

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/01/08

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. ハイテク企業による過剰支出の代償 - Tech's Bill Is Coming Due. Investors Aren't the Only Ones Who Will Pay [カバーストーリー]
投資家だけでなく従業員と消費者にも悪影響 P.1
2. テスラの暴落した株価は買い時に見える - Tesla's Battered Stock Looks Like a Buy Again [注目銘柄]
問題山積も、前向きな材料多い P.5
3. キャシー・ウッド氏のファンドが前進を続ける理由 - Cathie Wood Isn't Backing Down. The Investment Manager Explains Why. [フィーチャー]
独自の長期投資哲学 P.9
4. グロース株を探すなら優良株。その見つけ方 - If You Want Growth, Stick With Quality Stocks. How to Find Them. [フィーチャー]
バランスシート、利益、PEGレシオを軸に探す優良株の見極め方 P.12
5. 債券に再注目。今、買うべき債券ファンド - Bonds Are Back. Here Are Some Funds to Buy Now. [ファンド]
2023年は債券に投資機会 P.15
6. 医薬品株の買い時、ファイザーよりメルクとイーライリリーがおすすめ - It's Pharma Time: Why Merck and Lilly Are Buys, but Not Pfizer. [投資戦略]
イーライリリーの糖尿病治療薬が大化け? P.19
7. 長期投資家がテスラとクラウド銘柄にこだわる理由 - Why a Long-Term Investor is Sticking With Tesla and Cloud Shares [インタビュー]
ベイリー・ギフォードの米国グロース株マネジャーに聞く P.21
8. これからの業績発表シーズンが株式市場の試金石に - Earnings Season Will Put Stock Market's Great Start to the Test [米国株式市場]
今回の業績発表を受けてアナリストは見通しをどのように修正するか P.23
9. CESから探るハイテク業界の2023年の行方 - CES Returns With a Bang. The Optimism? Not So Much. [ハイテク]
明るい兆しは依然として乏しい P.26
10. 今週の予定 - BP and Shell vs. Exxon and Chevron: The Mystery of Big Oil's P/E Gap [経済関連スケジュール]
BPとシェル、エクソンとシェブロンは大きく異なる。その理由は? P.28

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

※当誌は、情報提供を目的としたもの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 © 2023 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. ハイテク企業による過剰支出の代償

[カバーストーリー]

Tech's Bill Is Coming Due. Investors Aren't the Only Ones Who Will Pay
投資家だけでなく従業員と消費者にも悪影響

ポストコロナの需要は想定ほど増加せず



Dev Valladares

ハイテク企業は過去2年間にわたり、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）が終息した後の需要の急増を見込んで、サービス能力の拡大に大金を費やしてきた。しかし、需要は増えなかった。その代償を支払う時が来ている。

これは、労働者にとっては一時解雇の増加を意味し、消費者にとっては、過去10年間にわたって当然のものとして享受してきた製品とサービスの価格が上昇することを意味する。そして投資家にとっては、既に低迷しているハイテク株

の株価がさらに下落するということだ。

ハイテク株の急落（2022年のナスダック総合指数のパフォーマンスは2008年以降で最悪だった）は、パンデミック初期の急激な変化が巻き戻されていることによるものだ。当時、家から出られない消費者は、ハイテク機器やデジタルサービスに大金を投じた。一方でベンチャーキャピタルは、投資先のスタートアップ企業に対して、トレンドに乗って成長を加速するために投資を急拡大させることを求め、そのための資金も与えた。政府の景気刺激策や利下げも支出を後押しした。巨大ハイテク企業は、増加した需要は永続的なものだという前提に基づき、消費者の新たな習慣に対応するための人員を大量に採用した。

ニュースレター「ノンガープ・インベスティング」を執筆する個人投資家のマイク・プアンマライ氏は、「企業は、考え得る限り最大の成長率に合わせて最適化された。なぜなら、その成長率に達するまでにどれだけコストがかかるかにかかわらず、市場は桁違いのバリュエーションの上昇によって投資家に報いたからだ」と指摘する。

しかし、急成長が続くという想定は誤っていた。経済が再開すると、支出先はテクノロジーから実世界の体験へ移行した。アマゾン・ドット・コム<AMZN>や、ネット通販支援企業ショッピファイ<SHOP>といったハイテク業界のパイオニアは、過剰投資を認めた。ウォルト・ディズニー<DIS>、アップル<AAPL>、ネットフリックス<NFLX>、アマゾンは、過去1年間でいずれも動画配信プランの料金を引き上げた。ライドシェアの料金も上がっている。

構造的なコスト増が続く

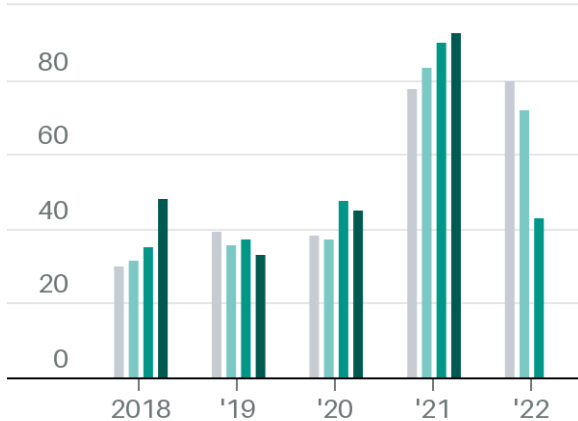
ハイテク株の暴落は、成長の鈍化と金利の急上昇という二つの相互に関連する重要な問題に起因している。金利はグロース株に対してより大きな影響を及ぼす。なぜなら、グロース企業の価値のほとんどは将来の利益によるものだからだ。金利が上昇するほど、将来の利益の現在価値は低下する。

VC's Pandemic Surge

Start-up funding soared in 2021, as venture capitalists pushed their portfolio companies to chase growth opportunities.

U.S. venture capital deal value by quarter

\$100 billion



Note: 2022 through September 30th.

Source: PitchBook NVCA Venture Monitor

ハイテクセクターの株価は、半導体からソフトウェア、インターネット、ハードウェアに至るまで、あらゆる分野で下落している。巨大ハイテク株は、過去10年間にわたって株式市場の逃避先となっていたが、2022年はS&P500指数よりもはるかに大幅に下落した。

一方、米国の新規株式公開（IPO）市場は、昨年はほぼ休止状態に陥り、ベンチャーキャピタルや創業者が持ち分を収益化するための主要な手段が閉ざされてしまった。ルネサンス・キャピタルによると、2022年のIPO件数は71件、調達額はわずか77億ドルで、それぞれ前年比で82%と95%減少した。

2022年の悲惨な結果を見ると、ハイテクセクターは十分な罰を受けたと考えたくなる。しかし、パンデミックの後遺症はまだ残っていると考える方が妥当だろう。企業は、賃金の上昇圧力、欧州のエネルギー安全保障、金利の上昇、世界経済の減速など、依然として多くの問題に直面している。

地政学的リスクもこうした問題の一つだ。予測不能なロシア・ウクライナ戦争の行方に加え、コロナ禍におけるサプライチェーン（供給網）の混乱による教訓は長く残るだろう。企業のリーダーは、半導体が不足するだけで、自動車業界に何千億ドルもの影響が生じることを知った。

幸いなことに、半導体メーカーが予防策を講じているため、同じ問題は起きないだろう。生産拠点を米国回帰やサプライチェーンに大幅な余裕を持たせることは、最も優先すべき課題となっている。その半面、こうした動きによって、製品の構造的なコストは永久に増加すると見込まれる。

台湾積体回路製造（TSMC）＜TSM＞の創業者であるモリス・チャン氏は、TSMCがアリゾナ州に新工場を建設するために数十億ドルを投じて、米国政府が推進する半導体の国内製造によって消費者の負担が増えることに変わりはないと語った。

チャン氏は、TSMCの米国工場のコスト競争力が台湾工場並みになることはないと言った。昨年のブルッキングス研究所とのインタビューでは、TSMCがオレゴン州で生産している半導体は、アジアで製造される同じ半導体に比べてコストが50%高いと語っている。

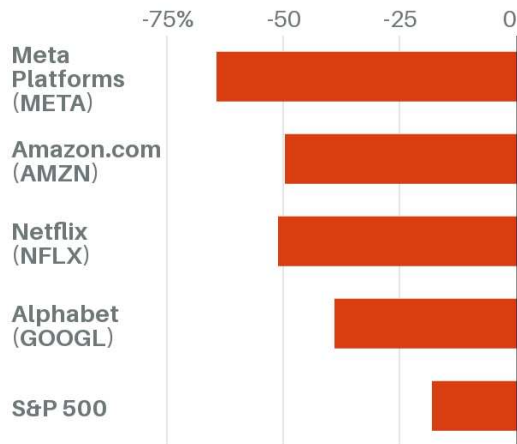
相次ぐ人員削減

企業は依然として経費を劇的に削減する必要がある。コストが上昇する中、インフレ率の高止まりや成長の鈍化が予想され、投資家も黒字を要求しているからだ。株価の下落を無視することもできない。株価やストックオプションは優れた人材を採用・維持するために重要だ。株価を再び引き上げるには利益を生み出す必要があり、それには給与をパンデミック前の水準に戻さなければならない。

FANG's Hangover

Reopenings and rapid rate increases weighed on Big Tech in 2022.

2022 Stock Returns



Source: FactSect

大手ハイテク企業は2019年末ごろから大量採用を進めてきた。アルファベット<GOOGL>の従業員は57%増の18万7000人に達し、アマゾンの従業員は約2倍の154万人に増加した。しかし、現在の企業の支出額と業績には乖離（かいり）が見られる。例えば、メタ<META>（旧フェイスブック）の2022年7～9月期の売上高と営業利益は前年同期比で4%と46%それぞれ減少したのに対し、経費は同19%増加した。

メタのマーク・ザッカーバーグ最高経営責任者（CEO）は、昨年11月に1万1000人の一時解雇を発表した際に、従来の成長のペースは持続可能であるという考えは誤りだったと述べた。しかし、1万1000人という人数は2019年末以降に増加した従業員数の4分の1にすぎないため、この人員削減は不十分である可能性が高い。本誌はメタに対して従業員数の水準に関するコメントを求めたが、返答はなかった。

アマゾンは1月4日に1万8000人の一時解雇を発表したばかりだが、メタと同様に、ここ数年で採用した従業員に比べるとごくわずかだ。クラウド大手のセールスフォース<CRM>も先週、従業員の10%に相当する約8000人の一時解雇を発表した。ノンガーブのプアンマライ氏は、第1四半期の間に、さらなるリストラや、予想を下回る2023年の見通しが発表されるとみている。プアンマライ氏は「これらの企業は巨大な組織であるため、物事はスイッチをオン・オフするように簡単には進まない。現実には、年間予算の編成に数四半期かかるだろう」と指摘する。

