

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/11/12

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIIJI PRESS



DOW JONES

1. クリーンエネルギー銘柄の低迷。次の動きは - Clean-Energy Stocks Have Collapsed. What's Next. [カバーストーリー] P.1
年初来で3分の1の下落。反発の可能性がある銘柄は
2. 低迷するシティの株価、構造改革で反転するか - Citi Is in the Doghouse. How It Could Break Out. [フィーチャー] P.5
株主は高配当と値上がり益の両取りを狙う
3. 自動運転への新たな道を進むモビルアイ - Mobileye Is Navigating a New Path to Self-Driving [自動車] P.7
完全自動運転ではなく段階的進化によって市場の裾野を拡大
4. 感情的な買い物で恩恵を受ける小売銘柄 - Shopping Is Emotional. This Pro Explains Which Retailers Get It. [インタビュー] P.10
BMOキャピタル・マーケッツのシーゲル氏に聞く
5. 金利の低下で株式市場は急上昇したが、それに安住すべきではない - Stocks Rose Sharply as Treasury Yields Fell. Don't Get Used to It. [米国株式市場] P.13
財政赤字と国債入札の動向が市場に大きく影響する
6. 企業利益は下げ止まり。景気後退の可能性は高まる - The Earnings Recession Is Over. The Economic Recession Is Coming Soon. [経済政策] P.15
リセッションが起きる時期の予想は難しいが、その可能性は高まっている
7. 原油価格の低下に惑わされることなかれ。やがて上昇する。 - Don't Be Lulled by Oil's Drop. Higher Prices Are Coming. [経済政策] P.18
原油価格はイスラエル・ハマス紛争の影響受けず、だが2024年の価格は上昇基調
8. 大統領選の年に株価はさえない - Presidential Election Years Are Bad for Stocks. Don't Blame Trump or Biden. [コラム] P.20
選挙年のS&P500指数、リターンは低い傾向
9. S&P500指数をアウトパフォームし続けるファンドの秘密 - This Fund Keeps Beating the S&P 500 Year After Year [ファンド] P.22
ポートフォリオ・マネジャーが明かす戦略
10. 先週の出来事と今週の予定 - How D.R. Horton Beat the Housing Bust [経済関連スケジュール] P.25
D.R.ホートンはいかにして住宅販売低迷に打ち勝ったか

※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. クリーンエネルギー銘柄の低迷。次の動きは
Clean-Energy Stocks Have Collapsed. What's Next.
年初来で3分の1の下落。反発の可能性がある銘柄は

[カバーストーリー]

金利上昇や中国企業との競争が打撃に



ILLUSTRATION BY BEN DENZER

クリーンエネルギー関連銘柄はここ数年で最悪の低迷に苦しんでいる。その結果、業界の時価総額は何百億ドルも減少しており、米国の環境目標の達成も危うい。

ゼネラル・モーターズ<GM>やフォード・モーター<F>などの大手自動車メーカーは電気自動車（EV）の発売計画を延期し、洋上風力発電会社もプロジェクトを中止や延期としている。住宅所有者向けの太陽光パネルの売り上げは減少しつつある。業界にとって最も重大な課題は金利上昇だが、サプライチェーン（供給

網）の問題、不十分な送配電インフラ、中国企業との競争も打撃となっている。

グリーンエネルギー関連銘柄のベンチマークである上場投資信託（ETF）、インベスコ・ワイルダーヒル・クリーン・エナジーETF<PBW>を構成する77銘柄のうち76銘柄の株価は過去3カ月で下落した（上昇した1銘柄は非常に小規模なヒューズ製造会社だ）。ETF自体も年初来で32%下落している（S&P500指数は14%上昇）。

ほとんどの銘柄は下落が続く見込みだ。太陽光・風力発電関連会社は過剰在庫を抱えており、金利の高止まりにも直面している。業績が回復するのは数四半期後だろう。クリーン水素などの新たな技術が黒字化するのには数年先だ。一部のクリーンエネルギー銘柄は回復が見込まれるが、そうした銘柄にも注意が必要だ。

財務的な影響以外にも、グリーンエネルギー銘柄の苦戦は環境にとって大きな意味を持つ。国際環境シンクタンクのクライメイト・アクション・トラッカーは、「さらなる抜本的な排出量削減措置」を取らなければ、米国が2030年までに炭素排出量を2005年の約半分に削減するという目標を達成できないだろうと指摘した。

バイデン大統領が掲げる政策アジェンダの重要な柱である米国のエネルギー移行も脅かされている。バイデン政権は2035年までに発電による炭素排出量をゼロとすることを目指しているが、それには新エネルギーインフラを超高速で導入しなければならない。昨年のインフレ抑制法ではグリーンエネルギーのために3690億ドル以上の予算が確保されたが、政府の投資が実するためには、それを何兆ドルも上回る資金を企業が支出する必要がある。

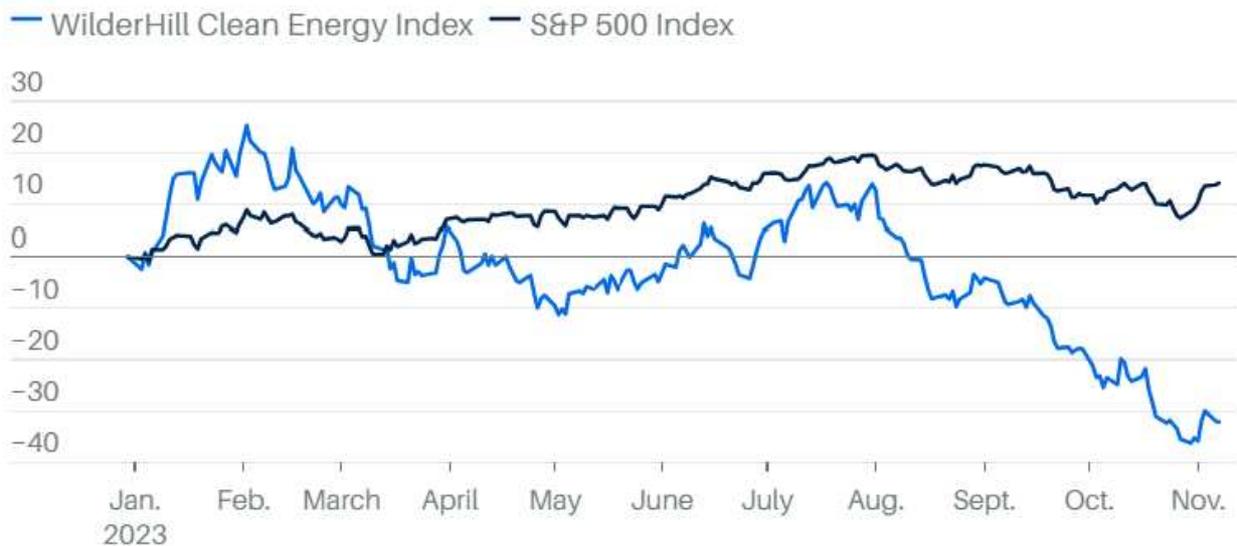
業界の後退は深刻ではあるが、エネルギー移行が止まることはないだろう。以前とは異なり、再生可能エネルギーへの移行には強力な勢いがある。米国のほとんどの電力会社は脱炭素化に進んでおり、後戻りすれば往々にしてペナルティーに直面する。技術的な進歩によって、再生可能エネルギーは多

くの州で政府の支援がなくても化石燃料並みのコスト競争力を持つようになった。また、産業用バッテリーのおかげで、晴天時以外や無風時の発電という長年の課題も解決しつつある。

プライベートエクイティが投資の中心

Green Stocks Go Red

An index tracking clean-energy companies has fared much worse than the broader market this year.



Source: Bloomberg

プライベートエクイティもエネルギー移行を大きく後押ししている。EVを除くと、クリーンエネルギーへの投資の大部分はプライベート市場で行われている。S&Pグローバル・コモディティ・インサイツによると、2022年8月から2023年8月にかけて、プライベートエクイティは米国の再生可能エネルギーとエネルギー貯蔵に関する新規プロジェクトに1080億ドルを投資した。これは北米で上場している公益電力会社と独立系発電会社による投資をすべて合計した金額よりも大きい。

プライベートエクイティ投資家は長期間にわたって保有を続けるため、日々の価格変動にあまり反応しない。世界最大のクリーンエネルギー関連プライベートファンド運用会社の一つであるコペンハーゲン・インフラストラクチャー・パートナーズは、最新のファンドの運用資産の3分の1を再生可能エネルギー業界で最も苦戦している洋上風力発電セクターに投資する予定であるにもかかわらず、来年までに同ファンドで120億ユーロ（129億ドル）を調達する見込みだ。

プライベートファンドに投資できない投資家には少数の上場株しか残されていないが、選択肢はある。最も回復が速そうなのは大手クリーンエネルギー発電会社だ。AES<AES>やネクステラ・エナジー<NEE>などの公益電力会社は、長期の電力供給契約を締結しているため、泥沼から最初に抜け出す可能性がある。

クリーンエネルギー関連銘柄にとって、逆風となっている要因は多い。まずは金利の高さだ。太陽光・風力発電所やEV工場は、初期投資を回収するのに何十年もかかる。社債の金利は過去2年間で2倍

に上昇（Baa格で3.2%から6.4%）しており、新規融資を受けるにはタイミングが悪い。投資会社アルテミス・エナジー・パートナーズのボビー・チューダー最高経営責任者（CEO）は「クリーンエネルギー業界の収益性は低金利に依存していた」と語る。

屋上用の太陽光発電システムの販売会社は、金利が上昇すると製品を売りづらい。住宅所有者は、金利が上昇すると、大がかりなリフォームに手を出さなくなる。インフレ抑制法では、太陽光発電システムの価値の30%に相当する税額控除を定めているが、それでも顧客の懸念を解消することはできていない。

太陽光発電の導入が最も進んでいるカリフォルニア州では、新規則によって、電力会社が太陽光発電による余剰電力を買い取る料金が引き下げられ、太陽光パネルの需要が減少している。住宅用太陽光発電システムを手掛けるサンラン<RUN>、サンノバ・エナジー・インターナショナル<NOVA>、サンパワー<SPWR>などは大きな打撃を受けている。サンランは今年、「太陽光発電セクターの厳しい状況」を理由に成長見通しを下方修正した。

住宅用太陽光発電システムメーカーは、欧州でも頭痛の種を抱えている。ウクライナ戦争によって化石燃料が割高になった結果、屋上の太陽光パネルの設置は急増した。しかし、中国製の安価な太陽光パネルが市場にあふれたことで、需要の伸びは鈍化しつつある。中間業者である販売会社には過剰な在庫が積み上がっている。

その結果、サプライチェーンがまひし、エンフェーズ・エナジー<ENPH>やソーラーエッジ・テクノロジー<SEDG>といった、ここ数年で特に良いパフォーマンスを上げていた太陽光発電機器メーカーの株価が急落している。エンフェーズは第4四半期の売上高がアナリスト予想を40%下回ると予想しており、2024年も業績低迷が続くと警告した。

公益電力会社規模の太陽光発電（広い敷地に太陽光パネルを設置し、発電所に送電する事業）は若干ましな状況にある。公益電力会社は金利の影響を受けやすいが、増加したコストを消費者に転嫁できる。さらに、電力会社は太陽光発電モジュールを速いペースで設置している。エネルギーコンサルタント会社ウッド・マッケンジーによると、今年の米国における公益電力会社規模の太陽光発電設備の導入は去年の約2倍となる見込みだ。

公益電力会社規模の関連業界では、太陽光発電モジュールメーカーのファースト・ソーラー<FSLR>が最も卓越した企業であり、クリーンエネルギー法案による恩恵を最も受けている。ファースト・ソーラーは今後数年間の受注を確保しているが、来年から始まる関税に関する決定によっては、引き続き中国との競争にさらされることになる。株価は過去3カ月で25%下落しており、関税政策が明確になるまで不安定な値動きが続く可能性がある。

最も逆風を乗り切れそうなのは大手公益電力会社

陸上風力発電は、米国最大の再生可能エネルギー電力の供給源だが、さらに困難な状況にある。不安定な税制優遇、送配電の承認の遅さ、インフレなどの問題により、過去2年間の導入状況は2020年のピークを下回っている。クリーンエネルギー法案ではより信頼性の高い補助金が定められているが、業界がいつになったら再び軌道に乗るかは不透明だ。

Searching for the Bottom

AES and NextEra have taken smaller hits than others and could rebound sooner, thanks to strong long-term contracts.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	Market Value (billion)	2024E EPS	2024E P/E	Industry
AES / AES	\$16.14	-44%	\$10.8	\$1.89	8.5	Renewable-focused utility
NextEra Energy / NEE	58.46	-30%	118.3	3.39	17.2	Renewable-focused utility
Orsted / DNNGY	13.17	-56%	16.6	1.04	12.7	Offshore wind
SolarEdge Technologies / SEDG	73.17	-74%	4.2	0.76	96.3	Solar equipment
Sunrun / RUN	10.69	-55%	2.3	-1.12	N/A	Solar development

Note: E=estimate, N/A=not applicable

Source: Bloomberg

洋上風力発電は最も厳しい状況にあるといえるかもしれない。この業界は米国で立ち上がったばかりだが、バイデン政権は大きな期待を抱いている。バイデン大統領は、洋上風力発電こそ人口密集地域の送配電網を脱炭素化するためのカギとなるテクノロジーであるとほめそやし、2030年までに1000万世帯に電力を供給できる30ギガワットの発電設備を導入するという目標を発表した。しかし、すでに複数のプロジェクトがコスト増により延期や中止となっている。最近では、洋上風力発電業界のリーダーであるデンマークの電力会社オーステッド<DNNGY>が、約100万世帯分の電力を供給するはずだったニュージャージー州の2件のプロジェクトから撤退を決めた。

S&Pグローバル・コモディティ・インサイトは、2030年の洋上風力発電設備の予想を昨年の22ギガワットから12ギガワットに引き下げた。バイデン政権の高官は、業界は「マクロ経済環境の逆風」に直面しているが、バイデン大統領の予想では2030年までに30ギガワットの目標を達成できる見込みだと述べた。

このような逆風に耐えられそうな数少ない企業の一例としては、長年にわたって再生可能エネルギーに投資し、苦しい時期でも豊富な資金によって業績を下支えすることができる大手公益電力会社が挙げられる。その好例がネクステラだ。ネクステラの事業はフロリダ州の公益電力部門と再生可能エネルギー部門に分かれている。公益電力部門では、ほとんどの電力を化石燃料によって発電しており、リターンが安定している。投資家はクリーンエネルギー部門にあまり確信を持っていないが、この部門では米国最大の再生可能エネルギー開発事業を営んでいる。

9月、ネクステラの再生可能エネルギー発電プロジェクトの一部持ち分を所有する関連会社が、金利上昇が成長見通しを損なっていると投資家に警告したことで、ネクステラの株価は下落した。しかし、ネクステラの経営陣は、直近の決算説明会で成長計画のための資金は豊富だと述べた。これには、インフレ抑制法によって認められた新規プログラムを通じて、税額控除枠を売却することによる収入が含まれる。業績の底堅さを示すように、ネクステラは直近四半期の契約額が過去最高を記録したと発表し、2026年までの利益ガイダンスを据え置いた。

ネクステラは長期契約を通じて電力を販売しており、目先の圧力による影響を受けない。アナリストは他のグリーン関連銘柄の業績予想を引き下げているにもかかわらず、ネクステラの2024年業績予想

は引き上げた。ネクステラの株価収益率（PER）は、従来は市場に対して50%のプレミアムとなっていたが、現在は市場並みである。モルガン・スタンレーのアナリストであるデイブ・アルカロ氏は、現在の株価が「非常に魅力的な買い場を提供している」と述べ、株価が直近の59ドルから79ドルへ上昇する可能性があると考えている。

バージニア州の公益電力会社であるAESも全米で大規模な再生可能エネルギー発電プロジェクトを手掛ける。株価は年初来で42%下落しているが、成長見通しは健在だ。アナリストは今年、2024年の業績予想を2%しか引き下げていない。さらに、2025年までの増益率ガイダンスは7~9%に据え置かれた。AESは、積極的な気候関連政策を取るニューヨーク州において、再生可能エネルギー発電設備の最大の所有者兼運営事業者であり、10月に1.2ギガワットの新規契約を締結したばかりだ。アルカロ氏は、株価が直近の16ドルから26ドルに上昇する可能性があると考えている。

クリーンエネルギー関連銘柄が再浮上するのに手品は必要ない。金利が低下し、サプライチェーンが改善するだけでも大きな効果があるだろう。これらが2024年に同時に実現すれば、クリーンエネルギー関連銘柄は再び好調となる可能性がある。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

2. 低迷するシティの株価、構造改革で反転するか

[フィーチャー]

Citi Is in the Doghouse. How It Could Break Out.

株主は高配当と値上がり益の両取りを狙う

ライバルに差をつけられているシティ



LAUREN JUSTICE/BLOOMBERG

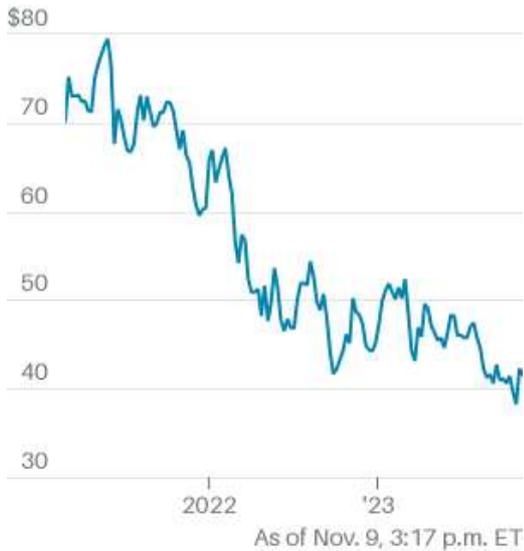
経営の立て直しに賭けて、株式投資で利益を上げるには忍耐が必要だ。大手銀行のシティグループ<C>の投資家は、それを良く知っている。米国内第3位の規模を誇るシティは、株価、収益性、その他の経営指標において、JPモルガン・チェース<JPM>やバンク・オブ・アメリカ<BAC>といったライバルに後れを取っている。応急措置は期待できないが、シティの株価は15年来の安値近くで取引されており、株価は1株当たり有形純資産の半分だ。シティに投資して5%の利回りを得つつ株価の回復を待つのは悪いアイデアはない。

人員削減や組織再編で収益構造の改革に取り組む

2021年3月に最高経営責任者（CEO）に就任したジェーン・フレイザー氏の下、シティはコスト削減を加速させ、スリム化した銀行として投資家を引き付けると決意したようだ。CNBCの報道によると、シティは24万人いる従業員の10%を解雇する可能性があるという。シティの広報担当者は、この数字についてのコメントは避けたが、人員削減することは認めた。

Citigroup

(C / NYSE)



Source: FactSet

人員を削減すれば、収益性の大きな足かせとなっている肥大化したコスト構造にメスを入れることができる。従業員一人当たりの利益を2大ライバル銀行と比べると、シティの5万6000ドルに対し、JPモルガンは16万5000ドル、またバンク・オブ・アメリカでは14万3000ドルと、その差は歴然だ。また、収益に対する非金利費用の割合を示す比率は、シティの68%に対しJPモルガンとバンク・オブ・アメリカではそれぞれ52%と64%であり、ライバル行の経営効率の良さを示唆している。

フレイザー氏の就任以来、株価は40%下落しており、株価回復に向けてシティは人員削減以外にも構造改革を約束している。シティは2021年以来、世界的に事業規模を縮小しており、2023年末までに9カ国で個人向け銀行業務から完全に撤退しようとしている。9月に発表された組織再編計画の一環として、マネジメント層の見直しも行われている。

る。

シティはまた、投資家を取り込むため報告ラインを簡素化し好調なサービス事業をはじめ主要部門の透明性を高める計画だ。シティの最高財務責任者（CFO）、マーク・メイソン氏は、「透明性は投資家にとって非常に重要だ」と本誌のインタビューで語った。

投資家が本当に求めているのは収益性の向上だ。シティの有形自己資本利益率は7.7%にすぎず、バンク・オブ・アメリカやウェルズ・ファーゴ<WFC>といった同業他社の11%を大きく下回っている。シティは今後3～5年以内に有形自己資本利益率を他行レベルまで改善すると述べている。

■ 取り組みに対する市場の反応

こうした計画が実を結ぶのかどうか、投資家は懐疑的であるがそれも無理はない。フレイザー氏は、2008～2009年の金融危機以降で3人目のシティのCEOである。前任の2人も戦略の見直しと収益性向上を約束したが、過去15年間シティの株価はほとんど上昇してない。同期間にJPモルガンの株価は4倍、他の銀行の株価も2桁台の上昇を記録している。

一方で、再生への取り組みが加速すれば、現在42ドル前後の株価が上昇する可能性があると考えている投資家もいる。資産運用会社グリーンヘブン・アソシエイツの会長であるエドガー・ワチェンハイム氏は、収益力の高いキャッシュ・マネジメント部門が利益の35～40%を占めていると指摘する。資本力がありキャッシュ・マネジメントで成功している銀行の株価が1株当たり有形純資産の半分となっている状態は、「めったにないチャンス」だと本誌宛てのメールで述べた。ワチェンハイム氏はシティの株価が今後数年で100ドルに達する可能性があると考えており、「シティは世間一般で思われているよりもずっと良い銀行だ」と評価している。

オープンハイマーのアナリスト、クリス・コトウスキー氏も株価は1株当たり有形純資産まで上昇する

と予想しており、株価は82ドルの価値があると見ている。コトウスキー氏は「バリュースタイルの投資は人気がないが、シティは割安感が際立っているディープバリュー株だ」と話す。

株主は高配当と値上がり益の両取りを狙う

シティはライバルに大きく後れを取っており、追い付くにはまだ何年もかかるかもしれない。しかし、配当利回りの5%はキャッシュフローで十分にカバーできているようだ。5%といえばマネー・マーケット・ファンド（MMF）や短期米国債で得られる利回りとはほぼ同じだ。もちろん、MMFや米国債はシティの株式より低リスクだが、シティの株式は忍耐が最終的に報われればより大きな利益をもたらしてくれる。

By Carleton English
(Source: Dow Jones)

3. 自動運転への新たな道を進むモビルアイ Mobileye Is Navigating a New Path to Self-Driving 完全自動運転ではなく段階的進化によって市場の裾野を拡大

[自動車]

完全自動運転の試みは停滞



PHOTOGRAPH BY YAAKOV ISRAEL

自動運転車の歴史を振り返ると、期待外れの連続だった。電気自動車（EV）大手のテスラ〈TSLA〉の最高経営責任者（CEO）であるイーロン・マスク氏は2014年から完全自動運転車の実現を約束してきたが、この技術は依然として実験段階にある。

今年初め、米国運輸省道路交通安全局（NHTSA）はテスラの「完全自動運転」ソフトウェアの試用版に安全性上の懸念があることを理由に、36万台以上の自動車をリコールするようテスラに命じた。

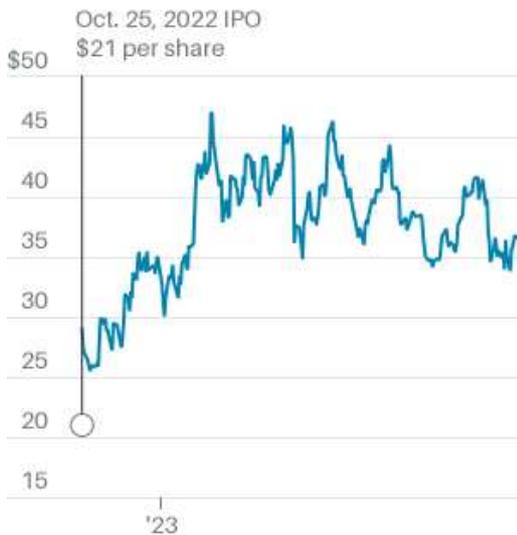
10月には、安全に関する事故が相次いだことを受けて、カリフォルニア州がゼネラル・モーターズ〈GM〉の自動運転タクシー（ロボタクシー）開発部門であるGMクルーズの州内での運行許可を取り消した。さらにGMクルーズは先週、自社のロボタクシーがサンフランシスコで他の車をはねた歩行者をひく事故が起きたことを受けて、全てのロボタクシーをリコール（回収・無償修理）すると発表した。

だが、完全自動運転以外の領域では自動運転車の進化が続いている。そして、投資家が自動運転というテーマに、テスラやGMなどの自動車メーカーの株式を直接買うことなく投資する方法がある。

自動車向けフロントカメラ市場で75%のシェアを握る

Mobley Global

(MBLY / Nasdaq)



Source: FactSet

モービルアイ・グローバル<MBLY>はイスラエルのエルサレムに本拠を置く自動運転システム専門企業で、1999年に設立された。2014年に株式を公開した後、2017年にインテル<INTC>によって153億ドルで買収され、昨年末に公開価格21ドルで再び株式を上場した。現在の株価は公開価格を75%上回る37ドルだ。インテルが引き続き株式の過半数を所有している。

モービルアイの創業者でCEOを務めるアムノン・シャシュア氏の考えが正しければ、株価の勢いは続く可能性がある。シャシュア氏はテスラのマスク氏のように完全自動運転をすぐに追求するのではなく、ドライバーが運転席に座り続けつつ自動運転車をより安全なものにするという妥協点を見出しているからだ。

株価が割安でないことは確かだ。市場予想は2023年の売上高が約21億ドル、調整後1株当たり利益（EPS）が0.71ドルというもので、予想株価収益率（PER）は50倍、予想株価売上高倍率（PSR）は14倍だ。しかし、モービルアイの事業はアナリストが十分に理解していない形で変化しようとしている。

現在、モービルアイは自動車メーカー向けに安全性の向上に役立つシステム（主にフロントカメラと関連ソフトウェア）を製造している。このシステムは衝突回避、緊急自動ブレーキ、車線逸脱防止などのタスクを処理し、ドライバーを運転ミスから保護する。シャシュア氏の推定では、現在は新車の60~70%がフロントカメラを搭載しており、モービルアイはその市場で約75%のシェアを持つ。

新たに投入したADASシステムへの関心は高い

シャシュア氏が特に期待を寄せているのが、モービルアイの先進運転支援システム（ADAS）向けプラットフォームであるSuperVision（スーパービジョン）だ。このシステムは、中国の自動車メーカーである吉利汽車が生産する電気自動車Zeekr（ジーカー）に搭載されている。ポルシェ（PAH3.ドイツ）、スウェーデンのポールスター、ボルボとの間で今後3年間に発売する新型車に搭載する契約も締結済みで、世界の自動車メーカー10社と供給契約を交渉中だという。

シャシュア氏は、テスラやメルセデスなど一部の自動車メーカーが自動運転システムの社内開発を継続する可能性が高いことは認めているものの、他の多くの企業はより良い代替案としてのモービルアイに目を向けると考えている。シャシュア氏は、「こうしたハイエンドシステムの自社開発を継続できる自動車メーカーは非常に少ない。それ以外の自動車メーカーは自社のシステムが製品化までの時間、コスト、性能の面で最適化されていないことに気付くだろう」と言う。

シティのアナリスト、イタイ・ミヒャエリ氏は最近の顧客向けレポートで、クルーズの親会社であるGMが独自のUltraCruise（ウルトラクルーズ）プログラムからSuperVisionへの移行を検討している可能性がある」と述べ、その理由を「GMは、クルーズが最近直面している問題を解決するための時間を稼

ぎ、クルーズがロボタクシーに専念できるようにするため、代替案を検討せざるを得なくなるのではないかと説明している。ミヒャエリ氏はモービルアイの目標株価を72ドルとしている。

ADASの自動車1台当たりの売上高は2028年までに1万ドルに達する見込み

モービルアイのハードウェアの自動車1台当たりの売上高は現在54ドルだ。このハードウェアを搭載した車は緊急自動ブレーキ、車線逸脱警報、アダプティブクルーズコントロールなどの機能を提供可能なフロントカメラによるADASを提供する。シャシュア氏によると、高解像度の地図にアクセスするクラウド接続機能を追加することで1台当たりの売上高は約100ドルに倍増する。この機能により、例えば道路標識がなくても車線を維持できるようになる。

ところがSuperVisionがもたらす収益機会はさらに大きく、1台当たりの売上高は約1500ドルになるという。SuperVisionは、11台のカメラで構成されるネットワークとオンボードコンピューティング機能により、ドライバーが特定の状況でハンドルから手を放すことを可能にする。

シャシュア氏はSuperVision並みのADASを搭載した自動車の市場規模が2026年までに100万台に達するとみている。カウエンは2024年のSuperVisionの出荷台数を20万台と予想しており、これはモービルアイの2023年の目標の2倍に当たる。

モービルアイは低価格車向けにより安価な自動運転システムSuperVision Lite（スーパービジョン・ライト）も開発済みだ。自動車1台当たり7台のカメラを使用し、高速道路でのみ機能する。

さらにモービルアイは、1台当たりの売上高が3000ドルのADASシステムChauffeur（ショーフアー）を発売する計画だ。このシステムによりドライバーは高速道路で道路から目をそらすことが可能になる。モービルアイは既に中国の第一汽車集団およびポルスターと契約を結んでいる。

シャシュア氏によると、SuperVisionを使用すると、ドライバーは道路から目をそらしたり、ハンドルから手を離したりできるが、眠ることはできない。シャシュア氏が描くタイムラインによると、2026年には高速道路で「ドライバーが目をそらす」ことができるようになり、2028年までに幹線道路と都市部道路でもそれができるようになる。こうしたシステムのために消費者が負担する費用は1台当たり約1万ドルとなるが、それでも飛ぶように売れるとシャシュア氏は考えている。

その考えが正しければ、モービルアイの株価にも大きな弾みがつくだろう。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

4. 感情的な買い物で恩恵を受ける小売銘柄

[インタビュー]

Shopping Is Emotional. This Pro Explains Which Retailers Get It.

BMOキャピタル・マーケッツのシーゲル氏に聞く

今年のホリデーシーズンについて



PHOTOGRAPH BY VICTOR LLORENTE

誰もが食事を必要としているが、おしゃれな靴を必要とはしていない。BMOキャピタル・マーケッツのシニアアナリストであるシメオン・シーゲル氏は、人々の高級スニーカーなどに対する消費意欲に関心を持っている。シーゲル氏は、小売会社とブランド企業を15年間カバーしており、投資家やメディアから称賛されている。

シーゲル氏は、「私は、消費の感情的な特性に訴求するものは何にでも関心がある。企業が、欲求を必要性に転換できれば、人々に予定して

いた以上の消費を促すことになる。私はそのようなことに魅了されている」と語る。

ホリデーショッピング・シーズンでは往々にして買い過ぎがみられるが、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）がホリデーシーズンの様相を変えてしまった。インフレとコロナ後のコト消費への選好によって、消費者が買い物に使える資金は減っている可能性があるが、シーゲル氏は、これから迎える12月とそれ以降にも勝ち組の小売会社はいると主張し、「米国の消費者は常に買い過ぎて価値を求める。小売会社にとってそれは確実だ」と言う。

本誌は10月半ばにシーゲル氏にインタビューした。

本誌：今年のホリデーショッピング・シーズンを、投資家はどのように考えるべきか。

シーゲル氏：歴史的にみると、9月の新学期開始からブラックフライデー（感謝祭の翌日の金曜日。今年11月24日）の間は、小売会社がホリデーシーズン初期の消費をかき集めるために販促ゲームを仕掛ける時期だった。しかし2020年のわずか3カ月間で、小売会社が在庫不足によって販売価格を引き上げたために、力関係は消費者から小売会社とブランド各社に傾いた。それはコロナ禍の間中続き、2021年は小売会社にとって最高の年となった。

今や、振り子は元に戻った。ホリデーシーズン初期の買い物は戻ってきたが、それは消費総額を押し上げるのではなく、前倒ししているだけだ。人々は、ミクロのニュースや消費のための個人的な理由がなければマクロ経済動向に注目するが、現在は地政学的懸念やリセッションの懸念など恐ろしい状況だ。

Q：とはいえ、あなたの小売業界全体の見通しは暗くない。

A：小売業界が死に体で、われわれは2008年に戻ったという認識が見られるが、それは正しくない。売上高が増加する企業はまだあり、粗利益率も上昇している。

小売会社の経営は困難だ。企業は、合理的というよりも感情的な消費者の需要を予測する必要がある。素晴らしい企業は需要予測に最もたけた企業だ。コロナ禍では、小売会社は在庫問題を抱えていたため、それだけでは不十分だった。小売会社は、どの製品をいつ入手できるかが定かではなかった。企業が供給を予想できなければ、企業間の業績格差はほとんどないことになる。

今や、個別企業の能力が重要になる水準まで供給が回復している。需要を予測でき、顧客を最も理解している企業が再度勝ち組になるだろう。そうでない企業は、販促費をさらに費やすことになるだろう。

注目銘柄

Q：勝ち組になる公算の大きい企業は。

A：今年は、小売会社のTJX<TJX>が、消費者の間だけでなく販売するブランドにおいてもシェアを拡大している。ブランド企業は、自社のブランドエクイティを毀損（きそん）することなく、特定の製品を販売する必要があり、そうしたいと望んでいる。ブランド企業はTJXの店舗を通じて大量に商品をさばけることになり、それは、商品を値引いたり販促キャンペーンを展開したりする百貨店経由の販売より好ましい。投資家は、TJXの消費者の間でのシェア拡大を評価しているが、ベンダーにおけるシェアを拡大できる能力の方が重要だ。

Q：TJXの業績見通しは。

A：1株当たり利益（EPS）は、今期は3.75ドルへ約20%増加すると見込まれる。TJXは、小売りのエコシステムの本流であり、それが1桁半ばから後半の増収とそれ以上の利益成長の継続に貢献するだろう。

Q：スポーツ用品メーカーのナイキ<NKE>の業績低下の理由と、その回復の方法は。

A：われわれは2年前のレポートで、ナイキのように消費者直接取引（D2C）に移行した企業が、必ずしも売上高を増やせるわけではない、と主張した。誰もが中間業者排除というアイデアを好むが、そうすると中間業者を排除した企業自体が中間業者となり、中間業者が存在するのには理由があることを思い知らされることになる。

小売業界にとって、卸売会社との協力は戦略的に実行できれば最も強力なもので、ブランド価値を高められ、売り上げも増やせる。その過程で、われわれはオムニチャネルが電子商取引以上のものを意味することを忘れていた。ナイキはD2Cを放棄してはいないが、卸売業者との関係を再構築しているとみられる。

Q：それはナイキの業績にとって何を意味するのか。

A：われわれは2024年のナイキの売上高が4%増加して、EPSが3.70ドルへ15%増加すると予想している。ナイキが売上高を加速させられるという最善のシナリオでは、EPSは5ドルを上回る可能性がある。最近の株価は100ドルで、5ドル超のEPSに35倍の株価収益率（PER）を適用すると株価はほぼ2倍に上昇する可能性があるが、2025年度の弊社予想である4.22ドルに26倍を適用しても110ドルとなる。

Q：ファッションブランドのヴィクトリアズ・シークレット<VSCO>には、事業を正常化するチャンスがあるのか。

A：ヴィクトリアズ・シークレットは、その利益の割に巨大になり過ぎた。つまり、販売量を減らして

販売価格を引き上げられれば、利益は増加することになる。われわれは成長に固執しているが、利益成長にも注意を払うべきだ。小売企業の粗利益率が低くなり過ぎれば、販売量を犠牲にして販促費を抑えるか否かを決断する価値がある。ヴィクトリアズ・シークレットはブランド価値を毀損させたが状況を好転させ、再び利益を手にした。今や、それらの均衡点を探る必要がある。

粗利益率は改善したものの、40%台後半という同業他社の平均よりは低く、販売量を抑えて収益性を改善すれば株価のカタリストになるかもしれない。2024年のわれわれの予想EPSである2.89ドルに対するPERはわずか6倍だ。

Q：フィットネスセンター運営持ち株会社のプラネット・フィットネス<PLNT>は典型的な小売会社ではない。好感している理由は。

A：プラネット・フィットネスは、フィットネスクラブにおけるTJXのようなものだ。会員数は増加を続けて過去最高を更新している一方、利便性と価値を提供している。市場の飽和と経営陣の変更に關する懸念が理由で株価は約63ドルまで下落したが、それは魅力的な買い場だ。

プラネット・フィットネスはフィットネスクラブの開店を遅らせており、開店するか否かではなくいつ開店するかの問題である想定すると、今年のEPSは30%以上増加する可能性がある（本誌注：プラネット・フィットネスは11月7日の四半期決算報告書で、第3四半期に26店舗を開店し、今年は約150～160店舗を追加するとの予想を述べている）。来年の増益率は、長期ガイダンスである20%台前半から半ばの下限に近づく可能性がある。

2024年の増収率を約12%、税・利払い前利益（EBIT）マージンの上昇を想定すると、EPSは2.68ドルになるとみている。過去平均のPERは38倍だが、それより低い30倍を適用すると目標株価は80ドルになる。

その他の注目点

Q：伝統的な小売業者は、オンラインショップのTemu（ティームー）を含む激安な選択肢の台頭を懸念すべきなのか。

A：そのような新興企業は健闘しているが、消費者は移り気だ。ブランド各社は、消費者がどうしたら戻ってくるのかを毎日検討しなければならず、それはTemuや他の企業にも当てはまる。価格を重視する消費者もいれば、質を求める消費者もいる。

Q：ビッグ・データと人工知能（AI）は、小売業界にどのような影響を及ぼしていくのか。

A：データは素晴らしいが、頼れるものではない。ブランド企業が、全ての判断材料としてデータに頼るようになると魅力が薄れる。データは、過去を見るもので、「新しさ」がキーワードだ。まだ存在していない製品を予想できるような人が関与することでデータを補えば理想的だ。小売業界で成功するために、過去に機能したことだけに頼ってはいけない。

Q：ブラックフライデーは依然として重要か。

A：ブラックフライデーは今後も常に特別なものになるだろうが、既に以前とは違ったものになっている。もともとは朝の3時間だったが、1日になり、1週間になり、1カ月になり、今や、クリスマスツリーが店頭で登場する10月まで長期化した。

消費者に合理性を排除させて感情的にさせるものはすべて小売会社にとって素晴らしいもので、ブランド企業がブラックフライデーを取り込んでも不思議ではないが、状況は変化しつつある。開店と同時に客が殺到する風景は過去のものとなった。人々は今や、午前3時に開店のために並ぶのではなく、家族とショッピングモールに出かけてぶらぶらし、買い物をするかもしれないし、しないかもしれない。ブラックフライデーは今や、熱狂というよりも一つのイベントのようなものだ。

By Teresa Rivas
(Source: Dow Jones)

5. 金利の低下で株式市場は急上昇したが、それに安住すべきではない [米国株式市場]

Stocks Rose Sharply as Treasury Yields Fell. Don't Get Used to It.
財政赤字と国債入札の動向が市場に大きく影響する

決算発表よりも債券市場の動向が影響



CHIP SOMODEVILLA/GETTY IMAGES

決算発表シーズンの真ただ中だが、株式市場を動かしているのはどんな個別企業のファンダメンタルズよりも米国債市場の動向だ。

株価はここ数カ月間乱高下しているものの、債券市場で起きたことに比べれば大きなことではない。今年の6月末に3.95%だった10年物米国債利回りは、10月中旬には5%近くまで急上昇した。5%は過去16年間に見たことのない水準だ。きりの良い数字であったこともあり、買い手が殺到して11月3日には利回りは4.52%まで低下した。株式市場もこの動きに追随し、S&P

500指数は7月末から10月下旬までに約10%下落した後、約7.5%上昇した。

債券が株式に与える影響は、先週も見られた。9日に行われた240億ドルの30年物国債入札では、需要に大幅な不足が生じた。プライマリー・ディーラーは、過去1年間の平均の2倍を超える25%の売り出しを受け入れざるを得なかった。入札には大幅なテールがあり、これは米財務省が30年債で資金調達するためには、市場で取引されている価格よりも高い利回りで買い手を誘う必要があったことを意味する。これを受けて、それまで上昇が続いていたS&P500指数は9日に0.8%下落した。

財政赤字の額と議会審議の行方

この30年債の入札は、これから起こることを予見させるものだ。米連邦政府は9月に終了した2023会計年度に1兆7000億ドルの赤字を計上したが、これは1985年の総債務残高を上回る。大規模な借り入れは国債の大規模な発行増加を意味するが、過去10年間で最も大量の米国債の買い手だった二つの主体が市場から退出する時期と、ほぼ重なった。買い手の一方だった米連邦準備制度理事会（FRB）は量的引き締めを行っており、もう一方の中国は他の問題を抱えている。つまり、米国債に対する需要は無制限ではない。

