

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/11/26

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 国際ラウンドテーブルの専門家が選ぶ15銘柄 - 15 Stocks to Buy Around the World, From Our Roundtable Experts [ラウンドテーブル]
世界的な苦境は新興国市場とコモディティを中心に好機を生む P.1
2. ビジネストラベルの需要回復を取り込むのはこの4銘柄 - Business Travel Is About to Pick Up. 4 Stocks to Catch the Comeback. [フィーチャー]
需要回復の兆候は幾つも見える P.10
3. 成長期待高いフィンテック企業ソーファイ・テクノロジーズは本物か - Inside the Loan Valuation Debate Roiling SoFi Stock [フィーチャー]
賛否両論のフィンテック企業ソーファイの評価、結論が出るのはしばらく先 P.14
4. なぜテスラはEVで利益を上げられるのか - Why Can't Anyone But Tesla Make a Buck on EVs? [フィーチャー]
支えとなったのは排出権クレジット P.17
5. 感謝祭の週は順調に上昇 - The Stock Market Had a Wonderful Thanksgiving. [米国株式市場]
年末ラリーに向けた準備も万端か P.19
6. ハイテク株のラリーは終わっていない - Tech's Rally Isn't Done. 10 Stocks That Are Next to Gain. [ハイテク]
次に上昇するのはこの10銘柄だ P.21
7. 二つの中央銀行総裁を務めたマーク・カーニー氏に聞く - Mark Carney Talks About Rates, the Fed, and Climate Change. [コラム]
世界金融危機で大きな実績 P.23
8. メインストリート（一般市民）はFRBを無視できるがウォール街はそうは行かず - Main Street Can Afford to Ignore the Fed, Wall Street Isn't So Lucky. [経済政策]
金融緩和期待が裏切られ株価が低迷すれば、メインストリートはFRBに注目し始める？ P.26
9. 最良の中国ハイテク株投資はアリババよりもバイドゥ - Forget Alibaba. Baidu Is the Best Way to Play Chinese Tech Stocks. [米国株式市場]
幅広くAI事業を手がけ、株価は割安 P.28
10. 先週の出来事と今週の予定 - Behind the Altman AI Flap: Money or Science? [経済関連スケジュール]
米オープンAI アルトマン氏解任騒動の裏側：金か科学か？ P.30

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

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

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

Copyright © 2023 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. 国際ラウンドテーブルの専門家が選ぶ15銘柄

[ラウンドテーブル]

15 Stocks to Buy Around the World, From Our Roundtable Experts

世界的な苦境は新興国市場とコモディティを中心に好機を生む

市場は中東の戦争に動揺せず

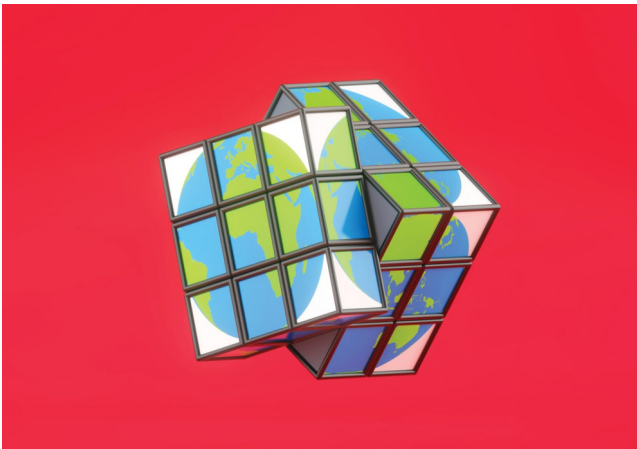


ILLUSTRATION BY TIMO LENZEN

欧州と中東で再び戦争が起き、米中の緊張関係が高まる中で、市場を数十年にわたり支えてきた政治的秩序は深刻な脅威にさらされている。さらに、欧米と日本がゼロ金利時代を脱し、米国と中国の財政状況が悪化していることで金融面の秩序も同様の危機にひんしている。言い換えれば、長年の相対的な平和と繁栄が終わり、地殻変動が迫っている可能性がある。投資家にとっては好機だ。

今、何をすべきか。本誌はそれを知るために、11月3日に4人の市場ウォッチャーを招いてオンラインでラウンドテーブルを開催し、その後に

フォローアップのための議論を実施した。ラウンドテーブルの専門家は、トルコのイスタンブールとインドネシアのジャカルタを結ぶ軸を中心に展開している強気相場や、中南米と中東の一部で進んでいる経済自由化などに現在のグローバルな変革を支持する理由を見いだしている。また、世界中で多くの企業が好ましい位置に付けており、株価のバリュエーションも魅力的だとみている。

パネリストは、JPモルガンのグローバル・リサーチ責任者であるジョイス・チャン氏、香港を拠点とする調査会社ゲイブカル・リサーチの共同創業者であるルイス＝ビンセント・ゲイブ氏、資産運用会社ファースト・イーグル・インベストメンツのグローバルバリュエーションチーム共同責任者であるマシュー・マクレナン氏、資産運用会社GQGパートナーズの会長兼最高投資責任者（CIO）であるラジブ・ジェイン氏だ。

編集後の議論は以下の通り。

Q：今のところ、中東の戦争は米国の投資家を動揺させていないようだが、その理由は。

ゲイブ氏：中東のほとんどの関係者は、戦争の激化を防ごうとしている。それが、市場が動揺していない理由かもしれない。アラブ諸国が（イスラエル支持を理由に）欧米への石油輸出を禁止する時代は終わった。現在、サウジアラビア、イラン、アラブ首長国連邦（UAE）による石油輸出の約75%はアジア向けだ。さらに、米国のエネルギーはおおむね自給自足だ。

マクレナン氏：古代ギリシャの歴史家トゥキディデスが述べたように、戦争の行方は予測できない。突発的な事態に備えて、柔軟な態度を取らなければならない。

中東では戦略的な利害の一致によって反欧米の主張が支持されている。20世紀初頭、地理学者ハルフォード・ジョン＝マッキンダーはユーラシア大陸の「ハートランド」（中心地域）を制する者が世界を制すると述べたが、そのハートランドを中心とする枢軸が生じている。ロシアはイスラム組織ハマ

スの代表団をモスクワに招き、中国はプーチン大統領を習近平国家主席との会談に招いた。

チャン氏：当社は経済とコモディティに関する全体的な予想を（中東での戦争を理由に）変更してはいない。1967年以降、中東と北アフリカでは20回の大規模な軍事衝突があり、うち11回にイスラエルが直接関与していた。しかし、1973年の第4次中東戦争を除き、原油価格に持続的な影響を及ぼした例はない。現時点で原油の流れは影響を受けていない。

人々は、多くの地政学的リスクやマクロ経済リスクが上昇や低下を繰り返すと考えている。私が懸念しているのは、金利や地政学的リスクが慢性的に高い水準で変動する新時代に入ったのではないかということだ。

中国の状況はセンチメントほど悪くないが、リスクは大きい



Joyce Chang/ PHOTOGRAPH BY COLE WILSON

Q：投資家は中国関連のリスクを評価しようとしている。中国の景気回復の状況は。

ジェイン氏：状況はセンチメントほど悪くはない。経済指標は改善しているもようで、コモディティ市場も同様の状況を示している。経済成長は鈍化しているが、現在の中国の規模なら2～3%の成長であっても、20年前の7～8%の成長より強力だ。米中両国は関係を修復しようとしている。そのため、私は以前より前向きではあるが、新興国市場戦略ではポートフォリオの8%しか中国に配分していない。

チャン氏：当社は今年半ばに中国の予想経済成長率を4.8%から5.2%へ引き上げた。だが、中国は債務負担などの問題を抱えている。昨年末時点で中国の債務は国内総生産（GDP）の282%に達しており、今年はさらに10%ポイント上昇している。

中国は、地方政府の公共投資を支えるために、1兆元（約1390億ドル）の国債を追加発行している。この種の財政赤字の増加は、過去に3回しか見たことがない。これは中国が、たとえ財政赤字が増加し、中期的な経済成長率が低下するとしても、従来とは異なる政策に移行し、地方政府の債務問題に取り組むための大きな枠組みを優先していることを示すものだ。

中国の主要な政策課題の一つは、国内外や企業、家計、住宅購入者を問わず、信頼感が低下していることだ。数年にわたって低迷している不動産セクターのリスクも依然として大きい。過去2年半の債務不履行（デフォルト）で、2020年末時点の不動産セクターにおける既発債の約60%は実質的に無価値になった。

Q：不動産の低迷による影響は。

チャン氏：中国の潜在成長率は、コロナ禍以前の約6%から2025年には3.5～4.0%に低下し、その範囲で落ち着く可能性がある。2021年時点の当社予想に比べて低下のスピードが速い。

潜在成長率の低下は影響を及ぼすが、その規模はコロナ禍以前より小さい。従来、当社は中国の経済

成長率が1%ポイント低下すると世界の経済成長率が約0.5%ポイント低下すると推定していたが、現在は世界の経済成長率の低下幅を約0.2%ポイントとみている。ただし、影響は新興国市場全体に及び、コモディティー輸出国にとっては0.7%ポイントの打撃になるだろう。

ゲイブ氏：中国の不動産は2000年から2014年にかけて世界の経済成長をけん引したが、ここしばらくの間はそうではなくなっている。その一因は、成長には限界があるということだ。また、中国政府が不動産価格の上昇を積極的に抑制しようとすると同時に、融資基準の厳格化によって不動産開発会社の経営が苦しくなったことも理由の一つだ。

しかし、中国の不動産が苦戦していても、鉄鉱石とエネルギーの価格は持ちこたえている。世界経済の成長に関する次の大きなストーリーは、マクレナン氏が言及したユーラシア大陸のハートランドの統合だ。イスタンブールとジャカルタを結ぶ軸を中心とする地域には36億人が住んでいる。人口動態は好ましく、所得は増加しており、新たなインフラ投資計画が常に進んでいる。

UAEはインドで500億ドルのインフラ投資を行うと発表したばかりだ。インドネシア、ベトナム、中東、トルコでも大規模なインフラ投資が行われており、これらの国々の株式は過去10年で米国株と同等のドル建てリターンを上げている。新たな強気相場は、このイスタンブール・ジャカルタ間の軸を中心に展開する。これがコモディティーの成長をけん引するだろう。中国は崩壊していない。われわれはより大規模でより良いストーリーに向かっているだけだ。

進む脱ドル化



Louis Gave/ PHOTOGRAPH BY TONY LAW

Q：グローバル化についての意味は。

チャン氏：脱グローバル化は幻想だ。貿易パターンの変化という方が実態に近い。中東と中南米にはそれぞれ貿易回廊が存在し、メキシコ、ポーランド、ベトナム、インドネシア、モロッコなどがサプライチェーンの接続に重要な役割を果たしている。

ゲイブ氏：過去30年間の経済成長は米国か中国によるものだったが、ここ3〜4年はそうではない。ほとんどの新興国市場がタカ派的な米連邦準備制度理事会（FRB）の影響を受けていない

のも過去30年間で初めてだ。2013年、FRBが金融引き締めを開始する可能性があるとき、インドネシア、インド、ブラジルの金融市場は崩壊した。現在、これらの国の債券は米国債を20〜40%アウトパフォームしている。

Q：その理由は？

ゲイブ氏：米国債は金融システムを支えると考えられていたが、過去2年間はその役割を果たしていない。18カ月で20%下落する資産を支えとは呼べない。

チリなどの国は、ブラジルとの貿易がドル建てである必要はないと気づきつつある。これは非常に大きな問題だ。貿易が現地通貨建てで行われることが増えれば、中央銀行の準備金や企業の運転資金と

してドルを確保する必要性は低下するからだ。

マクレナン氏：米国の財政赤字は2022年7月時点でGDP比3.7%に達した。今年は景気サイクルのピークにもかかわらず、当社の推定では7%超となる見込みだ。昨年の財政拡大（社会保障の物価スライド、インフラ投資法とインフレ抑制法に関する投資など）は、財政が底堅いかのような幻想を見せたため、市場は壊滅的な実態を完全には織り込めていない。

これは大きなリスクをもたらす。世界の準備通貨であるドルが構造的な財政問題を抱える中で、米国政府はロシアによる準備金へのアクセスを制限している。他国にとって、準備金をドル建てで保有するインセンティブはない。金と上場投資信託（ETF）のiシェアーズ米国国債20年超ETF<TLT>の価格比は、2021年終盤以降で2倍に上昇している。金に対する米国債の実質的な価値が低下していることの表れだ。

Q：金融システムの新たな支えとなるものは。

チャン氏：存在しない。米国債は支えであり続けている。米国の金融システムの特徴、とりわけ資本市場の厚みと流動性は準備金にとって欠かさない要件であり、世界中どこにも同等の市場はない。他国も引き続きドルを保有したがっている。例えば、サウジアラビアは依然として通貨をドルにペッグしている。

