

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/12/10

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIIJI PRESS



DOW JONES

1. 高金利は続く。その影響とは - Higher Rates Are Here to Stay. What That Really Means [カバーストーリー]
インフレ率が低下しても、貿易の減少や財政赤字の拡大により高金利は維持される P.1
2. 目前に迫ったバーゼルIII最終化 - A Bank Safety 'Endgame' Is Coming. Who Wins and Loses. [フィーチャー]
銀行規制強化による勝者と敗者 P.5
3. サービスナウのCEOはいかにしてソフトウェア業界の第一人者へ上り詰めたか - How ServiceNow's Bill McDermott Went From Deli Owner to Software Guru [フィーチャー]
容姿も実績も兼ね備えたCEO P.8
4. 幸運ではなく勝ち組を見つける方法 - This Money Pro Picks Winners. It's Not Luck [インタビュー]
フィデリティのパサード氏に聞く P.10
5. 好調な雇用統計が示唆するもの - A Strong Jobs Report Makes Big Rate Cuts Unlikely in 2024. [経済政策]
2024年の大幅利下げは考えにくい P.13
6. 株式市場は史上最高値を更新する勢い - Stocks Can Top All-Time Highs. The Reason: Fourth-Quarter Earnings. [米国株式市場]
控えめな企業業績予想の上方修正が高値更新のきっかけに P.16
7. 足元の株式市場は小動きだが、悪い話ではない - Stocks Are Boring Lately, Like Muzak. That's a Good Thing. [コラム]
退屈な相場は退屈にあらず、かえって投資家には好都合 P.18
8. 金価格、今後10年間上昇する可能性とその理由 - Why Gold Prices Could Climb for the Next 10 Years [コラム]
利下げと地政学的リスクが価格上昇をもたらす P.19
9. インテルの復活は本物か? - Intel Stock Is Beating the Market Again. Will It End in Gloom or Glory? [ハイテク]
強気派が考える業績が改善見込みの理由 P.22
10. 先週の出来事と今週の予定 - Diesel Goes Green While Stocks See Red [経済関連スケジュール]
ディーゼルはグリーン化する一方、株価は下げ（赤）に染まる P.24

※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. 高金利は続く。その影響とは

[カバーストーリー]

Higher Rates Are Here to Stay. What That Really Means

インフレ率が低下しても、貿易の減少や財政赤字の拡大により高金利は維持される

経済の構造的な変化で中立金利が上昇



ILLUSTRATION BY CARL GODFREY

米連邦準備制度理事会（FRB）が12月12、13日に今年最後の連邦公開市場委員会（FOMC）を迎えるに当たり、金利の見通しに注目が集まっている。インフレ率が徐々に低下する中で、FRBは来年、どれほど早く、どれほど積極的に利下げを行うのだろうか。

しかし、今後10年間の金利がどの程度の水準に落ち着くかという問いの方が良い質問だろう。その答えはおそらく、現在の目標レンジである5.25～5.50%を下回るが、多くのエコノミストや政策決定者が1～2年前に予想していたよりは

高く、過去15年間のゼロ近辺の金利を大幅に上回るというものだ。その影響は、デメリットばかりではないものの、非常に大きいものとなるだろう。

金利の長期的な推移に関する予想は、いわゆる中立金利を巡る議論に深く関係している。中立金利とは、経済の均衡が維持され、金融政策が引き締め過ぎでも緩和し過ぎでもない水準を指す。多くのエコノミストは、コロナ禍によって引き起こされた、あるいは促進された経済の構造的な変化によって、中立金利が過去数十年よりも押し上げられていると主張する。

これには幾つかの要素が関係している。政府は増税することなく自由に財政支出を増やしたことから、財政赤字が拡大している。消費者需要は非常に底堅い。グローバル化の後退により、貿易量は減少し、コストをかけてでもサプライチェーンを本国に引き寄せる取り組みが行われている。その結果、消費財の価格は上昇している。

こうした変化などにより、経済はインフレ率の急上昇による影響を受けやすくなり、当局は引き締めの金融政策を強いられるとエコノミストは主張している。2019年以降のFRB高官による長期的なフェデラルファンド（FF）金利の予想（事実上の中立金利の予想）の中央値は2.5%となっている。これは、FRBが目標とする2%のインフレ率を引くと、0.5%の実質中立金利に相当する。

現在、多くのエコノミストは、長期的にはFF金利が3%台半ば、あるいは4%まで達する可能性があると考えている。インフレ率を調整すると、実質中立金利は1.5～2%となる。これはFRB高官が数年前に予想していた水準の3～4倍だ。

中立金利は測定できず、後から推定することしかできない。しかし、FRBの政策決定者にとって、利下げをすべきか否かとそのタイミングや、インフレを緩和しつつ経済へのダメージを最小限に抑える方法を考える上で、中立金利の水準を見定めることは極めて重要だ。

仮にFRBが中立金利を実際よりも高い水準であると想定した場合、過度な金融引き締めリスクがある。実際よりも低いと想定した場合、現在のFRBがまさにそうであると一部のエコノミストが懸念している通り、引き締めが不十分となり、ほんの数カ月でインフレを再燃させてしまうリスクがある。再燃したインフレを抑えるには、一層厳しい金融引き締めが必要になるだろう。

今後数カ月の経済政策論争では、中立金利の水準が話題の中心になるだろう。しかし、それ以降も中立金利は一段と重要になる。なぜなら、エコノミストとFRB高官は、物価の伸びがFRBの目標である2%に戻った後に経済がどのような様相を見せるか、それがコロナ禍以前とどのように違うかを明らかにしようとしているからだ。

もちろん、中立金利が上昇するという結論は既に決まったわけではなく、さまざまな意見がある。また、新たな金融危機やパンデミック（世界的大流行）などの予想外の出来事が起きれば、FRBをはじめとする各国中央銀行は利下げを余儀なくされる可能性がある。

しかし、今のところは、FRB高官さえも中立金利が上昇しているという考えを示し始めている。3月に公表されたFRBの四半期経済見通しでは、中立金利が2.5%を上回ると回答したFRB高官は4人だけだったが、9月の経済見通しでは7人となった。最新の見通しは12月13日のFOMC終了後に発表される。

中立金利の上昇による長期的な影響は大きい。資本コストは2010年代ほど低くなくなる。負債コストは増大し、融資は確保しづらくなる。スタートアップ企業に対しては、迅速な黒字化を求める圧力が高まり、軌道に乗る事業は減るだろう。

しかし、メリットもある。貯蓄者と退職者は債券利回りの上昇による利益を得られる。金利上昇は貯蓄の増加と資本配分の効率化を促す。中央銀行にとっては、景気が減速した場合に金利を引き下げる余地が生まれ、経済の安定に寄与する。バンガードのグローバルチーフエコノミストであるジョセフ・デービス氏は「過去20年間の金融市場において、唯一にして最高の展開であると思う」と述べている。

■ 気候変動、高齢化、地政学的緊張も金利上昇に寄与

エコノミストと政策決定者が、なぜ賃金と生産性の伸びがこれほど低調なのか、そして年間インフレ率はFRBが目標とする2%に戻るのかという問題に注目していたのは、そう遠くない昔だ。10年以上にわたる超低金利にもかかわらず、FRBが重視するインフレ指標であるコア個人消費支出（PCE）指数の伸びが2%を超えたのは、2010年から2020年の間で5カ月だけだった。

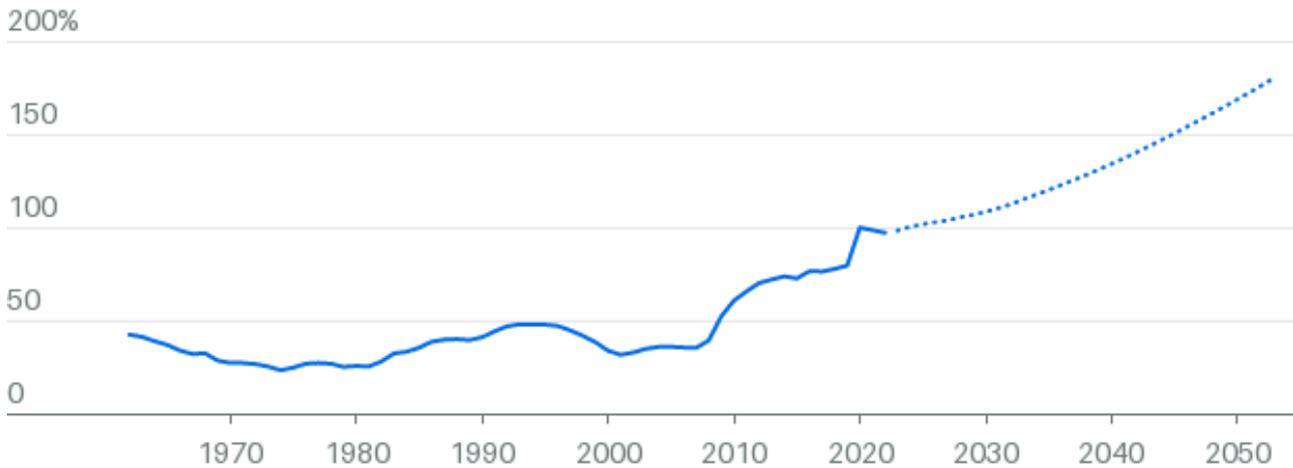
コロナ禍以前に一般的だった説明は、中立金利は誰が考えているよりも低いというものだ。生産性の伸びの鈍化と労働力の高齢化が経済の重荷となり、インフレ率が目標に回帰するには金融政策を緩和し続ける必要があるように見えた。超低インフレと超低金利は異常な均衡を成していた。

そのような状況で新型コロナウイルスのパンデミックが発生し、世界経済は混乱に陥った。コロナ禍以前に中立金利を押し下げていると考えられていた要因は、解消したわけではないものの、新たな変化の陰に隠れている。この変化によって、経済は世界的ショックやインフレ率の急上昇による影響を受けやすくなった。

A Ballooning Deficit

Economists expect debt as a share of GDP to increase in the coming decade as governments increase spending on policy programs.

Federal Debt Held by the Public, as Percentage of GDP



Note: Dotted line denotes projected levels

Source: Congressional Budget Office

影響が最も大きい変化の一つは財政赤字の拡大だ。欧米の多くの国は、歳出に見合う歳入を確保することなく、政策イニシアチブへの支出を自由に行うようになった。米国の政府債務は、2019年の対国内総生産（GDP）比79.4%から2020年には99.8%に拡大しており、今後10年間でさらなる増加が予想される。国際通貨基金（IMF）のデータでは、ドイツや英国などの欧州の複数の国でも、同様の政府債務の急増が見られる。

貯蓄の減少と支出の増加の組み合わせは経済を刺激し、長期的に見て中立金利を押し上げる。さらに、幾つかの新たなトレンドは、連邦政府による多額の支出が続く可能性を示している。例えば、政府による気候変動の緩和策だ。グリーン経済への移行を継続するには、代替的なエネルギー源を見出すための多額の投資を行わなければならない。自然災害などの異常気象の増加により、復興のための支出も必要になる。

さらに、高齢化に伴い、政府による医療費や年金の支出も増える。これは今後数十年間で米国の財政赤字が拡大する主要な要因となるだろう。また、地政学的緊張の高まりにより、高所得国は軍事費の増額を強いられている。ストックホルム国際平和研究所（SIPRI）によると、2022年の世界の軍事費はウクライナ戦争によって3.7%押し上げられ、欧州の軍事費の伸びは少なくとも過去30年間で最大となった。

地政学的緊張の高まりは、世界の分断が深まっていることによるものだ。その結果、国際貿易は低迷し、リスクを最小化するためにサプライチェーンを本国付近で構築する取り組みが進んでいる。いずれの変化も、インフレに拍車を掛け、経済成長の重荷となる公算が大きい。同様に、半導体などのハイテク製品の国内生産を増やすための産業政策は、高賃金の国で投資を促進するための政府補助金の増加を招く。

ピーターソン国際経済研究所のアダム・ポーゼン所長によると、米国の年間政府支出は、来年以降、GDPの2%に相当するペースで増加する可能性がある。米国以外の主要7カ国・地域（G7）のメンバーと中国も、米国ほどではないものの同様の傾向にあるという。

こうした変化が永久に続くかは分からない。しかし、欧州中央銀行（ECB）のラガルド総裁が8月のジャクソンホール会議でのスピーチで述べた通り、既に当初予想されていたよりも大規模で根強い影響を及ぼしている。

このことは、FRBのインフレとの闘いにとって重要な意味を持つ可能性がある。コアインフレ率を現在の3.5%から2%に引き下げるという取り組みの進展は、緩慢なものになるかもしれない。さらに重要なことに、将来の物価上昇率と中立金利の水準にも影響を与えることが考えられる。元財務長官のローレンス・サマーズ氏は「2%という数値は、長期的なインフレ率の平均ではなく、インフレ率の下限になりつつある」と指摘する。

■ 経済成長にとっては中程度の金利が最良

中立金利が上昇していると想定しても、それが経済にとってどのような意味を持つか、企業、消費者、投資家の利益になるかについては、意見が分かれている。

懸念の一つは、金利上昇が住宅の取得しやすさを悪化させるというものだ。米国では、多くの住宅所有者が30年物住宅ローン金利を4%未満で固定している。次の住宅ローン金利が高くなることを考えると、転居せずに現在の住宅に住み続けるインセンティブが生じる。その結果、住宅の潜在的な買い手は、住宅ローン金利の上昇だけでなく、中古住宅の減少による供給減にも直面している。

マサチューセッツ工科大学のクリスティン・フォーブス教授は、波及効果の一つとして、労働市場の効率性が低下する可能性を挙げている。長きにわたり、流動性は米国経済の特徴であり、労働者がより高給の仕事に転職することを通じた賃金の伸びを支えてきた。フォーブス氏は、「住宅を売りたいために転職に制約を受ける場合、労働者の交渉力が低下する可能性がある」と指摘する。

高金利への移行は、過去15年間に設立された企業にとっても重荷となる。これらの企業は、2009年初めから続いていた金融緩和の時代しか知らない。企業が利払いの増加に慣れるまでの間、破綻申請が一時的に増加する可能性がある。

事業を軌道に乗せるのも難しくなるだろう。過去10年の大部分において、起業家の借り入れコストはほぼゼロであり、何年も赤字のまま事業を継続することができた。アポロ・グローバル・マネジメントのチーフエコノミストであるトルステン・スロク氏は「将来キャッシュフローに対する割引率が上昇しているため、企業は以前より早く利益を生むことが必要になっている」と語る。

金利上昇によって負債コストが増大すると、本来は有益な投資に費やすことができる資金が減る。これは公共セクターに対して特に大きな影響を及ぼす。非営利団体の「責任ある連邦予算委員会」によると、米国の金利コストは2020年から2023年にかけて2倍に上昇しており、政府支出の中で最も急速に増加している分野だ。委員会の予測では、米国政府は今後10年間で13兆ドル以上の利払い費を支出するとみられる。

ポーゼン氏は、「GDPに対する政府の利払い費の比率が上昇し、民間セクターと公的セクターの投資に対するクラウディングアウトが発生すると、イノベーションが減少し、生産性の伸びが低下し、全体的な経済成長率が落ち込むという堅固な関係があることが実証的に示されている」と語る。

とはいえ、金融緩和からの移行にはメリットもある。資本コストが高ければ借入れは難しくなるだろうが、優れたアイデアには引き続き資金が集まる。資本配分が向上するという事は、成功する可能性が最も高いイノベーション、テクノロジー、プロジェクトへ資金が配分されることを意味する。このことは経済にとってより良い結果をもたらす可能性がある。

投資家にとってのメリットはより具体的なものになるだろう。貯蓄者は金利上昇によるリターン向上の恩恵を得られる。多くの退職者をはじめとする年配の米国人は、保守的な債券投資の割合が高い傾向にあり、特に大きな恩恵を受ける。ブラックロックのグローバル債券部門で最高投資責任者（CIO）を務めるリック・リーダー氏は、「質の高い債券を利用して、利回りが6〜7%のポートフォリオを構築できる」と語る。

とはいえ、次の均衡に移るまでの間は痛みを感じるだろう。経済は、持続的な財政支出のおかげもあって、金利がゼロ付近から現在の水準に急上昇するまでの期間を非常にうまく乗り切ってきたが、最近では減速の兆しも見られる。こうした兆候は、今後数カ月で引き締めの環境が定着し、財政支出と低金利に支えられていたゾンビ企業が破綻し始めるにつれて、より明確になっていく可能性が高い。移行による恩恵が感じられるのは、このような変化の後になるだろう。

バンガードのデービス氏は、さまざまな金利水準における経済成長が釣り鐘型の曲線を描くと想定している。デービス氏は、1980年代のような過度な高金利は成長を妨げるが、ゼロに近い金利も停滞につながると指摘する。短期的には資産価格が上昇するかもしれないが、複利成長の基礎となる金利がゼロなので、長期リターンが低下するからだ。たとえ過渡期に痛みがあるとしても、メリットが最も大きいのは両者の中間だ。

By Megan Cassella
(Source: Dow Jones)

2. 目前に迫ったバーゼルIII最終化

[フィーチャー]

A Bank Safety 'Endgame' Is Coming. Who Wins and Loses.
銀行規制強化による勝者と敗者

大手行は大幅な負担増

米国の大手銀行は経営が安定し、収益性が高く、自己資本も潤沢だ。にもかかわらず、安全性についてさらなる規制が必要となるのはなぜなのか。大手行の考えでは、さらなる規制によって融資や銀行業務は大きな打撃を受け、経済全体に波及する可能性がある。問題となっているのは、米国の銀行自己資本規制を欧州やその他の地域と調和させることを目的とした、「バーゼルIII最終化」と呼ばれる一連の国際規制だ。米国の銀行はバーゼルIII最終化に反対する強力なロビー活動を展開し、世論に訴える広告活動さえ行っている。

政界でも賛否が分かれている。先週の連邦上院公聴会で、大手行の最高経営責任者（CEO）らは政治



TOM WILLIAMS/CQ-ROLL CALL, INC./GETTY IMAGES

家に対して、バーゼル規制にブレーキをかけるよう要請した。共和党議員は同情を示し、抑制を求めたが、民主党議員はバーゼルIII最終化を支持し、銀行は「空が落ちてくる」と騒ぎ立てているだけだと主張した。

銀行は恐らく来年施行予定の本規制に従わざるを得なくなるだろう。そして、それが波及効果を生む。銀行サイドによって弊害が誇張されている可能性は高いが、バーゼルIII最終化によって一部の銀行業務や融資が規制の対象とならないノンバンク金融機関へシフトする可能性はある。

その結果、プライベートクレジット企業や住宅ローン会社が恩恵を受け、JPモルガン・チェース<JPM>、シティグループ<C>、ウェルズ・ファーゴ<WFC>、バンク・オブ・アメリカ<BAC>などの大手行は利益が減少する可能性がある。

表面上、負担は大きい。米連邦準備制度理事会（FRB）は、総資産1000億ドル超の銀行はリスクアセットやその他の要因に基づき、自己資本を16%増強する必要があると推計している。事実上、大手行は100ドルのリスクアセットに対して2ドルの資本が追加が必要となる。システム上重要で高リスクと考えられる銀行は、規制基準日前後の取引量調整により規制比率を調整する「ウィンドウ・ドレッシング」に対する制限を含め、追加規制の対象となる。さらに、パウエルFRB議長など規制当局の支持を受け、監督を強化するためのその他の措置も導入される。

規制対象となるのは米銀4100行のうち37行にすぎないが、米国の銀行資産は極めて集中しており、業界団体フィナンシャル・サービシズ・フォーラムによれば、銀行システム内の資産の81%がバーゼルII規制最終化の影響を受ける。さらに、新たな自己資本は、その多くがトレーディングやマーケットメイク、ウェルスマネジメント、投資銀行業務など、伝統的な商業銀行業務以外の活動にひも付けられている。つまり、最大手行やウォール街の企業は、基本的な融資や預金受入を中心業務とする銀行よりも多くの資本を保有しなければならなくなるということだ。

規制強化の是非

大手行の描く打撃像は悲惨だ。上院公聴会でJPモルガンのジェイミー・ダイモンCEOは、バーゼルIII最終化は「景気と米国の家計に対して、FRBが調査も検討も共有もしていない有害な影響」をもたらすだろうと語った。銀行業界によると、バーゼルIII最終化による銀行の商品・サービスの負担増加（リスクアセット増加）は1兆4000億ドルに上るという。

規制当局によると、それほど深刻な結果にはならない。監督を担当するFRBのマイケル・バー副議長は10月、銀行融資の資金コストは3ベーシスポイント（bp）上昇するにすぎないと語った。国際決済銀行（BIS）のデータによると、銀行の所要自己資本はこの10年間で大幅に増加したが、それと同時に銀行の融資額とその割合も上昇している。

米連邦預金保険公社（FDIC）のシーラ・ベア元総裁は本誌に対し電子メールで「自己資本の厚さは競争力だ。米国では常に自己資本基準が重視され、大手行は市場支配力と収益力で海外の競合行を凌駕

（りょうが）してきた」と述べた。ベア元総裁は、銀行の一部の不满については「同情的」だと話す。最大手行は、ローン・トゥ・バリュー（LTV）比率が高い住宅ローンに対してより多くの自己資本が必要となり、その結果、一次住宅取得者や低所得者への融資が抑制される可能性がある。地方銀行も資本コストやコンプライアンスコストの増加に直面し、「大き過ぎてつぶせない銀行に、さらなる競争上の優位性を与えることになる」と言う。

こうした議論の背景には、銀行システムが次の危機に耐えられるかというより大きな問題がある。バーゼルIII最終化の支持者は、2008～2009年のような世界金融危機の再発を防止できるのであれば、同規制の自己資本要件や監督上の措置は小さな代償だと主張する。バー副議長によれば、そうした危機が発生すれば米国の国内総生産（GDP）の20%（約5兆ドル）が消し飛び、失業や差し押さえ、その他経済的損害が急増するという。

銀行の自己資本は大幅に強化された。FRBのデータによると、商業銀行は普通株式等Tier1（CET 1）資本比率を2008～2009年の危機以前の平均8.3%を大幅に上回る12.9%に維持している。また、最大手行は、今年の春に地方銀行数行が破綻した際、FRBやFDICの支援があったとはいえ、安全を求めて流出する預金の受け入れ先となり、安定性を実証したと主張する。

■ 規制アービトラージの懸念

バーゼルIII最終化は、融資の抑制となる以上に、規制対象とならないノンバンク金融機関への融資シフトを加速させる可能性がある。恩恵を受けるのは、既に事業向け融資や商業不動産融資に大きく進出している資産運用会社のブラックストーン・グループ<BX>や、アポロ・グローバル・マネジメント<APO>、アレス・キャピタルが運用するプライベートクレジット・ファンドなどだ。住宅ローン市場ではロケット・カンパニーズ<RKT>、UMWホールディングス<UWMC>、ローンデポ<LDI>などが勝者となる可能性がある。S&Pグローバルによると、2022年の住宅ローン市場におけるこれら3企業のシェアは11%、他のノンバンクと併せれば半分を超えており、総じて今後市場シェアを伸ばす可能性がある。ニューヨーク大学スターン経営大学院のローレンス・ホワイト教授は「規制業態の融資コストが増加すれば、『規制アービトラージ』によって、規制が緩い業態の融資が拡大する傾向がある」と指摘する。

最近、バーゼルIII最終化に関するコメント期間が1月中旬まで延長されたため、銀行には、自ら銀行側の主張を行い、FRBやその他の規制当局を説得し、修正を求める時間がまだ残されている。規制の完全な実施には3年を要し、その間に銀行は必要な資本増強を行うことが可能だ。

しかし、成長率と利益率の低下、プライベートクレジット会社への融資のシフトなど、その他の懸念から、投資家は銀行株に好意的ではなく、銀行セクターは今年13%下落している。現時点で銀行はバーゼルIII最終化について部分的な修正の確保しかできないかもしれないが、規制は銀行が抱える困難の中では最も軽いものかもしれない。

By Carleton English and Daren Fonda
(Source: Dow Jones)

3. サービスナウのCEOはいかにしてソフトウェア業界の第一人者へ上り詰めたか [フィーチャー]

How ServiceNow's Bill McDermott Went From Deli Owner to Software Guru
容姿も実績も兼ね備えたCEO

サービスナウは急成長企業

ビジネスで成功する方法は？まず数字に強く、カミソリのように鋭く、急所に切り込むことが必要だ。実績から見てサービスナウ<NOW>のビル・マクダーモット最高経営責任者（CEO）はそれを全部備えているようだ。

実を言うと、マクダーモット氏の容姿も悪くない。

最近、人の容姿をとやかく言うのはよくないかもしれないし、昔からそうだったかもしれないが、率直に言って、マクダーモット氏を語る上で容姿は必要だ。印象的な髪型で滑らかに話し、濃いサングラスをかけたCEOは強い印象を与える（サングラスについては後で説明する）。



PHOTO: MARK DELONG/COURTESY SERVICENOW

2014年出版のマクダーモット氏の著書「ウィナーズドリーム」の表紙写真はよりケネディ風だ。実際、この本の巻頭には、ロバート・F・ケネディ氏がジョージ・バーナード・ショー氏を引用した「人はありのままを見て、なぜだと言う。私は過去になかったことを夢見て、できるのではないかと言う」が掲載されている。

しかし、これは表紙で本を判断しているのだろうか？マクダーモット氏は容姿だけで実態を伴っていないのだろうか？株主はそうは思わないだろう。

企業のデジタル業務プロセス管理を支援するサービスナウは、シリコンバレーの企業向けソフトウェア企業の中でも急成長している。20年前に設立され、現在の株価688ドルは過去10年で10倍以上になっただけでなく、S&P500指数の上昇率の7.8倍だ。マクダーモット氏がCEOに就任してまだ4年しか経っていないが、在任中の成長は決して低調ではない。サービスナウは2023年の売上高を86億ドルと予想しており、就任時の34億ドルから増加している。

マクダーモット氏は最近の本誌インタビューで「売上高100億ドルの大台を超えた企業向けソフトウェア企業は5社だけで、当社はその一社になろうとしている。どの企業向け大手ソフトウェア企業より急成長しており、『55%超ルール』に基づいて経営されている。当社のフリーキャッシュフローマージン（30%）と前年比増収率（29%）を合わせたものは55を上回っており、これが40ならば世界レベルと言われる」と語る。

マクダーモット氏は、2002年に入社した欧州ソフトウェア大手SAP<SAP>での実績も備えている。2010年に共同CEOに就任し、2014年から2019年まで単独CEOとして会社を経営した初の米国人だ。ここでも売上高は勢いよく伸び、約87%（165億ドル）増の308億ドルに達した。SAPの株価はそれ以上

に上昇し、S&P500指数の上昇率170%に対してSAPは212%だった。これはマクダーモット氏がより長く在任すると期待したためだろうが、そうはならず、サービスナウからナイキ<NKE>のCEOへ転出したジョン・ドナヒュー氏の後任となるためにSAPを退社した。

■ アメリカン・ドリームを体現

マクダーモット氏は米国の独立記念日に生まれ、ロングアイランドで育った。父親は電力会社コン・エジソンの高電圧修理担当で、ニューヨーク市の地下の迷路のようなトンネルやケーブルを自在に操って「スパイダー」と呼ばれた。祖父ボビーは殿堂入りしたバスケットボール選手だ。

その伝説の上に、若きマクダーモット氏は成長の過程で数々の仕事を体験し、高校生の時に地元のデリカテッセンを7000ドルで取得したが、その費用を売り手からの借金で賄った。後にデリカテッセンを売却して大学の学費を支払い、卒業後は事務機器大手ゼロックス<XRX>、IT調査会社ガートナー<IT>、ソフトウェア会社シーベルを経てSAPに入社した。

幾つか重要なことがある。り、まず投資の核心だ。サービスナウ株にはまだ上値余地があるか？マクダーモット氏は「もちろん、一世一代のプラットフォームだと信じている。当社は新カテゴリ創造の最中だ。デジタルトランスフォーメーションと生成人工知能（AI）の力で、エンド・ツー・エンドでビジネスの変革が可能であり、まだ始まったばかりだ」と説く。

次にサングラスだ。実は2015年、マクダーモット氏はグラスを持って階段で足を滑らせ、ガラスの破片が左目に入り、手術したが失明した。だからサングラスをかけている。

マクダーモット氏にいつか公職に立候補するか尋ねたことがあるが、「ある日突然、目が覚めて、『資金集めに奔走したいからCEOはもう嫌だ』と言うとは考えにくい。私に天職があればなおさらだ」と語った。

故ケネディ大統領の演説のように、「国があなたのために何をしてくれるのかを問うのではなく、あなたが国のために何を成すことができるのかを問うて欲しい」という感じだろうか？

By Andy Serwer
(Source: Dow Jones)

4. 幸運ではなく勝ち組を見つける方法

[インタビュー]

This Money Pro Picks Winners. It's Not Luck
フィデリティのパサード氏に聞く

■ 独自基準のバリュー銘柄に注目

フィデリティのファンドマネジャーであるラモナ・パサード氏は、エンジニアリングのアプローチと同様の手段で銘柄を選択する。つまり、事業を詳細に分析し、望むものが見つかるまで事業の取引内容を調査する。通常の投資対象は、クオリティーが高く配当を支払っている成長銘柄で、株価は常に魅力的だ。



PHOTOGRAPH BY PHILIP KEITH

パサード氏は、運用資産70億ドルのフィデリティ・エクイティ・インカム・ファンド<FEQIX>と同1億4800万ドルのフィデリティ・グローバル・エクイティ・インカム・ファンド<FGILX>を運用している。ニューヨーク州工科大学でエンジニアリングを学び、後にはウォール街の企業で取引決済のデジタル化のためにプログラミングを教えた。その後2003年にフィデリティに入社した。

2018年にフィデリティ・エクイティ・インカム・ファンドのリード・マネジャーになって以来の年率リターンは9.06%で、モーニングスターによると同じカテゴリーのファンドの上位29%に入っている。本誌は11月初めに電話でインタビューした後、金利が5%の状態のパサード氏が好む銘柄を知るために電子メールで意見を聞いた。

本誌：あなたの言うところのバリュー株の特徴は。

パサード氏：世界で最も素晴らしい企業の特定を試みており、それは、自社で開発または特定したコア・コンピタンスを備える企業だ。そのような企業は、差別化された製品またはサービスに投資し、利益を再投資してさらに強力になり、競争におけるリードを広げている。

■ アリマンタション・クシュタール

Q：割安で投資した、素晴らしい企業例を挙げて欲しい。

A：コンビニエンスストアとガソリンスタンドのチェーンを運営するカナダのアリマンタション・クシュタール<ATD.トロント>がある。ガソリンスタンドに併設された店舗は、健全に成長する事業だが、燃料小売はバリューの世界では、「溶ける氷（価値が毀損[きそん]する事業）」と称されている。

Q：具体的にはどういうことか。

A：電気自動車（EV）の普及率が上昇傾向にあり、ガソリンの販売量が減少しているために、燃料販売事業は溶ける氷だ。市場が溶ける氷を心配する一方で、健全な他の事業が成長のカタリストとなり、企業にとっての重要性はひそかに高まっている。

クシュタールの事業構成では成長する事業の割合が高まっているが、市場は縮小する事業を過剰に懸念していて、長期的な投資家にとっての素晴らしい投資機会を創り出している。燃料小売セクターは非常に分断化されており、効率性が悪い。クシュタールの市場シェアはわずか6%で、事業再編にも秀でている。

Q：経営陣には何を求めているのか。

A：私のポートフォリオの一つのテーマは、事業遂行に焦点を当てると同時に、資本配分にも優れた経営陣だ。クシュタールは店舗運営、燃料の調達ならびに価格設定、および店舗内装の革新のためのキャッシュフローの再投資に非常に優れている。経営陣は、非効率な競争手を特定して手頃な価格で買収し、事業のコストを低下させ、キャッシュフローを獲得してより良い方向に再投資することに秀でている。経営陣は時間をかけてわずかながらでも優位性を生み出して、それを膨らます。さながら上手な投資家のようなのだ。

株価収益率（PER）は、アリマントーションが10倍台半ばの一方、市場は10倍台後半から20倍の範囲だ。アリマントーションは平均を上回る企業だが、バリュエーションは平均以下だ。

Q：投資家が景気と金利の見通しで混乱している中で、株式市場全体のバリュエーションをどう見ているか。

A：私にとって最も不変かつ信頼できるバリュエーションの枠組みはバリュエーションの散らばり具合だ。つまり、最も割高な銘柄と割安な銘柄の差に注目する。市場で最も割安な銘柄が普段よりも割安なら、市場が通常以上に懸念していることを示唆している。現在は、市場の懸念度は普段よりも低く、投資家の関心が低いまたは異論のある企業はそれほど多くない。そのような状態は、素材、エネルギー、金融およびテクノロジーなどのリスクの高いセクターでみられている。

台湾積体回路製造（TSMC）

Q：保有したいと思う銘柄の例は。

A：半導体製造会社の台湾積体回路製造（TSMC）〈TSM〉だ。驚くべき競争力を持ち、非常に重要な半導体を提供している。参入障壁が高く、顧客の忠誠度も高く、クシュタールのように優れた経営陣が収益性と資本配分に焦点を当てている。フリーキャッシュフローを生み出す素晴らしい利益率を備えているが、そもそもキャッシュフローの活用方法が分からなければ利益率は維持できない。TSMCは両方を備えている。半導体製造企業の資本集約度は大幅に高まっており、ムーアの法則を維持するためにはより高価な装置が求められる。TSMCは、現金の一部還元とリードを保つための再投資のバランスをうまく取っている。

Q：米中のライバル関係、米国による中国に対する半導体へのアクセスの制限、および、企業に対する米国生産を増加させるための圧力によって生み出された地政学的リスクをどのように織り込むのか。

A：私にとってのクオリティーの基準は比較的高く、バリュエーションの基準は低い。TSMCのリードは驚異的だ。米国政府はCHIPS法（半導体法）を通じてインテル〈INTC〉を支援している。しかしいずれは、TSMCが足元の優位性をさらに高めるだろう。

現時点では二つのことが起こっている。PCとスマートフォンは成熟市場とみなされており、過去数十年にみられたほどには成長しないが、新型コロナウイルス以降に在庫調整がみられている。しかし、足元の優位性を見てほしい。単に現在だけではなく、今後どうなるかについてもだ。

Q：それはクオリティーの部分だ。バリュエーションは。

A：市場が今後数四半期の需要を懸念しているために、S&P500指数よりも低い10倍台半ばのPERでTSMCに投資できる。

Q：金利（債券利回り）が年初来で上昇している。金利が5%の世界で、債券をどう考えているか。

A：ラッセル3000バリュエーション指数の構成銘柄の中で配当利回りが最高の銘柄群で、どの程度の超過利回りを得られるかに注目している。超過分が平均並みか平均以下であれば、超過利回りの獲得はより困難になる。現在の利回りは平均を若干上回る程度のため、私は少し投資を控えている。私は、利回りが比較的高い銘柄に投資するのではなく、小売チェーンのウォルマート<WMT>のように増配を志向する企業への投資に傾いている。

ウォルマート

Q：ウォルマートは、小売企業が直面している課題を、どのように乗り越えているのか。

A：ウォルマートには最高経営責任者（CEO）としてダグラス・マクミロン氏がいて、大型ディスカウントストアチェーンのターゲット<TGT>などとは異なったゲームをプレイしている。ウォルマートは消費者全体のエコシステムを考え、消費者にとっての商品選択、価値および利便性をどのように組み合わせれば最高になるかを考えている。ウォルマートは小売企業だけではなく、ウォルト・ディズニー<DIS>、動画配信大手のネットフリックス<NFLX>、Eコマース・プラットフォームを提供するショッピファイ<SHOP>を研究している。ウォルマートは、学習と、見つけたことを組み入れることに秀でている。

Q：それが成長にどのように転換されているのか。

A：すべてが、スーパーセンターと顧客基盤をどのように活用するかにかかっている。米国の人口の約90%が、ウォルマート店舗の10マイル（16キロメートル）圏内に住んでいる。最近の電子商取引に対する投資も相まって、オムニチャネルの優位性もある。