投資銀行SVBセキュリティーズ傘下のモフェットネイサンソンでシニアリサーチアナリストを務めるマイケル・ネイサンソン氏は、ボブ・アイガーCEO率いるディズニーが、企業が新たな市場環境にどう適応すべきかに関する良いモデルになるとみている。アイガー氏は昨年11月、動画配信事業のコスト増が投資家に受け入れられなかったことを受けて、ボブ・チャベック氏からCEOの職を引き継いだ。直近四半期の損失額は15億ドルで、前年同期の2倍以上に増加した。

ネイサンソン氏は、アイガー氏が以前にディズニーのCEOだった頃に、プレミアムブランドを中心とする中核的な強みに焦点を合わせ直したと指摘し、アイガーCEOが、チャベック前CEOによるエンターテインメント全般への拡大路線を撤回すると予測している。

他の企業も、中核的な強みを見つけ、それ以外の事業からは撤退するという方針に従うべきだろう。ネイサンソン氏は「さまざまな事業を追求して投資利益率を悪化させるよりも、ブランドを特定の分野だけに限定する方が優れたビジネスモデルと言えるのではないか」と語る。

しかし、投資家にとっての利益は、顧客に悪影響をもたらす可能性がある。顧客はハイテク企業のサービスにより高い料金を支払い続けるが、サービスの品質は低下するかもしれない。

2022年は、コスト上昇を背景に、さまざまな配信サービスやインターネットサービスで値上げが相次

いだ。例えばディズニープラス、アップルミュージック、ネットフリックス、アマゾン・プライム、そしてペロトン・インタラクティブ<PTON>のオンラインフィットネスサービスなどだ。ライドシェアサービスのウーバー・テクノロジー<UBER>とリフト<LYFT>は、エネルギーコストの上昇とドライバー不足を理由に2019年から積極的な値上げを実施している。市場調査会社イピットデータによると、ウーバーとリフトの乗車1回当たりの料金は2019年と比べて30%超上昇している。

顧客はサービスのさらなる削減を覚悟すべきだ。コンテンツ予算は今まで以上に厳しく精査されるだろう。メディア会社ワーナー・ブラザーズ・ディスカバリー<WBD>は、コスト削減のために、映画「バットガール」の公開を中止し、動画配信サービスのHBOマックスから映画や子供向け番組を削除した。これは、何年間もコンテンツを増やし続けてきた配信ビジネスの転換点になる可能性がある。

利益成長の見通しが明確な銘柄を狙え

Before and After

Big Tech headcounts remain well above their levels before the pandemic.

Company	2019 Employees	2021 Employees	3Q 2022 Employees
Meta Platforms	44,942	71,970	87,314
Alphabet	118,899	156,500	186,779
Netflix	8,600	11,300	NA
Amazon.com	798,000	1,608,000	1,544,000

NA=not available

Source: company reports

投資家にとっての課題は、コスト削減が終わり、将来の株価上昇に向けた準備が整うタイミングを見極めることだ。第一に、バリュエーションに注意する必要がある。米連邦準備制度理事会（FRB）はさらなる利上げの意向を明確にしておき、株価の重荷になると予想される。投資家は、株価売上高倍率のような大ざっぱな指標を避け、当面は堅調な利益成長が見込まれることが明らかな企業を探すべきだ。

第二に、株式報酬と収益性に関する構造的な問題を抱える企業を回避しなければならない。ネイサンソン氏は具体例として、写真・動画共有アプリ「スナップチャット」を運営するスナップ<SNAP>と、動画配信端末メーカーのロク<ROKU>を挙げる。

ネイサンソン氏は「これらの企業の問題は、一般に公正妥当と認められた会計原則（GAAP）に基づく利益を開示していないことだ。こうした企業は従業員に株式報酬を支払わなければならないため、非常に致命的なサイクルが生じている。株価が下落すると、支払いのために株式の発行を増やさなければならない、投資家の持ち分が希薄化する」と指摘する。スナップは株式報酬の問題に関するコメントを拒否した。ロクはコメントの要請に返答しなかった。

最後に、トレンドに乗って投資すべきだが、投資先は黒字企業に限ること。ロベコ・インスティテュ

ーショナル・アセット・マネジメントのシニアアナリストを務めるダニエル・アーンスト氏は、市場はコストを意識する段階に入っており、利益を伴わない成長は受け入れられないだろうと語る。しかし、アーンスト氏は、長期的な成長トレンドの初期段階にある黒字企業を発見するという戦略は依然として有効だと考えている。アーンスト氏が好むテーマは、クラウドコンピューティング、Eコマース、決済、持続可能なエネルギーへの移行などだ。

ハイテク業界の混乱はいずれ終わり、投資家にとって魅力的な機会が訪れるだろう。今年中にハイテク企業が再び成長し始める可能性もある。

By Tae Kim
(Source: Dow Jones)

2. テスラの暴落した株価は買い時に見える Tesla's Battered Stock Looks Like a Buy Again 問題山積も、前向きな材料多い

[注目銘柄]

悪材料で株価は底打ちか



Christian Marquardt/Pool/Getty Images

電気自動車（EV）メーカーのテスラ<TSLA>にとっては試練の時だ。需要は減速し、コストは上昇している。イーロン・マスク氏の関心は他にあり、マスク氏自身がかく乱要因だ。

ただ、株価は買い時だ。確かに、テスラはひどい状況にあり、困難な時が待ち構えている。米国の納車は3か月以上の待ち状態からほぼ即日へ短縮した。販売台数の伸び率は企業目標を下回る水準へ低下し、最近の数四半期においては生産台数が販売台数を大幅に上回り、販売価格が値下げされるなど、全てが需要減退を示して

いる。ツイッター買収後のマスク氏の振る舞いも、出回るようになった他社のEVを消費者が買うのではないかという疑問を浮上させた。加えて、米国は年末までにリセッション（景気後退）に直面するかもしれない。

悪いこと全てに目をつぶって、テスラとは何かに焦点を当てよう。テスラは、世界のEVをリードし、他の自動車メーカーに10年以上も先んじている。また、生産コストは他社よりも低く、需要喚起のために他社が不可能なほどに値下げする余地がある。6日の株価は113.06ドルで史上最高値から72%暴落しており、今後12カ月予想利益に基づく株価収益率（PER）は約21倍で2年前の201倍から低下している。見逃すには惜しい買い場となっている。

中国で値下げするという6日のニュースは、現在のジレンマを浮き彫りにしている。テスラは、生産台数を2022年の140万台から2023年に200万台へ増産することに注力しており、過剰生産分の販売のために値下げを余儀なくされるのではという懸念を引き起こしている。テスラは中国でモデル3を14%、モデルYを10%値下げする予定で、懸念が現実化しているようにみえる。将来は米国でも現実となる可能

性のある値下げは、利益率を悪化させることになる。2023年の利益に対するウォール街の予想は、2022年9月末から既に10%下方修正されている。

バーンスタインのアナリストのトニー・サッコナギ氏は、テスラの投資判断をアンダーパフォームとしており、「テスラには、成長目標を引き下げて工場の稼働率を100%以下にするか、生産台数を維持して最近の値下げを世界規模に拡大して利益率を圧迫するかのいずれかが必要だ」と書いている。

価格競争を仕掛ける体力は十分

Ahead of the Pack

Tesla is more profitable than its competitors, an advantage it will use in 2023.

Company / Ticker	Recent Price	12-Month Change	2023E P/E	2023E Operating Margin	2023E FCF (bil)
Tesla / TSLA	\$110.34	-69.6%	21.4	18.0%	\$12.2
BMW / BMW.Germany	€88.73	-6.2	6.4	9.6	7.5
Ford Motor / F	\$12.25	-48.2	6.8	6.5	3.7
General Motors / GM	35.00	-44.2	5.9	6.9	5.5
Toyota Motor / TM	135.52	-31.2	8.2	8.3	10.0

E=estimate; FCF=free cash flow

Sources: Bloomberg; FactSet

テスラにとっては、取るべき道は明らかだ。販売台数を押し上げるために値下げするだろう。それは利益率を悪化させることになるが、テスラの利益率には吸収する余地がある。2023年予想営業利益率は、テスラの18%に対し他の自動車メーカーは8%近辺だ。テスラは10ポイントの利益率を犠牲にできる可能性があり、収益性はそれでもBMW<BMW.ドイツ>と同程度だ。最終的には、競争相手より安い価格を提供しようとするれば、テスラは利益を犠牲にできる。RBCキャピタル・マーケットのアナリストのジョセフ・スパック氏は、「多くの企業が黒字維持に苦労していることを考慮すると、テスラが値下げすれば、それは他社にとって一層悪い状況だ」と説明する。

テスラはEVで利益を上げている自動車メーカー2社のうちの1社で、もう1社はBYD<1211.香港>だ。他の全ての企業は赤字で、11万ドルのハマーEVを販売しているゼネラル・モーターズ<GM>でさえ2025年の黒字化を目標にしている。トヨタ自動車<7203>などは、実現しないかもしれないEV需要への対応が逃げ腰のようにも見える。

リビアン・オートモーティブ<RIVN>やルーシッド・グループ<LCID>のようなEVスタートアップの大半は黒字には程遠く、競争できる規模にはない。投資家が、単なる成長ではなく利益を伴う成長を要求しているときに投資するのは危険だ。

黒字を理由に、テスラは2023年には自動車メーカーの中で最高のフリーキャッシュフローを生み出すと予想されている。2022年の90億ドルに対して、2023年の予想額は122億ドルだ。時価総額第2位のトヨタ自動車の予想フリーキャッシュフローは今期・来期ともに約100億ドルだ。ニュー・ストリート・リサーチのアナリストのピエール・フェラッグ氏は、値下げをしてもテスラの打撃は大きくないと語り、2023年の販売価格を前年比8%低下と想定して、フリーキャッシュフローを110億ドル弱と予想する。

好材料

Tesla

(TSLA / Nasdaq)



Source: FactSet

テスラは、大幅に遅れていたサイバートラックを2023年に発売する予定で、3月1日に予定されている投資家説明会で待ち望まれていた低価格車を発表する可能性もある。そして、好むと好まざるとにかかわらず、テスラは単なる自動車メーカー以上の存在だ。自動運転ソフトウェアは改善を続けており、買い手は最上位の運転支援ソフトウェアに対して1万5000ドルを支払う意向を示している。それは、他社にはない製品であり収益源である。

テスラでは自動車以外にも、再生可能発電やバッテリーによる電力貯蔵技術から成る120億ドルの事業が成長を続けている。テスラは2022年に、大型蓄電システムであるメガパックの工場をカリフォルニア州で稼働させた。同工場は、年間で40ギガワット時（GWh）の実用規模の蓄電システムを生産できる。上場投資信託（ETF）のザ・フューチャー・ファンド・アクティブETF<FFND>の共同創業者であるゲイリー・ブラック氏は、同工場が年間で最大30億ドルの

追加営業利益を生み出すとみている。

EV事業も、見かけほどには悪くない。中国のEV販売台数は2022年に約90%増加し、新車販売全体の25~30%を占めている。米国では、2022年1~9月にはバッテリーEVの販売台数が70%増加しており、カナコードのアナリストであるジョージ・ギアナリカス氏は、税控除が2023年の販売台数の増加に拍車をかけると予想する。

ただし問題も

テスラには多くの問題もある。マスク氏がツイッターを買収して以来、テスラの評判が低下している。ユーガブの12月の世論調査によると、テスラに対して悪印象を持っている人は好印象を持っている人より多かった。事業面でも打撃を被っているもようで、モルガン・スタンレーの世論調査によると、回答者の3分の2が、マスク氏のツイッターでの振る舞いがテスラのファンダメンタルズを損なっているとしている。

1月2日に発表された2022年第4四半期の出荷台数を見れば状況は明らかだ。出荷台数は40万5278台

で、アナリスト予想の42万台を大きく下回った。テスラの株価は1月3日に12%下落し、年初としては最悪の出足となった。中国のロックダウンや見込み客に圧力をかけるインフレなどの多くの逆風はあったが、マスク氏が一番の悪者にされた。ウェドブッシュのアナリストのダン・アイブス氏は、「マスク氏は現状、テスラを経営していないと見られており、それは市場の観点からすると良い見られ方ではない」と言う。

マスク氏はまた、多くの最高経営責任者（CEO）が利用する計画的な10b5-1プランから程遠い方法で、場当たりの保有株を売っている。売却を止める必要はないが、昔からの株主はマスク氏の、自分でなんとかするというアプローチに嫌気が差し始めている。テスラの3番目の大口個人株主であるSHIインターナショナルのレオ・コグアン会長は、「マスク氏がテスラの株価を暴落させるのを、取締役会がなぜ許しているのか私には分からない。なぜ、ブロック取引を利用しないのだろうか」と言う。テスラの実業家はコメントの要請に応えなかった。

さらに悪いことに、2023年は、リセッションが多くのエコノミストの基本シナリオになっている。リセッションは一般的に、新車販売台数が約3分の2に減少することを意味する。一方で、景気が減速して、他の自動車メーカーがEVに対する投資を手控えると決めれば、テスラに対して低コスト車種開発の猶予を与えるだろう。フェラッグ氏は、「リセッションが2023年にテスラを減速させる可能性があるが、テスラは厳しい時期を乗り切る上で、他社と比較してはるかに良好な立場にいる。最近の懸念は行き過ぎだ」と書いている。

■ 株価は割安にみえる

テスラの株価は、歴史的な割安状態にあるように見える。今後12カ月予想PERは21倍で、大手食品・飲料メーカーのペプシコ<PEP>、クレジットカード会社のビザ<V>、大手小売りチェーンのウォルマート<WMT>よりも割安だ。テスラに対して弱気のサッコナギ氏の、ディスカウント・キャッシュフローに基づく評価額は1株当たり120ドルだが、サッコナギ氏は現在の株価水準では判断に苦しんでいると認めている。スパック氏のPERに基づく評価額は1株当たり186ドルで上値余地は65%。フェラッグ氏は投資判断を買いとしており、目標株価は320ドルで、183%の上値余地となっている。

テスラ株が底打ちするためには、マスク氏がツイッターによってテスラ以外に注意をそらされるのを止めることが最善で、そのプロセスは既に始まっている可能性がある。ツイッターは、ツイッターから離れた広告主の再獲得に組織的な努力を行っている。ツイッターは現状、マスク氏が他のことに注力できるように、日々の経営を行う人材を必要としている。

ブラック氏は、「ツイッターをテスラ株の変動要因から外すために、マスク氏にはツイッターの新たなCEOが必要だ。採用すれば、3兆ドルの時価総額に向けて、マスク氏がテスラに完全に集中していることを投資家に示すことになるだろう」と言う。

時価総額3兆ドルは程遠いとみえるかもしれないが、その水準に達しなくともテスラは良い投資対象だ。テスラ株は変動が激しく、短期的には現状からまだ下落する可能性すらある。しかし、1年または2年先を見越すと、株価が100ドルを下回る、または100ドル近辺ということはないだろう。安いうちに買うべきだ。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

3. キャシー・ウッド氏のファンドが前進を続ける理由

[フィーチャー]

Cathie Wood Isn't Backing Down. The Investment Manager Explains Why.
独自の長期投資哲学

ファンドカテゴリー最悪のパフォーマンス



ILLUSTRATION BY HSIAO-RON CHENG

2022年は多くのグロースファンドが苦戦を強いられたが、キャサリン・ウッド氏が率いるファンドほど見事に苦戦したファンドはまれだ。しかし、ウッド氏はひるむのではなく、テスラ<TSLA>など昨年大きく売られた銘柄に倍賭けしている。長期的に見れば、既存産業を破壊し偉大な勝者になる企業であるというのがその理由だ。

ウッド氏の中核ファンドである上場投資信託 (ETF) のアーク・イノベーションETF

<ARKK>の株価下落率は67%と、S&P500指

数の下落率(19%)の3倍を超え、モーニングスターの中型株グロースファンド・カテゴリーに属するファンド189本の中で最悪のパフォーマンスとなった。ウッド氏は熱心なフォロワーを開拓し、YouTube(ユーチューブ)やその他のプラットフォーム上の視聴者は多いが、支持者の数は減少し始めている。2022年の大半をウッド氏のETFの押し目買いに費やした投資家の多くがその後手放した模様だ。8月から12月にかけて、差し引き6億ドルの資金がアーク・イノベーションから流出した。これに対し1~7月は差し引き20億ドル近くの資金が流入していた。

ウッド氏は全く動じていない。1月5日に販売台数の減少を発表したテスラが売り込まれ、株価は12%下落したが、ウッド氏は買い増しした。一方、ファンドの保有銘柄数については、2021年の半数の30銘柄に削減している。ウッド氏は本誌のインタビューで「投資家は安全を求め、当社の戦略から離れて、自身のベンチマークへと向かっている。しかし、彼らのベンチマークの方がリスクは高い。伝統的な世界秩序は破壊され、中抜きになるからだ」と語った。ウッド氏の現在の保有銘柄上位にはビデオ会議システムのズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>、動画配信プラットフォームのロク<ROKU>、がん検出製品のイグザクト・サイエンシズ<EXAS>などがある。

モーニングスターによると、運用資産残高59億ドルを擁するアーク・イノベーションは、規模では今でも米国のアクティブ運用型株式ETF486本中5位に付けている。そして、ウッド氏は、新型コロナウイルスのパンデミック(世界的大流行)が始まった年(ウッド氏の旗艦ファンドの規模が4倍になった年)に手に入れた奇跡はまだ存在する、5年待てば自身の仮説の正しさが証明されると主張している。しかし、2022年にアーク・イノベーションの過去5年間のパフォーマンスが初めてマイナスで終わるという残念なマイルストーンを達成する結果となり、ウッド氏の主張は苦しいものとなった。昨年アークのファンドに投資をした投資家は既に多額の含み損を抱えており、投資価値の毀損(きそん)が進む中、それほど長い間待ち続けられるかは疑問だ。

2021年にウッド氏は「イノベーション株にバブルは発生していない。極めて割安だ」と題するレポートを書いた。現在アーク最大の投資先であるズームの当時の株価は200ドルだったが、現在では67ドルだ。

批判と反論

ARK Innovation

(ARKK / NYSE)



Source: FactSet

ウッド氏に対しては、標準的ではない利益指標を利用し、標準的な会計基準では投資先が利益を出していないという事実を隠しているという批判がある。AQRキャピタル・マネジメンツの創業者クリフ・アスネス氏は1月5日、ツイッターで、バリュート投資家は「彼女（ウッド氏）のような人々が主導する狂信から抜け出すべきだ」と述べた。ヘッジファンドのサード・ポイントの創設者ダニエル・ローブ氏はウッド氏を「ストンク・ホドラー（暗号資産やミーム株の投資家の表現でストック・ホルダーがなまったもの）」とやゆした。パフォーマンスの悪化に伴い、批判の声は高まっている。AXSショート・イノベーション・デリーETF<SARK>という、アーク・イノベーションと正反対のポジションを取ることをのみを戦略とするETFまである。

モーニングスターのアナリスト、ロビー・グリーンゴールド氏は、ウッド氏がリスク管理を「軽視」しており、その結果、同一カテゴリーの他のファンド

よりも損失率をはるかに拡大したと指摘し、競合ファンドとは異なりアークにはリスク管理の専任者がおらず、保有銘柄数が比較的少ないため、「ポートフォリオが抱えるリスクは大きくなる」と語る。

これに対し、アーク・インベストメント側は「リスク管理は極めて重要であるため、さまざまなチームが異なる権限の下、リスク管理に注力している」と反論する。そしてウッド氏は、調整後の利益指標の方が標準的な指標よりも投資先企業の成長軌道をより公正に表していると主張する。

また、ウッド氏は自身のファンドの投資家は戦略の一貫性を求めているとし、「当社のファンドの投資家が求めているのは、イノベーションに絞った投資であり、食品やエネルギーを含む総合型の戦略ではない」と主張する。ウッド氏は、株価が上昇した株式の一部を売却することによって、投資家自身でリスク管理が可能と考えており、そのように推奨することもある。実際、2021年初頭に、2022年になるといずれかの時点で「大幅な調整」があると予測し、「利益を確定し、一定の現金を保有しておいて損はない」と述べている。

ウッド氏の見方

ARK Innovation

Top Five Holdings

Company / Ticker	Recent Price	52-Week Price Change	Portfolio Weighting	2023E P/E
Zoom Video Communications / ZM*	\$67.65	-62.4%	9.4%	19.7
Exact Sciences / EXAS	48.93	-38.8	8.3	N/A
Tesla / TSLA	113.64	-70.3	6.6	22.0
Block / SQ	66.30	-57.6	6.4	38.9
Roku / ROKU	42.35	-81.0	6.4	N/A

E=Estimate; N/A=Not applicable; *Fiscal year ends in January

Sources: Bloomberg; company reports

ウッド氏は、マクロ経済について幾つか判断ミスをしたことを認めている。想定外だったサプライチェーン（供給網）問題がインフレの悪化と長期化につながった。また、ウクライナで想定外の戦争が勃発し、コモディティ価格が高騰した。インフレが進むにつれ、アークの投資先の株価は下落した。金利が上昇すると、投資家は足元のキャッシュフローを価値の源泉とする銘柄に資金を移す。

1970年代、1980年代にエコノミストとしてインフレ予測を経験したウッド氏は当時も現在も、高金利が持続するという大方の見方には反対であり、「インフレ率は急速に低下し、指標によってはデフレになる可能性さえある」とみる。

ウッド氏によれば、米国は既に2022年初頭から景気後退入りしている。原油などコモディティの価格、自動車の価格、住宅価格は下落を続けており、今や消費財の価格も下落始めている。ウッド氏は「25～50%の値引きが見られ、家電製品にはそれ以上の値引きも見られる。連邦準備制度理事会（FRB）の引き締め策は行き過ぎた。2023年のいずれかの時点でインフレ率が2%を下回り、方針を転換することになる」と主張する。金利が急速に低下すれば、ウッド氏の投資先も含め、リスクの高い銘柄に投資資金が還流する。

