バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/12/17

THIS WEEK'S MAGAZINE

1. **2024年の株式も今年と同様に予想外の好調か** - Stocks Beat the Odds This Year. They Can Do It Again in 2024 [カバーストーリー] P.1
年初は変動が続くも、金利低下に伴い株価上昇の見込み

2. **2024年に向けて本誌が選ぶ10銘柄** - Barron's 10 Favorite Stocks for 2024 [フィーチャー] P.6
相変わらずバリュー志向

3. **EV株バブルは崩壊したのか** - The EV Stock Bubble Popped. Now What? [フィーチャー] P.13
投資家が今考えるべきこと

4. **ヘッジファンドの秘密行動、情報開示へ** - Hedge Funds' Secret Playbooks Are Opening Up [フィーチャー] P.15
金融危機対策の一環

5. **市場に戻った強気派は利下げの背景は素通りしたい様子** - The Bulls Are Back. They May Not Like the Reasons Why the Fed Is Easing [米国株式市場] P.19
利下げの背景となる来年の景気減速には注意が必要

6. **錯綜するFRB高官の発言、信用できるのはどれか？** - The Fed Speaks With Many Voices. Which One Can You Trust? [コラム] P.21
引き締めから積極的利下げに転換

7. **ハイテク株は2024年も値上がりする** - Our 2024 Predictions for Tech. More AI Gains and the Return of IPOs. [ハイテク] P.22
利下げ、コスト削減、AIが相場をけん引し、IPOが復活

8. **来年もアマゾン株が買い推奨の理由** - Why Amazon.com Stock Is Still a Buy for the New Year [投資戦略] P.24
潤沢なキャッシュフローに支えられ、成長加速の可能性

9. **ベテラン市場ウオッチャーは指摘する。2024年の市場は厳しい** - The Market Is in for a Tough 2024, Says This Savvy Market Watcher [コラム] P.26
2024年は急激な調整局面、即ち市場再参入の機会あり。シートベルトを締めよ

10. **先週の出来事と今週の予定** - Cathie Wood's ARK Innovation Is Heading to a No. 1 Finish for 2024 [経済関連スケジュール] P.29
キャシー・ウッド氏のARKイノベーション、ファンドレースにトップでゴールへ

※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。

Copyright © 2023 Dow Jones & Company, Inc.
本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. 2024年の株式も今年と同様に予想外の好調か [カバーストーリー]

Stocks Beat the Odds This Year. They Can Do It Again in 2024

年初は変動が続くも、金利低下に伴い株価上昇の見込み

S&P500指数の年末予想の平均は4838

ILLUSTRATION BY MICHAEL FREIMUTH

大方の予想に反して、2023年は市場にとって素晴らしい年となっており、年初来でS&P500指数は23%、ナスダック総合指数は41%上昇している。これを促進しているのは、予想外に堅調な経済、大手テクノロジー企業の人工知能（AI）に関する野心的な取り組み、そして最近では2024年の利下げ見通しだ。利回りが2008～2009年の金融危機前以来の水準まで一時的に上昇して、歴史的な下落局面を経ていた債券市場さえも、活況を呈している。

投資家は年末に飲むシャンパンを冷やしている間に、2024年に向けて仕込みをしておくべきだろう。S&P500指数の来年の予想利益に対する株価収益率（PER）は19倍と割安ではなく、利下げのタイミングとペースは不透明だが、株式市場では今年、ごく一部に限られていた上昇銘柄数が拡大し、来年も好調な年となりそうだ。

来年の市場は、景気と金利をめぐる予想の変化、地政学的なサプライズ、大統領選の季節における政治的なサプライズの影響を受け、変動が大きくなる公算が大きい。しかし、インフレ率と金利の先行きに関する重要な議論は2024年末までに一段落し、投資家は2025年に良いニュースが増えることを期待するだろう。

本誌は最近、6人の市場ストラテジストと最高投資責任者（CIO）に2024年の市場と経済の予想を聞いた。S&P500指数の年末の目標値の平均は4838で、14日の終値である4719を3%しか上回っていない。その半面、S&P500指数は11月初め以降だけで12%も上昇している。今年、株価が年末に近づいてから上昇したように、2024年の株式市場も景気良く年末を迎え、S&P500指数がウォール街の専門家の目標値を大幅に上回ると考える理由は十分にある。

例えば、企業業績は来年、再び株価上昇をけん引する要因となるだろう。コンセンサス予想によると、ウォール街のアナリストはS&P500指数の1株当たり利益（EPS）が245ドルへ12%増加するとみている（今年の予想はわずか2%増）。

金利の低下によって事業コストが減少し、流動性が増加することで、株価の上昇は促進されるだろう。だが、米連邦準備制度理事会（FRB）による12～13日の連邦公開市場委員会（FOMC）が終わっても、金利がどこまで下がるかは白熱した議論のテーマとなっている。

FRBは、過去40年以上で最悪のインフレを鎮静化させるため、2022年3月以降にフェデラルファンド（FF）金利の目標レンジを5.25%引き上げて5.25～5.50%としている。現在では物価上昇が落ち着きつつあり、最新のドットチャート（政策金利見通し）の中央値に基づくと2024年中に0.25%の利下げ

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2023, Dow Jones & Company,Inc

が3回行われる見込みだ。

投資家はそれ以上の利下げが行われるとみている。CMEグループのフェドウオッチ・ツールによると、FF金利先物市場は3月に利下げが開始され、年末までに合計1.50%の利下げが行われることを織り込んでいる。

FRBが利下げを実施する理由は二つ考えられる。一つは低迷しつつある経済を支えること、もう一つはインフレが減速する中で政策スタンスがこれ以上引き締め的になるのを防ぐことである。ブラックロックのiシェアーズ投資戦略米州責任者であるガルジ・チャウダリ氏は、リセッション（景気後退）が起きないと予想するエコノミストが増え、FRB高官も少なくとも今後数年間は緩やかな経済成長が続くと示唆する中で、FRBは実質金利を一定に維持するためにFF金利の目標レンジを引き下げる必要があるかもしれないと指摘する。

FRBの利下げ開始までの期間は、市場にとって良いものになる可能性がある。チャウダリ氏は「1990年以降の過去5回の利上げサイクルにおいて、FRBは最後に利上げしてから次に利下げを始めるまで平均で10カ月の間隔を空けている。この期間の株式と債券のリターンの平均は、利下げ開始以降の金融緩和の期間より良い」と語る。チャウダリ氏は2024年末のS&P500指数の目標値を4850としている。

これは2024年も投資を続けるべきである多くの論拠の一つだ。FRBが利下げを開始するまで買いを待つのは遅過ぎるかもしれない。

激動の年か、オールド・ノーマルへの回帰か

What's in Store for '24

Stocks could have a bumpy start to the new year, but finish stronger as interest rates fall. Here are the predictions of some of Wall Street's top investment strategists.

	Investor	2024 S&P 500 Target	2024 S&P 500 EPS Target	2024 10-Year Treasury Yield	2024 Federal-funds Rate Target Range	Overweight	Underweight
	Ed Yardeni *President, Yardeni Research*	5400	$250	4.0%	4.75% - 5.00%	Energy, Financials, Industrials, Technology	Consumer Staples, Utilities
	Saira Malik *Chief Investment Officer, Nuveen*	4950	$235	3.5%	4.75% - 5.00%	Materials, Real Estate	Consumer Discretionary, Financials
	Gargi Chaudhuri *Head of iShares Investment Strategy Americas, BlackRock*	4850	$237	3.8%*	4.50% - 4.75%	Health Care, Quality, Large Cap	Consumer Staples, Utilities
	David Kostin *Chief U.S. Equity Strategist, Goldman Sachs*	4700	$237	4.3%	5.00% - 5.25%	Energy, Health Care, Technology	Consumer Staples, Real Estate, Utilities
	Chris Harvey *Head of Equity Strategy, Wells Fargo Securities*	4625	$235	3.8%*	4.50% - 4.75%	Communication Services, Health Care, Technology Software, Utilities	Energy, Industrials, Technoogy Hardware
	Mike Wilson *Chief U.S. Equity Strategist, Morgan Stanley*	4500	$229	3.95%	4.25% - 4.50%	Consumer Staples, Health Care, Utilities	Consumer Discretionary

*Wells Fargo Economics estimate

とはいえ、2024年は良いニュースだけを投資家にもたらすわけではない。特に2023年終盤に相場が上昇したのでなおさらだ。ヌビーンのサイラ・マリクCIOは、上半期は変動が大きい半面、下半期は株価

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2023, Dow Jones & Company,Inc

指数が過去最高値に達する可能性があると予想する。マリク氏は「バリュエーションは上限に近い。相場上昇のきっかけがないこともあり、2024年上半期の市場にとっては厳しい状況だ」と語る。

マリク氏は2024年末のS&P500指数の目標値を4950としているが、その水準に達する前に落ち込む可能性があると警告する。「歴史的にみて、大統領選の年には、S&P500指数は75%の割合で上昇しており、上昇率の平均は7.5%だ。通常、選挙の前後はボラティリティーがある程度高まり、その後は安堵（あんど）感からの相場上昇が年末まで続く」という。

ウェルズ・ファーゴの株式戦略責任者であるクリストファー・ハーベイ氏は、S&P500指数の年末の目標値を、現在の水準を下回る4625とする。ハーベイ氏は、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）が低いことを理由に、株式市場にとって激動の年を予想している。ハーベイ氏は、「現在のVIX指数は13で、サプライズや懸念は何もないという過剰な信頼感を示しているが、実際には企業業績と景気には大きな不確実性があり、地政学や米国の選挙の影響も定量化が困難だ。このことは市場に織り込まれていない」と指摘する。

ハーベイ氏は、2024年初めは相場の下落時に買い、上昇時に売りの機会が訪れ、「トレーダーに有利な市場」になるとみている。また、来年のFRBによる利下げのタイミングと幅は、投資家にとって期待外れになる可能性が高いという。ウェルズ・ファーゴのエコノミストは、2024年下半期に0.25%の利下げが3回行われ、年末までにFF金利の目標レンジが4.5～4.75%になると予想している。

モルガン・スタンレーの米国株戦略責任者であるマイケル・ウィルソン氏は、S&P500指数の目標値をストラテジストの中で最も低い4500としている。ウィルソン氏は、金利上昇の影響を感じる企業と消費者が増え、2024年の景気が軟化すると予想している。ただし、2025年には消費者のセンチメントと企業業績が共に改善するとみる。

ウィルソン氏は来年のS&P500指数のEPSが約4.5%増の229ドルにとどまると予想している。これは米国経済が減速し、企業がAIなどのテクノロジーに対する多額の投資を続けるためだ。しかし、こうした投資は2025年から報われ始めるだろう。ウィルソン氏は「現在は非常に大規模な（設備投資）サイクルの最中にある。2025年を迎えるころには、この投資の恩恵は経済全体に広がり、利益率と生産性の点で実を結び始めるだろう」と語る。ウィルソン氏は2025年のS&P500指数のEPSが266ドルへ16%増加するとみる。

ヤルデニ・リサーチのエドワード・ヤルデニ社長は、ストラテジストの中で最も強気で、年末のS&P500指数の目標値を5400としている。昨年12月、ヤルデニ氏は2023年末のS&P500指数の目標値を4800としていた。これは不思議なほど正確な予測に見える。

ヤルデニ氏の楽観的な見方の根拠は、労働市場が堅調を維持していることと、賃金が物価より速いペースで成長しているため個人消費が引き続き堅調なことだ。個人消費は米国の国内総生産（GDP）の約3分の2を占める。ヤルデニ氏は「経済が適度に好調で、インフレ率が低下すれば、FRBは利下げを急がないだろう。現在の金利水準は金融危機以前と同程度で、当時は株式市場も景気も好調だった。つまり、『オールド・ノーマル』に戻っているのだ」と語る。

これは債券利回りが近年のゼロ付近の水準に戻らないことを意味するため、債券投資家にとって朗報だ。市場ストラテジストによる2024年末の10年物米国債利回り予想の平均は3.9%で、現在の水準とほ

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2023, Dow Jones & Company,Inc

ぼ同じだ。10年物米国債利回りは、つい最近の10月中旬には5%弱だった。

財政赤字のため米国債の供給は高止まりし、利回りを下支えするだろう。チャウダリ氏は、高い利回りを長期にわたって固定するため、債券ポートフォリオのデュレーションを長期化することを推奨している。チャウダリ氏が選好するのは、現在の利回りとFRBによる利下げ開始後の潜在的な値上がり益とのバランスが良いイールドカーブの中期部分だ。上場投資信託（ETF）のiシェアーズ米国債3-7年ETF＜IEI＞とiシェアーズ米国MBS ETF＜MBB＞はそのような債券に投資する手段になるという。

ヌビーンのマリク氏は2024年に向けて地方債を選好している。イールドカーブは順イールドで、ファンダメンタルズも堅調に見える。マリク氏は、ヌビーン・ハイイールド地方債ファンド＜NHMAX＞を魅力的な銘柄として強調している。

ディフェンシブにもシクリカルにも注目

銘柄選別は今年より楽になるだろう。2023年の株式市場では、アップル＜AAPL＞、アルファベット＜GOOGL＞、アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞、メタ＜META＞（旧フェイスブック）、マイクロソフト＜MSFT＞、半導体大手エヌビディア＜NVDA＞、電気自動車（EV）大手テスラ＜TSLA＞の「マグニフィセント・セブン」が株価上昇の大部分を占めた。しかし、これらの銘柄には来年も注目すべきだ。バリュエーションが極めて割高というわけではなく、成長見通しは市場全体を上回っている。

ゴールドマン・サックスの米国株戦略責任者であるデービッド・コスティン氏は、「これらの企業は、改善した利益率の下で売上高を以前より速く成長させるだろう。また、一般的な企業より多くのキャッシュを事業に再投資している」と語る。

ウェルズ・ファーゴのハーベイ氏は、マグニフィセント・セブンの健全なバランスシート、卓越した成長率、ディフェンシブな特性を称賛している。ハーベイ氏は、ソフトウエアやコミュニケーションサービスセクターのグロース株と、ヘルスケアや公益セクターなどのディフェンシブ株をバランス良く保有することを推奨する。

多くの市場ウオッチャーは来年の選好銘柄として「クオリティ」株を挙げる。クオリティ（質が高い）という名前の理由は、バランスシートが平均以上の水準にあり、利益率が高く、競争力などの定性的な特徴が優れているからだ。チャウダリ氏は、こうした銘柄のバスケットを保有する方法として、iシェアーズMSCI米国クオリティ・ファクターETF＜QUAL＞を推奨する。

コスティン氏は、景気への不安が広がり、2024年もクオリティ株の人気が続くと予想する。コスティン氏がクオリティを高く評価する銘柄は、自動車部品販売会社オライリー・オートモーティブ＜ORLY＞、アルファベット、コンサルタント会社アクセンチュア＜ACN＞、半導体設計ソフトウエアのケイデンス・デザイン・システムズ＜CDNS＞などだ。

ヘルスケア株は、2023年の低調なパフォーマンスを経て、2024年にストラテジストが選好する投資アイデアの一つだ。ヘルスケア企業の業績は経済成長に依存しない。株価は割安で、多数の合併が中小バイオテクノロジー企業の株価を押し上げている。ヘルスケア・セレクト・セクターSPDR ETF＜XLV＞はS&P500指数のヘルスケアセクターへのエクスポージャーを提供する。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2023, Dow Jones & Company,Inc

A Year for Winners

Crypto crushed it in 2023, and most other assets also did well, especially U.S. stocks.

	Price 12/13/23	YTD Change
Bitcoin	$42,993.29	160.0%
Nasdaq Composite	14,733.96	40.8
Nikkei 225	32,926.35	26.2
S&P 500	4707.09	22.6
Dow Jones Industrial Average	37,090.24	11.9
STOXX Europe 600	472.46	11.2
Gold (per troy ounce)	2,027.74	11.2
Russell 2000	1947.51	10.6
Bloomberg U.S. Aggregate Bond Index	2134.79	4.2
MSCI Emerging Markets Index	973.47	1.8
U.S. Dollar Index	102.87	-0.6
10-Year Treasury Yield	4.02%	0.15*
Shanghai Composite	2968.76	-3.9
FTSE/CoreCommodity CRB Index	259.11	-6.7
WTI Crude Oil (per barrel)	69.47	-13.4
Cboe Volatility Index (VIX)	12.19	-43.7

Note: YTD change for foreign markets in local currency. *Change in percentage points
Source: Bloomberg

しかし、来年はディフェンシブ一色というわけではない。大規模なリセッション（景気後退）が回避されることで、シクリカルな（景気循環の影響を受けやすい）企業の業績が下支えされるだろう。これらの企業のバリュエーションは悲観を織り込んだ水準にある。コスティン氏は、株価が低迷しているが、経済指標が予想を上回れば上昇する可能性があるシクリカル銘柄として、建機大手キャタピラー＜CAT＞、大型トラックメーカーのパッカー＜PCAR＞、エンジンメーカーのカミンズ＜CMI＞、デルタ航空＜DAL＞を挙げる。

ウィルソン氏は、景気サイクルの後期に最も良いパフォーマンスを上げる傾向があるシクリカル銘柄

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2023, Dow Jones & Company,Inc

を選好する。このようなシクリカル銘柄で、モルガン・スタンレーの投資判断が買い以上のものとしては、デルタ航空、総合石油エネルギー企業コノコフィリップス＜COP＞、貨物輸送サービスのナイト・スイフト・トランスポーテーション＜KNX＞、航空宇宙業界向け部品メーカーのハウメット・エアロスペース＜HWM＞などがある。

AI関連銘柄も忘れてはならない。チャウダリ氏は、複数年にわたる下降局面から回復しつつある半導体業界を通じてAIに投資することを好む。iシェアーズ半導体ETF＜SOXX＞は半導体セクターに対する幅広いエクスポージャーを提供する。

ウィルソン氏はテクノロジー業界以外のAIの受益者で、モルガン・スタンレーの投資判断が買いである銘柄として、スポーツ賭博会社ドラフトキングス＜DKNG＞、ホテルチェーン大手ヒルトン・ワールドワイド・ホールディングス＜HLT＞、金融サービス会社S&Pグローバル＜SPGI＞などを挙げる。

2024年に向けた最も重要なメッセージは「市場のタイミングを計ろうとするな」かもしれない。多くの投資ストラテジストは下半期に好調な時期が偏る1年を予想しているが、利下げのペース、景気見通しの進展、投資家センチメントの変化によっては、より早い時期に優れたリターンが実現する可能性がある。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

2. 2024年に向けて本誌が選ぶ10銘柄 [フィーチャー]

Barron's 10 Favorite Stocks for 2024
相変わらずバリュー志向

年末恒例の銘柄選択

PHOTO ILLUSTRATION BY BARRON'S; BLOOMBERG (2),DREAMSTIME(4),GETTY IMAGES(4)

本誌は過去14年間にわたって、12月に次の12カ月間で市場をアウトパフォームすると見込まれる10銘柄を、毎年選んできた。航空会社のデルタ航空＜DAL＞、ケーブルテレビ事業者のコムキャスト＜CMCSA＞などを含む2023年の選好銘柄の平均トータルリターンは31%で、S&P500指数の24.5%をアウトパフォームした。ちなみに、2022年の選好銘柄は10%ポイントのアウトパフォームで、2021年は小幅のアンダーパフォームだった。

2023年に市場をアウトパフォームするためには、マグニフィセント・セブンと呼ばれる銘柄への幾分かのエクスポージャーが必要だっただろう。つまり、アップル＜AAPL＞、マイクロソフト＜MSFT＞、アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞、アルファベット＜GOOG＞、電気自動車（EV）メーカーのテスラ＜TSLA＞、米半導体大手のエヌビディア＜NVDA＞、メタ＜META＞（旧フェイスブック）だ。本誌も10銘柄にアマゾン・ドット・

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2023, Dow Jones & Company,Inc

コムとアルファベットを含めていた。両銘柄の1年前のバリュエーションは割安で、本誌選好銘柄のパフォーマンスを牽引した。しかし、常の通り、本誌の選好銘柄にはバリューへのバイアスがあった。最も値上がりしたのは、住宅建設会社のトール・ブラザーズ＜TOL＞で株価は2倍以上になり、最も値下がりしたアルミニウム関連会社のアルコア＜AA＞（マイナス29%）の影響を補った。

2024年の選好銘柄は、馴染みの銘柄からサプライズ銘柄まで多様で、バリュー銘柄に偏っている。以下、アルファベット順に紹介する。

アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）

10 Stocks for 2024

Good companies at attractive prices could be winners in the new year.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	Market Value (billion)	2024E EPS	2024E P/E	Dividend Yield
Alibaba Group Holding / BABA*	$72.51	-17.7%	$184.4	$9.93	7.3	1.4%
Alphabet / GOOGL	131.94	49.5	1,659.1	6.62	19.9	None
Barrick Gold / GOLD	17.65	2.7	31.0	1.08	16.3	2.3
Berkshire Hathaway / BRK.B	358.12	15.9	782.9	20.30	17.6	None
BioNTech / BNTX	103.95	-30.8	24.7	2.17	47.9	None
Chevron / CVX	149.93	-16.5	283.0	14.02	10.7	4.2
Hertz Global Holdings / HTZ	10.12	-34.2	3.1	1.18	8.6	None
Madison Square Garden Sports / MSGS**	173.29	-5.5	4.1	2.00	86.6	None
PepsiCo / PEP	168.25	-6.9	231.3	8.15	20.6	3.0
U-Haul Holding / UHAL.B*	63.41	15.3	12.4	4.50	14.1	0.3

E=estimate, *estimates for fiscal year ending March 2025, **estimates for fiscal year ending June 2024

Source: Bloomberg

電子商取引大手のアリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）＜BABA＞は、テクノロジー銘柄の中で抜きん出て割安な銘柄の一つだ。

株価は2023年に18%下落し、2024年3月期の予想株価収益率（PER）はわずか8倍だ。新規株式公開（IPO）から売上高は10倍、利益は5倍に増加したにもかかわらず、株価はIPO時の72ドルまで下落した。

保有する現金は、現在の時価総額の1840億ドルの3分の1に相当する額まで積み上がっている。また、香港のチャイナ・マーチャンツ・セキュリティーズのアナリストによると、中国の電子商取引事業、クラウドコンピューティング事業、物流事業、金融会社のアント・グループの持ち分などをサム・オブ・ザ・パーツ（SOTP）分析で評価すると1株当たり130ドル程度となり、現在の株価の2倍近くとなっている。

リスクがないわけではない。米国の半導体輸出規制が理由でクラウド・ソフトウエア事業のIPOは延期され、中国では競争が激化している。しかし、キンドレッド・キャピタル・アドバイザーズのマネジ

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2023, Dow Jones & Company,Inc

ング・パートナーであるスティーブ・ガルブレイス氏は、中国政府による大手ハイテク企業の締め付けと中国経済の不振は株価に織り込み済みで、「現在の株価では、アリババにとって状況が非常に素晴らしくなる必要はない。悪くならなければいいだけだ」と語る。増配、または自社株買いの拡大が、株価を押し上げる可能性がある。

アルファベット

A Winning Record

Barron's picks outperformed a strong market in 2023.

Company / Ticker	Price 12/16/22	Price 12/14/23	Total Return
Alcoa / AA	$42.72	$29.90	-29.2%
Alphabet / GOOG	90.86	133.20	46.6
Amazon.com / AMZN	87.86	147.42	67.8
Bank of America / BAC	31.70	33.94	10.4
Berkshire Hathaway / BRK.A	454,620	549,760	20.9
Comcast / CMCSA	34.49	44.64	33.2
Delta Air Lines / DAL	33.11	42.44	28.8
Madison Square Garden Sports / MSGS	160.22	173.29	8.2
Medtronic / MDT	76.72	83.43	12.5
Toll Brothers / TOL	50.55	105.18	110.8
Average			31.0%
S&P 500			24.5%

Note: Total return includes dividends reinvested
Source: Bloomberg

アルファベットは、マグニフィセント・セブンの中で最高の賭けかもしれない。2024年の増益率は15%と予想され、それはマイクロソフトと同程度だ。さらに、株価が今年50%上昇したにもかかわらずPERは20倍で、マイクロソフトとアップルの30倍に対してディスカウントとなっている。

投資家はクラウドコンピューティング部門の成長鈍化、検索事業に対する人工知能（AI）の脅威、独占禁止関連の監視強化を懸念してきたが、これらの問題は対処可能とみられる。クラウドコンピュー

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2023, Dow Jones & Company,Inc

ティング事業は期待外れだったとはいえ第3四半期の売上高は22%増加した。マイクロソフトのAI検索の取り組みにより不意を衝かれたが、体制を迅速に立て直した。独占禁止関連の問題は行き詰まりで、企業分割された方が現在よりも企業価値が増加する可能性がある。

9月30日現在のネットキャッシュは1000億ドル超で、コストに関しては規律を示している。その結果、自社株買いのための十分な現金が残り、配当を開始する可能性さえある。アルファベットは市場並みの1.5%の配当利回りを容易に支払える。エバーコアISIのアナリストのマーク・マハニー氏は、「われわれはアルファベットを、テクノロジーをリードするフランチャイズの一社であり、ファンダメンタルズの転換点にあると引き続きみている」と書いている。

バリック・ゴールド

DANIEL ACKER/BLOOMBERG

金採掘銘柄は、金価格の上昇に追いつけなかったが、2024年はカナダの金採掘会社のバリック・ゴールド＜ABX＞にとって状況が変わる年になるかもしれない。金採掘会社は、金に対するレバレッジのかかった投資対象であると考えられている。しかし、2023年のバリック・ゴールドの株価上昇率がわずか3%だった一方、金価格は10%超上昇している。理由はコスト上昇と、予想を下回った産金量だ。

バリック・ゴールドには利点が幾つかある。ネバダ州やドミニカ共和国などで世界でもトップクラスに位置する金鉱山を保有しており、アフリカではトップの産金会社だ。2030年までに、産出量（主に金、一部は銅）の30%増産を目指している。

独立系アナリストであるキース・トローナー氏は、「バリックの経営陣は恐らく鉱山業界では最高で、純負債がほとんどないほどバランスシートは良好だ。潤沢な資金に裏打ちされた配当利回りも2.3%ある」と言う。

バークシャー・ハサウェイ

バークシャー・ハサウェイ＜BRK-A＞のチャーリー・マンガー氏（元副社長）が99歳で亡くなったことは、93歳のウォーレン・バレット氏というキーマン・リスクを浮き彫りにした。バフェット氏には代わりがいないが、バフェット氏は自分がいなくとも成功できるようにバークシャーを位置付けている。

バークシャーを推奨する第一の理由は、バフェット最高経営責任者（CEO）が「フォート・ノックス」（米国連邦金塊貯蔵庫がある頑丈な施設）と呼ぶバランスシートだ。現金は1億5000万ドルを超え、時価総額の約20%に相当する。利益も増加しており、2023年のこれまでで税引き後営業利益は前年比20%近く増加している。今期の利益は400億ドルに達する可能性があり、現金に対する高い利息収入と好調な保険事業が原動力で、傘下の自動車保険会社のガイコの好転も貢献している。保有ポートフォリオも、アップル主導で素晴らしい成果を挙げている。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2023, Dow Jones & Company,Inc

バリュエーションは妥当で、2023年予想株価純資産倍率（PBR）は1.4倍、来期予想PERは約18倍だ。UBSのアナリストのブライアン・メレディス氏は、「不確実なマクロ経済環境の中で、バークシャー株は魅力的だ」と書いており、クラスA株式の本源的価値を60万ドル、目標株価を62万ドルとしている。最近の株価は54万5000ドルだ。

バイオンテック

バイオテクノロジー企業のバイオンテック＜BNTX＞の株価は、他のすべての新型コロナウイルスワクチンメーカー同様に2023年に暴落した。しかしバイオンテックは保有する現金が潤沢で、バフェット氏の師でもある著名なバリュー投資家の故ベンジャミン・グレアム氏は魅力的だと感じただろう。

バイオンテックとそのパートナーである大手製薬会社のファイザー＜PFE＞、そして競争相手のバイオ医薬品メーカーであるモデルナ＜MRNA＞を含む新型コロナウイルスワクチン銘柄は、ワクチン需要に対する懸念の高まりとともに株価が下落した。そしてファイザーが、新型コロナウイルス関連売上高ガイダンスを先週引き下げたことで、その懸念は裏付けられた。バイオンテックの現在の株価は約104ドルで、2021年の最高値は447ドルだった。

弱気な主張の根拠は、バイオンテックの唯一の商業製品である新型コロナウイルスワクチンによる利益が2024年に減少する見込みで、パイプラインも見栄えがしないことだ。JPモルガンはそれを理由に、投資判断を最近アンダーウエートへ引き下げた。

しかしバイオンテックは、キャッシュバーンの状態にある多くのバイオテクノロジー会社とは異なって、2024年も黒字を維持すると予想されており、腫瘍に焦点を当てたパイプラインは一部投資家が考えるよりも有望だと判明する可能性がある。バイオンテックは、割高な買収のために現金を使う予定はないとも述べている。

現金は潤沢で180億ドルを超えており、現在の時価総額の250億ドルの4分の3弱に相当する。投資家は、新型コロナウイルスのフランチャイズと医薬品のパイプラインを実質的にわずか70億ドルで取得できる。グラハム氏であればそれを安全余裕度と呼んだかもしれないが、本誌は保有する価値があると言いたい。

シェブロン

大手エネルギー会社のシェブロン＜CVX＞は、2023年にその輝きの一部を失ったが、世界的にみて経営が最も優れた大手エネルギー会社の一社であることに変わりはない。株価は約150ドルで2023年には16.5%下落し、下落幅は世界的な競合他社よりも大幅だった。

シェブロンのアンダーパフォームには相応の理由がある。パーミアン盆地とカザフスタンの2カ所の油田の産油量が予想を下回ったほか、ガイアナのオフショア油田の30%持ち分が主な資産である原油・天然ガス開発会社のヘスを600億ドルで買収したことを投資家は歓迎しなかった。

とはいえ、株価は割高には見えない。2024年の利益が、原油・ガス価格の最近の軟調によって予想を下回る可能性があるにもかかわらずだ。2024年予想PERは10.7倍で、1月の8%増配計画に基づくと配

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2023, Dow Jones & Company,Inc

当利回りは4.2%だ。ヘス買収の完了に伴って、年間で200億ドル相当、または発行済み株数の約6%を買い戻す予定だ。

アダムス・ファンドのアナリストであるグレッグ・バックリー氏は、シェブロンの成長に対するリスクは同業他社より小さく、株価は平均のキャッシュフロー倍率に対して15%のディスカウントとなっており、ヘス買収完了後の総還元利回りは約12%となるはずであり、バリュエーションは魅力的だと言う。

ハーツ・グローバル・ホールディングス

レンタカー事業持ち株会社のハーツ・グローバル・ホールディングス＜HTZ＞のEV化は大失敗だったが、株価は2024年の勝者になれるほどに割安にみえる。

本誌は、株価が18ドル近かった今年先にハーツを好んでいたが、株価は10ドル程度へ約50%下落した。保有車両の約11%（競合のエイビス・バジェット・グループ＜CAR＞は推定2%）をEVとした大きな賭けは失敗した。テスラ車の割合が高い保有車両の修理費用は高く、大幅な値下げによって保有車両の売却時の価格はハーツの予想を下回っている。顧客は、充電と走行可能距離が理由で、EVに乗り気ではない。

米国のレンタカー業界は寡占体質で、エンタープライズ、エイビスおよびハーツが90%超を支配している。それは、料金が合理的な水準に維持されることを意味する。また、業績予想が下方修正されたとはいえ、2024年予想PERは8.6倍と割安で、31億ドルの時価総額は規模が幾分か大きいエイビスの半分以下だ。さらに、株価が割安な状態を維持すれば、支配権を握る投資家グループ（60%近くを保有）が上場株式を取得して非公開化する可能性もある。

ドイツ銀行のアナリストであるクリス・ウォロンカ氏は、現在の株価が「忍耐強い投資家にとって圧倒的に魅力的だ」と書いている。

マディソン・スクエア・ガーデン・スポーツ

スポーツエンターテインメント持ち株会社のマディソン・スクエア・ガーデン・スポーツ＜MSGS＞は、プロスポーツで最も価値のあるチームを二つ保有している・バスケットのニューヨーク・ニックスと、アイスホッケーのニューヨーク・レンジャーズだ。

メディア企業のスポーティコによると、ニックスとレンジャースはそれぞれ74億ドルと24億5000万ドルの価値がある。しかし、現在の時価総額はわずか42億ドルで、約3億ドルの純負債を加えても、企業価値は両チームの評価額合計の半分以下だ。現在の約173ドルの株価は5年前を下回っている。株価は、支配権を握るドラン家を指す「ドラン・ディスカウント」を考慮したとしても割安過ぎる。ジム・ドラン会長は9月に本誌に対し、マディソン・スクエア・ガーデン・スポーツは両チームの完全売却には応じず、部分売却にも興味がないと語った。

ボヤール・リサーチの社長であるジョナサン・ボヤール氏は、「市場は、これらの優秀な資産に対して、非常に懲罰的な『ドラン・ディスカウント』を適用している」と語る。ボヤール氏は、マディソン・スクエア・ガーデン・スポーツを1株当たり300ドル超と評価しており、ニックスまたはレンジャ

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2023, Dow Jones & Company,Inc

ースの少数株主持ち分を売却すべきで、自社株買いまたは定期的な配当を実施すべきだと言う。

マディソン・スクエア・ガーデン・スポーツの株価は、ドラン家が行動を起こすことに投資家が待ちくたびれたために、低迷している。2024年にはそれが終わる可能性がある。

ペプシコ

大手食品・飲料メーカーのペプシコ＜PEP＞では、「オゼンピック効果（糖尿病治療薬による体重減少の影響）」と、伝統的な生活必需品銘柄に対する投資家の関心の減退が株価の重しとなった。しかし、体重減少薬のペプシコの菓子・飲料に対する影響は、最小限となる公算が大きい。

社名はソフトドリンクに由来するとはいえ、菓子のフリトレーは最高のフランチャイズで、フリトレーがペプシコの利益の半分以上を稼いでいる。そのため、ノンアルコール飲料の世界最大メーカーのコカコーラ＜KO＞と比較すると、砂糖を含む清涼飲料に対する依存度が低くなっている。

体重減少薬が菓子の消費量を抑えるという懸念によって、株価は168ドルへと、年初来で7%下落した。とはいえペプシコは10月に、1株当たり利益（EPS）が2023年に13%増加し、2024年には1桁後半の増加という会社目標を上回るとの予想を発表した。来期予想PERは20.6倍で、過去5年の平均を下回っている。配当利回りは3%で、51年連続で増配している。オゼンピックに関しては、その使用は広範囲というには程遠く、2024年の人口普及率は恐らく1%だ。

ジェフリーズのアナリストのカウミル・ガジャラワラ氏は、「ペプシコの事業は弊社のカバレッジ銘柄の中で、最も耐久性がある」と書いている。

U-ホール・ホールディング

ドゥ・イット・ユアセルフ（DIY）式の引越しサービスを提供するU-ホール・ホールディング＜UHAL＞ほど、競争力が高い企業はあまりない。競争相手のペンスキーやバジェットの規模は非常に小さい。引っ越しは究極的なネットワーク効果を持つ事業で、U-ホールは米国とカナダに2万3000の拠点と20万台のレンタル・トラックを有している。また、保管サービス事業も着実に構築しており、現在では業界3位に位置し、同業他社比較で見ると、保管サービスだけで80億ドルの価値がある可能性がある。

U-ホールの市場の位置を考慮すると、無議決権株式は割高にはみえない。引っ越しの減少によって今期のEPSが4.50ドルへ減少すると予想されるとはいえ、63ドルの株価のPERは約14.1倍だ。

U-ホールはウォール街でほとんどカバーされておらず、過半数を保有するショーン家によって非公開企業のように経営されている。ガルブレイス氏は、「U-ホールのように、支配的で、極めて良好かつ保守的に経営されている企業を見出すのは困難」であり、バークシャー・ハサウェイにとっては格好の買い物になるだろうと言う。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2023, Dow Jones & Company,Inc

3. EV株バブルは崩壊したのか [フィーチャー]

The EV Stock Bubble Popped. Now What?

投資家が今考えるべきこと

EV株バブルの終焉

ALISHA JUCEVIC/BLOOMBERG

未来の自動車が溝にはまった。消費者の受け入れが予想以上に鈍く、電気自動車（EV）の売り上げは伸び悩み、株価は急落している。その上、EV業界のパイオニアで大手のテスラ＜TSLA＞は、米国で販売したほぼすべての車両をリコールしたばかりだ。

投資家がEVを生産する企業を見限るには十分な状況だ。しかし、混乱にもかかわらず、チャンスはまだある。重要なのは、手頃な価格のEVと収益性の高い経営という二つの特徴を持つEVメーカーに注目することだ。EVの黎明期、つまり2～3年前は、そうしたことは問題にならなかった。興奮だけで株価は驚くほど高値まで上昇した。今は現実的なことが重要だ。

EV株バブルが崩壊したことは間違いない。ニコラ＜NKLA＞、フィスカー＜FSR＞、リビアン・オートモーティブ＜RIVN＞、ルーシッド・グループ＜LCID＞、ニーオ（上海蔚来汽車）＜NIO＞、シャオペン（小鵬）＜XPEV＞、ポールスター・オートモーティブ・ホールディング＜PSNY＞、カヌー＜GOEV＞、ローズタウン・モーターズ＜RIDE＞の時価総額のピークは2020年と2021年で、その合計額は4700億ドルにも上った。現在、この9社の時価総額の合計はわずか680億ドルで、86%減少している。

今のところ、一貫して利益を上げているEVメーカーは3社しかない。すなわち、テスラ、中国のBYD（比亜迪）＜1211.香港＞およびEVスタートアップのリ・オート＜LI＞だ。ピーク時の時価総額は合計で約1兆4000億ドルだった。現在、その額は約9100億ドルにまで減少している。テスラの時価総額は約1兆2000億ドルから約7900億ドルになった。

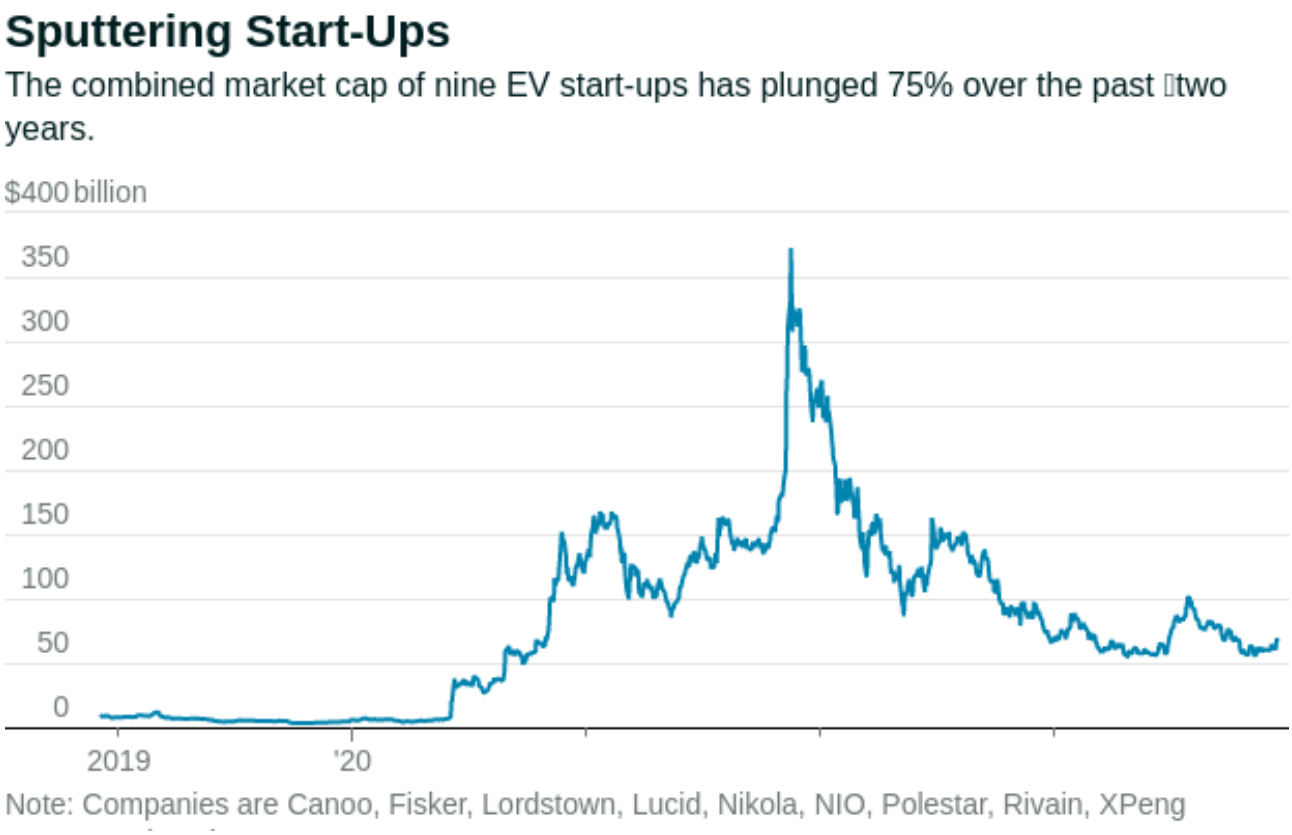
EV業界の課題

EV業界にとって最大の課題は、恐らくEVの価格が高いことだろう。EVの平均価格は約5万2000ドル。これは2022年11月の約6万5000ドルよりは下がったものの、非高級車の平均より約20%ほど高い。多くの消費者がこの価格に躊躇（ちゅうちょ）している。

バッテリーやバッテリー材料の製造地に関する新しい規制が12月31日に施行され、EVモデルの購入者に対する税額控除額7500ドルの一部または全部が失われると、価格問題はさらに悪化する(米国は基本的に、中国製バッテリーを搭載したEVに補助金を出したくない）。

ファラデー・フューチャー・インテリジェント・エレクトリック＜FFIE＞は、高価格EVの危険性を示

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2023, Dow Jones & Company,Inc



す一つのケーススタディだ。ファラデーは1000馬力を超える超高級車を製造しており、価格は30万ドル前後だ。このスタートアップ企業の株価は、2021年2月に1660ドル（株式分割調整後）でピークを迎え、12月13日の終値は26セントだった。

EVの価格が下がったという点では、テスラの功績が大きい。テスラは、金利上昇による顧客の痛みを相殺するためもあり、2023年に何度も価格を引き下げた。第3四半期のテスラの平均販売価格は約4万4000ドルだった。これに対し、他のバッテリー駆動EV（BEV）は平均約6万4000ドルだ。

テスラは先週、自動運転ソフトウエアシステムのアップデートのために約200万台をリコールするという問題に直面した。しかし、これはそれほど不吉なことではない。毎年何百万台もの自動車がリコールされているが、今回のリコールはソフトウエアに対するもので、修正にかかる費用はほぼゼロだ。必要とされる変更はドライバーへの警告信号に関するものであり、EVの技術的問題ではない。

現時点では、EVメーカーに最も必要なのは安価なEVだ。投資家に必要なのは、より安いEVを高い収益性で販売するEVメーカー株だ。中国のEVメーカーであるリ・オートとBYDがその有力候補だ。

EV株のバリュエーション

テスラにも魅力はあるが、リ・オートとBYDのバリュエーションは著しく低い。テスラの2024年予想株価収益率（PER）が約60倍であるのに対し、BYDは約13倍だ。両社ともに今後3年間で年平均30%弱の利益成長が見込まれている。リ・オートのPERは20倍で、今後3年間で年率20%の利益成長が見込まれている。

リ・オートの株価が割高だと結論付ける前に、こう考えてみよう。リ・オートのPEGレシオ（PERを

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2023, Dow Jones & Company,Inc

利益成長率で割った比率）は1倍だ。テスラのPEGレシオは約2倍で、S&P500指数も同水準だ。リ・オートは最近、利益目標を達成するのに必要な規模に達したばかりだ。月に約4万台を出荷している。2024年予想株価売上高倍率（PSR）は約1倍となる。対照的に、ルーシッドのPSRは約6倍だ。第3四半期のBYDのEVの平均価格は3万ドル未満だった。リ・オートの場合は約4万5000ドルだ。これは、自動車購入者が納得できる価格に近い。

確かに、従来の自動車メーカーもEVの苦境から免れられているわけではない。ゼネラル・モーターズ（GM）＜GM＞、フォード・モーター＜F＞、ステランティス＜STLA＞、そしてフォルクスワーゲン＜VOW.ドイツ＞は、バッテリー工場や新モデルに数十億ドルを投じると発表し、EVのトレンドに乗り続けている。これらの企業の時価総額の合計は、ピーク時の約4250億ドルから2350億ドルへと45%減少した。

伝統的な自動車メーカーへのエクスポージャーを模索している投資家は、収益性、手頃な価格、魅力的なバリュエーションというEVメーカーと同じ観点に注目すべきだ。GM株は、労働問題が投資家心理の重荷となり始めた7月初めから12%下落している。争議となったストライキの後、GMの時間給労働者は4年超の新しい労働契約期間で約25%の基本給引き上げを勝ち得た。

投資家はこうしたコスト増が収益性を圧迫するのではないかと懸念しているが、GMのポール・ジェイコブソン最高財務責任者（CFO）は、GMには来年度の人件費増をすべて相殺する計画があると述べている。ウォール街はまだ納得していない。アナリストは、GMの2024年の営業利益率を6.6%と、2023年の着地見込みの7.4%から低下すると予想している。

GMが7.4%の営業利益率を達成できれば、1株当たり利益（EPS）は8.25ドルに近づき、GMのPERは2024年の予想利益ベースで約4倍だ。低い予想を覆すことは、どのようなセクターであれ、ウォール街では常に勝利の戦略だ。またGMは2024年に安価なEVを米国で発売する。EVのシボレー・エクイノックスは3万5000ドル前後からスタートするはずだ。これはトレンドに乗るにはちょうどいいチケットかもしれない。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

4. ヘッジファンドの秘密行動、情報開示へ [フィーチャー]

Hedge Funds' Secret Playbooks Are Opening Up
金融危機対策の一環

ヘッジファンドの常套手段に規制の網

エネルギー大手フィリップス66＜PSX＞の株価が最近反発したが、原油価格とは関係がなく、アクティビスト（物言う投資家）のポール・エリオット氏が設立したヘッジファンドのエリオット・インベストメント・マネジメントが10億ドルの株式取得を公表したことが原因だ。エリオットは、フィリップスに製油所のコスト削減を求め、それがうまくいけば株価は75%上昇するとしている。

ウォール街ではおなじみの手口だ。ひそかに株式を買い集め、他の投資家が気付いてその銘柄を買い上がったところで次の行動に移る。アクティビストからすれば、株価の反発はスタートにすぎず、タ

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2023, Dow Jones & Company,Inc

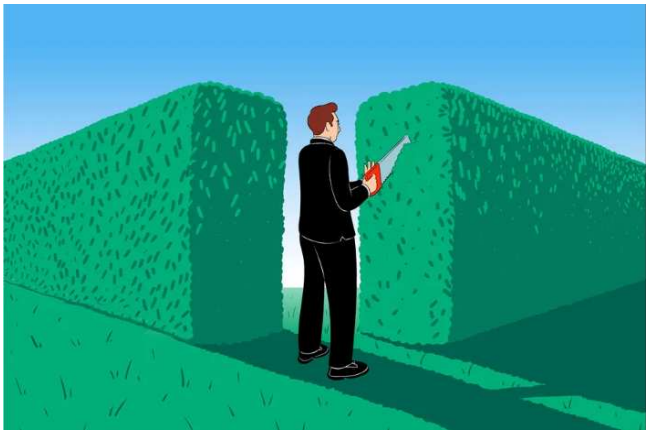


ILLUSTRATION BY LIAM EISENBERG

ーゲット企業がアクティビストの要求を受け入れて株価がさらに上昇すれば、誰もが勝者となる。

しかし、規制当局は、この秘密裏に進められている部分に対してあまり好意的ではなく、アクティビストの活動はより困難になる可能性がある。来年初頭に施行される規則によって、ファンド、基金、その他の大規模な投資プールは、大量保有する株式について、より迅速な開示を求められる見込みだ。より重要なのは、特定のデリバティブを通じて保有する株式の持分も開示が必要となる可能性があり、その結果、ファンドの真の経済的な利害関係についてより多くの情報が開示される点だ。

これらの規則は、米証券取引委員会（SEC）が推進している、ヘッジファンドを巡る秘密主義を解消するための取り組みの一環だ。他には、ヘッジファンドに空売りデータの報告を義務付ける規則が最近最終決定されている。空売りデータは一般には公表されないが、ヘッジファンドは、過剰な情報の開示を要求されるとして、SECを提訴している。SECは「異議に対して法廷で徹底的に反論する」方針だとしている。

ヘッジファンド側は、アクティビスト活動のコストが増加するとともに、企業の取締役会に有利になる可能性があるとして、新規制を骨抜きにしようとしている。ダン・ローブ氏のサード・ポイントやエリオットを含む大手ヘッジファンドの業界団体である「投資家の権利と企業の説明責任のための協議会（CIRCA）」は本誌に寄せた声明で、これらの規則は「株主の権利と株主の積極的な活動を萎縮させる可能性が高い」と主張した。

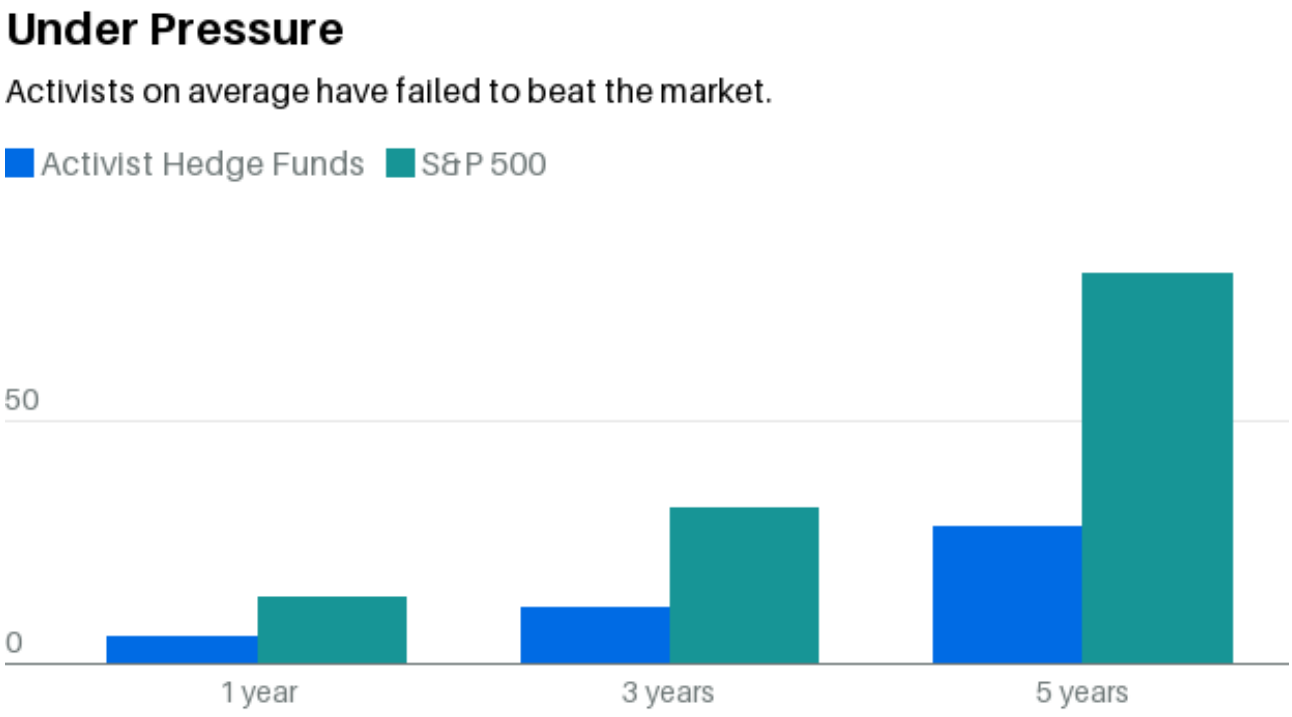
規制当局の狙い

新規則によって、アクティビスト周辺の秘密は徐々に解消していくだろう。2月から、ヘッジファンドは10暦日以内だった5%以上の株式保有を5営業日以内に開示しなければならなくなる。またSECは、ヘッジファンドがスワップという名称の取引を通じて保有する企業に対する経済的な利害関係の開示を求めており、来年初頭に最終決定となる可能性のある規則では、3億ドル以上のスワップ取引は、多くの場合1営業日以内に開示しなければならなくなる。

SECは、一般投資家をこうした情報から長期にわたり遠ざける正当な理由はないとしている。SECの分析によれば、大半のアクティビストファンドが5営業日以内にポジションを構築しており、開示迅速化による影響はほとんどない。新規則の支持者は、開示がより迅速で基準額がより低い欧州で、アクティビスト活動にほとんど影響が見られないと指摘する。

年金基金やその他の資産運用会社の業界団体ヘルシー・マーケッツの責任者タイラー・ジェラッシュ氏は、ヘッジファンドが秘密主義擁護のために闘っているのは「インサイダーなどが、自分たち以外の市場参加者を搾取するための機会を拡大するためだ」と話す。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2023, Dow Jones & Company,Inc



Note: Through Nov. 30
Sources: HFR, S&P 500 Total Return Index

SECは、スワップ・ポジションの開示は金融破綻の連鎖防止に有効とみている。スワップに関するルールは、2021年のアルケゴス・キャピタル・マネジメント破綻に対する対応の一環だ。アルケゴスは個別企業の株式を原資産とする巨額のデリバティブ・ポジションを構築し、それを複数の銀行に分散させていた（総額は不明）が、ポジション解消に追い込まれ、複数の銀行が巨額の損失を被った。例えば、クレディ・スイスは、この騒動で55億ドルもの損失を計上した。

勝者と敗者

特に株価が大口取引に敏感な小型株や流動性が低い株式では、ポジション構築に何週間も必要となる場合がある。株価は通常、著名なアクティビストの関与が判明した途端に上昇するため、コストが上昇し、活動期間が長期化すれば、ファンドの利益は減少しかねない。

企業の取締役会にも、株式希薄化策を発動させる「ポイズン・ピル（毒薬条項）」など、ファンドによる支配権獲得を防止する措置を導入する時間的な余裕が生まれる。ヘッジファンドの業界団体マネージド・ファンズ・アソシエーション（MFA）のブライアン・コーバート最高経営責任者（CEO）は、新規則はアクティビストの立場を弱め、「企業統治の強化に資する投資家のエンゲージメントを妨げる」と話す。

SECに幾つもの書簡を送り、幹部がSECと個別に面談を行うなど、アクティビスト側はSECの姿勢を和らげる努力を行っており、さらにエリオットは、規則策定に関する文書の公開要求に応じないとしてSECを提訴した。ヘッジファンドだけではなく、資産運用会社のティー・ロウ・プライスやハーバード大学基金のマネジャーも新規則は負担が大きいとし、スワップ開示規則の一部に異議を唱えている。

最大の勝者の一つが、長年にわたり、より迅速な開示を求めてきた企業側の弁護士事務所だ。新規則

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2023, Dow Jones & Company,Inc

によって、企業と弁護士事務所にはアクティビストに対する防衛策を構築する時間的な余裕が生まれる。

こうした闘いの背景には、アクティビストの活動がヘッジファンドや投資家に優れた実績をもたらしているのか、という疑問がある。アクティビスト系ヘッジファンドの全体としての数値は見栄えのするものではない。調査会社ヘッジファンド・リサーチ（HFR）によると、2023年年初から11月までの上昇率はS&P500指数が19%であったのに対し、アクティビスト系ヘッジファンドは平均9.3%だった。過去3年間では、S&P500指数が32%であったのに対し、これらのファンドは12%だった。

アクティビスト活動が投資家に利益をもたらすかどうかは、主としてタイミングによる。ゴールドマン・サックスの今年の調査によると、アクティビストのターゲットとなった銘柄のパフォーマンスの中央値は、アクティビスト活動が開始された週に同業他社を3%ポイント上回ったが、6カ月するとマイナスになった。一方、2006年以降のアクティビストのターゲット企業の均等加重ポートフォリオを構築した場合、ラッセル3000指数を年率で平均3%ポイント上回ったことが分かった。

パフォーマンスはさておき、アクティビスト活動はコロナ禍中に低調となった後、今は2019年の水準まで回復している。今年の代表的なものとしては、遺伝子配列解析企業のイルミナ＜ILMN＞に対するカール・アイカーン氏の活動、ウォルト・ディズニー＜DIS＞に対するトライアン・パートナーの活動、携帯電話基地局REIT（不動産投資信託）のクラウン・キャッスル＜CCI＞に対するエリオットの活動などがある。

もちろんアクティビスト側が常に勝利を収めるわけではない。ダン・ローブ氏は昨年ディズニーにESPNの売却を迫ったが、ディズニーにかわされ、エリオットはペイパル・ホールディングス＜PYPL＞の株価を引き上げようとしたが、ほぼ失敗に終わった。顧客情報管理ソフトウエア大手セールスフォース＜CRM＞に改革を求めていたアクティビストは、予想を上回る第2四半期決算が発表された後、手を引いた。

エリオットはフィリップス66に対し、コスト削減を加速させるため、取締役会に石油精製事業に精通したメンバーを2名加えるように要請し、コスト削減が定着し、2025年の利益目標を達成できれば、株価はエリオットの活動発表前の水準から約75%上昇すると予想している。エリオットの他の株価上昇策としては、欧州のコンビニチェーンや化学事業の売却がある。

現状、エリオットとフィリップスの関係は良好のようだ。エリオットはフィリップスの経営陣を支持するとし、フィリップスもエリオットと建設的な対話を続けるとしている。ただし、エリオットには要求が拒絶された場合、数年に及ぶ可能性のある法廷闘争や委任状争奪戦など、攻撃的な戦術に訴えてきた長い歴史がある。エリオットの意図が公になった今、戦いが勃発すれば、投資家はリングサイドで観戦することになるだろう。

By Joe Light
(Source: Dow Jones)

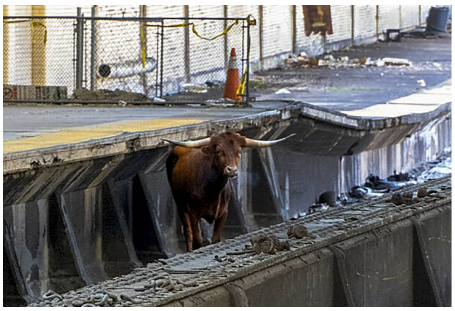
Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2023, Dow Jones & Company,Inc

5. 市場に戻った強気派は利下げの背景は素通りしたい様子 [米国株式市場]

The Bulls Are Back. They May Not Like the Reasons Why the Fed Is Easing

利下げの背景となる来年の景気減速には注意が必要

FOMCの結果を受けて全面高



TRANSIT/AP

米連邦準備制度理事会（FRB）が金融緩和の見通しを大きく輝いたリボンに包んで発表した後では、今年の市場にこれ以上望むことはない。

FRBのいわゆるドット・プロットでは2024年に3回の利下げが予想されており、市場はそれ以上の利下げを期待している。いずれにせよ、金融政策の緩和が示唆されたことで、市場は急伸した。先週の主要株価指数を見ると、ダウ工業株30種平均は2.9%の大幅高となり、3万7305ドル16セントと史上最高値を更新して引けた。S&P500指数は2.5%上昇して4719.19となり、ナスダック総合指数は2.8%高の1万4813.92で引けた。一方、米国債10年物の利回りは7月31日以降で初めて4%を割り込んだ。なお、小型株のラッセル2000指数は5.5%の急伸となり、1985.13で週末を迎えた。

さらに良いこととして、今回の上昇がマグニフィセント・セブンと呼ばれる主要銘柄以外にも広がっていることが挙げられる。携帯機器大手のアップル＜AAPL＞や半導体大手のエヌビディア＜NVDA＞などのハイテク関連株から成るマグニフィセント・セブンは全体で今年75%近く上昇しており、S&P500指数の今年の上昇分である22%の大部分をけん引している。しかし先週買われたのは、ともに4.5%以上の上昇となった素材や不動産といった出遅れセクターの銘柄だった。

このまま年末まで強い流れか

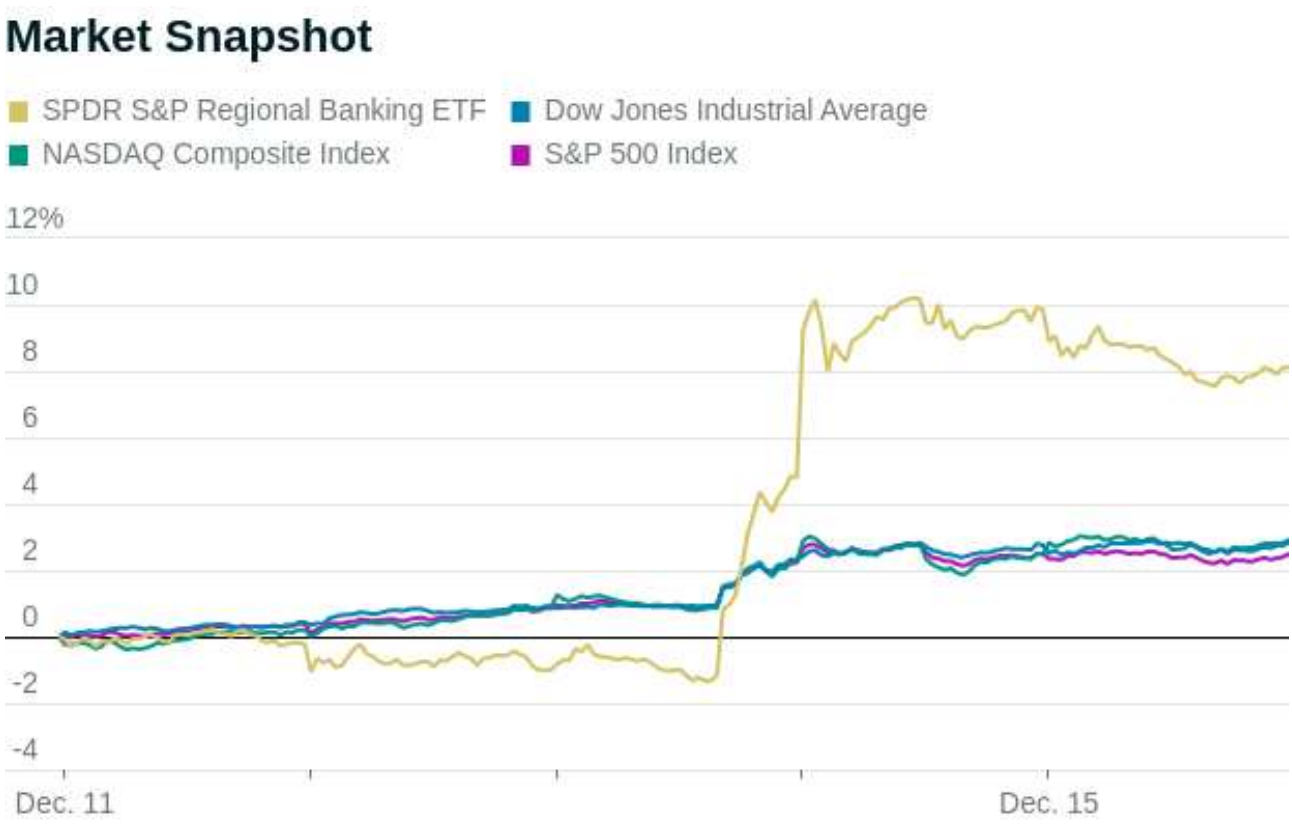
2023年も残り2週間となり、直近の上昇を受けて投資家に新たな動きはみられない。ニューヨーク連銀のウィリアムズ総裁からハト派的とは言えないコメントが出されても、市場の勢いが弱まることはなかった。ショックがない限り、良い流れは年末まで続きそうだ。

CIBCプライベート・ウェルスUSの最高投資責任者（CIO）であるデービッド・ドナベディアン氏は「市場は、今回の（米連邦公開市場委員会）会合を、インフレ率の低下と緩やかな経済成長という、2024年に向けた完璧な投資環境を織り込むことに対する青信号と解釈した。これは強力な上昇であり、株式市場にとって季節的に前向きな時期の邪魔になるものではない」と言う。

今回の上昇を裏付けるかのように、後にリカルドと名付けられた雄牛（ブル）が食肉処理場を抜け出し、ウォール街に向けてニュージャージー州ニューアークの線路上を走っているのが目撃された。この偶然は、今後数週間はゆっくり休んで、ホリデーシーズンを楽しもうという吉兆だろう。

リカルドのように凄惨な場所を避けることが2024年の鍵になりそうだ。金利の低下が消費者にも企業にも助けとなるのは事実だ。例えば住宅ローン金利は先週、8月以降で初めて7%を下回った。企業も借り入れコストの低下を享受し、より多くの取引や雇用を前に進めることになる。しかし、金利が低下する理由を考えることも重要だ。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2023, Dow Jones & Company,Inc



利下げシナリオの裏にある景気減速懸念

ドナベディアン氏は「FRBが金利を引き下げるのは大盤振る舞いするためではなく、経済の弱さや金融リスクの高まりを見たからだ」と指摘し、金融引き締めに関連して良く言われる「長く、変動するタイムラグ」が経済に反映される来年は、この傾向が表面に出てくると予想する。

市場関係者が来年に6回もの利下げという、経済の「ソフトランディングよりもハードランディングに近い」状況を織り込んでいることを考えると、信用収縮による景気後退の可能性は高いと思われ、景気の減速は数四半期続くかもしれないとドナベディアン氏は語る。ただし、2024年後半にはより耐久性のある強気相場が到来する可能性があるとも指摘する。

ドナベディアン氏が正しいとすれば、投資家は資産配分を少し冷静に考えたいところだろう。中小型株は金利が低下するとアウトパフォームする傾向があるが、ラッセル2000指数は過去5週間で16.4%上昇しており、バリュエーション面で有利だとしても、今は飛び乗る時ではないだろう。その代わりに投資家は、市場の中で人気が落ち、回復し始めたばかりのより安全なセクター、すなわち公益事業、生活必需品、ヘルスケアといったセクターを検討した方がいいかもしれない。

それでも、年末のパーティーで浮かれ過ぎると、その後の憂鬱（ゆううつ）に直結することは忘れてはならない。

By Carleton English
(Source: Dow Jones)

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2023, Dow Jones & Company,Inc

6. 錯綜するFRB高官の発言、信用できるのはどれか？ [コラム]

The Fed Speaks With Many Voices. Which One Can You Trust?

引き締めから積極的利下げに転換

市場は来年に6回超の利下げを予想

SPENCER PLATT/GETTY IMAGES

自分でも信じられないのだが、アラン・グリーンスパン米連邦準備制度理事会（FRB）元議長が懐かしい。曖昧さを芸術の域にまで高めたグリーンスパン氏はかつて、「私が言ったと思ったことをあなたが理解したつもりになっているのは分かるが、あなたが聞いたことは私が言いたかったことではないことに気づいていると思えない」という印象的な言葉を残した。

FRBが入居するワシントンのエクルズ・ビルは今や、米国内に12カ所ある地区連銀の建物と共に現代の金融のバベルの塔に例えられるかもしれない。複数のFRB理事と地区連銀総裁がフライング気味に、そして頻繁に、自身の見解を披露しているが、それらは常に一致している訳ではない。こうしたことが時折、「グリーンスパン文学」がFRBを霧で覆っていた時以上の混乱を招いているのだ。

最新の例を示そう。パウエル議長は今月13日、同日に終了した連邦公開市場委員会（FOMC）の政策決定会合で、将来の利下げが議論のテーマの一つになったことを明らかにした。この発言は、株式や米国債の熱狂的な買いの引き金となった。そのわずか12日前のパウエル議長の発言－FRBの金融緩和について推測するのは時期尚早－と矛盾するように思われた。しかし、FOMCメンバーが発表した新しい経済見通し（SEP）で、利下げが来年行われることが示された。

具体的には、SEPでは2024年末時点のフェデラルファンド（FF）金利の中央値を4.6%と見込んでおり、9月会合での5.1%から引き下げられた。現在の目標レンジである5.25～5.50%から、今後1年間に0.25%ずつ3回の利下げが行われることを意味する。

しかし、すでにこうした動きやそれ以上の動きを織り込んでいた市場は、パウエル議長の会見後にさらに先走って0.25%の利下げを6回以上織り込んだ。これを受け、債券価格と株価は猛烈な勢いで上昇した。長期金利の指標となる10年物米国債利回りは、10月中旬に一時5%を超えたが、足元で4%を割り込んでいる。一方、ダウ工業株30種平均は過去最高値を更新した。

FRBの方向転換、大統領選を見据えたものか

市場の動きは、「マエストロ（巨匠）」と呼ばれたグリーンスパン氏の別の有名な言葉である「根拠なき熱狂」を思い起こさせたかもしれない。明らかにこれに釘を刺すためか、ニューヨーク連銀のジョン・ウィリアムズ総裁は15日にCNBCの番組に出演し、「利下げについてはまだ話していない」と述べた。ニューヨーク連銀総裁がFOMCの副議長でもあり、常に投票権を持つFOMCの常任メンバーであることには注意が必要だ（他の11人の総裁は輪番制で1年交代）。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2023, Dow Jones & Company,Inc

それでも、少なからぬ市場関係者が、FRBによる明らかなピボット（方向転換）の動機は経済的なものではなく政治的なものではないかと見ている。FRBの二つの使命のうち、調整する必要があるのは一つだけだ。11月の失業率は3.7%で、どの基準から見ても完全雇用である。しかし、インフレ率はFRBが目標とする2%を大きく上回っている。食品とエネルギーを除いたコア消費者物価指数（CPI）は、11月は前年同月比4.0%上昇した。

マイケル・ハートネット氏率いるバンク・オブ・アメリカ（バンカメ）のストラテジストは15日付のリサーチノートで、「コアCPIが失業率を上回っている時にFRBが利下げに踏み切るのは珍しい」と書いている。その上でバンカメは、FF金利先物に織り込まれているように、FRBが2024年に1.5%の利下げを実施する場合、直近の失業率が4%を下回り、ドル安と金の強気相場によって長期的なインフレが確認されていることから、「1975年のピボットを想起することになるだろう」と指摘した。

とはいえ、市場には皮肉屋が少なからずいるもので、FRBが金融緩和に傾くのは2024年が選挙の年であることと関係があるのではないかと疑っている。また、短期金利の低下は、財務省短期証券（TB）に大きく依存する財務省の大規模な資金調達に役立つだろうと指摘する向きもある。いつものことだが、最終的にはFRBの行動が最も大きな声を上げるだろう。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. ハイテク株は2024年も値上がりする [ハイテク]

Our 2024 Predictions for Tech. More AI Gains and the Return of IPOs.
利下げ、コスト削減、AIが相場をけん引し、IPOが復活

ハイテク株の好調を支える要因は2024年も健在

MARLENA SLOSS/BLOOMBERG

2023年のハイテク株は当初こそ暴落したものの、その後は上昇に転じ、ナスダック総合指数の年初来上昇率は40%を超えている。株価好調の主な要因は、米連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策転換への期待、ハイテク企業のコスト削減への注力、そして人工知能（AI）だ。

筆者の予想は、これら三つの要因が2024年もハイテク株を上昇させるというものだ。以下、来年の展開についての筆者の予想を述べたい。

マグニフィセント・セブンは高値を更新へ

深刻な景気後退が起こらない限り、FRBが利下げに踏み切る環境でハイテク株が下落するとは思えない。1月には出遅れ株に投資する機会が訪れる。過小評価されている銘柄を探すべき領域の一つは、先週の連邦公開市場委員会（FOMC）の会合後に急騰した小型株だ。

一方で、マグニフィセント・セブン（大型ハイテク株7銘柄）が再び桁外れのリターンをもたらすとも

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2023, Dow Jones & Company,Inc

考えている。ハイテク株に特化したヘッジファンド、エンデュランス・キャピタルを率いるデビッド・リーダーマン氏は、1月にマグニフィセント・セブンの利益確定売りが起こる可能性があるものの、その後は絶好の買い場が訪れるとみている。

AIおよびクラウド関連銘柄もさらに上昇

2024年はAIおよびクラウド関連銘柄がさらに上昇すると予想している。その筆頭は、驚異的な利益成長のおかげで依然として割安にみえる米半導体大手のエヌビディア＜NVDA＞だ。エヌビディアの予想株価収益率（PER）はアップル＜AAPL＞、マイクロソフト＜MSFT＞、メタ＜META＞（旧フェイスブック）といった成長ペースがより遅い企業を下回っているうえ、大規模言語モデルに使用される画像処理半導体（GPU）の最大のサプライヤーとしてAIブームの明らかな受益者であり続ける。

教育機関のザ・シタデルで金融学を教えるファンドマネジャー、ポール・ミークス氏は、「エヌビディアは、AIへの熱狂から売上高および利益成長を生み出すという点で、半導体業界では依然として群を抜く存在だ」と評価する。

その他の魅力的なAI関連銘柄

半導体分野ではアドバンスト・マイクロ・デバイシズ＜AMD＞、クアルコム＜QCOM＞、ブロードコム＜AVGO＞のほかに、12月20日に四半期決算を発表するメモリー半導体メーカーのマイクロン・テクノロジー＜MU＞もAIブームの恩恵を受ける立場にある。マイクロンの業績は2023年を通して低迷したが、メモリー価格は回復傾向にあり、今後更新期を迎えるAIサーバーとPCは古いハードウエアよりも多くのメモリーを必要とする。

マイクロソフトは、クラウドサービス事業のAzure（アジュール）、生成AIサービスを開発・提供するオープンAIにおける49%の株式持分、AIコパイロットソフトウエアのポートフォリオ拡大のおかげで、AI関連ソフトウエア銘柄における最高の投資先となっている。ただし注意すべきことがある。それは、マイクロソフトが生産性向上アプリケーションMicrosoft 365におけるコパイロットサービスの採用率について来年初めに何を語るかだ。ソフトウエアにおけるAIの収益化の行方を示唆する重要な手掛かりとなるはずだ。

とは言え、筆者は依然としてAI関連ソフトウエア銘柄の信奉者であり、大手ソフトウエア企業のアドビ＜ADBE＞、オラクル＜ORCL＞、IBM＜IBM＞など、AIブームに乗じる方法は他にもたくさんあるとみている。クラウドサービスのリーダーであるアマゾン・ドット・コム＜AMZN＞も恩恵を受けるだろう。また、AI関連ネットワーク機器銘柄に賭けるならアリスタ・ネットワークス＜ANET＞、大規模言語モデルを強化するためのビッグデータに賭けるならスノーフレーク＜SNOW＞、AIを搭載したサーバーやPCに賭けるならデル・テクノロジーズ＜DELL＞、HP＜HPQ＞、ヒューレット・パッカード・エンタープライズ＜HPE＞を勧めたい。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2023, Dow Jones & Company,Inc

IPOが再開

ベンチャー市場にとって2023年は、バリュエーションが下落し、資金調達額が減少し、倒産が増え、エグジット（投資資金の回収と利益の獲得）が困難な悪夢の年だった。新規株式公開（IPO）市場は停滞しており、M&A（合併・買収）は高い借入コストと欧米の独占禁止法当局による合併規制強化によって妨げられている。

FRBが利下げに踏み切ればIPOは再開するはずだ。有力候補の一つは、企業価値が430億ドルと評価され、学習のためにデータを大量に消費する大規模言語モデルのニーズに応える立場にあるデータプラットフォーム企業、データブリックスだ。他にも、宇宙開発企業のスペースX、スポーツクラブのオフィシャルライセンス商品の企画・製造・販売等を手掛けるファナティクス、ファッション通販サイト運営のシーインなどの候補がある。

取引再開は間近に迫っている。多くのハイテク企業がコスト削減を通じてバランスシートを強化しており、プライベートエクイティ（PE）ファームは潤沢な資金を抱えている。エグジットを模索しているユニコーン企業（評価額が10億ドル以上で設立から10年以内の未上場ベンチャー企業）は1000社を超えており、その大半はIPOをすることはないが一部は買収されるだろう。金利が低下するにつれてIPO活動は再び活発になるはずだ。米国の独占禁止法当局の合併規制強化への強い姿勢が変化することはなさそうだが、買い手には買収を続けられるだけの資金が積み上がっている。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

8. 来年もアマゾン株が買い推奨の理由 [投資戦略]

Why Amazon.com Stock Is Still a Buy for the New Year

潤沢なキャッシュフローに支えられ、成長加速の可能性

推奨されつくした感のあるアマゾン株だが

OCTAVIO JONES/GETTY IMAGES

アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞は世界で最も推奨されている銘柄だ。アマゾンをカバーするウォール街のアナリスト57人のうち、56人が買い推奨としており、唯一の悲観派の評価も「ホールド」となっている。

アマゾンは既にちょっとした高騰も経験している。株価は過去10年間で7倍になり、今年だけでも75%上昇した。今年の予想株価フリーキャッシュフロー倍率はS&P500指数の25倍に対し、アマゾンは40倍と、割安には程遠い。

古い相場格言によると、このような銘柄はいずれ問題に直面するはずだ。群集心理を避けよ、過去のパフォーマンスを追いかけるな、安く買え、とはよく言われている。つまり現時点でアマゾンを推奨

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2023, Dow Jones & Company,Inc

することは、多数意見にあまりにも従った、むしろ大胆な試みなのだ。筆者はあえてそれに挑戦しようと思う。

依然高い成長期待

アマゾンが2024年もアウトパフォームを続ける可能性の根拠を探るために、直近の業績予測を見てみよう。S&P500指数の上位10銘柄は最近、指数の価値の35%を占めた。これは2000年のハイテクバブル以来の大きな割合である。指数ファンドは過去10年間好調に推移してきたが、今後のリターンは、アマゾンや一部の同列の企業がどれだけ早く株価に見合った成長を遂げられるかにかかっている。

アマゾンは時価総額1兆5000億ドル規模の企業としては成長の勢いを維持しており、再加速の可能性もある。JPモルガンは、為替変動の影響を除いた来年の総売上高成長率を13%と予測している。これは今年の予測を2%ポイント上回り、アマゾンが抱える主要2事業の両方からもたらされる見込みだ。

クラウド・コンピューティング事業のアマゾン・ウェブ・サービス（AWS）では、来年の売上高成長率が17%と、今年の13%を上回るペースになると予想されている。アマゾンのオンラインストアや他の販売者向けのサードパーティ・サービスを含む小売事業でも、来年の売上高成長率は11%と、今年の9%からの上昇が見込まれている。成長の加速は利益率を押し上げるだろう。JPMは来年の営業利益を510億ドル、営業利益率を2%ポイント増の7.9%と予測している。

莫大な投資が実を結びつつある

この加速は安く実現したわけではない。アマゾンのフリーキャッシュは2019年に250億ドルを超えたが、これはわずか5年で20億ドル未満から急増させた結果である。それからアマゾンは巨額の投資を開始した。目標の一つは、注文処理ネットワークを改善し、プライム配送の多くを2日ではなく1日で行えるようにすることだった。もう一つは、人工知能チップとソフトウエアを用いたクラウドのインフラ構築により、一般のテクノロジー部門がデータを新たな価値ある方法で活用できるようにすることだった。

この投資により、設備投資額は2019年の130億ドル未満から2022年には580億ドルに増加した。また、過去2年間のフリーキャッシュフローは大幅なマイナスに転じた。しかし現在、その支出は実を結びつつある。今年のフリーキャッシュフローのコンセンサス予想は380億ドルで、JPMは来年530億ドル、2025年には740億ドルに達すると予想している。JPMは、アマゾンをインターネット大型株のトップ・ピックと評している。目標株価190ドルは、直近の水準から29%の上昇を意味し、2025年の予想フリーキャッシュフローの25倍に相当する。

それはどのくらい割高なのか？小売業とクラウド・コンピューティングの大手企業2社の予想フリーキャッシュフローに基づくと、株価190ドルのアマゾンはウォルマート＜WMT＞より少し高く、マイクロソフト＜MSFT＞より少し安い程度だ。

これは、アマゾンが流入する資金をすべて使う新たな方法を見つけないことが前提だ。一方、これらのフリーキャッシュ予想には、アマゾンの年間設備投資が500億ドルを上回る水準で推移するとの見通しがすでに織り込まれており、アマゾンの支出額はS&P500指数構成企業の中で圧倒的に多い。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2023, Dow Jones & Company,Inc

さらなる売上高成長と収益性向上の機会も多い。情報技術の9割は依然オンプレミスで処理されており、クラウドに移行する余地が大きい。小売業について、アマゾンのアンディ・ジャシー最高経営責任者（CEO）は最近、「コストとスピードを改善するアイデアが尽きるまでには、まだ長い道のりがある」と発言している。

アマゾンは3年以内に1000億ドルのフリーキャッシュを生み出し、マイクロソフトやアップル、そしてその年の原油価格次第ではサウジアラビアの石油独占企業と肩を並べ、地球上で最もキャッシュを生み出す企業になる可能性がある。アマゾンがその資金を使いたくても使い切れるのか、筆者には分からない。アマゾンは、壮大かつ不可避と思われるフリーキャッシュの波が近づいていることから、見た目以上に割安なのである。

回復が期待されるバッテリー業界

バッテリーについて一言。金利上昇は、太陽光発電ビジネスに厳しい状況をもたらしている。インベスコ・ソーラー上場投資信託（ETF）＜TAN＞は今年30%下落した。しかし、年次のエネルギー・ストレージ・カンファレンスを開催したビーオブエー・セキュリティーズは「これまでで最も前向きな回だった」と評している。

電力会社は、新しい太陽光発電所や風力発電所からの発電量を平準化するための支援を必要としている。必要に応じて天然ガスを燃焼させる選択肢もあるが、大規模なバッテリーの活用という手もあり、その需要は天然ガス発電よりも急速に伸びている。バッテリーの製造に必要なリン酸鉄リチウムの価格が年初から75%近く下落していることも一因となっている。

ビーオブエーは蓄電設備の大幅な増加を予想しており、特にカリフォルニア州では政策的、テキサス州では経済的な事情を理由に挙げている。このトレンドに投資するために、ビーオブエーはフルエンス・エナジー＜FLNC＞という時価総額40億ドルの電力会社向けバッテリー専門企業の株を推奨している。フルエンス・エナジーは今年中に黒字転換する見込みで、その後売上高は3年間で2倍の60億ドルになると予想されている。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

9. ベテラン市場ウオッチャーは指摘する。2024年の市場は厳しい [コラム]

The Market Is in for a Tough 2024, Says This Savvy Market Watcher

2024年は急激な調整局面、即ち市場再参入の機会あり。シートベルトを締めよ

ズラウフ氏からのメッセージ

踊り続けろ、でも出口近辺で。これは、本誌ラウンドテーブルの敬愛すべき元メンバーで、当コラムの長年の盟友でもあり、現在は機関投資家向けの調査会社ズラウフ・コンサルティングを率いるフェリックス・ズラウフ氏からのメッセージだ。

ズラウフ氏は、この先株式市場は最高値を更新するかもしれないが、新年早々ひどい下落に見舞われることに備えるよう警告している。この下落とは、到来するはずの景気のソフトランディング（景気

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2023, Dow Jones & Company,Inc

PHOTOGRAPH BY SCANDERBEG SAUER

の軟着陸）が投資家の想定通りに実現しないことへの失望から、あるいは、もっと悪い場合、これまで世界が目の当たりにしてきたよりも緊迫した地政学的な出来事から、生じるものだ。

しばらくは株式、債券とも上昇

ズラウフ氏は、市場は2022年秋の安値から上昇したミニ強気相場の3弾目にある、と最近の電話インタビューで語った。ズラウフ氏は、これがS&P500指数を4900の新高値へと導くはずだ、と付言したが、この発言はインタビュー時においては、印象深い上昇を示すものだった。2024年のより大幅な利下げに向け、米連邦準備制度理事会（FRB）が明らかに方針を転換したことを受けて4700を超えた12月11日週後半と違い、当時、S&P500指数は4500台半ばで足踏みしていたのである。

ズラウフ氏は債券市場の上昇も予想しているが、利回りがさらに低下する可能性は相対的に低いと見ている（債券価格は利回りに反比例して動く）。10年物国債利回りは、インタビュー時は4.20%程度だったが、ズラウフ氏は、3.70%程度まで低下する可能性がある、との見方を示した。それ以後、FRBの政策転換を受けて、10年物国債の利回りは4%の大台を割り込み、3.91%まで低下した。

多数の専門家が見通しに同意する⇒別のことが起こる

ズラウフ氏は、適度な成長、インフレ率の鈍化、より緩和的な金融政策の見通しなど、足元の経済要因の按配は理想に近いが、今後はより不利な方向に向かう可能性が高いと指摘する。伝説のメリルリンチ元マーケットストラテジスト、ボブ・ファレル氏は、かつてズラウフ氏に語ったそうだ。4000人の専門家が見通しについて同意したときは、何か別のことが起こる。

それが何かは、ほとんど不明だ。可能性として考えられるのは、コンセンサスによると米国経済はいわゆるソフトランディングを目指しているが、結局のところ着地には至らないことだ。ズラウフ氏は、その場合インフレは粘着性を保ったままで、FRBの目標である2%に至る経路をたどることはない、と指摘する。すると、債券利回りは再び5%以上に急上昇し、株式やその他のリスク資産の、いわゆる全上昇相場を揺るがしかねない。

株式市場の主導権交代が経済成長とインフレの持続を示唆

ズラウフ氏は、より強靭な成長と穏やかではないインフレ率というシナリオのヒントを、株式市場の主導権交代から得ている。ズラウフ氏は、超大型テクノロジー株のマグニフィセント・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・

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2023, Dow Jones & Company,Inc

コム＜AMZN＞、メタ＜META＞（旧フェイスブック）、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＞）から景気敏感株や大幅なバリュー株への交代は、経済とインフレが市場の予想よりも長く持ちこたえることを示唆している、と主張する。

市場はショックに脆弱

その後についてズラウフ氏は、市場はショックに脆弱と見ている。ショックとして考えられるのは、不動産関連などの大企業の倒産や、新たな戦争の勃発である。このような出来事は、市場が弱いテクニカル・ポジションにあるときに発生するもので、ズラウフ氏の見立てでは、米国の主要株価指数が少数の超大型テクノロジー銘柄に支配されている現状がそれにあたる。

また、最近の株式市場のリーダーシップの変化にもかかわらず、ズラウフ氏によると市場の頂点銘柄に対する集中度は、2000年の（IT関連企業への過剰投資がもたらした）ドットコムバブルのピーク時や1970年代初頭のニフティ・フィフティ（「素晴らしい50銘柄」、少数優良銘柄中心の上昇相場）時代よりも悪い状況である。ズラウフ氏が言うところのインデックス投資の現在の「流行」は、この傾向をさらに悪化させている。ズラウフ氏は、世界の資本の約62%がインデックスに連動するために米国市場に流入し、その30%がわずか7銘柄に振り向けられている、と指摘する。これら全てが、市場を失望に対して脆くしている。

2024年の懸念材料

ズラウフ氏の懸念材料の上位に並ぶのが地政学リスク悪化の可能性である。ズラウフ氏は、ロシア・ウクライナ戦争やイスラエル・ハマス戦争以外に、米国や中国、ロシアといった大国が軍事衝突に引き込まれるリスクが高まっているとみる。例えば、あくまでも仮説にすぎないが、イスラエルが戦線を拡大し、シリアのヒズボラを巻き込むと、ロシアやイランが紛争に関与することとなる。

どれも起きる可能性はかなり低いと言わざるを得ないが、ズラウフ氏は起こり得る事態を想定するよう努めていると語る。要は、市場がかなり上昇しているため、ちょっとしたきっかけで下落に転じやすい状態にあるのである。

2024年に世界経済がスタグネーション化、あるいはさらに状況が悪くなるケースを想定すれば尚更（なおさら）である。ズラウフ氏は、世界の国内総生産（GDP）実質成長率がわずか1.5%にとどまり、その水準は過去50年間のリセッション（景気後退）期の成長率に沿ったものだと語る。欧州はスタグネーション、あるいはリセッション入りしており、中国も同様である。

ズラウフ氏の見立てでは、中国の不動産市場の回復には向こう10年から15年かかるとしている。しかし、そうであれば、中国はもはや世界経済の成長エンジンではなく、代わりに輸出を増やし、輸入を減らすことになるだろう。ズラウフ氏は、欧州も人口減少と「グリーン」な政策からエネルギー価格の高騰という構造的な問題を抱えており、欧州大陸の競争力は低下し、軍事力は弱体化すると指摘する。

一方、日本は人為的に債券利回りを低位に留め置く日銀の長短金利操作（イールドカーブコントロール、YCC）に代表される超緩和的金融政策を背景に円安の恩恵を受けている。ズラウフ氏は、金融政策が変化すれば、円は強含み、日本だけでなく、世界に影響を与えると指摘する。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2023, Dow Jones & Company,Inc

ズラウフ氏は、円は最大40%過小評価されているとするが、円安を背景に東京株式市場は大幅に上昇している。円安の流れが変われば、東京株式市場はアンダーパフォームするだろう。ズラウフ氏は、タダ同然で安い円を借り入れ、日本以外の世界もキャリートレードの恩恵を受けてきたと付け加える。円安が転換すれば安価な調達手段が断ち切られることになる。

メキシコはグローバル投資家にとっての光明

ズラウフ氏は、グローバル投資家にとっての光明はメキシコだと語る。生産拠点を本国の近くへ移転する「ニアショアリング」で米国に近い場所に生産拠点が移るなか、メキシコは隣国としてその恩恵を受けてきた。モーニングスターのデータによれば、上場投資信託（ETF）のiシェアーズMSCIメキシコ＜EWW＞は2023年12月13日現在、年初来トータルリターンが33.2%である。

1年前に話を聞いた際、ズラウフ氏は2023年の市場パフォーマンスの弱含みを予想していた点には留意が必要である。予想通りにならなかった要因としてズラウフ氏が挙げたのが、3月のシリコンバレー銀行破綻に際してFRBが断固たる姿勢を取り、流動性を潤沢に供給した点である。

FRBのハト派転換と投資機会

現状、FRBの緩和姿勢が予想ほどではないことに投資家は落胆しているかもしれない。そして、FRBは12月の連邦公開市場委員会（FOMC）後に、来年12月までに3回計0.75%の利下げを予想するドットチャートを公表した。金利先物市場では先行して利下げを織り込み、先週段階で既に2度の利下げ水準まで織り込んだ。

ズラウフ氏の主たるメッセージは、グローバル市場は高ボラティリティーの10年の最中にあり、そうした市場環境においては持ちきりの投資家ではなく、機敏なトレーダーが報われるということである。ズラウフ氏は来年早い時期に急激な市場の調整を予想するが、価格が下がったところで再度市場にエントリーする機会が到来するかもしれない。ただし、用心して機会を窺（うかが）うべし。

By Randall W. Forsyth
(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]

Cathie Wood’s ARK Innovation Is Heading to a No. 1 Finish for 2024
キャシー・ウッド氏のARKイノベーション、ファンドレースにトップでゴールへ

今年の運用成績大幅プラスでベンチマークを圧倒

近頃は、少々の暗号資産（仮想通貨）がポートフォリオ全体に大きな影響を与えることがあるようだ。著名投資家キャシー・ウッド氏に話を聞いてみよう。

ウッド氏が率いる上場投資信託（ETF）のアーク・イノベーションETF＜ARKK＞の価格は、2022年に67%下落したが、本年は66%の上昇となった。最大の保有資産である暗号資産交換業者コインベー

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2023, Dow Jones & Company,Inc

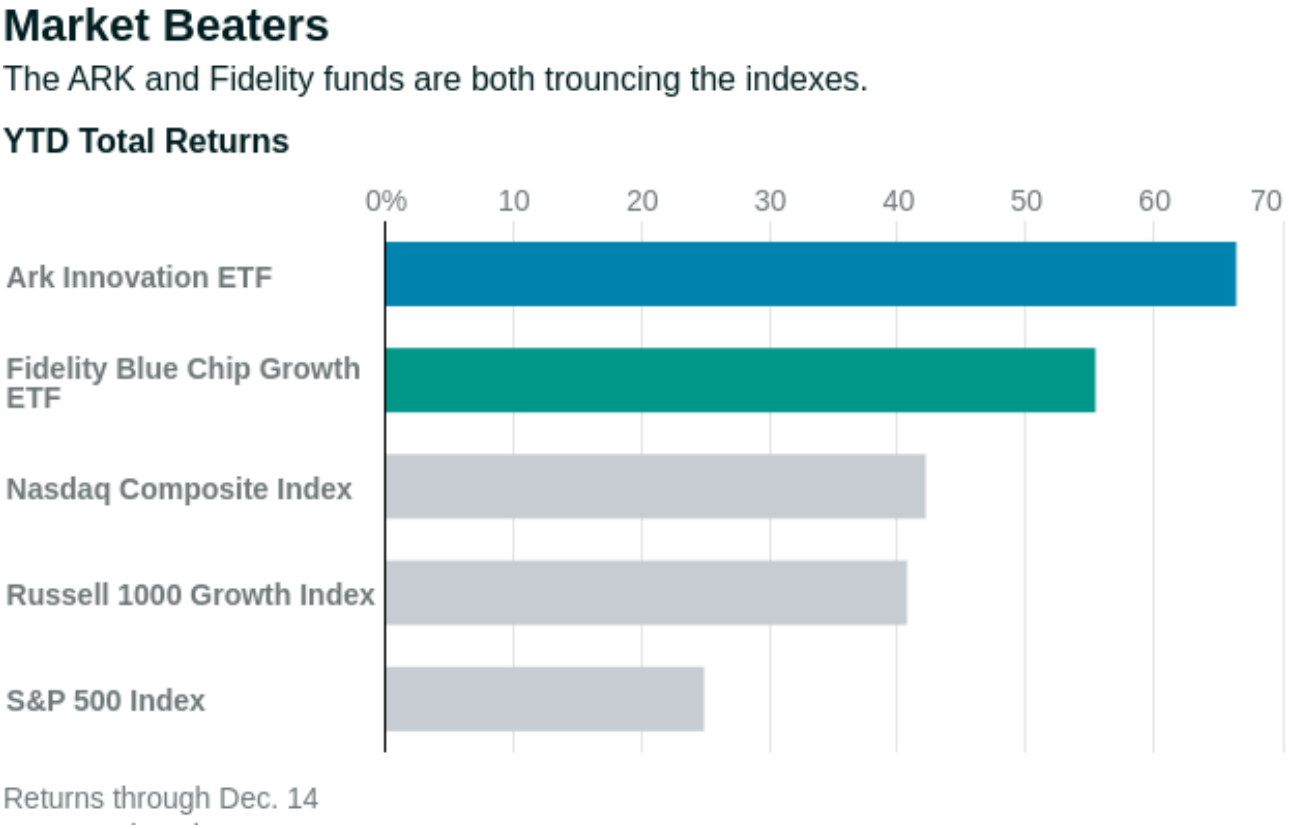
ILLUSTRATION BY ELIAS STEIN

ス・グローバル＜COIN＞株式の恩恵によるところが大きい。暗号資産ビットコイン＜BTCUSD＞が息を吹き返したため、このコインベース・グローバルの株価は4倍近くになった。

インベスターズ・ビジネス・デイリー誌によると、アーク・イノベーションETFはフィデリティ・ブルーチップ・グロース・ファンド＜FBCG＞を引き離し、分散型株式投資ETFの年間首位に立っている。フィデリティのETFが55%のトータルリターンで2位につけている。

ウッド氏は、ビットコインのレバレッジ取引などを扱うコインベース・グローバルに長年投資してきた。ビットコインが暴落した2022年には痛手となったものの、本年に入ってビットコインが155%反発し、報われた格好だ。コインベース・グローバルは、アーク・イノベーションETFの保有資産の10%以上を占める。

分散投資戦略：アークの上位保有銘柄は、フィデリティに比べて小型かつ専門特化的



アーク・インベストメント・マネジメント社長のトム・スタウト氏は「弊社がデジタル資産、特にビットコインの先行きに強気であることは周知の事実だ」と本誌に語った。

アーク・イノベーションETFは、今後もコインベースの株価上昇の恩恵を受けるかもしれない。。過

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2023, Dow Jones & Company,Inc

去3年間で60%近く下落しており、2022年単年の67%の下落からは回復しているとはいえ、中型成長株ETFの中で最下位となっている。

ウッド氏は、コインベース株をここ数日で1億5000万ドル超売却しており、コインベース株の保有を減らしたとはいえ、アーク・イノベーションETFのポートフォリオでの最大の保有資産であることに変わりはない。ビットコインETFが間もなく登場する可能性があり、コインベース株はまた一段と上昇するかもしれない。しかし、ウッド氏が本年のETF実績レースでワーストから1位トップになるには、その必要はないかもしれない。

先週の出来事

Divergent Strategies

ARK's top holdings are smaller and more specialized than Fidelity's.

Ark Innovation ETF

Company / Ticker	Weighting
Coinbase Global / COIN	10.5%
Roku / ROKU	7.8
UiPath / PATH	7.5
Tesla / TSLA	7.3
Zoom Video Communications / ZM	6.7

Fidelity Blue Chip Growth ETF

Company / Ticker	Weighting
Microsoft / MSFT	10.7%
Apple / AAPL	10.2
Nvidia / NVDA	9.5
Amazon.com / AMZN	9.3
Alphabet / GOOGL	7.0

Note: ARK holdings as of Dec. 15, Fidelity holdings as of Oct 31.
Sources: ARK Invest, Morningstar

株式市場
株価は小幅上昇でスタート。12月12日に米労働省が発表した11月の消費者物価指数（CPI）の総合物価上昇率は前年同月比3.1%と、伸びが鈍化した。13日、米連邦準備制度理事会（FRB）はフェデラルファンド（FF）金利誘導目標を据え置き、2024年には利下げの可能性に言及。米主要株価3指数がそろって上昇、ダウ工業株30種平均は史上最高値を更新、3万7000ドル超をつけた。欧州中央銀行（ECB）とイングランド銀行（英中央銀行、BOE）は14日、FRBに続いて政策金利をそれぞれ据え置いた。11月の米小売売上高は予想を上回った。10年物米国債の利回りは7月以来初の4%割れ。住宅ローン金利は7%を下回った。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均、S&P500指数、ナスダック総合指数はそれぞれ2.9%、2.5%、2.85%上昇した。3指数とも7週連続の上昇となった。

企業動向
製薬大手ファイザー＜PFE＞の2024年通期売上高ガイダンスはウォール街の予想に数十億ドルも届かず、株価は下落。電気自動車（EV）メーカーのテスラ＜TSLA＞は自動運転支援システムの不具合修正のため200万台をリコールした。ドバイで開催された国連気候変動枠組み条約第28回締約国会議（COP

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2023, Dow Jones & Company,Inc

28）は、化石燃料からの脱却という画期的な合意で幕を閉じた。

M&A（合併・買収）等
・エネルギー大手オクシデンタル・ペトロリアム＜OXY＞は、未上場のシェール掘削会社クラウンロックを120億ドルで買収すると発表。
・不動産に特化した投資会社アークハウス・マネジメントと、世界的な資産運用会社ブリゲード・キャピタルが、百貨店大手メーシーズ＜M＞に58億ドルの買収提案を行ったと、ウォール・ストリート・ジャーナル（WSJ）が報じた。
・医療保険のシグナ＜CI＞が同業ヒューマナ＜HUM＞との合併を取りやめたと、WSJが報じた。
・ホテル運営大手チョイス・ホテルズ・インターナショナル＜CHH＞が同業ウィンダム・ホテルズ・アンド・リゾーツ＜WH＞に対して敵対的買収を提案した。

今週の予定

12月19日（火）
日本銀行（日銀）が金融政策決定会合の結果を発表する。日銀は短期の政策金利をマイナス0.1%に据え置くと予想される。日銀は長短金利操作（イールドカーブ・コントロール、YCC）政策を微調整する可能性がある。現状は、10年国債利回りの目標値をゼロ%としつつ、長期金利の変動幅をプラス・マイナス1.0%程度とするものとなっている。ストラテジストの多くは、2024年前半に日銀がマイナス金利とYCC政策の両方を終了させる前兆と見ている。円の対米ドル相場は11月中旬に数十年ぶりの安値をつけた後、約6%上昇した。

コンサルティングのアクセンチュア＜CAN＞と物流のフェデックス＜FDX＞が決算を発表する。今週は決算発表が全般的に少ない中での、数少ない大型株の決算発表となる。アクセンチュアが19日の市場開始前、フェデックスは市場終了後に発表する予定。
メモリー半導体大手マイクロン・テクノロジー＜MU＞は20日、スニーカー大手のナイキ＜NKE＞も21日に、それぞれ決算を発表する。

12月22日（金）
米商務省経済分析局（BEA）が11月の個人消費支出（PCE）指数を発表する。エコノミストのコンセンサス予想では前年同月比2.8%上昇で、10月に比べて0.2%ポイント低下。また変動の大きい食品とエネルギー価格を除いたコアPCEは、10月の前年同月比3.5%上昇に対し、3.3%上昇と予想されている。コアPCEの年間上昇率は2021年4月以来の低水準である。

By Lauren Foster
(Source: Dow Jones)

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2023, Dow Jones & Company,Inc

『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）
大和證券入社後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』 2023/12/17
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