

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/10/01

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 不可解なほど堅調な労働市場、「今回は違う」のか - What the Job Market's Baffling Strength Means [カバーストーリー]
労働力の需給両面の成長が支えに P.1
2. 本格化する米国のストライキ、ハリウッドと自動車3社は前哨戦 - Detroit and Hollywood Are Just the Advance Guard. Expect More Strikes [フィーチャー]
FRBのインフレ抑制策に影響も P.5
3. 日本は利上げを急がない。円安は株価にとって好材料 - Japan Is in No Rush to Raise Rates. A Weak Yen Is Good for Stocks [フィーチャー]
海外投資家から見る日本株の見解 P.10
4. 企業経営と投資のコツ - What Cava's Board Chair Looks for in Restaurant Investments [インタビュー]
カヴァ・グループの会長兼リードインベスターのシャイク氏に聞く P.11
5. 厳しい9月が終わり、株式市場は買い場 - September Is Over. It's Time to Buy Stocks [米国株式市場]
テクニカル要因に加え、ファンダメンタルズ面からも年末相場に期待 P.14
6. 投資銀行DAダビッドソンが選ぶベスト・オブ・ブリード - 7 Stock Picks (Mostly) Under \$10 Billion: Why They're Best-of-Breed Bisons [投資戦略]
時価総額100億ドル以下、上値余地20%以上を目線とする有望7銘柄 P.16
7. 繰り返される政府機関の閉鎖 - Shutdowns Come and Go. Why Deficits Pose the Real and Present Danger. [経済政策]
なぜ米国の赤字は問題なのか P.19
8. 生成AIの勝者はメタかもしれない - Meta Looks Like an AI Winner. But Enough With the Metaverse. [ハイテク]
広告以外の収益源を創出へ P.22
9. ナスダック100指数は大人気だが、重大な欠陥がある - The Nasdaq 100 Is Wildly Popular. It's Also Deeply Flawed. [ファンド]
構成銘柄がナスダック上場銘柄に限定されることの意味を考える P.24
10. 先週の出来事と今週の予定 - EVs Are Setting Records. But There's a Wake-Up Call in the Data [経済関連スケジュール]
EV販売台数は過去最高。しかしデータは警鐘を鳴らしている P.26

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

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

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

Copyright © 2023 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. 不可解なほど堅調な労働市場、「今回は違う」のか What the Job Market's Baffling Strength Means 労働力の需給両面の成長が支えに

[カバーストーリー]

利上げとインフレ率低下にもかかわらず、失業率は上昇せず



Photograph by John Huet

米連邦準備制度理事会（FRB）によるインフレとの闘いの核心は、物価の安定と労働市場の軟化のトレードオフにあると思われていた。主流の経済学的な考え方と、数十年にわたる経済の歴史の両方が示唆しているのは、インフレ率を目標となる水準まで低下させるには、FRBが景気を十分に減速させなければならず、それによって失業率が上昇するということだ。

昨年初めから、FRBは物価を冷やすための取り組みによって労働市場に悪影響が及ぶと警告していた。つい6カ月前には、FRBの予測では、

失業率が2024年末までに1%ポイント超上昇して4.6%になるとされていた。これ以上に楽観的な結果を想定するには、経済の世界でも有数の危険なフレーズである「今回は違う」を信じる必要があった。

しかし、今のところは、まさに「今回は違う」状態だ。FRBは2022年3月から10回以上の利上げを行い、フェデラルファンド（FF）金利の目標レンジを5.25～5.5%に引き上げた。総合インフレ率はピーク時の前年比9.1%から3%へ減速しており、家賃の伸びが落ち着けば一段の低下が予想される。それなのに、米国の失業率は3.8%と歴史的に見て低い水準にあり、FRBが利上げを開始したところの3.6%をわずかに上回るにすぎず、間もなく大幅に上昇する兆しもほとんど見られない。

労働市場が根強く堅調なことを受けて、FRBは失業率の予想を0.5%ポイント引き下げた。ウォール街でも、以前はリセッション（景気後退）の予想が盛んになされていたが、その時期は先延ばしにされるか、あるいは予想自体が撤回されている。さらに、労働市場の軟化は物価安定の回復に必要なステップであるという通説さえ、再考を迫られている。もし通説が覆されれば、FRBは多くの人が夢見てきたソフトランディングをついに実現したと言えるかもしれない。

なぜ労働市場がこれほど堅調なのかが分かれば、それがいつまで続くかを知るためのヒントになる可能性がある。失業率を低く抑えている要因が持続した場合、FRBは経済に痛みを与えることなく金利を高水準に維持し、インフレ率を引き下げられるだろう。そうでなければ、予想より遅くなるにしても、いずれは景気の下降局面が訪れる。

単独の要因だけでは、これまでの労働市場の好調は説明できない。大規模な財政刺激策、労働参加率の予想外の上昇、移民の回復、中小企業の創業ブーム、ポストコロナの対面サービスセクター（特にヘルスケア）の継続的な成長など、複数の要因が微妙に絡み合っ

求人サイトのインディード傘下のインディード・ハイアリング・ラボでリサーチディレクターを務めるニック・バンカー氏は、「求人需要は過去2年間にわたって猛スピードで拡大してきた。そのため、雇用する側の意欲が低下し、あるいは雇用自体が減少しても、失業率の急上昇につながっていない」と指摘する。

つい数カ月前に比べて、減速の兆しは増えている。過去3カ月の雇用の伸びは、それ以前の3カ月の月平均約24万人から約15万人へ低下した。求人件数は年初から21%減少した。労働市場全体の先行指標とみなされている人材派遣サービスセクターは、今年に入ってから毎月縮小している。

しかし、より広い視野で見ると、上記はさほど心配な傾向ではない。毎月の雇用の伸びは、人口増加のペースを大幅に上回っている。求人件数は、インディードのデータによれば、コロナ禍以前の水準を依然として26%上回っており、落ち込むことなく横ばいで推移している。人材派遣サービスセクターの縮小の理由は、かつてはコロナ禍からの経済再開に伴う労働力不足で、人材派遣への依存度が異常に高まっていたが、現在は正規雇用が可能になったためだ。

コロナ禍の財政刺激策が今も消費者支出の支えに



Richard B. Levine/Alamy

今後の見通しは不透明だが、現時点では幸先が良いように見える。ルーズベルト研究所のマクロ経済分析担当ディレクターであるマイク・コンチャル氏は、「今後1年間で何が起きるかは分からないが、これまでのストーリーは楽観的だ」と語る。経済が堅調であるほど、消費者需要を減速させるための利上げに耐える力は強くなる。FRBが昨年初めて利上げを実施したとき、おそらくは当時多くのエコノミストが考えていた以上に経済は好調だったのだろう。

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）に対抗するための大規模な財政刺激策は、低所得層の米国人にとって特に助けとなった。彼らは負債を返済し、信用スコアを改善し、低い固定金利で住宅ローンを借りることができた。さらに、アトランタ連銀のデータでは、低所得層の労働者の実質賃金は、全労働者の中で最も大幅に上昇した部類に入る。その結果、最近のFRBのデータによると、米国の下位50%の世帯の資産額は、パンデミックが発生した2020年第1四半期から2023年第1四半期にかけて約75%増加した。

これは、コロナ禍における過剰貯蓄が尽きたにもかかわらず、消費者支出が持ちこたえている理由を示すものだ。低所得層は、支出額こそ高所得層より小さいものの、所得に占める支出の割合が大きいため、消費者支出の変化率に大きな影響を及ぼす可能性がある。堅調な支出が続くことで、労働市場が拡大し、さらなる支出を促している。

財政支出は建設業界にとっても極めて重要だ。利上げは住宅、自動車、製造プロジェクトのコストを押し上げるため、建設業界は利上げの影響を受けやすい。しかし、連邦政府が国内の半導体製造やインフラ再建を促進するために数千億ドルの支出を承認した結果、借り入れコストが急増しても製造プロジェクトの需要が後退しないことがほぼ確実になった。この政府支出は、公共投資だけでなく民間

投資も奨励する構造になっており、建設活動を一段と促進するとともに労働需要にも火を付けた。

住宅建設も盛況だ。2007～2008年の住宅危機以降、住宅建設は長年低迷しており、米国の一戸建て住宅の供給は不足していた。さらに、ミレニアル世代が住宅購入のピーク年代に達するとともに、リモートワークで都市中心部からの転居が可能になったことで需要が急増した。その上、金利が上昇したため、過去に低い固定金利で住宅ローンを借りた所有者による住宅の売却が減り、供給不足に拍車を掛けた。需要は新築住宅に移り、新築住宅が住宅販売件数に占める割合は拡大し始めた。

その結果、建設支出は2020年2月から31%超の急増となり、ピークを過ぎる兆しも見えない。建設セクターの雇用は同期間に5%増加し、現在も増え続けている。求人マーケットプレイスを運営するジップリクルーターのチーフエコノミストであるジュリア・ポラック氏は、「FRBが利上げをすると、通常は建設業界の雇用が落ち込むが、今回はそうならなかった」と語る。

堅調な労働市場のもう一つの要因は中小企業セクターだ。中小企業は新規求人件数の約3分の2を占めるため、労働需要が好調を維持するには中小企業の健全性が欠かせない。金利の上昇は、借入れなどの起業コストを増加させるため、中小企業の設立にとって逆風になると予想されていた。今年春に米国の複数の銀行が破綻したことも、新興企業が融資を受けにくくなるため、悪影響をもたらすと目されていた。

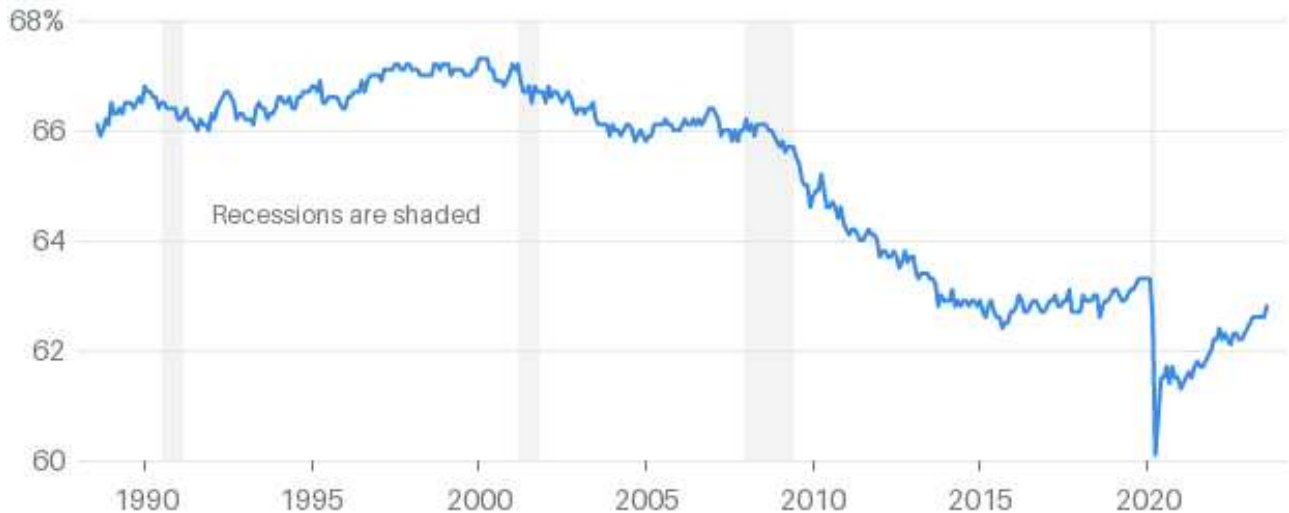
しかし、実際には、中小企業の設立は減らなかった。月間の企業設立件数は、経済が再開された2020年に過去最高を記録し、その後も好調を維持している。国勢調査局のデータによると、設立件数は2022年に横ばいとなったが、今年初めから再び増え始めており、2020年2月の水準を55%上回っている。

労働参加率と生産性の向上もプラス要因

Room to Grow

The tight labor market has helped pull workers in from the sidelines, although the share of Americans working or looking for work remains below historic levels.

Labor-force Participation Rate



Source: U.S. Bureau of Labor Statistics

FRBが景気を冷やそうとしているにもかかわらず、堅調な経済、財政刺激策、中小企業の活況によって労働需要は維持されている。もう一つの非常に重要な要因は、労働参加率の上昇と労働力供給の増加だ。

パンデミックを受けて労働参加率は低下し、現在も62.8%と完全には回復していない。しかし、移民の増加や、働き盛りの年齢の女性労働者の割合が過去最高水準にあることにより、労働参加率は予想以上に上昇している。パンデミック以前、政府は2024年末までに、主に高齢化によって労働参加率が62%を下回ると予想していた。

労働参加率は上昇し続ける可能性がある。経済政策研究所のシニアエコノミストであるエリス・グールド氏によると、労働省のデータは、離職後の職探しに時間をかけず、すぐに再就職する人の割合が高水準にあることを示しているという。グールド氏は、これが「失業率の水準から推測されるよりも、労働者のプールがはるかに大きいことを意味しているとみられる」と指摘する。

グールド氏は、労働供給の継続的増加はソフトランディングに欠かせないステップの一つになるだろうと述べる。なぜなら、雇用者の労働需要を低下させずに、労働市場のバランスを再調整し、賃金の上昇圧力の緩和に寄与するからだ。このトレンドが続けば、堅調な労働市場は維持されるだろう。

労働者の生産性の向上もプラスになる可能性がある。KPMGのチーフエコノミストであるダイアン・スウォンク氏は、「生産性の向上は、失業率を上昇させずに賃金を維持できる最善の方法だ」と述べている。

生産性は測定するのが難しく、過去10年のほとんどの期間で停滞していた。しかし、スウォンク氏な

どのエコノミストは、この状況は変わり始めた可能性があると考えている。その一因は、過去数年間で大量の労働者が退職し、より自分の適性に合った仕事ができる職場に転職できるようになったことである。退職率が低下し、労働者が新たな職に慣れるにつれて、生産性も向上する見込みだ。

人工知能（AI）の普及も、近いうちに生産性を大幅に押し上げるとみられる。あるいは、もう押し上げているのかもしれない。シカゴ大学の経済学者であるチャド・サイバーソン氏は、現在のAIのように新技術が定着し始めたばかりの時期には、その成果が無形であるため、生産性が過小評価される傾向があると示した。サイバーソン氏は「真の生産性の伸びが当面、過小評価される可能性に留意すべきだ」と述べている。

将来の景気の行方を知るのは不可能だ。インフレ率が再び上昇した場合、予想より大幅な利上げが必要になり、労働市場と経済全体が現在の堅調さを維持するのは困難になるだろう。しかし、今のところ、最近の雇用の伸びの鈍化が、労働市場に悪影響を及ぼすに至っていないのは明らかだ。

FRBの最終目標は労働市場の需給を再び均衡させることだ。FRBの政策ツールは需要の抑制を意図しており、最近の求人件数の減少はFRBの取り組みが実を結びつつあることを示す。しかし、旺盛な消費者支出、大規模な財政刺激策、多くの中小企業の設立はいずれも需要の増加に寄与し、労働参加率の上昇によって供給問題は緩和され、新たな技術によって労働者の生産性は向上する見込みだ。言い換えると、失業率が低水準に維持されているにもかかわらず、需給の両面で顕著な進歩が見られる。

この進歩が最後まで続き、失業率が急上昇することなく労働市場が均衡に達すれば、近代以降では前代未聞だろう。特に、ピーク時のインフレ率の高さや、FRBの利上げのペースを考えればなおさらだ。しかし、過去3年間における労働市場と経済全体の軌跡も過去にないものだった。ポラック氏は「本気で『今回は違う』』と思っている。これまでの経緯は従来と全く異なるからだ」と語る。

By Megan Cassella
(Source: Dow Jones)

2. 本格化する米国のストライキ、ハリウッドと自動車3社は前哨戦 Detroit and Hollywood Are Just the Advance Guard. Expect More Strikes FRBのインフレ抑制策に影響も

[フィーチャー]

■ 労組にとり、復活の好機

自動車メーカー大手3社「ビッグスリー」を同時に標的にした歴史的なストライキで、全米自動車労働組合（UAW）の組合員数千人が職場放棄したため、ここ数週間で全米のピケラインが膨れ上がった。企業によるコスト削減とグローバリゼーションに数十年間押され気味だった労働組合は、ここ数年で最大の復活の好機を迎えている。多くの関係者にとり、2大政党の政治家が製造業の雇用を米国に戻すことに焦点を当てている今がその時だ。また、最高経営責任者（CEO）の給与が大きく伸びているにもかかわらず、労働者は取り残されているという認識も広がっている。バイデン大統領は先週、ミシガン州で続くストライキの現場を訪問するという異例の行動に出た。

自動車メーカーやその他の業種の労使間交渉で争点となっているのは、長年にわたって使用者側に傾いていた労使間のパワーバランスである。自動車メーカー側は「すでに寛大な提案をしている。コス



Photograph by Evan Jenkins

的なアプローチを取っている。

主にホテルやその他の接客業で働く労働者の組合「ユナイト・ヒア」のインターナショナル・プレジデントであるD.テイラー氏は「所得格差は限界点に達している。誰も、米国企業が自分たちを救ってくれるとは思っていないし、政府にも期待していない。だから、自分たちを本当に助けてくれる機関はないかと探している。労働運動はそういう所にあるべきだし、そうなるべきだ」と語る。

米国社会も抵抗を促している。9月にUAWのストライキが始まった後、調査会社ハリス・ポールが米国の成人2100人以上を対象に実施した調査によると、4分の3が労働組合を支持している。2022年1月の調査から支持率は4ポイント上昇した。

第4四半期にストライキが増加する見通し



Courtesy of UNITE HERE Local 11

近年の労働市場のひっ迫が労働者にとって大きな強みとなっており、労働者の積極的な活動を求める声がさらに高まっている。しかし、市場のひっ迫が緩和されても、組合活動は収まらないかもしれない。

運輸労組チームスターズが物流大手ユナイテッド・パーセル・サービス<UPS>と新たな契約を結んだことや、アメリカン航空グループ<AAL>、デルタ航空<DAL>、ユナイテッド航空<UAL>のパイロットが大幅な昇給を獲得したことなどにより、他の野心的な要求や期待

に拍車がかかっている。全米脚本家組合（WGA）は先週、148日間に及んだストライキを経て、労組幹部が「異例」と言う内容で映画・テレビスタジオと合意に達した。米映画俳優・テレビ・ラジオ・芸能人組合（SAG-AFTRA）も、近く同様の合意に達するとの期待が高まっている。

コーネル大学のレーバー・アクション・トラッカーによると、米国では今夏、ストライキが113回発生した。また、労働統計局のデータによれば、8月のストライキはのべ410万労働日に上った。これは2000年以来の高水準である。この水準は第4四半期も続くか、あるいはさらに上昇する見通しだ。料理労

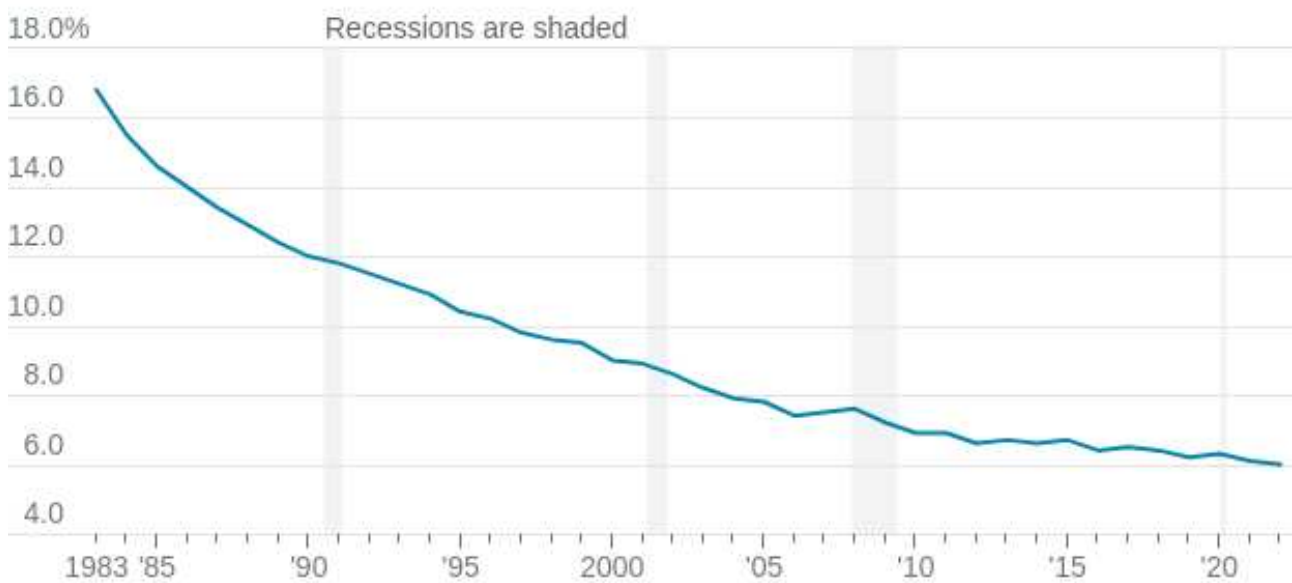
働者組合とバーテンダー組合に代表されるラスベガスの接客業労働者約5万3000人は先週、投票でストライキ実施を承認した。アメリカン航空の客室乗務員約2万6000人とサウスウエスト航空<LUV>のパイロット約1万人はすでに、8月末にストライキを承認している。医療保険大手カイザーのヘルスケアワーカー約7万5000人は10月4日から3日間のストライキを計画し、最大1200万人がケアサービスへのアクセスを妨げられる恐れがある。

自動車ストライキの影響は広がっている

Downsized

In the private sector, 7.2 million workers—or just 6% of employees—were union members in 2022.

Percent of union members



米国では民間労働者の6%に当たる720万人しか組合に加入しておらず、その割合は40年前の17%近くから低下している。自動車労働者に関して、UAWは斬新だがリスクの高い拡大一辺倒のストライキ戦術を取っており、主要工場を標的にして自動車メーカーを悩ませている。9月29日、UAWはストライキを拡大し、フォードのシカゴ組み立て工場とGMのミシガン州ランシングの施設をターゲットとした。これでビッグ3の組合員15万人のうち、約2万5000人がストライキに参加することになる。

最大15万人のUAW組合員が足元のストライキに加わる可能性はあるが、首都ワシントンを拠点とする全米自動車業者ポリシー協議会の2020年経済貢献報告書によると、ビッグ3の組み立てラインで生産される自動車1台当たり、約5600社の米国のサプライヤーが製造する8000~1万2000種類の部品が使われている。サプライヤーの多くにとって、ビッグ3との契約は最大で全事業の70%を占めることもあり、これら自動車部品メーカーの全米の雇用者数は合計で87万1000人に上る。

影響は実体経済にも



Valerie Macon/AFP/Getty Images

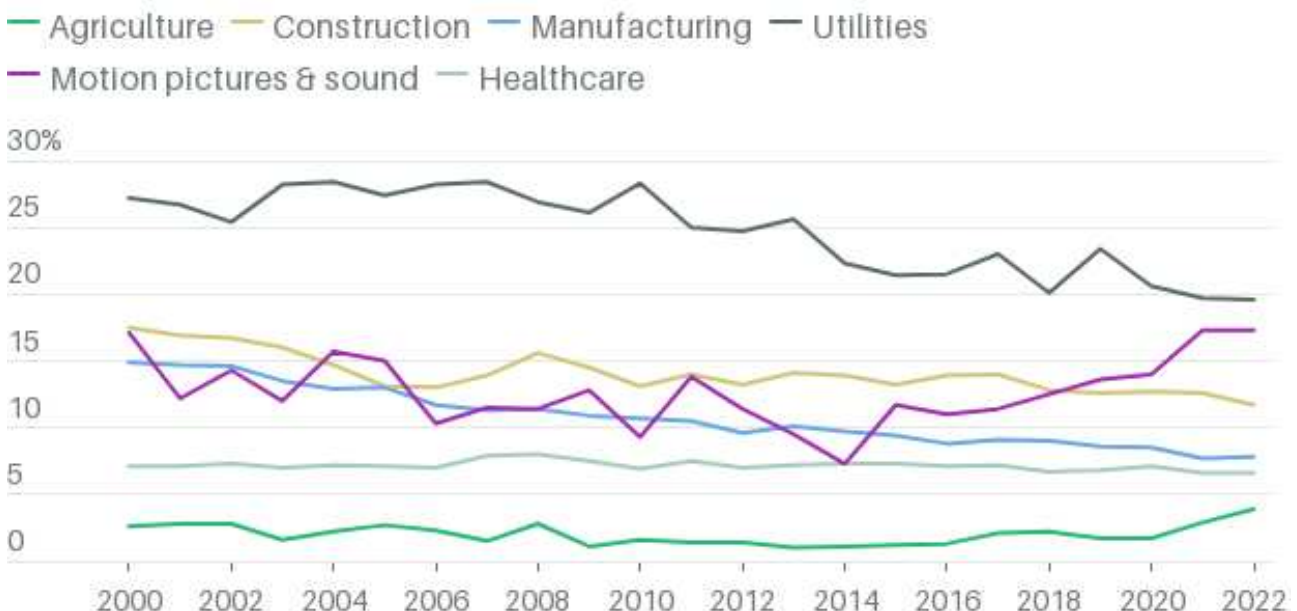
全国規模のストライキは、今のところ失業率や求人への影響はわずかだが、機関投資家向けリサーチ会社ベンチマークのアナリスト、マイケル・ウォード氏によると、ビッグ3は、当初ターゲットとなった3工場でのストライキ実施により、1日1500万ドルの逸失利益（利払前・税引前）の影響を被っている。コロラド大学ボルダー校のファイナンス教授、サンジャイ・バガット氏によれば、組合が結成された企業は株主価値の最大10%を失う可能性があるとの調査結果が示されている。株式市場の反応は、主に組合による非効率性を想定したものだ。

こうしたストライキのコストは、消費者物価にも影響を及ぼし始めるとの見方もある。米商業会議所の会頭兼CEO、スザンヌ・クラーク氏は、「UAWによるストライキ実行の決定は、米国経済に広範囲にわたる悪影響を及ぼすだろう」との声明を発表した。クラーク氏は、UAWのストライキは、新車のコストを上昇させ、関連産業に従事する人々、さらに顧客がストライキに参加している飲食店や地元企業の収入を、急激に減少させる可能性があるとして述べている。

ストライキによる変化が見られる

Union Membership by Select Industry

Percentage of union affiliation of employed workers by industry



Source: Bureau of Labor Statistics

最近の労働組合員の勢いは、間違いなく2018年のウェストバージニア州の教員ストライキから始まったものだ。このストライキは5%の賃上げを実現させ、それを模倣したストライキを引き起こし、その

結果、アリゾナ州とオクラホマ州で教育者の賃上げが実現した。それ以来、組合活動は活発化している。2022会計年度に全国労働関係委員会（NLRB）に提出された労働組合結成の申請は2510件で、2018会計年度の1597件から増加した。2023会計年度の年初来6カ月間では、1200件の申請があり、前年同期のペースをわずかに上回っている。

こうした組合結成の動きの一部は、スターバックス＜SBUX＞やアマゾン・ドット・コム＜AMZN＞など、これまで伝統的な組合の対象ではなかったセクターや企業に集中している。2021年後半以降、米国のスターバックス直営店約9480店舗のうち、約350店舗で従業員が主にワーカーズ・ユナイテッドへ加入するための賛成票を投じた。

労働組合をめぐる環境は厳しい

こうした新たな動きとは裏腹に、労働組合が数十年にわたる衰退を挽回するのは簡単なことではない。最近の組合運動は注目を集めているものの、新規の労働契約数は多くない。交渉が長引く中、期限切れの協約の下で働く既存従業員も多い。

非営利シンクタンク、エコノミック・ポリシー・インスティテュートのシニア・ポリシー・アナリストであるマーガレット・ポイドック氏は、現在の法律や規制はほとんど役に立っていないと述べている。労働組合を擁護する人々は、NLRBが労働者を保護する能力には限界があり、報復防止や内部告発者の保護が脆弱（ぜいじゃく）であると指摘する。さらに、NLRBが労働者の権利を侵害した雇用主に金銭的罰則を課し、交渉の行き詰まりを解決するための仲裁を規定する連邦法である「団結権保護法」は、共和党が上下院いずれかで多数を占めた場合、可決の可能性はほとんどない。

組合運動に対する楽観的な見方もある

しかし、新規組合員や若年労働者は、組合擁護派にある程度楽観的な見方を示している。国際北米労働者組合（LIUNA）のゼネラル・プレジデント、ブレント・ブッカー氏は、「何かが変わりつつある。古いも若きも、組合員は立ち上がり、うんざりだ、と言っている」と語る。

ジョイ・ヴォーン氏は、1年半前にダラス・フォートワース国際空港の手荷物係として働き始めてから、1カ月ほどして同空港の組合活動に参加した。時給15ドルのヴォーン氏は、給与や福利厚生の上昇だけでなく、空港での労働条件の改善のために組合に加入したという。

ヴォーン氏は、「事態は良くならなければなりません。私は自分自身のためだけに戦っているのではなく、来るべき世代と、周りの人々のために戦っているのです」と述べている。

By Megan Leonhardt
(Source: Dow Jones)

3. 日本は利上げを急がない。円安は株価にとって好材料 Japan Is in No Rush to Raise Rates. A Weak Yen Is Good for Stocks 海外投資家から見る日本株の見解

[フィーチャー]

円は再び150円台へ向けて急落



Jiji Press/AFP via Getty Images

日本銀行による金融引き締めのおわさは、今のところ誇張されていることが判明した。日本株にとっては、ある意味好材料だ。

デフレの日本は想定外の物価上昇に見舞われており、コアインフレ率は過去1年間、年率3%を超えている。日銀の植田和男総裁は3週間前の記者会見で、日銀がマイナス0.1%の政策金利を引き上げる可能性を示唆し、円のミニラリーに火をつけた。そして9月21日の政策決定会合では、「極めて高い不確実性」を理由に政策を据え置いた。その後、円相場は1ドル=150円という記録的な安値に向かって再び急落した。

これは昨年秋に日銀が介入した水準であり、円は米国債利回りの低下による大きな後押しを受けて、3カ月で17%上昇した。

UBSの日本担当チーフエコノミストの足立正道氏は、植田総裁らは来春の交渉で労働者が日本企業から賃上げを引き出せるかどうかを見守ることになるだろうと予測。足立氏は「彼らはまだインフレは一時的なものだと考えている。経済はまだ過熱していない」と述べた。

海外から日本市場への資金流入

通貨が下落すれば、ほとんどの国の株式にとって悪材料となる。しかし日本市場は、トヨタ自動車<7203>、ソニーグループ<6758>、産業機器大手キーエンス<6861>のような輸出企業の影響力が大きく、それらの企業は、円安に欧米の予想以上に好調な需要が重なることで恩恵を享受している。上場投資信託（ETF）のiシェアーズMSCIジャパンETF<EWJ>は過去12カ月で22%上昇し、S&P500指数の上昇率16%を上回っている。

米グローバル投資運用会社ティー・ロウ・プライスの国際株式のポートフォリオスペシャリストであるダニエル・ハーリー氏は、米国経済が好調を維持する限り、さらなる上昇が期待できると考えている。ハーリー氏は「日本の上場企業の売上高の半分は日本国外からもたらされている。日本市場はなお下支えされる態勢にある」と述べる。

米大手資産運用会社ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズのシニア通貨ポートフォリオマネジャーであるアロン・ハード氏は、日本はマクロ経済のスイートスポットに位置していると言う。原油を除くほとんどの輸入コモディティー価格の下落は、記録的な円安の痛手をいくらか和らげている。岸田文雄首相は年率1%未満の金利で借入れが可能になるような、消費者向けの燃料費助

成金の準備を進めている。

アメリカの景気後退は日本の輸出を減退させるだろうが、米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げを促し、円を押し上げるだろう。ハード氏は「まず1ドル=155~158円まで円安が進めば、円は来年、G10で最もパフォーマンスの良い通貨になる可能性がある」と述べた。

投資家の期待感と確信にはデータの裏付けが必要

投資家は、株主やインフレに配慮した企業づくりを進める日本の取り組みにも感銘を受けている。東京証券取引所は今年初め、時価総額が純資産価値を下回る企業に対する措置を導入した（トヨタも、年初来で株価が50%上昇するまでは、この窮地に置かれていた）。岸田首相は、「新しい資本主義」プログラムを推進している。最低賃金を4%引き上げ、「柔軟な働き方を容易にする」というものだ。

米資産運用会社グループのフランクリン・テンプレートのポートフォリオマネジャーであるカトリーナ・ダドリー氏は「われわれは、今回の日本は違うと信じている。われわれはエクスポージャーを増やしている」と語る。

他の市場関係者は、植田日銀総裁のように、何か行動を起こす前にさらなるデータを待っている。世界中の金融機関に資金フローデータを提供するEPFRのリサーチ・チーフであるキャメロン・ブランド氏は「資産運用のプロたちは今、日本に対して慎重になっている。過去にも偽りの幕開けによって人々は火傷を負ったことがある」と述べる。

米国の友好国で、国内総生産（GDP）が世界第3位の日本経済は、少なくとも正しい方向に向かっていると言っていだろう。第2位の中国が金融面で苦境に立たされ、政治的にも強硬な姿勢を見せる中、これは良いニュースだ。

By Craig Mellow
(Source: Dow Jones)

4. 企業経営と投資のコツ

[インタビュー]

What Cava's Board Chair Looks for in Restaurant Investments

カヴァ・グループの会長兼リードインベスターのシャイク氏に聞く

レストラン経営から投資家へ

ロン・シャイク氏は、26歳の時にボストンのダウンタウンで始めたクッキー・ショップが、それ以上のものになるとはほとんど考えていなかった。しかし、400平方フィート（約37平方メートル）の店舗がその後40年で、現在ではパネラ・ブレッドとして知られる2000店を超えるカフェのネットワークに変貌した。

シャイク氏は現在、上場・非上場の消費関連銘柄やレストランに十億ドル規模を投資する、アクトIIIホールディングスのマネージング・パートナー兼最高経営責任者（CEO）を務めている。シャイク氏はまた、地中海料理を中心としたレストラングループのカヴァ・グループ<CAVA>の会長兼リードインベスターでもある。



Photograph by Simon Simard

本誌は9月中旬にインタビューを実施した。

本誌：パネラのCEO時代の主な教訓は。

シャイク氏：まず、企業経営の第一歩は、真実を話すことだ。われわれは誰もが、市場の大手を恐れており、リーダーとしてはそれをそのまま伝えるべきだ。第二に、重要なことを知るのは大事だ。つまり、事業の原動力を理解するために時間を割き、すべきことを三つから五つ程度選ぶ。多くの企業では、議論はされるが対処されている事柄は非常に少ない。

リーダーであることは、顧客から話を聞いて顧客を理解するための忍耐力と共感性が求められる。ターゲットとなる顧客に選ばれるために、何をすべきか解明すべきだ。人々が、ファストフード以上のものを求めていた一方で、他の選択肢が高級料理店しかないことは、私には極めて明白だった。

Q：自身は、投資家へどのように転身したのか。

A：多くの点で変わっていないし、全く違うこともしている。いずれにせよ、明日に何が大事になるかを理解することと、その認識に沿って事業を展開することが重要だ。私は、37年間関わった会社から離れて、資本市場に広がっている短期主義について多くの公の場で話した。その後、「口先だけではなく実行させてほしい」と言うようになった。結局、私と数人のパートナーの2億5000万ドルの自己資金で投資を始め、今ではポートフォリオの額は10億ドルを超えている。内部収益率（IRR）は40～45%だ。

今でも企業を変容させており、次のようなことについて、企業経営者が長期的に考えるように導いている。つまり、さまざまな消費セグメントの中で最も強力なニッチまたはカテゴリーは何か、5年または10年後に重要になるカテゴリーは何かだ。そのカテゴリーの中で、企業が支配的なブランドになれるように手助けしている。

投資内容

Q：ポートフォリオの現在の中身は。

A：われわれはカヴァの非常に初期の投資家だった。私はカヴァによる、規模が数倍大きい地中海レストラン・チェーンのゾエズ・キッチン買収と、その後の店舗のカヴァへの転換を手伝った。その結果、地中海レストランでは支配的な地位を確立した。

他には、中東風ベーカリー・カフェのタッテ・ベーカリー&カフェがある。私はパネラのために買収し、パネラを離れた時にパネラから買収した。他には、ライフ・アライブというレストランがある。ベジタリアン向けレストランで、人口の約4%のベジタリアンと、人口の40%を占めるプラントフォワード（植物性の食材をメインとして、環境のことも思いやる食スタイル）をさらに楽しみたいという人々にアピールしている。

また、上場企業相手にコンサルティングと投資を行う部門もある。資本または戦略的アドバイスが必

要な企業に関与し、対価として企業の新株引受権を受け取る。レストラン・チェーンのビージェーズ・レストラン<BJRI>やレストランなどを対象にしたITソリューションプロバイダーのPARテクノロジー<PAR>に関与した。

■ 企業経営者に対するアドバイザー

Q：投資戦略は。

A：われわれはカテゴリーを絞って、そのカテゴリー内で支配的なブランドを構築できるよう企業を手助けする。われわれはベンチャーキャピタルやプライベート・エクイティではない。ポートフォリオは私とパートナーの自己資金が原資となっている。

顧客に焦点を当てることから始める。投資家としては、われわれの最初の顧客は企業の創業者だ。起業家の最大の過ちは、資金調達を毎年の、あるいは、一生涯のイベントとみなすことだと、われわれは考える。そのため、われわれが投資するときには創業者に対して、追加増資に対する優先交渉権を与え、バリュエーションについても事前に合意しておく。

取締役会での役割も非常に異なっている。われわれは自身を、シェルパ経営陣と称している。全国で支配的な企業を構築することはエベレストに登頂するより困難で、エベレストにはシェルパなしでは登らない。われわれは自身で歩いたり登山したりはせず、指針と経験を提供している。

Q：投資家の役割はCEOの役割とどう違うのか。

A：結局は選択に行き着く。CEOとしての私の選択は、真実を語ること、何が重要か決めること、それをどのように行うかだった。投資家としては、誰かに何かをさせることはできないため、自分の信頼性を頼りに、人々が別の考え方をするように手助けするという役割が強まっている。私は、「あなたはこのリソースを使わなければいけない」とは言わない。「あなたの仕事は、人々にとってより良い選択肢になることに集中することです。あなたが必要であれば、われわれにはこのようリソースがあります」と言う。

Q：カヴァの新規株式公開（IPO）は大成功だった。株価は、一時IPO価格（22ドル）の2倍超に上昇して、最近下落したとはいえ今でもIPO価格を上回っている。アクトIII、およびファストカジュアルレストラン業界全体からカヴァのようなIPOを期待できるのか。

A：それは、企業にとって内部的に何が適切かを判断することに尽きる。企業を公開したCEOのうち90%はIPOを後悔している。カヴァは異例のIPOだった。われわれは早期に適切な機関投資家を迎え入れ、ブレット・シュルマン氏とトリシア・トリバー氏という目を見張るようなCEOと最高財務責任者（CFO）を得た。カヴァのIPOは会社が発展途上だったことを考えると絶好のタイミングだった。カヴァは上場に値する企業であり、上場企業としても好業績を上げるだろうが、全ての企業がそうなるわけではない。

Q：投資対象には何を求めているのか。

A：誰もが価値創造を口にするが、幸福を生み出す以上の価値は創造できない。価値は幸福の副産物で、手段、最終形態および副産物の間には違いがある。企業の最終形態というのは、人々が競争相手を素通りして自社の店舗を訪れるような、人々にとっての優れた選択肢になることだ。レストラン業界は、人々が望むものを生み出さなければ、儲からずただ働いているだけだ。

今後の見方

Q：新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の結果として、消費者の振る舞いに変化すると予想しているか。

A：ズームや宅配の利用といった小さな変化を除けば、大半のことは元に戻るだろう。人々は楽しめる食事と、魅力的な環境を望んでいる。人々は、世話をしてくれる人からのサービスと、生活をより良く感じられるようなものを望んでいる。

Q：消費者の健全性については多くの議論がある。

A：われわれは慎重なスタンスとしている。私は経済をコントロールできず、それを米連邦準備制度理事会（FRB）などに委ねることにする。私がコントロールできるのは、業界内における私の競争的立場だ。われわれは景気に対して敏感なのか。その通りだ。われわれは価格の維持と価値の保護を考えているのか。まさにその通り。われわれは消費者を懸念しているのか。間違いない。それでは、われわれは、消費者の健全性をうまく管理することが事業運営の核心であると考えているのだろうか。いや考えていない。事業運営の核心にあるのは、それが人々にとってのより良い選択肢に確実になるようにすることだ。

Q：レストラン業界の見通しは。

A：レストラン産業は、強力で経済の大きな部分を占めている。レストラン業界には常に投資機会がある。最初の仕事は、良いものと悪いものを分けることで、二番目の仕事は、どれだけ支払うかだ。

Q：消費関連分野に投資している投資家に対するアドバイスは。

A：私は私自身を、将来に備えて位置付けようとしている。私は、そのコンセプトと、どのような経済情勢であれ勝利できる経営陣に投資したい。私は、将来を見通せる能力に基づいて投資しているのではない。私には、より良いニッチと、そのニッチにおけるより良いコンセプトが必要だ。

By Sabrina Escobar

(Source: Dow Jones)

5. 厳しい9月が終わり、株式市場は買い場

[米国株式市場]

September Is Over. It's Time to Buy Stocks

テクニカル要因に加え、ファンダメンタルズ面からも年末相場に期待

厳しかった9月が終わる

市場見通しから感じられるのはせいぜい曇り空だが、大きな株価材料は見当たらない。景気の強さ、米連邦準備制度理事会（FRB）が次に何をするつもりなのか、そして企業収益の行方に関してさえも、数カ月は答えが出ず、確実さを求める投資家は泥沼を歩いているような感覚を覚えるだろう。しかし、いずれにせよ、株を買うには良い時期だ。

楽観的な理由の始まりは、株式投資家にとって年間で最も厳しい月だという評判通りだった9月が終わったことにある。主要株価指数を見ると、S&P500指数は先週0.74%下落して4288.05で引けたが、9月は昨年12月以降で最悪となる月間で4.87%の下落だった。ダウ工業株30種平均は先週1.34%安の3万3507ドル50セントとなり、9月全体では3.50%の下落だった。ナスダック総合指数は先週0.06%上昇して



Michael Nagle/Bloomberg

1万3219.32で引けたが、9月全体では5.81%の下落だった。小型株のラッセル2000指数は先週0.48%上昇したが、9月は6.03%下落し、1785.10で週末、月末、四半期末を迎えた。

この1カ月は嫌なことが多かった。その間、投資家はFRBによる「タカ派的な利上げ休止」、迫り来る連邦政府機関の閉鎖、債券利回りの急上昇、原油価格の高騰に対応しなければならなかった。全米個人投資家協会（AII）のセンチメント調査で「強気」との回答がわずか27.8%で、過去4カ月間で最低の水準だったこともうなずける。

テクニカル分析的には反発局面

Market Snapshot



それでも、10月に入って日暮れが早くなったとしても、市場の気分は明るくなるはずだ。株式市場の短期的な反発を示唆する最も分かりやすい論拠は、単純な「平均回帰」である。ビスポーク・インベスメント・グループのアナリストは先週、「株価が何の抵抗も見せずに1カ月間下落した後、大抵の場合は反発局面がある」と書いていた。

それを裏付けるデータはある。この9月の20日間の営業日で、S&P500指数は前日の日中安値を下回る日中安値を15回更新し、その中には9営業日の連続も含まれる。これほど短期間にこれほど多く前日の安値を下回る記録を付けたのは、この9月以前では、1993年以降で14回しかなかった。ビスポークによ

ると、こうした状況が起きてから3カ月後のS&P500指数は79%の確率で上昇し、上昇率の平均は8.1%だった。

S&P500指数は先週、6月と8月の下落時と同様に4300付近の支持線で下げ止まり、4288で引けた。仮にこの水準が破られたとしても、次の支持線は4200付近の200日移動平均線であり、それほど下値はない。市場のテクニカルアナリストは、他の条件が同じであれば、これらの水準が維持されるとみている。

ファンダメンタルズ面と年末に向けた見通し

ファンダメンタルズ面を見ると、JPモルガン・チェース<JPM>をはじめとする大手銀行の決算発表が行われる10月13日から、第3四半期の決算発表シーズンが始まる。アナリストは、S&P500指数の1株当たり利益（EPS）が前年同期比2%増と小幅な伸びを示すと予想しているが、この場合、3四半期連続でマイナス成長またはゼロ成長だった後に増益に転じたことになる。悪くない結果であれば、2024年の利益成長が12%になるとの期待も維持されそう。

懸念材料はすべて、株価が上昇するための新たな壁となっただけであり、この壁は乗り越えられないものではない。次の米連邦公開市場委員会（FOMC）は11月まで開かれなため、金融政策に関するニュースは、数週間は空白となる。米議会の機能不全が政府機関の閉鎖をもたらす可能性はあるものの、それは株式市場よりも国家にとっての大きな問題である。そして、2024年が近づけば、2024年について悩むことになる。

カレンダーが10月に切り替わると、株価は季節的に軟調な時期から、過去のデータでは最も好調な時期へと移行する。年末に向けた株価上昇の積み上がりは「サンタクロース・ラリー」とも呼ばれている。

サンタクロースを信じる必要はないが、最も抵抗の少ない道は右肩上がりの方向にあるように思われる。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

6. 投資銀行DAダビッドソンが選ぶベスト・オブ・ブリード 7 Stock Picks (Mostly) Under \$10 Billion: Why They're Best-of-Breed Bisons 時価総額100億ドル以下、上値余地20%以上を目線とする有望7銘柄

[投資戦略]

群集心理を回避

モンタナ州を発祥とする新興投資銀行のDAダビッドソンは、最高クオリティーの株式を特定する取り組みである「ベスト・オブ・ブリード・バイソン・イニシアティブ」の結果を発表した（DAダビッドソンは2016年から、北米に生息する野牛のバイソンをブランドマークとしている）。

株式の銘柄選択について、アナリストによる「買い」、「ホールド」、「売り」推奨の平均的水準には一般的に大した意味がないことが学術調査で示唆されているが、幾つかの理由でダビッドソンのリ



Dreamstime.com

ストは筆者の注意を引いた。まず、新規のリストであるため、過去のしがらみがなく、すべての銘柄が最近の見方を反映している。そして、数社は小規模でアナリストによるカバレッジも限られている。リストされた銘柄の中で、マイクロソフト<MSFT>や農業機械・建設機械の大手メーカーであるディア<DE>は飛ばして、ベビーのバイソンに焦点を当ててみたい。

ダビッドソンは、銘柄選択においては群集心理を回避するとしている。レポートでは、強固なバランスシートやキャッシュフロー、優れた株

主資本利益率（ROE）、持続性の高いモート（競争優位性）などを基準として挙げている。ウォーレン・バフェット氏に対する称賛の言葉があり、競合企業については「当社が知る限り、最も耐久力があり最もクオリティーが高い事業を探し求めるという投資哲学を全面的に採用する証券会社は今や存在しない」と手厳しい。

以下、時価総額がおおむね100億ドル以下で、予想される上値余地がおおむね20%以上の7銘柄について見てみたい。

ベビー・バイソン7銘柄

アクソス・ファイナンシャル<AX>はラスベガスの金融持ち株会社で、サンディエゴを本拠とし、競争力のある金利水準と手数料の安さを売りにするオンライン取引中心のアクソス銀行（総資産190億ドル）を傘下に持つ。収入対比の経費率は低く、有形純資産額は年率約15%で成長しており、譲渡性預金（CD）や住宅ローンから商業銀行業務や投資運用へ事業を拡大しつつある。株価有形純資産倍率は1.3倍。

ブランドウィック<BC>は19世紀にビリヤードテーブルやボウリングのピンで有名となったが、現在はボストン・ホエラーやシーレイなどのボート、および船舶用のエンジンや部品を製造している。市場シェアは上昇を続け、ボートが14%、エンジンが約50%となっており、それが部品や買い替え需要を通じた経常的な売上高をもたらしている。株価収益率（PER）は9倍。目標株価から20%の上値余地が示唆されるが、ダビッドソンは投資判断を「中立」としており、「ベスト・バイソン」の概念とは一致しない。ダビッドソンは、「バイソン」の選択は長期予想リターンに、投資判断はより短期的なリターンに基づいているとしている。つまり、株式を買って1年で20%の利益を上げても、ニュートラルに感じなければならないということだ。

WD-40<WDFC>のスプレー式潤滑剤については、98%の人が知っているという調査結果がある。ほかには、油性洗浄剤や除錆剤などの製品がある。成長の原動力となっているのは、新興国市場への進出と、より高級な潤滑剤へのアップセルだ。跳ね上げ式の「スマートストロー」や曲げることができる「EZストロー」が装着された缶や、チェーンやボート専用の配合によって、価格は上乗せされる。単純だ（恐らく）。しかし、株価は、2021年初頭の330ドルから最近では203ドルまで下落しているにもかかわらず、過去20年間では10倍になっている。予想PERは36倍と強気に見える。ダビッドソンによると、原材料費の高騰と、大幅な値上げに伴い一部の販路を失ったことで、利益率が落ち込んでい

るが、回復およびより長期的な成長を見込んでいるという。

アンコール・ワイヤー<WIRE>はワイヤーやケーブルのメーカーで、インフラ建設や米国企業が海外に移した製造拠点を国内に戻す「リショアリング」、電気自動車（EV）の普及、送配電網のアップグレードなどの恩恵を受けている。利益はコロナ禍時の持続不可能な増加を経て現在は減少しつつあるが、コロナ禍前を大幅に上回る水準で推移する見込み。来年度利益のコンセンサス予想に基づくPERは10倍。

投資判断が「中立」となっているもう一つの銘柄が、木くずやプラスチック製のレジ袋から耐用期間数十年の高価なデッキ材を製造するトレックス<TREX>だ。PERは29倍と比較的割高であり、予想上値余地は19%超。1990年代に登場して以降、デッキ材市場では人工木材のシェア拡大が続いており（現在24%）、トレックスが最大のプレーヤーとなっている。利益率と投下資本利益率（ROI）はともに高い。トレックスは、自社の木材代替品は環境保護主義者に対する訴求力があり、デッキ市場におけるシェアは倍増する可能性があるとしている。

ジャック・ヘンリー・アンド・アソシエーツ<JKHY>は、ソフトウェア、決済処理、その他のテクノロジーを中小銀行1600行に販売している。売上高は過去25年間にわたり年率12%で成長している。売上高の約14%を研究開発費に振り向け、市場シェアを拡大するとともに、より規模の大きい銀行への訴求力を高めている。株価は過去1年間で15%下落しているが、過去20年間で11倍となっている。PERは30倍、時価総額は約110億ドル。

時価総額約130億ドルのノードソン<NDSN>は、押出成形機、充填・封入機、加工・配合機など射出成形可能な材料を加工する機械や、塗装システム、検査システムを製造している。半導体業界の不振を受け、株価は低迷しているが、過去20年間で21倍となっており、ダビッドソンのリストの中では長期的なパフォーマンスが最高の部類に属する。PERは24倍。

■ その他の銘柄

ダビッドソンは、全部で17の銘柄をリストアップしており、他の銘柄としては、中小銀行のバンク・オブ・ハワイ<BOH>、カレン・フロスト・バンカーズ<CFR>、FNB<FNB>、サービスファースト・バンクシェアズ<SFBS>、より時価総額が大きい銘柄としては企業向け人事・財務ソフトウェアのワークデイ<WDAY>、農業用品を手掛けるトラクター・サプライ<TSCO>、セキュリティソフトウェアのクラウドストライク・ホールディングス<CRWD>、オンライン旅行会社のブッキング・ホールディングス<BKNG>、そして前述のマイクロソフトとディアがある。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

7. 繰り返される政府機関の閉鎖

[経済政策]

Shutdowns Come and Go. Why Deficits Pose the Real and Present Danger.
なぜ米国の赤字は問題なのか

米国の赤字は問題なのか



Saul Loeb/Getty Images

「レーガン元大統領は赤字が問題ではないことを証明した」とジョージ・W・ブッシュ大統領時代の副大統領だったディック・チェイニー氏が2002年に回顧したのは有名な話だ。チェイニー氏の指摘は、2002年までの20年間を見ると正しかった。そしてその後の20年間の動きについても予見したと言えるだろう。

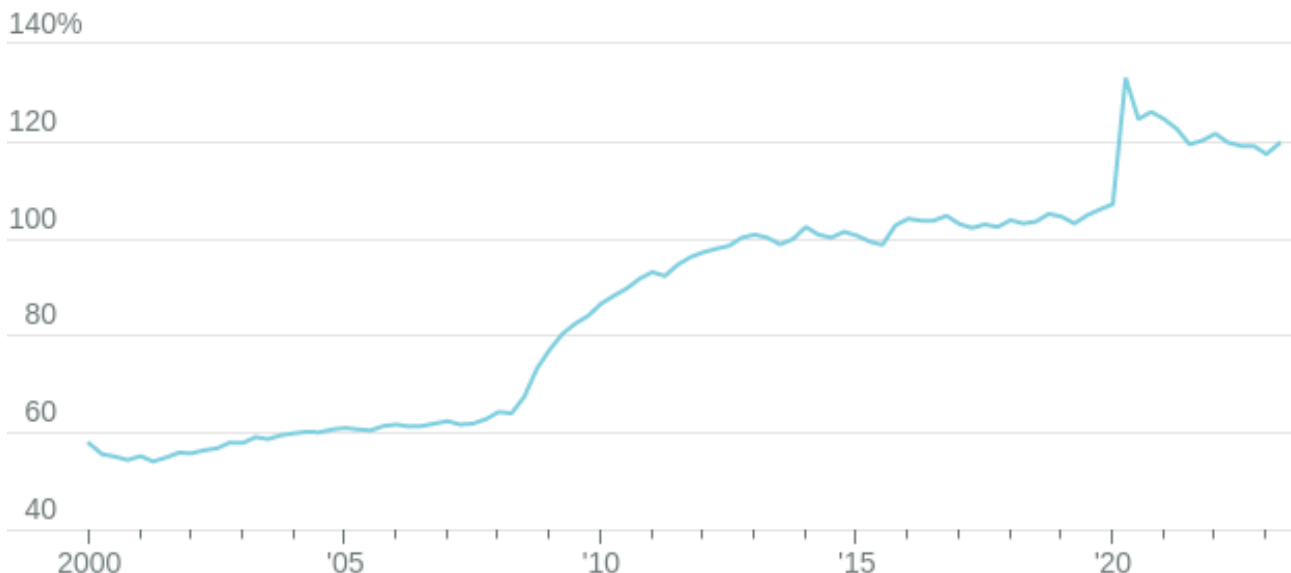
しかし、「赤字が問題ではない」のは米国政府の債務残高が国内総生産（GDP）よりも小さかった頃の話だ。今や、そうではなく赤字は問題であり、悪影響は主に債券市場に出ている。

難航する予算案協議と避けられない政府機関閉鎖

Deficits Do Matter

The federal debt relative to the U.S. economy has exploded since former Vice President Dick Cheney said deficits don't matter.

Total public debt as a percentage of GDP



メディアは、議会の機能不全による連邦政府機関の閉鎖が差し迫っていることを新しいニュースであるかのように報じている。米政府による財政規律の喪失は債券市場に悪影響をもたらしている。米国債の利回りは急上昇し価格は下落しており、赤字がもたらす危機はますます明白になっている。

米格付け会社のムーディーズは先週「予算案をめぐる協議の難航は、Aaa格付けを付与している他の国に比べて米国の制度的な弱さとガバナンスの弱さを露呈している」とコメントを出し、他の主要な格付け会社であるスタンダード・アンド・プアーズ（S&P）とフィッチ・レーティングスの判断に同意を示している。これらの格付け会社は米国国債を最高格付けであるAAAから既に1段階引き下げている。

政府機関の閉鎖と財政赤字は同じ問題の表裏をなしている。政府機関の閉鎖の報道では連邦議会議事堂の廊下で話している政治家たちが映し出され、財政赤字の報道では閉鎖されるスミソニアン博物館や国立公園などの連邦政府の施設が映し出される。マクロ経済調査会社ルネッサンス・マクロのワシントン・ウォッチャーであるスティーブ・パブリック氏は顧客向けノートの中で「経済的影響が比較的小さいこともあり、政府機関の閉鎖をめぐる見かけだけの争いの頻度は増えている」と指摘する。

政府機関閉鎖による経済・金融市場への影響

ゴールドマン・サックスのエコノミストは、政府機関の閉鎖により第4四半期のGDP成長率が毎週0.2%ずつ押し下げられ、さらに学生ローンの返済再開や全米自動車労組（UAW）のストライキの影響が加わることによって成長率が一時的に鈍化すると予想している。

株式市場に関しては、これまでの記録によると政府機関の閉鎖が悪影響を及ぼすことはあまりなかった。約5年前に政府機関が最も長く閉鎖された時に、この傾向は最も顕著であった。パブリック氏は、2018年12月21日から2019年1月25日までにS&P500指数は9.3%上昇したと指摘している。もっともその時は、米連邦準備制度理事会（FRB）が引き締め政策を終了するタイミングであったため、国債利回りは低下し株式市場は回復しつつあった。

現在、債券市場は叩きのめされている。モーニングスターのデータによると、長期国債投資として個人投資家に人気の上場投資信託（ETF）のiシェアーズ米国国債20年超＜TLT＞は、9月27日までの3か月間のトータルリターンがマイナス13.57%だ。

第3四半期の国債価格急落の理由

確かにFRBは、過去1年半で政策金利を5.25%も引き上げた。しかし、第3四半期にFRBが政策金利を引き上げたのは1度だけで、引き上げ幅も0.25%だけだ。国債の急落の本当の理由は別にある。財政政策と際限のない国債発行だ。

米金融調査会社のアルパインマクロは「問題は、過去半世紀で経済が非常に好調だったときに連邦赤字がこれほど急速に拡大したことが一度もなかったことだ。赤字の急速な拡大はCHIPSおよび科学法、インフラ投資・雇用法、いわゆるインフレ抑制法といった支出策の取り組みのせいではない。政府支出の大幅な増加は、社会保障、医療、軍事、教育、そして最近では国債の利払いといった、常に存在する分野に対するものだ」と分析している。

政府支出の増加は名目GDP増加額の約半分に相当

バンク・オブ・アメリカ（バンカメ）のグローバルエコノミスト、クラウディオ・イリゴエン氏は、いつになく厳しい分析において、対GDP比で米国の連邦債務が急増していることを踏まえ、新たな「財政レジーム」へ入りつつある、と書いている。米国政府は現状、借り入れコストがかからなかったときには考えなくても済んでいた問題に直面している。

米国の大統領選挙が近づき、議会がねじれの状態で、財政状況の改善は見込めそうにない。どちらかと言えば、主に米国政府の支払利息の増加から財政赤字拡大が見込まれる。具体的な数字を当てはめると、アルパインマクロのアナリストの試算によれば、経済は完全雇用状態であったものの、米国の財政赤字は過去12カ月間に9000億ドル以上、GDPの3.4%相当急増した。

政府支出は9340億ドル急増したが、支出増加のペースはリセッション（景気後退）期やベトナム戦争期を除き突出している。州政府や地方政府の支出は4.2%増加した。州政府と地方政府合計で、政府支出は約7000億ドル急増し、過去1年の名目GDP増加額1兆5500億ドルのほぼ半分に相当することになる。リセッション予想がマーク・トウェインの死亡告知同様に時期尚早であるかもしれないが、だからと言って何の不思議があるのか。

他方、連邦政府の歳入はキャピタルゲイン税の徴収が減少していることを主因に8%、4090億ドル減少している。キャピタルゲイン税の減収が2022年の軟調な株式市場を反映しており、投資家は支出に慎重になることを考えると、経済を勢いづけることにはならない。

政府閉鎖より深刻な連邦債務増加

バンカメのイリゴエン氏は、米国の財政悪化を政府機関の閉鎖に象徴される議会の機能不全の兆候と見ている。学生ローンの効果を調整すると、財政赤字はGDPの7.5%とおおよそ倍増すると見込まれる。イリゴエン氏は、約2.5%ポイントが支払利息に相当し、全連邦政府歳入の15%を占めることになることになると試算する。

イリゴエン氏は、米国の財政赤字は完全雇用経済にしては単純に巨額に過ぎ、財政引き締めが必要であると続ける。もちろん、政府機関の閉鎖後には、選挙とねじれ議会がやって来る。米国債の支払利息が増加する一方で、支出の3分の2は必要的支出であり、人口の高齢化に伴い増加の一途をたどっている。

イリゴエン氏は、「極端な低金利環境下では、政府は特段の問題に直面しなかったため、環境が悪い時期に国債を発行して資金を調達し支出を増やし、環境が良くなっても債務を整理する必要もなかった」と書いている。言い換えれば、ディック・チェイニー氏の宣言はもはや通用しない。財政赤字は今や問題で、債務残高は米国経済の規模を上回り、米国政府はもはやただ同然で借り入れをすることができないのである。政府閉鎖に伴う空騒ぎよりはるかに深刻な問題だ。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

8. 生成AIの勝者はメタかもしれない

[ハイテク]

Meta Looks Like an AI Winner. But Enough With the Metaverse.

広告以外の収益源を創出へ

メタバース関連の発表への投資家の反応は後ろ向き



David Paul Morris/Bloomberg

社名をフェイスブックからメタ<META>に変更するという最高経営責任者（CEO）のマーク・ザッカーバーグ氏の判断は、米国の企業の歴史の中で最も評価に値しないアイデアの一つとして記憶されるだろう。「メタ」という言葉はメタバースに対するザッカーバーグのコミットメントを投資家に思い起こさせ、不愉快にさせるからだ。だが幸いにも、ザッカーバーグ氏は他にいくつかの有望な技術を持っている。

メタの先週の年次開発者会議Meta Connectの基調講演に登壇したザッカーバーグ氏は冒頭、複合現実（MR）ヘッドセットの新製品Quest 3

を紹介した。近く499ドルで販売されるQuest 3は、グラフィックスおよびサウンド性能を高めた素晴らしいアップグレード・バージョンだ。ところがQuest 3とメタの仮想現実（VR）プラットフォームでの新しい体験についてのザッカーバーグ氏の説明が進むにつれ、メタの株価は下落した。

続いてザッカーバーグ氏が紹介したのがRay-Ban（レイ・バン）ブランドのスマートグラスの新バージョンだ。デザインは素敵だが、筆者が屋外で着用するかどうかは分からない。ザッカーバーグ氏がこのスマートグラスを紹介し終えるまでにメタの株価は4%下落した。

生成AI関連の取り組みが新しいビジネスチャンスを開く

だが、ザッカーバーグ氏は基調講演の締めくくりにとっておきの情報を用意していた。その情報とは、生成人工知能（AI）ソフトウェアにおける一連の新しい取り組みに関するもので、メタのプラットフォームをより魅力的に、ゆくゆくはより収益性の高いものにする手段としてのAIについて、メタが創造的に考えていることを示す内容だった。

メタはFacebook（フェイスブック）とInstagram（インスタグラム）における広告およびコンテンツのターゲティング精度を引き上げるため、これまでかなりの期間にわたり中核事業でAIを活用してきた。また、メタはオープンソース型ソフトウェアライセンスモデルの下で誰でも利用可能なLlama 2を提供するなど、大規模言語モデルの主要な担い手の一社でもある。だが今回の一連の発表は、メタが今後数年にわたる消費者のAI体験を入念に想定し、新しいビジネスチャンスを開こうとしていることを示している。

そうした例の一つが、Emuと呼ばれる画像生成ソフトウェアツールだ。Emuは‘Expressive Media Universe’（表現力豊かなメディアユニバース）の頭字語であり、文書・画像処理ソフトウェア大手のアドビ<ADBE>のFirefly（ファイアフライ）やオープンAIのDALL-eソフトウェアといった画像生成ソ

ソフトウェアを試したことのある人にとってなじみやすいツールとなるはずだ。メタはEmuを自社のすべてのソーシャルメディアアプリに組み込む計画で、既にInstagramのMessenger（メッセンジャー）機能で利用可能となっており、ユーザーはEmuを使ってステッカーを作成できる。

ユーザーが画像を作成するだけではメタの収益につながらないが、Emuはプラットフォームの魅力を高める可能性があり、最終的には広告画像を臨機応変に生成するなど商業的な領域に適用できる。メタはInstagram上の画像を編集するためのAIツールも提供する。

■ 企業独自のチャットボットの作成および運営を支援

さらにザッカーバーグ氏は汎用チャットボットのMeta AIを発表した。基本的な機能はオープンAIのChat（チャット）GPT、グーグルのBard（バード）、マイクロソフト<MSFT>のBing Chat（ビング・チャット）と同じで、（少なくとも最初は）Messengerなどのアプリに組み込まれる。

Meta AIはグループチャットの最中に使用できる。つまり、ユーザーはアプリから離れることなくMeta AIを有用な情報リソースとして使用できる。（メタのライバルであるグーグルではなく）Bingと連携してインターネットにアクセスし、天気やニュースおよびスポーツに関する最新情報を提供するという独自の興味深い使い方もできる。

メタは他にも、有名人のパーソナリティを持つボットで構成されるチャットボットファミリー（当初は28種類）を立ち上げた。さらにメタは、企業がAI Studioと呼ばれるソフトウェアツールを使用して独自のチャットボット向けパーソナリティを作成できるプラットフォームも立ち上げようとしている。

ザッカーバーグ氏が基調講演を終えた後、エバーコアISIのアナリストであるマーク・マハニー氏は顧客向けレポートの中で、メタ株に対する前向きな見方を徐々に強めていると書いた。マハニー氏の目標価格は435ドルで、直近株価に対する上値余地は40%を超える。

マハニー氏は、メタが「過小評価されているAIの勝者である可能性は十分にある」と述べている。メタがプラットフォームにおけるユーザーエンゲージメントを向上させるだけでなく、さまざまな企業が独自のAIチャットボットを開発し、その利用者をメタの30億人超の「大規模なユーザー基盤にすぐに拡大できる」ようにするのは「ほぼ確実」と考えられるからだ。さらにマハニー氏は、さまざまな企業が開発するチャットボットによって、メタのメッセージングサービスに待ち望まれてきた収益化への扉が開かれる可能性があると考えている。

筆者は、メタがその生成AIテクノロジーをインターネット検索の新たな担い手にする可能性があると考えている。メタが追求すべきは、投資家をうんざりさせるメタバースへの旅ではなく、広告収入の増加である。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

9. ナスダック100指数は大人気だが、重大な欠陥がある

[ファンド]

The Nasdaq 100 Is Wildly Popular. It's Also Deeply Flawed.

構成銘柄がナスダック上場銘柄に限定されることを意味を考える

大人気のナスダック100指数



Michael Nagle/Bloomberg

投資家の多くが非合理的なパフォーマンスを追い求める人々であることを証明したいのなら、ナスダック100指数に連動するファンドが人気であることが明確な証拠で、それ以上の証拠を見つけるのは難しいだろう。

多くの株価指数は、市場全体を可能な限り広く捕捉できるように設計されているか、例えばテクノロジーなど狭く定義された特定の株式セクター、あるいはグロースやバリューといった株式ファクターを捉えるように設計されている。しかし、ナスダック100指数はそのどれにも当てはまらず、ナスダック証券取引所に上場して

いる非金融の時価総額上位100銘柄を対象としている。

運用総額1960億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>は、ナスダック100指数に連動するETFとしては最大で、米国で5番目に大きいETFだ。過去10年間で年率17.2%上昇、今年は年初来33.6%上昇と、素晴らしいパフォーマンスを見せており、今年の上昇は米半導体大手のエヌビディア<NVDA>のような人工知能（AI）に関連した銘柄の保有ウエートのおかげだ。その人気から、ナスダック関連ファンドが他にも数多く設定され、レバレッジ型もあればヘッジ型もある。例えば、急成長しているJPモルガン・ナスダック・エクイティ・プレミアム・インカムETF<JEPQ>はオプションを利用し、2022年5月の設定以降、運用資産は既に55億ドルに達した。

ナスダック100指数の欠陥

モーニングスターのリサーチアナリストであるライアン・ジャクソン氏は、「ナスダック100指数の構築方法にはかなり当惑させられる欠陥がある」と言う。ジャクソン氏は6月、「より良い指数連動型ETFを選択する」と題する記事を発表し、投資家はインベスコQQQトラスト・シリーズ1の代わりに、バンガード・グロースETF<VUG>やiシェアーズ・コアS&P米国グロースETF<IUSG>といった伝統的なグロース・インデックス・ファンドを購入すべきだと推奨した。そしてセクターを重視するなら、テクノロジー・セレクト・セクターSPDR<XLK>やバンガード情報技術ETF<VGT>のような純粋なハイテク・ファンドを購入すべきだと主張した。

ジャクソン氏が指摘するナスダック100指数の最大の問題点は、特定の取引所で取引されている100銘柄だけに限定されていることだ。ジャクソン氏は、「株価指数に対する合理的な投資基準について考えるなら、できるだけ多くの投資機会が得られ、明白でない理由で投資機会が制約されていないことを確認したいだろう」と言う。

The Largest Nasdaq 100-Linked Funds

A lot of money is tracking this hot benchmark.

Fund / Ticker	Morningstar Category	Assets (bil)	YTD Return	3-Yr Return	10-Yr Return	Expense Ratio
Invesco QQQ / QQQ	Large Growth	\$198.3	35.0%	10.2%	17.4%	0.20%
ProShares UltraPro QQQ / TQQQ	Trading—Leveraged Equity	16.6	108.8	5.3	34.5	0.86
Invesco Nasdaq 100 / QQQM	Large Growth	14.2	35.1	N/A	N/A	0.15
JPMorgan Nasdaq Equity Premium Income / JEPQ	Derivative Income	5.4	23.6	N/A	N/A	0.35
Victory Nasdaq-100 Index / UANQX	Large Growth	4.9	34.5	9.6	N/A	0.70
ProShares UltraPro Short QQQ / SQQQ	Trading—Inverse Equity	4.7	-60.7	-45	-51.8	0.95
ProShares Ultra QQQ / QLD	Trading—Leveraged Equity	4.7	69.3	10.5	28.2	0.95
Rydex Nasdaq-100 / RYOCX	Large Growth	1.5	34.1	9.0	16.1	1.28
Shelton Nasdaq-100 Index / NASDX	Large Growth	1.3	34.9	10.1	16.9	0.50
ProShares Short QQQ / PSQ	Trading—Inverse Equity	1.0	-23.4	-12.6	-17.8	0.95

Note: Returns through Sept. 22; three-year and 10-year returns are annualized. N/A=not applicable
Source: Morningstar

ナスダック100指数の構成には、明白ではない選定理由がある。ナスダックに上場するためには、企業はナスダックに上場手数料と継続的な年間手数料を支払わなければならない。そのような支払いがなければ、企業はベンチマークから除外され、その銘柄はナスダック指数連動型ETFからの投資を得られない。ジャクソン氏は、「これは証券取引所であるナスダックが、指数プロバイダーであるナスダックを助けているにすぎない。株価指数設計の目的はナスダック証券取引所の認知度を高めることだったはずだ」と言う。

ナスダックのジェニファー・ローソン氏は、電子メールで次のように回答している。「ナスダック100指数は他の株価指数と比較して比類のないパフォーマンス実績を持っており、主要な米国大型グロース株ベンチマークと比較した場合、一貫して大幅にアウトパフォームしている。2007年末から2023年6月30日までの間、ナスダック100指数は750%上昇したのに対して、ラッセル1000グロース指数は463%の上昇だ」。インベスコは本誌への回答で同様のパフォーマンス・データを引用している。

しかし、約5兆ドルの指数連動型商品を運用するバンガードの株式インデックス運用グループのグローバル・ヘッドであるロドニー・コメジス氏は、過去のパフォーマンスが投資家のベンチマークを選ぶ主な理由であってはならないと言う。コメジス氏は、「投資家にはパフォーマンス追求を理由にインデックスファンドを選んでもらいたくない。インデックスファンドを選ぶには、明確な投資理由が欲しい」と言う。歴史的に、過去にアウトパフォームした銘柄は将来アンダーパフォームする傾向があり、これは「平均回帰」として知られる概念だ。

モーニングスターは、インベスコQQQトラスト・シリーズ1を大型グロース株インデックスファンドに分類しているが、顧客管理ソフトウェア大手セールスフォース<CRM>、クレジットカード大手のビザ<V>やマスターカード<MA>など、バンガード・グロースETFやiシェアーズ・コアS&P米国グロースETFでグロース株として適格とされる主要企業は、ナスダックに上場していないためインベスコQQQトラスト・シリーズ1から除外されている。同じ理由で、テクノロジー・セレクト・セクターS

PDRやバンガード情報技術ETFなどの純粋なハイテク・ファンドが組み入れている法人向けソフトウェア大手のオラクル<ORCL>も、セールスフォースと同様に除外されている。ジャクソン氏が推奨する四つのオルタナティブETFは年間手数料も、インベスコQQQトラスト・シリーズ1の手数料0.20%より低い。

ローソン氏はナスダックの上場手数料についてはコメントしていないが、ベンチマークにナスダック非上場株が含まれていないことについては、「株価指数や投資ストラテジーが大型グロース株として分類されるからといって、すべての大型グロース企業を含める必要はない」と述べている。

利害関係のない独立した明確な基準が求められる

人気のある株価指数でも、他では、ベンチマークに組み入れるために取引所上場手数料を徴収するようなことはしていない。その代わり、純粋に定量的な銘柄選択基準を適用するか、自社の他の事業と利害関係のない独立した関係にあるものを用いる。例えば、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスでは、投資委員会がS&P500指数の銘柄を選定するが、同委員会は指数に採用するために上場手数料を要求しない。

さらに、S&Pのファクター・インデックスであるS&P900グロース指数は、売上高と利益の成長率が平均より高い大企業に投資するもので、iシェアーズ・コアS&P米国グロースETFがベンチマークとしている。

S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスの米国株式部門責任者であるヘイミッシュ・プレストン氏は、「S&Pの指数委員会は、指数の手法を維持し、一般に公開されている文書に従って指数のリバランスを行う。社内では、自分のような商業目的のメンバーと、指数委員会のメンバーとは明確に分かれ独立している」と言う。同様に、バンガードはETFのベンチマークを選択する際、その設計者が合理的な投資目的を持ち、その構築にあたって利害関係のない独立した関係にあることに注意を払っている。

By Lewis Braham
(Source: Dow Jones)

10. 先週の出来事と今週の予定

[経済関連スケジュール]

EVs Are Setting Records. But There's a Wake-Up Call in the Data
EV販売台数は過去最高。しかしデータは警鐘を鳴らしている

米国の電気自動車（EV）の販売台数は過去最高を記録している。9月24日の週、自動車関連サービス企業コックス・オートモーティブは予想を更新し、米国における今年の新車販売台数を約1540万台と、2022年の1420万台から増加するものの、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）前の約1700万台には及ばないとしている。EVの今年第3四半期の販売台数は約30万台、前年同期比48%増となり、新車販売台数に占める割合も過去最高の8%となる見通しだ。

だがEVの良いニュースはここまでだ。EVディーラーの在庫は需要の97日分なのに対し、内燃エンジン車の在庫は57日分と、EVが過剰に生産されていることを示している。フォード・モーター<F>の

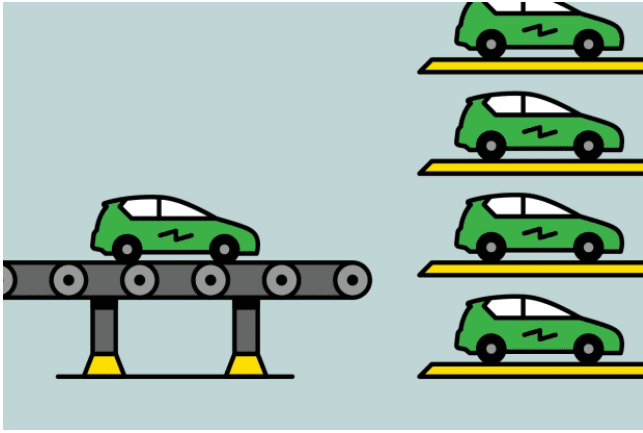


Illustration by Elias Stein

米国における年初から8月までのEV販売台数は前年同期比6%増だが、EV大手テスラ<TSLA>では上半期に同30%増加した。フォードのEVの成長については生産の遅れが理由の一つだが、EVの需要も課題である。

コックスは、第3四半期にはEVがカリフォルニア州における全新車販売の23%を占めると予想しているが、フォードとゼネラル・モーターズ<GM>の本拠地であるミシガン州とオハイオ州での割合は3%だ。両州には多くの組立工場が立地し多くの従業員がいるが、地元住民はEV

の購入を急いでいない。寒冷な気候では、EVの航続距離が20~25%短くなる可能性があるというのが理由の一つだ。充電中に車内を暖めることが、解決策として挙げられる。

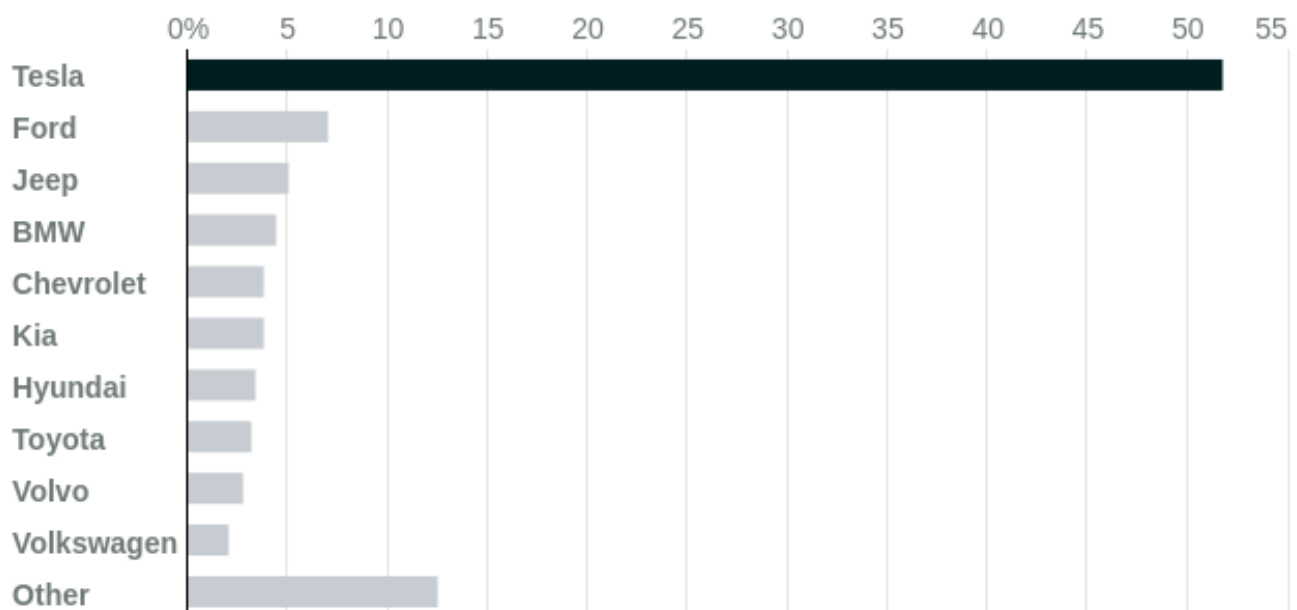
フォードやGMはそのことを消費者に説明すべきだ。さらに、より多くのインセンティブや家庭用の充電装置を提供することも売上増に貢献する。その方が良いだろう。EV業界は、新モデルが出れば何でも売れる初期導入段階を過ぎている。現在は、賢明なマーケティングとインセンティブが重要となっている。

先週の出来事

Chasing Elon

The competition in electric vehicles is heating up, despite Tesla's big share lead.

U.S. Market Share 2022



株式市場

米10年物国債利回りは上昇し、株価は下落して9月を終え、原油価格は上昇し、議会は政府機関閉鎖の

方向に進みつつある。週間では、ダウ工業株30種平均は1.34%下落、S&P500指数は0.74%下落、ナスダック総合指数は0.06%上昇した。S&P500指数は第3四半期に3.65%下落したが、四半期で下落したのは年初来初めてとなる。

企業動向

ハリウッドの脚本家らは5カ月近くにわたるストライキを経て、スタジオ側と暫定合意に達した。フォード・モーターは、中国の電池技術を利用する予定だった35億ドル規模のEV用電池工場の建設を中止した。全米自動車労働組合（UAW）は、フォードとGMに対するストライキを拡大した。米連邦取引委員会（FTC）と17州の司法長官は、アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞を「独占的地位を維持するために反競争的で不公平な戦略を連動させた」として訴えた。ニューヨーク州判事は、トランプ前大統領が不正に資産価値を水増ししていたとの判決を下した。チャイナ・エバーグランデ・グループ（中国恒大集団）＜3333.香港＞の株式は、創業者が警察の監視下に置かれたことを受け、香港市場での取引が停止された。

M&A（合併・買収）等

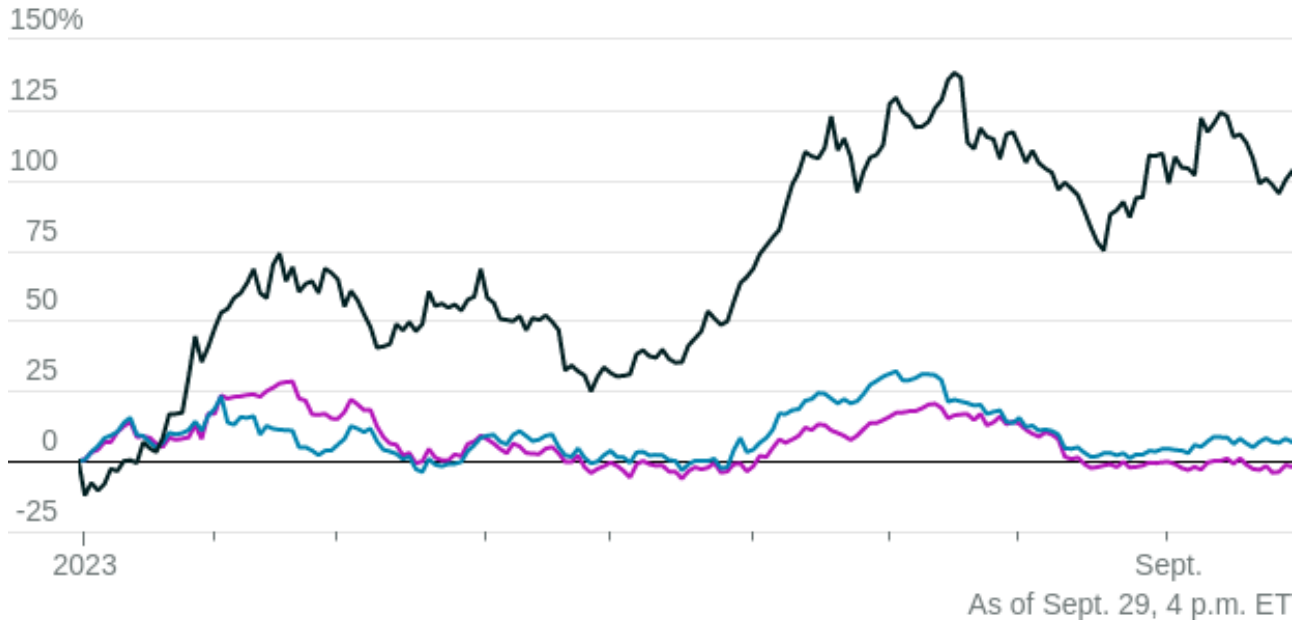
アマゾンは人工知能（AI）スタートアップ企業アンスロピックに12億5000万ドル出資したが、最大で40億ドルを出資する可能性がある。ウェルズ・ファーゴ＜WFC＞は、資産運用会社センタブリッジ・パートナーズと、中堅企業向け融資を目的とした50億ドルのプライベート・クレジット・ファンドで提携することに合意した。アブダビの政府系ファンドとカナダの年金基金ブリティッシュ・コロンビア・インベストメント・マネジメントがエクイティ・コミットメント（出資枠）について、すでに合意している。食品宅配サービスのスタートアップ企業ワンダー・グループは、ミールキット会社のブルー・エプロン＜APRN＞を1億0300万ドルで買収すると発表した。

今週の予定

The Uphill Climb

EV sales are setting records, but cars are not moving off the lots fast enough.

■ Tesla Inc. ■ Ford Motor ■ General Motors



10月2日（月）

・米サプライ管理協会（ISM）が9月の製造業購買担当者景況指数（PMI）を発表。コンセンサス予想は48で8月から若干上昇。続いて4日にはサービス業PMIを発表する。予想は53.5と8月から1ポイント低下。

10月3日（火）

・米労働省労働統計局（BLS）が8月の雇用動態調査（JOLTS）を発表。エコノミスト予想では8月最終営業日時点の求人件数は880万件で、7月とほぼ変わらず。求人件数は2022年3月に記録した過去最高のピークから27%減少しているが、依然として過去の平均を上回っている。米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は、「求人と労働者のギャップは縮まってきたが、労働力需要は依然として供給を上回っている」と述べている。

10月6日（金）

・BLSが9月の雇用統計を発表。コンセンサス予想は、非農業部門就業者数が前月比15万5000人増加し、失業率は3.8%から3.7%に若干低下。雇用の伸びは過去2年間の猛烈なペースからここ最近鈍化している。8月まで3カ月間の月間平均は約15万件の増加だったのに対し、2023年5月までの2年間の月平均は43万8000件の増加だった。

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』 2023/10/01
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