Q：株価についてはどう考えるか。160ドル程度で、予想PERは約22.7倍だ。

A：ウォルマートの競争優位性は高まっており、バランスシートは健全で、投下資本に対するリターンは10%台となっており、市場全体に対する相対的バリュエーションは低下している。ウォルマートの主要商品が食品のため、事業の見通しは平均的な企業より良好で、株価ボラティリティーが比較的に低くなっている。

Q：金利が低下したために、バリュー株は困難な時を過ごした。状況は変化しつつあるのか。

A：私が選好する企業（クオリティーが高く、強力なキャッシュフローを生み出す企業）は、低い債券利回りに対する代替的なキャッシュフロー利回りを提供できたため、市場の好感度が高まった。

私が、フリーキャッシュフローとクオリティーから過去10年間にわたって恩恵を享受したとすれば、金利が上昇した環境では、キャッシュフローよりも資産価値に基づいて取引される、景気に敏感な企業が選好されるという主張もできる。

防衛関連銘柄

Q：防衛関連銘柄への投資を始めた理由は。

A：軍備縮小と平和が長年続いた後で、ロシア・ウクライナ戦争の余波で再軍備へシフトしている。ドイツは、防衛費に1000億ユーロを割り当て、フランスは防衛予算を40%増額し、英国は防衛費の対国内総生産（GDP）比率を2.5%へ引き上げるよう検討している。とはいえ、防衛関連には固有のリスクもある。つまり、独特な会計手法、高い執行リスクおよび政治で、私は数カ国にまたがる多様な銘柄のバスケットの利用を好む。

Q：バスケットに含まれる企業は。

A：ドイツのエンジニアリング・グループであるラインメタル<RHM.ドイツ>は欧州の多額の防衛支出の直接的な受益者で、英国の防衛・航空宇宙関連企業であるBAEシステムズ<BA.ロンドン>も防衛支出サイクルの恩恵を受ける他、価格戦略の改善努力で追加の恩恵を受けている。両銘柄のPERは10倍台半ばで、配当利回りは3%だ。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

5. 好調な雇用統計が示唆するもの

[経済政策]

A Strong Jobs Report Makes Big Rate Cuts Unlikely in 2024.

2024年の大幅利下げは考えにくい

11月の雇用統計は堅調



KEVIN DIETSCH/GETTY IMAGES

米国経済には良いニュースと悪いニュースがある。良いニュースは、労働市場が引き続き多くの労働者を惹きつけ、雇用を創出し、失業率を歴史的な低水準に維持する一方、インフレは緩和しているようだということだ。悪いニュースは、市場が期待しているほどには金利が低下しそうにないことだ。そのため、2024年はウォール街よりもメインストリート（一般市民）の方が良い年になりそうだ。

12月8日に発表された11月の米国非農業部門就業者数は19万9000人増と、エコノミストの予想より10%超多かった。大きな驚きは、失業率が

10月の3.9%から3.7%へと低下したことだ。これには正当な理由がある。失業率算出の元となる家計調査では、11月に75万人近くが職を見つけ、労働力人口が50万人超増加した。

この良好な雇用統計は、米連邦準備制度理事会（FRB）が金融先物市場や国債市場が予想していたほど金利を引き下げの可能性が低いことを意味する。FRBの政策金利が1年後にどの程度になるかの予想を下方修正したとはいえ、市場が利下げ幅を過大評価している可能性が高い。

注目されるFOMC

Falling Expectations

The Fed's current projected federal-funds rate for the end of 2024 is 5.1%, but traders have been betting that the Fed will sharply lower it.



FRBの金融政策を決定する会合である米連邦公開市場委員会（FOMC）は、12月13日に終了する2日間の会合後に、その考えを明らかにする予定だ。フェデラルファンド（FF）金利の現在の誘導目標である5.25～5.50%を変更しないことがほぼ確実視されているが（CMEグループのフェドウォッチによれば、実際には98.4%の確率）、FOMCは経済見通し（SEP）の中で来年以降の見通しを発表する予定だ。

FRBが9月に年内のFF金利の中央値を5.6%と予想して以来のSEPの見直しとなる。FOMCはその後、2024年12月末までに0.25%の利下げを2回実施し、5.1%になると予想した。

しかし、グラフが示すように、FF金利先物市場は2024年末までに少なくとも4回の利下げを予想している。グリーン・キャピタルのチーフ・エコノミック・アドバイザーで、FRBとイングランド銀行（英中央銀行）の両方に勤務経験を持つジョン・ライディング氏は、「市場は間違いなくFRBの先を行っている」と本誌に語っている。

予想を上回る雇用統計を受けて市場は利下げ観測を後退させたが、ライディング氏は、「パウエルFRB議長は来年、金利を1%超引き下げるという市場の観測を押し戻さなければならないだろう」と付言する。市場が予想する急激な利下げは、不況に陥ってこそ意味があるが、そうなる証拠は乏しい。

ミシガン大学の調査では、落ち込んでいた消費者ですら最近元気を取り戻したという。その主な理由は、インフレが和らいでいるからだ。これは、FRBにとってもそして、間違いなくホワイトハウスにとっても良いニュースだ。

広く注目されているミシガン大学の消費者景況感指数の12月速報値は、11月の61.3から69.4に急上昇

した。最も喜ばしいのは、今後1年先の予想インフレ率が4.5%から3.1%に低下したことだ。全米自動車協会（AAA）の最新の調査によると、消費者のインフレに対する評価は、ガソリンスタンドで支払う金額と密接に連動する傾向があり、それが過去1カ月で1ガロン当たり約20セント低下したという。

ライディング氏はそれ以上に、FRBが重視するインフレ指標である食品とエネルギーを除くコア個人消費支出（PCE）デフレーターが過去6カ月間2.5%前後で推移するなど鈍化していることを、FRBは心強く思うことができると考えている。消費者が物価上昇の鈍化と見ていることは、政策決定者にとって大きなプラスだ。ライディング氏は、「FRBはインフレ率を目標としている2%に戻すために、さらなる利上げの代わりに時間を利用することができる」と付け加えた。

2024年の金利動向を予想する

しかし、景気が悪化しない限り、金利を引き下げる余地は限られている。ライディング氏は、「無リスクである国債の利回りに上乗せされるハイイールド債のスプレッドは歴史的に低い水準だ。通常、投機的格付け債のリスクに見合うイールドプレミアムは、景気が悪化すると拡大する」と指摘する。

このような事実から、FRBが債券や株式の強気派の大幅利下げへの期待を実現する可能性は低いことがわかる。こうした期待が、最近の債券・株式の両市場の上昇に拍車をかけている。

ライディング氏は、FOMCのいわゆるドットプロットの中央値では、0.25%の利下げが2回行われると考えている。ライディング氏は、もし自身がFOMCで投票権を持つとすれば、インフレ率の鈍化を考慮し、0.25%の引き下げを3回行うだろうと言う。

同様に、JPモルガンの米国チーフ・エコノミストであるマイケル・フェローリ氏は顧客向けノートの中で、2024年末のFOMCのドットプロットは0.25%の引き下げが2回行われる可能性を示唆していると指摘する。しかし、11月の雇用統計の好調を受けて12月8日に0.18%上昇したとはいえ、12月のFF金利先物が示唆する4.31%をはるかに上回る水準であることに変わりはない。

逆に市場は、長期の中立的な実質FF金利は、FOMCが想定する2.5%をはるかに上回ると考えている。バンク・オブ・アメリカのエコノミストは、市場はFRBの政策金利が2026年には4%前後になると予測していると指摘する。

これらはすべて、今週のカバーストーリーが指摘するように、金利がより長く高止まりするという見方と一致している。そしてそれは、FRBが来年中に大幅な利下げに踏み切るという債券の強気派の予想に反する。ライディング氏はさらに、それは経済の大幅な悪化を意味し、株の強気派を打ちのめすものであり、彼らが求める良いニュースではないことを示唆しているという。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

6. 株式市場は史上最高値を更新する勢い

[米国株式市場]

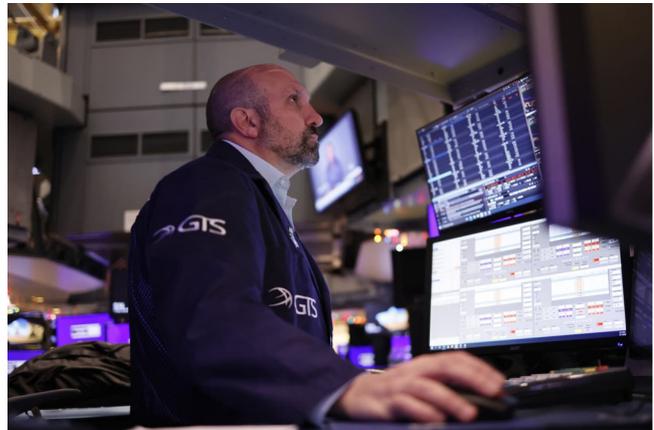
Stocks Can Top All-Time Highs. The Reason: Fourth-Quarter Earnings.

控えめな企業業績予想の上方修正が高値更新のきっかけに

雇用統計は市場を動かす要因とならず

株式市場は史上最高値に戻ろうとしているが、そのためには何かきっかけが必要だ。企業決算がそれになるかもしれない。

先週の株式市場は、強気派にも弱気派にも助けとならない、平穏な一週間だった。主要株価指数を見ると、S&P500指数は0.2%高の4604.37となり、ダウ工業株30種平均はほぼ横ばいの3万6247ドル87セントで引けた。ナスダック総合指数は0.7%上昇して1万4403.97となり、小型株のラッセル2000指数は1.0%高の1880.82で週末を迎えた。



M. SANTIAGO/GETTY IMAGES

8日に発表された11月の雇用統計は市場を動かすはずだったが、結果的には何も起こらなかった。理由は何だろうか。発表された数値は予想を上回る強いものだったが、それ以前の月の統計の修正、ストライキの終結による影響、その他の要因によって相殺された。それでもこの数値は、成長する経済が景気後退を回避できること、そして米連邦準備制度理事会（FRB）が近いうちに利下げに踏み切る可能性を示唆している。

現在の業績予想は控えめ

今、株式市場は待ちの姿勢に入っている。2023年も残すところあと数週間となったが、S&P500指数は年初来で19%上昇し、2022年1月初旬につけた終値の最高値である4796まであと5%に迫っている。しかしS&P500指数が上昇を続けるためには、これまで4600をわずかに下回る水準でずっと登場していた売り手を後退させる何かが必要なのは明らかだ。そのために、市場は堅調な第4四半期の企業業績を必要としている。

そうなるはずだ。S&P500指数全体の四半期1株当たり利益（EPS）は3.6%増の54ドル49セント、1株当たり売上高は3.5%増の470ドル35セントになると予想されている。この数字は、景気減速を考慮してアナリストが予想を下方修正したため、8月末時点よりも低い。また、前四半期の決算発表の時に多くの企業が期待外れの見通しを示したこともあり、EPSの予想は5.2%減少した。しかし、予想が低いということは、ジャンプするハードルが低いということだ。これを受けて22Vリサーチのデニス・デバスチャー氏は、「第4四半期の業績は、現在の予想よりもはるかに良くなる可能性がある」と書いている。

もちろん、多くは景気次第である。景気後退の懸念が再び高まっており、実際、景気が後退するためにはそれほど大幅な成長率の低下は必要ではない。しかし、実質国内総生産（GDP）が1桁台前半の成長であれば、2024年のS&P500指数採用企業全体の予想売上高増加率の5%は妥当なものになる。原材

Market Snapshot



料費や人件費などのコストの増加が緩やかになれば、利益率は上昇し、自社株買いの効果もあり、2024年のEPSは12%増の244ドルになると予想される。

FOMCなどで波乱があっても高値更新へ

きっかけは何になるのだろうか。経済が打撃を受けそうなとき、市場はEPSが予想を上回っても無視することがあるが、成長が持続すれば市場はEPSの動きをきちんと織り込む。トロウ・キャピタル・マネジメントのスペンサー・ハキミアン氏は「景気後退が避けられれば、2024年のS&P500指数は素晴らしい動きになる」と指摘する。

もちろん、株式市場は第4四半期の決算発表シーズンを待つ必要があるが、それは1カ月後だ。その間、12月の米連邦公開市場委員会（FOMC）、11月のインフレ関連指標の発表、その他のイベントを織り込む必要があり、その過程でボラティリティーが高まる可能性もある。

しかし、間違いなく新高値は来るだろう。それを待つことにしよう。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

7. 足元の株式市場は小動きだが、悪い話ではない Stocks Are Boring Lately, Like Muzak. That's a Good Thing. 退屈な相場は退屈にあらず、かえって投資家には好都合

[コラム]

小動きの株式市場



MICHAEL NAGLE/BLOOMBERG

エレベーター内のミュージック（BGM）のように、最良の株式市場は気づきにくいものだが、それが往々にして素晴らしい株式市場のように見え始める。

ミュージックを覚えているだろうか。BGMを制作していた企業で、その曲は意識されないほど良い。文字通りエレベーターや飛行機、ショッピングモール、オフィスのために流される音楽で、耳に入っても耳を傾けるほどではない音楽である。

最高の株式市場もそれに似ている。最高の株式市場は驚くような利益が出たり、恐ろしくなるほどの相場下落で投資家を驚かせたりはしないし、もちろん床屋やタクシー内での会話で話題にのぼることもない。ペンキが乾くのを見守るようなもので、気づいたら部屋が見違えるほどになっていたというあの感じである。

今はちょうどそんな市場だ。S&P500指数は過去16日間、上下1%以内の動きに留まっており、8月1日まで続いた21日間以来最長の低ボラティリティー環境である。市場の変動が大きいからと言って投資家にとって悪い話ではない。

S&P500指数はこの間1.8%上昇、素晴らしいパフォーマンスというわけではないが、ひどいパフォーマンスというわけでもない。S&P500指数の予想ボラティリティーを計測し不確実性の度合いを示すシカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティー指数（VIX指数）は13を下回っており、投資家がプロテクションのためにオプション料を支払うことに躊躇（ちゅうちょ）している風（なぎ）の状況を示している。

ジェントラストのトレーディング責任者、ネイサン・コトラー氏によれば、金利の低下とVIX指数の債券市場版であるMOVE指数の低下が幾分関係している、とのことである。同時に、投資家が市場に内在するリスクを忘れていた兆候でもあるかもしれないと言う。コトラー氏は「結局、VIX指数が12程度で推移しており、株式市場は極めて落ち着いている、それゆえマクロ経済予想がわずかに変化するだけでもVIX指数が上昇する可能性があるため、投資家は注意する必要がある」と説明する。

バリュエーション、企業利益、センチメント

あるいはそうならないかもしれない。リサーチ・アフィリエイトの株式戦略最高投資責任者（CIO）、キュー・グエン氏は「市場はバリュエーションと企業利益、センチメントの三つの要因で動く。今はどれも市場同様退屈なほど動きがない」と語る。

バリュエーションを見てみよう。11月15日現在、S&P500指数の予想株価収益率（PER）は19.7倍である。バリュエーションとしては高いように見えるが、過去7年の平均値にごく近い水準である。他のバリュエーション指標で見ても同様だ。S&P500指数の益利回り（PERの逆数）もまさに平均的な水準にある。グエン氏の結論は「株式が割安とは言えないものの、過大評価されているようにも見えない」である。

企業利益も絶好調とは言えないものの、底堅く見える。グエン氏は第3四半期の決算を「安定的」と評価しつつ、利益成長はついに底打ち反転したと見る。アナリスト予想は2024年の1株当たり利益（EPS）成長率を10%から12%としており、予想があまりに楽観的であるとの懸念はくすぶるが、企業決算が予想を上回ることが多い。

センチメントも時に行き過ぎのように思える局面もあるが、現状はそうではない。全米個人投資家協会（AAII）のセンチメント調査に注目する人が多いが、回答者の47.3%が強気、27.4%が弱気としている。グエン氏は、AAIIによる資金配分調査の現金比率を重視する。11月に投資家はポートフォリオの19%を現金で保有していたが、これは10年平均の約17%を上回る水準であった。グエン氏は「要するに、株式のファンダメンタルズは引き続き動きの少ない退屈な状況が長期間続いているということだ。メディアとしては面白くないかもしれないが、そうした期間は株式投資家にとって悪くはない」とレポートに記している。

歴史はその見方を裏付ける。過去10年にわたり、15日以上1%以内の変動幅に留まっていた期間が今回以外に30回あるが、その70%で市場は3カ月後に上昇、平均1.5%のリターンとなっている。

しかしながら、1点注意が必要である。長く無風状態が続いた後には最悪の相場下落が伴い、60日以上続いた後、それが途絶えるとS&P500指数は平均9.3%下落するという事象が10年で4回確認されている。

退屈は美なり、ただし退屈過ぎる場合を除く。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

8. 金価格、今後10年間上昇する可能性とその理由

[コラム]

Why Gold Prices Could Climb for the Next 10 Years
利下げと地政学的リスクが価格上昇をもたらす

金投資とは

金への投資は常に当たるか外れるかであるが、外れることの方が多い。だから、「金に長期投資する時が来た」と主張することが自分でも信じられない。

株とは違い、金には、価値を決めるためのキャッシュフローだけでなく配当も事業もない。また、債券とは違い、一定期間に一定の利子の支払いは約束されていない。金は輝く黄色い金属にすぎず、市場がそれに価値を与えているだけだ。それでも、金本位制支持者（ゴールドバグ）は金を愛してい



CHRIS RATCLIFFE/BLOOMBERG

る。というのも金には歴史があり、物価高騰時の価値貯蔵手段としての機能が期待でき、そして国家が刷る不換紙幣にはない「本源的価値」が金にはあるからだ。彼らは、世界の終わりが到来しても金は生き残ると信じている。

金投資の限界は数字が明確に物語っている。過去20年間の年率リターンはS&P500指数の9.7%に対して金は8.3%、過去40年間ではS&P500指数が11%、金は4.1%だ。ブルームバーグ端末で入手可能な最も古いデータである1975年12月4日以降ではS&P500指数が12%、金は5.6%だ。

ドイツ銀行のストラテジスト、ジム・リード氏はさらに古いデータを持っている。1800年以來のインフレ調整後の年率リターンは、10年物国債の3.07%、米国株式の6.83%に対して金はわずか0.32%だ。リード氏は「興味深いことに、現在の金価格は、インフレ率が非常に高かった1860年代の南北戦争時の最高値を15%しか上回っていない。つまり、長期にわたりインフレが続くと信じる人は、（金価格がそれほど上昇していないので）投資対象としての金には少し失望しているかもしれない」と語る。

再人気の金、株式をアウトパフォームする時が到来するか

それにもかかわらず、金は再び大人気だ。12月4日、金先物の期近物は1オンス2152ドルの史上最高値をつけ、10月5日以来12%上昇した。RBCのストラテジスト、クリストファー・ルーニー氏は、「金の上昇は、金融引き締め政策からの脱却、債券利回りの低下、そしてドル安に対する短期的な反応だ」と主張し、「これらの要因がなくなれば、金の上昇も終わりレンジ相場に戻るだろう。短期的に金が上昇する余地はあるかもしれないが、金以外に投資チャンスはある」と続け、利益確定を推奨する。

この見方は冷静で正しく聞こえるかもしれないが、投資意欲をかき立てられるような機会を見落としている。金は数年にわたりS&P500指数をアウトパフォームした期間がある。高インフレ時の1976年8月から1980年9月までの間、S&P500指数の年率リターンは10.8%に対し金は56.3%だった。また、ITバブル崩壊や金融危機が起きた期間を含む2001年3月から2011年8月までの間、S&P500指数のわずか2.4%に対して金は20.6%だった。

同じようにアウトパフォームする時が、今まさに訪れようとしている。金と国債利回りの関係を考えてみる。通常、国債利回りが上昇すると金は下落する。今回も最初はそうだった。米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げに伴い2022年4月に2055.30ドルだった金価格は、同年10月には1634.20ドルまで下落した。しかし、それ以降、政策金利の引き上げが5.25～5.5%まで続いたが、金価格は上昇した。マクロ・メーバンのステファニー・ポンボイ氏は、「ベテランの金強気派には周知のことであるが、これは典型的な金相場の動きとは大きく異なっている。この動きは重要なシグナルを発しているように思われる」とコメントしている。

外国の米ドル離れが金に追い風

ポンボイ氏にとって、金の価格上昇は今年第3四半期に前年同期比3%成長となった国内総生産（GDP）と同マイナス0.2%となった国内総所得（GDI）との間に見られる乖離（かいり）を裏付けるものだ。経済活動の二つの指標が、これほど乖離することは珍しい。GDPはプラスなのにGDIがマイナスになったのは、2001年と2007年のリセッション（景気後退）入り前が最後である。

そしてポンボイ氏は、金の価格は金利とともに上昇することがあると指摘する。それが起きたのは、金の強気派が、FRBが大幅な利下げをせざるを得なくなることを正しく予想した2004～2005年にかけてだ。今回の考えられるもう一つの結果は、インフレが再燃して実質金利を効果的に押し下げることだ。ポンボイ氏は「金は他の幅広い市場よりもはるかに多くの何か（利下げかインフレ）を嗅ぎ付けている」と指摘している。

インフレ率の上昇や大規模な景気後退は明らかに最悪のシナリオだが、金の価格が上昇を続けるための必要条件ではない。地政学も関係する。足元の金の上昇はイスラム組織ハマスがイスラエルを攻撃する前日の10月6日に始まり、それまで定期的に起きていた1オンス＝2000ドル台からの揺り戻しを反転させた。世界で紛争の火種がさらに増えれば、金の価格は少なくとも1800ドル付近でサポートされるはずだ。

より大きな変化は、外国の米ドル離れかもしれない。世界が突然、一夜にしてほとんどの取引で米ドルを使わなくなるかのような脱ドル化について、あまりに多くのことが語られてきたが、そうではない。22Vリサーチのコモディティ・ストラテジスト、コリン・フェントン氏は「各国が米国からの潜在的な制裁や米国に対する巨額の負債から身を守ろうとする中で、変化が起きている」と述べる。注目すべきは、東南アジア諸国連合（ASEAN）と新興5カ国（BRICS）プラスが今年8月、交易にあたって可能な限り自国や相手国の通貨を使用すると表明したことだ。実際、インドは同月、アブダビ国営石油会社から初めてルピー建てで石油を購入した。フェントン氏は「金が1オンス＝2000ドル以上を維持するのに十分なマージンの侵食だ」と説明する。

1オンス＝3000ドルに達する可能性も

世界の中央銀行は金の購入に動いており、2023年の取得量は1180トンに達する勢いだ。しかし、UBSグローバル・ウェルス・マネジメントの米州担当チーフ・インベストメント・オフィサーであるソリタ・マルセリ氏によると、投資家は金の購入に消極的なようだ。マルセリ氏は「現在の水準からさらに上昇するには、金の上場投資信託（ETF）への資金流入が、より説得力のあるものになることが必要だろう」と書いている。

いずれも、金価格の短期的な下落を妨げるものではない。12月8日に発表された米雇用統計の力強い内容は、FRBの利下げに対する期待を市場が調整しなければならない可能性を示唆している。しかし、チャートは金が直近の高値（2032.90ドル）から18%高の2400ドルに到達することを示している。チャート・スマーターのダグラス・ブッシュ氏は、月足チャートの上値抵抗線を突破して12月末の終値が2100ドルを上回れば、3000ドルに達する可能性があると言っている（金は1980年代初頭、インフレ調整後高値で3333ドルまで上昇したことがある）。

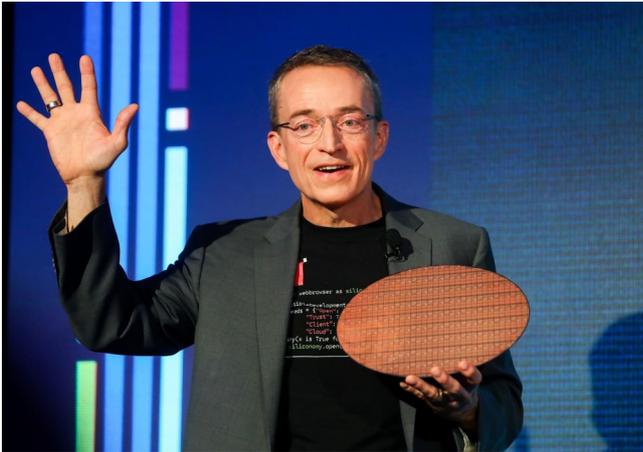
By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

9. インテルの復活は本物か？

[ハイテク]

Intel Stock Is Beating the Market Again. Will It End in Gloom or Glory?
強気派が考える業績が改善見込みの理由

株価は再び市場をアウトパフォーム



I-HWA CHENG/BLOOMBERG

インテル<INTC>の株価が市場をアウトパフォームしている。年初来で株価が3倍になっているエヌビディア<NVDA>には遠く及ばないが、インテルのトータルリターンは62%で、S&P500指数の20%やフィラデルフィア半導体株指数の46%を大きく上回っている。目下の株価上昇は一時的なものなのか、それともインテルは優良企業として復活するのか。それを見極める時期がきている。

インテルの現在の時価総額は1740億ドルで、米国の半導体企業の中ではエヌビディア、ブロードコム<AVGO>、アドバンスト・マイクロ・

デバイス<AMD>に次ぐ4番手にすぎない。だが問題は、インテル株が市場をアウトパフォームし続けられるかどうかだ。株価はマイクロソフト<MSFT>の失われた10年にわたって10ドル台半ば〜20ドル台で推移した後、数年前に65ドルを超えたものの昨年は25ドルへ急落し、現在は42ドルへ反発している。次の到達点は25ドルか、それとも65ドルか。

ウォール街のインテルに対する見方はまだら模様だ。42人の株式アナリストのうち「買い」と答えたのは9人しかいない。ただし、悲観的な見方がピークに達した途端に株価は上昇した。そろそろ強気派の意見を聞いても良いのかもしれない。

経営改革は実行されている

投資銀行ベンチマークのアナリストであるコーディ・エイクリー氏は今年、インテルの投資判断を「ホールド」から「買い」へ引き上げた（その時点での株価は約30ドル）。エイクリー氏によると、半導体の微細化を続けるには極端紫外線（EUV）リソグラフィーという新しい露光技術が不可欠であることが明らかになったため、インテルは過去10年にわたり製造技術面で同業他社に遅れを取ってきた。台湾積体回路製造（TSMC）<TSM>とサムスン電子<006930.韓国>はインテルよりもはるかに速いペースでEUVに投資してきたからだ。

インテルの製造技術面での立ち遅れは、TSMCのパートナーであるアドバンスト・マイクロ・デバイスに有利に働いている。TSMCは製造技術面で優位に立ち、PC向け半導体市場で3分の1、データセンター向け半導体市場で15〜20%のシェアを持つ。インテルの場合、売上高の約60%、利益の40%をPC向け半導体が占めているが、TSMC以外にクアルコム<QCOM>とアーム・ホールディングス

<ARM>がこの分野でしのぎを削っており、競争圧力にさらされている。データセンター向け半導体市場でも、既に巨額の支出が振り向けられている人工知能（AI）向け半導体の分野でエヌビディアが圧倒的に優位な地位を築いている。

では、インテルを選好する理由は何か。エイクリー氏は、「われわれが強気に転じたのは、2021年に最高経営責任者（CEO）に就任したパット・ゲルシンガー氏の経営スタイルが実行されているのを確認したときだった」と明かす。ゲルシンガー氏は新しい半導体工場への大規模投資を発表し、従業員の目標を設定して追跡するための新たなシステムを導入し、EUVを活用した半導体の微細化でライバルに追いつくための競争に着手した。

今年、インテルは製造事業と設計事業を分離し、それぞれが独自の会計処理を行うとする計画を発表した。設計者は、設計した半導体がたとえ外部のファウンドリー（半導体受託製造企業）で製造することになったとしても、半導体の進化を自由に追求できる。インテルの工場は、社外のビジネスを求めてTSMCとより競争しやすくなる可能性がある。

■ 幾つかの明るい兆しがある

今のところ、ゲルシンガー氏による改革はインテルの損益計算書に明確な改善をもたらしていない。しかも新工場への投資が要因となり、フリーキャッシュフローは大幅な赤字となっている。しかしエイクリー氏は、明るい兆しが幾つかあると指摘する。一つはインテルの市場シェア喪失ペースが鈍化し始めていることだ。もう一つは、インテルが競争相手から従業員を奪われる側から従業員を獲得する側に立ったことだ。

インテルは12月にAIコプロセッサを備えた新しいPC向け半導体を発売する。エイクリー氏によると、AIテクノロジーは今後、オープンAIのような汎用的なツールから、グラフィックデザインや金融といった用途ごとにカスタマイズされたツールへ移行し、そうした中でインテルの新しい半導体の重要性が増すという。「AIの大規模言語モデルの個別ニーズへのカスタマイズが進むと、AIの意思決定機能をクライアント端末、つまりPCに組み込めるようになる。それによってAIは極めて有用になる」からだ。

インテルは、データセンター向け半導体の分野でエヌビディアと競争するため、AI処理を高速化するための半導体も開発した。エイクリー氏によると、インテルの最新の設計のベンチマークスコアは競争力のあるもので、エヌビディアの製品を大きく下回る価格で提供されるという。

みずほ証券のアナリストであるビジェイ・ラケシュ氏も先月、インテルの投資判断を「ホールド」から「買い」に引き上げた。ラケシュ氏は顧客向けレポートで、来年にはPCとデータセンターが更新サイクルを迎え、インテルが数多くの製品を発売し、それによって同社の市場シェアと利益率が上昇する可能性があるという指摘している。

筆者は、個人的にはインテル株に興味はそそられるものの、まだ確信は持てずにいる。いずれにせよ、インテルが再び潤沢なキャッシュを創出するようになるまでには時間がかかる。エイクリー氏は、現在の計画では2026年まで多額の投資が続くと考えている。

By Jack Hough
(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]

Diesel Goes Green While Stocks See Red

ディーゼルはグリーン化する一方、株価は下げ（赤）に染まる

再生可能ディーゼル燃料メーカーの株価、供給増をうけて低迷



ILLUSTRATION BY ELIAS STEIN

動物性油脂と植物から作られる再生可能資源由来のリニューアブルディーゼル（RD）が、米国の東海岸と西海岸の両地域でトラック用燃料に使用されることになりそうだ。ニューヨーク市当局が先週行った発表によると、市の大型車両（ゴミ収集車や救急車など）については、2024年6月末までにRDに切り替える。ニューヨーク市当局はRDの有効性を強く信じており、その割高な対価についても喜んで支払っている。2023年9月のルイジアナ州の燃料プラントから初めて納入されたRDの価格は1ガロン（3.785リットル）当たり4ドル81セントだったが、9月末時点

でのディーゼル燃料の小売価格は4ドル59セントだった。

カリフォルニア州では、消費されるディーゼル燃料の半分超をバイオ燃料が占めている。エネルギー分野に特化する投資銀行、チューダー・ピッカリング・ホルトのアナリストであるマシュー・ブレア氏は「カリフォルニア州は、低炭素燃料基準によって大きな成功を収めている」と言う。オレゴン州とワシントン州も、炭素排出者に排出量を相殺するためのカーボンクレジットの購入を義務付ける基準を設けている。

RDの供給量は急増している。2023年初頭には米国内の工場の生産量は年間30億ガロンと、2022年の17億5000万ガロン、2021年の7億9100万ガロンから増加した。イタリアの石油会社エニ（ENI）〈E〉と米国の石油精製会社PBFエナジー〈PBF〉は、2023年にルイジアナ州の新工場を稼働させフル稼働時には年間3億ガロンを生産する。米国の精製会社マラソン・ペトロリアム〈MPC〉は、フィンランドの石油会社ネステ〈NESTE〉と共同でカリフォルニア州に7億3000万ガロンの設備を完成させている。

供給は急速に伸びて需要を上回り、テキサス州アービングに本社を置くダーリン・イングリディエンツ〈DAR〉やネステのようなバイオ燃料メーカーの-marginや株価に打撃を与えている。

カリフォルニア州が炭素削減を加速させ、再生可能な航空用ジェット燃料という新市場が開発されることに期待しよう。

先週の出来事

株式市場

金価格が史上最高値を更新、暗号資産（仮想通貨）ビットコイン<BTCUSD>の取引価格は4万4000ドルを突破、年初来で166%超の上昇となる。米格付け会社のムーディーズは中国の信用格付け見通しを「安定的」から「ネガティブ」に引き下げた。株式市場は下落後に反発、原油価格と米国債価格は上昇した。住宅ローン金利は再び低下し、11月の非農業部門就業者数は前月比19万9000人増加したが、ストライキの妥結も要因となった。週間ベースでは平穏な週となり、ダウ工業株30種平均は0.01%上昇、S&P500指数は0.21%上昇、ナスダック総合指数も0.69%上昇した。

企業動向

香港の裁判所は、経営再建中の中国不動産開発大手、チャイナ・エバークランデ・グループ（中国恒大集団）<3333.香港>に対して、債務再編交渉に向けて猶予期間を与えた。音楽ストリーミングのスポティファイ・テクノロジー<SPOT>は、全世界の従業員の約17%にあたる1500人を削減した。S&Pグローバルは、米配車サービス大手のウーバー・テクノロジー<UBER>、電子機器受託製造のジェイビル<JBL>と建材のビルダーズ・ファーストソース<BLDR>の3銘柄がS&P500指数に加わると発表した。X（旧ツイッター）のオーナーであるイーロン・マスク氏の人工知能（AI）新会社エクスペアアイ（xAI）が、10億ドルの資金調達を目指していることが明らかとなった。米通信大手AT&T<T>は、140億ドルをかけ新たにワイヤレスネットワークを構築するためスウェーデンの同業エリクソン<ERIC>を起用。メタ<META>（旧フェイスブック）とIBM<IBM>は、AIプログラムを無償で公開するオープンソースモデル構築を目的に、新たに業界団体を設立。

M&A（合併・買収）等

- ・アラスカ航空グループ<ALK>はハワイアン航空の親会社ハワイアン・ホールディングス<HA>を19億ドルで買収すると発表した。
- ・オーストラリア電力大手のオリジン・エナジー<ORG.オーストラリア>の株主は、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<BAM>らのグループが提示していた130億ドルの買収提案を否決。さらにオーストラリアの石油・ガス大手ウッドサイド・エナジー<WDS.オーストラリア>と同業サントス<STO.オーストラリア>の2社が合併交渉中である旨を公表。
- ・スイス製薬大手ロシュ<ROG.スイス>は、肥満症治療薬の開発を手掛けるカーモット<CRMO>を、一定のマイルストーン（事業目標）支払いを含めた額として31億ドルで買収すると発表した。またバイオ医薬品企業のアッヴィ<ABBV>は、11月30日に発表したがん治療薬開発企業イミュノジェン<IMGN>の100億ドルの買収に続き、神経系疾患治療薬のセレベル・セラピューティクス<CERE>を87億ドルで買収合意したと発表。

今週の予定

12月11日（月）

超大型株の3社が四半期決算を発表、そのうち2社はAI化の波に乗ろうとしているソフトウェア会社だ。ソフトウェア大手オラクル<ORCL>が12月11日、また画像編集ソフトのアドビ<ADBE>が12月13日、それぞれ引け後に決算を発表する。小売り大手のコストコ・ホールセール<COST>による12月14日の発表で、週を締めくくる。これら3社の株価は、年初来で39%、81%、34%それぞれ上昇している。

12月12日（火）

米労働省労働統計局（BLS）が11月の消費者物価指数（CPI）を発表する。エコノミストのコンセンサス予想では前年同月比3.1%の上昇で、10月に比べて0.1%ポイント低い。また変動の大きい食品とエネルギー価格を除いたコアCPIは前年同月比4%の上昇と予想され、10月と同じ。コアCPIの年間上昇率は過去2年間超で最低の水準である。

12月13日（水）

米連邦公開市場委員会（FOMC）が金融政策決定を発表する。FOMCはフェデラルファンド（FF）金利誘導目標を5.25～5.50%に据え置くとの見方が大勢を占める。金融市場での話題は、2024年中に米連邦準備制度理事会（FRB）による利下げの実施回数予想に移っている。市場が現在のサイクルではもう利上げはないだろうという意見でほぼ一致しているからだ。市場では現在、2024年末までに少なくとも1%相当の利下げを織り込んでいる。

By Avi Salzman
(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』 2023/12/10

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