とはいえ、コモディティ市場には変化が起きている。当社の推定では、対ロ制裁によりコモディティ取引の20%はドル以外の通貨で行われており、中国では海外資産の脱ドル化が見られる。中国は依然として多額の米国債を保有しているが、ドル以外の通貨へ大規模な移行を実施した。新興国による金の購入も増えている。当社の長期予想では、ドルの価値は年率2%のペースで低下するとみられる。

ジェイン氏：ロシアは肥料、食糧、兵器の世界最大の輸出国だ。従って、ロシアに貿易制裁を科せば世界全体のドルの利用額は減る。さらに、各国はドルや米国債を保有するよりも、インフラを改善するために国内に投資したいと考えている。サウジアラビア、バーレーン、オマーン、カタールなどの中東諸国は経済を開放しつつある。過去10年間の市場パフォーマンスが低調だった国で、好ましい政策が行われており、大きな変革が起きている。

Q：これまでの議論が投資ポートフォリオにとって持つ意味は。

マクレナン氏：2021年の資本コストは、おそらく数十年間で最も低かった。そのような状況が終わり、先進国でソブリンリスクが生じていることを考えると、金がヘッジになる可能性がある。当社のポートフォリオは、米国株が70%を占めるMSCIワールド・インデックスよりも分散しており、米国株と海外株でほぼ50%ずつとなっている。

ジェイン氏：当社のグローバルポートフォリオは、新興国の割合が過去15年間で最大だが、中国には一切投資していない。航空会社のターキッシュ・エアラインズ<THYAO.トルコ>など、トルコ株に多額を投資している。保有銘柄の一つであるインドネシアのマンドリ銀行<BMRI.インドネシア>は、時価総額350億ドルの国有銀行で、株価収益率（PER）は9倍、融資額の伸びは2桁台だ。

欧州では、自社株買いへの課税や公益企業の国有化など、あらゆるものを公有化する動きが急速に進んでいるが、新興国市場では民営化が進展しつつある。ブラジルは50社以上の企業を民営化してい

る。インドのモディ首相は、政府は企業の経営に関わるべきではないと述べている。素晴らしい見解だ。

Q：民営化の他の受益者は。

ジェイン氏：われわれはインドの鉱山、空港などの事業の持ち株会社であるアダニ・エンタープライズ<512599.インド>の保有を増やしている。時価総額は約300億ドルで、タイ空港公社<AOT.タイ>と同等だ。しかし、アダニは、グリーン水素、道路、データセンター、鉱山サービスなどの他の資産を考慮しなくとも、空港事業だけの評価で今後数年以内に現在の時価総額に達するだろう。インドでは航空旅客の約3分の1、コンテナの40%が、アダニが運営する空港と港湾を利用している。米ドルベースの株価は過去25年間で年率30%のペースで上昇しているが、依然として割安だ。

Q：それほど株価が上昇しているにもかかわらず、なぜ過小評価と言えるのか。

ジェイン氏：アダニは、事業の育成において世界有数の実績を備えており、これまでにスピノフした企業の合計評価額は750億ドルを上回る。

Q：アダニは今年、広範囲の不正を主張する空売り筋の標的となったが、その主張を否定した。この状況をどう見るか。

ジェイン氏：ほとんどの主張は、高等裁判所で以前に否定され、数カ月前には最高裁判所によって却下された。アダニ・エンタープライズはアダニ・グループの旗艦企業だ。アダニ・グループは先月、アジアで最大のシンジケート・ローンで資金を調達し、12行の世界各国とインドの銀行が資金を提供した。米国政府でさえ、スリランカの港湾関連プロジェクトを通じてアダニに投資している。

Q：新興国市場で他に魅力的な銘柄は。

マクレナン氏：われわれの最大の保有銘柄は、メキシコの飲料持ち株会社であるフォメント・エコノミコ・メヒカノ（FEMSA）<FMX>で、傘下にコンビニエンスストアチェーンのOXXOを持ち、コカ・コーラ<KO>のボトラーとしては世界最大だ。メキシコは脱グローバル化の恩恵を一部享受しており、FEMSAは競争優位性のある事業を保有している。

欧州の問題

Q：欧州の見通しは。

チャン氏：欧州では、緩やかなリセッションの懸念が高まっている。賃上げ圧力が高まる可能性があり、インフレに関する不透明感は強い。成長に関しては構造的な問題があり、「欧州の病人」であるドイツが欧州の中核となっている。中国の飽くことのない需要を満たすために安価な天然ガスを調達するという、欧州の現在の成長戦略は覆されている。さらに、米国は産業政策を積極的に推進しており、関税も残る。しかし、欧州にとっての核心的問題は消費者の「不安感」で、貯蓄率はコロナ禍前の水準を上回っている。

ジェイン氏：欧州のエネルギー価格はロシア・ウクライナ戦争後に急騰した。原料として割安なロシアの天然ガスに依存していたドイツの産業界にとっては、割が合わなくなっている。欧州の政策決定者も、内燃機関車の販売を6〜7年後に禁止することで、自動車メーカーに打撃を与えている。欧州の自動車業界は、電気自動車（EV）で中国メーカーに太刀打ちできないため、貿易戦争の開始をもくろんでいる。ただ、EVのサプライチェーン全体が中国にあることは問題だ。

Going Global

Growth is plentiful, and valuations muted, in many parts of the world, as our roundtable panelists' picks suggest.

Louis-Vincent Gave

Co-founder of Gavekal Research

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (billion)	P/E*
BYD / 1211.Hong Kong	HK\$224.20	93.9	17.5
Fuyao Glass Industry Group / 3606.Hong Kong	36.40	13.2	14.1

Rajiv Jain

Chairman and chief investment officer of GQG Partners

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (billion)	P/E*
Adani Enterprises / 512599.India	INR2,208.80	30.2	N/A
Bank Mandiri Persero/ BMRI.Indonesia	IDR5875	35.1	10.1
Glencore / GLNCY	\$11.64	71.4	10.3
Petrobras / PBR	16.04	101.6	4.5
Turk Hava Yollari/ THYAO.Turkey	TRL256.5	12.2	5.4
TotalEnergies / TTE	67.41	162.6	6.7

Matthew McLennan

Co-head of the global value team at First Eagle Investments

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (billion)	P/E*
Exxon Mobil / XOM	104.96	420.5	10.7
Fomento Economico Mexicano / FMX	\$126.77	40.7	19.3
IPG Phototonics / IPGP	\$95.13	4.5	19.2
Prosus / PRX.Netherlands	€30.24	87.6	16.3
Richemont / CFR.Switzerland	CHF112.60	72.9	16.1
SLB / SLB	52.85	75.2	15.2
Wheaton Precious Metals / WPM	45.73	20.7	35.1

*Forward 12 months. N/A=Not applicable.

Sources: Bloomberg, FactSet

ゲイブ氏：欧州には問題が多いが、二つの光明がある。欧州発の好材料を誰も期待していないこと、そして欧州の銀行株が大幅に上昇していることだ。市場の暴落は、銀行の問題がきっかけになる傾向があり、現在でそれがみられるのは米国だけだ。4.9%の経済成長率にもかかわらず、米国の銀行株の

業績はさえない。

Q：米国の銀行の株価は、多くの理由で苦しんでいる。

ゲイブ氏：逆イールドカーブなどが理由だ。しかし、米国の銀行は、米国債の15兆ドルの時価消滅の影響を受けた相手側だ。

マクレナン氏：米国のリテール銀行は、危機の前兆を知らせる鉱山のカナリアとして機能してきた。2000年代半ばには、リテール銀行は住宅ローンで問題を抱えており、2008年にはサブプライムローン問題があった。今回の地方銀行の問題は米国債が理由となっており、次の危機は米国の何らかのソブリン問題が関係するだろう。

原油に注目



Rajiv Jain/ PHOTOGRAPH BY MARY BETH KOETH

Q：これまでのリスクに関する議論を踏まえると、市場のどこにプロテクションがあるのか。
ジェイン氏：5年間でみると、原油関連がおそらく最もディフェンシブな資産だろう。セクター全般にわたって収益性は改善しており、設備投資額は半分以下へ減少した。中国、ブラジルおよびインドでは、政府が積極的に投資しているために、われわれは国有企業を最近新たに選好している。

ブラジルでは石油会社のペトロブラス<PBR>を保有している。PERは4.5倍で配当利回りは10～15%だ。今後6～7年間における増産見通しは最高の部類に属する。欧州では、石油会社のトタルエナジーズ<TTE>を保有している。パトリック・ブヤンヌ最高経営責任者（CEO）は業界の中でも最高のCEOの1人だ。PERは6倍で、配当利回りは5%だが、配当は増加している。

ゲイブ氏：過去30年にわたって、株式のポートフォリオを構築する際には安全策として米国債10年物を保有していた。しかし、財政の動向、脱ドル化、変化する世界の中で、債券保有は過去3年間は機能しなかった。

債券および株式と負の相関性を持つ資産はエネルギーだけだ。エネルギー価格の上昇はさらなる痛みを産み、債券のさらなる売りのきっかけになる一方、それに伴う金利上昇は株式市場の足元をすくうだろう。現時点でエネルギーを大幅にオーバーウエートとしていなければ、壊滅的な結果を招く可能性がある。

マクレナン氏：われわれの保有上位に大手エネルギー企業のエクソンモービル<XOM>や石油・天然ガスサービスを手掛けるSLB<SLB>がある。多額のキャッシュフローを生み出しており、バランスシートは多くの国有企業よりも良好だ。油田サービスの価格は大幅に上昇する可能性があり、エネルギーは往々にして予想外の地政学的展開において重要な要素となる。

チャン氏：われわれもコモディティーやエネルギーをオーバーウエートしており、公益や生活必需品

などの債券代替セクターに注目している。われわれの基本シナリオではないが、原油価格が1バレル＝120ドルまで上昇して2四半期にわたってその水準にとどまれば、世界の経済成長を葬るだろう。100ドルであれば、世界の経済成長率を0.5%ポイント押し下げる。

中国の余波



Matt McLennan/ PHOTOGRAPH BY SASHA MASLOV

Q：中国の経済成長率低下は、コモディティーや中国の成長に結びついた企業にとって何を意味するのか。

マクレナン氏：日本経済が1990年代に調整した際、コニャックなどの特定の製品需要は、完全には回復しなかった。高級ブランドでわれわれの最大の投資先は宝飾品や時計などの企業を傘下に持ち、カルティエの持ち株会社であるリシュモン<CFR.スイス>だ。中国の消費の回復力が弱ければ、カルティエにとって重しになるだろう。ただ、時計や宝飾品の価格設定はハンドバッグよりも積極的ではないため、宝飾品など

への波及需要の可能性はある。リシュモンは、店舗と製品の拡大を抑制してきたため、貴金属価格をアウトパフォームしてきた。

ジェイン氏：中国では貯蓄率が再び上昇している。新型コロナウイルスに関連したロックダウンとホワイトカラーの雇用喪失で、厳しい時を過ごしてきたため、消費者心理が変化した。それが欧州の高級品セクターを選好しない理由だ。LVMHモエ・ヘネシー・ルイ・ヴィトン<MC.フランス>は、今や売り上げが4000億ドルと巨大なため、近い将来に2桁台の売上成長を回復するとは考えていない。

マクレナン氏：われわれはバーベル型の考え方を取っている。例えば、投資家はリシュモンを保有する一方で、中国の景気減速で既に圧迫されているファクトリー・オートメーション関連銘柄も保有したいと思うかもしれない。その場合、強固な地位にある企業の一つが米国の電子部品メーカーであるIPGフォトニクス<IPGP>だ。IPGは、ファイバーレーザーで65%の市場シェアを持ち、中国が回復すれば恩恵を受ける一方で、新たな工場を中国以外に建設している。株価キャッシュフロー倍率は1桁で、ネットキャッシュの状態にあって自社株買いを実施している。

われわれはソブリンリスクや地政学的リスクに対して、金地金などによる潜在的なヘッジも望んでおり、カナダの貴金属ストリーミング会社であるウィートン・プレシャス・メタルズ<WPM>を保有している。ウィートンのリターンは、金や銀と比較して高い。金のストリーミング会社は、産金会社の生産量の一定割合を、あらかじめ設定された金額で購入する。

Q：地政学的リスクといえば、中国の経済成長率の低下は、台湾に対するアプローチにどのように影響するのか。

チャン氏：台湾との軍事紛争は、当面の関心事にはならないだろう。米中間の二国間協議の再開は、見込み違いと偶発的な紛争のリスクを低下させた。重要なことに、最近のアジア太平洋経済協力会議（APEC）首脳会議で米中は軍事対話の再開で合意した。

中国で事業を行うことと、ポートフォリオ投資家であることの間には大きな差がある。既に中国で事業を行っており、国内市場かアジア市場におけるエクスポージャーを高めようとするならば、戦略はほとんど変わらない。中国で米国市場を対象に事業を行っているのであれば、監視が厳しくなっていることから、戦略を再考しなければならないだろう。

ゲイブ氏：中国が国内で問題を抱えており、人々の目をそらすために台湾に侵攻するという見解は、欧米のものだ。中国は台湾を侵略しない。中国の政治的状況は現実的な問題だ。不動産、教育およびテクノロジーの引き締めを受けて、中央政府はもはや友人ではなく敵であるという認識が、中国の起業家および地方高官の間にある。

Q：投資家が中国に関して見逃していることは。

ゲイブ氏：好材料もある。中国の貿易黒字は、新型コロナウイルス前は約250億ドルだったが、現在は約750億ドルと3倍になっている。中国は過去5年間で、輸出価値を向上させた。今や、自動車の世界最大の輸出国であり、発電設備やタービン、鉄道から通信設備まで、多くの産業において世界クラスの競争相手となっている。中国が輸出価値を向上させるにつれて、賃金は上昇し、雇用は増加して、技術開発も加速した。

Q：中国の成熟化に対するエクスポージャーとして、投資家は何を保有すべきか。

ゲイブ氏：中国企業がそれぞれの産業の主流になったときの受益者について考えるべきだ。EVメーカーのテスラ<TSLA>の株価は、世界最大の自動車メーカーの地位に永久にいられるかのように設定されているが、中国の自動車メーカーのBYD（比亞迪）<1211.香港>が将来最大になることに疑いの余地はない。ガラスメーカーのフーヤオ・グラス・インダストリー・グループ（福耀玻璃工業集団）<3606.香港>も、世界最大のガラスメーカーになる公算は大きい。私は両社を保有している。

マクレナン氏：選別姿勢を取る必要がある。われわれは、中国の中期的な経済成長率が低いと予想している。日本が、人口動態の問題、デフレおよび負債で大変な状況にあったと誰もが考えていたときに、多くの興味深い企業が登場した。中国では、長期的にみて財産権が保証されるか否かには疑問があるが、それは数年前に織り込まれている。われわれが投資機会に前向きになり始めている理由はそれだ。

われわれは、中国のインターネットサービス大手のテンセント・ホールディングス（騰訊控股）<0700.香港>の約30%を保有する、オランダの投資会社であるプロサス<PRX.オランダ>を保有している。テンセントは無謀に近い拡張戦略から、効率性上昇に焦点をあてた一層慎重なアプローチにシフトした。プロサスは、テンセントや他の保有企業の株式の評価額に対して株価が大幅なディスカウントとなっており、自社株買いを実施している。

他のテーマ

Q：他に、あまり注目されていない世界的なテーマは。

ジェイン氏：多くの国で、電力需給が厳しくなっている。大半の新興国は、百万BTU（英国熱量単位）当たり12〜13ドルの液化天然ガス（LNG）を買う余裕がない。停電を容認しないのであれば石炭が復権しなければならないだろう。日本と韓国では火力発電所が建設されつつある。欧州におけるクリーン・エネルギーに関するあらゆるニュースにもかかわらず、鉱山開発の多国籍企業であるグレンコア<GLNCY>からコロンビア産石炭を最も買っているのはドイツだ。われわれは、利益の40%弱を

石炭で上げているグレンコアを保有している。

チャン氏：とはいえ、中国の経済モデルと、中国経済が内需に向けてかじを切れるか否かに関する疑問は残る。また、米国が中国のテクノロジーに対するアクセスをさらに制限するのか、米国企業に対して国内調達を促すのか、または、投資家の中国株式保有に対する監視を強めるかなどの、地政学的問題もある。

世界経済と国際的な通貨制度における米国と中国の役割が背景となり、両国は依然として例外的な国でもある。米ドルは準備通貨であり、中国は資本取引が制限されている。その結果として、ここで持続不可能と議論された負債や財政赤字などの多くのトレンドは、両国ではしばらく維持される可能性がある。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

2. ビジネストラベルの需要回復を取り込むのはこの4銘柄 Business Travel Is About to Pick Up. 4 Stocks to Catch the Comeback. 需要回復の兆候は幾つも見える

[フィーチャー]

ようやく見えてきたビジネストラベル需要の回復



JEFFREY GREENBERG/GETTY IMAGES

法人旅行がついにビジネスに戻ってくるかもしれない。航空会社やホテル会社の利益率が上昇するとともに、今後数カ月はレジャー旅行の閑散期ではあるが、十分な需要に応じた収入増が期待できる。

出張管理責任者を対象にした調査結果、航空会社からの事例証拠、ホテル会社の収益状況、ハリウッドと自動車メーカーのストライキの終結といった事実は、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）後の旅行需要の回復が低迷していた中、そのすべてが待望の好転を示唆している。

投資家にとって重要なのは、この先さらに上振れが期待できそうだということだ。

しかし、課題はどの旅行関連株がその恩恵を十分に受けられるかを見極めることだ。大手航空会社のデルタ航空<DAL>やユナイテッド航空<UAL>のような、より法人向けのビジネスに強い航空会社株が上昇する可能性はあるが、このセクターは輸送能力に関する幾つもの問題と戦っており、雲行きが怪しくなっている。ホテルチェーン大手のヒルトン・ワールドワイド・ホールディングス<HLT>やマリオット・インターナショナル<MAR>なども潜在的な受益者だ。

パンデミック後のビジネストラベル需要は、何度も夜明け前の兆候があったが、持続的な回復の兆しが今、見え始めている。米国の主要航空会社のほとんどは、2023年7～9月期にビジネストラベル需要が改善したことを示唆したが、実際にはまさに現在の流行語の「着実」と言うにとどまった。

法人向け旅行最大手のアメリカン航空グループ<AAL>は、2023年7～9月期の総収入が2%増加し、レーバーデー以降、「着実な改善」が見られたと述べた。格安航空のジェットブルー<JBLU>は、需要回復は「着実な状況」にあり、景気とともにさらに回復するだろうと述べた。デルタ航空は、「着実な改善」を続けているとし、従業員の職場復帰への取り組みに言及した。

「ゆっくり着実に」がレースを制するという図式だ。しかし、ペースは上がるかもしれない。法人向け旅行の調査では、2024年には予算が増加すると指摘されている。

業界団体であるグローバル・ビジネス・トラベル・アソシエーションの最新の見通しによると、調査対象となったグローバル企業860社のうち67%が2024年の出張予算は増加または横ばいとしており、39%が増加すると予測している。モルガン・スタンレーが10月に実施した企業の出張管理責任者を対象とした調査によると、2024年の出張予算は前年比で平均8%増加するとしているが、これは2023年に11%増加した上での見込みだ。

このような継続的な成長が実現すれば、航空会社やホテル会社にとっては朗報だ。米国旅行協会によると、2022年末時点で、法人および団体の出張旅行は2019年の水準をまだ29%下回っている。2024年に完全回復、そしてそれ以上の伸長も可能性はゼロではない。航空会社にとっても好材料となりそう。大手会計・コンサルティング会社プライスウォーターハウスクーパース（PwC）の報告書によると、法人旅行客は総旅客数のわずか12%にもかかわらず、パンデミック前には特定のフライトで全体の最大75%を占める利益を生み出した。また、ヒルトン、マリオット、ホリデイ・インを所有する大手ホテルチェーンのインターコンチネンタル・ホテルズ・グループ<IHG>でも、2019年の収入の約45～50%をビジネストラベル客が占めた。

企業がコスト削減を目指す場合、出張予算はしばしば最初の犠牲者の一つとなる。それは確かにリスクではあるが、回復を恒久的に止めるというよりは、回復を遅らせる可能性が高い。

■ 優位に立つデルタ航空とユナイテッド航空

また、現在のビジネストラベルの様相は、回復が加速する可能性を示唆している。モルガン・スタンレーの調査によると、現在、回復を主導しているのは規模が相対的に小さい企業で、売上高10億ドル未満の企業の41%が、パンデミック以前の出張水準に既に戻ったと回答している。しかし、売上高160億ドル以上の企業で2019年の水準に達しているのはわずか22%にすぎず、これはモルガン・スタンレーの5月調査の26%より低い。アナリストのラビ・シャンカー氏は、「大企業ではやや停滞している可能性があるが、それは同時にこれからもっと上向く可能性があることを示している」と言う。

回復が加速すると思われるもう一つの理由は、エンターテインメント業界と自動車メーカーのストライキが終結したことだ。デルタ航空のグレン・ハウエンシュタイン社長は、全米自動車労組（UAW）とハリウッドのストライキが2023年7～9月の企業収益の「足かせ」となったと述べた。とはいえ、デルタ航空の事業収入は依然として加速しており、ハイテク業界と金融サービス業界の法人旅行客は2桁の増収を記録している。ストライキに見舞われた二つのセクターは、協議が合意に達した今、より大きな上振れ余地が期待される。

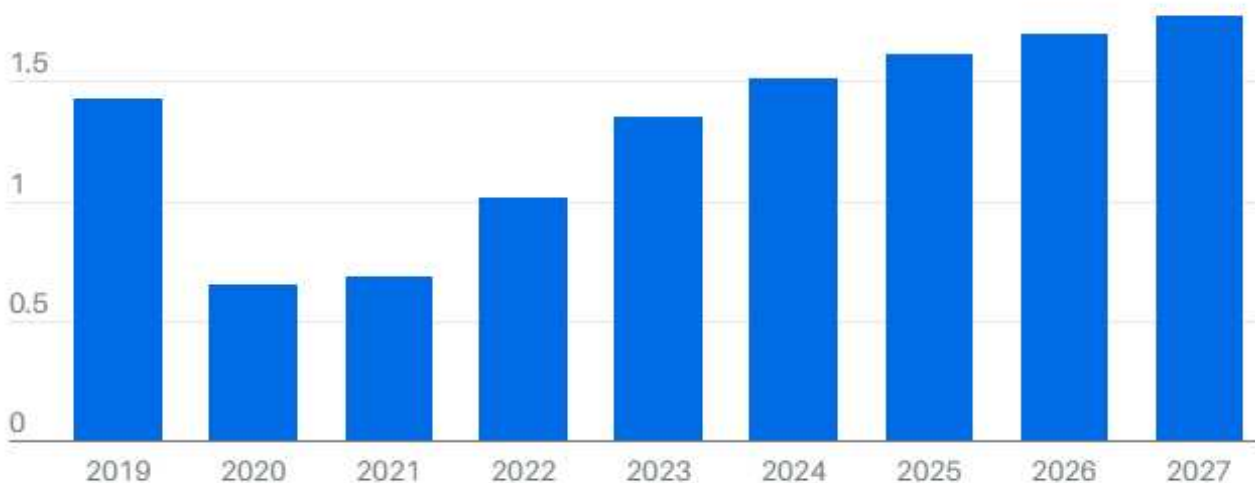
デルタ航空はその恩恵を最も受けられる立場にあるかもしれない。シャンカー氏は、「デルタ航空

Business Bounceback

Business travel spending dipped significantly during the pandemic but could return to pre-Covid levels in 2024, according to estimates.

Global business travel spending

\$2 trillion



Note: 2023 is an estimate. 2024-27 is forecasted.

Source: Global Business Travel Association, Rockport Analytics

は、恐らく米国で最も法人向けビジネスに強い航空会社として、引き続き好感している」と言う。航空会社の株価は7月をピークとして低迷しており、デルタ航空の2024年の利益予想をベースとした予想株価収益率（PER）は5.5倍と割安で、業績が上向けば、株価は上昇する可能性がある。ウォール街は強気で、アナリストの96%がデルタ株を「買い」と評価している。平均目標株価である52.30ドルは、11月20日の株価に対して44%の上昇を意味する。ユナイテッド航空も同様の道を歩んでおり、株価が割安である兆候が点滅している大手航空会社だ。

航空会社は、特にコストへのプレッシャーが高まり、夏の旅行のピーク時期がますます遠い記憶となる中、収入を増やすことができるだろうが、需要の増加を完全に取り込むことは難しいかもしれない。航空業界は、パイロットや航空管制官の不足、老朽化した機体のエンジンや整備の問題など、輸送能力に関する多くの問題を抱えている。パイロットは人手不足を理由に、労組の交渉で大々的な賃上げを勝ち取った。アメリカン航空とユナイテッド航空のパイロットは4年間で約40%の賃上げを獲得した。しかし、パイロットは連邦航空局（FAA）の証明書を取得するまでに1500時間の訓練を受ける必要があるため、パイロット不足の解消には時間がかかる。

航空会社はまた、ビジネスとレジャーの需要のバランスをとりながら、利用可能な輸送能力を再配分する必要もある。TDカウエンのアナリスト、ヘレン・ベッカー氏は、航空会社のPERが依然としてパンデミック前の水準を下回っている理由に関するレポートの中で、「ビジネス客の落ち込みが、伝統的なレジャー市場に過剰な輸送能力を押しつけている。需要は正常化しつつあり、供給過多となった市場に損失をもたらしている」と指摘している。

デルタ航空やユナイテッド航空のような輸送能力が最も大きい航空会社は、景気回復を利用する絶好

の機会を持つ。輸送能力が大きいということは、需要を取り込むために航空機をより機敏に再配置できることを意味する。この2社に加え、アメリカン航空は歴史的に強力な法人顧客基盤を持っている。

■ ビジネストラベルに強いマリオットとヒルトン

Travel Turbulence

It has been a turbulent year for travel stocks as investors have had plenty of factors to weigh, but the more globally exposed airlines and hotel companies have outperformed.

Company / Ticker	YTD Change
Hilton Worldwide Holdings / HLT	32.2%
Hyatt Hotel Corporation / H	25.0%
Delta Air Lines / DAL	8.5%
United Airlines Holdings / UAL	5.0%

Source: FactSet

ホテル会社も同様のことが言える。法人向けの旅行需要の加速は追い風だが、ホテル会社はインフレ圧力と重大な問題に直面している。すなわち宿泊料金をどこまで引き上げられるかだ。海外旅行、特に重要なアジア市場の出入国の回復も遅れており、そこでの業績向上が株価を押し上げる可能性がある。

ビジネストラベルが2019年の水準を上回れば、株価は上昇するだろう。マッコーリーのアナリスト、チャド・ベイノン氏は本誌に、「2023年に需要が戻ってこないのは大企業だ。2024年のトレンドは良好そうに見える。大企業のビジネストラベルコストは5%超上昇している。パンデミック前の水準に戻るという意味では、それは2024年かもしれない」と語った。

ベイノン氏は、もしビジネストラベルが回復すれば、マリオット・インターナショナルとヒルトンが最大の受益者になるとみている。マリオットのロイヤルティ会員数は1億8000万人で、これは主にビジネス旅行者であり、業界最多だ。注目すべきは、2019年は両ホテルグループともビジネストラベルへのエクスポージャーが最も大きく、ヒルトンの収入の50%は法人旅行者からで、マリオットのそれは47%だったことだ。そして、ホテル各社は2024年に法人向け宿泊料金の値上げの再交渉も行っている。つまり、すべて良い兆しなのだ。

しかし、需要回復は米国経済と表裏一体であるため、株価に織り込まれていないのかもしれない。それは必ずしも悪いことではなく、買いのチャンスかもしれない。ベイノン氏は、「少し景気が悪くなり、レイオフが行われたり、企業が旅行支出を控えたりすれば、恐らく2024年に需要回復を見ることはできないだろう。しかし、現在のところ、マクロ的に見れば、パンデミック前の水準に戻るだろう」と言う。

ビジネストラベルがパンデミック前の水準に戻るかどうかは、かつては激しい論争があった。しかし、今では、それは当然のことのように思われる。問題は、それがいつかだ。

By Callum Keown
(Source: Dow Jones)

3. 成長期待高いフィンテック企業ソーファイ・テクノロジーズは本物か Inside the Loan Valuation Debate Roiling SoFi Stock 賛否両論のフィンテック企業ソーファイの評価、結論が出るのはしばらく先

[フィーチャー]

賛否両論のソーファイ



COURTESY SOFI

フィンテック企業のソーファイ・テクノロジーズ<SOFI>は成長著しい消費者金融企業の1社だが、同社のローン評価法について賛否両論ある中で株価は激しく変動している。

ソーファイの計画は常に壮大だ。2011年創業で、「会員が資金を借ったり、貯蓄したり、使ったり、投資したり、守ったりするのを手助けするデジタル金融サービスのワンストップショップ」と自社を売り込む。おまとめローンサービスだけでなく、個人ローンや学生ローンを提供しており、CNBCの2023年世界のフィンテック企業トップ200社に選出されている。時価総額は63億ドルであり、成長著しい個人ローン事業を称賛する強気派と、成長の持続性や会計上

織り込まれている楽観主義を懸念する弱気派の論争の場となっている。

株価を見ればそれは明らかで、今年1月から8月までで150%上昇し、最近では6.80ドルへ下落したが、それでも年初来48%上昇している。ソーファイは今四半期に初めて米会計基準（GAAP）ベースの利益を計上することを目指す。しかし、株価は2024年の1株当たり予想利益の100倍、株価有形純資産倍率の約2倍で取引されており、ソーファイ株は市場からの厳しい目にさらされている。

ソーファイの主たる成長ドライバーが議論的となっている。ソーファイが供与し、投資家に売却する個人ローンである。第3四半期に39億ドルの個人ローンを供与し、前年同期比38%増だった。ソーファイはローン残高以上の価格、つまりパーで売却することをもくろむ。ソーファイは決算上、「公正価値（フェアバリュー）」を予定利息や手数料、ローン販売価格、損失分担分、その他要因を考慮してマークアップしている。ソーファイは財務諸表上で予想に基づくマークアップを認識している。9月末時点の143億ドルの個人ローンに対する公正価値マークアップは5億6900万ドルで、マークアップ率は約4%である。

ソーフアイの会計処理手法

2018年以来、会計規則は貸し手が売却予定のあるローンを生与した時にこの公正価値法を選択することを認めている。こうした評価法を採用しているのはソーフアイだけではない。評価の容易な住宅ローンにこの評価法を採用している銀行もある。ローンの評価法は会計慣行上の論争にとどまらない。ソーフアイはローンを生与する際にローンをマークアップするため、売り上げと簿価を引き上げることになる。しかし、当初評価はソーフアイが最終的にローンから実現できる価値には一致しない場合がある。さらに、ソーフアイの4月の委任状によれば、経営陣のボーナスは主として、営業収入や貸し出し、顧客の増加を基に算定されるため、押し上げられている可能性がある。

シーポート・リサーチ・パートナーズのアナリスト、ビル・ライアン氏は「仮に従来の投資目的保有会計を利用していけば、見た目ほどのスピードで成長してはいない」と語る。5月のレポートでライアン氏は、公正価値会計に基づくソーフアイの資本は40%、約13億ドル過大計上されていると推定した。

ソーフアイは会計上疑義があるようなことはしていないと考えている。ソーフアイの最高財務責任者（CFO）であるクリス・ラポイント氏は「ローンの生与時に、ローンを時価で評価し、パー対比のプレミアムあるいはディスカウントを、それが発生する四半期に収益として認識する」と語る。時間の経過とともに、ソーフアイは損失や繰り上げ返済、基準金利などに応じて予想価値を修正する。ソーフアイは過去2年間、ローンの実際のキャッシュフローは当初評価額より大きく、実際のローン売却価格は評価額より大きかった、と主張する。

ソーフアイは外部の専門家を雇って公正価値を計算しているという。監査法人デロイト&トウシュは年次報告書（10-K）の認証において、評価額を検証し、将来キャッシュフローの予想が「重大な仮定」に基づいているため「監査上の重要な事項（CAM）」として警告した。

過去5年間、ローンの公正価値会計は認められてきた。米証券取引委員会（SEC）への届け出によれば、30社を超える金融機関に対し、監査法人がその取引慣行につき決算に対する重要性からCAMと警告した。そのうち5社は消費者向けローン企業で、ソーフアイや、それより小規模の競合企業であるアップスタート・ホールディングス<UPST>、エノバ・インターナショナル<ENVA>、アトランティカス・ホールディングス<ATLC>、オポチュン・フィナンシャル<OPRT>である。

11月8日にソーフアイが提出した最新の四半期報告書（10-Q）を見ると、第3四半期にソーフアイが売却したローンの売却益の状況を知ることができる。ソーフアイは同四半期中に1510万ドルの個人ローンを売却したが、売却額は当該四半期の純収益5億3700万ドルのほんの一部にすぎない。ローン売却の対価として1510万ドルの現金を受け取り、ローンの買い手から受け取る予定の将来手数料76万7000ドルを追加で利益計上した。1510万ドルのローン売却に対し5.1%の売却益である。

ラポイントCFOは、1510万ドルのローン売却に対する5.1%の売却益はソーフアイが総額140億ドルのローンポートフォリオに対し4%のマークアップを正当化する証拠であると語った。

割れるソーファイのアナリスト評価

とはいえ、アナリストの中には懸念を持つ者もいる。10月10日付けの調査レポートでモルガン・スタンレーのアナリスト、ジェフリー・アデルソン氏は、11月8日付けの届け出の5.1%の売却益は現金支払いではなく、非現金の会計上の利益である、と指摘する。計算に基づき、アデルソン氏は、売却益として計上されたサービシング手数料はソーファイが過去に報告していたよりもはるかに大きいと結論付けた。アデルソン氏はソーファイの評価を中立、目標株価を7ドルとしている。

ウェドブッシュのアナリスト、デビッド・チャベリニ氏も、5.1%のサービシング手数料は高過ぎると言う。チャベリニ氏は通常の年間サービシング手数料0.58%で計算すれば、現在価値は23万3000ドルとなる、と11月9日付けのレポートで書いた。ソーファイが報告している76万7000ドルをはるかに下回る。ウェドブッシュはソーファイの格付けをアンダーパフォーム、目標株価を3ドルとしている。

みずほのアナリスト、ダン・ドレブ氏は反論する。過去36カ月のサービシング手数料はせいぜい3.5～4.0%だと調査レポートに記した。この手数料水準で試算すれば現在価値は約75万ドルとなる。ドレブ氏は「数字の確認は簡単だ。確かにサービシング手数料は通常よりやや割高だが、ちゃんと計算上は成り立つ」と本誌に語った。みずほのソーファイに対する評価は買い、株価目標は15ドルである。

ソーファイのラポイントCFOは第3四半期のローン売却益はアグレッシブな会計上の仮定を置いた結果ではない、と語る。ローンの売却取引は買い手が一括前払い（アップフロント）で一定の手数料を支払い、ローン期間中固定のサービシング手数料を支払うよう組み立てられている、と説明する。ラポイントCFOは「個別のサービシング手数料に関する限り、仮定に基づくものではない。買い手が支払うべき契約上の固定債務だ」と強調する。

ラポイントCFOは「従来より高めのサービシング手数料になってはいるが、逆にアップフロント手数料は引き下げている。結局のところ、取引ごとに仕組みは変わる」と第3四半期のローン売却について語る。

投資家がソーファイのローン売却益について次回報告を受け取るのは、来年1月に予定される第4四半期決算発表時である。しかし、ソーファイはラポイントCFOがスティーブンス投資カンファレンスで、開示済みの3億7500万ドルの個人ローンの証券化にブラックロックとともに取り組み、5%の利益を挙げたと語り、11月14日に早めに取引例を提示した。

しかしながら、投資家の不安は解消されてはいない。ラポイントCFOは第3四半期の1510万ドルのローンを含む売却ローンに将来損失が発生した場合は、損失を負担することもあると認めているからだ。コメントを受けて、株価は急落した。ソーファイの株価は11月21日まで月初来11%下落している。

ウェドブッシュのアナリスト、チャベリニ氏は「こうした取引が増えることを懸念している。ソーファイはバランスシート上のローンだけでなく、第三者へ売却したオフバランスのローンのリスクを一部負担することで、両方の損失リスクを抱えている」と11月23日の調査レポートで書いている。

投資家にとって一つ確実なのは、議論は当分終わらない、ということである。

By Emily Dattilo and Bill Alpert
(Source: Dow Jones)

4. なぜテスラはEVで利益を上げられるのか Why Can't Anyone But Tesla Make a Buck on EVs? 支えとなったのは排出権クレジット

[フィーチャー]

他のメーカーがEVで稼げない理由



COURTESY TESLA

電気自動車（EV）ビジネスはパラドックスを抱えている。現在、ほぼすべての自動車メーカーがEVを製造しているが、多くのメーカーが厳しい状況にある。フォード・モーター<F>やフォルクスワーゲン<VOW.ドイツ>、ゼネラル・モーターズ（GM）<GM>などは、バッテリー駆動EV（BEV）で利益を上げるのに苦労している。最も成功した自動車会社であるトヨタ自動車<7203>は当初、内燃機関とバッテリー技術を組み合わせたハイブリッドEVを主に選択した。最大のBEVメーカーであるテスラ<TSLA>でさえ、初めて通期黒字を計上したのは2021年のことだった。

自動車メーカーがBEVで利益を上げるのがそれほど難しいのであれば、そもそも、なぜBEVに参入したのか。なぜ、トヨタはBEVよりもハイブリッド車を好んだのか。そして、なぜテスラはこれほどに異端なのか。

EV業界の現状は、20年にわたる公共政策を通じた介入によるところが大きい。エネルギー・環境政策は、アジアに拠点を置くEV技術サプライヤーと米国の自動車メーカーを結ぶ複雑なグローバル・ネットワークを生み出した。その規制システムはテスラに恩恵を与える一方、内燃機関車とEVの混合メーカーには害をもたらした。

環境規制当局がクリーンな自動車を想像したとき、彼らは主に大気の状態に関する結果について考え、義務付けられた技術革新によって引き起こされる産業やインフラの混乱についてはあまり考えていなかった。顕著な例がカリフォルニア州大気資源委員会（CARB）だ。CARBは1990年に、自動車メーカーにある種のゼロエミッション車（ZEV）の生産を義務付けた。他の州もこれに続いたのである。

要するに、自動車メーカーにオールバッテリーEVの生産を強制したのだ。しかし、この技術は100年来の自動車製造ビジネスモデルに難問を突きつけた。バッテリーは最もコストのかかる（そして最も収益性の高い）EV部品であり、一般的に電気モーターよりも寿命が短く、いつ交換するべきか予測もしづらい。そのため、根本的にBEVのビジネスは、歴史的に自動車メーカーの管轄外であった大型バッテリーのビジネスという側面が強い。最初に利益を得るのがバッテリーセル・メーカーであること、そしてEV用バッテリーの交換市場における自動車メーカーとバッテリー・メーカーの潜在的な利益相反が障害となってきたのだ。

デトロイトを拠点とする大手メーカーは1980年代末から、企業別平均燃費基準（CAFE）の抜け穴のおかげで、利益率の高い小型トラック・モデルに入れ込むようになった。自動車業界は、先進的な新しい動力源（連邦政府が技術政策で支援する水素燃料電池を含む）の長期的な研究開発と引き換えに、ZEVの義務化を遅らせるようロビー活動に訴えた。大気質規制当局は同意し、1990年代末に義務化枠を縮小した。これにより自動車メーカーは、GMの「EV1」を含む第一世代BEVの生産を中止したのである。

2000年代に起きた劇的な出来事によって、政策決定者たちは方針を転換し、今日の異常状態を引き起こした。一つ目は、トヨタのハイブリッドカー、プリウスの意外な成功である。プリウスは旧松下電器／パナソニック製（のちに合弁会社）の比較的安価で先進的なセルのパックを搭載していた。米大手メーカーには当時、同様の製品も産業界の盟友もいなかった。テスラをはじめとする未熟な新興企業が大型バッテリーを搭載したEVを開発する一方、従来の自動車メーカーは2007年以降、経済危機が深刻化する中で経営難にあえいでいた。連邦政府による大規模な経営介入は、テスラだけでなく、GMを含むレガシー自動車メーカーにも広がった。

テスラは、規制された技術革新の時代において独自の優位性を享受し、この混乱から抜け出した。2009年にCARBが考案したゼロ・エミッション・クレジット制度を最大限に活用することができたからである。同制度の下で自動車会社はZEVを生産することで得られるクレジットを他社に貸したり、売却することができる。テスラはオールバッテリーのEVだけを生産していたため、ZEVを大量生産するよりもクレジットを購入する方が安上がりな既存の自動車メーカーに対し、クレジットをすべて売却することができた。ZEVクレジットの販売は、低迷期のテスラにとって重要な収入源となり、現在も売り上げの重要な部分を占めている。

他の自動車メーカーもようやくBEV分野に参入したが、それはテスラというセーフティネットとテスラの技術的経験なしにはあり得なかった。テスラはパナソニックと協力した。パナソニックは、米国で税控除を受けたプリウスを通じてトヨタと長期的なパートナーシップを結んだおかげで、EV用バッテリー製造で先行していた。州と連邦政府の補助金によって、テスラはベンチャーキャピタルの主要な投資先になるとともに、米国の環境・エネルギー政策の主要な手段となった。この地位が、テスラの巨額の時価総額を支えている。

■ バッテリーEVの成長には不透明感

規制当局が大気質と自動車の電動化に夢中になっていることは、オールバッテリーのEVビジネスモデルの賢明さを補強しているように見える。しかし、EV革命における産業、インフラ、社会経済的な配慮に対する政策上の関心が相対的に低いと、BEVの成長が制限される可能性が高い。リスクアナリストのロバート・シャレット氏が指摘するように、急速に増加する充電ニーズに対応するための電力網の整備はほとんど行われていない。この問題は、複数の再生エネルギー事業が同時に進んでいることで深刻化している。

もう一つの要因は、EV支持者や環境活動家向けの市場が飽和状態になり、需要が弱まっていることだ。コストに敏感な一般的な自動車ユーザーが、なじみのない新技術に夢中になる可能性は低い。こうした問題が国家レベルで解決されるまで、米国の自動車製造におけるオールバッテリーEVとそれ以外との溝は深まるだろう。

筆者はストラスクライド大学の歴史学者。主な著書に『Age of Auto Electric : Environment, Energy, and the Quest for the Sustainable Car』がある

By Matthew N. Eisler
(Source: Dow Jones)

5. 感謝祭の週は順調に上昇

[米国株式市場]

The Stock Market Had a Wonderful Thanksgiving.
年末ラリーに向けた準備も万端か

年末ラリー期待



BING GUAN/BLOOMBERG

感謝祭は終わったが、投資家が感謝する理由はまだある。年末に向けてサンタクロース・ラリーが始まるからだ。

先週は23日の感謝祭休日をはさんだ4日間の商いだったが、主要株価指数の動きを見ると、ダウ工業株30種平均は1.3%高の3万5390ドル15セントとなり、S&P500指数は1.0%上昇して4559.34で引けた。ナスダック総合指数は0.9%上昇して1万4250.85となり、小型株のラッセル2000指数は0.5%高の1807.50で週末を迎えた。

株式市場の上昇の裏には、感謝祭の週の上昇を本格的な年末ラリーに導くいくらかの勢いが現実にある。その勢いの一因は単純な季節性だ。1950年以降を見ると、S&P500指数は感謝祭から大晦日にかけて70%の確率で上昇しており、その平均上昇率は1.7%となっている。

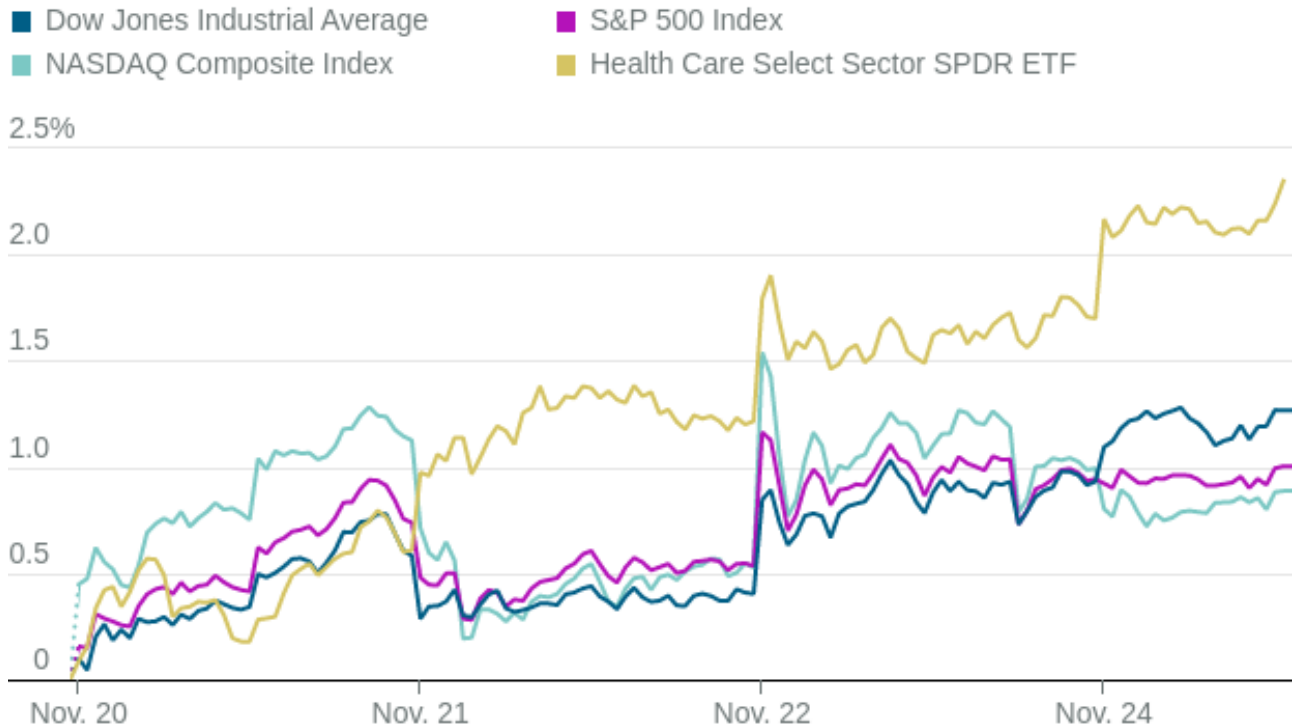
七面鳥が食卓に上る感謝祭までに力強く上昇していた場合、勢いは一層強まる。実際、今年のS&P500指数は感謝祭までの1カ月間で8.1%上昇している。これは1999年以降で同期間としては最高の上昇だが、1999年はここから年末までにさらに3.7%上昇した。ここから考えても、上昇の準備は整っていることになる。

FRBの動きも追い風

しかし、さらなる上昇に向けて、純粋なテクニカル要因以上のものがある。データトレック・リサーチの共同創設者であるジェシカ・レーブ氏は、米連邦準備制度理事会（FRB）の引き締めサイクルの終わりを指摘している。FRBが最後に利上げを行ったのは今年の7月で、市場はそれが今回の利上げサイクルの最後の利上げだったという考えに近づきつつある。

これはS&P500指数にとって好材料だ。レーブ氏によると、S&P500指数は利上げサイクルが終了した1995年、2000年、2006年、2018年の翌年に平均すると17%上昇した。一方、S&P500指数は今年7月のFRBによる最後の利上げ以降はほぼ横ばいで推移しており、これは十分な上昇余地があることを示唆

Market Snapshot



している。

市場にとって好材料となるのは利上げの終了だけではなく、利下げがまもなく始まる可能性があることも好材料だ。CMEグループのフェドウォッチ・ツールによると、FRBが2024年3月の会合までに利下げを実施する確率を市場は25%と織り込んでおり、5月までに利下げが実施される確率は50%を超える。これは過去の出来事と軌を一にする。FRBは最後の利上げから平均して9カ月後に利下げを開始しており、今回に当てはめると、最初の利下げは5月1日に終了する政策決定会合となる。

レーブ氏は「市場は歴史を分かっている。フェデラルファンド（FF）金利の先物市場で利下げ確率が50%を超えているのは、この時点からだ」と書いている。

景気も底堅く推移

FRBが景気後退を食い止めるために行動を起こす場合であれば利下げも問題となりうるが、米国経済が堅調に推移しているように見えることは好材料だ。製造業とサービス業の経済活動の指標であるS&Pグローバル米国総合PMI（購買担当者景況指数）の11月の速報値は50.7だった。この指標は50を上回れば経済活動が活発化していることを意味しており、今回の数値はインフレ率の低下が続く一方で経済成長が最適な状況にあることを示す証拠となっている。

七面鳥のおかわりをするには時期尚早だろうか。

By Jack Denton
(Source: Dow Jones)

6. ハイテク株のラリーは終わっていない Tech's Rally Isn't Done. 10 Stocks That Are Next to Gain. 次に上昇するのはこの10銘柄だ

[ハイテク]

2022年の下落を経て2023年に大きく上昇したテクノロジー株



DREAMSTIME

年末に向けテクノロジー株の上昇は続きそうだ。

ナスダック総合指数は今年既に約36%上昇している。しかし、史上最高値からはまだ12%も低く、年末に向けても2024年に向けてもテクノロジー・セクターはここからさらに上昇する可能性があると考えられる理由がある。最も重要なのは、この上昇が株式市場の超大型株以外にも広がりそうに見えることだ。

テクノロジー・セクターの株価の動きを、米国株のパフォーマンスが極めて悪かった2022年にさかのぼってみる。2022年のナスダック総合指数は33%も下落した。米連邦準備制度理事会（FRB）が金融を引き締めたため損失が増え、非上場企業も上場企業も資金源が枯渇したため、株価の下落が続いた。ハイテク業界の一部はコロナ禍の後遺症に苦しみ、サプライチェーンとIT製品の購買パターンの混乱が長引いた。

2023年に入ると状況は一変した。FRBの利上げはほぼ終了し、金利は据え置かれ、最終的には引き下げられる可能性が高まったと市場は判断した。また、部品不足も緩和された。

AIが火をつけたマグニフィセント・セブン株の急騰

この状況変化は、対話型AI（人工知能）開発企業のオープンAIと同社が2022年11月30日に公開した「チャットGPT」に追い風となった。このAIチャットボットをきっかけに、消費者や企業向けアプリケーションにAIの活用をもくろむハイテク企業による猛烈な投資が始まった。

AIビジネスには多額の資金が必要であることが明らかになると、投資家らはAI関連セクターの巨大企業、つまり、マグニフィセント・セブンとして知られるアップル<AAPL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、グーグルの親会社アルファベット<GOOGL>、メタ<META>（旧フェイスブック）、マイクロソフト<MSFT>、半導体大手のエヌビディア<NVDA>、電気自動車メーカーのテスラ<TSLA>に資金をつぎ込んだのだ。

これらの銘柄は2023年に平均して107%上昇した。一方、S&P500指数構成銘柄の単純平均はわずか3%の上昇だ。2023年は超大型株のパフォーマンスが良い。

筆者はここ数週間、さまざまなハイテク投資家たちと話をしてきたが、彼らはほとんどが強気だ。マグニフィセント・セブン以外の銘柄にも強気であるが、投資テーマを絞っている。FRBによる利下

げ、企業需要の改善、コロナ禍からの繰越需要の終了、そしてインターネット以来最もインパクトのある発明であるAIの台頭がそのテーマだ。

■ ハイテク株強気相場が続く背景

ハイテクに特化したヘッジファンドであるサトリ・ファンド創設者のダン・ナイルズ氏は、ハイテク企業の株価上昇は年末まで続くと考えている。その要因は、ポートフォリオマネジャーが、年末の開示報告書で保有銘柄をよく見せるための「ドレッシング買い」（保有資産の評価を上げる目的で買い注文を入れること）と「タックスロス・セリング」（節税のために含み損が出ている株式を売って実際に損を出すこと）だと考えており、「誰もが勝ち組銘柄（マグニフィセント・セブン）をすべて保有していること、そして負け組銘柄を保有していないことを示したがる」と続けた。

ウェドブッシュのアナリスト、ダン・アイブス氏は、短期的な見通しに関してナイルズ氏と同意見で、「何兆ドルもの待機資金がある。機関投資家は弱気だが、FRBが来年利下げに踏み切ることで、ソフトランディングが視野に入っている。デジタル広告やITインフラへの支出は堅調に増加している。また、アナリストの数字は保守的すぎる。今は新たなハイテク強気相場の始まりであり、1年半から2年半続くだろう」と分析している。アイブス氏は、ハイテク・ラリーはこれからはマグニフィセント・セブンを超えて「野火のように広がる」と考えており、「その大きな原動力となるのは、AIのハードウェアとソフトウェアへの投資だ。そして、今回の受益者はAIの話題を独占してきた超大型株だけに留まらないだろう」と主張する。

■ アップルとマイクロソフト、そして成功が期待される3銘柄

アイブス氏は、時価総額世界1、2位のアップルとマイクロソフトに引き続き強気で、2024年には両社の時価総額が4兆ドルに達すると予測している（現在、アップルの時価総額は3兆ドル弱、マイクロソフトはそれより数千億ドルほど小さい）。

4四半期連続で売上高がマイナス成長となっているアップルだが、iPhone（アイフォーン）の売り上げと各種サービス事業の拡大により売上高は回復し、アップルが2024年にアイフォーン上で動作する生成AIアプリに特化した「AI App Store」を立ち上げるとアイブス氏は予測している。

ジェニソン・アソシエイツのポートフォリオマネジャーであるエリカ・クラウアー氏も、2024年は好調に推移すると見ており、AIについてはアイブス氏と同様に強気で「成長に向けての助走が始まったばかりだ」と言う。クラウアー氏は、オープンAIを巡る混乱はあるが、マイクロソフトに関して強気派だ。マイクロソフトは365オフィススイート向けソフトウェア「コパイロット」を強気の価格設定（月額1人当たり30ドル）にしており、クラウアー氏はマイクロソフトをAIソフトウェアを収益化できる「最先端企業」だと考えている。しかし、クラウアー氏は文書・画像処理ソフトウェア大手のアドビ<ADBE>、クラウドサービスのサービスナウ<NOW>、顧客情報管理ソフトウェア大手のセールスフォース・ドットコム<CRM>などの企業も後れを取っていないと指摘し、「もし、これらの企業がAIを組み込んだソフトウェアに高い価格をつけることができれば、それぞれの業界をけん引することになるだろう」と語る。

AIを支えるエヌビディア以外の半導体関連企業、7銘柄

フランクリン・テクノロジー・ファンドのポートフォリオマネジャーであり、最高投資責任者（CIO）でもあるジョナサン・カーティス氏は、バロンズライブのポッドキャストで、「投資家はまだ生成AIの背後で何が起きているのかを十分に理解していない」と語る。カーティス氏のファンドの最大のポジションはエヌビディア、マイクロソフト、アマゾン、アップルだが、半導体製造の台湾積体回路製造（TSMC）＜TSM＞、半導体設計ソフトウェアのシノプシス＜SNPS＞とケイデンス・デザイン・システムズ＜CDNS＞、半導体製造装置のアプライド・マテリアルズ＜AMAT＞とASML＜ASML＞、半導体製造会社のアドバンスト・マイクロ・デバイシズ＜AMD＞、マーベル・テクノロジー・グループ＜MRVL＞などのポジションがあり、AI業界の上流と下流に位置する企業の両方に可能性を見出している。

要するに、ハイテク株はこれまで高騰したが、これからさらに高値を更新するためのピースは揃っているということだ。ハイテク投資家にとっては収穫を感謝する時だ。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

7. 二つの中央銀行総裁を務めたマーク・カーニー氏に聞く Mark Carney Talks About Rates, the Fed, and Climate Change. 世界金融危機で大きな実績

[コラム]

歴史上唯一の存在



Prakash Singh/Bloomberg

カナダ人エコノミストであるマーク・カーニー氏（58）は、二つの国の中央銀行総裁を務めた（彼の場合はカナダと英国）歴史上唯一の人物だ。329年の歴史を持ち、オックスブリッジ卒で占められているイングランド銀行（英中央銀行、BOE）の総裁を務めた唯一の外国人でもある。ただ、カーニー氏自身もオックスフォード大学で経済学の博士号を取得しており、加えてハーバード大学で学士号（経済学）を取得している。

都会的でネットワーク作りに極めて長けたカーニー氏は、ゴールドマン・サックス＜GS＞に在籍したこともあり、英国、カナダ、米国の権力者の世界を地上の誰よりも上手に行き来することができる。これには、別次元のEQ（心の知能指数）が必要となる。IQ（知能指数）が劣るという意味ではない。カーニー氏の博士論文はアドバイザーから「素晴らしい」と評価を得ている。

8年前にマラソンを完走し、現在は三つの重要な地位、すなわちカナダの資産運用会社ブルックフィールド・アセット・マネジメント＜BN＞の会長兼トランジション・インベストメント責任者、ブルームバーグの取締役会長、国連の気候変動対策・ファイナンス担当事務総長特使に就いているほか、債券

運用大手ピムコを含め複数の取締役会のメンバーでもある。イエレン財務長官は筆者宛の電子メールで、カーニー氏は「気候政策、経済、金融に関する深い知識と人々を結集するユニークな能力によって、世界の気候変動との闘いにおいてかけがえのないリーダーとなった」としている。

筆者は最近カーニー氏と会い、さまざまなテーマについて、その考えを聞いた。

■ クリーンエネルギーと金融政策

最初の質問は、クリーンエネルギー・セクターが近年低調な理由だった。これについて、カーニー氏は「取引の中には古い前提に基づいて行われたものがある。世の中は変わり、金利は上昇し、金融引き締めは長期化するだろう。5年前のコモディティ価格や資金調達コストに基づいて長期契約を締結したり、事業契約の前提としていたりすれば、大きな打撃を受けることになる」と語った。

「高金利の長期化」陣営の側に立つ理由を尋ねると、カーニー氏は、インフレが予想よりも悪く、米連邦準備制度理事会（FRB）はキャッチアップの必要があるからだと言及し、あまり認識されていないが、今後影響を及ぼす可能性がある点として、「FRBには政策を緩和する足元の機会を探すよりも、もう少し引き締めを行おうとするバイアスがある」と指摘した。従って、急いで利下げが行われると見るべきではなく、「金利は期待される役割を發揮し始める水準に達したところであり、当面この水準にとどまる必要がある。何らかの金利水準緩和の動きが始まる前に、特に労働市場やインフレの面でデータによる確証が必要となる」と言う。

カーニー氏は、今にして思えば、FRBは「平均インフレ目標」という新たな金融政策枠組みを打ち出すべきでなかった、結果として自らの手を縛ることになった、と話す。FRBは、景気、具体的には労働市場がコロナ禍前の水準を回復するまで低金利による刺激策を継続するとし、一連の価格圧力を一過性と判断した。その結果、過剰な緩和策があまりにも長く続くことになった。ただし、「FRBの弁護をしておく、より早く行動することは可能であり、そうすべきだったが、インフレのピークはもっと低く抑えられたはずだった。しかし、それでも、コロナ禍やロシアの不法なウクライナ侵攻によって、大規模なインフレが起きたはずだ。われわれは一連の供給ショックに見舞われ、各国の中央銀行は供給の水準に合わせ、経済を再調整せざるを得なかった」と言う。

CHIPS法やインフレ抑制法などの財政刺激策と金融政策との間に齟齬（そご）があるのではと尋ねると、カーニー氏は「興味深い質問だ。この二つは米国における巨額の投資を推進する巨大な法案だ。景気が刺激され、経済が強力になり、国の競争力も強化されるが、金融政策面で少し再調整が必要となる」と答えた。

■ 過去、現在、未来

カーニー氏は、ノースウェスト準州の人口約2000人の町に生まれ、6歳の時にアルバータ州の州都エドモントンに引っ越した。父親は高校の校長を経てアルバータ大学の教授（教育学）になった人物だ。アイスホッケーが好きで、NHLでプレーすることを夢見ていたが、プロにはなれなかった。ハーバード大学では補欠のゴールキーパーだった。オックスフォード大学でもゴールキーパーを続け、そこで女子チームにいた将来の細君に出会った。

ゴールドマン・サックスに入社し、2003年にカナダ政府の財務部門に移った。5年後、世界金融危機の

最中にカナダ銀行（中央銀行）総裁に任命された。全米経済研究所のレポートによれば、米国は2008年と2009年に銀行の破綻と救済、および1930年代以降で最悪の景気後退を経験したが、カナダでは銀行破綻も救済もなく、景気後退もそれほど深刻ではなかった。米国とカナダの銀行システムや規制システムの違いが大きな要因だが、カーニー氏のファンはカーニー氏にも功績があったと主張する。バーナンキFRB議長に追隨して銀行から不良資産を購入したり通貨供給量を増やしたりするのではなく、カーニー氏は何よりも、短期流動資産を購入して市場の流動性を高めた。短期流動資産は、いったん経済が回復すると、容易に売却することができた。

尊敬を集め、ある同僚によれば「どんな仕事でも手に入れることができた」カーニー氏が望んだのは、注目を浴びる困難な仕事だった。2013年7月、ちょうどブレグジット（英国の欧州連合＝EU＝離脱）が問題になり始める頃、イングランド銀行総裁の地位を引き受けた。カーニー氏はブレグジット反対の立場を明らかにし、万人に愛される「天賦の才を有する植民地出身者」の地位に傷をつけた。それに加え、リストラ計画に対する反発が理由で、同僚やメディアに厳しく当たることもあったという。

7年後、カーニー氏はイングランド銀行を離れ、さまざまな地位に就いた。その中で、ブルックフィールドは、トロントを拠点とする運用資産8500億ドルのオルタナティブ資産運用会社で、124年前にカナダ所有のブラジル公益企業として設立された。カーニー氏は「世界経済の基幹部分に投資をしている。パイプライン、インフラタワー、データセンターは近年爆発的に増加しており、この傾向は今後も続く。再生可能エネルギーに800億ドル、インフラに1600億ドル、世界中のあらゆる種類の不動産に約2700億ドルを投資している。さらにプライベートクレジット事業と保険事業も展開している。極めて幅広い戦略をとり、一貫したテーマがある」と話す。

プライベートエクイティやオルタナティブ資産大手の中でも、ブルックフィールドは複雑な存在だ。特に、化石燃料へのエクスポージャーがある企業で働きつつ温室効果ガス排出ネットゼロにコミットする人物にとってはだ（カーニー氏はブルックフィールドがカーボンニュートラルだという主張を引っ込めざるを得なかった）。金利の上昇も逆風となっている。

カナダ首相の地位、場合によっては厳しい状況にあるトルドー首相の後任を狙うといううわさもあるが本当かと尋ねると、「その可能性を排除はしない」と答えた。中央銀行総裁の経験をどう活かすかとの質問には、カーニー氏は「ブルックフィールドでは実体経済に投資している。世界は再構築されつつあり、脱グローバル化、デジタル化が急速に進んでいる。それが実体経済にとってどのような意味を持つか、恐らく理解されていない」と述べ、そうした専門知識が首相にも必要だと主張する。

By Andy Serwer
(Source: Dow Jones)

8. メインストリート（一般市民）はFRBを無視できるがウォール街はそうは行かず [経済政策]

Main Street Can Afford to Ignore the Fed. Wall Street Isn't So Lucky.
金融緩和期待が裏切られ株価が低迷すれば、メインストリートはFRBに注目し始める？

ウォール街はFRB高官発言をコンピューター分析、メインストリートは半数がFRB議長名を知らず



GLORIA P. MEYERLE/DREAMSTIME.COM

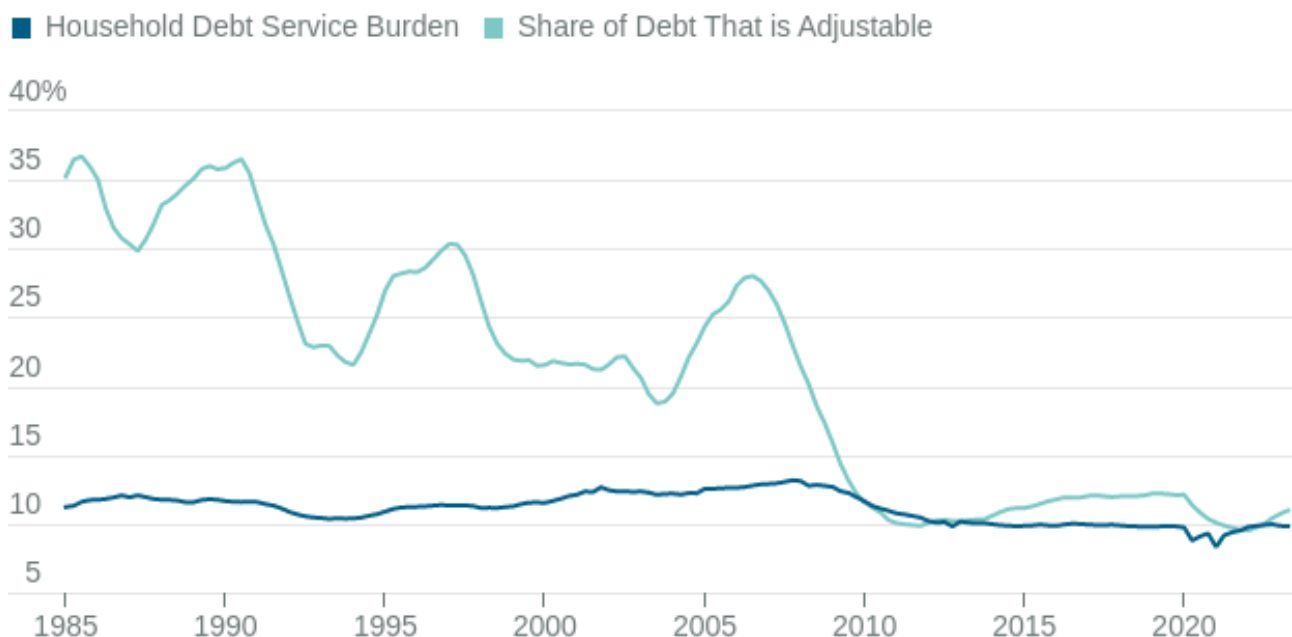
ウォール街では、米連邦制度準備理事会（FRB）のパウエル議長と高官の発言や語調の変化はすべて精査され、大手銀行がコンピューターの自然言語処理で分析することさえある。メインストリート（一般市民）は違う。米シンクタンク、ピュー・リサーチが2014年に実施した調査によると、回答者の約半数がFRBのトップが誰なのか知らず、当時FRB議長だったジャネット・イエレン氏（現財務長官）との正解を示した人は25%に過ぎなかった。その約8年前に任期を終えていたアラン・グリーンSPAN氏が、まだFRBのトップを務めていると答えた人も1

7%いた。

経済は過去に比べて金利の影響を受けにくくなっている

What, Us Worry?

Fewer people have adjustable-rate debt, making them relatively immune to the Fed's rate hikes. That has made the economy less sensitive to interest rates.



この知識の格差は、FRBがインフレ抑制のために行使する主要な手段である金利のウォール街とメインストリートに与える影響の違いによって、説明できるかもしれない。FRBによる主要政策金利の累

計5.25%の引き上げは経済に波及したが、経済成長は大方の予想を大幅に上回った。

メインストリートがFRBの言動や行動にあまり関心を示さないのは、経済が過去に比べて金利の影響を受けにくくなっているからかもしれない。経済調査サービス会社、ムーディーズ・アナリティクス のチーフ・エコノミスト、マーク・ザンディ氏は、家計における変動金利負債の割合が比較的低いため、税引き後所得のうち、利息や元本の支払いに充当される所得分に対する、金利上昇の影響が緩和されていると指摘する。

米大手投資銀行ジェフリーズ・グループのエコノミスト、トーマス・サイモンズ氏は11月21日付の顧客向けノートでニューヨーク連銀の調査を引用し、米国の住宅所有者の約半数がパンデミック（世界的大流行）中に低金利の住宅ローンを、借り換えや住宅購入目的で利用したことを伝えた。さらに、米国では住宅ローンが組まれている住宅は全体の60%に過ぎず、そのうち90%は金利が4%以下である。

■ 利上げにもかかわらず住宅価格と株価は底堅い

ザンディ氏は、米国経済が強靱（きょうじん）であることは、FRBの利上げが見かけほど積極的なものでないことを意味しているとX（旧ツイッター）に投稿した。ザンディ氏はその後のインタビューで、FRBの利上げが経済成長をもっと急激に鈍化させなかったことに当惑したことを認めた。しかし今は、経済と金利の関係がどのように変化したかを目の当たりにして、FRBの現在のフェデラルファンド（FF）金利誘導目標レンジである5.25～5.50%はより理にかなっていると見ている。

ザンディ氏は、これまでのところ、FRBの利上げにもかかわらず住宅価格と株価は持ちこたえている、と指摘する。住宅価格は、手頃な価格の住宅が長期的に不足していることを反映しており、この状況は超低金利の住宅ローンを組んでいる住宅所有者が住宅を売りたいがらないため、悪化している。一方、人工知能（AI）への期待が株価を押し上げている。金利上昇は、年初来でS&P500指数を18%上昇させたマグニフィセント・セブン銘柄（アップル<AAPL>、マイクロソフト<MSFT>、アルファベット<GOOG>、アマゾン・ドットコム<AMZN>、メタ<META>、米半導体大手のエヌビディア<NVDA>、電気自動車（EV）大手のテスラ<TSLA>）の、AI主導の株価上昇を阻むには至っていないが、通常、金利上昇は株式にとって逆風となる。

■ FRBは金利上昇による株価へのダメージを警戒

金利が上昇しても経済は底堅く推移しているが（歴史的にみても金利はそれほど高くない）、FRBは金利上昇が株式に与えるダメージを警戒しがちだ。独立系投資サービス会社TSロンバードの米国チーフ・エコノミスト、スティーブン・ブリッツ氏は、「FRBは、FRBが想定している目標であるインフレ率2%のために、家計の株式市場に対する信頼を犠牲にするつもりはない」と語る。

11月1日に終了した米連邦公開市場委員会（FOMC）の議事要旨が公表された後の11月21日、ブリッツ氏は、ギャラップ社の世論調査によれば、家計の株式市場へのエクスポージャーは2008年以来の高水準に戻っていると指摘した。ブリッツ氏はFOMCメンバーについて、「彼らは下振れリスクに敏感で、それを恐れている」と書いた上で、もしそうでないなら、インフレを「許容できないほど高い」と決めつけているのに、じっと待っているのはなぜだ、と問うている。

金融緩和期待が裏切られる→株価低迷→メインストリートはFRBに注目？

つまり、これまでのところ米国経済はFRBの利上げに対し比較的無傷で済んでいるが、株式市場はより脆弱であることが判明する可能性がある。S&P500指数が10月下旬から10%上昇したのは、債券利回りの低下が主因だったが、利回りの低下は、FRBが利上げを終了し2024年には合計1%の利下げを4段階で実施するとの予測に基づいていたことを思い起こしていただきたい。

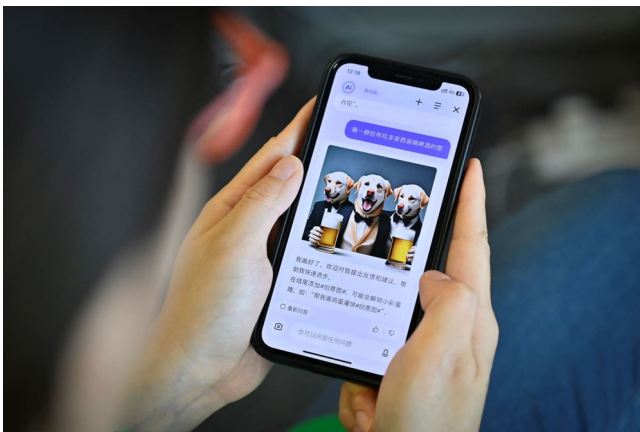
しかし、金融緩和に対する楽観的な期待が実現せず、ウォール街がつまづくなら、メインストリートはFRBにもっと注目し始めるかもしれない。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

9. 最良の中国ハイテク株投資はアリババよりもバイドゥ Forget Alibaba. Baidu Is the Best Way to Play Chinese Tech Stocks. 幅広くAI事業を手がけ、株価は割安

[米国株式市場]

アリババよりもバイドゥ、AIに強み



WANG ZHAO/AFP/GETTY IMAGES

苦境が続く中国の電子商取引最大手のアリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）＜BABA＞は長らく中国ハイテク株のリーダーだったが、今や同国の大手インターネット検索エンジン・オンライン広告会社バイドゥ（百度）＜BIDU＞の方が優れた選択肢かもしれない。

グーグルに対する中国の回答としてもはやされるバイドゥの中核事業はオンライン検索と広告だが、近年では人工知能（AI）分野への進出が脚光を浴びている。それには理由がある。

バイドゥのAI事業は、クラウドコンピューティングから無人タクシー、そしてアーニーと呼ばれるチャットGPTの対抗馬まで広がっている。バイドゥは今年、アーニーの有料プランを立ち上げ、顧客向けチャットボットをリリースし、クラウド企業が自身のスマートアプリを開発できるようにした。バイドゥはアリババと並んで、モーニングスターのアナリストであるカイ・ワン氏が、今年のホットなテクノロジーのトレンドの恩恵を受ける2社のうちの1社と評してきた。

共同創業者兼最高経営責任者（CEO）のロビン・リー氏は、11月21日にバイドゥの第3四半期決算に伴う声明の中で「当社のAI主導の事業と製品戦略により、今後数年間は持続的な売上高と利益の拡大が期待できる」と述べている。バイドゥは、3450億元（48億ドル）の売上高に対して1株当たり利益（EPS）は20.40元（2.86ドル）で、両指標におけるアナリストの予想を上回った。EPSと売上高は、前年比でそれぞれ21%と6%伸びた。決算発表を受けて、バイドゥ株は1.9%上昇した。

中国の景気減速とIT規制、米中摩擦が足かせ

ただし、いくつかの問題がある。中核事業である広告が中国の景気減速の煽りを受けたバイドゥ株は、今年に入ってから0.8%下落し、グーグルの親会社であるアルファベット<GOOGL>の55%上昇を大きく下回った。オンライン小売りが売上高の主な寄与要因だが、電子商取引は消費低迷から打撃を受けてきた。

中国の景気減速は、バイドゥが抱える直近の懸念材料に過ぎない。バイドゥ株は2021年初めのピークから3分の2も下落しており、中国政府が2020年終盤にハイテクセクターへの規制の取り締まりを開始して以来、同業他社の多くが同様のパフォーマンスを経験している。最近、米国の半導体輸出規制の対象が拡大され、中国のAI半導体へのアクセスが禁止されたように、米中緊張の中で中国のハイテク企業も矢面に立たされてきた。

輸出規制は、同業のアリババに大混乱を引き起こした。アリババは先週、アリババのAI製品とサービスの提供能力に影響を与える新規制がもたらす財務上の悪影響について警告を発した。その結果、アリババは、アリババ株を強気に見る根拠となってきた今年発表の事業再編の柱で熱い期待のかかったクラウドコンピューティング・AI部門のスピンオフを取りやめようとしている。

十分なコンピューティング・パワーを確保

バイドゥの方が良好に見える。決算発表の電話会議で、リー氏は、バイドゥがいかにして今後1~2年間で賄うのに十分な半導体を蓄積してきたか、そして米半導体大手エヌビディア<NVDA>が製造するような最高の半導体の代替品でも十分事業を回していけることを詳しく説明した。さらに、証券会社、USタイガー・セキュリティーズのアナリストのボー・ペイ氏は「半導体輸出規制は中国のAI産業全体の発展を減速させる可能性があるが、十分なコンピューティング・パワーを利用できる企業が減るため、（バイドゥなど）大手には恩恵になり得る」と述べている。

中国ハイテク株に関心があるなら、バイドゥは一見の価値がある。バイドゥの中核事業は広い堀で守られているが、中国の成長に関係しているため、バイドゥはマクロ経済サイクルに対する感応度が高い。アリババの問題も、バイドゥをAI関連で最良の中国株にしているが、近いうちに地政学的リスクがなくなる見込みがないことには注意が必要だ。

株価は同業より割安

その点はほとんど、バイドゥ株のバリュエーションに反映されている。バイドゥ株の2024年予想株価収益率（PER）は10.6倍で、中国の音楽配信エンターテインメントサービス企業のテンセント・ミュージック・エンターテイメント<TME>や同じく総合家電メーカーのシャオミ<1810.香港>などの同業に対して30%割安になっている。

バイドゥのような銘柄なら十分に割安である。

By Jack Denton
(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]

Behind the Altman AI Flap: Money or Science?

米オープンAI アルトマン氏解任騒動の裏側：金か科学か？

■ アルトマン氏をめぐるドラマにAI関連企業が多数出演

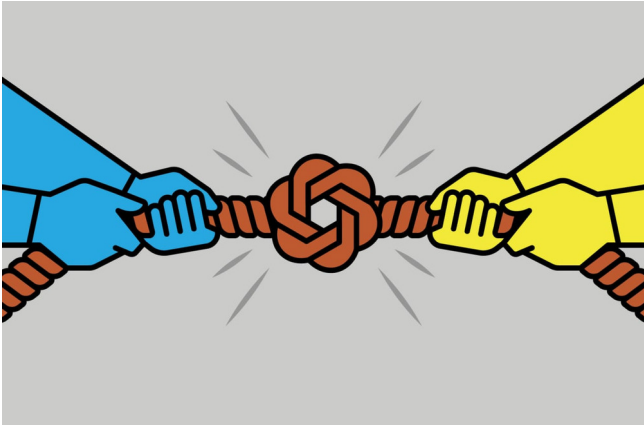


ILLUSTRATION BY ELIAS STEIN

チャットGPT開発企業のオープンAIの最高経営責任者（CEO）であるサム・アルトマン氏が突然にCEOを解任され、そして突然に復帰したのは、どうやら人工知能（AI）を巡る一触即発の緊張感とその背景にあったようだ。つまり強力な科学を収益性の高い急成長ビジネスに変えようとしているのだ。オープンAIで何が起きたのか詳細は不明であるものの、取締役会の構成メンバーの多数派は、オープンAIのイノベーションのペースと、より強力なビジネスを構築しようとするアルトマン氏の計画に不安を抱いていたようだ。

取締役会はアルトマン氏を解任する際、その声明で「オープンAIは、AIが全人類に利益をもたらすことを確実にするというわれわれの使命を推進するために、意図的に構成されている」と述べている。だが、その結果として生じた騒動と、解任を決めた取締役会の決定に対して各方面からほぼ一致した不支持が表明されたことは、投資家が科学か利益かという関係についてあまり疑問を抱いていないことを示唆している。

オープンAIが2022年11月にチャットGPTを一般公開して以来、市場はAIによる変革の可能性を期待しハイテク銘柄の株価は大幅に上昇した。市場はさらなる期待感に満ちており、マイクロソフト<MSFT>の株価はアルトマン氏の解任後に史上最高値まで上昇した。

しかし、マイクロソフトにしても動向を見守っているだけではない。マイクロソフトが2023年10月に提供を開始した「コパイロット」サービスは、ユーザーによる文書や表計算（スプレッドシート）、プレゼンテーション、電子メールの作成を支援する。利用するには追加料金として、エンタープライズ（企業）版ユーザーの場合であれば、マイクロソフト365の従来のサブスクリプション料金に加えて、1ユーザー当たり月額30ドルを支払うことになる。普通の会社員にとってはAIについての議論は単純だ。電子メールをもっと楽に使用するために年間360ドルの追加ライセンス料金を支払う価値はあるのだろうか。

■ 先週の出来事

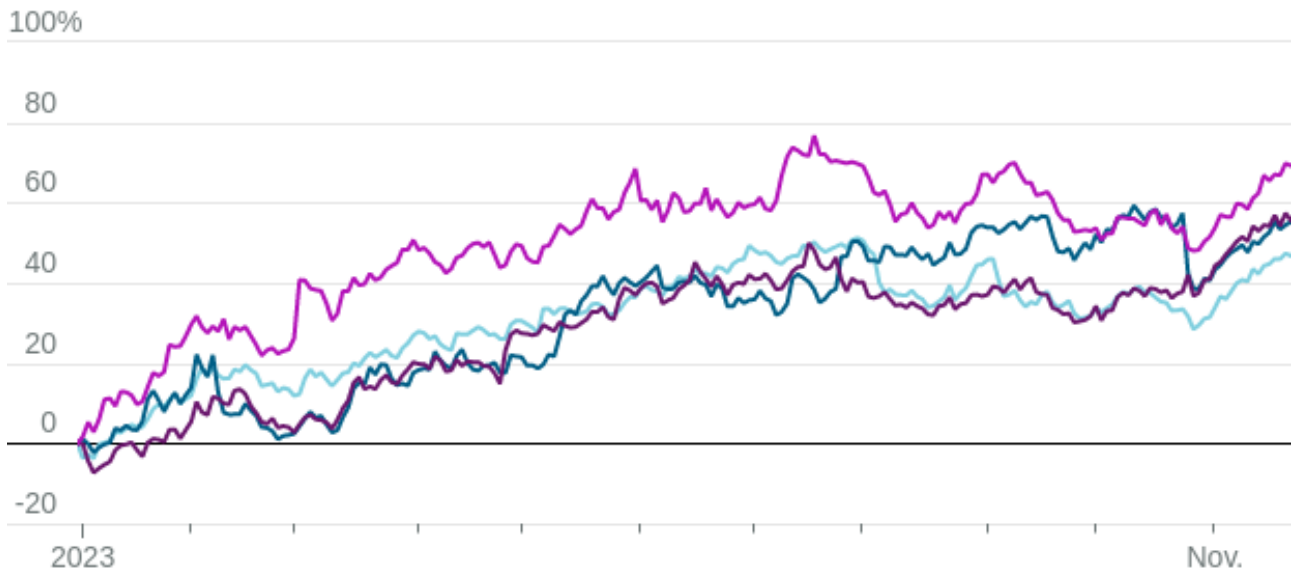
株式市場

米金融市場は23日祝日（感謝祭）に終日休場、翌24日（ブラックフライデー）は短縮取引だった。石油輸出国機構（OPEC）プラスが追加的な減産協議を行い原油価格はジリ高となる場面があった。株式市場は半導体大手エヌビディア<NVDA>の決算発表前に下押しした。エヌビディアは第3四半期決算発表で中国での売上高が減収見通しであることに注意を喚起した。また、米連邦公開市場委員会（FO

Open Season

The drama at OpenAI featured a number of major AI players, beginning with Microsoft, eager to acquire talent.

■ Salesforce ■ Microsoft ■ Alphabet ■ Apple



MC) の議事要旨が金融緩和の兆しを見せなかった。今週は市場取引日数が少ない週となり、ダウ工業株30種平均は1.27%上昇、S&P500指数は1%上昇、ナスダック総合指数は0.89%上昇した。4日間のガザ停戦と人質交換に感謝したい。

企業動向

オープンAIのCEOだったサム・アルトマン氏に対する取締役会の反乱は、マイクロソフトがアルトマン氏を迎えると表明し、従業員の多くがアルトマン氏に追随すると表明。またベンチャー投資家が訴訟を起こすと迫ったことで終結した。22日までにアルトマン氏は、クラウドサービスのセールスフォース・ドットコム<CRM>の元CEOのブレット・テイラー氏が率いる新取締役会の下でCEOに復帰した。世界最大の暗号資産取引所であるバイナンスのCEOであるチャンボン・ジャオ氏は、マネーロンダリング（資金洗浄）規制違反を認め、CEO退任と5000万ドルの罰金支払いに同意した。バイナンス自体は罰金40億ドル以上を支払うものの企業として存続する。米電気自動車（EV）メーカーのテスラ<TSLA>に対して、スウェーデンの複数の労働組合がストライキを開始した。

M&A（合併・買収）等

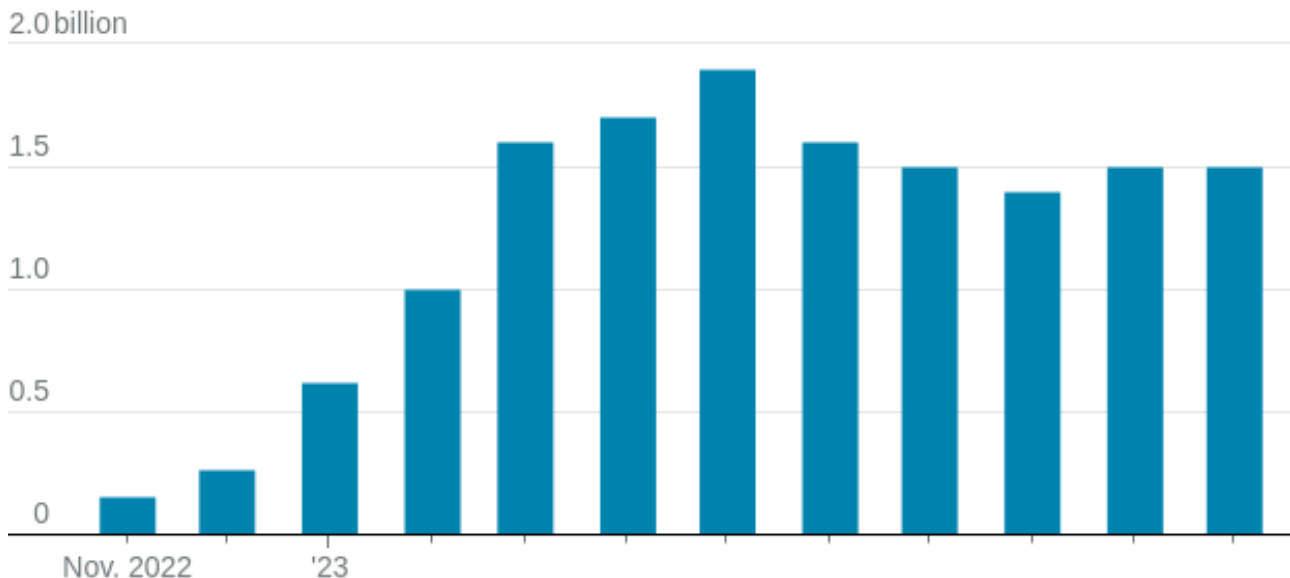
米大手投資ファンド運用会社のブラックスストーン<BX>と同業リアルト・キャピタルは、米連邦預金保険公社（FDIC）による、経営破綻したシグネチャー銀行の資産の競売の一部である170億ドルの商業ローン債権プールを獲得する有力候補だった。一方、同業のリレイテッド・ファンド・マネジメントと二つの非営利団体がアパートローン債権のプールを獲得する見込みとなった。ウォール・ストリート・ジャーナルの報道によると、著名空売り投資家ジム・チャノス氏が30年来続けている自身のヘッジファンドを閉鎖する。米半導体大手ブロードコム<AVGO>は、中国が突然クラウドサービスのVMウェア（VMW）の買収を承認したため690億ドルの買収を完了できる見込み。

今週の予定

Commercial Scale

OpenAI's ChatGPT website saw explosive growth after it introduced its generative AI product.

Monthly ChatGPT Visitors



11月27日（月）

米国勢調査局が新築住宅販売件数を発表。10月の戸建て住宅販売戸数の予想は季節調整済み年率換算で70万戸と、9月の75万9000戸から減少する予想。

11月28日（火）

S&Pコアロジックが9月のケース・シラー住宅価格指数を発表。コンセンサス予想では、前年同月比4.2%の上昇（8月は2.2%の上昇）。

11月30日（木）

セールスフォース・ドットコムが引け後に第3四半期決算を発表。ウォール街は、売上高は87億ドル、1株当たり利益（EPS）は2ドル06セントと予想。株価は年初来70%上昇している。

労働統計局が10月のコア個人消費支出（PCE）物価指数を発表。この指標は変動の大きい食品とエネルギー価格を除いたもので、米連邦準備制度理事会（FRB）が重視するインフレ指標である。前年同月比3.5%上昇と、9月の3.7%上昇からは鈍化する予想。

化粧品小売りチェーンのアルタ・ビューティー<ULTA>が引け後に四半期決算を発表。現在の景気状況下における一般消費財への消費者心理を市場に示すことになろう。アルタ株は2月に本誌の推奨銘柄に選定されている。

By Robert Teitelman
(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』 2023/11/26
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