しかし、2023年に関するウッド氏の仮説でより重要なのは企業行動だ。企業は価格決定力を喪失し、利益率が低下している。ウッド氏は「企業はコスト低減のためのテクノロジーや生産性と効率性の改善を必要としており、当社の投資先がそうした課題を解決してくれると信じている。ズームであれ、遠隔医療プラットフォームのテラドック<TDOC>であれ、コロナ禍中の巣ごもり銘柄として片付ける向きが多い」が、こうしたサービスを活用し、コストを削減する動きが拡大すると語る。

ウッド氏は今後の見通しについて、過去を振り返ることによって説明する。それも遠い過去だ。1919年の米国は戦争とスペイン風邪のパンデミックを乗り越えたがインフレの高進に見舞われた。電話、自動車、電気が全盛期を迎えると、技術革新の波が押し寄せた。ウッド氏は「戦争とパンデミックによる供給ショックを克服するとインフレは収束し、実際、物価が低下した。そして『狂騒の20年代』

が始まった」と指摘する。そして、新たな狂騒の20年代が目前に迫っているとみる。それは、アークが投資する人工知能（AI）、エネルギー貯蔵、ロボット工学、DNA配列決定、ブロックチェーン（分散型台帳）技術などのプラットフォームが「全盛期を迎える」ことを意味する。

この1年間、投資家が金利の上げ下げに右往左往する間もテスラなどの企業ではイノベーションが続いている。テスラの技術で生産されるバッテリーは同業他社よりも安価であり、モデル3の価格は現在の4万5000ドルから今後数年で2万5000ドルまで引き下げることが可能になるが、競合他社はその価格では利益を出せないという。ロボタクシーの販売開始も間近であると主張し、2024年から全米で展開が始まると予想する。以上を踏まえ、テスラの株価は直近の110ドルから5年後には1500ドルに上昇するとみる。

ウッド氏は、パンデミックの初期にアークのファンドを押し上げたテクノロジーやヘルスケアの進歩は継続しており、今後5〜10年で破壊的な創造が本格化すると予測する。

記録的な成功を収めたファンドマネジャーの多くに、その戦略に持続性があることを実証する機会が1、2回めぐってくる。ウッド氏は2020年代に市場で最高のパフォーマンスと最低のパフォーマンスを既に経験した。ウッド氏のもとを去らなかった支持者は、その戦略が正しかったのか、今後10年間かけて見守ることになるだろう。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

4. グロース株を探すなら優良株。その見つけ方

[フィーチャー]

If You Want Growth, Stick With Quality Stocks. How to Find Them.
バランスシート、利益、PEGレシオを軸に探す優良株の見極め方

注目すべきは優良株

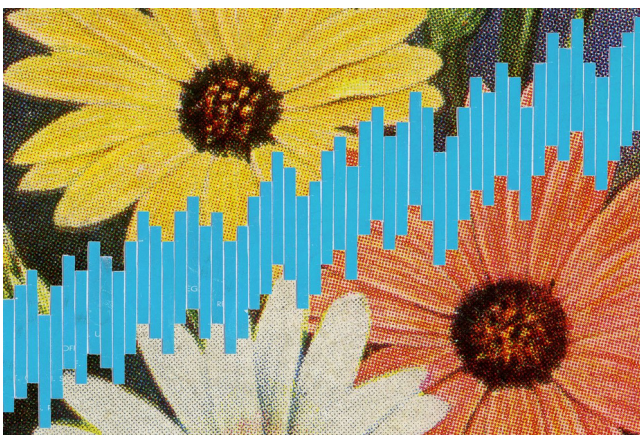


Illustration by Anthony Gerace

グロース株で利益を得る道は遠のいた。金利の高騰は、投資家をバリューストックの快適さに向かわせた。昨年、ラッセル1000グロース指数は30%下落したが、ラッセル1000バリューストック指数は10%の下落にとどまり、そのパフォーマンスの差は、過去最大級となった。

15年ぶりの高金利はまだまだ終わりそうになく、その圧力は依然として続いている。金利の上昇は、グロース株のバリュエーションを悪化させる。その理由の一つは、金利が上昇すると、国債や他の低リスク資産の無リスクの収益

率が魅力的に見えることだ。遠い将来には黒字化すると予想されるが、現時点では赤字の企業の株式ほど、この事態が痛手となることはないだろう。

だからといって、グロース株ファンドのマネジャーがあきらめたわけでもなければ、投資家もあきら

める必要はない。株価の下落でバリュエーションには以前より妙味があり、また、相当数の企業が、市場平均を上回るペースで利益を伸ばしている（2023年のS&P500指数の増益率予想は約8%）。マクロ環境と市場が変化する中、投資家は、投機的で赤字の企業を避け、より質の高い企業とその株式に注目すべきだ。

「投資家は今まさに利益を求めているので、利益を生まない企業は、資産運用のコミュニティーからはじき出されている」と言うのは、メрил・アンド・バンク・オブ・アメリカ・プライベート・バンクのクリス・ハイジー最高投資責任者（CIO）だ。

クオリティーの評価のチェックポイント

Hard Landing

Growth stocks fell by 30% last year after surging from pandemic-era lows.

Russell 1000 Growth Index



Source: FactSet

クオリティーにはさまざまな要素があるが、核となるのは、しっかりしたバランスシート、黒字の営業キャッシュフロー、そして、売上高の健全な見通しである。売上高や利益が少しでも予想に届かないと、投資家はその銘柄に厳しい反応を示す。しかし、バリュエーションが高いからダメだということでもない。PEGレシオで見ると、高い利益成長率が高い株価収益率（PER）を正当化できる企業もあるからだ。

このような特性を持たない企業は厳しい状況に陥る。赤字で、事業や成長のための資金を内部的に調達できないと、資本市場から資金を調達する必要も出てくるだろう。しかし、金利が上昇し、金融環境が引き締まるにつれ、資本市場からの資金調達は一層コストがかかるようになってきている。投資家は負債や株式に対して、より高いリターンを求めている。このことは、黒字化が困難な企業にとって、今後もリスクとなる。

CIBCプライベート・ウェルスのデーブ・ドナベディアンCIOは、「今後10年間の真の優良成長株を見つけるには、より広い網を張る必要がある」と言う。ラザード・アセット・マネジメントのポートフォリオ・マネジャー兼アナリストのバーナビー・ウィルソン氏は、「競争障壁が高く」、「財務生産性が高い」企業を探している。ウィルソン氏は、外部からの資金調達をあまり必要とせず、大規模な資本支出を計画していない「資本が軽い」企業を好んでいる。また、設備投資に対するキャッシュフロー・リターンが10%台半ばの企業も好んでいる。

具体的な銘柄と評価のポイント

では、どんな企業が当てはまるのか？ウィルソン氏が運用するファンド、ラザード・インターナショナル・クオリティー・グロース・ポートフォリオ＜ICMPX＞の保有上位銘柄には、半導体製造装置メーカーのASMLホールディング＜ASML＞、世界的なファッション企業のモエ・ヘネシー・ルイ・ヴィトン＜MC.フランス＞、世界有数の一般消費財メーカーのユニリーバ＜UL＞、カナダのディスカ

ウントストアのドラマ＜DOL.カナダ＞が含まれる。各社とも、事業資金としての現金が潤沢にあり、堅調な売上高の伸びが予想される。

さらに幅を広げるために、本誌では、クオリティーの複数の特性を持つ銘柄を選び出した。S&P500指数構成企業の中から、今後3年間に年率10%の利益成長が見込まれること、バランスシート上では現金額が負債を上回ること、PEGレシオが市場平均の2倍以下でバリュエーションがある程度支えられていること、を条件に企業を探した。

基準をクリアした銘柄には、太陽光発電装置メーカーのソーラーエッジ・テクノロジーズ＜SEDG＞、クラウド・ネットワーキング機器メーカーのアリスタ・ネットワークス＜ANET＞、マイクロソフト＜MSFT＞などがある。

ソーラーエッジは、米国や海外で再生可能エネルギーに対する政府のインセンティブが強化されたことで、全ての市場において成長が見られると言う。部品の供給不足に直面してはいるものの、2023年と2024年に「2桁台の大幅成長」を見込んでいる。ウォール街では2023年に利益が85%増加すると見ている。PERは35倍と高いが、今後3年間の利益予想に基づくPEGレシオはわずか0.8倍である。

クラウド・ネットワーキング機器と統合ソフトウェア・プラットフォームの大手アリスタは、成長が鈍化しつつあるとは言え、今期の売上高は24%増、2024年は11%増が予想され、依然として魅力的である。2023年予想PERは20倍と、市場平均を上回っているが、今後3年間の予想利益を年率換算したPEGレシオは1.5倍と割安だ。

巨大ハイテク企業の売りにさらされているマイクロソフトだが、クラウド事業では引き続き旺盛な需要を享受している。コンセンサス予想では、2023年に10%、2024年に14%の増収が見込まれる。今後3年間で年率15%の利益成長が見込まれ、PEGレシオは1.4倍と低い。

医療保険会社ヒューマナ＜HUM＞も、今回本誌のスクリーニングを突破した。定年退職後の健康保険としてメディケア・アドバンテージ・プランを購入するアメリカ人が増えていることが、売り上げ増につながっている。さらに、同社では営業コスト抑制に取り組んでおり、これが営業利益率の引き上げにつながる可能性がある。アナリストの増益率予想は年率13%で、これに基づくPEGレシオは1.4倍である。

今年のマクロ環境は、成長株にとって好ましいものではなさそうだ。その分、クオリティー株がより一層高く評価されるのかもしれない。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

5. 債券に再注目。今、買うべき債券ファンド

Bonds Are Back. Here Are Some Funds to Buy Now.
2023年は債券に投資機会

[ファンド]

債券にとって最悪の年を終えた今、検討すべきこと



Illustration by Calum Heath

債券が見直されている。株式市場のボラティリティに対して収益を安定させる手段として、また確かなインカム源として、ようやく債券の本来の役割を担うことができるようになったのだ。

債券はここ数十年で最悪の年を終えた。米連邦準備制度理事会（FRB）が過去40年間で最も高いインフレ率を抑えるために積極的に7回の利上げを行ったため、2022年にブルームバーグ米国総合債券指数は15%下落した。株式も苦戦し、S&P500指数のトータルリターンはマイナス18%だった。

一連の利上げにより、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標は4.25～4.50%に上昇したが、FRBはまだ利上げを終えていない。パウエル議長は、2023年まで利上げを継続することを示唆しているが、インフレが沈静化しつつあるように見えるため、2022年のような急激なペースとはならないだろう。

債券にとって散々な一年を終えた今、債券のストラテジストやファイナンシャルアドバイザーは、債券をポートフォリオに再び組み入れる良い機会だと言う。FRBはまだ利上げを終えておらず、2023年には景気後退（リセッション）の可能性があるため、投資家にはイールドカーブの中短期ゾーンにとどまり、リセッションに耐え得るクオリティの高い債券の購入を勧める一方、利回りを追求し過ぎないように助言している。

新年にあたり、債券セクターに対するトップ・ストラテジストの見解とファイナンシャルアドバイザーによる投資アイデアを紹介する。

2023年は株式より債券

リセッションリスクは別として、2023年は株式よりも債券が優位な年かもしれない。アメリカン・ファンズの運用資産725億ドルの旗艦債券ファンド、ザ・ボンド・ファンド・オブ・アメリカ＜ABNDX＞のプリンシパル・インベストメント・オフィサーであるプラモッド・アトリ氏は、インフレ率は下がり、米国経済は非常に弱い成長か軽いリセッションに陥る一方、欧州はより深いリセッションに陥ると予想している。また中国は、ゼロコロナ政策解除による経済活動再開が追い風になると予測している。

ヌビーンでグローバル債券部門の責任者を務めるアンダース・パーソン氏は、「債券は株式と比較し

Fixed-Income Fixes for 2023

These 12 bond mutual funds and ETFs are favored by financial advisors.

Fund / Ticker	Expense Ratio	Yield to Maturity
BlackRock National Municipal / MDNLX	0.71%	4.9%
Dimensional Core Fixed Income / DFCF	0.19	5.5
Dimensional National Municipal Bond / DFNM	0.18	3.5
iShares 1-3 Year Treasury Bond / SHY	0.15	4.4
iShares Core U.S. Aggregate Bond / AGG	0.03	4.5
iShares National Muni Bond / MUB	0.07	3.6
iShares Preferred & Income Securities / PFF	0.45	6.1*
Principal Spectrum Preferred & Capital Securities Income / PPSIX	0.79	5.5**
SPDR Portfolio Intermediate Term Treasury / SPTI	0.06	4.3
Vanguard Short-Term Corporate Bond / VCSH	0.04	5.1
Vanguard Total Bond / BND	0.03	4.5
Victory Incore Investment Grade Convertible / SBFMX	1.10	8.9

*SEC yield; ** 12-month yield

Sources: Morningstar, company reports

て好ましい。株式に対して債券は、非常に魅力的なインカムの機会、利回り獲得の機会、そしてレバティフ・バリュウの機会を提供している」と言う。

アトリ氏とパーソン氏は、今後インフレ率が引き続き低下すると想定すれば、米国の利上げサイクルは既に終盤に入っているかもしれないと考えている。両氏は、金利がピークに達した場合、投資家は2022年に最もパフォーマンスの良かった資産クラスの一つである現金を活用して、デュレーションが5年から8年でクオリティーの高い、分散した債券ファンドを買い始めるべきだと助言している（デュレーションは、金利の変化に対する債券の価格感応度を表す）。

注目すべき債券ETF

債券ファンドを1本だけ購入するとした場合、ベンチマークであるブルームバーグ米国総合債券指数のデュレーションに近い、約6年のコア債券ファンドを検討するべきだ。リバティ・ウェルス・アドバイザーズの最高投資責任者（CIO）であるドン・ベニホフ氏は、「投資家はシンプルに、上場投資信託（ETF）のバンガード・トータル・ボンド・マーケットETF<BND>やiシェアーズ・コア米国アグリゲート・ボンドETF<AGG>のような分散された、インデックスをベースとしたETFに投資すべきだ。自分もこれらのETFを顧客のポートフォリオに組み入れている」と述べている。

この二つのETFとも経費率は0.03%、平均利回りは約4.5%、デュレーションは約6.5年だ。バンガードのETFは米国債が約50%、社債が約26%、証券化債務が約21%、iシェアーズのETFは米国債が約45%、証券化債務と社債がそれぞれ約25%となっている。

また、経済状況に応じてポートフォリオを変えたい投資家にとって、アクティブETFは低コストな選択肢の一つだ。オースチン・ウェルス・マネジメンツのポートフォリオマネジャーであるマット・ピアース氏が利用しているETFの一つが、ディメンショナル・コア債券ETF<DFCF>だ。このETFは、AAA格付けの債券が76%（うち46.5%が米国債、53%が社債）を占める投資適格債ファンドで、デュレーションは6.6年、利回りは5.5%、経費率は0.19%だ。

このETFは債券ベンチマークをかなり忠実に追従するが、経済状況に応じてファンド全体の信用力を上下させることができるようにファクター・ティルト（特定のファクターを持つものに変更すること）を加えている。ピアース氏は、「このETFはベンチマーク運用に非常に近いが、コア・ポートフォリオに対する純粋なパッシブ運用ではない」と述べる。

債券ETFは、低コストで税効率がが高く、戦略的・戦術的に利用できることから、ファイナンシャルアドバイザーの間で人気が高まっている。債券ETFは、株式ETFと同様に、投資信託を駆逐し始めている。ストラテガスのETFストラテジストであるトッド・ソーン氏は、債券の弱気相場がこの動きを加速させたとし、債券投資信託から債券ETFに過去12カ月で634億ドルが資金移動したと指摘している。

ストラテジックポイント・インベストメント・アドバイザーズの共同CIOであるデレク・アメイ氏は、FRBの金融引き締めがより厳しいリセッションを引き起こすことを懸念し、ETFを利用してコア債券のアプローチをカスタム設定している。アメイ氏は、それとは別に、米国債と社債のETFを保有し、単一のコアファンド、もしくはコアプラスファンド（インカムだけではなく、一部キャピタルゲインも狙うファンド）を模倣することで、経済状況の変化に迅速に対応できるようにしている。

具体的には、iシェアーズ米国債1-3年ETF<SHY>、満期が3~10年の米国債を保有するSPDR ポートフォリオ中期米国債ETF<SPTI>、満期が1~5年の投資適格社債を保有するバンガード短期社債ETF<VCSH>などが含まれる。アメイ氏は、このように国債と社債のエクスポージャーを分けることで、リセッションが予想以上に深刻な場合は社債ETFを売却し、投資家の質への逃避から恩恵を受ける可能性のある米国債ETFを継続保有することが可能になると言う。

リスクエクスポージャーを考慮する

2021年の本誌のインタビューで、アメリカン・ファンズのエイトラリ氏は、当時の他の予想よりもインフレ率は高く、長く続くと予測した。2023年については、FRBによる利上げが春までにピークを迎え、インフレ率の低下が続けば、FRBは引き締め政策を抑制する可能性があるとみている。金融引き締めは継続するだろうが、インフレ率が十分に低下すれば、FRBはインフレ率をわずかに上回る水準まで金利を引き下げ、実質金利をプラスに保てるかもしれない。金利がインフレ率を上回って推移することが可能になれば、投資適格社債やハイイールド債などのリスクが高い資産には追い風となる。リスクは、インフレ率の低下が続かない、あるいは何らかのショックが発生した場合だ。エイトラリ氏は、足元で市場がどの程度、景気後退を織り込んでいるか定かではなく、利回りを選好して低クオリティー銘柄の債券ファンドに投資するのは、まだリスクを伴うとしている。代わりに、FRBによる利上げは第2四半期半ばまでに終了するとの見立てから、デュレーションを延長することがより安全な

方策と考えている。

FRBの引き締め政策が早期に転換点を迎えるとの見方に、疑問を呈する向きもある。BNPパリバ・アセット・マネジメントのチーフ・マーケット・ストラテジスト、ダニエル・モリス氏によると、BNPパリバは債券のデュレーションを5年に短縮している。モリス氏は、投資家が、インフレが急速に低下しFRBが早期に利下げに踏み切るものと楽観し過ぎている、とみている。

ハイブリッド証券投資は一考に値する

パーソン氏は、FRBが今後も慎重な姿勢を崩さないとみているが、高クオリティー銘柄の社債は債券ポートフォリオに含まれるべきだとの考えだ。2023年に向けてのトップ投資アイデアの一つは、優先証券（株式と債券のハイブリッド証券）を保有することだ。優先証券の大多数の発行体は銀行および金融機関で、自己資本比率が上昇しており、当局の監督下にあることから、パーソン氏はこれら金融機関のファンダメンタルズと見通しに「非常に満足」している。

インターナショナル・アセット・アドバイザーのマネジングパートナーであるジェフ・ウィン氏は、パッシブ運用のコア債券ファンドおよび非従来型のアクティブ運用ミューチュアルファンドの一部に加え、優先証券を債券配分に組み込んでいる。ウィン氏は、SEC利回り（過去30日の利回り）が6.12%で経費率0.45%のiシェアーズ優先株式&インカム証券ETF<PFF>と、より保守的なプリンシパル・スペクトラム・優先・キャピタル証券インカムファンド<PPSIX>を用いている。同ファンドの経費率は0.79%、12カ月の利回りは5.5%だ。

タンデム・ウェルス・アドバイザーズのCIOであるエイミー・ブッシュ氏は、もう一つの株式・債券ハイブリッドの選択肢として、投資適格転換社債ファンドを挙げている。ビクトリー・インカム投資適格転換社債ファンド<SBFMX>を利用しており、利回りは8.9%、経費率は1.1%である。転換社債は普通株に転換することができ、同ファンドは投資適格企業を80%以上保有することが必須となっている。ブッシュ氏は同ファンドを、最も保守的な転換社債ファンドの一つとしている。

地方債には割安感とユニークな魅力がある

U.S.バンク・ウェルス・マネジメントで市場リサーチ責任者を務めるビル・マーズ氏は、課税口座を保有する投資家や税率の高い州に住む投資家向けに、地方債ファンドを推奨する。

去年は、他の債券カテゴリーと同様にパフォーマンスが低下したため、地方債ファンドは資金流出に見舞われた。マーズ氏は、多くのミューチュアルファンドマネジャーが解約に応じるために、最も流動性に優れた保有資産を売却したが、それはまた最もクオリティーの高い資産でもあったと振り返る。ファンドマネジャーからすれば理にかなった行動だが、これによりクオリティーの高い地方債のバリュエーションが、他のクレジット戦略との比較で魅力的な水準に低下した。

ファセット・ウェルスの投資責任者であるトム・グラフ氏は、iシェアーズ国内地方債ETF<MUB>を、シンプルかつ低コストの分散投資方法として、課税口座で利用している。経費率は0.07%で、実効デュレーションは6.3年、最終利回りは3.6%となっている。グラフ氏は、非課税の利回りに加え、FRBが方針を最終的に転換すれば、このセクターは上昇が期待できるとみている。

ピアース氏は、ディメンショナル・コア債券ETFを補完するため、アクティブ運用のディメンショナル国内地方債ETF<DFNM>を利用している。同ファンドの経費率は0.18%で、修正デュレーションは3.5年、最終利回りは3.5%となっている。

ウルマン・ウェルス・パートナーズの投資ディレクター、ブライアン・ジェームス氏は、アクティブ運用のブラックロック国内地方債ETF<MDNLX>を、運用者の専門性が高いことを理由に、地方債ファンドの中核として推奨している。経費率は0.71%、最終利回りは4.9%、有効デュレーションは9.2年で、高度に分散され、質の高い投資適格地方債ファンドである。

マーズ氏は、債券は短期的に乱高下する可能性があるが、高課税対象者は分散型地方債ファンドを使って利回りを確定すべきで、非課税の利回りは「市場ではどこを探しても見つけないのが困難な、大変価値ある特性だ」としている。

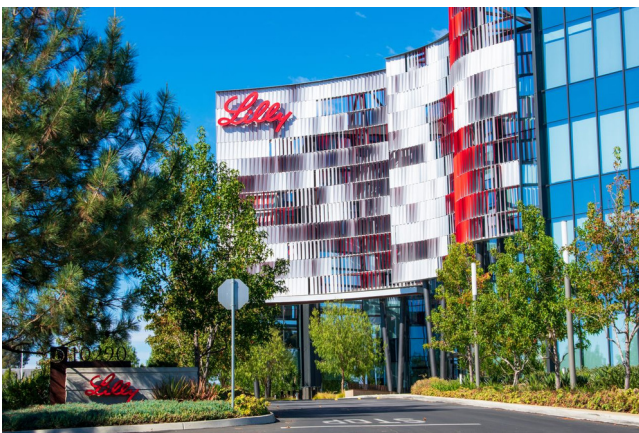
By Debbie Carlson
(Source: Dow Jones)

6. 医薬品株の買い時、ファイザーよりメルクとイーライリリーがおすすめ

[投資戦略]

It's Pharma Time: Why Merck and Lilly Are Buys, but Not Pfizer.
イーライリリーの糖尿病治療薬が大化け？

ファイザー：コロナの反動と特許の壁



Michael Vi/Dreamstime.com

上場投資信託（ETF）のSPDR S&PバイオテックETF<XBI>は2019年に32%、2020年に48%上昇した後で、2021年に20%、2022年に26%下落して2015年の水準に戻っている。株価が高かった時に多くの企業が新規上場したが、その多くは売上高を計上していないだけでなく、人間を対象とする臨床試験も行っていなかった。現在、金利が上昇する中で投資家は大手の医薬品株を選好している。

ビーオブユー・セキュリティーズの医薬品株アナリストのジェフ・ミーチャム氏は、景気が良

くなれば大手医薬品株は売られるだろうが、今年前半はそうならないだろうと語る。成長見通しが良好な質の高い銘柄を選好しており、今週ファイザー<PFE>の投資判断を買いからニュートラルに引き下げ、逆にメルク<MRK>を買いに引き上げた。

ファイザーは二つの問題に直面する。パンデミック（世界的大流行）によって売上高は恩恵を受けたが、今年は新型コロナウイルス治療薬とワクチンの売上高が大幅に減少する可能性がある。ミーチャム氏はファイザーのコロナ関連売上高の落ち込みが320億ドルに達すると予想するが、市場予想は240億ドルだ。ファイザーは昨年の推定売上高を1000億ドルとしていた。

ミーチャム氏は「人々が毎年定期的にワクチンの追加接種を受けることには常に懐疑的だった。特に

コロナ変異株がそれほど心配するものではなく、ワクチンの接種が進んでいけばなおさらだ」と語る。ファイザーのもう一つの問題は、2025年から2030年にかけて主力薬の特許の独占権が失効し、170億ドルと推定される売上高を失うことだ。

メルクの特許の崖はもっと険しい。がん治療薬のキイトルーダは史上最も売上高が大きい薬の一つだが、今年の売上高は240億ドルとなりメルクの売上高の40%を占める可能性がある。年間売上高はピークで300億ドルに達する可能性があるが、2028年以降独占権を失っていく。メルクの戦略は、この薬を元にして多くの薬との併用を促進することだ。この方法なら、単独使用の売上高が落ちた後でも長い間売上高を保てるかもしれない。

■ イーライリリー：売り上げ過去最高の医薬品？

今年の予想PER（株価収益率）はメルクが15倍でファイザーが10倍だ。イーライリリー<LLY>では40倍を超え、過去5年間で株価が300%超上昇したが、今でもミーチャム氏が選好する銘柄の一つだ。イーライリリーの糖尿病治療薬は今年肥満治療薬として認可される可能性がある。治験では体重を最大22.5%減らす効果を示しており、既に認可済みのノボ・ノルディスク<NVO>の肥満治療薬より有効だ。このイーライリリーの薬は肥満関連の心臓病、肝臓病、腎臓病やそれ以外でも治験が進められている。

ミーチャム氏は「広い観点から見た場合、糖尿病ではない単に肥満の患者がこの薬を服用すると、心臓病の薬を服用するよりも血圧や心拍数を下げることが出来る。患者の脂質をスタチン系の薬よりも分解することができ、血糖値は糖尿病の薬を飲んでいるように下がる。つまり、体重を減らす効果だけではない」と語る。

これらの治験の結果によって対象患者の数が増え、保険会社の保険適用の可能性が増すかもしれない。ミーチャム氏は、さほど強気はない推定でも年間売上高がいずれ1000億ドルに達する可能性があり、その場合過去にない圧倒的な売上高を上げる医薬品になると語る。今年のイーライリリーの売上高予想は300億ドルにすぎない。

■ エネルギー株はもう？まだ？

このコラムで1年前にシェール掘削大手のデボン・エナジー<DVN>についてコメントした。当時、株価は過去1年間で181%上昇していた。高水準の原油価格にもかかわらず、デボンの最高経営責任者（CEO）は生産量を維持すると確約した。その後デボン株はさらに43%上昇した（S&P500指数は12%下落）。しかし、2年連続上昇した後でエネルギー株はまだ上がるだろうか？

投資銀行のレイモンド・ジェームズは非常に強気で以下のように予想する。今年の米国の原油生産量は前年比でわずかに0.8%増だが、石油輸出国機構（OPEC）と非加盟の主要産油国で構成する「OPECプラス」の減産がそれを相殺する。非OPEC諸国の生産量は0.9%増加するが、世界の需要量の1.4%増加は満たせない。総合してレイモンド・ジェームズはウェスト・テキサス・インターミディエート（WTI）原油先物価格が最近の74ドルから年末には110ドルに上昇し、年間平均価格は100ドルと予想する。レイモンド・ジェームズのアナリストはデボンを強い買い推奨としており、目標株価は87ドルで42%の上値余地がある。

大幅上昇の後で強気過ぎる？それは間違いない。しかし、もし実際に株価が上昇すれば、思った通りだったと覚えることだろう。はっきり「買い」とは言えないが、筆者にとって「最も確信度が高い銘柄」だ。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

7. 長期投資家がテスラとクラウド銘柄にこだわる理由

[インタビュー]

Why a Long-Term Investor is Sticking With Tesla and Cloud Shares

ベイリー・ギフォードの米国グロース株マネジャーに聞く

アプローチを堅持



Photograph by Cole Wilson

スコットランドの資産運用会社、ベイリー・ギフォードの投資哲学は「忍耐」の一言に尽きる。設立110年超、2500億ドルを運用するベイリー・ギフォードは、長期グロース投資の力を信じ続けてきた。ウェブサイトには、「四半期ごとに他の投資家の動向を気にするより、本質的な変化を見極め、そこに向かって時に険しい道を進む方が易しい」とある。

ハイテク株が2008年以来最悪のパフォーマンスとなった2022年、その哲学が問われることになった。過去3年間、毎年平均43%のリターンを上げてきた米国ファンドが50%を超える下落と

なったためだ。ベイリー・ギフォードで米国グロース株ポートフォリオの共同マネジャーを務めるデーブ・バジノースキ氏は、2022年の経験から自らの前提を覆すことを余儀なくされたと本誌に語った。それでも変化の力を信じて長期運用を行うベイリー・ギフォードのアプローチは正しい、と冷静に分析する。

本誌：昨年はグロース株投資家にとって厳しい年となったが、1年前に比べて強気か。

バジノースキ氏：昨年の経験から、より根本的な問題を見極めることが重要だ。バリュエーションが問題だとすれば、2023年にバリュエーションがどうなるか私にはわからないが、1年前に比べ魅力的な水準となっていることは確かだ。もちろん市場が飽和状態となればその企業は終わりだ。だが全体として、今後5年間は順調に推移するように思える。

Q：長期的な視野も大切だが、今後どうかじを切るつもりか。

A：アプローチそのものは変わらない。平均保有期間は6～8年で、われわれは真のグロース株投資家を自認している。富の創造は優れたグロース企業への長期投資によりもたらされるとするわれわれの哲学と時間軸を重視した投資を行ってきた。われわれの流儀は、どこで大きな変化が起きているのか把握し、その恩恵を受けるのに最も適した企業を見極めるやり方だ。成長は需要と供給が新しい形で合致したときに生まれる。一つは需要が伸びている場合、もう一つは供給が変化し、イノベーションに

よって新しい方法で需要を満たす場合、最後に、需要は伸びないが、他の何かが起きて新しい機会が生まれる場合がある。

ライフサイエンス、クラウド関連株を選好

Q：今後、変化が期待できる分野は。

A：最大の好機はライフサイエンスの分野だろう。バイオ医療品メーカーのモデルナ<MRNA>は、ゲノム解析技術のリーダーであるイルミナ<ILMN>などの企業が提供する遺伝子配列解析により人体から収集できたデータを使って、人類の中核的な問題に取り組んでいる。新型コロナウイルスのワクチンを作ることから始まったが、それで終わりではない。ライフサイエンス企業のテンエックス・ゲノミクス<TXG>は、単一細胞レベルの遺伝子解析を行っている。われわれは3銘柄をすべて保有している。

Q：クラウドベースのデータ分析会社であるスノーフレーク<SNOW>は2020年に上場し、空前のバリュエーションを達成した後、昨年60%近くも下落した。今も決して割安ではないが、その魅力は。

A：スノーフレークは短期的にはソフトウェア業界の中で最も割高な銘柄の一つだ。だが10月期の売上高は67%も増加した。スノーフレークが顧客に提供している価値と顧客基盤を考えると、非常に大きな投資機会だ。スノーフレークは他社にはない方法でデータを意味のある洞察に変える能力を持っている。

Q：他に、魅力的なクラウド銘柄は。

A：企業向けソフトウェア投資における課題の一つは急速なイノベーションの中で耐久性のある企業を見つけるのが難しいことだ。われわれは6、7、8年目も競争優位性を保てる企業を探している。新しい技術は古い技術に取って代わられる傾向があり、競争は厳しい。われわれが選好するのはソフトウェア会社のデータドッグ<DDOG>、クラウドフレア<NET>、ハシコープ<HCP>の3社だ。

スノーフレーク同様、これらの銘柄は2022年に大打撃を受け、株価は60%超下落した。データドッグは顧客がインフラを監視・修正するのに役立っている。競合の多い市場であり、最近の下落を織り込んでも株価はまだ割高だ。だが競合相手と異なり、データドッグがクラウドで生まれた点は重要だ。また、製品のイノベーションのペースも大切だ。クラウドフレアにも同じことが言える。顧客に幅広い製品を提供できれば、より多くのソフトウェアを販売することができ、顧客はより少ないベンダーと付き合いさえ済むことになる。

グローバル2000企業のクラウド移行を容易にするためのツールを提供するハシコープは、顧客の最も重要なアプリケーションの保護・接続・実行を支援する。無料+プレミアムモデルを採用し、エントリレベルのソフトウェアを無料で提供してユーザーを有料顧客に呼び込んでいる。

テスラなどのEV銘柄に強気

Q：大量保有を続けてきたテスラは2022年に株価が約70%下落したが。

A：電気自動車（EV）は、成長の止まった業界で破壊的な成長を成し遂げた好例だ。新たな供給が市場に参入し、優れた方法で需要を生み、今や内燃エンジン車からシェアを奪いつつある。われわれはEVを信じている。世界で4兆ドルの市場があり、新製品が登場し、人々はEVを購入する理由を探している状態だ。2016年には市場の約1%だったEVが今では10~12%を占めるに至った。

テスラには今も変わらずほれ込んでいる。テスラが実際に利益を生むことができるか議論されていたのはたった数年前の話だが、彼らはそれが可能だと証明した。イーロン・マスク最高経営責任者（CEO）のツイッターへの関与と、テスラへの関与の乏しさが話題になっているが、われわれは比較的寛容に受け止めている。マスク氏は以前から複数の大きな試みに取り組んできており、複数の仕事をこなす能力を持っている。それ以上に大切なのは氏がテスラで築き上げた革新の文化だ。テスラには他の誰にもできない大規模な自動車生産を可能にする仕組みを構築する文化があり、基本的にマスク氏の存在なしでも回る会社だ。

Q：ツイッターにまつわるマスク氏の一連の行動が、テスラのブランドイメージを損ねるのでは。

A：警戒はしている。マスク氏の行動次第でテスラを買い控える人が増えるごとに市場は縮小する。これは見過ごせない。だがこの市場は非常に巨大だ。テスラの競争優位性はブランドだけではない。

Q：他のEV銘柄は。

A：リビアン・オートモーティブ<RIVN>を保有している。市場適合性に優れたトラックという素晴らしい製品を持ち、資本も豊富だ。これはビジネスを大規模に展開するための前提条件だ。2021年に新規株式公開（IPO）で120億ドルを調達したが、現在はバランスシート上に約140億ドルのキャッシュがあり、負債もほとんどない。事業を成長させるにあたってテスラの挑戦から学んでもいる。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

8. これからの業績発表シーズンが株式市場の試金石に Earnings Season Will Put Stock Market's Great Start to the Test 今回の業績発表を受けてアナリストは見通しをどのように修正するか

[米国株式市場]

株価上昇につながった雇用統計



Ting Shen/Bloomberg

6日の朝、投資家にはゴルディロックス（過熱せず低迷もしない適度な状態）と言える雇用統計がもたらされた。すなわち、労働市場は拡大しているものの拡大ペースは減速しており、労働参加率は上昇し、賃金の上昇ペースは減速しているというものだった。

何度も期待されてきたソフトランディングが可能になる、そんな発表だった。

賃金の上昇スパイラルに陥ることなく雇用の増加が続けば、特にコモディティー価格や製品価

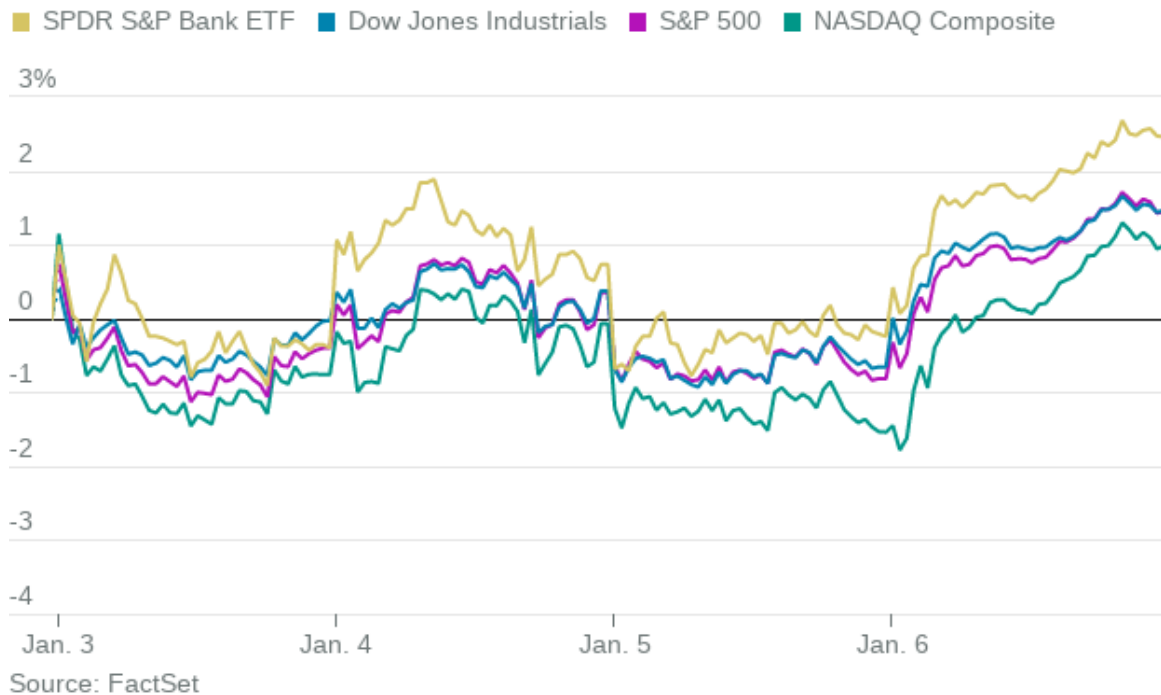
格の上昇が反転する中、インフレを抑え込むために景気後退は必要ないのかもしれない。米連邦準備制度理事会（FRB）はインフレとの闘いに勝利したと宣言し、2023年に金融引き締めを早々に緩和する可能性があり、そうなれば資産クラス全体が上昇に転じることになる。

以上は強気シナリオだ。

6日に株価指数が急騰し、休日で短く不安定な週が高値で終わったことで、上記のシナリオが顕著に表された。先週の主要株価指数の動きを見ると、S&P500指数は1.45%高の3895.08となり、ダウ工業株30種平均は1.46%高の3万3630ドル61セントで引けた。ナスダック総合指数は0.98%上昇して1万569.29となり、小型株のラッセル2000指数は1.79%高の1792.80で週末を迎えた。

マクロ経済指標と業績発表

Market Snapshot



こうしたシナリオは聞き覚えのあるものだ。確かにFRBは、2023年の初頭に利上げを行い、その後しばらくは金融政策を維持する予定だと表明している。しかし、フェデラルファンド（FF）金利の先物は、春までにFF金利がピークに達し、2023年の後半に利下げがあると示唆している。これはFRBが方針を変更するとの投資家の期待が表れたもう一つの形だ。つまり、6日の雇用統計が、FRBにほぼ任務が完了したというメッセージとして伝わったと投資家は期待しているのだ。

しかし、一つのデータだけではFRBの考えを変えるには十分ではない。市場は12日に発表される2022年12月の消費者物価指数（CPI）を次のマクロ面での材料として注目しており、これは来月に開かれるFRBの次回の金融政策会合で考慮するための追加材料となる。CPIの上昇率は11月の前年同月比7.1%から6.5%に鈍化すると予想されている。

経済指標以外にも材料がある。13日から第4四半期の決算発表シーズンが始まり、大手銀行のJPモルガン・チェース<JPM>やバンク・オブ・アメリカ<BAC>、医療保険大手のユナイテッドヘルス・グループ<UNH>、航空大手のデルタ航空<DAL>など、幾つかの主要企業がその幕開けを飾る。その後の約1カ月半にわたり、S&P500指数採用銘柄の大半が決算発表を行う。

第4四半期の決算を好調と予想する人はほとんどいない。S&P500指数採用銘柄全体では、2020年以来

の減益となる見通しだ。リフィニティブのIBESデータによると、1株当たり利益（EPS）は第2四半期に前年同期比で約8.4%、第3四半期に4.4%の増益となった後、第4四半期は2.2%の減益でEPSは53.87ドルになると予測されている。2022年初めの時点で、アナリストは第4四半期の利益成長率を前年同期比14.1%増と予想していたが、2022年が進むにしたがって第4四半期のコンセンサス予想はより暗いものとなった。

アナリストの現時点での予測によると2022年のS&P500指数のEPSは219.80ドルとなり、年ベースでは5.6%増益ということになるが、大部分の企業がコンセンサス予想を上回る傾向にあるため、最終的にはもう少し良くなりそうだ。ただし売上高は、第4四半期が前年同期比4.1%増の3兆7000億ドル、2022年全体では11.2%増の13兆8000億ドルになると予測されている。売上高が増加しているのに減益になるということは、企業の利益率が今回のサイクルでピークに達したと思われることを示している。

■ セクターごとの見通し

ただし業績低迷はすべての企業に等しく当てはまるわけではない。エネルギーと資本財サービス・セクターは例外で、EPSはそれぞれ前年比65%と43%の伸びを示すと予想されている。これらの企業は、新型コロナウイルスによる景気後退期に最も大きな打撃を受け、現在も回復基調にある、景気変動に敏感な企業だ。

一方、素材セクターは、多くの産業資材の価格が元に戻ったため、22%の減益が予想されている。コミュニケーション・サービスは、広告費の減少が見込まれていることと、多くのメディア企業でストリーミング事業の損失が続くため、21%の減益となりそうだ。一般消費財サービス・セクターは、2023年に消費が低迷する可能性から15%の減益が予想されている。S&P500指数のEPSの4分の1近くを占めるハイテクは、多くのソフトウェア企業で賃金コストが膨らみ、企業需要が鈍化し、半導体の低迷が続くため、第4四半期は9%の減益が予想されている。ただし予想があまりに低いため、第4四半期は予想を上回る可能性がある。

リフィニティブによると、S&P500指数に採用されている各銘柄や各セクターを担当する全アナリストによる平均業績予想を合計したボトムアップ・コンセンサスでは、EPSは2022年の約220ドルから2023年には4.4%増の229.52ドルになると予想されている。逆に、本誌が12月に調査したウォール街のストラテジストのトップダウンの見解では、2023年のS&P500指数の平均EPSは2.7%減益の214ドルになるという。

この違いを生んでいるのは利益率の差だ。ストラテジストは、顧客に転嫁する価格上昇が緩やかになる中、賃金上昇と金利コストの上昇を受けて利益率は圧迫されるとみている。これは、インフレの幾つかの要素には価格が動きにくい性格のものがおり、価格が低下するには時間がかかって経済的な痛みを伴うというFRBの見解とほぼ一致する。このシナリオが現実のものとなれば、FRBが利上げを継続する中で業績予想が下方修正されることで、市場は割高に見えることになりそうだ。

言うまでもなく、雇用統計がどうであれ、この組み合わせは株価にとってプラス材料となるものではない。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

9. CESから探るハイテク業界の2023年の行方 CES Returns With a Bang. The Optimism? Not So Much. 明るい兆しは依然として乏しい

[ハイテク]

2023年は状況が良くなる前に悪化する可能性が高い



Photograph by Ronda Churchill

毎年1月に開催される世界最大の家電IT見本市CESが今年も1月5日からラスベガス・コンベンション・センターで開催された。一昨年は新型コロナウイルス感染症のパンデミック（世界的大流行）を受けてすべての催しがバーチャルで実施された。昨年はオミクロン株の流行により出展取りやめが相次ぎ、来場者数は4万4000人にとどまった。主催者は今年の来場者数の目標を10万人に置いていた。

基調講演ではハイテクの将来に関する楽観的な見方、特に人工知能の力に関する楽観論が聞か

れた。だが、ハイテク各社の経営幹部と話をする、この業界が今後数カ月以内に厳しい状況に直面することも明らかになった。2022年、ハイテク株は金利の急上昇、インフレの高進、潜在的な景気後退に直面して大幅に下落した。2023年は状況が良くなる前に悪化する可能性が高いようだ。以下、筆者がCES 2023で取材したポイントを報告する。

半導体は依然として下降局面にある

第4四半期決算発表シーズンが近づく中、半導体業界の経営幹部は2023年の見通しについて引き続き懸念を抱いている。アドバンスト・マイクロ・デバイシズ（AMD）のリサ・スー最高経営責任者（CEO）は、「技術の発展に対して長期的な需要が存在する」と楽観的な見方を示したものの、PCの販売低迷は2023年も続くことを認めた。スー氏が指摘するように、パンデミック勃発前のPCの販売台数は横ばいまたは減少傾向にあったが、パンデミック下では誰もが家の中で過ごすことを余儀なくされたため、年間販売台数は2022年の2億6000万台から2022年は約3億5000万台に急増した。スー氏は販売台数が2019年の水準に戻る可能性があると考えている。

自動車および産業用半導体メーカーのインフィニオン・テクノロジーズ<IFNNY>の経営幹部は、PCと携帯電話で始まった半導体在庫の過剰が別の領域に拡大していると指摘した。この経営幹部によると、2022年の最後の2週間で産業および自動車顧客からの注文が減少し、一部の注文が2〜3四半期先送りされ、他の注文はキャンセルされたと言う。

PCや携帯電話などのコンシューマーエレクトロニクス製品向けの半導体を開発・製造するシナプティクス<SYNA>のCEOであるマイケル・ハールストン氏は、主要な市場における需要の低迷と顧客在庫の急増によって打撃を受けていると言う。同氏は、顧客在庫が通常の水準に戻るのには2023年央以降と考えている。

IT予算が切迫している

セキュリティソフトウェア会社クラウドストライク・ホールディングス<CRWD>のCEOであるジョージ・カーツ氏は、企業によるセキュリティへの支出は底堅いものの、マクロ要因の影響を受けていると述べた。取引期間が長期化しており、契約を交わすまでに複数の承認が必要になっていると言う。

サービスとしてのサイバー犯罪が増加

一方でカーツ氏は、景気が弱含むにつれてサイバー犯罪が増加する傾向があることを歴史が示していると警告する。「サービスとしてのサイバー犯罪」の地下市場が繁栄しており、高度な技術を持つ犯罪者が収益を分け合うビジネスモデルが成り立っていると言う。つまり、犯罪さえクラウドに移行している。

EVのビジネスモデルを巡る問題が浮上

電気自動車（EV）市場が成長するにつれてEVのビジネスモデルに亀裂が生じている。欧州の自動車メーカーのステランティス<STLA>のCEOであるカルロス・タバレス氏によると、伝統的な自動車メーカーによるEV製造コストは同等のガソリン車よりも平均で約40%高い。自動車メーカーは、こうしたコストを価格に転嫁して大衆の手に届かない高価格の車両を提供するのか、コスト上昇分を吸収して収益性を悪化させるのか、いずれにしても受け入れがたい立場に置かれている。そのため自動車メーカーは、追加コストを吸収しつつ利益率を維持し、中間層の自動車購入者にも手の届く価格に設定するための方法を見いださなければならない。しかも同時に、バッテリーに使用される原材料の急激な価格変動にも対処しなければならないと言う。

メタバースの応用はニッチ用途にとどまっている

ソニー<6758>の次世代ヘッドセットやなどメタバースファン向けの新しいハードウェアが披露されたものの、最も衝撃的だったのは、筆者が見た大半の応用が中学生に数学を教えたりスポーツスタジアムを見学したりするニッチな用途のものだったことだ。人々がオンライン上の仮想世界で人生の大部分を過ごすというマーク・ザッカーバーグ氏や映画「レディ・プレイヤー1」が描いたようなメタバースは実現されておらず、これからも実現されない可能性があることが、ますます明らかになっているようだ。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

BP and Shell vs. Exxon and Chevron: The Mystery of Big Oil's P/E Gap

BPとシェル、エクソンとシェブロンはPERが大きく異なる。その理由は？

過剰利潤税よりも大きな理由は、投資家のESGに対する意識

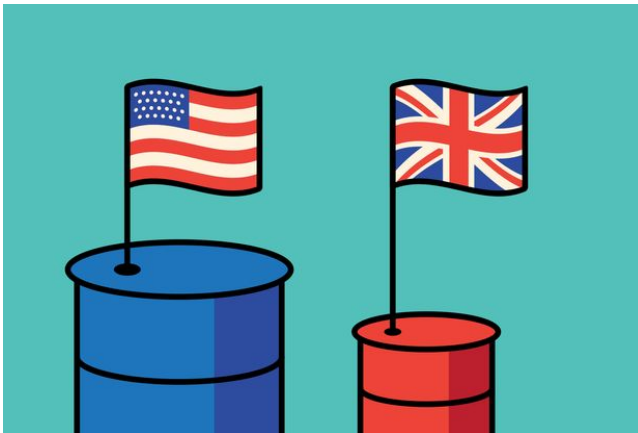


Illustration by Elias Stein

2022年、グローバル石油大手は各社とも好調だった。英国のBP<BP>とシェル<SHEL>の株価は2022年中にそれぞれ約40%上昇した。予想PER（株価収益率）は約5倍だ。一方で米国を拠点とするエクソンモービル<XOM>の株価は同期間に80%近く上昇し、PERはほぼ10倍だ。同じく米シェブロン<CVX>は50%上昇、PERは11倍となる。

両グループのPERには、なぜギャップがあるのか？ 超過利得税を理由に挙げる人は多い。ロシアのウクライナ侵攻以降、石油価格は上昇

し、石油大手は軒並みその恩恵を受けた。価格は下落したとはいえ、まだかなりの利益が出る水準にある。一方で欧州各国の政府は、エネルギー料金の高騰にあえぐ消費者への助成を目的として、石油大手に課税して利益を取り戻している。

それでも、超過利得税だけでは説明がつかない。グローバルな石油企業は軒並み欧州で課税されているのだ。エクソンは先日、新たな課税案を巡ってEUを提訴している。一方でアナリストは高水準の売上高で課税が開始されることになる影響を織り込んでいる。

ドイツ銀行のアナリスト、ジェームズ・ハバードは、同セクターの利益に「1桁前半」の影響があると思積もる。

加えてモーニングスターのストラテジスト、アレン・グッドは、「2023年の利益は2022年ほどではないだろうが、それでも素晴らしい水準となるだろう。自社株買い戻しや配当といった形で、株主が還元を受けることになる」と述べる。

だがそれよりも大きな要因は、持続可能なエネルギーへの投資だ。4社ともに、2050年に温室効果ガスの排出量を実質ゼロにするネットゼロの目標を掲げる。BPとシェルは年間約10億ドルを低炭素エネルギーに投資しており、石油とガスの生産量はピークを越えたとしている。一方で、エクソンとシェブロンによるグリーンプロジェクトへの投資額の割合はそれよりも低く、化石燃料の産出増加も見込まれる。BPとシェルが化石燃料を多く産出する企業であり続けることで、環境、社会、ガバナンス（ESG）を重視する投資家は、両社への投資を避けている。

時がたてば変化するかもしれない。だが今のところ、BPとシェルが割安だと考えられる。

今週の予定

Powered by Oil

Most stocks fell in 2022, but not Big Oil.

Stock Performance



1月9日（月）

・米連邦準備制度理事会（FRB）が2022年11月の消費者信用残高を発表。10月には季節調整済み年率換算で6.9%上昇し、過去最高の4兆7300億ドルを記録した。クレジットカード債務が大半を占めるリボルビング払い債務は、生活費にクレジットカードを利用する消費者が増えたことなどで、季節調整済み年率換算で10.4%増加した。

1月10日（火）

・全米独立事業者協会（NFIB）が2022年12月の中小企業楽観度指数を発表。コンセンサス予想は91.5と11月とほぼ同じ。中小企業の経営者は引き続きインフレを最大の懸念と捉えており、同指数は夏以降、8年ぶりの低水準が続いている。

1月11日（水）

・米抵当銀行協会（MBA）は、1月6日までの1週間の住宅ローン申請件数を測る住宅ローン申請指数を発表。住宅ローン金利が急騰する中、申請件数は2022年下半期に大幅に減少。2022年10月には25年ぶりの低水準を記録した。

1月12日（木）

・米労働省は1月7日までの週の新規失業保険申請件数を発表。2022年12月の週平均申請件数は21万7500件と、低水準が続く。テクノロジーや不動産セクターでは解雇の発表が相次ぐものの、労働市場の逼迫（ひっばく）は続いている。米労働省労働統計局（BLS）が1月6日に発表した雇用統計では、失業率は3.5%に下がり、約50年ぶりの低水準となっている。2022年の非農業部門就業者数は前年比約450万人増となった（月平均では約37万5000人増）。2022年下半期の労働市場は上半期のハイペースの成長と比べると鈍化しているが、多くのエコノミストが予想するような2023年の景気後退の前兆となるようなものは見られない。

・ BLSが2022年12月の消費者物価指数（CPI）を発表。エコノミストによるコンセンサス予想は前年同月比6.5%上昇（11月は7.1%上昇）、変動が大きい食品とエネルギーを除いたコアCPIは5.7%上昇（11月は6%上昇）。CPIは2022年6月の9.1、コアCPIは9月の6.6%がピークとなっている。10月、11月の指数はインフレの急激な減速を示すが、米連邦公開市場委員会（FOMC）は、利上げの打ち止めを検討するには長期にわたるデータの精査が必要だと強調する。

1月13日（金）

- ・ 決算発表が開始される。バンク・オブ・アメリカ<BAC>、シティグループ<C>、JPモルガン・チェース<JPM>、ウェルズ・ファーゴ<WFC>の金融大手4行が取引開始前に決算発表。
- ・ 大手金融サービス会社バンク・オブ・ニューヨーク・メロン<BK>、資産運用大手ブラックロック<BLK>、航空大手デルタ航空<DAL>、金融サービス会社ファースト・リパブリック・バンク<FRC>、医療保険会社ユナイテッドヘルス・グループ<UNH>が決算発表。
- ・ ミシガン大学が1月の消費者景況感指数を発表。コンセンサス予想は60.5と、2022年12月から約1ポイント上昇。12月の消費者による1年先のインフレ予想は、1年半ぶりの低水準である4.4%となっている。

By Brian Swint
(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』 2023/01/08
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 © 2023 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます