

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/07/09

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. ウォルマート、小売業界の巨大テクノロジー企業へ - Walmart Is Quietly Growing Into a Retail Tech Titan [カバーストーリー]
株式は「買い」 P.1
2. 復活したグロースファンド、どこに投資する - Growth Is Back. Where to Invest Now. [ファンド]
今有望な戦略は P.5
3. S&P500指数は超大型テクノロジーファンドと化した。代わりの投資対象は - The S&P 500 Is a Megacap Tech Fund. Where to Invest Instead. [ファンド]
分散投資は簡単。投資ストラテジストの推奨は外国株、バリュー株、小型株 P.11
4. そろそろ債券の積み増しを検討すべき時期 - It's Time to Be Bolder With Bonds. Here's How. [ファンド]
ETFやアクティブ型ファンドを活用した債券ポートフォリオの構築 P.13
5. 1945年との類似性 - This Market Strategist Sees Parallels With 1945. That's Good, and Bad [インタビュー]
RBCキャピタル・マーケッツのカルバシナ氏に聞く P.16
6. 市場全体が盛り上がるには今回の決算発表は力不足か - Q2 Earnings Might Not Lift the Indexes but Could Do Wonders for Some [米国株式市場]
割高感のある市場では出遅れ銘柄に注目 P.20
7. 7月利上げが必須なら打ち止めはいつか - The Fed Is Poised to Raise Rates Again. Is an End in Sight? [コラム]
雇用統計に続き今週CPIがリリース P.22
8. 上半期が株高なら下半期は株安となるのか - Black Monday Casts a Long Shadow on 2023 [コラム]
高いバリュエーションと金利上昇がもたらすもの P.24
9. スレッズがメタにもたらす企業価値は非常に小さい - Threads Is a Drop in the Bucket for Meta [ハイテク]
競合相手のツイッターは中小企業にすぎない P.26
10. 今週の予定 - Housing Demand Gives Home Builders a Solid Foundation for More Gains [経済関連スケジュール]
好調な住宅需要、住宅建設銘柄にはさらなる上値余地 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. ウォルマート、小売業界の巨大テクノロジー企業へ Walmart Is Quietly Growing Into a Retail Tech Titan 株式は「買い」

[カバーストーリー]

規模と拠点網を強みにeコマースでも成長



Photographs by Beth Hall

12個の卵を1600メートル離れた地点まで30分以内に航空輸送し、20メートル以上の上空から目標地点へ正確に落下させつつ、ひび一つ入らないようにするにはどうすべきか。

これは物理学の学年末の試験の問題ではなく、小売り大手ウォルマート<WMT>がドローン配達において取り組み、解決した課題だ。ウォルマートのドローンは、市民の邪魔にならないように最適化された経路を飛行し、顧客の敷地内の正確な地点に商品を落とし、発射台に戻ってくる。ドローン配送プログラムは成長中で、

七つの州の30以上の店舗で利用できる。このプログラムは、世界最大の小売業者であるウォルマートが、中核事業を強化し、新たな収益性の高い事業へ拡大するためにテクノロジーの活用を継続的に追求していることを象徴するものだ。

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）は、オートメーションから人工知能（AI）まで、小売業界によるテクノロジーの活用を急激に加速させた。ウォルマートだけを見ても、過去3年間で世界全体のeコマース事業の規模は2倍に拡大している。しかし、この大転換は、デジタルネイティブ企業の脅威、ソフトウエア開発の膨大なコスト、消費者によるスピードと利便性への要求の高まりなど、多くの障害を伴っている。

新たな世界で優位に立つためには、ウォルマートは最先端を走る以外に選択肢がない。幸いにも、ウォルマートにはそのための十分な資金と、積極的に実験に取り組む文化がある。

上場投資信託（ETF）のニューバーガー・バーマン・ネクスト・ジェネレーション・コネクテッド・コンシューマーETF<NBCC>のポートフォリオマネージャーであるジョン・サン・マルコ氏は、「ウォルマートは過去1~2年間で競争上のパフォーマンスを劇的に改善した。消費者に提供する価値を全く損なわずに、オムニチャネルの観点で他社と一線を画している。未来を保証された企業だ」と語る。

ウォルマートの未来は、常にこれほど明るいものだったわけではない。2010年代半ばには、実店舗を中心とする小売業者に市場が背を向け、ウォルマートの株価は多くの同業他社とともに急落した。2015年にアマゾン・ドット・コム<AMZN>の株価が2倍超に上昇したのに対して、ウォルマートは25%超下落した。

ウォルマートのeコマース事業の確立に向けた初期の取り組みは、成功もあれば失敗もあった。ポノボスやモドクロスといった人気のあるオンラインブランドを高い価格で買収したが、すぐに数百万ドル安い価格で売却した。2016年にオンライン小売会社ジェット・ドット・コムを30億ドル超で買収した

が、その4年後に事業を廃止した（ただし、ジェットのコ創業者であるマーク・ロア氏のノウハウを取り込むことができた）。ウォルマートの1株当たり利益（EPS）は2015年度に5ドルの節目を超えたが、大規模な投資や、オンライン小売業者との競争に後れを取った結果、2021年度まで再び5ドルを上回ることはなかった。

しかし、経験が最高の教師であるとすれば、ウォルマートは熱心な生徒である。ウォルマートはeコマースを試行錯誤していた時代に貴重な教訓を学び、コロナ禍でオンラインへの大規模な移行が起こる直前に勝利の方程式を発見した。

ウォルマートが成功にたどり着くカギとなったのは、長年にわたって同業他社との差別化要因となってきた二つの強み、すなわち規模と物理的な拠点網だ。90%の米国人は、ウォルマートの店舗から16キロメートル圏内に居住しており、年1回以上はウォルマートで買い物をしている。コロナ禍に直面したウォルマートは、この幅広い店舗網を活用した。路上と店舗内の商品受け渡しサービスを拡大し、店舗を物流ハブとして利用することで配送費を抑えた。削減したコストは、店舗の改修や自動化への投資資金に使われた。

一方、ウォルマートの規模は、サプライヤーとの交渉において、ほとんどの競合企業よりも価格を低く抑える力となった。また、規模が大きいおかげで、オンライン広告事業やサードパーティー向けマーケットプレイスを急速に成長させることができ、好循環を生んだ。

その結果、ウォルマートの米国eコマース事業は2020年度以降に122%成長している。直近の会計年度では、売上高は534億ドルに達し、ウォルマートの米国全体の売上高の約13%を占めている。EPSは、2024年度（2024年1月期）の6.24ドルから、2025年度には過去最高の6.91ドルに増加すると予想されている。

■ 試行錯誤でコツをつかむ

資産運用会社ボントベル・アセット・マネジメントのリサーチアナリストであるコナー・マーティン氏は、「ウォルマートは複数年にわたってeコマースの試験と開発を経験してきた。今や、以前ほど多額の投資を必要としない転換点にある」と指摘する。

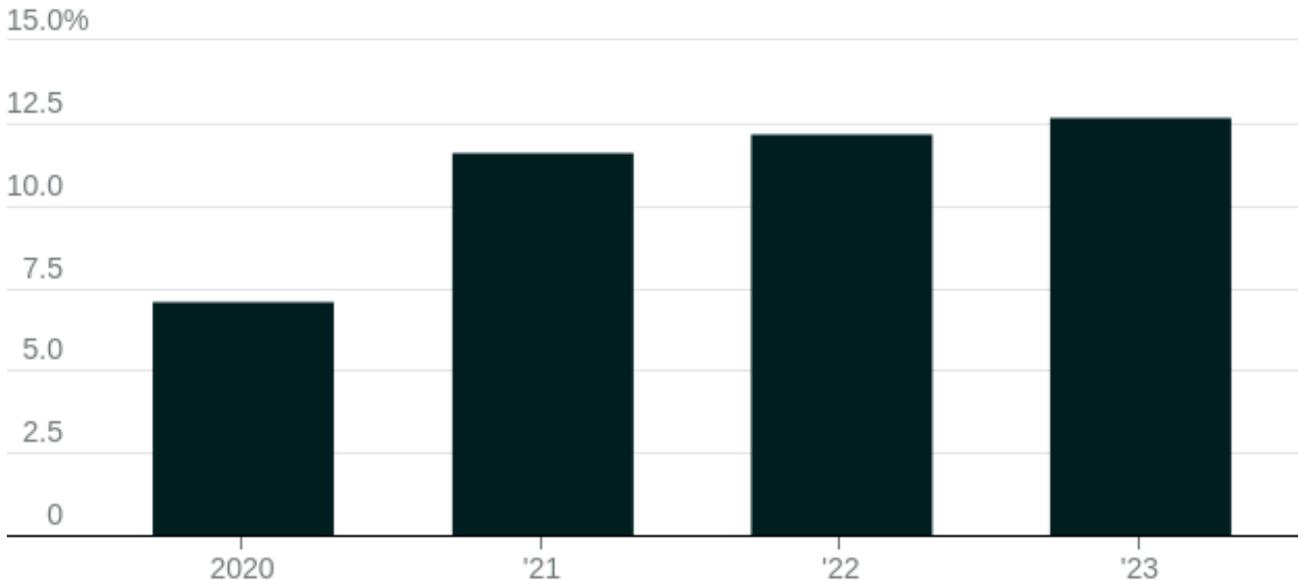
マーティン氏は、ウォルマートのeコマース事業の学習曲線を食品雑貨事業の開発プロセスになぞらえる。食品雑貨は、あらゆる市場や店舗タイプにおいてヒットする商品カテゴリーではなかったが、ウォルマートは戦略の調整を続けた。最終的に、ウォルマートは「秘伝のソース」を見つけ、食品と飲料の戦略的なラインアップを巨大な大規模小売店へ発展させ、自社の店舗を多くの米国人にとってのワンストップの店へ変えた。その過程で、利益率の低さで知られる業種において業界をリードする利益率を実現し、オーガニックなどの急成長しているカテゴリーに投資し、食品雑貨を買いに来た顧客に一般消費財を買わせることに成功した。

ウォルマートは、ひとたびパターンをつかめば、それをオンラインと実店舗で広く展開することができた。食品雑貨は今やウォルマートの売上高の約60%を占める。これは同業他社より大幅に高く、アマゾンさえも上回る。また、小売り大手ターゲット<TGT>の本社があるミネソタ州ミネアポリスと隣接するセントポールにおいても、ウォルマートの食品雑貨の売上高はターゲットを超えている。

Going Online

Walmart's online business has more than doubled since the onset of the pandemic.

U.S. e-commerce sales as a percentage of total sales



Note: Data for Walmart's U.S. sales, excluding Sam's Club. Fiscal year ends January 31.

マーティン氏は「ウォルマートが数年を費やして試行錯誤をしていなければ、大規模小売店事業や食品雑貨事業で優位に立つことはなかっただろう。現在の状況は、当時の取り組みによる必然的な結果だ。われわれは、利益率の大幅な向上のような恩恵が間もなく実現すると考えている」と語る。

アナリストは、ウォルマートの収益性が峠を越したという見方で一致している。前年度比で見ると、ウォルマートの直近会計年度の売上高は6.7%増加したが、EPSは2.6%減少した。しかし、このギャップは今年度に縮小すると予想されており、売上高の4.2%増に対し、EPSは0.8%減とみられる。コンセンサス予想では、このパターンは2025年度に反転し、売上高は過去最高の6601億ドルへ3.7%増加し、利益の急増（約11%）を後押しするとされている。

利益を成長させるには、単により多くの人により多くの商品を買えばよいわけではない。ウォルマートは近年、歴史的なインフレの中での低価格商品の提供や、サブスクリプションサービスのウォルマート・プラスの利便性を通じて、若い消費者や高所得の消費者を引きつけることに大きく成功している。ウォルマートは、こうした新しい買い物客を維持したいと考えている。

ウォルマートは既存店舗を改装する一方で、倉庫型店舗のサムズ・クラブを今後数年間で30店舗以上出店する予定だ。しかし、本当の目標は、顧客にオンラインと実店舗の両方で商品を買わせることにある。ウォルマートのオムニチャネルの買い物客は、実店舗のみで買い物をする消費者に比べて、購入額が2~3倍で、買い物の回数も2倍になる傾向がある。ウォルマート・プラスや、リニューアルされた企業ウェブサイトもその助けになっている。

顧客は約4億点の商品を提供するサードパーティーマーケットプレイスにも引きつけられている。マーケットプレイスは、利益率の高いオンライン広告事業も支えており、この事業の売上高は2023年度に27億ドルへ約30%増加した。成長の熱は冷めておらず、直近四半期の売上高は30%超増加している。

ウォルマートのオンライン事業は、広告収入や中核事業の売上高を押し上げるだけでなく、ウォルマートが品ぞろえを調整するのに役立つ膨大な顧客データを生み出している。こうしたデータは、特に収益性が高い一般消費財のカテゴリーに買い物客を誘導する上で有益だ。

TDカウエンのアナリストであるオリバー・チェン氏は、「われわれは小売りにおけるエコシステムの台頭を目にしている」と語る。チェン氏は、ウォルマートのプラットフォームが「全般的な商品の売上高を増加させつつ、収入源を多角化できる」と考えており、この転換を実現するための資本をウォルマート並みに持っている従来型小売企業はほとんど存在しないと指摘する。チェン氏は株価が180ドルまで上昇するとみている。

自動化で株価の上昇余地



Photograph by Beth Hall

一方、JPモルガンは、アマゾンが来年、ウォルマートを抜いて米国最大の小売業者になる可能性があるかと警告した。多くの米国人、特にウォルマートの中核的な顧客である低所得層の買い物客は、依然としてインフレの長引く影響に苦しんでいる。さらに、小売業者は文化戦争の中で集中砲火に遭っており、一部の保守的な顧客がLGBTQ+（性的少数者）向けの商品などを批判している。

とはいえ、ウォルマートの直近の決算発表は、消費者がお得な商品を絶え間なく探し続けることで、ウォルマートが競合他社にはない恩恵を享受していることを示すものだ。低価格の生活必需品をウォルマートに頼っている顧客が、裁量的な予算が増えてもウォルマートでの買い物を続けた場合、その勢いが最高クラスのオムニチャンネルインフラと組み合わさって、ウォルマートが価格と利便性の両面で最高の存在になる可能性がある。

さらに、ロボットだ。オートメーションによって、少数の小売業者以外には不可能な方法で、ウォルマートのサプライチェーン（供給網）は合理化されつつある。

ウォルマートがコロナ禍の間に洗練させた「実店舗を買い物場所と物流ハブの両方に使用する」というモデルは、店舗裏の専用倉庫の存在にかかっている。この倉庫では、ロボットの集荷作業員が、人間の労働者にとっては単調で足が痛くなる仕事を迅速にこなす。これにより、ミスが減少し、在庫が管理しやすくなる。また、オンラインショッピングの顧客が、商品や従業員の注意を実店舗の顧客と奪い合うこともなくなる。

ウォルマートのオートメーションハブでは、集荷ロボットが絶えず動き回って商品を集めている。商品のスキャンや袋詰めなど、人手による作業も残っているが、良くも悪くも、このシステムは世界最大の雇用者が人員をさらに削減することを可能にするものだ。ウォルマートは今年、3000人以上の物流スタッフを一時解雇している。また2026年度までに、注文の約55%を自動フルフィルメントセンターで完結させ、各商品の平均処理費用を20%削減することを目指している。

ロボットが動くリズムに乗って、ウォルマートの株価も上昇する可能性がある。ウォルマートの利益率が向上し得ることを考えると、たとえ株価が年初来で11%上昇して株価収益率（PER）が25倍であっても、依然として魅力的だと主張するのは容易だ。PERは5年平均の22.3倍を上回っているが、ウォルマートの成長は加速し、効率性は高まっている。ウェルズ・ファーゴのアナリストであるエドワード・ケリー氏は、「テクノロジーに基づくオムニチャネルの小売りモデルを評価すれば、株価は割高ではない」と述べ、株価が170ドルに上昇してもおかしくないと考えている。

ニューバーガー・バーマンのサン・マルコ氏は、業績予想がさらに上方修正される余地があると言う。ウォルマートの最新の予想は、自社が生み出している勢いを織り込んでいるように見えない。これは二通りの解釈ができる。サン・マルコ氏は「ガイダンスが非常に保守的で、ある程度の十分な上振れ余地が見込まれるという意味か、あるいは小売業界全般が何か不都合な現実と直面しているという意味だろう。後者の場合、大規模かつディフェンシブでリセッション（景気後退）に強いウォルマートのような銘柄を保有するのが良い」と語る。どちらにせよ、ウォルマートは勝者になりそうだ。

By Teresa Rivas
(Source: Dow Jones)

2. 復活したグロースファンド、どこに投資する

[ファンド]

Growth Is Back. Where to Invest Now.

今有望な戦略は

過熱感への懸念



Illustration by Calum Heath

グロースファンドが再び熱気を帯びている。今からこの流れに乗るのは遅過ぎるのではと考える投資家もいる。以下、やけどをせずにこのトレンドにのる方法を幾つか見てみたい。

人工知能（AI）をめぐる大きなトレンド、米国政府の債務上限問題の解決、依然として拡大が続く米国経済のおかげで、画像処理半導体（GPU）大手のエヌビディア<NVDA>などの大型グロース株は、今年、驚異的な復活を遂げた。多くのハイテク株を含むナスダック100指数は6月30日までに38.8%上昇し、マイクロソフト<MSFT>など、最も大型で人気の高いハイテ

ク銘柄の中には最近上場来最高値を記録したものもあり、昨年の低迷から完全に復活した。それも、今や金利が大幅に上昇し、バリュエーションが低下すべきであるにもかかわらずだ。

ファンドのパフォーマンスは、バリューがグロースを圧倒した2022年を反転させたイメージとなっている。モーニングスターの大型グロース株式ファンドカテゴリー（ハイテク株のウェイト37%）は既に24%上昇している。テクノロジー系のファンドは平均で30%上昇している。保有銘柄の51%をハイテク株が占める運用総額2000億ドルの上場投資信託（ETF）、インベスコQQQトラスト・シリーズ1

<QQQ>の上昇率は39%だ。より分散されたS&P500指数は17%、そして大型バリューストックファンドにいたってはわずか5%にすぎない。こうしたトレンドは第2四半期も続いており、ミューチュアルファンド・カテゴリーで最も好調なのは大型グロース（上昇率11%）とハイテク（同9.9%）だ。

こうした状況を受け、グロース株ファンドはあまりにも急ピッチで上げ過ぎたのではないかと、という疑問が生まれる。運用資産残高1200億ドルの資産運用会社リサーチ・アフィリエイツのクリス・ブライトマン最高経営責任者（CEO）は「グロース株のバリュエーションは極端な水準にあり、こうした例は歴史上2回しか観測されていない。誰もがハイテク銘柄を安全資産として扱った2020年の新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）による暴落の直後と、1999年後半だ」と指摘する。6月30日現在のMSCI米国グロース指数構成銘柄の平均株価収益率（PER）は37.2倍であるのに対し、MSCI米国バリューストック指数の平均PERは16.7倍だ。

金利の上げ止まり

The Year of the Growth Fund

This year's fund returns look like a mirror image of last year's because of tech stock exposure.

Fund / Ticker	Morningstar Category	2nd Quarter Return	YTD Return	2022 Return	5-Yr Return	Expense Ratio	Tech Sector %
AGGRESSIVE 2023 WINNERS							
ARK Innovation / ARKK	Mid-Cap Growth	9.5%	41.3%	-67.0%	0.9%	0.75%	33.9%
Fidelity Blue Chip Growth / FBGRX	Large Growth	16.3	39.1	-38.5	15.4	0.76	42.6
Needham Aggressive Growth / NEAGX	Small Growth	16.8	27.3	-27.5	17.0	1.88	63.6
Spear Alpha / SPRX	Technology	22.6	53.8	-44.8	N/A	0.75	88.9
INDEX FUND CHOICES							
Invesco QQQ / QQQ	Large Growth	15.3%	39.2%	-32.5%	17.4%	0.20%	50.9%
iShares Core S&P 500 / IVV	Large Blend	8.7	16.9	-18.1	12.3	0.03	28.8
iShares Russell 1000 Growth / IWF	Large Growth	12.8	28.9	-29.3	14.9	0.18	44.0
iShares Russell 1000 Value / IWD	Large Value	4.0	5.0	-7.7	7.9	0.18	9.3
iShares Russell 2000 Growth / IWO	Small Growth	7.0	13.5	-26.3	4.2	0.23	23.9
SPDR S&P 400 Mid Cap Growth / MDYG	Mid-Cap Growth	5.1	10.3	-19.0	7.0	0.15	13.2
SPDR S&P 600 Small Cap Growth / SLYG	Small Growth	4.8	7.0	-21.2	5.1	0.15	18.8
Technology Select Sector SPDR / XLK	Technology	15.4	40.4	-27.7	21.5	0.10	99.8
Vanguard Growth / VUG	Large Growth	13.6	33.2	-33.1	14.5	0.04	45.5
DEFENSIVE 2022 WINNERS							
American Century US Quality Growth / QGRO	Large Growth	7.7%	20.0%	-24.5%	N/A	0.29%	35.9%
Delaware Ivy Large Cap Growth / WLGAX	Large Growth	12.8	27.3	-27.0	14.8%	0.89	42.8
Disciplined Growth Investors / DGIFX	Moderately Aggressive Allocation	15.1	25.7	-18.2	9.8	0.78	40.8

以上がグロース株に対する懸念だが、有利な材料もある。昨年、グロース株を葬ったのは金利の上昇だった。金利が上昇すれば、債券利回りとの比較から、投資家は株式に投資する際により多くのリターンを要求するようになる。債券の利回りに相当するのが株式の益回り（＝PERの逆数）だ。利上げ後、1年物財務省証券を利回り5%で入手できるなら、PER30倍、益回り3.3%のハイテク株は、財務省証券の利回りがほぼ0%だった頃に比べ、魅力が乏しくなる。一方、PER15倍、益回り6.6%のバリューストック株にはまだ幾らか魅力が残る。

しかし、金利がピークを打てば、話は変わってくる。ウォール街は、かねて予期されている景気後退局面で、米連邦準備制度理事会（FRB）が景気を刺激するために利下げを行うと予想している。金利が低下すれば、高PER株は債券との比較でより魅力的となる。景気後退は多額の負債を抱えた力のない企業や、経済成長に依存する景気敏感企業に不利だ。バリューストック株にはそうした企業が多い。

フィデリティ・ブルーチップ・グロース・ファンド<FBGRX>のマネジャー、ソヌ・カルラ氏は「こうしたグロース銘柄のパフォーマンスの一部は、さらなる利上げの余地が限られているという期待を反映している可能性がある」と話す。運用資産残高470億ドルのカルラ氏のファンドは2022年に38%の下落を経験した後、2023年は39%上昇している。しかし、カルラ氏はハイテクセクター復活にはほかにも理由があると語る。ハイテク企業はパンデミックの初期に、在宅勤務の労働者にサービスを提供するため大量採用を行なったが、昨年はパンデミック終息に伴う利益成長の鈍化に適応を余儀なくされた。カルラ氏は「成長企業の多くが以前とは異なる低成長環境にいることを認識し、コスト構造の調整を始めた。こうした動きを象徴するのがメタ<META>（旧フェイスブック）で、昨年末に25%の人員削減を行っている。こうした厳しい決断が各社の利益率の改善につながっている」と語る。2022年に64%下落したメタの株価は年初来で145%上昇している。

■ 高クオリティーのグロース株

低成長、高金利環境では、利益が安定し借り入れが少ない「高クオリティー」企業が繁栄する。依然として一部の市場予測者が予測しているように大幅な景気後退に突入（ハードランディング）しても、そうした企業は生き残るはずだ。

しかし、何をもちてクオリティーとするのか。デラウエア・アイビーリーグ・キャップ・グロース・ファンド<WLGAX>のマネジャー、ブラッド・クラップマイヤー氏は「クオリティーという語が日常化し、誤用された結果、『大型グロース・クオリティー』マネジャーの差別化が困難になった」と指摘する。クラップマイヤー氏は競争上の参入障壁を持ち、長期的な利益の成長が確実な企業を探している。株価のモメンタムや直近四半期の業績が予想を上回することは、強力な経営陣や競争上の優位性ほど重要ではない。

クラップマイヤー氏の大口投資先は、マイクロソフト<MSFT>、アップル<AAPL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>など、他の大型グロース株ファンドと共通の銘柄だ。より興味深いのは、投資先に電気自動車（EV）大手のテスラ<TSLA>とメタがないことだ。両社とも競争上の課題を抱えていると考えているためだ。クラップマイヤー氏は、歴史的にみて、自動車業界は「極めて競争が厳しく」、テスラ株のバリュエーションは「テスラには他社にはない独自の販売ネットワーク、バッテリー技術、完全自動運転技があるという見方を既に大々的に織り込んでいるが、いずれも確たる裏付けがあるものではない」と話す。

これに対し、クラップマイヤー氏のポートフォリオの14%を占めるマイクロソフトは、Microsoft 365などの定額料金ベースのソフトウェアや、クラウドサービス、そしてチャットGPTの開発企業オープンAIへの投資を通じ、AIさえも揃え、最も魅力的なトレンドとテクノロジーのマーケットリーダーだ。

クオリティー・グロース株の投資家にとって、有利子負債が皆無または少額であることも極めて重要だ。ニコラス・ファンド<NICSX>のマネジャー、デービッド・ニコラス氏は「当社は常に、優れたキャッシュフローがあり、借り入れが少ない企業を重視してきた。景気後退時にその違いが現れる」と話す。クオリティー重視のニコラス・ファンドは一般的に、昨年のような相場低迷時にグロースファンドをアウトパフォームし、現在のような強気相場では出遅れる。

ジェンセン・クオリティ・グロース・ファンド<JENSX>には、ダウンサイドについて同様のプロテクションがあるが、投機的なアップサイドはない。バリュエーションが割高ではなく、過去10年間のリターンが年率15%以上の優良株25~30銘柄のみに投資する

また、ルール・ベースの定量的スクリーニングを採用した「スマート・ベータ」指数ETFを通じて、クオリティ・グロース株に対する低コストのエクスポージャーを構築することも可能だ。その一つが、アメリカン・センチュリー米国クオリティ・グロースETF<QGRO>で、ダウンサイドに強く、経費率は0.29%と控えめだ。

以上のクオリティ重視のファンドすべてが2022年の相場下落時に競合ファンドをアウトパフォームした。

指数問題

もちろん、従来型の低コストのグロース・インデックス・ファンドもある。バンガード・グロースETF<VUG>の経費率は0.04%、iシェアーズ・ラッセル1000グロースETF<IWF>の経費率は0.18%だ。問題は、自分のポートフォリオの約25%がわずか2銘柄、つまりマイクロソフトとアップルに集中している場合に、どの程度安心できるかだ。両ETFとも、人気銘柄の時価総額を反映した結果、資産配分は同様となっている。ニコラス氏は「グロース・インデックス・ファンドの資産配分がこうした銘柄に集中しているのは危険だ。当社は、株価が高騰した大型株の幾つかについて、エクスポージャーを削減した」と語る。

大半のアクティブ運用マネジャーは、現在のような市場でバリュエーションに制約をかける自己規制を導入している。リサーチ・アフィリエイツのブライトマン氏は、実績ベースPERが最近222倍に達したエヌビディアは1999年のITバブル時のネットワーク機器大手のシスコシステムズ<CSCO>のように優れた企業だが、バリュエーションが高過ぎるとみており、「シスコを1999年後半の高値近辺で買ったとしたら、今ようやくリターンがトントンになるくらいだろう」と語る。

ニコラス・ファンドはエヌビディアを保有しているが、ウェートは1.6%と、インベスコQQQの7%、上記2本のグロースETFの5%を大きく下回る。その代わりに、ニコラスの運用チームは、デジタル広告企業のトレード・デスク<TTD>やサイバーセキュリティ企業のクラウドストライク・ホールディングス<CRWD>など、それほど知名度が高くない中型のハイテク銘柄を購入している。

小型株

ウォール街が最近、市場をけん引する「マグニフィセント・セブン」と命名したアップル、マイクロソフト、エヌビディア、アルファベット<GOOGL>、アマゾン、メタ、テスラよりも成長余地の大きい小型株の方が今では投資のメリットがある。

次の相場下落局面を懸念するリスクに敏感な投資家に最適なファンドの一つがディシプリンド・グロース・インベスターズ・ファンド<DGIFX>だ。理由の一つは、ボラティリティーの高い株式に対する安定化装置として、通常、ポートフォリオの35%を債券に配分していることだ。また、バリュエーションにも注意を払い、中小型株に重点を置いている。こうしたバランスの取れたアプローチにより、過去10年間、モーニングスターの「中程度に積極的なアロケーション」カテゴリーに属する競合

ファンドの97%をアウトパフォームしている。株式については、年率12%のリターンを追求している。このうち9~10%は、投資先企業の利益の成長によって、残る2~3%は割安な株価で購入することによってもたらされる。

こうした成長率とバリュエーションに関する規律により、通常、割高で成長率が低い大型株に手を出すことはない。ほぼ唯一の有名AI株は、スーパー・マイクロ・コンピューター<SMCI>で、過去1年間で554%上昇している。しかし、筆頭マネジャーのフレッド・マーチン氏によると「12年前に投資してから10年間はお預けの状態、今ようやく実を結びつつある」といい、他のファンドとは考え方が異なることが分かる。

より典型的な投資先は、レーザー溶接機器メーカーのIPGフォトニクス<IPGP>のように知名度の低い企業だ。ファンドの共同マネジャー、ジェイソン・リマ氏は「IPGは手持ち式のレーザー溶接機を開発し、市場に創造的な破壊をもたらしている。プロの溶接工は極めて不足している。この新しいレーザー溶接機を使用すれば、ほとんど訓練しなくてもプロ級の溶接作業ができるようになる」と語る。

バリュエーションにこだわる

残念なことに、クオリティーの低い小型成長株も多く、インデックスファンドは今、エクスポージャーを持つのに適していない。運用成績でトップクラスのウィリアム・ブレア・スモールキャップ・グロース・ファンド<WBSNX>のマネジャーであるマーク・トンプソン氏は「われわれのベンチマークであるラッセル2000グロースには、構造上利益がでない企業が32%程度と、かなり大きな割合を占めている」と言う。その中には、トンプソン氏が「ゾンビ企業」と呼ぶ、生き残るためには「より多くの資本を調達しなければならない」企業もある。金利が高い環境下で、それは好ましくない。他方で、いずれ成功が見込まれる企業もある。

コストの低廉なインデックスファンドに投資したいなら、SPDR S&P600小型株グロースETF<SLYG>、あるいはSPDR S&P400中型株グロースETF<MDYG>を検討するとよい。ただし、優良なアクティブ中小型株ファンドのパフォーマンスは、これらのベンチマークを大幅に上回ることが多い。

ニーダム・アグレッシブ・グロース・ファンド<NEAGX>はそのようなファンドの一つだ。マネジャーのジョン・バー氏は、小型で新興のハイテク企業から長期的な成長見通しを考慮し、選好することから、最近では新興のハイテク小型株が同ファンドのポートフォリオの64%を占めている。このようにハイテク銘柄のウェイトが高いにもかかわらず、バー氏のファンドは過去10年間、モーニングスターの小型株グロースカテゴリの他のファンドよりも下落相場での下落幅が小さく、上昇相場での上昇幅が大きいというディフェンシブな実績を上げてきた。

バー氏は、スーパー・マイクロ・コンピューターやインフラ・テクノロジー企業のPDFソリューション<PDFS>のような人気のAI関連銘柄を長年保有しているが、年初来21%下落したソフトウェア会社のユニシス<UIS>のように市場に見過ごされているハイテク銘柄にも投資している。バー氏は、「市場はユニシスが提供するメインフレームでレガシーのClearPath Forward (CPS) の価値を見逃している」と言う。バー氏にとって、バリュエーションにこだわることは、過去の景気後退期でも有益であった。

ソフトランディング

よりアグレッシブなファンドを検討する選択肢もある。米政府がソフトランディング、つまり景気後退が緩やか、あるいは景気後退がないかのような良い状態に導くことに成功すれば、ジェンセン・クオリティー・グロース・ファンドやニコラス・ファンドなどのディフェンシブな大型株ファンドは、よりアグレッシブな他のファンドに後れを取り続けるだろう。しかし、昨年の大失敗を受け、投資家が戦々恐々としているのも無理はない。

例えば、スピア・アルファETF<SPRX>はアグレッシブなテクノロジー企業に特化したETFで、アクティブ運用の株式ETFとしては年初来54%上昇と最も成績が良い。しかし、暴落直前の2021年8月に設定されたこのファンドの運用資産は900万ドルしかない。

一方、2014年に設定されたアーク・イノベーションETF<ARKK>は、同様にハイテク銘柄に投資しており、運用資産残高は80億ドルだ。しかし、スピア・アルファETFのパフォーマンスは、アーク・イノベーションETFが67%下落した昨年、41%上昇した今年の内いずれも上回っている。スピア・アルファETFは、テクノロジー企業に特化したETFで、アーク・イノベーションETFより小規模となる、運用資産14億ドルのアーク・ネクスト・ジェネレーション・インターネット<ARKW>のパフォーマンスも上回っている。

スピアのマネジャーであるイヴァナ・デフスカ氏は、シタデル・アセット・マネジメントやミレニアム・マネジメントなどの著名ヘッジファンドでシニアアナリストを務めた経歴を持つ。特に変動の激しいハイテク株の乱高下を巧みにすり抜けることに長けている。保守的なマネジャーとは異なり、デフスカ氏の運用はアグレッシブだ。デフスカ氏のファンドの資産回転率は262%で、保有期間はわずか数カ月だ。主にお気に入りの銘柄を中心に売買し、割高になれば売り、割安になれば買い戻す。

デフスカ氏は、ファンドの設定以来、エヌビディアでこのような戦術的な売買を行ってきた。一方、アーク・イノベーションETFは年初にエヌビディアを売却し、利益を取り損ねた。最近では、「バリュー・アイデア」として、かつて新型コロナウイルスのパンデミックのころ市場で人気だったが、パンダミックが収まりつつある中、昨年37%下落したオンライン会議サービスのズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>を買っている。

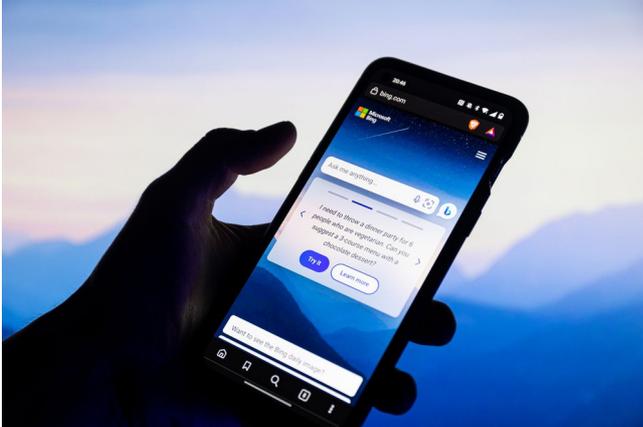
今日の問題は、より分散投資されたiシェアーズ・ラッセル1000グロースETFでさえ29%下落した2022年の大暴落後、投資家がより難しい選択を迫られていることだ。

デフスカ氏は、スピア・アルファETFが昨年の暴落直前に設定されたことを喜んでおり、「景気下降サイクルの中で投資家は自分の投資した商品がどうなるかを見るのは良いことだ」と言う。もしソフトランディングが実現すれば、デフスカ氏のETFの運用資産規模は数百万ドルから数十億ドルになるかもしれない。

By Lewis Braham
(Source: Dow Jones)

3. S&P500指数は超大型テクノロジーファンドと化した。代わりの投資対象は [ファンド] The S&P 500 Is a Megacap Tech Fund. Where to Invest Instead. 分散投資は簡単。投資ストラテジストの推奨は外国株、バリュー株、小型株

S&P500指数は事実上、大型成長株ファンド



Dreamstime

S&P500指数は古典的なインデックスファンドの基盤であり、多くの保有ポートフォリオの中核を形成し、いわば米国市場の象徴だ。しかし、もはや分散した株価指数とは言えない。ハイテク企業のいわゆる「ビッグ7」が時価総額全体の約30%を占めているからだ。

S&P500指数を対象にした単純なインデックスファンドは今年順調だが、値上がりの実態は見かけと異なる。好調さのほとんどは、アップル<AAPL>、マイクロソフト<MSFT>、グーグルの親会社アルファベット<GOOGL>、ア

マゾン・ドット・コム<AMZN>、画像処理半導体（GPU）大手のエヌビディア<NVDA>、電気自動車（EV）大手のテスラ<TSLA>、メタ<META>（旧フェイスブック）のおかげだ。

リゾルツ・ウェルス・マネジメントの機関投資家向け資産運用ディレクターを務めるベン・カーソン氏は、「S&P500指数は時価総額加重平均という仕組みゆえに、基本的には大型成長株ファンドだ」と語る。

S&P500指数が、500社に分散されたバスケットへのエクスポージャーを提供するのではなく、超大型ハイテク企業に集中していることは、人工知能（AI）にあおられたハイテク・バブルが再発した場合、相当のリスクをもたらす。なにしろ構成銘柄最上位のアップルとマイクロソフトの2社だけで指数の14%を占めているのだ。

ファクトセットは、6月9日付アーニングス・インサイトの中で、2023年第4四半期のS&P500指数の予想利益成長率8.2%のうち、4%ポイントがメタ、エヌビディア、アルファベット、アマゾンの4社によるものだとしている。4社を除くと利益成長率は4.2%と予想される。

S&P500指数以外への分散投資は簡単

明るいニュースは、S&P500指数以外に分散投資することがこれまでにないほど簡単なことだ。資産運用会社は新しい戦略に基づく低コストの上場投資信託（ETF）のラインアップを増やし、人気のあるミューチュアルファンドの低コスト版を提供している。市場の潜在的回収をフルに享受するために、投資ストラテジストは以下を推奨している。

Tech Leads the Way

Stocks like Nvidia, Apple, and Microsoft are leaving the broad-market S&P 500 index far behind this year.



外国株へのエクスポージャーは賢明な資産配分

バンガードは最近のレポートの中で、「過去10年間の米国株アウトパフォームの要因となったものが今後10年間の米国株アンダーパフォームの種をまいた可能性があり、(外国株式が)米国の投資家にはより高い相対リターンを挙げる良い機会である」と述べている。モーニングスターによれば、外国株に投資するには大型株総合カテゴリーのETFを中心とするのが適している一方、欧州の中小型株ファンドは外国株のエクスポージャーの脇を固めるのに資するとのことだ。

ディメンショナル・インターナショナル・コア・エクイティ・マーケットETF<DFAI>は、大型株総合カテゴリーのアクティブETFである。パッシブETFとしては、iシェアーズ・コアMSCIトータル国際株式ETF<IXUS>、バンガードFTSEオールワールド(除く米国)ETF<VEU>、バンガード・トータル・インターナショナル・ストック(除く米国)ETF<VXUS>などがある。

ミューチュアルファンドに目を転じると、本誌は最近、ブランデス・インターナショナル小型株ファンド<BISAX>が今年、19.3%のトータル・リターンを上げ、素晴らしいパフォーマンスを収めていると書いた。BISAXは上位2%に属しており、同ファンドのカテゴリーでは、98%の他ファンドをアウトパフォームしている。

バリュー株もお見逃しなく

運用資産約5億6000万ドルのブティック型企业、Gスクエアード・プライベート・ウェルスの最高投資責任者(CIO)、ビクトリア・グリーン氏は、バリュー株は依然としてポートフォリオの一角に値するとした上で、「私は、市場が熱狂状態を示すときはいつも、ほんの少し落ち着いた場所を見つけるこ

とを好む。バリュー株の中には質の高い企業があり、それらはよりディフェンシブだ」と述べる。

経費率0.18%のiシェアーズS&P500バリューETF<IVE>に加え、同0.04%のSPDRポートフォリオS&P500バリュー株式ETF<SPYV>、同0.1%のバンガードS&P500バリューETF<VOOV>、あるいは同0.18%のiシェアーズ・ラッセル1000バリューETF<IWD>や同0.08%のバンガード・ラッセル1000バリュー株ETF<VONV>を選ぶことも可能だ。

大きな見込みのある小さな会社を見つけよう

つまり、小粒な銘柄を再検討する価値があるということだ。運用資産約60億ドルの登録投資アドバイザー、プランコープのCIOであるピーター・ラザロフ氏が顧客のポートフォリオ向けに選好するETFに、アバンティス米国小型株バリューETF<AVUV>がある。

ミューチュアルファンドでは、モーニングスター4つ星評価のダベンポート小型株フォーカスファンド<DSCPX>が堅実な実績を挙げており、過去5年間のリターンはカテゴリー内で上位1%に属している。今年は12.5%上昇しており、上位7%に位置する。

By Lauren Foster
(Source: Dow Jones)

4. そろそろ債券の積み増しを検討すべき時期 [ファンド]

It's Time to Be Bolder With Bonds. Here's How.
ETFやアクティブ型ファンドを活用した債券ポートフォリオの構築

現金と短期債が今年の必勝パターン

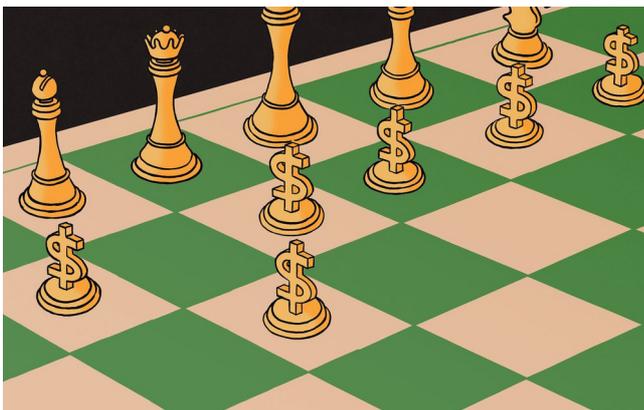


Illustration by Calum Heath

現金と短期債の組み合わせがこれまでのところ今年の勝ちパターンである。LVWアドバイザーズの創業者兼最高経営責任者（CEO）であるロリ・バン・デューセン氏は、6カ月物財務省短期証券（TB）利回りが5.5%でS&P500指数の益回りに近い水準であることを考えると、2023年前半はほぼ無リスクの国債を保有することが「一種の当たり前」の戦略であったと語る。現金と短期債は安全に見えるため、そこに留まりたくなるものの、ファイナンシャルアドバイザーや債券市場ウォッチャーは流動性ニーズを手当済の投資家は思い切ってイールドカーブの長期側へ一歩踏み出し、デュレーションを少し長期化し中期債で高利回りを確定するべきだと語る。米連邦準備制度理事会（FRB）が年内あと1、2回利上げを行うにしても、積極的な利上げサイクルの入口ではなく終わりに近づいている。

オールスプリング・グローバル・インベストメンツのシニア・ポートフォリオマネジャーでプラス・フィクストインカム・チームの責任者を務めるジャネット・リリング氏はFRBが利下げする直前に

オールスプリング・グローバル・インベストメンツのシニア・ポートフォリオマネジャーでプラス・フィクストインカム・チームの責任者を務めるジャネット・リリング氏はFRBが利下げする直前に

長期債を購入する「ゴルディロックス（過熱せず低迷もしない適度な状態）・モーメント」を捉えるのは難しく、投資家は待ちすぎると、利下げが始まるタイミングを取り逃がしてしまう恐れがあると語る。

リリング氏は、市場は現状、ゴルディロックス・モーメント前の状態だが、よい知らせとして投資家は利下げのタイミングを図る必要はない、と話す。リリング氏の調査によれば、FRBの利下げを過去30年以上にわたって追跡すると、投資家は10年債がピークをつけた時点とFRBが利下げを開始する間に債券エクスポージャーのデュレーションを長期化すれば恩恵を受けたとのことである。リリング氏は10年物米国債利回りは10月頃に4.2%程度でピークアウトするとの見方を示している。ちなみに現状4%である。

リリング氏は「過去30年の直近4回のサイクルの法則に従えば、今はデュレーションを長期化し始めるよいタイミングであろう」と語る。デュレーションは債券あるいは債券ファンドの満期や利回り、その他のリスクファクターに関連する金利リスクの測度である。オールスプリングのリリング氏のチームは債券ポートフォリオの25%を短期枠とし、残りの75%を分散の観点から期間を分散させるのがよいと主張する。

それは、コンセンチュア・ウエルス・マネジメントのマネージングディレクター兼シニア・ウエルス・アドバイザー、ロバート・ギリランド氏が行っていることでもある。デュレーションと資産タイプの両面で債券ポートフォリオの分散を図っているのである。

どこに投資するべきか

Diversify With These Bond Funds

Financial advisors are using these 11 bond mutual funds and ETFs in their portfolios.

Fund / Ticker	Expense Ratio	12-Month Trailing Yield
iShares 20+ Year Treasury Bond / TLT	0.15%	2.90%
iShares 0-5 Year Investment Grade Corporate Bond / SLQD	0.06	2.53
iShares iBonds December 2023 Term Muni Bond / IBML	0.18	3.17*
iShares iBonds December 2024 Term Muni Bond / IBMM	0.18	3.01*
iShares iBonds December 2025 Term Muni Bond / IBMN	0.18	2.87*
MetWest Total Return Bond / MWTRX	0.65	3.39
PGIM Short-Term Corporate Bond / PSTQX	0.38	3.12
Pimco Income / PONAX	0.91	6.70
SPDR Portfolio Short Term Treasury / SPTS	0.06	2.13
Vanguard Intermediate-Term Bond / BIV	0.04	2.54
Vanguard Total Bond Index / VBTLX	0.05	2.75

*30-Day SEC Yield
Sources: Morningstar, company reports

ギリランド氏は上場投資信託（ETF）のiシェアーズ米国債20年超ETF<TLT>を活用してデュレーションを長期化している。国債と投資適格社債を組み合わせたバンガード米国中期債券ETF<BIV>やi

シェアーズ投資適格社債0-5年ETF<SLQD>で利回り向上や分散を図っている。短期債で利回りは向上するが、米国長期債はFRBがいよいよフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標の引き下げに転じるとクッションの役目を果たすことになる。インデックスファンドであるため、これらのETFの年間の（信託報酬率に相当する）経費率はそれぞれ0.15%、0.04%、0.06%と低水準である。

債券をアンダーウェイトとしている投資家に対して、ギリランド氏が推奨するのは、ゆっくりと着実にエクスポージャーを増やすことで、短期金利の変動の恩恵を受けられるようにすることだ。「一気にやる必要はない、少しずつで構わない。突然ショートやウルトラショートから今度は一気に長期債全体を保有する、というようなことはしなくてもよい」と語る。TLTを活用しているのはギリランド氏だけではない。ブラックロックのiシェアーズ債券ETFのグローバル共同責任者、スティーブ・ライプリー氏によれば、今年6月中旬までにTLTには110億ドルの資金が流入した、とのことである。

PGIMフィックス・インカム・マネージングディレクター兼共同最高投資責任者（CIO）、グレゴリー・ピーターズ氏は、投資家が大幅にデュレーションを長期化する必要はない、と語る。10年かそれ未満のイールドカーブの短期ゾーンから十分な見返りを獲得することができる。ピーターズ氏はインフレが粘着質で高止まりしているため、FRBがすぐに利下げに動くとは見ていない。ピーターズ氏は「超短期で現金にしていればよいと言っているのではなく、私が言いたいのは、今回のサイクルのこの時点で、訳もなくイールドカーブの長期ゾーンを追いかけてデュレーションを取ったり、多大なクレジットリスクを取る必要はないということだ」と言う。

■ ファンドを通じて、証券化商品を活用

ピーターズ氏もリング氏も経済環境が不透明であることから、どちらもクレジットには慎重であり、質の高い債券を選好するよう投資家に推奨している。両人とも質の高い政府系金融機関（エージェンシー）保証付の証券やノンエージェンシー住宅ローン担保証券（MBS）、商業不動産担保証券（CMBS）、AAA格やAA格のローン担保証券（CLO）等いずれも今年パフォーマンスが好調な仕組商品や証券化商品を活用している。

幾つかのアクティブ運用ファンドや債券インデックスファンドを活用して仕組商品のエクスポージャーを確保しているファイナンシャルアドバイザーが多い。ファイナンシャルアドバイザーが活用するファンドリストの筆頭が熱烈な支持を集めるピムコ・インカム・ファンド<PONAX>で、ノンエージェンシーMBS市場に強いことで知られる。PONAXのポートフォリオの内39%は国債、21%が証券化商品である。実効デュレーションは3年であり、FRBが利上げを継続すればよい選択肢になり、直近1年の平均利回りは6.7%、経費率は年0.91%である。

ヴァン・デューセン氏はPONAXとバンガード・トータル債券市場インデックスファンド<VBTLX>を併用している。VBTLXのファンドの実効デュレーションは6.5年で、FRBが利下げに動けば良い選択肢になる。デューセン氏はこのファンドは質の高いクレジットと米国中短期債、エージェンシー債の組み合わせとなる点を強調する。年間経費率は0.05%、直近1年の平均利回りは2.75%である。

PONAXの代替として、カロライナ・ウェルス・マネジメントのマネージング・パートナー、デレク・ゼニー氏はアクティブ運用ファンド、メット・ウエスト・トータル・リターン・ボンド・ファンド<MWTRX>をコアの債券ファンドとして選好しているが、今のような不確実な時代においてインデックスETFに比べは運用者の機動力がある点を評価している。ファンドの実効デュレーションは6.9

年、直近1年の平均利回りは3.4%である。他のファンドに比べ証券化商品を大きくオーバーウェイトしている点も特長で、ファンド資金の47%を証券化商品へ振り向けている。年間経費率は0.65%である。

テラムス・キャピタルのCIO、マット・ドミトリーゼン氏は経済面で不透明性が高いため、現状金利リスクを取ることは消極的であり、短期債に留まっている。ドミトリーゼン氏が併用しているのが実効デュレーション1.88年、利回り2.13%のSPDRポートフォリオ短期国債ETF<SPTS>とアクティブ運用のPGIM短期社債<PSTQX>である。経費率はそれぞれ0.06%と0.38%である。PSTQXは投資適格社債が80%、証券化商品16%を保有し、実効デュレーションは2.67年、利回りは3.12%である。ドミトリーゼン氏は、高格付けのCLOやCMBSが利回りを押し上げ、ファンドはデュレーションが短く、質の高い債券を保有しているため、リセッションに対する耐性は相応にあると考えている。

地方債の投資機会

モダン・ウエルス・マネジメントのディレクター、スティーブン・タックウッド氏は、税金に敏感な投資家は地方債市場における投資機会を見過ごすべきではなく、米国債同様、地方債のイールドカーブは逆イールドになっており、短期債利回りが長期債利回りを上回っている、と語る。タックウッド氏のお気に入りには、iシェアーズのi債券ETFで、地方債を積み上げるうえで分散が効き、かつ効率的な方法である。投資適格の地方債ETFは満期が確定しており、定期配当が支払われる。デュレーションは5年未満に抑え、毎年各年限に等ウェイトで投資する。例えば、iシェアーズ・i債券2023年12月地方債ETF<IBML>、i債券2024年12月地方債ETF<IBMM>、i債券2025年12月地方債ETF<IBMN>を用いて3年のラダーポートフォリオを構築すると合成30日SEC利回りは3.02%となり、投資家の所在州や税率にもよるが、課税SEC利回り5.33%に相当する。タックウッド氏は「これが、ETFを用いて簡便に債券ラダーポートフォリオを作ったときのメリットだ」と語る。

ブラックロックのライプリー氏は「投資家はデュレーションのスイートスポット（最もうまみのある地点）を狙おうとするよりは、まだ持っていないのであれば債券のエクスポージャーを増やすことに注意を向けた方がよい。昨年引き締めサイクルに入り、投資機会は広がった。利回りは再評価により大きく上昇した」と語る。

By Debbie Carlson
(Source: Dow Jones)

5. 1945年との類似性

[インタビュー]

This Market Strategist Sees Parallels With 1945. That's Good, and Bad
RBCキャピタル・マーケッツのカルバシナ氏に聞く

リセッションでも株価上昇

RBCキャピタル・マーケッツの米国株式戦略を統括するロリ・カルバシナ氏は、投資において定量的要素とシナリオ的要素を組み合わせることに秀でている。カルバシナ氏にとってそれは単に、複雑なモデルの構築やそのアウトプットを見ることではない。歴史、政治および市場センチメントを組み込むことが投資テーマの成功を左右する。



Photograph by Nicole Fara Silver

カルバシナ氏は政府で外交に関与した後に、シティ、クレディ・スイスおよびRBCで20年に及ぶ株式戦略の経験を持ち、株式市場の複数のサイクルを最前線で目の当たりにしてきた。カルバシナ氏の2023年末のS&P500指数の目標は4250で、現在の水準を約4.5%下回っている。本誌は6月末にカルバシナ氏と対談した。

本誌：あなたは、現在の市場と経済環境を1945年と比較している。当時も、経済と政府による支援に大きな変化がみられた。比較の結果は。

カルバシナ氏：株式市場は、リセッション（景気後退）が始まる前に底打ちしないというのが大原則だ。だとすると今は、株式市場が大幅に下げて、2022年10月の安値を下回る必要があると示唆される。しかし、リセッションに向けて市場が上昇を続けた前例が1回ある。

歴史家は一般的に、1945年のリセッションを、戦時経済から平時経済への移行が理由のテクニカルなリセッションと評するだろう。当時は、政府支出の大幅な減少がみられ、それは現在と似ている。つまり、新型コロナウイルス

禍の経済は戦時経済のようなもので、現在は財政面および金融面の多額の支援が撤回されている。

他にも類似性がある。消費と民間投資は好調を維持した。インフレも高進しており、1944年に大幅に上昇した後に1945年に若干低下し、1946年には再度上昇した。失業率は上昇したが、4%程度で頭打ちとなった。失業率の上昇は軍人の帰還も理由だった。金利環境は現状と異なり、低水準で横ばいだった。

私には市場が、1945年2月～10月に起こったリセッションの先を見越していたようにみえる。現在、当時のようなテクニカルなリセッションが発生しているが、それは政府による支援の撤回が理由だ。経済の基調は依然として健在で、市場は基本的にリセッションを無視している。

Q：1946年に何が起こったのか。

A：市場のパフォーマンスはあまり良くなかった。インフレは再び大幅に高進した。しかし第二次世界大戦は10年続いた大恐慌の落ち込みから経済を立て直す効果があった。

2008～2009年の金融危機やコロナ禍の経済は大恐慌とは似ても似つかないが、経済成長率は潜在成長率を下回ったように感じられた。インフレと金利は低く、経済成長率は極めて低迷した。それは、グロース株がバブルに陥った理由の一つだ。経済の基調が素晴らしくないという認識の下で、人々は持続的な成長機会を追い求めた。

Q：経済に対するコロナショックも、経済を立て直す効果があるということか。

A：即座にそうなるとは限らないが、類似性は多い。一つは、米国の再工業化に関連している。産業の国内回帰というテーマであり、国内経済に投入されるすべての資金が、米国の労働市場の再均衡化に寄与し、よりダイナミックで刺激的な経済をわれわれにもたらすのだろうかという問いだ。

コロナ禍前でさえ、グローバル化の恩恵には疑問があり、コロナ禍におけるサプライチェーンの危機がその議論に加わった。それはわれわれに、自国に投資する必要性を示した。

■ 株価見直し

Q：あなたは5月に、2023年末のS&P500指数の目標を4100から4250へ引き上げた。目標の根拠は。

A：それは、経済、バリュエーション、企業利益、センチメントおよびその他の要因に関連して私が構築した幾つかのモデルに基づいている。最も弱気なモデルは、2023年の国内総生産（GDP）成長率が市場のコンセンサス予想に近いゼロとしており、S&P500指数は3800程度となる。最も強気のモデルは、予想通りにインフレ率が引き続き低下し、金利は少なくとも横ばいになるとしており、過去12カ月の実績利益に21.8倍の株価収益率（PER）を適用してS&P500指数の目標は4650となる。

六つのモデルの結果の平均は4250となった。

Q：現在のS&P500指数は4450、PERは22倍となっている。あなたは予想を調整する気があるか、または、市場が年内にかけて下落すると予想するのか。

A：われわれの基本シナリオは、年末のS&P500指数を4250としており、それは年間で11%の上昇となる。年間の上昇はインフレの改善と金利のピークアウトによって正当化されるが、現在の水準からは約4.5%の下落となる。債券利回りとの比較では株価は割高に見え、経済成長のコンセンサス予想はさえない。投資家センチメントは中立的な水準へ改善した。年初に見られたような極端な弱気の状態ではない。

Q：株式市場にとっての最大のリスク要因は。

A：現時点で市場は、2023年または2024年第1四半期に実現する短期で浅いリセッションを織り込んでいる。リセッションが深刻で2024年の後半まで長引けば、株式市場にとって問題になるだろう。

インフレの軌道と、米連邦準備制度理事会（FRB）の反応に多くがかかっている。インフレが2024年末までに2%近い水準となることが、現在のコンセンサス予想となっている。私はそれを楽観的だともみているが、市場は私が消費者物価指数（CPI）の今後の動向について言うことを気にしていない。予想通りにインフレ率が低下して2024年に景気が回復するとすれば、株式市場の水準は妥当にみえるだろう。

Q：2023年の、市場のブレドス（値上がり銘柄数と値下がり銘柄数の差）が狭いことを懸念しているのか。7銘柄または8銘柄の大型テクノロジー株を除けば、今年の市場は基本的に横ばいだ。

A：少数の銘柄が市場をけん引しそれらの銘柄に何か悪いことが起これば市場に問題が生じるという理屈は理解している。しかし、市場のブレドスが狭いときに株を売る必要があるというモデルを誰かが構築したという話は聞いたことがない。

ここからの道は二つある。上昇した企業の調子が悪くなって市場を押し下げるか、市場の先導役が広がるかだ。これらの道筋はどちらか一方だけが実現する二択ではない。

われわれは、市場のブレドスが狭かった過去のすべての上昇局面を調査したが、それらの事例後のパ

パフォーマンス分布は非常に均等だった。人々が神経質になると市場のブレイドスは狭くなる。それは消極性と、人々が良く知っているものを買っていることの兆候だが、予想の基になる要因ではない。

■ 推奨セクター

Q：推奨するセクターは。

A：われわれは、バランスを推奨する。ディフェンシブ、バリュー、グロースの組み合わせだ。私は、相場の先導役がテクノロジーから移行するが、同時に、経済成長率もさえないと予想している。グロース株のパフォーマンスは通常、そのような環境で好調になる。

グロース株のエクスポージャーには選別的になる必要がある。私は、オールドエコノミーのテクノロジー銘柄を好んでいる。つまり、ソフトウェアと半導体の企業で、インターネット企業ではない。大型株以外のバリュエーションは一層魅力的だ。

エネルギー銘柄も選好している。エネルギー銘柄の配当利回りは他のセクターや過去の水準より高く、エネルギー企業は自社株買いも積極的に実施してきた。決算説明会の記録を見ても、自社株買いに関する態度が変化するような兆候は見られなかった。金融セクターの企業の自社株買いへの熱意は冷めていると感じられるため、それとは好対照だ。エネルギー企業の利益予想は下方修正されてきたが、現状は好転している。

ディフェンシブ銘柄ではヘルスケアを強調したい。公益企業や生活必需品は割高だ。ヘルスケアの業績予想は良好で改善傾向にあり、われわれのモデルでは魅力的に見える。

Q：どのセクターを回避すべきか。

A：大型株の中では、一般消費財に嫌気を感じている。割高で、2024年の回復は織り込み済みだ。2024年の回復が期待外れになるか、今年後半のリセッションが予想よりもさらに深刻になるのであれば、一般消費財は割高にみえる。

消費者の回復に投資するとすれば、小型の一般消費財銘柄に投資する。大型株と比較すると最も割安なセクターの一つだ。

Q：あなたは、小型株のストラテジストだったことがある。小型株全般についてどう考えているか。

A：私は小型株に対して強気だ。現在は過小評価されている。小型株のラッセル2000指数は、大型株のラッセル1000指数と比較して金融のウェイトが高いが、小型株を割安に見せているのは地方銀行の問題だけではなく、公益のようなディフェンシブ銘柄以外のすべてが問題だ。

ラッセル2000指数の予想PERは市場の下落局面において、11～13倍で底打ちする傾向にある。PERは、昨年夏に11倍で底打ちした後に、約15倍まで回復している。しかし依然として平均を下回っており、過去の取引レンジの下限となっている。ラッセル2000指数が高値だった2021年当時の予想PERは20倍弱の水準だった。

小型株が上昇するためには、2024年の景気回復に対する市場の信頼感が高まらなければならない。小型株は大型株よりも国内経済への依存度が高い。

中国の景気回復は予想を下回っており、それが米国の経済成長率を相対的に良好に見せることになれば、国内依存度の高さは強みになる可能性がある。そして、国内回帰と再工業化という長期的なテーマに立ち戻ると、米国経済が再活性化されるのであれば、米国依存度が高い企業は投資に比較的適した企業となる。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

6. 市場全体が盛り上がるには今回の決算発表は力不足か

[米国株式市場]

Q2 Earnings Might Not Lift the Indexes but Could Do Wonders for Some
割高感のある市場では出遅れ銘柄に注目

今週から決算発表



Victor J. Blue/Bloomberg

大手銀行を皮切りに、今週から米国で決算発表シーズンが始まる。第2四半期の決算発表でS&P500指数が急騰することはないかもしれないが、市場の一部ではそれが見られるかもしれない。

14日に、JPモルガン・チェース<JPM>、ウェルズ・ファーゴ<WFC>、シティグループ<C>が決算を発表する。13日には、大手航空会社のデルタ航空<DAL>と飲料・スナック菓子大手のペプシコ<PEP>が最新の四半期決算を発表する。いずれも、金利上昇の継続的な影

響に経済が適応していく中で、需要を見極める重要な手がかりとなりそうだ。

7日に発表された雇用統計が労働市場の鈍化を示したことで、米連邦準備制度理事会（FRB）がまもなく利上げを停止する可能性がある点は好材料だ。ただし7日の株価は、投資家が6月の雇用統計を織り込む中で下落した。先週の主要株価指数を見ると、S&P500指数は1.2%下落して4398.95となり、ダウ工業株30種平均は2.0%安の3万3734ドル88セントで引けた。ナスダック総合指数は0.9%下落して1万3660.72となった。小型株のラッセル2000指数は1.3%安の1864.66で週末を迎えた。

割高感

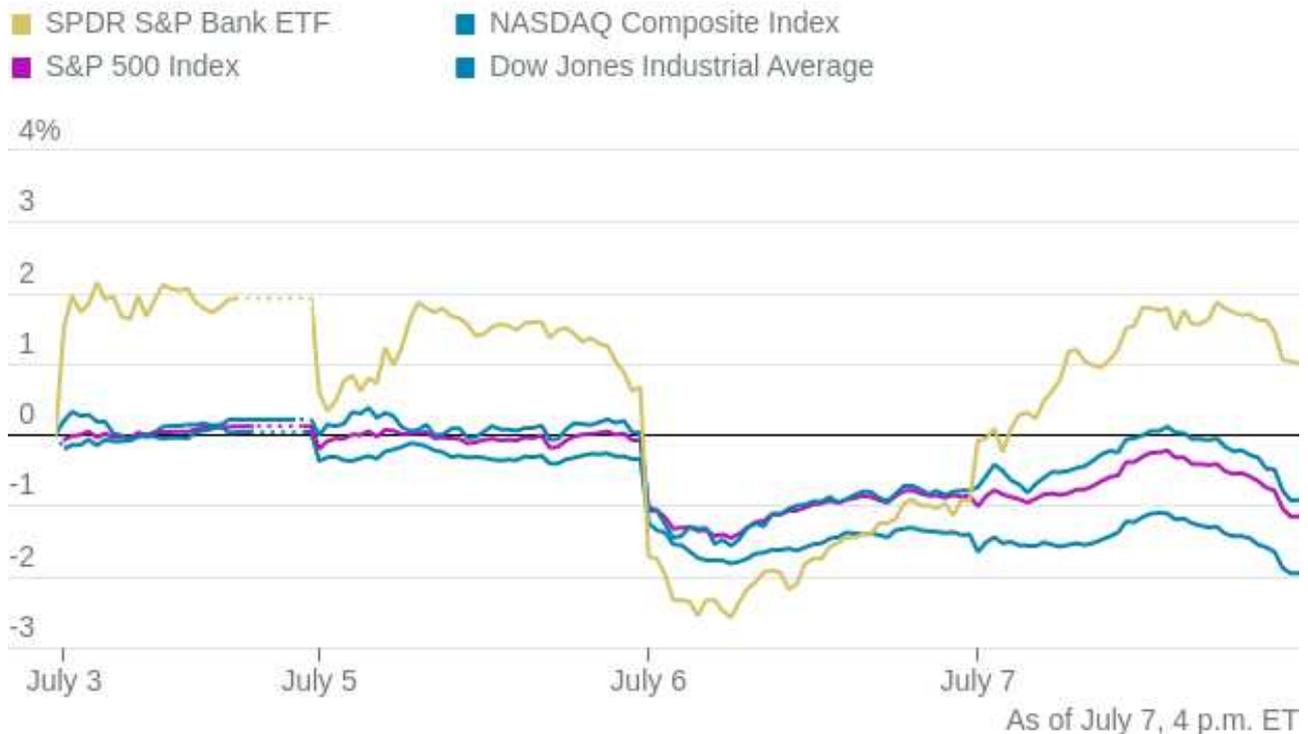
ただしS&P500指数は依然として昨年10月の安値から23%上昇した水準にあり、割高だ。今後12カ月の予想利益に対するS&P500指数の株価収益率（PER）は、一部の超大型ハイテク株の大幅な上昇に引張られる形で、上昇が始まった時の15倍から19.2倍に拡大した。

リスクのない米10年国債の利回りが7日の時点で4.1%だったことを考慮すると、このPERは高水準だ。今後12カ月の利益予想に基づくS&P500指数の益利回り（PERの逆数）は5.2%で10年物国債よりも約1%ポイント高いだけであり、過去の標準に基づくと、リスクを取った場合の追加リターンとして大きなものではない。現在の株価を正当化するためには、企業業績が予想を大きく上回る必要がある

が、そうなる可能性は低い。

時価総額加重型のS&P500指数は、超大型ハイテク株の株価パフォーマンスの影響を大きく受けている。もし今年これまでの勝ち組銘柄が今回の四半期決算の発表で投資家にサプライズをもたらさなければ、S&P500指数にとって悪い知らせとなるかもしれない。そのため決算シーズンが始まるにあたっては、ハイテク以外の銘柄が物色対象としては良いかもしれない。

Market Snapshot



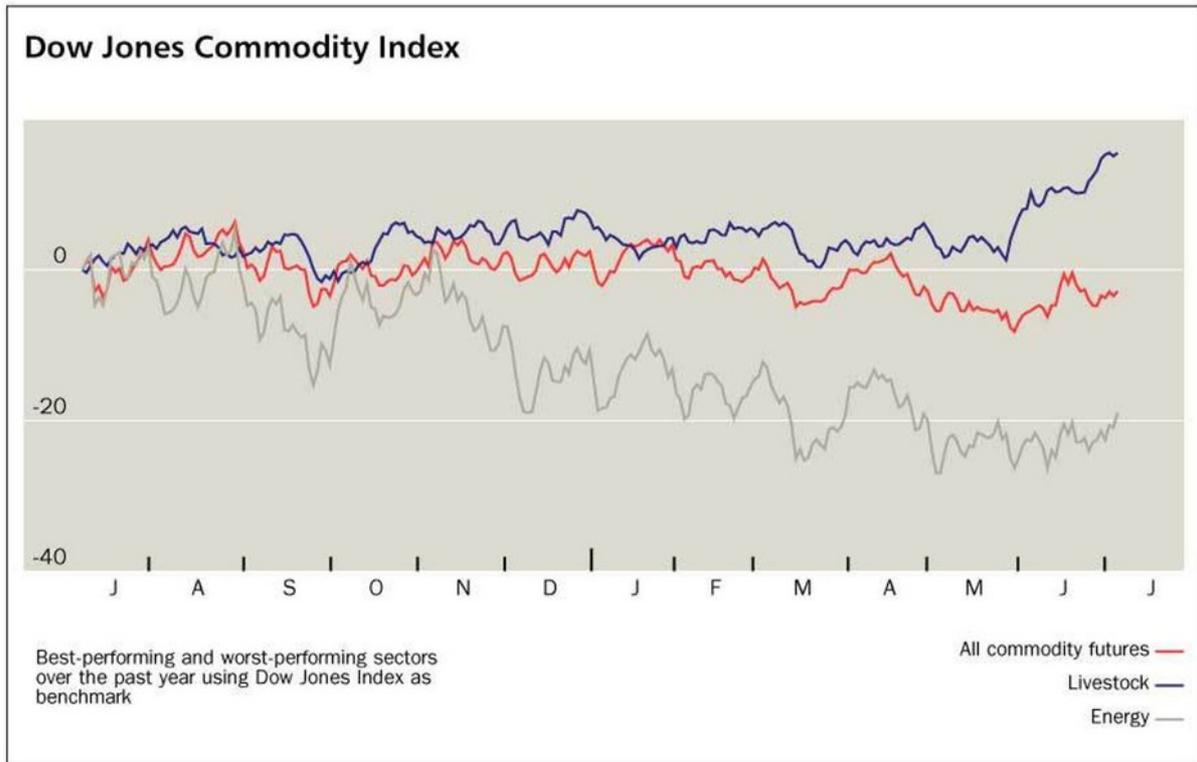
物色対象

上場投資信託（ETF）のインベスコS&P500イコール・ウェイト<RSP>は指数に含まれる各銘柄を均等に加重しているが、昨年秋の安値からの上昇率はS&P500指数よりも低い16.6%だ。ファクトセットによると予想PERは約15倍で、S&P500指数よりも20%割安になっている。

また、銀行株は投資対象として特に良いように見える。SPDR S&P銀行ETF<KBE>は年初から21%下落しており、予想PERは7.7倍で上記のインベスコのファンドの半分未満となっている。ファクトセットによると、銀行セクターの予想利益は過去6カ月で16%下方修正されているが、これは融資額の減少と発行市場の低迷をアナリストが懸念していることを反映している。今春に米銀3行が破綻したことも株価の重荷になっている。しかし悲観論の多くは織り込まれており、米国の最大手銀行が好業績を発表すれば、セクター全体が上昇する可能性がある。

グレート・ヒル・キャピタルの創設者であるトーマス・ヘイズ氏は「銀行株は今年後半に投資家の買い対象になると考えている」と指摘する。

今回の決算発表シーズンでS&P500指数が大きく上昇することは期待できないが、これまでアンダーパフォームしていたセクターに投資機会がありそうだ。



By Jacob Sonenshine
 (Source: Dow Jones)

7. 7月利上げが必須なら打ち止めはいつか
 The Fed Is Poised to Raise Rates Again. Is an End in Sight?
 雇用統計に続き今週CPIがリリース

[コラム]

雇用増は14カ月振りに予想を下回る



Sarah Silbiger/Bloomberg

テニスの線審が叫ぶように「アウト」と宣告された経済データでも、後でより深く検討を重ねるとそれほど悪い状況でないことが分かる場合もある。米連邦準備制度理事会（FRB）は7月最終週に開かれる連邦公開市場委員会（FOMC）で、真に重要な決定を迫られている。大半のエコノミストや市場は、6月に据え置いたフェデラルファンド（FF）金利誘導目標を現在の5～5.25%から0.25%引き上げる可能性が高いという見通しで一致している。

相反する状況を示す各指標の中でもFRBが最も

考慮すべきデータは、7日に発表された米労働省労働統計局（BLS）による6月の雇用統計だ。非農業部門就業者数は20万9000人増と、エコノミストのコンセンサス予想である23万人増をわずかに下回った。前回まで、実績が予想を上回る状況が14カ月続いていた。より注目すべきは今回、4月と5月の就業者数に関し、合わせて11万人と大幅な下方修正が発表されたことだ。

季節調整前の就業者数にはいわゆる自然増減数（起業数と事業閉鎖数の推測値）が反映されている。MFRのチーフ米国エコノミスト、ジョシュア・シャピロ氏によれば、6月データでは季節調整前の増加数100万人強のうち自然増減数である2万6000人が占める割合は3%と、影響はわずかだった。対照的に、下方修正後の4月の場合は自然増減数が占める割合が25%以上、5月では同44%と高い水準だ。

また、BLS発表の季節調整済みの民間就業者数は14万9000人増と、前日に発表された民間雇用サービス会社オートマテック・データ・プロセッシング（ADP）の6月予想値49万7000人増を大きく下回った。ADPの予想値はBLSの数字との誤差が大きいことで度々批判されている。ADPは何百万人という生身の労働者の給与支払い、ひいては雇用をリアルタイムで把握しているはずだ。季節調整の算出に何らかの改善が必要なようだ。

労働市場はおおむね堅調

週間労働時間も5月から0.1時間増加し、6月は34.4時間となった。平均時給は0.4%上昇し、総労働時間も増加を示した。エバーコアISIによれば、労働時間増により6月の所得は前月比0.8%、前年同月比6.3%上乗せされた。

ニュースで目を引くのは注目の高い失業率が3.6%と前月から0.1%ポイント低下した点だろう。就業者数が増加しているのだからある意味当然と言える。しかし労働市場をより広範に捉える「不完全雇用率」が上昇したことについてはあまり取り上げられなさそうだ。前月から0.2ポイント上昇し6.9%となっており、これは主にフルタイムの仕事が見つからずパートタイムで働く人が増えたことによる。

それでも労働市場は堅調で、FRBに再度利上げを見送る余地を与えない。TLRアナリティクスによると、6月の全体の就業者数は新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）以前のピークである2020年2月の水準を2.5%上回った。州政府や地方自治体の雇用は、パンデミック前のピークにまだ1.1%及ばない。

市場にとって次なる重要なハードルは、12日発表予定の6月消費者物価指数（CPI）だ。現在、総合指数、食品とエネルギー価格を除いたコアCPIともに前月比0.3%の上昇と予想されている。前年同月比ではコアCPIが5%の上昇、総合指数が3.1%の上昇との予想だ。後者の上昇が小幅なのは、主にガソリン小売価格の下落に起因するが、40年来の高水準である9.1%（注：昨年6月の前年同期比値）からの急速な減速としてバイデン政権が注目することは確実だ。

インフレ減速の裏を読み解く

しかし、ビアンコ・リサーチの創業者であるジム・ビアンコ氏が年初から主張しているように、見かけの減速は主に統計特有のアノマリー（異常値）によるものだ。6月CPIの前年比増減率の比較対象はエネルギー価格がピーク水準にあった昨年6月であり、これが企業の決算報告なら「前年のハードルが高いため」だと注釈が付くだろう。

ビアンコは顧客向けプレゼンテーションで、コアCPIについてもその程度かもしれないと説明した。ビアンコ氏の計算では、インフレ率が世界金融危機後の2009年から2019年の期間の月平均である0.16%上昇という穏やかなトレンドに戻るといふシナリオなら、コアCPIの前年比上昇率は2023年末までに3.8%になる。より最近の月平均である0.4%増が継続された場合は年末時点で5%超になる。

エコノミストとFF先物市場は、FRBが7月26日の会合でFF金利の誘導目標を年5.25～5.5%に引き上げるとの見方で一致している。しかし、金融当局は前回会合で年末のFF金利見通しの中央値を5.6%に引き上げており、8月以降にさらなる0.25%の利上げの可能性が示唆されている。これに対し、先物市場は8月以降の利上げはないと予想している。

後者の場合はインフレ率がFRBの目標値である2%にさらに近づいて行くという一般的な予想と一致するが、ビアンコ氏は、新たに原油価格が急落する局面がない限り、年内はこのシナリオの可能性は低いと試算する。もしそうなれば、金利市場ではさらに上方への調整が必要になるだろう。2年物国債利回りは先週、一時的に5%を超え、ベンチマークとなる10年物国債利回りも4%を超えた。どちらも投資家が真剣に受け止めるべき水準だ。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

8. 上半期が株高なら下半期は株安となるのか

[コラム]

Black Monday Casts a Long Shadow on 2023

高いバリュエーションと金利上昇がもたらすもの

2023年の株式市場の参考になる年はいつか



Maria Bastone/AFP/Getty Images

2023年の株式市場は1999年のような大相場となるのか。両年とも上半期（1～6月）は、ハイテク大型株にとって極めて良い年であったが、1999年は2023年の前例とはならないようだ。

株式のバリュエーションが高く、金利が上昇している2023年は、1987年と比較する方が適切かもしれない。1987年と言えば、かなり昔のことになるが、ニューヨーク・メッツがワールドシリーズで最後に優勝した翌年に当たる。

クリス・ベローン氏が率いる金融調査会社ストラテガスのテクニカルおよびマクロ調査チームは、ナスダック市場に上場する、金融を除く時価総額上位100銘柄で構成されるナスダック100指数に連動する上場投資信託（ETF）であるインベスコQQQトラスト・シリーズ1<QQQ>のこれまでの動きを分析した。

QQQは2023年上半期に38.8%という大幅な上昇率を示したが、これは1990年代に年間で株価が上昇したすべての年の上昇率を上回っていた。ITバブルが絶頂期に向かい始めた1998年上半期上昇率の35%

さえも上回り、その次は1995年上半期の33.1%が続く。

それらの年は、上昇する銘柄に乗り続けることが正解だった。QQQは、1995年の下半期には7.1%上昇し、1998年の下半期には37.3%と上半期よりさらに上昇した。1999年には、QQQの上半期の上昇率は25.1%で過去6番目の成績にすぎなかったが、下半期に61.4%も高騰し、20世紀最後の伝説となった。

そして1987年である。ナスダック100指数は上半期に33.8%上昇したが、下半期には17.4%下落した。1987年10月19日のブラックマンデーでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）が22%も急落した。1日の下落率としては過去最大となり、このような再発を防ぐため、暴落後にサーキットブレーカー制度が導入された。

金利の動向

株価が大幅に上昇した1995年および1998年と1987年で明らかに異なるのは、金利をめぐる状況である。ストラテガスの調査チームは顧客向けノートに、「1995年と1998年の下半期には金利が急低下し株式は上昇を続けた。一方、1987年は夏に金利が急上昇し、その後に暴落が起きた」と記している。

先週、長期国債利回りはストラテガスのチャート上の主要なテクニカル水準を大きく上抜けた。最も顕著なのは、ベンチマークとなる10年物国債利回りが6日に4%の大台を突破し、顕著な下降トレンドラインを突破して3月初旬の高水準を超えたことだ。同時に、米連邦準備制度理事会（FRB）の先行きの金利を最もよく反映する2年物国債利回りは5%を上回り、シリコンバレー銀行（SVB）などの銀行破綻直前の3月や、2008～2009年の金融危機前の高い水準に迫った。利回りの上昇はインフレ調整後の実質利回りにも見られる。5年物インフレ指数連動国債（TIPS）の実質利回りは、4月初めの1%強から2%を上回る水準に上昇している。

高金利が与える実体経済と資産価格への影響

しかしながら、借入コストの増加は、実体経済で最も金利感応度の高いセクターに、驚くほど小さな影響しか与えていない。住宅業界は、住宅ローン金利の上昇によって需要が抑制されるというよりも、販売用物件の供給が制約されているようだ。中古住宅の販売が伸びないのは、住宅所有者が3%台という歴史的に低い住宅ローン金利を手放し、7%の新規ローンを組むことを望まないためだ。

一方で、新築住宅の販売は前年比で20%増加している。このため、住宅メーカーの株価上昇率はハイテク株さえも上回っている。モーニングスターのデータによると、iシェアーズ米国住宅建設ETF <ITB>は上半期に41.45%、6月30日までの12カ月では64%を上回るリターンを上げた。

自動車の新車販売台数も好調だ。米国市場では上半期の新車販売台数が減少すると予測されていたが、13%もの増加となった。6月の自動車・小型トラックの販売台数は前年同月比15.7%増と好調で、業界アナリストが事前に予想したほどの販売奨励金は必要でなかった。

これらの結果は、金利上昇による最大の脅威は実体経済よりも、むしろ高騰した資産価格にあることを示唆している。2年物国債の利回りは5%と、以前の低水準から急上昇したものの、インフレ率にはまだ及ばない。

高いバリエーションと金利上昇をもたらすもの

直近5月の食品とエネルギーを除くコア消費者物価指数（CPI）は、前年同月比5.3%上昇した。この数字を考慮すると、FRBのフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標である5～5.25%は、インフレ調整後の実質金利がゼロであることを意味する。これは、S&P500指数の楽観的な予想利益に基づく約20倍の株価収益率（PER）を下支えしている。ただ、この予想利益は今後の企業の決算発表や各社が公表するガイダンスによって下方修正されるかもしれない。

1987年の市場の動きが示唆するように、伸び切ったバリエーションと金利上昇は、株式の強気派にとって不愉快な結果をもたらす。その不愉快さは、ニューヨーク・メッツがワールドシリーズで優勝する見込みがないのと同じくらいかもしれない。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

9. スレッズがメタにもたらす企業価値は非常に小さい

[ハイテク]

Threads Is a Drop in the Bucket for Meta
競合相手のツイッターは中小企業にすぎない

他のソーシャルメディアを次々と模倣してきたメタの次の標的がツイッター



Stefani Reynolds/Getty Images

メタ<FB>（旧フェイスブック）が7月5日夜に立ち上げた新しいソーシャルメディアプラットフォームのThreads（スレッズ）が話題になっている。その機能はツイッターとほぼ同じで、ユーザーはコンテンツや思い付いたことを主にテキスト形式で投稿して議論できる。

メタの最高経営責任者（CEO）であるマーク・ザッカーバーグ氏によると、スレッズのダウンロード数は既に3000万件を超えた。一方、投資家はスレッズの立ち上げに伴ってメタ株を買い増した。これは、スレッズがツイッターを打ち

負かす可能性があるとして投資家が考えていることを示唆する。その可能性はあるが、市場は依然としてメタの事業とその株式にとってのスレッズの重要性を過大評価している。

メタには、競争相手が作り上げたアイデアをコピーする習性がある。写真および短尺動画共有サービスのStories（ストーリーズ）は、スナップ<SNAP>のSnapchat（スナップチャット）で初めて実現された機能とうりふたつだ。メタのReels（リールズ）は、中国のバイトダンスが所有するユーザー作成動画アプリTikTok（ティックトック）を模倣している。そして現在は、イーロン・マスク氏が昨年10月に440億ドルで買収してから安定した財務基盤を取り戻せずにいるツイッターを標的にしている。

■ メタはスレッズの短期的な収益化を計画していない

スレッズは一見するとツイッターに似ているが、いくつかの重要な違いがある。スレッズにはニュースフィード（新着および更新情報などのニュースを追跡して表示する機能）が一つしかなく、そのニュースフィードが追跡する情報源には、アプリのユーザーがフォローすることを選択した相手と、アプリのユーザーが関心を持つ可能性があるというアルゴリズムが判断した相手が含まれる。これに対してツイッターのニュースフィードでは、いずれか一方の相手しか選択できない。

また、スレッズにはツイッターと違ってトレンド（話題の）トピックのリストがないし、他のアプリユーザーに直接メッセージを送信することもできない。もう一つの重要な違いは、欧州ではこのサービスがまだ展開されていないため、視聴者が大幅に制限されていることだ。

最も注目すべきは、スレッズには少なくとも今のところは広告がないことだ。写真・動画投稿サイトInstagram（インスタグラム）の責任者であるアダム・モッセーリ氏はハイテクニュースレターのプラットフォームに対し、スレッズをすぐに収益化する計画はないと語った。だがザッカーバーグ氏はスレッズのユーザー数が最終的に10億人に達する可能性があるという述べている。これは、ツイッターの昨年上場が廃止される前のユーザー数の4倍に近い規模である。

■ ウォール街はスレッズを過大評価している

ウォール街のアナリストは最近、メタの株式の見通しについてより強気な見方をしているが、スレッズは株価を動かす材料ではない。

キーバンクのアナリスト、ジャスティン・パターソン氏は先週、メタの投資判断をオーバーウエートに維持し、目標価格を280ドルから335ドルに引き上げた。上値余地は15%である。だが、この目標株価引き上げは、スレッズの立ち上げではなく、広告事業の改善を反映したものだ。

ウェルズ・ファーゴのアナリスト、ケン・ゴールスキー氏は先週のリポートで、スレッズが「成熟した段階で」利益と売上高を1~3%押し上げる可能性があるという述べ、その根拠を「スレッドによって増加するメタの広告主と広告予算は非常に少ないため、カギを握るのはユーザーをどれだけ増やせるかである。目先の収益への寄与は限定的だ」と説明している。

イーロン・マスク氏は、ツイッターの2023年の売上高が2021年の51億ドルから減少して約30億ドルになると述べている。メタの2024年の売上高が50億ドル（ツイッター規模の事業に相当）増えたとしても、それがもたらす増収率は5%未満にすぎない。

ツイッターの現在の評価額は440億ドルの買収価格から大幅に減少している可能性が高い。マスク氏によるツイッター買収に参加したフィデリティは、ツイッターの推定企業価値を150億ドルに引き下げた。スレッズにもこれと同等の価値があるとすると、スレッズによるメタの企業価値の増加率は2%でしかない。スレッズの立ち上げに先立つ7月5日のメタ株の上昇率は2.9%で、株価には企業価値の増加以上のものが織り込まれたことになる。

重要なのはツイッターが基本的には中小企業であり、ユーザー基盤はメタが運営するどのアプリより

もはるかに小さいことだ。スレッズは新しいインスタグラムではなく、規模が縮小した後のツイッターであり、メタに目立った変化をもたらす可能性は低い。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

Housing Demand Gives Home Builders a Solid Foundation for More Gains

好調な住宅需要、住宅建設銘柄にはさらなる上値余地

新築住宅がシェアを拡大する可能性も



Illustration by Elias Stein

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）以来、住宅用不動産銘柄は、インフレや金利上昇、販売物件の大幅な不足などでさえない状態にある。そのような中、新築住宅販売件数が増加したというニュースを受け住宅建設関連銘柄が輝きを放っている。住宅建設大手のDRホートン<DHI>、レナー<LEN>、NVR<NVR>は年初来29~33%上昇し、S&P500指数の上昇率13%を大きく上回っている。大手よりも規模が小さい建設業者はさらに好調だ。ともに時価総額30億ドルを下回るグリーン・ブリック・パートナーズ<GRBK>は年初来108%上

昇し、ビーザー・ホームズUSA<BZH>は同112%上昇している。

住宅取引の大半を占める中古物件の販売件数が、5月に前年同月比20%減少した一方で、新築住宅販売件数は同20%増となった。住宅ローン金利が6.81%まで上昇したため、これより低い金利で住宅ローンを組んでいる住宅所有者が様子見を続け、建設業者がその穴を埋めた格好だ。

このアンバランスな状態は今年いっぱい続く見込みで、関連銘柄の勢いは続くだろう。ウェドブッシュのアナリスト、ジェイ・マッキャンレス氏は、「需要は建設業者の値上げが可能な水準まで回復している。このことは、関連銘柄にとって今年いっぱい追い風となるだろう」と言う。

建設業者の多くは、7月中旬から下旬にかけて四半期決算を発表する。住宅市場はパンデミック時のバブル的なペースから昨年夏に減速し始めているため、下半期には前年同期との比較で伸び率は高くなる予想だ。

BTIGのアナリスト、カール・ライカード氏はパルトグループ<PHM>、DRホートン、レナーの投資判断を「買い」としている。一方で、金利上昇で買い手が様子見を続けていることで利益率は圧迫されており、見通しも不透明であると記している。しかし「在庫が品薄で、各社が規律ある価格設定を続けられれば、建設業者の市場シェアが上昇するだろう」と述べる。

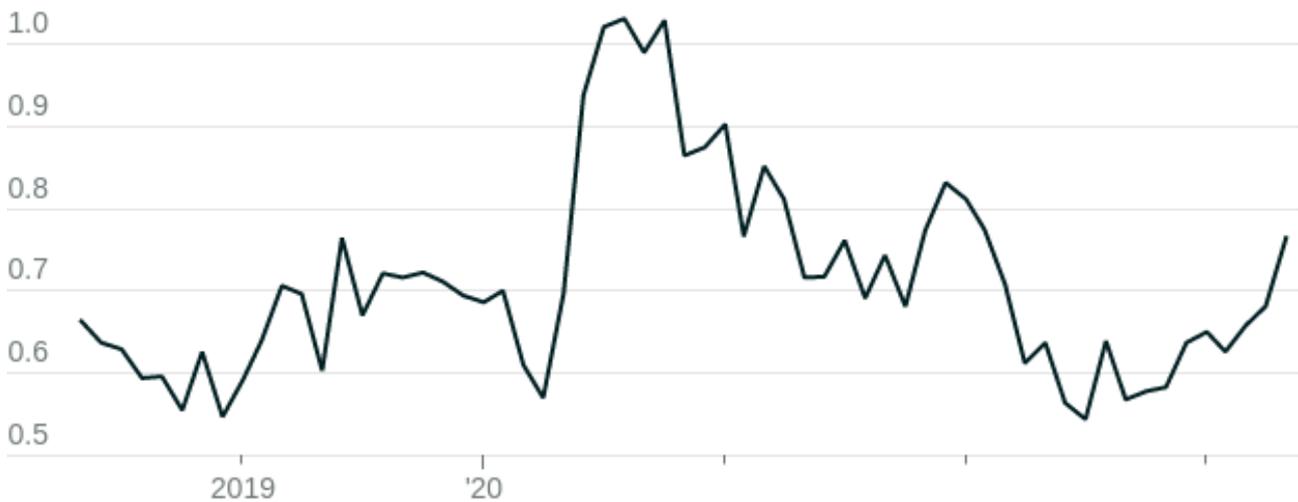
今週の予定

Building Momentum

New-home sales in May rose to the highest level since early 2022.

New Homes Sold

1.1 million



Note: Seasonally adjusted annual rate

7月10日（月）

- 米連邦準備制度理事会（FRB）が5月の消費者信用残高を発表。4月の消費者信用残高は季節調整済み年率換算で5.7%増加して過去最高の4兆8600億ドルを記録した。クレジットカード債務が大半を占めるリボルビング債務の残高は13.1%急増し、住宅ローンや自動車ローンなどの非リボルビング債務は3.2%増加した。

7月11日（火）

- バイデン大統領が、リトアニアの首都ビリニウスで2日間にわたって開かれる北大西洋条約機構（NATO）サミットに出席。
- 全米独立事業者協会（NFIB）が2023年6月の中小企業楽観度指数を発表。コンセンサス予想は89.9で、5月から若干上昇。サプライチェーンの混乱と人員不足が中小企業を直撃していることで（人員不足はこの1年で若干改善したが）、同指数は過去10年で最も低い水準が続き、中小企業に打撃となっている。

7月12日（水）

- 米労働省労働統計局（BLS）が6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3.1%上昇と、5月から1%ポイント近く低下。変動が大きい食品とエネルギーを除いたコアCPIは同5%の上昇予想（5月は同5.3%上昇）。CPIは2021年3月以降、コアCPIは2021年11月以降で最も低い水準となる。
- カナダ銀行（BOC、中央銀行）が金融政策を発表。トレーダーは3分の2の確率で、BOCが短期政策金利を0.25%引き上げて5%とすることを織り込んでいる。BOCは米連邦公開市場委員会（FOMC）が利上げを発表した2022年3月に利上げを開始し、9回の利上げで政策金利を0.25%から4.75%へ引き上げた。

7月13日（木）

- ・ 制服メーカーのシンタス<CTAS>、食品メーカーのコナグラ・ブランズ<CAG>、航空大手デルタ航空<DAL>、工業用ファスナーメーカーのファステナル<FAST>、飲料・スナック菓子大手のペプシコ<PEP>が四半期決算を発表。
- ・ BLSが6月の卸売物価指数（PPI）を発表。エコノミスト予想は前年同月比わずか0.4%の上昇（5月は同1.1%上昇）。変動の大きい食品とエネルギーを除くコアPPIは同2.5%上昇の予想（5月は同2.8%上昇）。PPIは2020年後半以来、コアPPIは2021年初め以来の最低水準にある。

7月14日（金）

- ・ 第2四半期の決算発表シーズンが大手銀行を皮切りに本格的にスタートする。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>が決算発表。S&P500指数構成銘柄では前年同期比6.8%の減益が予想されている。これは2020年第2四半期の同31.6%減益以来、最大の減益率となる。
- ・ 資産運用大手ブラックロック<BLK>、資産運用大手ステート・ストリート<STT>、医療保険会社ユニテッドヘルス・グループ<UNH>が決算発表。
- ・ ミシガン大学が7月の消費者景況感指数を発表。コンセンサス予想は6月から若干上昇の65.8。6月の消費者の1年先インフレ予想は3.3%と、ここ2年強で最低だった。

By Shaina Mishkin
(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』 2023/07/09

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