Market Snapshot



チルトン・トラストの債券部門で最高投資責任者（CIO）を務めるティム・ホラン氏は、「米国債の入札失敗は本当に注意しておく必要がある。過剰な債務が突然あふれることで市場崩壊に至る瞬間を表す、ミンスキー・モーメントになることは間違いないからだ」と指摘する。

利回りを決めるための方程式の中で、連邦政府の財政状況の影響は強まるばかりだ。連邦議会が政府閉鎖を回避するための期限が11月17日の金曜日に控えているため、今週は連邦政府の財政赤字が注目されそう。新たに選出された下院議長を擁する議会が突然財政の健全性を取り戻し、今週末までに財政収支を均衡させるとは、最も楽観的な人でさえも予想していない。政府閉鎖か、歳入を上回る支出を続ける現状を継続させる決議案の採択が有力だ。10年物国債利回りが5%に戻る可能性もゼロではない。

ハリス・アソシエイツの債券部門共同責任者であるアダム・アッバス氏は「短期的には国債利回りは上昇するリスクがある。国債は大量に供給されており、赤字国債のシナリオはますます強まっており、本当の長期的な解決策が議会で議論されるとは思えない」と語る。

FRBの動向を含めて債券市場には引き続き注意が必要

財政の動向からの債券市場への影響力は強まる傾向にあるが、FRBの影響力も完全には衰えていない。つまりFRBは利上げを終えたのかもしれないし、そうではないかもしれない。9日にFRBのパウエル議長は、追加利上げの可能性がないわけではないと強調した。インフレは政策決定者に何度か「だまし」の兆候を見せてきたが、インフレ沈静化というミッションの達成を宣言するには、ディスインフレの勢いが2、3カ月続くだけでは足りないだろう。

それでも先週の株式市場は何の問題もない週となった。S&P500指数は1.31%上昇して4415.24とな

り、ナスダック総合指数は2.37%高の1万3798.11で引けた。ダウ工業株30種平均は0.65%上昇して3万4283ドル10セントとなった。10年物国債の利回りが4.63%前後で安定していることを考えれば、それも納得できる。小型株のラッセル2000指数は3.15%安の1705.32で週末を迎えた。

次の長期債入札は11月20日に予定されている。財務省による借り入れ規模を巡る市場の動揺は、インフレと雇用の状況に加え、FRBの計算に第3の変数を加えることになり、株価を再び揺るがしかねない。

つまり世界は国債が仕切っているのであり、株式投資家はその中で生きているだけだ。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

6. 企業利益は下げ止まり。景気後退の可能性は高まる

[経済政策]

The Earnings Recession Is Over. The Economic Recession Is Coming Soon.
リセッションが起きる時期の予想は難しいが、その可能性は高まっている

企業利益は底打ち反転、リセッションの可能性は高まる



LUKE SHARRETT/BLOOMBERG

再度企業利益が上向き始める一方で、景気は減速し始めている。ここから明らかなことは、リセッション（景気後退）から逃れる術はない、ということである。

第3四半期の決算発表シーズンも何とか最終局面まで辿り着いたが、ホームセンター大手ホーム・デポ<HD>や小売り大手ターゲット<TGT>、ネットワーク機器のシスコシステムズ<CSCO>、小売り大手ウォルマート<WMT>が今週に決算発表を控えている。いずれも業績面では苦戦中の代表的な銘柄である。

ただ一つ明らかなことは、業績リセッションにもそろそろ歯止めがかかりそうだということである。企業利益は2022年第4四半期から3四半期連続で減少していた。ところが、S&P500指数構成銘柄の75%が決算発表を終えているが、どうやら利益成長がついに上向き始めたようである。

UBSフィナンシャル・サービスズの米国株式責任者、デビッド・レフコビッツ氏は、良好な企業決算の理由として、大型IT企業の力強い利益成長と個人消費の底堅さ、製造業の減速に歯止めがかかりそうな点を挙げる。レフコビッツ氏は「業績リセッションが終わったことは明らかだ。4四半期ぶりに利益成長が始まる」とレポートに記した。

80%の企業の決算が事前予想を上回っているにもかかわらず、株価の反応はさえない。株価のパフォーマンスがぱっとしないことから、セブンス・レポートの創業者兼社長トム・エッセイ氏は、企業決算を可もなく不可もなく、と評する。決算内容を良好とみなすには、ガイダンスの引き上げが必要であったが、S&P500指数の2024年の予想1株当たり利益（EPS）は242ドルと決算発表シーズンの開始前

の時点から変わっていない。

さらに、エッセイ氏は、米国の最大家電メーカーであるワールド＜WHR＞や歯列矯正装置を手掛けるアライン・テクノロジー＜ALGN＞、オートバイメーカーのハーレーダビッドソン＜HOG＞の企業決算からは、消費者需要の減退の兆候が見て取れた、とレポートに書いている。エッセイ氏は「（それらの）決算を見れば、個人消費減速の可能性を示す事例的な兆候が現れている。そうだとすれば、2023年末から2024年初めに『成長懸念』が市場に悪影響を及ぼすことが心配される」と指摘する。

しかし、それが単なる「懸念」で済むだろうか。2022年は、リセッションの兆しがあちこちで垣間見られ、例えばS&P500指数の下落や米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げ、逆イールドが見られた。ところが、経済成長は持続し、米国内総生産（GDP）は第3四半期に4.9%の伸びを示し、マーケットもそれを好感した。リセッション懸念は完全払拭（ふっしょく）とはいかないまでも、かなり和らぎ、リセッションをベースケースとしていた投資家は、株式市場が強含む中で乗り遅れる形となった。

とは言え、景気減速の可能性を示す証拠が増えてきていることを踏まえると、その可能性を放棄することは間違いであろう。先行指標は引き続きリセッションを示唆し、マネーサプライ（M2）もリセッションを示唆するペースで減少している。ドイツ銀行のジム・リード氏は、最新のFRBのシニアローンオフィサー意見調査は銀行の貸出姿勢の改善を示しているが、それでも依然としてリセッションが近づいていることを示す水準にある、とレポートに書いている。

米経済のリセッション入りは時間の問題

リード氏は「時間との勝負になっているような気がする。貸出基準の改善が十分に早く、主な借り手にとって資金調達に過度に制限的になるか、調達ができなくなるようなことが起こらず、経済が難しい状況に陥らない、ということは果たしてありうるだろうか」と疑問を投げ掛ける。

12カ月前と比べリセッションを強く印象付ける指標もある。新規就業者数は増え続けており、10月の非農業部門就業者数は15万人増加したが、失業率は2022年1月以来の最高水準となる3.9%へ上昇した。今回の景気サイクルで最低だった1月と4月の3.4%と比べると0.5%ポイント高い。

ロスMKMのチーフ・マーケット・ストラテジスト、マイケル・ダーダ氏は、大幅な上昇には見えないかもしれないが、9カ月間でこれだけの上昇が起きた場合、景気サイクルがピークを打ったか、さもなければリセッションのシグナルであることが多い、と言う。新規雇用が創出されていたとしても、それで失業率上昇が発する警告が誤っているということにはならない。ダーダ氏は「気を付けておきたいのは、就業者数が増加している時でも、GDP成長がリセッションの初期段階に入ることは決して珍しいわけではないことだ」とレポートで警鐘を鳴らす。

そして、イールドカーブの形状は2022年に誰もがリセッション間近だと心配していた時と変わっていない。現状、米国債利回りの長短金利差のリセッション予測能力に対する信頼性は失われているようだが、逆イールドが誤っているわけではなく、誤解されているのかもしれない。当初、逆イールドは投資家をリセッション警戒モードにさせたが、実際リセッションのカウントダウンが始まるのは逆イールド幅が最高に達した時点である。エバーコアISIのジュリアン・エマニュエル氏は、そこから平均

して9カ月後にリセッションに陥るのだ、という。

逆イールド幅が最も拡大したのが3月8日で、米国2年債と10年債の利回り差は1.09%ポイントであった。そこからカウントすると、来月にリセッション入りすることが見込まれる。ただし、話はそれほど単純ではない。9カ月というのは平均的な期間にすぎず、多少前後することはあり、それ以上に時間を要することもある。1998年に逆イールドが最大化した後リセッション入りするのに33カ月を要したが、S&P500指数は2000年にドットコム・バブルが崩壊する前まで68%上昇していた。

エマニュエル氏は「リセッションに陥るだろう。9か月後という『平均的な時間』からすれば2024年第1四半期になるだろうが、1990年代のように2024年か2025年まで先送りされるかもしれない」とみる。

リセッションになれば、企業利益低下も不可避

これはかなり広いレンジだが、株式市場はそうは見えていない。データトレック・リサーチの共同創業者ニコラス・コラス氏は、アナリスト予想ではS&P500指数のEPS成長率は11%で、リセッションで通常みられる30%の減少を大幅に上回っている、と語る。S&P500指数の2024年予想株価収益率（PER）は18倍で、リセッションによるEPSの減少が示唆するような28倍ではない。1990年から91年に起きたようなマイルドなリセッションであっても、利益は16%落ち込んだ。

コラス氏は「米国がリセッションになれば、利益は毎回落ち込む。例外はない」と断言する。

リセッションのタイミングを予測するより、リセッションの可能性が高いことを予測してポートフォリオを調整する方が資産価値を守ることになるであろう。今年、それぞれ13%、6.4%下落している公益事業や生活必需品といった人気のないディフェンシブセクターの株式、あるいは主要株価指数をアンダーパフォームしているETFのインベスコS&P500ロー・ボラティリティETF<SPLV>やiシェアーズMSCI米国ミニマム・ボラティリティ・ファクターETF<USMV>のような低ボラティリティ株のETFを買うことを検討するのもよいかもしれない。一部利食って、キャッシュポジションを少し増やしてもいいかもしれない。

ここからはリセッション予想ではなく、リスク管理の勝負になる。キャピタル・グループのエコノミスト、アンヌ・バンデナビール氏は「リセッションを予想しようとしても、なかなかうまく行かない」と語る。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

7. 原油価格の低下に惑わされることなかれ。やがて上昇する。

[経済政策]

Don't Be Lulled by Oil's Drop. Higher Prices Are Coming.

原油価格はイスラエル・ハマス紛争の影響を受けず、だが2024年の価格は上昇基調

イスラエル・ハマス紛争は原油価格に影響なし



SUMIT DAYAL/BLOOMBERG

戦争はほぼ必ず証券、為替、商品の各市場を揺るがす。イスラエル・ハマス紛争による影響が乏しいことは異例で、特に中東での紛争が拡大するリスクから最も直接影響を受けると予想されていた原油については、不可解ですらある。ウエスト・テキサス・インターミディエート（WTI）12月限先物は1バレル＝77ドル台で取引されている。ハマスがイスラエルを攻撃した前日、10月6日の期近受け渡し価格の82.79ドルから約7%の下落だ。原油先物は当初、このニュースを受けて上昇し、10月19日には89.37ドルでピークをつけたが、以後下降トレンドに転

じ、原油供給が途絶えるとの懸念が薄らぎ、4カ月ぶりの安値近辺で推移している。

経済リサーチ・分析サービスを提供するハイ・フリクエンシー・エコノミクスの創設者兼チーフ・インターナショナル・エコノミストであるカール・ワインバーグ氏によれば、こうした懸念は世界経済に対する懸念に取って代わられた。11月9日の顧客向けメモの中でワインバーグ氏は、「イスラエル・ハマス間の紛争が原油供給の妨げになるのでは、との懸念をあおるような新しい出来事は起きていない。ロシアのウクライナ侵攻は、原油の世界供給に対する影響に関しては、ピークに達した模様だ。もちろん、（石油輸出国機構＝OPEC＝加盟・非加盟産油国で構成する）「OPECプラス」の減産は世界的な石油不足につながる、との懸念に根拠がないことは明白だ」と述べている。

原油供給への懸念はみられず、一方で株価は8日間続伸し、債券もラリー

市場の他の指標は、原油の供給不足懸念が足元で和らいでいることを示唆している。具体的にはバックワーデーション（期近の価格が期先の価格を上回る状態）が緩和されつつあり、期近、または当月の価格プレミアムの下落幅は、期先の価格プレミアムの下落幅を上回っている。供給不足が懸念されていれば、期近物の価格は上昇するものだ。2024年3月限は、11月9日には期近物を1ドル未満下回るだけで、10月6日には1バレル5ドル以上の差があったことは対照的だ。こうしたテクニカル要因は、ここ1カ月ほどの原油価格下落の一端を説明できるかもしれない。だが、この下落はファンダメンタルズ要因による公算が大きい。供給不足はなく、一方で世界経済への懸念が続いている。

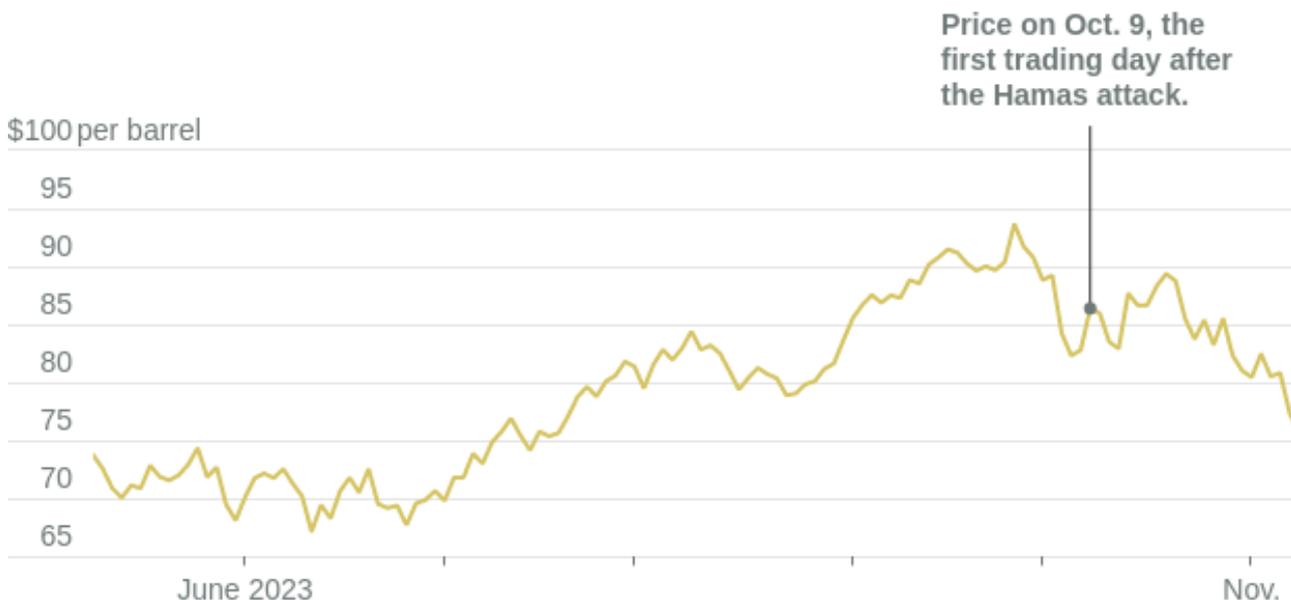
しかし、景気後退懸念は、11月9日までの8連騰で株式相場が5%上昇したこととは相容れない。11月10日は再び上昇した。株価上昇の背景には債券価格の急騰がある。米連邦準備制度理事会（FRB）が短期金利目標の引き上げを終了する可能性を示唆したことから、ベンチマークの10年債利回りはピーク時の5%強から4.5%程度まで低下した。

債券利回りの低下には原油価格の下落も寄与している。ワインバーグ氏は、燃料費の低下は消費者物

No Surge in Oil

The Israel-Hamas War hasn't affected oil prices.

WTI Crude Oil



価の上昇圧力を緩和する、と指摘している。全米自動車協会（AAA）が追跡調査しているガソリン価格は、過去1カ月で1ガロン当たり29セント下がり、11月10日には3.39ドルになった。

2024年の原油価格は上昇基調

だがドライバーにとって、良いことはここまでかもしれない。石油株やコモディティそのものに投資する投資家にとって、2023年のエネルギーセクターは失望が絶えなかったが、来年は価格が上昇する見通しである。

独立系投資リサーチ会社、BCAリサーチのコモディティ・エネルギーのチーフ・ストラテジストであるロバート・P・ライアン氏、およびコモディティ・エネルギー戦略アソシエイト・エディターであるアシュウィン・シャム氏によるレポートでは、需給ファンダメンタルズに基づくと、国際的なベンチマークであるブレント原油の平均価格は、現在の80ドルから2024年には118ドルに上昇する。UBSグローバル・ウェルス・マネジメントも、ブレント原油は1バレル90ドルから100ドルのレンジまで上昇すると見ており、世界的な需要増と産油国の規律強化が市場を下支えするだろう、と顧客メモで伝えている。

地政学的リスクも引き続き要注意

RBCキャピタルマーケットズのグローバル商品リサーチグループは、中東の地政学的リスクが低下し、中国の需要に対する市場の懸念が高まる中、サウジアラビアが日量100万バレルの自主減産を2024年第1四半期まで延長する可能性があるとしている。RBCキャピタルマーケットズはリサーチノートの中で、イスラエルの空爆停止と引き換えにハマスによる人質解放を確保しようとする強い外交的な動きがあると述べており、「このような解決策を確保できなければ、紛争がさらに拡大する可能性があること

は明らかだ」と結論付けている。

BCAは、米国の戦略石油備蓄の補充のために支払われる価格が、1バレル=70ドルから79ドルへと上昇し、価格に下限が敷かれることになると予想している。イスラエル・ハマス紛争がイランとその代理勢力にまで拡大し、原油価格が120ドルを超えた場合、サウジアラビアとアラブ首長国連邦は、原油価格をほぼこの範囲に維持するために、日量最大250万バレルを放出するかもしれない、とBCAは付言している。

リスクを取る投資スタンスならブレント先物は一考の価値あり

BCAは投資家に対し、上場投資信託（ETF）のスパイダーS&P石油&ガス探査&生産ETF<XOP>のポジションを取ることを勧めている。UBSは、リスクを選好する投資家に対し、足元でスポット価格より割安で取引されている期先のブレント先物のロングポジションを増やすことを推奨している。両案とも暗に、世界的な景気後退はなし、に賭けるものだ。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

8. 大統領選の年に株価はさえない

[コラム]

Presidential Election Years Are Bad for Stocks. Don't Blame Trump or Biden.
選挙年のS&P500指数、リターンは低い傾向

バイデンVSトランプの再戦か



JIM BOURG-POOL/GETTY IMAGES

米国では11月7日に、さまざまな選挙が行われた。今年は大統領選挙の年でもなければ、議会上下院の主導権が争われる中間選挙の年でもない。その代わりに、幾つかの州を除き、投票は市議会の議席や裁判官の審査、その他の重要度の低い役職や議案のために行われた。

ただし、例外もあった。これらの選挙は、今回の結果が2024年の大統領選挙にとって何を意味するかについて、評論家が訳知り顔で語るのに十分なネタとなった。例えば、オハイオ州で見られたように、有権者は妊娠中絶の権利を守る

ため、あるいは州憲法に中絶の権利を明記するために投票するようだ。また、ケンタッキー州のように共和党が伝統的に強い州でも、民主党が州知事を維持する可能性がある。一方、バージニア州では民主党が勝利したため、2028年の大統領選挙で共和党から出馬をもくろむグレン・ヤンキン知事には打撃になったと見られている。

しかし、こうした結果は、約1年後に迫ったメインイベントに比べれば余興にすぎない。バイデン現大統領とトランプ前大統領の一騎打ちになるとの予想が広まっているが、この2人には誰もそれほど期待していないようだ。登録有権者1000人を対象にNBCが9月に実施した調査をドイツ銀行が引用している

が、回答者はバイデン氏の年齢とトランプ氏の法的問題に強い懸念を示している。しかし、それが何かを変えるとは思ってはいけない。ドイツ銀行のブレット・ライアン氏は、「候補者に大きな懸念があるにもかかわらず、有権者は2020年の再戦を見る可能性が高い」と記している。

ゴールドマン・サックスのデータによると、S&P500指数は大統領選前の12カ月間で平均7%のリターンを記録している。大統領選がない年は平均で9%だった。1984年以降の大統領選前12カ月のリターンはさらに低く、わずか4%にすぎない。2000年、2008年、2020年の大統領選挙前後に発生した景気後退（リセッション）によるものである。大統領選がない年のリターンは11%だった。リセッションの影響を除いても、リターンは大統領選がない年よりも2%ポイント低い。

投資家にとって特に不利になる時期を特定することもできる。レイモンド・ジェームスのストラテジスト、エド・ミルズ氏はレポートで、「S&P500指数の平均下落率は1月から3月のスーパーチューズデーの予備選までが0.44%、また選挙前1カ月の平均下落率は平均1.27%だった」と指摘している。良いニュースもある。大統領選後の1カ月間では、S&P500指数は平均1.28%上昇しているのだ。ミルズ氏は「選挙期間中の不確実性が解消されれば、市場はすぐにキャッチアップする」と記している。

■ 選挙が終われば株価は上昇へ

これらの結果は、候補者とはほとんど関係がない。歴史に基づけば、大統領選が控える今後1年間は、株式市場にとって荒れる年になると予想されるが、本選に出そうな候補者や世論調査で当選しそうな候補者が誰であるかは関係ない。ドイツ銀行のライアン氏は、投票日の30日前までは「世論調査の予測値はゼロに近い」との独自データを引用している。現在報じられている予測などはノイズにすぎないのだ。

また、リターンはファンダメンタルズに反応しているわけでもない。1984年以降、大統領選の年の経済成長率が3.5%であるのに対し、他の年は2.7%だった。一方、大統領選の年にS&P 500指数の1株当たり利益（EPS）は9%増加し、他の年より1.5%ポイント上回る。ゴールドマン・サックスのストラテジスト、デービッド・コスティン氏は、「大統領選の年の株式リターンは通常、全面的に利益の伸びに左右される」と説明する。

では、リターンが悪いのはなぜか。不確実性のせいだ。コスティン氏は「S&P500指数の株価収益率（PER）が通常、大統領選前の1年間に2%低下する一方、10年物国債利回りは中央値で0.39%ポイント低下する」と指摘している。その結果、株式のリスクプレミアムが拡大している。言い換えれば、投資家は株式に対して、極めて安全な国債と比べてより高い利回りを求めているのだ。それは正しい対応と言える。コスティン氏によれば、大統領選前の1年間は実現ボラティリティーも上昇する傾向にある。

われわれはこうした状況に慣れているはずだ。世論調査結果が移り変わり、思慮の浅いニュースが増殖する中で市場は動く。しかし、これもまた過ぎ去るものであり、過ぎ去った後に市場はいつものように上昇へ向かうはずである。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

9. S&P500指数をアウトパフォームし続けるファンドの秘密

[ファンド]

This Fund Keeps Beating the S&P 500 Year After Year

ポートフォリオ・マネジャーが明かす戦略

S&P500指数を5年間アウトパフォームするファンド



JOHN MACDOUGALL/GETTY IMAGES

アクティブ運用のマネジャーのうち、ベンチマークの指数をアウトパフォームできるのは少数派だ。S&P500指数を継続的に上回ることができるマネジャーはさらにまれである。

その数少ない一人であるアン・ホルコム氏は、運用資産103億ドルのティー・ロウ・プライス米国株式リサーチファンド<PRCOX>のリサーチ・ディレクター兼ポートフォリオ共同マネジャーを務め、30人ほどのリサーチ・アナリストのチームとともに、S&P500指数を過去5年間、年率ベースでアウトパフォームしている。

米国株式リサーチファンドは、モーニングスターから五つ星と金メダルの評価を受けている。ノーロードで年間手数料も0.45%と低い。年初来の上昇率は18.6%とS&P500指数の15.5%を上回り、1年、3年、5年の年率換算でも、市場全体とモーニングスターにおける類似ファンドを上回っている。過去5年間では、類似ファンドの平均リターン10.1%、S&P500指数の上昇率11%に対し、当ファンドのリターンは12.3%だった。以上から、米国株式リサーチファンドの成績は類似ファンドの上位9%に入っていることになる。

アナリストとポートフォリオ・マネジャーの戦略的役割分担

ファンドの戦略は二層から成っている。ポートフォリオ・アナリストは個別にボトムアップのファンダメンタル分析を行い、担当業界の銘柄を選び出し、最も評価する銘柄をオーバーウエートする。一方、ポートフォリオの共同マネジャーであるホルコム氏、ジェイソン・ポルン氏、ジェイソン・ノゲリア氏が戦略を監督する。

米国株式リサーチファンドの業種別ウエートはS&P500指数とほぼ同じで、アナリストは割り当てられた部分の運用を担当し、好む銘柄をオーバーウエートしたり、好まない銘柄を別の銘柄に入れ替えたりする。ポートフォリオ全体では指数に対するオーバーウエートまたはアンダーウエートが1%以内に制限されているため、ウエートの違いはわずかであるが、リターンに明確な違いを生むには十分である。

アナリストはS&P500指数外の一握りの大型株を保有することができるが、S&P500指数に含まれない銘柄のウエートはポートフォリオ全体の10%に制限されており、現在の比率は4.5%である。また、指数に追加される前に銘柄を保有することもある。最近の例としてスポーツウエアを展開するルルレモン・アスレティカ<LULU>があり、ホルコム氏によれば、ファンドはグーグル（現アルファベット<GOOG>）がS&P500指数に加わる半年ほど前から保有していた。銘柄が指数に追加されると、その

T. Rowe Price U.S. Equity Research

	Total Return		
	1-Yr	3-Yr	5-Yr
PRCOX	20.8%	9.9%	12.2%
Large Blend Category	14.3	8.2	10.1
Top 10 Holdings			
Company / Ticker	% of Net Assets		
Microsoft / MSFT	7.4%		
Apple / AAPL	6.9		
Alphabet / GOOG	4.0		
Amazon.com / AMZN	3.5		
Nvidia / NVDA	3.4		
Meta Platforms / META	2.0		
Eli Lilly / LLY	1.8		
UnitedHealth Group / UNH	1.5		
Tesla / TSLA	1.4		
Berkshire Hathaway / BRK.B	1.3		
TOTAL	33.2%		

Note: Holdings as of Oct. 31. Returns through Nov. 6; three- and five-year returns are annualized.
Sources: Morningstar, T. Rowe Price

指数を追跡するファンドによる購入を受けて株価が上昇することがよくあるため、その前からの保有は「相対的なパフォーマンスの向上につながり得る」とホルコム氏は指摘する。

ポートフォリオ・マネジャーはアナリストと連携して市場エクスポージャーを精査し、個々の投資スリープ（運用資産や戦略の一部）とポートフォリオ全体のリスク構成に基づいて、必要に応じてポジションの規模を調整する。

ホルコム氏は「各アナリストは、担当領域の何が他と違うのか、銘柄がその領域において機能する要素は何かを理解しなければならない。一方ポートフォリオ・マネジャー兼リサーチ・ディレクターとして、われわれは『来年はどんな問題が起こり得るか』を集中的に見ている」と述べる。

ホルコム氏は2015年に共同マネジャー兼リサーチ・ディレクターに就任したが、後にティー・ロウ・プライスの最高経営責任者（CEO）を務めたウィリアム・ストロンバーグ氏とリチャード・ホイットニー氏がファンドを設立した1994年当時から関与している。アナリストの銘柄選択に頼りつつ、リサーチ・ディレクターが追加的な説明責任を果たすというプロセスは、当時から変わっていないとホルコム氏は言う。

ホルコム氏は他の共同マネジャーと共に、ポートフォリオ全体がベンチマークに追随するよう、ファンド全体のスタイル、ファクター、セクターの配分を考慮しながら、ポートフォリオにおけるアクテ

ィブ・ウェートの配分と、サブセクターを含む各スリーブのリスク・プロファイルを監督している。モーニングスターによれば、このようなリスク対応を通して、米国株式リサーチファンドは同種のファンドと比較してより高いリスク調整後リターンを生み出すことができている。ホルコム氏は「これによって、アナリストは自らの専門分野における銘柄選択に集中できる。それが過去24年間の一貫した相対リターンにつながってきた」と述べる。

優れた分析力がもたらす高いパフォーマンス

ホルコム氏によると、今年の好調なパフォーマンスはチームの優れた銘柄選択のおかげだ。S&P500指数の上昇がごく少数のハイテク銘柄にけん引されたことを考えれば、見事な結果である。半導体メーカーのエヌビディア<NVDA>のようなハイテク株のオーバーウエートは、間違いなく米国株式リサーチファンドの助けになったが、ホルコム氏はファンドのパフォーマンスの高さは広範囲に及んだと指摘し、「アナリストの9割がベンチマークを上回った年は記憶にない。本当に驚くべき偉業だ」と述べる。

米国株式リサーチファンドは2018年からエヌビディアを保有しているが、ホルコム氏によれば、アナリストはこの銘柄を現在も非常に好意的に見ているという。ホルコム氏は、アナリストの詳細な分析が、市場に先駆けて洞察や差別化された見解を見出すことにつながっていると評価する。アナリストは、エヌビディアが自動運転やその他の市場に参入するにつれ、他社の参入に対する障壁が高まると予想しており、さらなる成長余地があるとの見方を示している。

米国株式リサーチファンドは今年、物流大手フェデックス<FDX>のオーバーウエートによっても上昇した。ホルコム氏によると、アナリストは、フェデックスと競合のユナイテッド・パーセル・サービス<UPS>とのバリュエーション格差を指摘している。フェデックスは一部の事業と資本配分を改善し、一方で貨物輸送企業イエローの倒産は貨物事業の追い風となった。もう1社のアウトパフォームしている物流企業、オールド・ドミニオン・フレイト・ライン<ODFL>は市場シェアを拡大し、利益率も改善し、経営陣も強力だという。

他にも、ファンドでオーバーウエートしている飲料大手のモンスター・ビバレッジ<MNST>は、インフレで同社を含むほとんどの飲料メーカーのバリュエーションが圧縮されているにもかかわらず、他の消費財メーカーをアウトパフォームしている。モンスター・ビバレッジは値上げとサプライチェーン・コストの削減によって利益率を向上させており、エナジードリンクの需要は堅調に推移すると予想されている。

地政学的問題、インフレ懸念、金利への懸念は、10月の市場低迷を招いた後も、年末まで投資家を警戒させ続けるだろう。投資家の悲観論と市場のボラティリティーが株価のミスプライスにつながる可能性があるため、米国株式リサーチチームは機動的に新しい銘柄を追加したり、ポートフォリオのウェートを調整したりする機会を得ることとなる。ホルコム氏は「実際のファンダメンタルズと市場が考えるその違いを見極めることが、長期的に勝利する本当の秘訣（ひけつ）だ」と述べる。

By Debbie Carlson
(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]

How D.R. Horton Beat the Housing Bust

D.R.ホートンはいかにして住宅販売低迷に打ち勝ったか

不況に反して好調な住宅メーカーの業績と株価

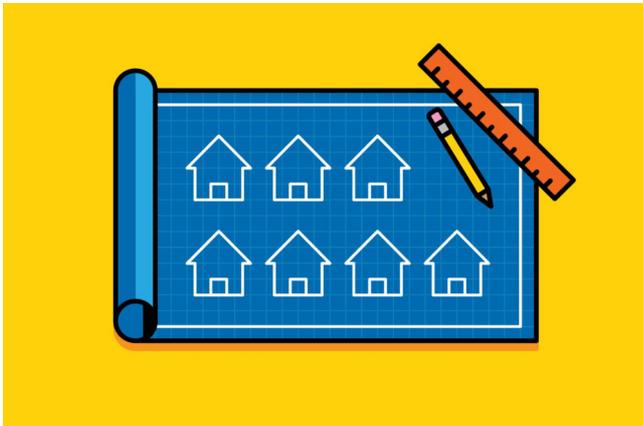


ILLUSTRATION BY ELIAS STEIN

住宅を巡る憂鬱な状況にもかかわらず、住宅メーカーのDRホートン<DHI>は先週、利益と売上高で予想を見事に上回った。先週3.2%上昇した同社株式は年初来で37.6%上昇し、上場投資信託（ETF）であるiシェアーズ米国住宅建設ETF<ITB>の33%に並んだ。他の建設業者はさらに好調だった。

この状況は意外に思えるかもしれない。9月の中古住宅販売件数は、季節調整済み年率換算で約13年ぶりの低水準となった。ファニーメイ（連邦住宅抵当公庫）の調査では、85%の消費者が住宅購入には良くない時期だと回答し、収入については約70%が2022年とほぼ同じだと答えた。ICEモーゲージ・モニターによると、最近の住宅ローン金利の7.79%では、中級程度の住宅を購入した場合でも、購入者の収入の40%以上がローンの支払いに充てられることになり、購入能力は1984年以来最悪の状態だ。

DRホートンはどのようにしてこの困難な状況を切り抜けられたのか。それは中古住宅の不足が、購入者の目を新築住宅に向けさせたからだ。DRホートンの顧客の半数以上は、リピーターよりも価格圧力に弱い初回購入者だ。そこでDRホートンは、住宅ローン金利を部分的に肩代わりすることとし（バイダウン）、毎月のローン支払い額を引き下げた。全米住宅建設業者協会（NAHB）の調査によると、29%の建設業者が販売促進やキャンセル削減のために金利の肩代わりを実施しているという。そして、DRホートンはより小型で手頃な間取りの住宅を顧客に紹介している。

販売促進費用は増加している。それにもかかわらず、DRホートンは2024年度第1四半期（2023年10～12月）における住宅販売に関し、粗利益率が23.7%～24.2%と予想を若干上回り、住宅成約件数が2023年の8万2917件から8万6000件～8万9000件になると予想している。

先週の出来事

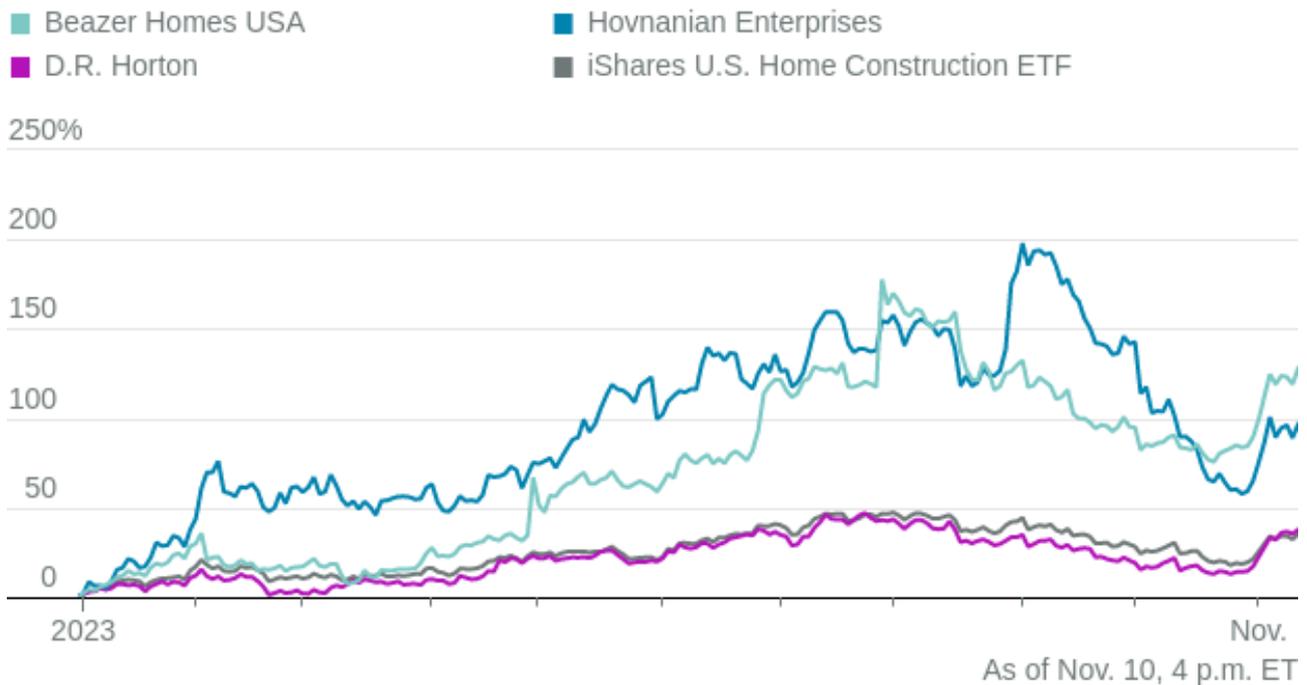
株式市場

株式にとって2023年で最高の週となった後、株価指数はジリ高となった。マイクロソフト<MSFT>は7日に史上最高値を更新し、年初来で54%上昇し時価総額は2兆6800億ドルに達した。韓国では来年の総選挙を前に空売りが禁止された。イスラエルがガザ市への支配を強める中、原油価格は下落した。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は0.65%上昇、S&P500指数は1.31%上昇、ナスダック総合指数は2.37%上昇した。

企業動向

Under Construction

D.R. Horton isn't the only home builder stock to rise this year.



俳優組合は、118日間におよぶストライキを終結させる暫定合意に達した。イーロン・マスク氏の新会社X.AIは、ソーシャルメディア会社Xのリアルタイムデータを使用するGrok（グロック）と名付けられた皮肉やユーモアを備えたチャットボットをリリースした。消費者金融保護局は、デジタルウォレットを提供するアップル<AAPL>やアルファベット<GOOGL>のようなハイテク企業への監督を計画している。パークシャー・ハサウェイ<BRK>は、保険事業の寄与により四半期ベースで利益が41%増加し、現金は1760億ドルに達した。ウォルト・ディズニー<DIS>は予想外の好決算、さらに20億ドルのコスト削減を発表。中国工商銀行<601398>の米国拠点がランサムウェア攻撃を受けた。

M&A（合併・買収）等

KKR<KKR>はテレコム・イタリア<TIT>の固定通信事業を200億ドルで買収。コワーキングスペース運営会社のウィークワーク<WE>は6日、予想されていた通り破産を申請した。30億ドルの負債の株式への転換に関して、債権者の90%の支持を得た。ブルームバーグによるとこの破綻によってソフトバンクグループ<9984>は115億ドルの投資が打撃を被った。ロイターは、中国当局が平安保険<上海.601318>に対し、不動産開発大手の碧柱園（カントリーガーデン）を救済するよう圧力をかけていると報じた。

今週の予定

11月14日（火）

労働統計局が10月の消費者物価指数（CPI）を発表する。エコノミストは、9月の前年同期比3.7%上昇に続き、同3.3%上昇を予想。変動の大きい食品とエネルギーを除いたコアCPIは4.1%上昇と予想され、9月と同じ。

第3四半期の国内総生産（GDP）が季節調整済み年率換算で4.9%の伸びを記録した後、米国の消費者

Supply Side

While existing-home sales have slumped, new-home sales have edged up. New-homes normally run from 15% to 20% of existing-home sales.

New-home sales



が懐疑論者を打ち破り、経済をけん引し続けることができるかどうかウォール街で議論されているなかで、小売業の業績動向が注目されている。ホーム・デポ<HD>は14日に決算を発表する。小売りのターゲット<TGT>とTJX<TJX>は15日に決算を発表し、百貨店のロス・ストアーズ<ROST>と大手小売りチェーンのウォルマート<WMT>の16日の発表で週を締めくくる。

11月15日（水）

ジョー・バイデン大統領は、サンフランシスコ・ベイエリアで開催されるアジア太平洋経済協力会議（APEC）首脳会議で中国の習近平国家主席と会談する。両首脳は、世界最大の経済大国である両国の関係の安定化を図る。

米国勢調査局が10月の小売り統計を発表。コンセンサス予想では、小売売上高は前月比0.4%減。自動車を除いた売上は0.2%減と予想されている。9月はそれぞれ0.7%、0.6%の増加であった。

By Shaina Mishkin
(Source: Dow Jones)

『バロンズ・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

時事通信社

編集人

川田 重信（かわた しげのぶ）

大和証券入社後1986年から米国株式を中心に外国株式の営業活動に従事。ペインウェバー（現UBS）証券を経て2000年にエグゼトラストを設立。神戸大学経営学部卒業 米国ロチェスター大学MBA。

『バロンズ・ダイジェスト』 2023/11/12

THIS WEEK'S MAGAZINE

発行 : Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信 : 時事通信社

編集

THIS WEEK'S MAGAZINE : エグゼトラスト

TODAY'S MAGAZINE : 時事通信社

お問い合わせ先（法人・個人の購読契約者様） : barrons@grp.jiji.co.jp

（ネット証券様の会員サイトで閲覧されているお客様は、ご契約先のネット証券様へお問い合わせください）

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

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

※図・表・データの無断使用を禁止します。

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

Copyright © 2023 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます