいるのはバインダーバウアー氏だけではない。TAEテクノロジーズには、実際に資金を投じている後援者がいる。グーグルの親会社のアルファベット<GOOGL>と石油・ガス大手のシェブロン<CVX>は、今年2億5000万ドルの資金調達ラウンドに参加した。そして、それはリバモア

研究所のニュースの前のことだ。バインダーバウアー氏は、今、投資家から電話が殺到していると言う。平均的な一般投資家にとって、核融合に賭けるのは明らかに難しい。なぜなら、核融合を純粋な事業として行っている上場企業がなく、重水素の先物市場もまだ存在しないからだ。しかし、その動向に注目する価値はある。

バインダーバウアー氏は、「石油やガス、そして炭素を排出する発電設備に大きなエクスポージャーを持つ投資家は、『ヘッジをしないでいられる余裕があるのか』と自問する必要があるだろう」と言う。

2023年の原油価格予想に変化

石油やガスの投資家は、核融合について夜も眠れないほど心配する必要はないだろう。他に心配すべきことはいくらかもある。

ほんの数週間前まで、2023年の原油価格には極めて強気になれる状態だった。欧州が海上輸送によるロシア産石油の輸入を禁止し、同国から輸出される石油に価格上限を設けたことで、ロシア産石油は市場から完全に排除され、買い手はロシア産を除く限られた世界の供給から調達するしかないと思われたからだ。一方、需要サイドでも、中国がコロナ規制を緩和し始めたことから、石油・ガスの利用が活発化すると見込まれていた。

これらの要因から、ウォール街のほぼ全てのアナリストが、来年の原油価格は平均して90ドル以上、中には100ドルを優に超えると予想している。ブレント原油の2023年の予測値平均は95ドルだ。しかし、先物市場はこれとは異なり、2023年半ばには80ドルになると予測している。ブレント原油先物（ICE）の2023年2月物は79ドルだ。リセッション（景気後退）の懸念が供給ショックを上回っているといえる。あるいは、アナリストがよく言うように、米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長がプーチン大統領よりも重要な存在になったためだろう。

世界経済が減速する中、エネルギー需要はアナリストの予想を上回るスピードで減少している。投資・商業銀行チューダー・ピカリング・ホルトのアナリストであるマット・マーフィ氏によれば、一年のうち通常であれば在庫が減少する時期なのに、世界中の貯蔵タンクに石油が積み上がっているという。中国のコロナ政策は不透明なままだ。一方、ロシアは制裁を受けた石油のほとんどを中国とインド向けに振り向けたようだ。実際、ロシアへの制裁の正味の結果は、原油にとってアナリストが予測する強気になれる混乱ではなく、弱気となる可能性がある。

S&Pグローバルのバイスチェアマンで、石油市場の生き字引でもあるダニエル・ヤーギン氏は「中国が強く反発しない限り、ロシア産石油への価格上限は原油価格を引き下げることができるように感じられる」と言う。

リセッションになれば、原油価格はさらに下がるかもしれない。データトレックの共同設立者であるニコラス・コラス氏は、最近のリセッション時には原油価格が40～50%下落する傾向があったと書いている。これは、今年のWTIの平均価格の見込みが95ドルならば、2023年には57ドルか、あるいはそれ以下にまで下落する可能性があることを意味する。

原油価格は底堅い

しかし、そうなるとは考えにくい。原油価格が下落する過程には、あまりにも多くの仕掛けがある。石油輸出国機構（OPEC）は、原油価格が80ドルを下回った時点で介入し、減産に踏み切り、原油価格を安定させた。OPECは2023年にはさらに減産を余儀なくされるかもしれない。原油価格が下がれば下がるほど、OPECメンバーの減産へのインセンティブは高まるばかりだ。

米国もまた、原油価格が下落しすぎないようにするインセンティブを持つ。バイデン大統領が繰り返しガソリン価格を下げようとして、戦略石油備蓄（SPR）から前例のない量の石油を放出したのが1年前だということを考えると、それは奇妙に思えるかもしれない。しかしバイデン大統領は、米国は原油価格の暴落を防ぐために備蓄を利用するとも言っている。政府は生産者に対し、より多くの原油を採掘するインセンティブを持たせることを望んでいるからだ。

12月16日に米エネルギー省は、2月に引き渡しされる原油の入札を行い、原油の買い戻しを始めると発表した。これは「生産者がSPRに売却する際の価格が固定されていることを知った上で、今日の投資を行うことができる保証を与える」計画の一部だ。

最初の購入量はわずか300万バレルで、SPRの総備蓄量の1%にも満たないが、これは原油価格を基盤とした国家エネルギー戦略の進化を示している。エネルギー株は2022年に50%上昇した後でもあり、2023年の上値余地はそれほど大きくはないだろう。しかし、底値はますます堅固になっていきそうだ。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

8. 2023年もハイテク株が低迷する理由

[ハイテク]

A Year to Forget for Tech. Why 2023 Might Not Be Much Better.
注目すべき投資テーマとは？

ハイテク株低迷の主因はFRBの利上げ



Nic Coury/Bloomberg

ハイテク投資家にとって2022年は非常に悪い年となっている。そして、2023年もあまり良くはないかもしれない。

ナスダック総合指数は年初来で32%下落し、40%下落した2008年以来的下落率となっており、かつての超割高株の中には下落率が50%、70%、90%となっているものさえある。新規株式公開（IPO）市場は閉鎖状態にあり、2022年の資金調達額は前年比97%減少。暗号資産の価値は低迷し、広告市場は軟調で、クラウドコンピューティングは減速し、企業のIT支出は鈍化

し、PC市場は閑散としている。しかも売上高はドル高による打撃を受けている。

最大の問題は、米連邦準備制度理事会（FRB）がインフレと闘うために利上げを続けていることだ。金利が上昇すると将来の利益の現在価値が低下するため、ハイテク株にとって利上げは毒だ。2年物国債の利回りは年初の0.7%から現在は4.2%に上昇している。

筆者は先週、アナリストやポートフォリオマネジャーと2023年のハイテク業界の見通しについて話し合い、来年の予想に関する共通したメッセージを抽出した。ハイテク投資家が2023年の戦略を立てる際に考慮する必要があるテーマは次の通りだ。

2023年の最大の焦点はやはり金利と景気後退

FRBのパウエル議長が12月14日の記者会見で「物価の安定を回復するには、引き締め的な政策スタンスを当面は維持する必要があると思われる」と述べたことから明らかなように、FRBによる利上げはまだ終わっていない。FRBが利上げを続ける限り、ハイテク業界への逆風はやまない。

先週の株価急落は、国内総生産（GDP）成長率がマイナスになるまではFRBによる利上げは終わらないとの市場の新たな確信を反映したものだ。そして景気が軟化した時の逃避先はない。ハイテク企業の直近の決算では、クラウドコンピューティングやセキュリティソフトウェアといった景気後退に強いと思われるセクターでさえ減速の兆候が見られた。事態は良くなる前に悪化する可能性が高い。

決済発表シーズンに注意

来年の業績に関するコンセンサス予想が高過ぎるのはほぼ間違いない。2023年の1月下旬に第4四半期決算発表シーズンが始まると、多くの企業が2023年の業績ガイダンスを発表する。悪いニュースに備えるべきだ。コンセンサス予想はS&P500指数の2023年の1株当たり利益（EPS）を230ドルとしている。だが、モルガン・スタンレーの予想は195ドルで、今年の予想である218ドルからほぼ11%減少する見込みだ。この予想が正しければ、株価は低迷するだろう。

筆者は昨年の記事で、ハイテク株のロングショート戦略に特化したヘッジファンドであるサトリ・ファンドを運営するダン・ナイルズ氏の「ハイテク株の行く手には問題が待ち受けている」との発言を紹介した。この時のナイルズ氏のトップピックは現金だった。これは賢明な判断で、実際、いくつかの賢明なショートポジションのおかげもあり、今年のリターンはプラスだったとナイルズ氏は述べている。ナイルズ氏は引き続き、S&P500指数が最近の水準からさらに20%超下落し、3000で底打ちすると考えている。

ナイルズ氏は「2023年に典型的な景気後退に突入するだろう。失業率が上昇し、成長は鈍化し、業績ガイダンスは恐ろしいものになる」と予想している。

一方、インディペンデント・ソリューションズ・ウェルス・マネジメントのポートフォリオマネジャー、ポール・ミークス氏は、景気後退が訪れるものの、過去の下降局面よりも短くて浅いものになるとみており、「早ければ2023年夏までに明確な投資機会が訪れるだろう」と述べている。

中国株に回帰

ナイルズ氏は中国株にも関心を持っており、「重要なのは金融政策だ」と指摘する。米国が金融を引き締める一方で中国が金融を緩和し、さらに中国がハイテク株に対する厳しい規制とゼロコロナ政策の両方を緩和し続けた場合、中国のハイテク株が上昇する可能性があると言う。

筆者の予想

筆者は、ナスダック総合指数が2023年春に安値を更新した後に反発するものの、通年では20年ぶりの2年連続の下落になると予想している。

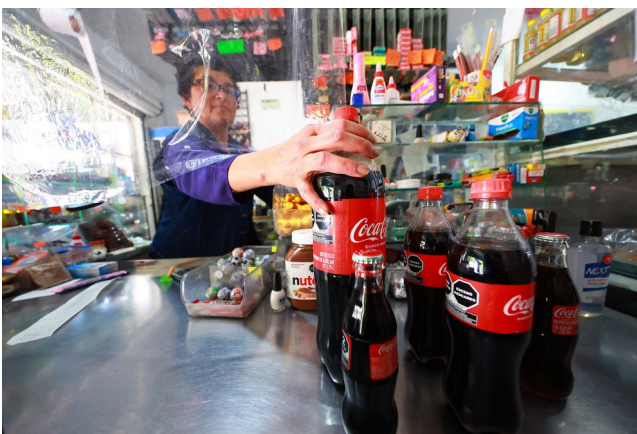
個別銘柄に関する筆者の予想は次の通りだ。1) ストリーミング動画配信サービスの分野で合従連衡が起こる。2) アップル<AAPL>は全米プロフットボールリーグNFLの「サンデーチケット」の放映権を獲得するが、拡張現実/仮想現実ヘッドセットを発売しない。3) メタ<META>（旧フェイスブック）の中核事業の業績は悪化し、最高経営責任者（CEO）のザッカーバーグ氏はメタバースの支出を削減する。4) マイクロソフト<MSFT>が連邦取引委員会（FTC）に勝訴し、ゲームソフト大手のアクティビジョン・ブリザード<ATVI>を買収する。5) 2023年の最大のIPO銘柄は、スポーツライセンスに基づく商品の製造・販売などを手掛けるファナティクス。6) 半導体株は下半期の上昇相場をリードする。7) イーロン・マスク氏は不相応に多くの注目を集め続ける。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

9. 苦しかった1年を経て、債券は今が買い時 Bonds Have Had a Brutal Year. Now Is the Time to Buy. 2023年の債券市場に期待できる理由

[インカム投資]

インフレ抑制策に打ちのめされた債券市場



Hector Vivas/Getty Images

債券投資家は、2022年が間もなく終わることを喜んでいることだろう。ヌベーンでグローバル債券部門の最高投資責任者（CIO）を務めるアンダース・パーション氏は、「市場の大半が10%超下落していることを考えると、長くかなり苦しい1年だったのは間違いない」と述べる。

米連邦準備制度理事会（FRB）によるインフレ抑制のための積極的な短期金利引き上げが、債券価格に重くのしかかっている。ブルームバーグ米国総合債券インデックスは、利払いを含め

年初来で約11%下落している。ハイイールド債、長期国債、投資適格債に連動する上場投資信託（ETF）も、軒並み2桁台の下落率を記録している。

しかし、この惨状は2023年には良い結果につながるかもしれない。パーション氏はその根拠として、「投資家にとってより興味深く魅力的な利回り水準から始まることになる」と指摘する。例えば、10年物米国債の利回りは、2021年末の約1.5%から直近では約3.5%に上昇している（債券の価格と利回りは反比例して動く）。

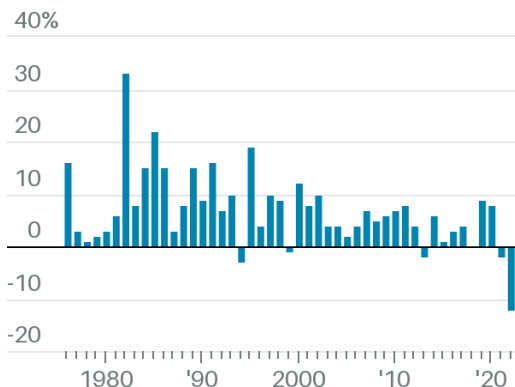
JPモルガン・アセット・マネジメントの債券調査部門を統括するケイ・ハー氏は、「世界は低水準の利回りと、そのために債券からそれほど多くのインカムを得られないことを受け入れていた。それがついにリセットされた」と述べる。

短期債券利回りが魅力的な水準に

Bond Rout

2022 is shaping up to be the worst year for bonds since the mid-1970s.

Annual Return for the Bloomberg U.S. Aggregate Bond Index



Note: 2022 return through Dec. 9.

Source: J.P.Morgan Asset Management

新年に向けた明るい材料は、1年前よりも債券から得られるインカムが大幅に増えていることだ。今年は金利が劇的に上昇し、多くの投資家が比較的短期の債券に手を出した。例えば、2年物米国債の利回りは4.2%程度だ。

これに対し、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントで債券投資部門のCIOを務めるアシシュ・シャー氏は、「現金や国債から投資適格債に移行すれば、大きなリスクを取ることなく追加的な利回りを得られる」と指摘する。SPDRポートフォリオ短期社債ETF<SPSB>は、最近の最終利回りが約5%だった。

マッケイ・シールズのグローバル債券チームで共同責任者を務めるスティーブ・チャンチ氏によると、同社の投資適格債券戦略から得られる利回りは5~7%で、最近までの水準とは対照的になっている。チャンチ氏は「これくらいの利回りを得るために、ポートフォリオ・マネジャーは、上

場債券以外の非上場債やハイイールド債、その他そこまで質の高くない資産クラスに移行する必要があった」と述べる。

長期国債から得られるヘッジ効果

債券投資家は間違いなくFRB、特にその金利政策を注視している。ハー氏は「FRBが何をしようとしているのか、インフレはどうなるのか、景気後退の可能性はどうか、そういった要素を織り込んでおく必要がある」と述べる。逆イールドカーブ状態もあって、景気後退の可能性は高いと考えられている。しかし、FRBがソフトランディングを実現できた場合は特に、景気後退の程度は不透明だ。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズでアクティブ債券運用のグローバル責任者を務めるマット・ネスト氏は、2023年の最良の投資先として長期国債を挙げる。10年物国債価格はこのところ上昇しているが、これは債券市場がインフレと経済成長の減速を見込んでいる結果であるとネスト氏は指摘する。10年物国債利回りは10月の4.25%から直近では3.5%に低下している。

ネスト氏は、長期国債はソフトランディング、ハードランディングのいずれに対しても良いヘッジに

なるとみており、「ソフトランディングなら、インフレは減速し、景気後退もなく、債券をめぐる状況は全てうまくいく。だがハードランディングになれば、国債は好調な一方で他が全て不調となる」と語る。そのような状況では、国債は逃避先とみなされるだろう。

パーション氏によると、ヌビーンは「もう少し質の高い投資先に偏っており、分散を非常に重視している」という。検討対象には投資適格の下限であるBBB格の社債や、ハイイールド債の上限であるBB格の銘柄が含まれている。

■ 今後に期待できる地方債とREIT

地方債は年初来約7%下落しているが、これは債券市場全体よりも傷は浅い。ヌビーンで地方債を担当するジョン・ミラー氏によれば、優良地方債の利回りは4%を超え、年初の約2倍の水準に達している。ミラー氏は、魅力的なバリュエーション、高い信用力、地方自治体の健全なキャッシュレベル、新規債券の供給量の少なさから、地方債セクターは全体として景気後退に耐えられる状態にあると付け加える。

インカム投資家に人気の不動産投資信託（REIT）も苦戦している。iシェアーズ・コア米国REIT ETF＜USRT＞の年初来のリターンはマイナス20.5%だ。分配金が魅力的なREITは、債券に似た性質があるとされ、金利上昇やインフレの影響を受けやすい場合がある。

不動産を分析するグリーン・ストリートで調査部門のディレクターを務めるセドリック・ラシャンス氏は、「REITは現在、ほぼ適正価格となっている。金利が上昇していた時期、REITは長い間そこから遠ざかっていた。今日の価格は入り口としては悪くない」と述べる。

■ 引き続き魅力的な配当株

今年、インカム投資家にとって数少ない明るい話題は、配当株だった。飲料大手コカ・コーラ＜KO＞や製薬大手ジョンソン・エンド・ジョンソン（J&J）＜JNJ＞などの有力銘柄を含むS&P500配当貴族指数の年初来のリターンはマイナス2.5%と、S&P500指数のマイナス14%を大きく上回っている。

ビーオブエー・セキュリティーズで米国株・クオンツのストラテジストを務めるサビタ・スブラマニアン氏は、2023年にはS&P500指数の利益が10%程度減少すると予想しているが、「これは通常、配当のリスクとなる。しかし、配当性向の低さを考えると、現時点で配当が安全でないと思われるセクターはほとんどない」と述べる。ビーオブエー・グローバル・リサーチによれば、S&P500指数の配当性向は約30%で、長期平均の50%をはるかに下回っている。

アメリカン・センチュリー・インベストメンツでポートフォリオ・マネジャーを務めるマイケル・リス氏は、「不況でも利益が落ち込まず、配当を維持できる優良銘柄に投資していれば、うまくいくだろう」と話す。リス氏は一例として、配当利回りが2.6%の石油サービス企業ベーカー・ヒューズ＜BKR＞を挙げている。

By Lawrence C. Strauss
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

The Valuation Game: SpaceX Soars as Elon Musk Slips to No. 2

スペースXの評価額上昇も、マスク氏は世界一の富豪の座から陥落

スペースX、企業価値でロッキード・マーチン抜く

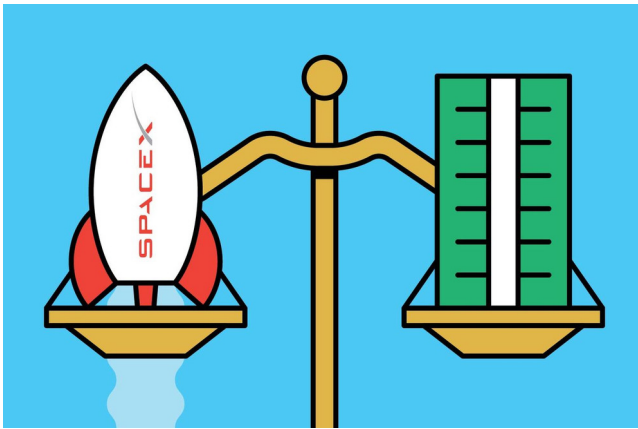


Illustration by Elias Stein

イーロン・マスク氏にとって静かな時はほとんどない。ブルームバーグは12月12日、マスク氏が最高経営責任者（CEO）を務める宇宙開発会社スペースXが資金調達を行うと報じた。1株当たり77ドルのオファーにより、スペースXの企業価値（EV）は12%増の1400億ドルとなる。

そうなればスペースXの評価額は、軍事用航空機・宇宙関連機器のロッキード・マーチン<LMT>を超える。ロッキード・マーチンは負債を含む企業価値が1370億ドルで、欧米ではレイセオン・テクノロジー<RTX>とボーイング<BA>に次ぐ第3位の防衛・航空宇宙関連企業である。

もちろん、規模が全てではない。ディフェンス・ニュースによれば、中国で艦船の製造を行うチャイナ・シップビルディング・インダストリー（中国船舶重工集団動力）<600482.上海>や防衛複合企業の中国兵器工業集団（チャイナ・ノースインダストリーズ・グループ、NORINCO）の2022年売上高は、ロッキードの650億ドルを超える。どちらも国有企業であり、企業価値の算出は難しい。非公開企業であるスペースXも財務内容を開示していない。約60回のミッションと、開発中のスターリンク衛星Wi-Fi（ファイファイ）事業からの売り上げは数十億ドルに上るとみられるが、まだ赤字の模様だ。

スペースXの売り出しが首尾よくいけば、マスク氏の資産はさらに70億ドル増加する。マスク氏にとっては必要なことかもしれない。ツイッターでの損失と電気自動車（EV）メーカーのテスラ<TSLA>の株価下落により、マスク氏は世界一の富豪の座から陥落した。現在、テスラ、ツイッター、スペースX、トンネル掘削会社ボーリング・カンパニー、医療ベンチャーのニューラリンクの持分から成る個人資産評価額は50%減少して1640億ドルだ。ブルームバーグによると、12月12日の週の時点で、世界一の富豪は高級ブランドのLVMHモエ・ヘネシー・ルイ・ヴィトン<LVMUY><MC.フランス>のベルナール・アルノーCEOである。

今週の予定

12月19日（月）

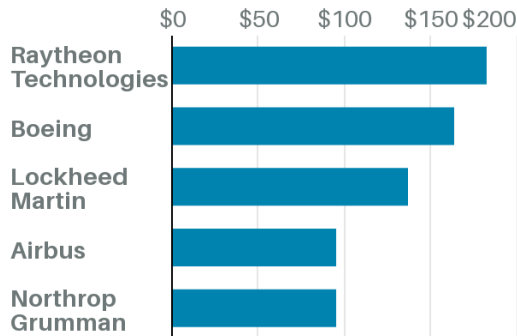
・全米住宅建設業協会（NAHB）が12月の住宅市場指数を発表。エコノミスト予想は33と11月と同じ。同指標は今年に入り毎月連続で低下しており、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）以来、最低の水準にある。住宅ローン金利の上昇や住宅価格高騰により、住宅建設業者は住宅市場の見通しに悲観的となっている。

12月20日（火）

Top-Tier Defense

Elon Musk's SpaceX now has a private valuation just above Lockheed's market value.

Enterprise Value of Top 5 Publicly Traded Defense and Aerospace Companies



Source: FactSet

・スポーツ用品大手ナイキ<NKE>が2023年度第2四半期の決算発表。株価は年初来36%下落している。一因は売上の6分の1を占める中国での売上減少である。

・金融データ・ソフトウェアサービスのファクトセット・リサーチ・システムズ<FDS>、物流サービス大手フエデックス<FDX>、食品大手のゼネラル・ミルズ<GIS>が四半期決算発表。

・日銀が政策金利を発表。中央銀行による金融引き締めグローバルトレンドに反して、短期政策金利を現行のマイナス0.1%に維持するとみられる。

・米国勢調査局が11月の新設住宅着工件数を発表。予想は季節調整済み年率換算141万戸と10月からやや減少。

12月21日（水）

・制服メーカーのシンタス<CTAS>、半導体大手マイクロン・テクノロジー<MU>が決算発表。

・コンファレンス・ボードが12月の消費者信頼感指数を

発表。コンセンサス予想は99と、11月から約1ポイント低下。同指標は夏の間の落ち込みからは回復したが、ここ1年で急激に低下している。

・全米不動産業者協会（NAR）が11月の中古住宅販売件数を発表。エコノミスト予想は季節調整済み年率換算で420万戸と、10月から23万戸の減少。10月の中古住宅販売価格の中央値は37万9100ドルと、前年同月比6.6%の上昇。

12月22日（木）

・中古車販売大手カーマックス<KMX>、中小企業向けアウトソーシング・サービスのペイチェックス<PAYX>が決算コンファレンスコールを開催。

・米商務省経済分析局（BEA）が第3四半期のGDP確定値を発表。予想成長率は季節調整済み年率換算2.9%と、改定値と変わらず。

12月23日（金）

・BEAが11月の個人所得および消費支出統計を発表。個人所得の予想は前月比0.4%増（10月は0.7%増）、個人消費支出（PCE）は同0.4%増（10月は0.8%増）。FRBがインフレ指標として重視する食品とエネルギーを除くコアPCE物価指数の予想は、前年同月比4.7%の上昇（10月は同5.0%の上昇）。

・国勢調査局が11月の耐久財受注を発表。耐久財受注額のコンセンサス予想は前月比0.7%減の2755億ドル。

By Al Root
(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』 2022/12/18

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 © 2022 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます