

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/12/24

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. アップルの次の一手は - Apple's Search for Growth [カバーストーリー]
株価急伸を正当化するには新たな成長源が必要 P.1
2. 大型ハイテク株からいよいよ小型株へ - 5 Ways to Play the Rally in Small-Cap Stocks [フィーチャー]
本誌の選ぶ有望な小型株5銘柄 P.9
3. 上場投資信託 (ETF) にアクティブ運用の波 - Star Stockpickers Are Coming to ETFs. Why They May Not Shine as Brightly [フィーチャー]
長期的にパッシブ運用を上回れるかは不透明 P.14
4. これから買うべきEV銘柄はBYD - This Stock Is a Better Electric-Vehicle Bet Than Tesla. Buy It Now. [自動車]
業績はテスラ並みにもかかわらず株価は非常に割安 P.17
5. 優秀なファンドマネジャーの投資哲学 - Fidelity's Tillinghast Is Moving On. His Investing Lessons Will Endure [インタビュー]
フィデリティのティリングハスト氏に聞く P.20
6. 株式市場への参加が遅過ぎではない理由 - Why It's Not Too Late to Chase the Stock Market [米国株式市場]
豊富な待機資金と良好な経済ファンダメンタルズが背景 P.24
7. 今が買い時のAI関連銘柄シノプシス - An AI Stock You Probably Haven't Heard Of [ハイテク]
EDAソフトウェアで世界首位 P.26
8. 2023年に亡くなった12人の偉大なビジネスパーソン - A Look Back at 12 Greats Who Left the Stage in 2023 [コラム]
パイロン・ウィーン氏、ゴードン・ムーア氏、チャーリー・マンガー氏ら P.28
9. 退屈なファンドには刺激的な年、インデックス運用が活況 - An Exciting Year for Boring Funds. Indexes Are Booming. [経済政策]
インデックス運用の強みはシンプルさと低コスト P.32
10. 先週の出来事と今週の予定 - How-and Why-Shoppers Flock to Buy Now, Pay Later [経済関連スケジュール]
近年注目の「後払い決済 (BNPL)」、利用のきっかけは P.35

※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. アップルの次の一手は Apple's Search for Growth 株価急伸を正当化するには新たな成長源が必要

[カバーストーリー]

株価上昇の一方で業績は低調



ILLUSTRATION BY MAXIME MOUYSET

アップル<AAPL>の株式にとって、今年は歴史に残る年になった。株価は年初来で50%超上昇しており、終値ベースの史上最高値を最近付けた。時価総額は1兆ドル増加し、歴史上のあらゆる企業の中で最高の年間増加額を記録した。

しかし、前例のない株価上昇の一方で、アップルの業績は予想を下回る状況が続いている。過去4四半期にわたり、売上高は前年同期比で減

少している。今年の10～12月期も減収は続きそうだ。アップルの最も重要なハードウェア製品であるiPhone（アイフォーン）、Mac（マック）、iPad（アイパッド）は、依然として膨大な売り上げを生み出しているが、成長はほとんど見られない。

アップルは2016年に発売したワイヤレスイヤホンのAirPods（エアポッズ）以降、新製品がヒットしていない。そのような背景もあり、間もなく発売される複合現実（MR）ヘッドセットのApple Vision Pro（アップル・ビジョンプロ）の重要度は一段と増している。しかし、成功は決して確実ではない。仮想現実（VR）や拡張現実（AR）は多くの企業の参入につながったが、成功ストーリーはほとんど聞かれない。

アップルは矛盾を抱えている。株価は史上最高値付近で推移しており、時価総額はどの企業も届いたことがない水準に達している。しかし、事業の成長は終わっている。2023年度（2023年9月期）の売上高は3%減少しており、2024年度（2024年9月期）の売上高の伸びも4%未満となる見込みだ。売り上げの伸びを再加速させるための明確な計画もない。

アップルが現在のビジネスモデルを変えずに、再び売上高の成長を実現することも不可能ではない。ただし、iPhoneの買い替え率に関する楽観的な想定や端末販売価格の上昇継続に加え、App Store（アップストア）、音楽ストリーミングのApple Music（アップルミュージック）、クラウドサービスのiCloud（アイクラウド）などのサービス事業の2桁台前半の成長が続くことが必要になる。

しかし、アップルの伝統は漸進的な改善ではなくイノベーションにある。アップルのファンと株主は、常識を打ち破り、考え方をを変えるような素晴らしい製品、つまり共同創業者の故スティーブ・ジョブズ氏のかつての言葉を借りれば「宇宙に衝撃を与える」製品を期待するのに慣れ切っている。

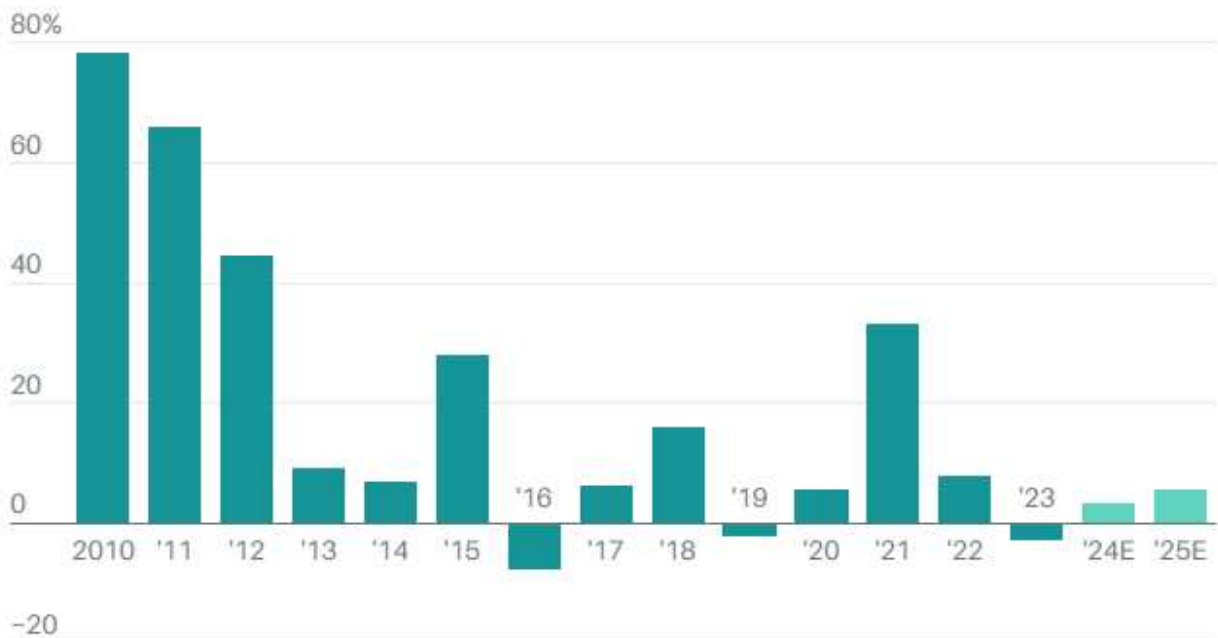
宇宙に衝撃を与えるのは難しい。特に、現在の製品群の強みを守りながらであれば、なおさらだ。ウォール街のアナリストは、2024年度のアップルの売上高を3970億ドル、純利益を1000億ドルと予想している。

■ 自社株買い減速、EPS成長の逆風に

Apple Goes Flat

Apple revenue fell nearly 3% in its latest fiscal year. For the current year, Wall Street forecasts growth of less than 4%.

Revenue growth



Note: Apple fiscal year ends in September; E=estimated

Source: FactSet

すべてはiPhoneから始まった。16年前に初めて発売されたiPhoneの2023年度の売り上げは2000億ドルだった。これはマイクロソフト<MSFT>の売上高とほぼ同等だ。iPhone事業は単独で米国企業の上位15位以内に入る規模がある。

しかし、2023年度のiPhoneの売り上げは2%減少した。さらに、最近のハードウェアのアップデートも控えめだ。スマートフォン市場は今や成熟している。調査会社IDCは、2027年までの世界全体のスマホ販売額の成長率をわずか年1.4%と予想している。さらにiPhoneは、米国以外で最も重要な市場である中国で、華為技術（ファーウェイ・テクノロジーズ）などの現地企業との競争激化にも直面している。

アップルの中で最も成長しているのはサービス事業だ。2023年度の売り上げは9%増の850億ドルだった。仮に単独企業だとすれば、フォーチュン500の上位50位以内に入る規模だ。

サービス事業には、広告、音楽、写真、金融サービス、ポッドキャスト、ゲーム、決済のApple Pay（アップルペイ）、保証サービスのApple Care（アップルケア）、ブラウザーのSafari（サファリ）によるグーグルからの検索収入など、多くの分野が含まれている。アップルはサービス事業の内容を拡大するにつれて、価格を引き上げ、収入を増やしている。しかし、サービス事業を成長させる最善の方法は、究極的にはより多くのiPhone、iPad、Macを販売することだ。ほとんどのサービスがアップルの端末上で利用されるためだ。

アップルには「ウェアラブル、ホームおよびアクセサリ」という雑多なセグメントもある。このセグメントにはAirPods、Apple Watch（アップルウォッチ）、スマートスピーカーのHomePods（ホームポッズ）が含まれる。2023年度の売り上げは3%減の400億ドルで、家電小売りチェーンのベストバイ<BBY>の年間売上高とほぼ同じだ。特許紛争でApple Watchの一部機種の販売が停止されたことは今後の足かせになるだろう。

サービス事業と同様にハードウェア事業も、既に販売されたiPhoneなどの膨大な端末群を基盤としていいる。例えば、Androidスマホの利用者で、Apple Watchも持っているという人は多くない。2024年初め、アップルは新たなウェアラブル機器としてVision Proを発売する予定だ。価格は3499ドルと強気で、短期的な売り上げ予想は控えめである。

アップルのルーツはパソコン（PC）にある。Macは来年1月に発売40周年を迎えるが、あまりうれしい節目ではない。2023年度のMacの販売額が非常に低迷しており、27%減の290億ドルだったからだ。発売から14年のiPadはMacとほぼ同規模で、2023年度の販売額は3%減の280億ドルだった。

ウォール街は総じて、（少なくとも現在は）アップルの成長の乏しさを気にしていないようだ。ファクトセットによると、アップルをカバーしているセルサイドのアナリスト47人のうち、投資判断を売り（または売りと同様）としているのは3人だけだ。

直近の終値は約195ドルで、予想株価収益率（PER）は年初の20倍から現在は30倍に上昇している。S&P500指数に対するプレミアムは50%で、年初の20%を上回る。アップルのPERはマイクロソフト、アルファベット<GOOGL>、メタ<META>（旧フェイスブック）より高いが、成長率はこれら3社の方が高い。半導体大手エヌビディア<NVDA>も、年初来で株価が約3倍に上昇しているにもかかわらず、アップルより割安だ。エヌビディアの利益は今年70%増加すると予想されているが、アップルは7%だ。

アップルの1株当たり利益（EPS）の緩やかな増加は、積極的な自社株買いによって支えられている。アップルは依然として約510億ドルのネットキャッシュを有するが、最終的には膨大な現金をゼロにすると表明している。これは多額の自社株買いが減速する見込みであることを意味する。そのため、アップルはなおさら次の一手を必要としている。

アップルは将来の計画を明かさないことで知られており、本記事のための取材も拒否した。そのため、本誌はアップルが栄光の日々を取り戻すための方法を検討した。

現状維持

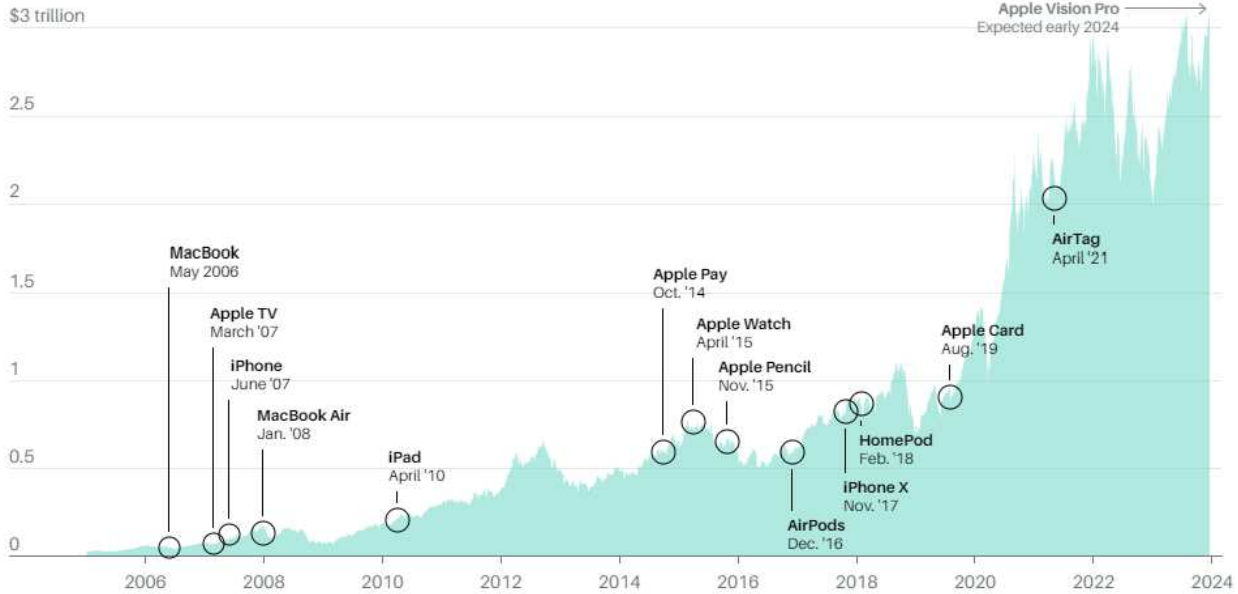
アップルの成長を押し上げる最も単純な方法は、個人消費が増加し、iPhoneの買い替えサイクルが加速することだ。統計データベースのスタティスタによると、米国の消費者のiPhoneの買い替えサイクルは平均で3年弱となっている。

iPhone需要の再燃に期待するのは、成長のための選択肢としては最も満足度が低い、最も実現性が高いかもしれない。これはウェドブッシュのアナリストであるダン・アイブス氏が最近、アップルの投資判断をアウトパフォームに据え置いた理由だ。アイブス氏は、アップルが2024年中に時価総額4兆

\$3 Trillion and Growing

Apple has been the first U.S. company to hit a market value of \$1 trillion, \$2 trillion, and \$3 trillion. It's currently the only company in the \$3 trillion club.

Market value



Source: Bloomberg

ドルに達する初の企業になると主張している。2024年度の売上高は4.5%増の4000億ドル、2025年度の売上高は5.5%増の4220億ドルになる可能性があるという。

ライトシェッド・パートナーズの共同創業者でアナリストのウォルター・ピエシク氏は懐疑的だ。ピエシク氏は3月、アップルのファンダメンタルズの低迷を鋭く予見したが、その結果として株価上昇の波に乗り遅れた（ピエシク氏の目標株価は120ドルだった）。ピエシク氏が指摘した通り、最近のアップルは業績がさえず、ガイダンスが軟調であるにもかかわらず、株価が上昇している。

ピエシク氏は「あと何回『来年はiPhone需要のスーパーサイクルが訪れる』と聞けば良いのか」と語り、サプライチェーンには並外れた需要の兆候は見られないと付け加えた。

買収

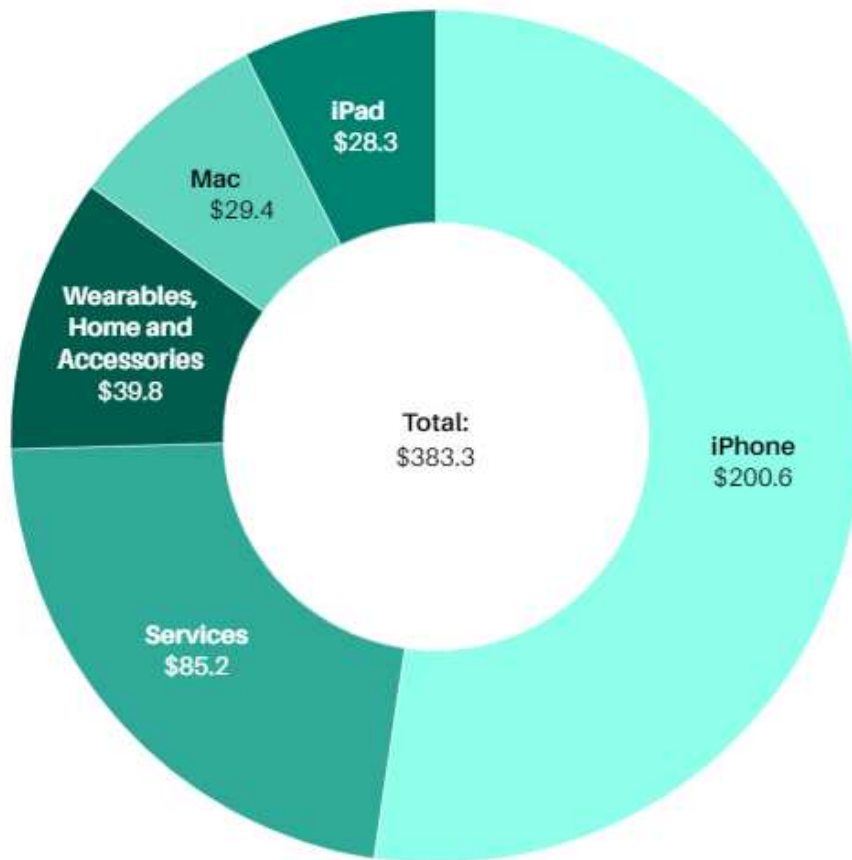
ウォール街で好まれる暇つぶしの一つは、アップルの買収先候補を空想することだ。アップルは膨大な現金を保有しており、信用格付けも高い。しかし、アップルが買収を通じて成長するという幻想は繰り返し打ち砕かれてきた。アップルは長年、買収に関する無数のうわさの対象になってきたが、2014年に30億ドルで買収したヘッドホンメーカーのビーツを除き、実現したことはない。

苦境にあるウォルト・ディズニー<DIS>の株主は、アップルによる買収を望むかもしれない。しかし、アップルと同社のティム・クック最高経営責任者（CEO）は、総額2000億ドルものテーマパーク、クルーズ、ケーブルテレビなどの事業を必要としない。ウェドブッシュのアイブス氏は、アップルがディズニーのスポーツ専門チャンネルESPNを買収し、ストーリーミング事業のApple TV+（アップルTVプラス）を強化する可能性があるという考えを示したが、アップルの株主にとっては成功の見込みがないアイデアだ。ESPNは、スポーツ配信権の高騰によるコストの急増と、ケーブルテレビの解約

Apple Slices

The iPhone remains more than half of Apple's total revenue, but the services segment is growing fastest.

FY 2023 Revenue (billion)



Source: Company reports

による減収に直面している。

数年前、アップルが電気自動車（EV）大手テスラ＜TSLA＞を買収するという噂があったが、テスラの時価総額が7600億ドルに上ることを考えると、もう手遅れだ。それに、アップルがEV企業や自動運転車メーカーを新たに購入する理由はほとんどない。テスラよりはるかに小規模だが、業績が低迷しているフィットネスバイクメーカーのペロトン・インタラクティブ＜PTON＞の救世主としても、アップルの名前が挙がることもある。しかし、ペロトンの事業は、アップルの売上高の伸びに大きな影響を及ぼすには小規模過ぎる。

モルガン・スタンレーのアナリストであるエリック・ウッドリング氏は、大規模な買収はアップルに似合わないという考えに同意する。ウッドリング氏は「アップルは買収よりも事業を自ら構築することを望むだろう」と語る。

アップルは2018年に「長期的にネットキャッシュをゼロにする」と表明して以来、積極的な自社株買いを実施し、発行済み株式数を約25%減らしている。ネットキャッシュは1630億ドルから現在の510億ドルまで減少した。

バーチャル関連



ILLUSTRATION BY MAXIME MOUYSSET

Vision Proがアップルの次の主力製品になるかどうかは、強気派の間でも懐疑的な見方がある。少なくとも、3499ドルという価格では厳しいだろう。強気派は今回の発売を公開ベータテスト（試作品のテスト）と捉えており、手頃な価格のVision Proが今後発売されるとみている。

Vision Proに対する強気な見方は、アップルが試作品の段階で指摘された製品の大きさや快適性といった問題に対応しつつ、Vision Proの価格をiPhoneの上位機種と同等（約1000ドル）

に設定する方法を見つけ出すことができるという考えに基づいている。

ディープウォーター・アセット・マネジメントの創業者で、かつてアップル担当のセルサイド・アナリストだったジーン・マンスター氏は、2030年までにVision Proの売り上げが400億ドルに達する可能性があるかと予測している。これは現在のMacやiPadを上回る。モルガン・スタンレーのウッドリング氏は、MRなどの「空間コンピューティング」カテゴリーの2030年の売り上げを200億～700億ドルとみている。

とはいえ、Vision Proが2024年度にアップルの傷を癒やすことができないのは明確だ。2025年度、あるいは2026年度も不可能だろう。

アップルはMR業界における唯一のプレーヤーではない。フェイスブックの創業者でCEOのマーク・ザッカーバーグ氏は、メタバースの可能性に魅了され、社名をメタに変えることまでした。現在、メタはメタバース部門の「リアリティ・ラボ」で年間100億ドル超の損失を計上している。このような「成長」はアップルも望まないだろう。

自動車

アップルカーに関するうわさを覚えているだろうか。そう遠くない昔、アップルによる自動運転車の製造パートナーに関する臆測が定期的にニュースをにぎわせていた。2015年、ウォール・ストリート・ジャーナルは、アップルが2019年までにEVを出荷することを目指していると報じた。2021年の同紙の記事は、韓国の現代自動車<005380.韓国>がアップルカーを製造するための工場用地としてジョージア州で土地を探していると説明していた。しかし、どちらも現実にはならなかった。

UBSのアナリストであるデービッド・フォークト氏は「アップルにはまだそのような技術はない」と語る。今月、テスラは自動運転支援システムの不備を理由に200万台以上のリコール（回収・無償修理）を届け出た。一方で、自動車メーカーのEV売り上げの伸びは鈍化しており、アップルカーの魅力は大幅に低下している。

ディープウォーターのマンスター氏は、アップルが自動車を製造する可能性を25%とみる。モルガ

Wealth Creators

Apple has added more than \$1 trillion to its market value in 2023 alone. It's the largest calendar-year gain in history.

Company Name	Calendar Year	Market Value Change (billion)
Apple / AAPL	2023	\$1,003
Microsoft / MSFT	2023	\$968
Apple	2020	\$928
Nvidia / NVDA	2023	\$857
Microsoft	2021	\$843
Amazon.com / AMZN	2020	\$714
Alphabet / GOOGL	2021	\$689
Amazon.com	2023	\$687
Apple	2021	\$681
Tesla / TSLA	2020	\$594

Note: U.S.-traded stocks; 2023 data through Dec. 15

Sources: Dow Jones Market Data, FactSet

ン・スタンレーのウッドリング氏は、自動車市場にアップルが参入するとは考えていない。中国だけで数十社のEVメーカーが存在し、競争が非常に激しいからだ。

アップルカーの最大の論拠は、自動車がアップルの売上高を大幅に増加させられる数少ない製品カテゴリーの一つということだ。来年のテスラの売上高は1200億ドルと予想されている。これは依然としてiPhoneの売り上げを下回るが、アップル全体の売上高を30%押し上げることになる。

自動車を製造しなくても、アップルはソフトウェアのCarPlay（カープレイ）のおかげで、自動車の運転席で重要な役割を担っている。消費者はCarPlayを利用することで、iPhoneを通じてエンターテインメントやカーナビのシステムをコントロールできる。

アップルはCarPlayに関してより大きな野心を抱いている。2022年の開発者会議で、速度計から温度管理まで運転席のすべてをアップルがコントロールできるCarPlayの新バージョンを発表したのだ。しかし、その後の情報はほとんどない。

AIと検索

アップルの潜在的な成長要因の中で、最も過小評価されているのは検索と人工知能（AI）だろう。アップルは、iPhoneとSafariでグーグルを既定の検索エンジンにする見返りに、ほぼコストなしでアルファベットから数十億ドルの収入を得ている。この関係は現在、司法省とグーグルとの訴訟で焦点となっている。正式な審理は終了したが、裁判所の決定が出るのは2024年終盤となる見込みだ。その

後、数年にわたって上訴が続くだろう。

ウッドリング氏の試算では、グーグルが敗訴して同社からの収入が失われた場合、アップルの利益は18%減少する可能性がある。これは現実的でないように聞こえるが、そのような可能性があるというだけでも、アップルは検索に関して別の選択肢を考え始めるかもしれない。買収先の候補は、ダックダックゴーのような小規模な検索エンジンを除けば多くない。また、パートナーを切り替え、マイクロソフトのBing（ビング）と手を組むことも考えられる。しかし、グーグルが直面している規制上の問題を考えると、アップルは自前の検索エンジンを開始する可能性もある。マイナス面としては、アップルの顧客プライバシーを重視する姿勢が、現在の検索エンジンの主要なビジネスモデルであるターゲティング広告と矛盾する恐れが挙げられる。

AIに関しては、アップルのパーソナルアシスタントであるSiri（シリ）が生成AI機能による恩恵を受ける可能性がある。アラームを設定したり、手を動かさずにテキストメッセージを送ったりする以外にも、Siriに可能な仕事の幅が広がるかもしれない。モルガン・スタンレーのウッドリング氏は、スマホやPCで実行できる生成AIモデルが登場すれば、iPhoneとMacの売り上げが増加する可能性があるとみる。

アップルは機械学習とAIソフトウェアをすでに複数の製品で利用している。これには、2017年からiPhoneとMacで顔認証や指紋読み取りなどに利用されている「ニューラルエンジン」が含まれる。しかし、AIチャットボットや大規模言語モデルに関しては、他のハイテク企業が全力を投じているにもかかわらず、アップルは沈黙を貫いている。

クックCEOは11月の決算説明会で「生成AIに関する取り組みは当然進めている。詳細は控えるが、かなりの額を投資している」と述べた。

その他の製品

ライトシェッドのピエシク氏は、アップルがiPhoneのビジネスモデルをサブスクリプションに移行し、幅広いサービスパッケージを提供する可能性があるという。あるいは、ヘルスケアやウェルネス分野で大きな衝撃を与えるかもしれない。ウッドリング氏は、アップルがApple Watchに血糖値モニタリングなどの機能を追加し、医療機器に変える可能性があるという。とみている。

ウォール・ストリート・ジャーナルでハイテク業界に関するコラムを長年執筆し、ジョブズ氏と話したことも多いウォルト・モスバーグ氏は、アップルが折り畳みスマホでサムスン電子<006930.韓国>と競争するか、巻き取り式のスマホを開発することが考えられるという。モスバーグ氏はVision Proが次の主力になるとは考えていないが、現実と仮想世界を混ぜ合わせるという中核的な発想は間違っていないのではないかと語る。もっと魅力的な端末でそれを実現できれば、「世界最先端の製品になるかもしれない」と言う。

アップルの次の素晴らしい製品は、iPhoneがかつてそうであったように、どこからともなく突然現れてすべてを変えてしまうとも考えられる。ジョブズ氏は2005年のスタンフォード大学でのスピーチで、「未来を見て、点と点を結ぶことはできない。点を結べるのは過去を振り返ったときだけだ。だからこそ、点が何らかの形で未来につながることを信じなければならない。自分の直感、運命、人生、宿命、とにかく何であれ信じる必要がある」と語った。

今のところ、アップルの投資家はこの教えを守っている。しかし、ジョブズ氏がアップルで魔法を生み出していた時代からすでに長い年月がたった。いつか、恐らくは早ければ2024年には、ウォール街は結果を見る必要があるだろう。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

2. 大型ハイテク株からいよいよ小型株へ 5 Ways to Play the Rally in Small-Cap Stocks 本誌の選ぶ有望な小型株5銘柄

[フィーチャー]

小型株の魅力



ALEXI ROSENFELD/GETTY IMAGES

ここ数週間、小型株は力強く上昇しているが、長期投資家にとっては、今からでもまだ遅くはない。一般的に時価総額30億ドル以下の小型株は最も魅力的な市場セクターの一つである。

本誌はスクリーニングを行い、現状のバリュエーションで興味深いと思われる小型株5銘柄を抽出した。レストランチェーンのブルーミン・ブランドズ<BLMN>から地方銀行のバンク・オブ・カリフォルニア<BANC>、小型船舶の販売代理店ワンウォーター・マリン<ONEW>まで業種もさまざまな5銘柄だ。

黒字の小型株で構成されるS&P600指数は、2021年11月の史上最高値から12%下落している。主な下落要因は、米連邦準備制度理事会（FRB）がインフレ対策で金利を積極的に引き上げてきたことである。

小型株の支持者は、小型株が大型株に追いつく動きを見せる中で、上昇余地があるとみている。ロイス・インベストメント・パートナーズの共同最高投資責任者（CIO）であるフランシス・ガノン氏は「小型株はバリュエーション面から（依然）割安だ。まだ実現していないリセッション（景気後退）を織り込んでいる。市場ではこれからレジームの変化が起こるタイミングで、小型株はその変化に乗るはずだ」と語る。

皮肉なことに、最近の相場上昇をお膳立てしたのは、表面的には悪材料が重なったことであった。ファクトセットによれば、S&P600指数構成企業の2024年予想1株当たり利益（EPS）は過去1年半で33%減少している。製造費用や賃金の上昇、支払利息の増加、減価償却費といった固定費の増加によって、利益率も低下が見込まれている。

中小企業にとって痛手はより大きく、実際、S&P500指数構成企業の2024年予想EPSは同期間に約9%の減少にとどまる。一般的に中小企業の方が費用削減が難しいからだ。加えて、負債全体における短

期の比率が大きく、借り換えによる支払利息の増加が見込まれる。一方、S&P600指数の下方修正された12カ月予想EPSに基づく株価収益率（PER）は14倍だが、S&P500指数の19.4倍と比べて28%割安な水準にある。ファクトセットによれば、小型株は大型株に対してこの10年で最も割安な水準付近にある。

投資家は向こう数四半期の経済成長や企業収益の伸びを懸念しているが、米国の第3四半期の実質GDP（国内総生産）成長率が5.2%と底堅く、依然として鈍化が確認できない現状であればなおさらである。しかし、FRBの積極的な利上げは終わったとの見方が広がっており、投資家は下落した小型株に関心を寄せる。

インフレは依然としてFRBの目標である2%をやや上回る水準にあるが、低下傾向にあり、投資家の間ではFRBが2024年に一連の利下げに転じるとの見通しが優勢である。金利が低下すれば経済がてこ入れされ、企業収益の見通し改善につながるはずである。

テクニカル面も最悪期は脱したとの見方を裏付ける。S&P600指数は足元で1294だが、過去1年半では1000程度まで下落すると投資家の買いが見られた。マクロ・リスク・アドバイザーズのチーフテクニカルストラテジスト、ジョン・コロボス氏は「底値圏でのサポートはかなり強力だ」と語る。

2024年は経済成長の鈍化が見込まれるが、リセッション入りすることなく底打ちする可能性がある。S&P600指数構成企業の向こう2年間の年率2.6%という売上高成長率は現実的に見える。ファクトセットの予想では、コストインフレが落ち着けば、利益率が上昇し、EPSは同期間に年率12.2%の成長が見込まれる。

本誌は今買うべきお宝小型株を抽出した。S&P600指数の景気敏感セクターでPERが指数平均以下の銘柄を探した。予想の改善から恩恵を受ける前提で、2024年予想EPSが下方修正されている銘柄から選定した。

以下、最有望の5銘柄を取り上げる。

■ ブルーミン・ブランズ

アウトバック・ステーキハウスやカラバス・イタリアン・グリルといったレストランチェーンを展開するブルーミン・ブランズは、12カ月予想PERが10.2倍であり、主要な施策を実行し続けることができれば力強い利益成長も見込まれるだろう。

ジェフリーズによれば、売上高の約21%はオンライン注文の持ち帰りによる店舗外販売が占めている。この数字は業界平均の約20%を上回るとともに、レストラン業界リーダーのダーデン・レストランツ<DRI>の23%に近い水準である。2010年以来、アウトバックの既存店売上高成長率がおおむね1桁台半ばと、業界平均の1桁台前半を上回るペースで推移している主たる要因である。

このままの増収ペースが続けば、急拡大中のブラジル部門の追い風もあり、2026年までに売上高は49億ドルを超え、利益率も上昇する見込みである。ジェフリーズのアナリスト、アレキサンダー・スレイグル氏は、販売数量の増加に加え、パンデミック後の原材料価格と人件費の高騰が落ち着いてきて

Small Is Beautiful

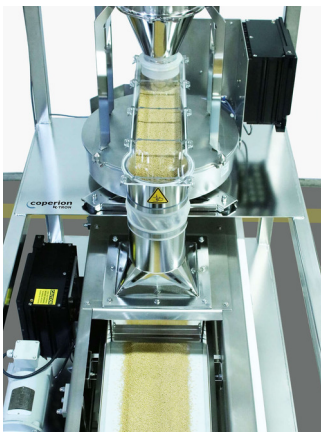
Even after the recent rally, these stocks remain attractively priced.

Company / Ticker	Market Value	2024 Revenue	2024 EPS	2024 P/E	Hed: Small Is Beautiful
Bloomin' Brands / BLMN	\$2.32 B	\$4.67 B	\$2.61	10	Dek: Even after the recent rally, these stocks remain attractively priced.
Dine Brands Global / DIN	\$756 M	\$851 M	\$6.46	8	
Banc of California / BANC	\$2.12 B	\$1.19 B	\$1.24	11	Source: FactSet
OneWater Marine / ONEW	\$519 M	\$1.98 B	\$3.72	9	
Hillenbrand / HI	\$3.24 B	\$3.39 B	\$3.89	12	

Source: FactSet

いることから、予想以上の利益率改善が見込まれると調査レポートに書いている。スレイグル氏は、3億ドル弱の年間フリーキャッシュフローを活用した自社株買いも続いており、EPSは向こう3年で2桁成長が見込まれると語る。スレイグル氏の目標株価34ドルは足元の株価27ドル弱から27%上昇余地がある水準である。

ダイン・ブランドズ・グローバル



COURTESY OF COPERION

朝食メニューに特化したIHOPやファミリーレストランのアップルビーズを展開するレストラン経営のダイン・ブランドズ・グローバル<DIN>の株価は、傘下のレストランで提供される特別ディナー同様に魅力的な水準にある。時価総額は7億5600万ドルで、EPSは今年の6.20ドルから2024年には6.42ドルへ上昇すると予想されており、2024年予想PERは7.5倍である。

RBCのアナリスト、エリック・ゴンザレス氏は「株価は格安だ。大幅な下落の可能性はない」と語る。レイモンド・ジェームスのアナリス

ト、ブライアン・バカロ氏は、IHOP事業が堅調な一方、アップルビーズは広告の増額や人気の1ドルマルガリータの効果から来店客数の増加が見込まれるものの、粗利益の下押し要因になるだろう、と分析する。バカロ氏は、売上高と利益率は個人消費の成長や低水準の失業率が続けば恩恵を受けると語る。

バカロ氏によれば、2026年に満期を迎える5億ドル超の負債は当初の4.7%からさらに高い金利での借り換えとなり、支払利息負担が1500万ドル以上増加し、EPSに対し約1ドルの影響が出る見込みである。金利が低下すれば、金利負担は軽減されるだろう。

■ バンク・オブ・カリフォルニア

バンク・オブ・カリフォルニアの時価総額は21億2000万ドルで、予想PERは11倍だ。株価は過去5年間で最も割安な水準に近い。アナリストは、銀行は短期資金を借りて長期融資を行うため、短期金利の低下により来年は純利ざやが回復すると予想している。経済が緩やかに成長すれば、融資残高と収益のそれぞれの伸びを下支えするだろう。

7月に、経営不振に陥っている銀行持ち株会社のバックウエスト・バンコープの全株式を約10億ドルで取得すると発表した。これも今後のカギとなる。買収後のバンク・オブ・カリフォルニアの純資産は、現在の10億ドルから約30億ドルに膨らむ。

バンク・オブ・カリフォルニアの来年の収益は、今年の3億8300万ドルから12億ドルに増加する見込みだ。ファクトセットによれば、純利益は今年の約3000万ドルから来年は2億200万ドル強になる。EPSは合併で株式が追加発行されるため、それほど大幅には増えないものの、今年の1.29ドルから来年は1.55ドルになるとアナリストは予想している。

アナリストは、来年以降も合併による収益増加が続き、2025年には7%増の30億ドルに達し、EPSも1.98ドルに増加すると予想している。カリフォルニア州では、今年初めの地方銀行の大混乱から多くの地銀が大手行に買収されたため、多くの中小企業がローンの貸し手を探している。ジャーニー・モンゴメリー・スコットのアナリストであるティム・コフィー氏は、この点はバンク・オブ・カリフォルニアにとって好都合だと言う。同行の1株当たり配当金は現在約0.40ドルで配当利回りは3%だが、利益成長は増配にも役立つはずだ。

コフィー氏は「バンク・オブ・カリフォルニアは、特定のローンの貸し手がない中小企業にとって、メインバンクの魅力的な候補となるだろう。バランスシートと利益の両面で、合併後の経営統合を着実に実行する必要がある」と言う。

■ ワンウォーター・マリン

レジャー用ボート小売企業であるワンウォーター・マリンの株価は最高値から50%近く下落し、12カ月予想PERは9倍だ。

8月に行われたプレゼンテーションによると、ワンウォーターの主な戦略は、4000社超のディーラーが存在する米国のレジャー用ボート市場で、小規模ディーラーを買収することで成長するというものだ。調査会社アリズトン・アドバイザリー・アンド・インテリジェンスによれば、この市場は2028年までに年率8%で成長し、285億4000万ドルの規模に達する可能性があるという。

過去2年間の売り上げは、顧客がボート購入で散財した2020年と2021年に比べれば鈍化しているものの、さらなる買収によって売り上げが伸び続けるだろう。今年19億ドルの売り上げを見込むワンウォ

ーターは、マリンマックス<HZO>に次ぐ国内第2位のディーラーだ。97のディーラーを傘下に持つワンウォーターは、既に経費構造の基盤ができているため、小規模なディーラーを買収することで、コスト効率を上げることができる。また、ボートの修理などのサービスを追加することもできる。こうしたサービス事業は今年、売上高の約17%を占める見込みだ。

ワンウォーターは2016～2022年まで、年平均約5500万ドル相当の買収を行ってきた。売上高は2019年以降毎年2桁成長し、利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）は同期間に毎年20%超伸びている。

ワンウォーター株を保有するファンドを運用するロイスのマイルズ・ルイス氏は、「M&A（合併・買収）の再開は、高度に細分化された市場を積極的に統合するワンウォーターの潜在的な長期的収益力を投資家に再認識させる役割を果たす可能性がある」と言う。

■ ヒレンブランド

プラスチック、食品、その他製品の製造に使用される機器メーカーであるヒレンブランド<HI>の時価総額は32億ドルで、PERは12倍だ。投資家が成長ストーリーに確信を持つようになれば、もっと高い水準で取引されるはずだ。現在の株価は46ドル前後で、2020年後半以降の下値支持線は36ドル前後だ。

製造機械の複雑化に伴い、既存顧客への追加部品の販売やサービスの提供といったアフターマーケット事業が成長をもたらすはずだ。ヒレンブランドは北米、欧州、アジアに顧客を持つが、産業用事業に集中するため、今年第1四半期にレガシー事業である葬儀用製品事業を総額7億6100万ドルで売却した。

ヒレンブランドは11月の投資家向けプレゼンテーションで、経済成長率を上回る成長が可能であると述べ、顧客がヒレンブランドのアフターマーケット製品を採用することでより高い成長が期待できると主張した。アナリストは、ヒレンブランドの2024年9月期の売上高を14%増の33億9000万ドル、営業利益を19%増の4億900万ドルと予想している。

ヒレンブランドは本誌に対し、現在は最近買収した企業との経営統合と負債削減に注力しているが、引き続き買収が長期的な成長戦略の重要な一部だと説明している。

ヒレンブランドによると、現在売上高の約16%を占める食品および医薬品分野は、来年はほぼ25%になるという。これが実現すれば、比較的安定した両事業がヒレンブランドのバリュエーションを最終的に支えることになるはずだ。

DAデビッドソンのアナリストであるマット・サマービル氏は、ヒレンブランド株の投資判断を買いとし、目標株価を62ドルに設定しているが、「今後の道筋は堅実に見え、地理的にも分散している」と分析している。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

3. 上場投資信託（ETF）にアクティブ運用の波

[フィーチャー]

Star Stockpickers Are Coming to ETFs. Why They May Not Shine as Brightly
長期的にパッシブ運用を上回れるかは不透明

銘柄選択のスターがETFに参入

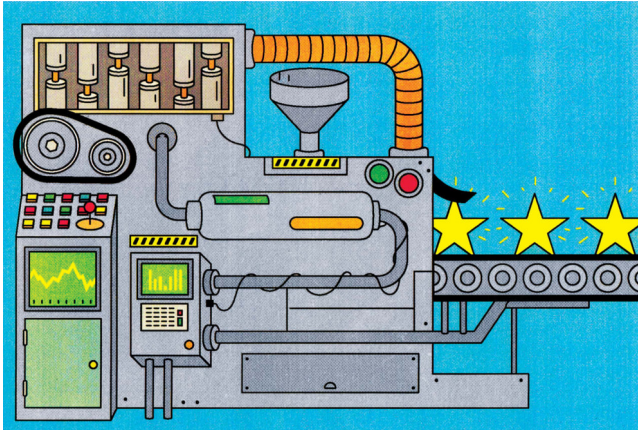


ILLUSTRATION BY GEORGE WYLESOL

今年の夏、ハリウッドがストライキで機能を停止する中、ウォール街は自らのブロックバスター（超大作）の企画で大忙しだった。銘柄選択のスターが運用する上場投資信託（ETF）だ。資産運用会社のGMOとティー・ロウ・プライスは、それぞれ大物投資家のジェレミー・グランサム氏とデービッド・ジルー氏が運用を担当するアクティブ運用のETFを設定した。両ファンドは、フィデリティ・ブルーチップ・グロースETF<FBCG>や、同種のETFのうち最大（運用資産92億ドル）のキャシー・ウッド氏率いるアーク・イノベーションETF<ARKK>など、

成長しつつあるアクティブ運用ETFに仲間入りする。

アクティブ運用のETFは業界で最もホットなトレンドであり、フィデリティからバンガードまであらゆる資産運用会社が、独立した商品、あるいは自社のミューチュアルファンドのETFバージョンとして提供している。ETFには税効率、低経費、日中流動性といった優位性がある。そして、アクティブ運用によってインデックスをアウトパフォームするという約束もある。市場はアクティブ運用のETFで溢れている。モーニングスターによると、今年設定されたアクティブ運用のETFは240本を超え、ファンド総数で1329本、総運用資産額で約5000億ドルとなった。

アクティブ運用のETFがより優れたリターンをもたらすかという問題については決着がついていない。ETF化にメリットはあるが、インデックス運用が極めて効率的であり、長期にわたりアウトパフォームするのは困難だという事実には変わりはない。また、同一のチームが運用するETFとミューチュアルファンドとの間には重要な違いがあり得ることも、ETFのリターンにとって課題となる。ETF運用会社バイデント・アセット・マネジメントのアムリータ・ナンダクマール社長は「ETFの設定に関心がある企業は大半がアクティブ運用戦略で参入するつもりだ。しかし、アクティブマネジャーは、特にETFを利用する場合、平等な存在ではないことを忘れてはならない」と話す。

GM0の動き

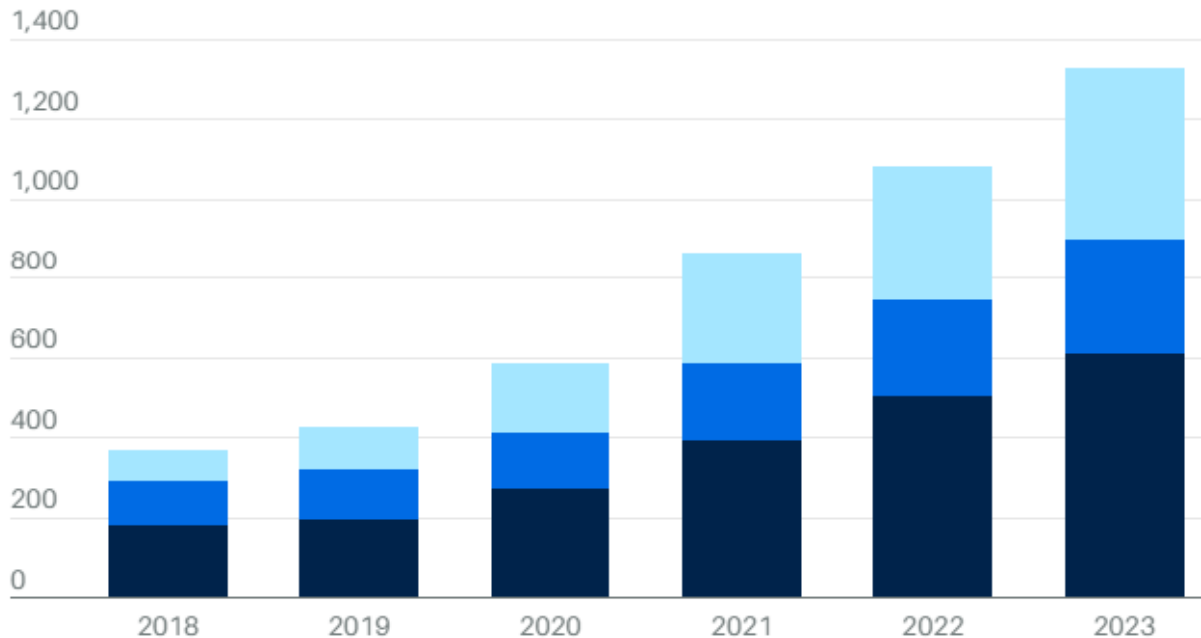
伝説的な投資家の中には、現在ETFを運用または支援している者もいる。グランサム氏が共同創設者であるGMOは長年にわたり機関投資家に支持されてきた。グランサム氏の調査レポートや予測は広く読まれており、GMOのファンドの多くが良好なリターンを上げてきた。ただし、GMOのファンドは通常100万ドルが最低投資額となっている。GMOの戦略の一部はGMOがサブアドバイザーとなっているファンドを通じてアクセス可能だが、手数料は高めとなる。

11月に設定されたGMO米国クオリティETF<QLTY>によって、グランサム氏の戦略は一般投資家の

Actively Managed ETFs Expand

Fund companies keep launching active ETFs, making them the industry's hottest product.

■ Equity ■ Fixed Income ■ Other



Note: 2023 data as of Nov. 30

Source: Morningstar Direct

手が届くものとなる。大型株35銘柄に投資し、最低投資額の設定はなく、年間経費率0.5%が賦課される。最低投資額が500万ドル、過去10年間の年率リターンが13.6%（モーニングスターの中大型株指数は12%）であるGMOクオリティのミューチュアルファンドと同様に運用される。

しかし、ETFはミューチュアルファンドのクローンではない。共同マネジャーのトム・ハンコック氏は「同一のチーム、同一の投資哲学」と言うが、ミューチュアルファンドが外国株を保有できるのに対し、ETFの方は米国企業に限定される。ハンコック氏によれば、両ファンドの重複率は約80%となる見込みで、米国株については同一銘柄を保有すると話すが、ETF側は各銘柄のウェートを高めとするか、必要であれば同様の特徴を有する銘柄を探すという。例えば、ミューチュアルファンド側はスイスの製薬大手ロシュ・ホールディング<RHHBY>を保有しているが、ETF側では製薬業界のエクスポートをジョンソン・エンド・ジョンソン（J&J）<JNJ>、メルク<MRK>、およびイーライリリー<LLY>に分割する。

ティール・ロウ・プライス

ティール・ロウ・プライスがETFの投資家に提供するの恐らく最高の銘柄選択者であるデービッド・ジルー氏だ。本誌ラウンドテーブルのメンバーで、長年にわたりライバルを上回るパフォーマンスを上げている。ジルー氏のミューチュアルファンド、ティール・ロウ・プライス・キャピタル・アプリケーション・ファンド<PRWCX>の過去15年間のリターンは年平均12.7%で、モーニングスターによ

ると、同カテゴリーの上位1%にランクしている。しかし、2014年以降は、新規投資家の受け入れを停止している。

ジルー氏が運営するキャピタル・アプリシエーション・エクイティETF<TCAF>は、債券、優先株、オプション、転換社債なども保有する「マルチアセット型」であるミューチュアルファンドの簡易版で、株式のみを保有する。ミューチュアルファンドが保有する株式は50〜70銘柄だが、ETFは約100銘柄で、目的も若干異なるという。例えば、上位5銘柄がETFはアップル<AAPL>、マイクロソフト<MSFT>、グーグルの親会社アルファベット<GOOGL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、医療保険大手ユニテッドヘルス・グループ<UNH>であるのに対し、ミューチュアルファンドではアップルに代わり産業計器メーカーのフォーティブ<FTV>が入っている（アップルも上位10銘柄に入っている）。

ジルー氏は、ETFをS&P500指数よりも節税効果が高く、ボラティリティーが低くなるように運用し、手数料賦課後でS&P500指数のパフォーマンスを1%上回ることを目指していると話す。6月に設定されて以降、12月13日までにS&P500指数が8.5%上昇しているのに対し、同ETFの価格は9.5%上昇しており、目標通りの運用成績を上げている。また、ミューチュアルファンドもアウトパフォームしている（保有債券がそれほど値上がりせず、6.8%の価格上昇にとどまった）。

しかし、ETFはミューチュアルファンドほど自由がきかない。ジルー氏はETFの銘柄を大きく入れ替える予定はなく、予想される回転率はミューチュアルファンドの株式部分が約50%であるのに対し、ETFは約10%だ。モーニングスターのアソシエート・ディレクター、アダム・ミルソン氏は、その結果、リターンが制約を受ける可能性があるとする。また、ジルー氏は大規模で迅速な資金の移動を資産クラス間で行うことで知られるが、ETFの投資家が「短期間でそのような大きな価値を獲得することはない」と指摘する。

その他の有力ファンド

他にも有名なストラテジストや銘柄選択者がETFの運用に携わっている。アメリカン・ファンズを運用するキャピタル・グループには14本のアクティブ運用ETFがあり、うち7本は株式ファンドだ。特に際立っているのがキャピタル・グループ・ディビデンド・バリューETF<CGDV>で、2022年に設定されて以降、53億ドルの資金を集めた。モーニングスターによれば、価格は年初来で26.7%上昇し、大型バリュー株カテゴリーの上位2%に位置している。

システマティックな運用を行うディメンション・ファンド・アドバイザー（DFA）は、38本のETFを運用し、運用資産は1000億ドルを超えている。28本のアクティブ運用ETFの大半に、同様の戦略を採用するミューチュアルファンドがある。DFAの北米ポートフォリオ副責任者メアリー・フィリップス氏は「短期的な違いはあり得るが、長期的な期待値は極めて近い」と話す。最高の運用成績を誇るミューチュアルファンドと同様の戦略を採用するETFとしては、DFA米国コア・エクイティ1 ETF<DFEOX>、DFA米国サステナビリティ・コア1 ETF<DFSU>、DFAグローバル・エクイティI ETF<DGEIX>がある。

他のミューチュアルファンドにも同様の戦略を取るETFがある。例えば、フィデリティ・ブルーチップ・グロースETFの価格は年初来で57%上昇している。マネジャーのソヌ・カルラ氏は、ETFとミューチュアルの両方で、半導体大手エヌビディア<NVDA>への多額の投資を含め、人工知能（AI）の

波に乗れるようなポジションを取ったと話す。ただし、ETFはクローンではなく、両商品には「本質な違い」があるため、各商品に合わせた銘柄選択を行う可能性があるという。

もちろん、より大きな問題は、ファンドの形態を問わず、アクティブ運用マネジャーが長期にわたりベンチマークをアウトパフォームするのはまれだという点にある。アクティブ運用ファンドの勝率を示すモーニングスターの直近の米国アクティブ／パッシブ・バロメーターによると、2023年6月までの10年間で、平均的なパッシブ運用の競合ファンドをアウトパフォームした大型株アクティブ運用ファンドはわずか10.5%にすぎない。

この問題を象徴するのがアーク・イノベーションだ。価格は年初来で63%上昇し、モーニングスターとインベスターズ・ビジネス・デイリーのデータによれば、分散型株式ファンドで1位につけている。しかし、ローラーコースターのような動きをしており、2020年に153%上昇した後、2021年に23%、2022年は67%下落している。過去5年間では55%上昇しているが、これはS&P500指数の約半分にすぎない。アーク・インベストメントのトム・スタウト最高経営責任者（CEO）は、ボラティリティーの高さを認め、「2021、2022年は逆風に見舞われる市場環境の中、厳しいパフォーマンスだったが、その間、一般的な常識とは違い、資金の流入があった」と話す。

アクティブ運用のETFには多くの魅力がある。ミューチュアルファンドよりも安く、透明性が高く、株式のように簡単に取引できる。幾つかのETFは、資産運用のスターのおかげで、長期的に市場をアウトパフォームできるかもしれない。勝ち組銘柄を選別するのも、連勝の波に乗るのも、これまでと同様、簡単なことではない。

By Lauren Foster
(Source: Dow Jones)

4. これから買うべきEV銘柄はBYD

[自動車]

This Stock Is a Better Electric-Vehicle Bet Than Tesla. Buy It Now.

業績はテスラ並みにもかかわらず株価は非常に割安

利益はテスラと同等に急成長している



AFP/GETTY IMAGES

2024年に電気自動車（EV）株を買うのなら、2023年に株価が好調だったテスラ＜TSLA＞よりも、中国のBYD（比亜迪）＜BYDDY＞の方が賢い選択肢かもしれない。

あなたが誰かにテスラ以外のEVメーカーの株式を勧めたとしても、無表情な視線を返される可能性は高い。2023年はテスラの株価が107%上昇しているのに対し、ルーシッド・グループ＜LCID＞、フィスカー＜FSR＞、ポールスター・オートモーティブ・ホールディング＜PSNY＞の株価は大幅に下落している。中国

のBYDの年初来上昇率も約5%にすぎない。

だが、プラグインハイブリッド車（PHV）を含めると、BYDの電動車の販売台数は特斯拉よりも多い。しかも利益は特斯拉と同等で、このところ急成長している。それにもかかわらず株価がほぼ横ばいとなっている背景には、市場がファンダメンタルズよりもEVの未来を巡る懸念に気を取られていることがある。

もちろん、BYDと特斯拉には違いがある。特斯拉はバッテリー式電気自動車（BEV）のみを生産しているが、BYDはPHVとBEVの両方を生産している。販売戦略も異なる。BYDの第3四半期の平均販売価格は約2万7000ドルだったのに対し、特斯拉は4万5000ドルだった。また、BYDは少なくとも今のところは中国市場に注力している。

こうしたBYDの戦略は成功している。2023年1～11月の販売台数をみると、BEVとハイブリッド車がそれぞれ前年同期比73%、56%増加し、全体では70%増の約280万台となった。中国では11月の新車販売台数の37%以上をBEVとPHVが占めた。

中国が欧州と米国に輸出する車には現在、それぞれ10%と27.5%の関税が課されている。欧州と米国はいずれも関税の引き上げを検討しており、これはBYDの輸出事業にとって逆風となる。

それでも、BYDの販売台数の増加は目覚ましく、近い将来にBEVで特斯拉を追い越す可能性がある。特斯拉は第3四半期に約43万5000台のBEVを販売し、BYDの約43万台を上回ったが、ウォール街は第4四半期のBEV出荷台数を特斯拉は約47万5000台、BYDは約50万台と予想している。つまりBYDは、特斯拉が2012年にモデルSを発売して以降初めて、特斯拉を最大のEVメーカーの座から引きずり下ろそうとしている。

バリュエーションは非常に割安

Speeding Ahead

BYD passenger-vehicle sales



Source: Company reports

BYDと特斯拉の業績は似通っている。両社ともに第3四半期の営業利益は約17億ドルで、営業利益率は8%弱だった。大きな違いはバリュエーションだ。特斯拉の時価総額は約8000億ドル、12カ月予想株価

収益率（PER）は64倍であるのに対し、BYDはそれぞれ約750億ドルと13倍だ。

通常、利益成長のペースが速いと予想される株式の方がPERは高い。だがこれは、BYDとテスラには当てはまらない。両社の今後2年間の年平均利益成長率はいずれも30%と見込まれているのに両社のバリュエーションが大きく異なる理由の一つは、BYDが本社を深センに置く中国企業であるのに対し、テスラはテキサス州オースティンに拠点を置く米国企業であるからだ。米国株は一般に、市場での流動性、国家による規制、国固有のリスクの違いのせいでバリュエーションが高い。実際、上海総合指数構成銘柄の2024年予想PERは約10倍であるのに対し、S&P500指数構成銘柄の2024年予想PERはその約2倍だ。

バリュエーションがかい離している要因は他にもある。テスラは株式市場で、自動運転車や蓄電池などの新しい技術に投資するための銘柄とみなされているのに対し、JPモルガンのアナリスト、ニック・ライ氏によると、投資家はBYDが自社の自動車に他社製の自動運転技術を搭載していることを懸念している。ただしBYDは1月24日に開催する技術展示会で自社開発した自動運転技術の成果を披露する予定だ。ライ氏はこれが株価の重要な材料になり得ると考えている。ライ氏の目標株価は12月21日の終値を34%上回る34.57ドルで、投資判断は「買い」としている。

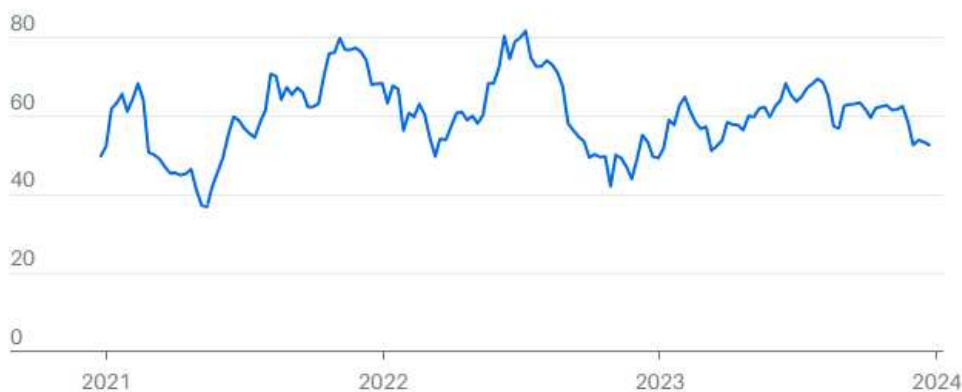
当然ながら、BYDの株式はテスラの株式ほど簡単には買えない。投資家の選択肢は、香港市場で上場されているBYD株<1211.香港>を買うか、BYDの米国預託証券（ADR）を買うかのいずれかである。ADRは米国で上場されていることがメリットだが、店頭取引のため出来高が少なくなりがちだ。

グローバル企業になるにつれて業績が飛躍する可能性も

BYD

(BYDDY / OTC)

\$100



Source:

BYDには他にも成長の機会がある。特にグローバル企業になれば大きく成長するだろう。2023年1～11月の輸出台数は前年同期比4倍となる20万台超で、市場全体の販売台数に占めるBYD車の割合は約8%となった。しかも、中国以外での販売がもたらす利益は国内販売の2～3倍だとライ氏は指摘する。

BYDの現在のバリュエーションには輸出事業の成長が反映されていない。PEGレシオ（予想PERを1株

当たり利益の予想成長率で割ることによって算定し、1倍以下なら割安、2倍以上なら割高と考えられる)はBYDがわずか0.5倍であるのに対し、テスラは2倍だ。この指標に基づけばBYD株はかなり割安にみえる。ウォール街も同じ意見であることは確かで、BYDをカバーするアナリストの目標株価の平均は最近の株価を65%上回る42.62ドルとなっている。しかもそうしたアナリストの90%超がBYDを「買い」と評価している。

いずれにせよ、BYDの株式はお買い得に見える。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

5. 優秀なファンドマネジャーの投資哲学

[インタビュー]

Fidelity's Tillinghast Is Moving On. His Investing Lessons Will Endure
フィデリティのティリングハスト氏に聞く

フィデリティのベテラン



PHOTOGRAPH BY CASSANDRA KLOS

フィデリティのファンドマネジャーであるジョエル・ティリングハスト氏は、フィデリティ・ロー・プライスト・ストック・ファンド<FLPSX>を数十年にわたって運用した後、活動を止めている。

ティリングハスト氏は、運用資産が現在262億ドルに上るファンドの運用を1989年に開始し、株価が本源的価値に対してディスカウントとなっている中小型株に特化した投資戦略を採用してきた。時が経つにつれて、対象は大型株や潜在成長性のある銘柄に広がったが、株価が本源的

価値に対してディスカウントとなっているという前提に変わりはない。

ファクトセットによると、ファンドの設定以来34年間の年平均リターンは12.6%で、対してS&P500指数とラッセル2000指数はそれぞれ10.4%と9.2%となっている。ハイテク大手が影響力を振った過去5年間はS & P 500指数をアンダーパフォームしているが、モーニングスターによると競合ファンドの中では上位22%に位置している。

ロー・プライスト・ストック・ファンドの第3四半期末の保有銘柄には、医療保険会社のユナイテッドヘルス・グループ<UNH>、ヘルスケア企業のエレバンス・ヘルス<ELV>、英国の衣料品小売企業のネクスト<NXT.ロンドン>、自動車部品小売りチェーンのオートゾーン<AZO>、銀行持ち株会社のウェルズ・ファーゴ<WFC>などが含まれていた。第3四半期末時点で740銘柄に投資しており、運用資産の36%が米国以外の株式に配分されていた。

本誌は最近、ポートフォリオ運用からの引退を前にティリングハスト氏の投資哲学とアクティブ運用の将来について話を聞いた。インタビューの段階では、今後はアドバイザーおよび指導的役割を担

い、2021年から共同リードマネジャーとなってきたモーゲン・ペック氏とサム・チャモビッツ氏にロー・プライスト・ストック・ファンドの運用を完全に委ねる予定だった。

■ マクロ経済に対する見方

本誌：あなたは銘柄選択型のファンドマネジャーであるが、現在のマクロ経済環境をどのように見ているのか。

ティリングハスト氏：市場がこれほど穏やかで快活な環境だった例をあまり思いつかない。私は、体制が変化する最中にいるという仮説を持っている。今後は、インフレが高進し、政府による歳出を通じた経済への関与が高まり、恐らくは税金が増加し、規制も強化されるだろう。また、クリーンエネルギーと自動車の電動化も多くの企業に影響を及ぼしている。人工知能（AI）も登場しつつあるが、AIに何ができるかについては人並みの知識しかない。

Q：現在の状況が、他に思い浮かぶか。

A：快活さと平穏さは、1999年と2000年を想起させる。熱狂の対象は、現在はAIで当時はインターネットだった。状況の変化は現実となり、モノが販売される方法、人々が集まって情報を共有する手段が変化した。しかし、当時のブラウザ・メーカーのネットスケープや、ネットワーク機器大手のシスコシステムズ<CSCO>に投資しなかったことを喜ぶべきだ。シスコのルーターは進化し、企業も成長したが、シスコは投資のタイミングを誤ると大幅にアンダーパフォームする銘柄となってきた。

Q：1999年と2000年の多くの銘柄の株価は現実を先取りしていた。米半導体大手のエヌビディア<NVDA>の株価が2023年に240%上昇したと似ていなくもない。AIの潜在性への投資を考えている投資家に対するアドバイスは。

A：私はAIに対して非常に興奮している。AIはもし善いことのために使われたら、生産性と福祉を劇的に改善できる。エヌビディアが引き続き勝ち組になるかもしれないし、次世代企業はまだ登場していないかもしれない。インターネットの黎明期からの勝ち組の多くは、2000年には存在していなかった。グーグル（現アルファベット<GOOG>）やフェイスブック（現メタ<META>）は後から登場したために、当時は投資できなかった。一方で、勝者と期待されていた一部の銘柄は、期待を大きく裏切った。

現在できることは、AIがさまざまな事業に対して、今後どのような時間軸で何をもたらすかを考えることだ。複雑なケースでは実現するまでに10年から20年かかるかもしれないし、もっと早く実現するものもあるかもしれない。例えば、AIはコールセンターを完全に自動化するのだろうか。それは、ビジネスサービス会社のコンセントリクス<CNCX>やフランスに本社を置く同業のテレパフォーマンス<TEP.パリ>などの、コールセンター関連企業の事業にどのような影響を及ぼすだろうか。ポートフォリオを精査して、全ての事業についてこうしたことを考える必要がある。

■ 投資哲学

Q：あなたの投資哲学の核心は。

A：私は常に、次の五つの点に焦点を当ててきた。1) 自らと、間違いを犯す可能性が最も高い分野を知ること。感情をコントロールすること。2) 将来の利益の主なけん引役を特定すること。3) 能力が高く、誠実な運用チームと共に投資すること。4) 競争力に秀でた企業に投資すること。5) 割高な状

態で投資しないこと。

Q：バリューの定義は投資家ごとに異なっている。あなたにとっての意味は。

A：まず、将来のキャッシュフローの現在価値が出発点だ。将来のキャッシュフローの確度は企業によってさまざまだが、バリュー株の確度は比較的高い傾向にある。将来のキャッシュフローの現在価値が株価よりも高ければ、安全マージンがあり、当該企業はバリュー株の可能性がある。それは、低い株価収益率（PER）や高いキャッシュフロー利回りなどの統計的指標と相関しているものの、それらだけがバリュー株を定義するものではない。

経済の進化によって、バリュー株の評価は現在では一層困難になっている。われわれは他の人々同様に、知的財産、独占力、ブランド価値の評価に苦労している。それらは、現在の経済において相当な規模だが、それらをどのように適切に評価したら良いのだろうか。最終的には将来のキャッシュフローの現在価値に行き着くが、高い確度で予想するのは困難な可能性がある。

Q：ロー・プライスト・ストック・ファンドに長期間含まれている銘柄もあれば、わずか数年しか含まれていなかった銘柄もある。売り時をどのように判断するのか。

A：最終的には定量的判断だ。売却時に考えるのは、株価が将来のキャッシュフローの現在価値を大幅に上回っているか否かだ。もう一つは、将来のキャッシュフローの変化をどの程度信じているか、だ。それは、現在急成長しているAI関連企業の多くに関する私の課題だ。予想を高い確度で信じられるか否か、私には分からない。将来のキャッシュフローを予想できなければ、それは売る理由になるかもしれない。

5年または10年後のキャッシュフローを考えるためには、企業がどのように進化していくのかを考える必要があり、それは非常に極端な変化を意味する可能性がある。比較的簡単な場合もある。われわれは、ゲームソフト小売り大手のゲームストップ<GME>を、株価が2020年終わりから2021年初めにかけて急騰する前に保有していた。残念ながら、われわれは株価が483ドルのピークを付けるはるか前に売却してしまったが、それでもわれわれの公正価値をはるかに上回っていた。

Q：2017年発売の著書『ティリングハストの株式投資の原則—小さなことが大きな利益を生み出す』ではギャンブラー、投機筋および投資家について書いていた。本誌の読者が投資家のカテゴリーにとどまるためには、何ができるか。

A：財務的判断において、どのような情報を利用しているかを考えることだ。あなたはその分野に強みがあるのだろうか。情報は、実際に予見可能なのだろうか。「米連邦準備制度理事会（FRB）の次の行動」が問題だとしたら、それは他の多くの人々が考えていることであり、あなたにとって優位性はない。考え方としては、あなたが優位性を持っている分野について小さい範囲で考えることだ。経営陣が素晴らしい仕事をしているとか、他の人々が考えているよりも技術の変化が事業に与える影響が速いか遅いかを知っているかもしれない。

Q：大半のアクティブ・マネジャーが過去15年間に、上場投資信託（ETF）のようなパッシブファンドによって退場させられてきた。その傾向は今後も続くのか。

A：長期志向のアクティブ・マネジャーには今後も優位性があるだろう。定量化が比較的困難で、アルゴリズムに入力できないような情報に注目できる。知的財産の価値は、あるいは市場の構造はどうなるか。優れたアクティブ・マネジャーは、定量化が容易ではない物事を真剣に考えるために時間をかける。

Q：あなたは、フィデリティ・マゼラン・ファンド<FMAGX>の元マネジャーの伝説的なピーター・リンチ氏に学ぶ榮譽を得た。学んだ中で、最も感銘を受けたことは。

A：信念のアップデートを忘れないこと、常に明確な勝者を探ること、過ちを認め、そこから学ぼうとすることだ。

Q：あなたは、過ちから何を学んだのか。

A：これまでで最悪の投資先の一つは、カリスマ性のあったリチャード・スクラシー氏が1980年代から2003年まで経営していたヘルスサウス・リハブだ。アナリストのコンセンサス予想に基づく、調整後株価収益率（PER）は10倍または12倍で割安に見えた。だが、調整後1株あたり利益（EPS）と米国会計基準（GAAP）に基づいて報告するEPSに大きな差があった。

ヘルスサウスのEPSは調整後では1ドル超だったが、GAAPベースではわずか10セントだった。そのためわれわれは、その差にさらに注目し始め、調整後利益とフリーキャッシュフローを比較した結果、売掛金とその他資産が増加しており、フリーキャッシュフローが多くないことが分かった。私は、GAAPベースの利益と調整後利益のどちらを信じるべきかを決めるために、フリーキャッシュフローが有用だと結論した。

ヘルスサウスは、誰を信じられるかに関する教訓にもなった。スクラシー氏にはカリスマ性があったが、ヘルスサウスは政府に対して費用を過大に請求しており、後に修正が必要となった会計上の問題もあり、それらは最終的には不正と判明した。そして、状況が明らかになるにつれて、スクラシー氏が、情報が公開される前にヘルスサウスに自身の持ち株の一部を良い価格で買い戻させていたと判明した。

Q：最高経営責任者（CEO）または経営陣を、どのように評価するのか。

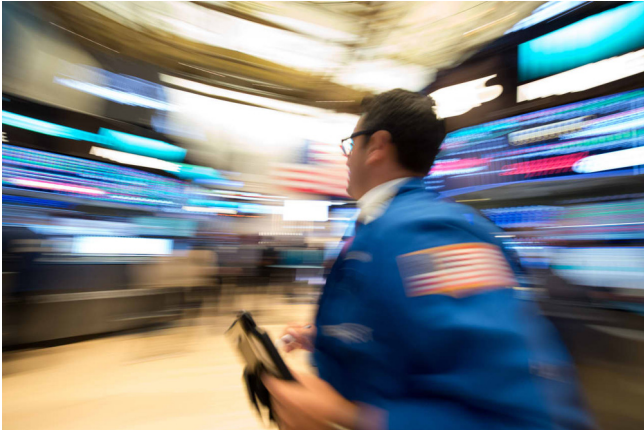
A：長期的なゲームを試みる経営陣を望みたい。将来のことは誰にも確実には分からないため、企業価値を長期的に最大化させ、企業に可能な限り抵抗力を身につけさせる経営陣だ。5年後またはそれより将来に、自身が経営する企業がどのようになっているかを明確に考えている経営陣を、私は探している。現在その疑問は、たとえハイテク企業でなくても、将来AIが事業にどのように影響するかということに関係するかもしれない。その企業の将来の競争優位性は安定的なのか、または、低下する可能性があるのか。それは非常に主観的だが、誠実性と透明性は不可欠だ。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

6. 株式市場への参加が遅過ぎではない理由 Why It's Not Too Late to Chase the Stock Market 豊富な待機資金と良好な経済ファンダメンタルズが背景

[米国株式市場]

上昇続く



BRYAN R. SMITH/AFP/GETTY IMAGES

株価は急騰を続けているが、市場に参加するのはまだ遅くはない。様子見している現金を見てもらいたい。

市場を追いかけるのはいつも難しい。現在のようない強い市場はなおさらだ。先週の主要株価指数を見ると、S&P500指数は0.8%上昇して4754.63で引け、週間ベースの続伸記録を8週に伸ばした。ダウ工業株30種平均は0.2%高の3万7385ドル97セントとなり、ナスダック総合指数は1.2%高の1万4992.97で引けた。小型株のラッセル2000指数は2.5%上昇して2033.96で週末を迎えた。

株価上昇の要因はいろいろあり、20日にS&P500指数が1.5%急落した後でも、下落が続くことはなかった。22日には、投資家が待ち望んでいた好材料が飛び込んできた。11月の個人消費支出（PCE）物価指数が前年同月比2.6%上昇となり、事前予想と前月の同2.9%上昇を下回ったことで、米連邦準備制度理事会（FRB）が来年利下げに踏み切るとの見方が強まったのだ。

豊富な待機資金

S&P500指数は2023年に年初来24%上昇しており、多くの投資家はこの上昇に乗り遅れたのではないかと疑問を抱いていることだろう。当然、乗り遅れている。セントルイス連銀によると、マネー・マーケット・ファンドの総資産は約6兆1000億ドルと過去最高に近い。これはコロナ禍直前の残高よりも29%ほど多い水準だが、魅力的な金利を求めて人々が現金に殺到したためだ。

そして、投資の専門家でさえ通常よりも多額の現金を保有している。計数兆ドルの運用資産を対象にバンク・オブ・アメリカが実施した調査では、平均的なポートフォリオマネジャーは運用資産の約4.5%を現金で保有していることが示された。昨年の調査では数十年ぶりの高水準である6%超で、そこからは低下したものの、過去最低である3%をやや上回る水準よりもまだ高い。つまり、ファンドマネジャーは投資する現金をまだ多く保有していることになる。

株式への投資比率もそれほど高くない。バンク・オブ・アメリカの調査で、株式をオーバーウェイトとしているとの回答の正味比率は約15%で、ここ数カ月で見ると増加しているが長期平均は下回っており、過去のピーク時の60%強を大きく下回っている。

Market Snapshot



追い風となる経済ファンダメンタルズ

過去を振り返ると、まだ多くの買いが入ることが示唆され、そうした買いが今後数カ月の株式市場を支えそうだ。通常、FRBが利下げを開始し、経済がまだ成長している場合、2003年と2019年に見られたように、運用担当者は株式への投資比率を引き上げる。そしてFRBが利下げに踏み切ると、短期国債の利回りと預金金利が低下し、これらの魅力は低下する。

バイコフ・グループのダグ・バイコフ氏は、「市場に現金が入ってくる余地はいくらでもある」と言う。

もちろん、資金が投入されるだけで株価が上昇するわけではない。幸いなことに、経済ファンダメンタルズが追い風にならないと考える理由はない。経済成長は緩やかになっているが、インフレ率は鈍化し、金利は低下している。これらを総合すると、売上高が小幅に伸び、コストの上昇が緩やかになることで利益率は上昇し、S&P500指数全体の利益は2024年に2桁の成長となるはずだ。そして企業は自社株買いと配当を継続することになる。

こうした市場は資金を投じたいと思う市場のようだ。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

7. 今が買い時のAI関連銘柄シノプシス An AI Stock You Probably Haven't Heard Of EDAソフトウェアで世界首位

[ハイテク]

AI半導体の需要増が追い風



DREAMSTIME

半導体設計ソフトウェアのシノプシス

<SNPS>は創業から40年近い歴史を持ち、時価総額約850億ドルを誇るが、ウォール街の関係者やメディアから紹介されることが少ない。主要顧客であるエヌビディア<NVDA>、アドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>、インテル<INTC>に比べると、特にそうだ。

しかし、その社名は知っておく価値がある。半導体の設計に使われる電子設計自動化（EDA）ソフトウェアの最大手だ。人工知能（AI）ブームの受益者でありながら、最も過小評価されて

いる企業かもしれない。

シノプシスは過去10年間、自動車から家電製品、電子機器に至るまで、消費者向け製品に搭載される半導体の普及とともに成長してきた。しかし、AIの時代を迎えて、もう一段成長する可能性を秘めている。

シノプシスの株価は今年75%上昇し、直近では560ドル台を付けた。しかし、235%上昇したエヌビディアや174%上昇したデータ分析企業パラランティア・テクノロジーズ<PLTR>など、AIの恩恵を受けた企業に比べると見劣りする。

新興企業からクラウドコンピューティング大手まで、AI半導体に対する需要の高まりと、シノプシス独自のAI機能の積極的な展開は、シノプシスのソフトウェアに対する需要を何年にもわたって拡大させる可能性がある。

次期最高経営責任者（CEO）のサシーン・ガジ氏は最近、「AIの普及は、複雑な半導体を開発するためのより効率的なEDAとIP（知的財産）製品を提供することにより、顧客の市場投入までの時間を短縮する大きなチャンスだ」と本誌に語った。

ガジ氏は来年1月1日、創業者で会長に昇格するアート・デ・ゲウス氏に代わってCEOに就任する。1998年にシノプシスに入社したガジ氏は、エンジニアリングや製品開発などでの管理職を経て、2020年に最高執行責任者（COO）に就任した。

ガジ氏によると、生成AIに対する企業の関心は急増しており、シノプシスのソフトウェアで設計される先進的な半導体への需要が高まっているという。ガジ氏は「データセンターやクラウド向けAIアプリケーションのアイデアには事欠かない。需要の面では右肩上がりだ」と語る。

ガジ氏はまた、シノプシスが自らAIを活用してマーケティング、人事、法務の各部門の効率性、正確性、安全性を向上させる方法を検討し始めていると付け加えた。シノプシスではすでに、生産性とワークフロープロセスを劇的に改善する幾つかのプロジェクトが導入初期段階にあるという。

顧客向けには、マイクロソフト<MSFT>とのパートナーシップを通じて「シノプシス.aiコパイロット」を最近発表した。この生成AIは、大規模言語モデルを活用し、チャットGPTのようなインターフェイスでエンジニアをトレーニングする。ガジ氏は「半導体設計用のAIアシスタントと考えてほしい。当社のサポート上の負荷を大幅に軽減するとともに、顧客の事業強化に役立っている」と語る。

ガジ氏は、半導体設計者による最小限の操作でAIが半導体を設計できるところまで技術が進化するとみている。シノプシスのソフトウェアには、9か月ごとに新しいAI機能が追加される予定だ。

キーバンク・キャピタル・マーケッツのアナリスト、ジェイソン・セリーノ氏は、シノプシスのAIシフトが自社と顧客に利益をもたらすだろうと楽観的だ。セリーノ氏は「AI対応設計は、EDA開発において過去30〜40年で最大のブレイクスルーとなる」と分析する。その上で、シノプシス株については投資判断を「オーバーウエート」、目標株価を675ドルに設定している。

AI機能の改善により、シノプシスの顧客がプロバイダーを乗り換える可能性は低くなるはずだ。いずれにせよ、選択肢はほとんどない。半導体設計はシノプシス、ライバルのケイデンス・デザイン・システムズ<CDNS>、シーメンスEDA（シーメンス<SIE.ドイツ>が2017年にメンター・グラフィックスを45億ドルで買収して誕生）の3社が独占している。この分野が台湾積体回路製造（TSMC）<TSM>が支配するファウンドリーや、ASML<ASML>が主導する半導体製造装置と同様に重要な市場であることは間違いない。キーバンクによると、EDAソフトウェアツールのシェアは、この3社合計で約90%を占めている。中でも、シノプシスは35%を占める最大のベンダーだ。

外的要因に左右されにくいビジネスモデル

シノプシスへの投資で最も魅力的な点は、外部からの影響を比較的受けにくいビジネスモデルであることだろう。シノプシスの業績は半導体メーカーの研究開発予算と相関関係にある。ガジ氏によれば、半導体業界全体の売上高が低迷しているときでさえ、研究開発予算は増加する。ガジ氏は「当社のソフトウェアビジネスの長所は、半導体サイクルの浮き沈みに影響されないことだ。顧客との契約期間は平均3年だ」と述べる。

大手半導体企業は、現在の経営状況にかかわらず、将来の半導体設計に投資するしかない。今年の業績がそれを証明している。ガートナーは半導体業界の2023年の売上高が前年比11%減少すると予想している。ほぼ同期間であるシノプシスの2023年10月期の通期売上高は前年比15%増の58億ドルだった。

確かに、シノプシスの株価は安くない。12カ月予想PER（株価収益率）は約40倍だ。しかし、着実に安定した2桁成長には、その対価を支払う価値があるかもしれない。特に、AIがしばらくの間、成長率の上昇をけん引するのであればなおさらだ。

シノプシスが今後数年間、長期的な業績目標である毎年2桁の増収と年間10%台半ばの1株当たり利益

(EPS) 成長を達成できる自信があるか尋ねると、ガジ氏は「もちろん。パーベイスブ（普遍的な）インテリジェンスは今後も拡大し続けると、当社は強く確信している」と強調した。

By Tae Kim
(Source: Dow Jones)

8. 2023年に亡くなった12人の偉大なビジネスパーソン

[コラム]

A Look Back at 12 Greats Who Left the Stage in 2023

バイロン・ウィーン氏、ゴードン・ムーア氏、チャーリー・マンガー氏ら

最後まで現役だったバイロン・ウィーン氏



CHUCK NACKE/ALAMY

2023年12月のある午後、マンハッタンにあるニューヨーク歴史協会のロバート・H・スミス講堂で、ウォール街の大物を含む多くの人々がバイロン・ウィーン氏を追悼した。ウィーン氏は株式市場で最も愛された人物の一人で、モルガン・スタンレー<MS>やブラックストーン<BX>のストラテジストを務めた。

ウィーン氏は、毎年発表する有名な「びっくり十大予想」と「20の人生訓」で注目された。モルガン・スタンレーの元エコノミスト、スティーブン・ローチ氏は「当初は社内でも疑問視さ

れていたが、『びっくり予想』は大成功を収めた」と語る。ブラックストーンの最高経営責任者（CEO）、スティーブ・シュワルツマン氏は、ウィーン氏が亡くなる直前まで病院のベッドからカンファレンスコールに接続しようとしていたことに言及。「20の人生訓」の20番目、「決して引退するな。永遠に働き続けられれば、永遠に生きることができる。この説には生物学的な反対証拠が数多くあることは知っているが、私はこの説をとにかく支持する」を自ら実践しようとしたのだろう、とシュワルツマン氏は記した。

ウィーン氏はじめ、2023年には数多くの著名なビジネスパーソンが亡くなった。以下では、この一年で亡くなった人たちの中から12人を選んで、死亡日順に列挙した。

テッド・ラーナー氏、享年97歳（2月12日死去）

首都ワシントンの不動産業界の大物ラーナー氏は、メジャーリーグのワシントン・ナショナルズのオーナーでもあった。少年時代、野球が大好きだったがチケットを買うことができず、ワシントン・セネターズの本拠地、グリフィス・スタジアムの案内係になった。2005年、モンリオール・エキスポズを買収してワシントンに移し、チーム名を変更した。2019年にナショナルズがワールドシリーズで優勝した時、「良いことは待つ者にやってくるというが、95年はかなり長い待ち時間だった」と語った。フォーブス誌でメリーランド州における最も裕福な男性に選ばれた。

ビリー・ジョー・"レッド"・マコームズ、享年95歳（2月19日死去）

192センチの長身に赤毛、そして響くバリトンの声を持つマコームズ氏は、ラジオ局大手クリア・チャンネル・コミュニケーションズ（現在は娯楽企業アイハートメディア<IHRT>）の共同創業者だ。元自動車ディーラーで、自称「やり手」だったマコームズ氏は、プロバスケットボールチームのサンアントニオ・スパーズ、デンバー・ナゲッツ、米プロフットボールリーグ（NFL）のミネソタ・バイキングスのオーナーでもあり、民間軍事会社ブラックウォーターの後身であるコンステリス・グループの元会長でもあった。2000年にはテキサス大学のビジネススクールに5000万ドルを寄付し、同校をマコームズ・スクール・オブ・ビジネスに改名した。

トム・リー氏、享年78歳（2月23日死去）

トーマス・H・リー・パートナーズの創設者でありCEOであったリー氏は、かつてレバレッジド・バイアウト（LBO）と呼ばれたプライベート・エクイティのパイオニアの一人だ。1980年代にリー氏と仕事をしたシルバー・レイクの共同設立者グレン・ハッチンズ氏は「リー氏は素晴らしい投資家だった。ガレージでアイスティーをいれている人を見て、ソフトドリンクのスナップルが世界的なブランドになることを想像できた」と語る。実際、リー氏の代表的な取引は、1992年にスナップルを1億3500万ドルで買収し、2年後に17億ドルでシリアルメーカーのクエーカー・オーツに売却したことだ。

業績が低迷している事業会社を買収した後に、リストラし、不動産を売却し、在庫を整理することが多かったそれまでのLBOとは異なり、リー氏は成長企業にもLBOを行えることに気づき、それが事業の大規模な拡大の礎となった。芸術の熱心な支援者であったリー氏の話題は投資やウォール街だけでなく、時事問題や文化、政治と豊富であった。ビル・クリントン氏やヒラリー・クリントン氏とも親交があった。

ゴードン・ムーア氏、享年94歳（3月24日死去）

ムーア氏はシリコンバレーの象徴であり、ロバート・ノイス氏と共同でインテル<INTL>を創業しただけでなく、半導体集積率の著しい増加を予見した「ムーアの法則」を提唱した。ショックレー・セミコンダクターとフェアチャイルド・セミコンダクターに勤めたが、1968年に退職してインテルを設立し億万長者となった。

インテルの現CEO、パット・ゲルシンガー氏は、「私は22歳の駆け出しのエンジニアだった時に、ゴードンとインテル製のx386チップでコンピューターが安定して作動するのかどうかを議論した。私のような者の意見を受け入れてくれたことは、ゴードンの素晴らしいところだ」と回想する。

ムーア氏は、集積回路のトランジスタ数が2年ごとに倍増するという有名な説を唱え、これがハイテク分野の成長を支える重要な土台となった。ムーア氏は「私はムーアの法則で最もよく知られているが、それは自分としては少し不思議な感じだ。というのも、法則の発見は比較的単純な観察でできたからだ」と語っていた。

ムーア氏は控えめだったが、ユーモアのセンスがあった。ゲルシンガー氏はムーア氏との最後の面会で、インテルのキャンパスの名前をムーア氏にちなんで改名すると告げたときのことを思い出す。ゲ

ルシンガー氏は「ゴードンは『光栄だ。私の名前のスペルにはOが二つあるから、間違えないようにしてくれ』と答えた」と思い出を話す。

■ コーマック・マッカーシー氏、享年89歳（6月13日死去）

アメリカで最も偉大なフィクション作家の一人で、映画「No Country for Old Men」（邦題「血と暴力の国」）の原作者であるマッカーシー氏は、ウォール街の著名人ビル・ミラー氏との長年の友情によりこの12人に含まれている。マッカーシー氏は、ミラー氏が支援していたシンクタンク、サンタフェ研究所で働いていた。

ミラー氏のレグ・メイソン・バリュー・トラスト・ファンドは15年連続で市場をアウトパフォームした。ミラー氏によれば、マッカーシー氏はビジネスの話はしなかったが、このファンドへの投資がうまくいっていることを喜んでいた。ただ、2008年以降ファンドがうまくいかなくなると、この話をしなくなったという。

■ ジェームズ・クラウン氏、享年70歳（6月26日）

シカゴの大富豪クラウン家の御曹司で、防衛大手ゼネラル・ダイナミクス<GD>と金融大手JPモルガン・チェース<JPM>の取締役を務めた。自身の誕生日にコロラド州ウディクリークのアスペン・モータースポーツ・パークでレースカーを衝突させ死亡した。クラウン氏はハンプシャー大学とスタンフォード大学ロースクールに学び、オバマ元大統領の主要な資金調達役でもあった。JPモルガンのCEO、ジェイミー・ダイモン氏は「クラウン氏は20年近く、私の信頼できるアドバイザーだった」と述べた。

■ クラレンス・アバント氏、享年92歳（8月13日死去）

「ブラック・ゴッドファーザー」として知られるアバント氏は、非常に有能なフィクサーであり、歌手・女優のホイットニー・ヒューストン氏、政治家のアンドリュー・ヤング氏、野球選手のハンク・アーロン氏などのマネージメントやアドバイザーを務めた。ある記者はアバント氏について「黒人スターが報酬をきちんと受け取れるようにする男だった」と書いている。元駐バハマ米国大使のニコール・アバント氏（ネットフリックスのテッド・サランドス共同CEOの妻）を娘に持つ。

■ ラズロ・ビリニイ氏、享年79歳（8月21日死去）

ハンガリー生まれのビリニイ氏は、資金の流れを追跡し、株価の方向性を判断するクオンツ・アナリストの先駆者だった。ビリニイ・アソシエイツのジェフリー・ルービン氏は「ラズロは、ウォール街で最も賢い必要はなく、知識が最も豊富であればいいのだと理解していた。ダウ工業株30種平均の株価収益率（PER）と配当利回りの公式プロバイダーである当社が、最も正確な財務情報を持っていることを誇りに思っていた。ラズロはとても真面目で集中力のある人だった。株式市場は彼の趣味でも職業でもあり、毎朝7時に出社して週末も夜も働いたが、親切で思いやりのある人だった」と語った。

フロライン・マーク氏、享年90歳（10月13日死去）

デトロイト出身の彼女は、ダイエットセンターの大手フランチャイズ企業であるウエイト・ウォッチャーズ・インターナショナル（現WWインターナショナル＜WW＞）のCEOとして、1万人の会員と4200人の従業員を束ねた。シカゴ連銀に3年務め、テレビやラジオで「Ask Florine」や「Remarkable Women」の司会も務めた。ミシガン州のグレッチェン・ウィットマー知事は「フロラインは大胆な先駆者であり、献身的な友人だった。信じられないほど機転が利き、成功したビジネスウーマンで、アイコンでありリーダーだった」とたたえた。

バイロン・ウィーン氏、享年90歳（10月25日死去）

バートン・ビッグス氏、スティーブン・ローチ氏とともにモルガン・スタンレーで「3人の仲間」と呼ばれたストラテジストだった。ウィーン氏は月曜朝の電話会議で議論を交わした。長年の友人である金融ライターのジェームズ・グラント氏は「バイロンは人をリードすることに長けていて、親切であり、アイデアや意見を吸収する名人だった」と振り返った。

チャーリー・マンガー氏、享年99歳（11月28日死去）

マンガー氏の英知は何年も生き続けるだろう。『Poor Charlie's Almanack』の新版は入荷待ちだ。筆者は彼との会話が忘れられない。何かを話した後、彼がそれについて考えて反応するのを待つのだが、それをくだらない話だと切り捨てないように祈ったものだ。ウォーレン・バフェット氏のオフィスによると、バフェット氏は次回のバークシャー・ハサウェイ＜BRK.A＞＜BRK.B＞の年次報告書にマンガー氏について書くという。ネブラスカ州オマハで開催される次回の年次株主総会でバフェット氏が登壇する際には、マンガー氏の姿はもうそこにはない。

レイ・ダークス氏、享年89歳（12月9日死去）

バンカーズ・トラストの著名な保険アナリストを経て、自身の会社ダークス・ブラザーズを設立した。1973年に金融コングロマリットであるエクイティ・ファンディング社の大規模な不正を暴いたことで有名であり、10年後、関連するインサイダー事件では最高裁で勝訴した。

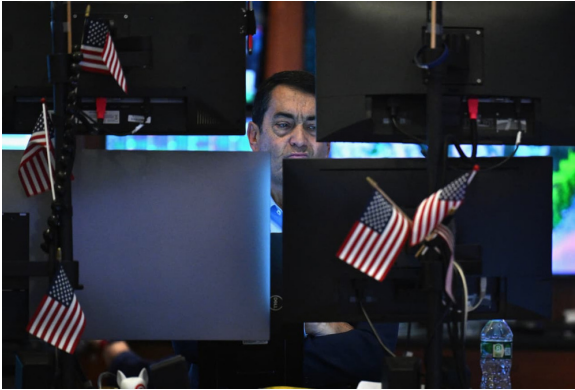
By Andy Serwer
(Source: Dow Jones)

9. 退屈なファンドには刺激的な年、インデックス運用が活況

An Exciting Year for Boring Funds. Indexes Are Booming.
インデックス運用の強みはシンプルさと低コスト

[経済政策]

2023年は「細身の強気相場」



ANGELA WEISS/AFP/ GETTY IMAGES

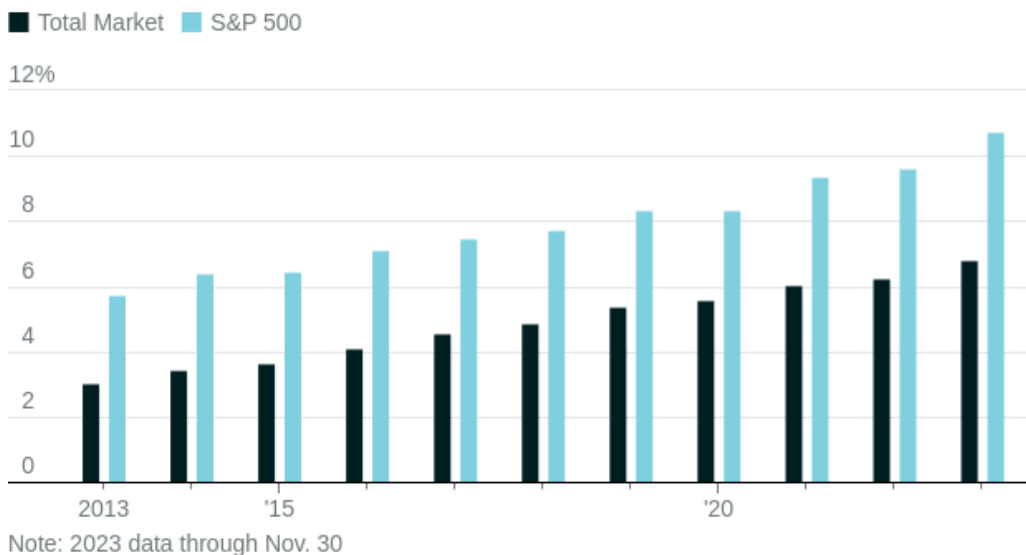
今年は株式市場にとって面白く、エキサイティングであったことは間違いない。筆者が「スキニー・ブル・マーケット（細身の強気相場）」と呼ぶ、主要株価指数が史上最高値またはそれに近い水準にある市場は、ハイテク企業7社（マグニフィセントセブン＝アップル＜AAPL＞、マイクロソフト＜MSFT＞、アルファベット＜GOOG＞、アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞、メタ＜META＞（旧フェイスブック）、半導体大手エヌビディア＜NVDA＞、電気自動車（EV）大手テスラ＜TSLA＞）が席卷した。これらの銘柄がブームになることを十分承知していた

投資家、あるいはツキが十分だった投資家は、大いなる好成果を収めた。しかし、良い年を過ごしたのは彼らだけではない。

退屈な投資をした人々が勝ち組に

Market Share Marching Up

Index fund assets as a percentage of all open-end stock fund assets



2023年の圧倒的勝ち組の中には、わざわざ個別銘柄を深く分析することなどしなかった投資家もいた。彼らは退屈極まりない、だが非常に重要な二つの投資を行った。彼らにも、投資実績を少しは楽しむ資格があるのだ。こうした投資家は年々増えており、市場が好調、不調、平凡であっても、彼らの投資が市場に占める割合は過去十数年間、毎年拡大してきた。

この投資とは何か。（市場全体の動きを表す指数に連動した成果を目指す）インデックスファンド

だ。具体的には、S&P500指数に連動するファンドと、トータル・マーケット・インデックス・ファンド（大型株から小型株までを含む米国株式市場の時価総額をほぼ100%カバーする時価総額加重平均型の株価指数に連動するファンド）である。

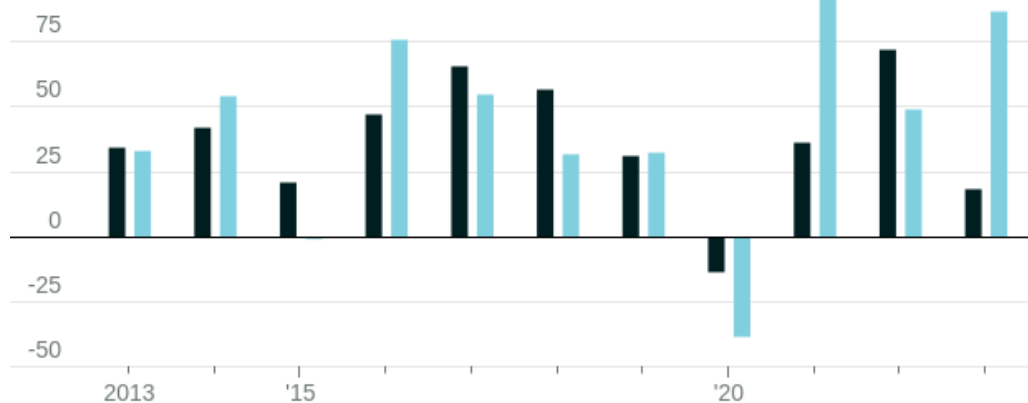
インデックスファンドの成長は目覚ましい

Boring, But Popular

Index fund net flows

■ Total Market ■ S&P 500

\$100 billion



Note: 2023 data through Nov. 30

確かに、インデックスファンドには個別株のようなワクワク感はない。しかし、ワクワク感がないのと同じくらい、人気も高まっている。本稿のチャートを見れば、インデックスファンドが（常時換金可能な）オープンエンド型株式ファンド市場でシェアを伸ばしていることが分かる。投資信託の評価を中心とする情報サービスを提供するモーニングスターから筆者が入手した数値によると、11月30日現在、オープンエンド型株式ファンド市場におけるS&P500指数連動ファンドとトータル・マーケット・インデックス・ファンドのシェアは計17.5%だ。2013年末の計8.76%から上昇しており、換言するとインデックスファンドの市場シェアは10年弱で倍増したことになる。

2番目のチャートは、これら2種類のインデックスファンドにどれだけの新規投資資金が流入したかを示す純流入額である。トータル・マーケット・ファンドの運用資産残高はS&P500指数連動ファンドの3分の2以下だが、2013年から2022年までのトータル・マーケット・ファンドの資金流入額3913億ドルは、S&P500指数連動ファンドの資金流入額3832億ドルを上回っている。

先駆者はバンガードのS&P500指数連動ファンド

S&P500指数連動ファンドの運用資産残高がトータル・マーケット・ファンドよりも目立って大きい理由は、トータル・マーケット・ファンドが始まる約16年前に、最初の個人投資家向けS&P500指数連動ファンドが設定されたことによる。この最初のS&P500指数連動ファンドは、ご存知の方も多いと思うが、世界最大級の資産運用会社バンガードの創業者ジャック・ボーグル氏によって、1976年にバンガードが設定したものだ。モーニングスターによれば、11月30日現在、S&P500指数連動ファンドの運用資産残高は2兆7000億ドルを超えている。

利点は低コスト

これらのファンドの大きなセールスポイントは、多くの投資家やファンドマネジャーがS&P500指数をベンチマークとしていることだ。そのため、わずかな管理手数料でS&P500指数連動ファンドを購入できれば、運用会社の大半の運用成果を上回ることが可能だ。バンガードはバンガード500インデックス・ファンド・アドミラル・シェアズ<VFIAX>に管理手数料0.04%を課しているが、運用会社の諸経費はこれよりかなり高いためだ。

バンガードがトータル・マーケット・ファンドけん引

トータル・マーケット・ファンドは、S&P500指数連動ファンドよりもはるかに分散投資されており、何千もの銘柄を購入する。例えば、バンガードのトータル・マーケット・ファンドは11月30日現在3761銘柄を保有している（S&P500指数ファンドには500以上の銘柄があるが、これはアルファベットなど二つの株式クラスを持つ企業があるためだ）。

バンガードは1992年に最初のトータル・マーケット・インデックス・ファンドを発売した。モーニングスターによると、バンガードのトータル・マーケット・ファンドの運用資産は設定後の最初の月末までに1億1300万ドルに達し、その後も増え続けた。3年前には、全米初の1兆ドルファンドとなった。

S&P500指数のインデックスファンドの世界では激しい競争が繰り広げられているが、トータル・マーケット・ファンドの世界ではバンガードが独占状態にある。11月30日現在、バンガードのトータル・マーケット・ファンドの運用資産は1兆3900億ドルに上り、同種ファンドにおける市場シェアは80%を超える。

長年の個別銘柄投資よりもインデックスファンド

S&P500指数連動ファンドとトータル・マーケット・インデックス・ファンドのシェアは拡大が予想される。どちらもワクワク感に欠け、面白さもない。だが、シンプルで低コストのワンストップショッピングを提供している。筆者はバンガードが（VFIAXの前身である）ファースト・インベストメント・インデックス・トラストを設定する20年近く前から個別株を買い始めていたが、直近の保有銘柄の筆頭がS&P500ファンドとトータル・マーケット・インデックス・ファンドなのはそのためだ。本稿で取り上げた数値から判断すると、こうした投資の仕方は筆者だけではないだろう。

執筆者のアラン・スローン氏は独立系ビジネス・ジャーナリストであり、ビジネス・ジャーナリズムにおいて最高の栄誉と称されるジェラルド・ローブ賞を7度受賞している。

By Allan Sloan
(Source: Dow Jones)

10. 先週の出来事と今週の予定

[経済関連スケジュール]

How-and Why-Shoppers Flock to Buy Now, Pay Later

近年注目の「後払い決済（BNPL）」、利用のきっかけは

BNPL、消費者と販売側の双方にメリット



ILLUSTRATION BY SAM PEET

買い物を分割払いできる後払い決済（BNPL）を消費者が利用するようになり、2023年のホリデーショッピングは記録的な盛り上がりを見せた。画像・電子文書ソフトウェア大手のアドビ＜ADBE＞が提供するアクセス解析、アドビアナリティクスによると、BNPLのサービスを利用した11月27日のサイバーマンデーの売上高は9億4000万ドルで、前年比で43%増加した。

本誌がBNPL利用者を対象に調査したところ、比較的若く、経済的に安定していないユーザー層が浮かび上がった。こうしたユーザーは、ど

のような方法で、いかなる理由で、BNPLを利用するのだろうか。

22歳の学生、エイッサ・カーンさんの場合。BNPLの利用には利息負担が生じないと聞いたときは本当なのかと疑ったようだ。しかし、昨年エイッサさんがBNPLを利用して300ドルの冬用ジャケットを購入してみると、支払い残高のやりくりが楽になったことに気づいた。しかしエイッサさんは、「BNPLを使うと、あたかも代金全額を支払わなくていいような錯覚を起こしてしまう」と、問題点も感じている。

フリーライターのアリア・ライトさん（27）は、クレジットカード利用後の支払いは毎月一括払いにしている。利息を払いたくないからだ。だが、例えばクリスマスプレゼントのように、無理のない買い物ではあるが一括払いには厳しいような場合は、無利息のBNPL（利子負担付きBNPLもある）を利用している。「全額払い終わるまでの期間が延びるだけ」とアリアさんは言う。

サバンナ・スロワーさん（27）は、11月24日のブラックフライデーには買い物を見送り、息子たちへのプレゼントには代金全額を普通に支払った。しかし、サバンナさん夫妻は価格が270～700ドル超のダイソン製の掃除機を手に入れようと考えていて、その支払いにはBNPLを使うかもしれない。サバンナさんは「分割払いにすれば、代金支払いがあまり大変ではないような気がして、気が楽になります」と話す。

先週の出来事

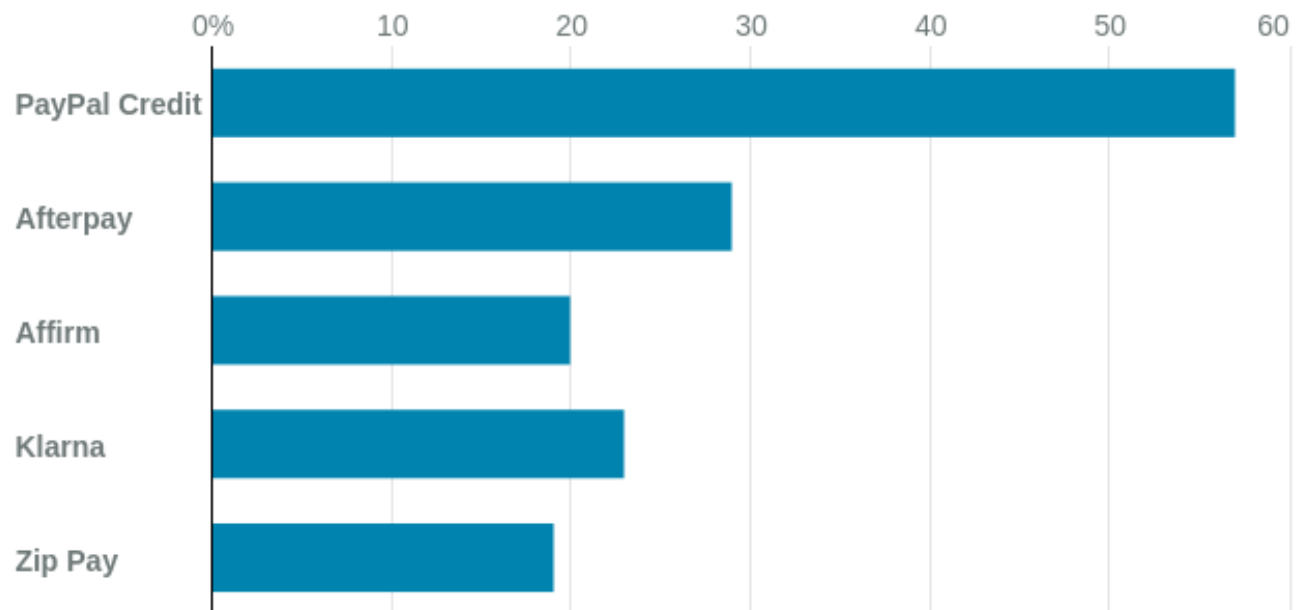
株式市場

クリスマス直前の週となり、週初に株価は上昇し、債券利回りは低下した。週半ばにはオプション取引が活発化し、株価は急落。米連邦準備制度理事会（FRB）が重視する11月の個人消費支出（PCE）物価指数は前年同月比で2.6%上昇した。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均は0.2%上昇、S&P500指数は0.75%上昇、ナスダック総合指数も1.21%上昇した。

The Platforms

Here are the top five of a dozen or more buy-now, pay-later services in the U.S.

Percentage of consumers who use it



企業動向

米政府は、親イラン武装組織フーシ派による船舶への攻撃活発化を受け、紅海を航行する船舶を護衛するため、同盟国との新たな多国籍部隊を発足させると発表した。英石油・ガス大手BP<BP>やデンマークの海運大手A.P.モラー・マースク<MAERSK.B>は紅海を迂回（うかい）するなど航路の見直しを行った。

電動トラックの新興メーカー、ニコラ<NKLA>の創業者トレバー・ミルトン氏が、詐欺罪で禁錮4年の判決を言い渡された。投資家に対して自社技術に関する虚偽の説明をしたことが理由。

アップル<AAPL>は、当局から特許侵害を認定されたことを受けて、アップルウォッチの最新機種の販売を停止。スニーカー大手のナイキ<NKE>が決算発表で通期売上高予想を引き下げたため、株価は下落。アフリカ南部のアンゴラが、石油輸出国機構（OPEC）からの脱退を発表。

M&A（合併・買収）等

- ・米鉄鋼大手ユナイテッド・ステーツ・スチール（USスチール）<X>が日本製鉄<5401>による約149億ドル（負債を含む額）の買収提案に合意した。バイデン大統領は、日本製鉄による買収は「真剣な精査に値する」との見解を示した。

- ・ネットメディアのアクシオスはメディア大手のワーナー・ブラザーズ・ディスカバリー<WBD>と同業パラマウント・グローバル<PARA>が合併の可能性について協議したと報じた。

- ・遺伝子配列解析企業のイルミナ<ILMN>は、反トラスト規制で当局の指摘を受けて、がん診療技術を手掛ける傘下のグレイルを分離すると発表した。

- ・IBM<IBM>は、ドイツのソフトウェア会社ソフトウェアAG<SOW>の二つの事業を23億ドルで買収することに合意した。

- ・画像・電子文書ソフトウェア大手アドビ<ADBE>は、欧州規制当局からの承認が見込めないため、製品デザインなどの共同編集ソフトウェアを展開するフィグマに対する200億ドルの買収提案を撤回し

た。

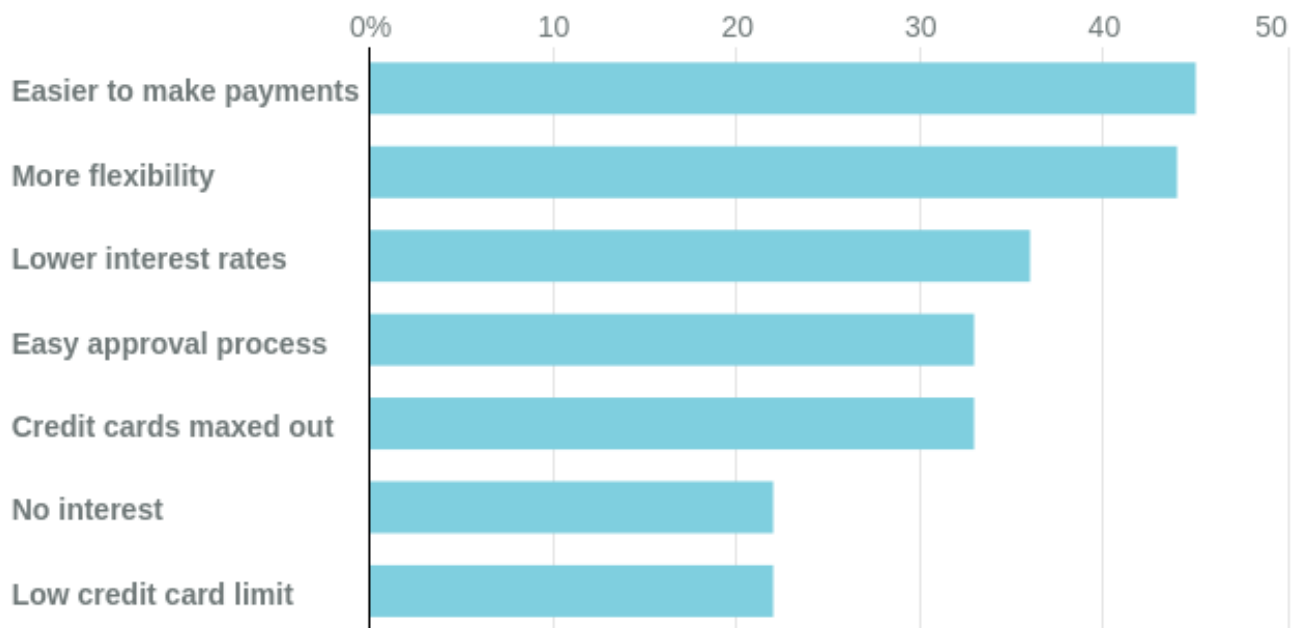
・フィナンシャル・タイムズ紙がプライベート・エクイティ（PE）会社のウォーバーグ・ピンカスと大手資産運用会社ブラックロック<BLK>の「戦略的提携」交渉が決裂していたと伝えた。

・製薬大手ブリストル・マイヤーズ・スクイブ<BMY>は、統合失調症治療薬を開発するカルナ・セラピューティクス<KRTX>を140億ドルで買収すると発表した。

今週の予定

Buy Lines

Surveys suggest that shoppers have a variety of reasons for turning to buy now, pay later.



12月25日（月）

米株式・債券市場はクリスマス休暇のため休場。

12月26日（火）

S&Pコアロジックが10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5.1%の上昇（9月は3.9%の上昇）。米連邦住宅金融局（FHFA）も10月の住宅価格指数を発表。米国での販売用住宅の供給が少ないため、価格上昇が続いている。

12月27日（水）

12月のリッチモンド連銀製造業景況指数が発表される。エコノミスト予想はマイナス4.0で、前月比で約1ポイントの改善。五つの地区連銀（ダラス、カンザスシティ、ニューヨーク、フィラデルフィア、リッチモンド）の製造業景況指数によれば、当該地区のいずれも、製造関連セクターの活動は引き続き縮小しているものの、改善を示している。

12月28日（木）

米労働省が12月23日までの1週間の新規失業保険申請件数を公表。コンセンサス予想は20万5000件と過去の平均を下回る水準であり、米国の労働市場がタイトであることを示唆している。

By Sabrina Escobar
(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』 2023/12/24

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