

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2024/01/14

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 2024年初ラウンドテーブル：今年のリターンは期待外れか - The Market's Gains Won't Come Easy From Here, Pros Say [ラウンドテーブル]
相場見通し、大統領選、推奨銘柄などを語る P.1
2. バロonzが選ぶ2024年版マグニフィセント・セブン - So Long, Apple and Tesla. We Built a Better Magnificent 7. [フィーチャー]
アップル、メタ、テスラの3社が脱落 P.19
3. ビットコインETFの登場で暗号資産の真価が試される - Bitcoin ETFs Mark a Milestone for Crypto. Now the Real Test Begins. [フィーチャー]
本格的な資産クラスに仲間入りできるのか P.23
4. わがままが横行する金融界に対するキング牧師の教訓 - Martin Luther King's Lessons for a Wayward Finance Industry [フィーチャー]
善良な人々の恐るべき沈黙を打破するため、悔い改めよ P.26
5. 利下げの夢は消えるのを拒み、株価は史上最高値に近づく - Stock Market Nears Record as Dream of Rate Cuts Refuses to Die [米国株式市場]
堅調な経済ファンダメンタルズが続くか、決算発表後のコメントに注目 P.28
6. 大幅利下げは本当に株式市場の助けとなるか - Would Big Rate Cuts Really Help Stocks? History Offers Warnings. [コラム]
歴史は警告を与える P.30
7. CESの最も重要な話題は「PCの復活」 - Think You've Heard Enough About AI? It's Just Getting Started. [ハイテク]
新型プロセッサ搭載のAI PCに期待が集まる P.32
8. 航空株に注目する理由 - Why Airline Stocks Are Worth a Flier: Passenger Demand Is Growing [投資戦略]
旅客需要は伸びている P.34
9. ヘルスケア株の一段の株価上昇期待とその要因 - Healthcare Stocks Are Trying to Break Out. What They Need Now [米国株式市場]
景気と退職者動向を注視すべし P.36
10. 先週の出来事と今週の予定 - Energy Stocks Have Fallen From Favor. That Might Be Good News. [経済関連スケジュール]
エネルギー価格は下落し株価は低迷、好機到来か P.38

※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。

1. 2024年初ラウンドテーブル：今年のリターンは期待外れか

[ラウンドテーブル]

The Market's Gains Won't Come Easy From Here, Pros Say

相場見通し、大統領選、推奨銘柄などを語る

■ 2人のメンバーが新たに参加



PHOTOGRAPH BY MACKENZIE STROH

昨年、ハイテク銘柄のマグニフィセント・セブン（アップル＜AAPL＞、アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞、グーグルの親会社アルファベット＜GOOGL＞、メタ＜META＞（旧フェイスブック）、マイクロソフト＜MSFT＞、半導体大手のエヌビディア＜NVDA＞、電気自動車メーカーのテスラ＜TSLA＞、M7）は、S&P500指数が24%上昇する原動力となった。この7銘柄を選んでいれば、天才的な運用成績を上げられただろう。

しかし、今年はどううまくいかないかもしれない。

2024年の本誌ラウンドテーブルのメンバーは、一部を除き、株式市場のパフォーマンスが期待外れなものになると予想している。S&P500指数の通年リターンはマイナス5%～プラス5%となる見込みだ。メンバーは破滅的なリセッション（景気後退）を予想しておらず、年内に米連邦準備制度理事会（FRB）が利下げを開始しないとみているわけでもない。主な懸念は、バリュエーションが非常に割高で、許容される誤差がほとんどないことだ。一方で、比較的明るい見方を取るメンバーは、巨額の設備投資、人工知能（AI）などの新たなテクノロジー、投資家がM7以外の493銘柄を選好し始めるといった好材料を挙げる。

今年のラウンドテーブルは1月8日にニューヨークで開催され、11人のマネーマネジャーが参加した。新メンバーは、資産運用会社GQGパートナーズの会長兼最高投資責任者（CIO）であるラジブ・ジェイン氏と資産運用会社アリエル・インベストメンツの創設者で会長兼共同最高経営責任者（CEO）兼CIOを務めるジョン・ロジャース・ジュニア氏の2人だ。3回に分けてお届けするラウンドテーブルの第1回として、各参加者の経済見通しに加えて、メルル・ウィトマー氏とトッド・アールステン氏の推奨銘柄を紹介する。

■ 参加者と所属

氏名	所属
1 トッド・アールステン	パルナッソス・インベストメンツのCIO
2 ソナル・デサイ 兼ポートフォリオマネジャー	フランクリン・テンプレトンの債券グループCIO
3 ウィリアム・プリースト	TDエボックの会長兼共同CIO
4 アビー・コーエン	コロンビア大学教授
5 マリオ・ガベリ	ガベリ・ファンズの会長兼CEO
6 ラジブ・ジェイン	GQGパートナーズの会長兼CIO



Todd Ahlsten/ Photograph by Mackenzie Stroh

- 7 ヘンリー・エレンボーゲン デュラブル・キャピタル・パートナーズのCIO
- 8 スコット・ブラック デルファイ・マネジメントの創設者および社長
- 9 メリル・ウィトマー イーグル・キャピタル・パートナーズのゼネラル・パートナー
- 10 ジョン・ロジャース・ジュニア アリエル・インベストメンツの創設者および会長兼共同CEO兼CIO
- 11 デービッド・ジルー ティー・ロウ・プライス・インベストメント・マネジメントのCIO

■ 強気派は12%のリターンを予想



Sonal Desai/ Photograph by Mackenzie Stroh

本誌：始めに昨年最も強気だったアールステン氏の2024年予想を聞きたい。

アールステン氏：市場に対する比較的前向きな見方を維持する。年末のS&P500指数の予想は5225で、リターンは約12%になる。これは2024年の予想1株当たり利益（EPS）が270ドル、予想株価収益率（PER）が19倍超という予想に基づいている。

資産クラスとしてのS&P500指数は素晴らしい。クラウドコンピューティング、半導体、ライフサイエンス、産業オートメーション、輸

送、電動化のイノベーションについて考えてみてほしい。最大市場規模（TAM）は拡大し、利益率は上昇している。昨年の資本利益率は22%超だった。当社は2024年の企業利益が10%以上増加すると予想している。増分の半分以上はM7によるものだろう。経済全体やAI、クラウドコンピューティングに対して巨額の設備投資が行われている。

Q：市場は多くの好材料をすでに織り込んでいるのでは。

アールステン氏：S&P500指数の現在のPERは約20倍で、割安ではないが妥当だ。当社は、今年は上昇相場の裾野が広がると予想している。住宅、輸送、海運などの業界は循環的なりセッションの最中にある。これらの業界が回復するにつれて、市場のブレイクス（物色の広がり）は改善するだろう。

現在は高金利・低流動性の時期だが、金利が低下し、流動性が増加する時期に入りつつある。年末には景気の堅調さが増し、経済を取り巻く環境の支えも強まっているかもしれない。

経済成長は減速しており、第2四半期か第3四半期には緩やかなリセッションに入る可能性があるが、見通しは暗くない。当社は年末の10年物米国債利回りを3%と予想している。コモディティ価格が比較的安く、今年は選挙の年であるため、年末にかけて財政刺激策が実施されるかもしれない。

確かに米国政治には問題があるが、政治的な見解を景気や投資の見通しに押し付ける人が多過ぎる。TAMの拡大、利益率の上昇、キャッシュフローの増加が見込まれる素晴らしい資産クラスに投資していることを忘れてはならない。

Q：懸念材料は。

アールステン氏：貿易戦争、中国、政治、大幅な景気後退（ハードランディング）の可能性、金融政策の遅行効果だ。金利は過去40年間で最も速いペースで上昇した。一方で、消費者は比較的良好な状態にあり、企業のバランスシートも同様だ。多くの企業が負債のデュレーションを延ばしている。

■ 楽観的な市場に懸念



William Priest/ Photograph by Mackenzie Strohm

Q：今年も金融政策が注目されるだろう。デサイ氏はどのような展開を予想するか。

デサイ氏：私はこれまで以上に市場とは異なる見方を取る。マクロ環境について四つのポイントがある。昨年の今ごろ、フェデラルファンド（FF）金利は4.25～4.50%だったが、現在は5.25～5.50%だ。FRBは今年0.75%の利下げを行う可能性が高いと示唆しているが、つい数週間前まで市場は1.5%の利下げを織り込んでいた。

当社はFRBが0.75%の利下げを行うとみているが、3月は利下げには早過ぎる。景気は堅調

で、インフレ率は3月の利下げに十分なスピードでは低下していない。年末の債券市場と株式市場の大幅な上昇を考えると、金融環境はFF金利が1.75%だったころに戻っている。

第二に、私はFRBの慎重さの欠如に驚いている。12月にFRBが発言のトーンを非常に軟化させたため、豊富な流動性と極端な低金利がすぐに戻ってくるという市場の見方を後押しする結果になった。

第三に、財政政策は極めて緩和的で、財政赤字を賄う必要がある。今年が選挙の年であることを考えると、共和党も民主党も財政支出を削減しようとしないうだろう。

最後に、政策は中期的に正常化へ向かっており、世界金融危機以前の「オールド・ノーマル」が回帰すると予想される。市場とFRBは中立金利を約2.25～2.50%と想定しているが、私は長期的な中立金利が4%近くであると考えている。

当社は今後数四半期でボラティリティーが高まると予想している。10年物米国債利回りは4.5%付近に戻った後、現在に近い水準で年末を迎える可能性がある。アールステン氏は、10年物米国債利回りが3.75～4%だとしたら、S&P500指数をどう予想するか。

アールステン氏：S&P500指数構成企業はインフレに非常にうまく対処している。名目GDP（国内総生産）の増加とともに企業利益も成長する可能性がある。また、成長した利益に対して、市場がどのようなバリュエーションを与えるかも考える必要がある。利回り上昇の理由にもよるが、私はS&P500指数の予想を維持するだろう。

Q：プリースト氏の予想は。

プリースト氏：私の見方は少し異なる。今年はジェットコースターのような年になるだろう。グローバル化は終わった。サプライチェーン（供給網）の効率性と安全性は低下し、コストは上昇している。関税も高まるとみられる。それでも、ドルは逃避先としての地位を維持するだろう。財政赤字、社会保障費や医療費、防衛費、教育費、負債に対する利息は膨大だ。

こうした傾向はすべて、株式市場にとってややマイナスとなる。低コストの労働力による恩恵を受けていた新興国にとっても、AIなどのテクノロジーが労働者にとって代わりつつあるという悪材料がある。

中国の経済成長率は大幅に低下する公算が大きい。来年のGDP成長率が3%なら幸運だ。出生率が上昇しない限り、現在のような人口に達することはない。経済成長率は労働力人口の増加率と生産性の伸び率によって決まる。中国の経済成長率は1桁台前半となるだろう。

中央銀行は高いインフレ率を許容するとみられる。「中銀のせいではない」という言い訳が使えるからだ。問題は需要よりも供給にある。2024年の予想キャッシュフロー成長率は平均で12%程度とされているようだが、楽観的過ぎる。6~8%が妥当と思われる。

最大の懸念は民主主義が後退しているように見えることだ。それが自由な市場とバリュエーションにどのような影響を与えるかは分からない。今年の市場のリターンはマイナス5%~プラス5%程度と予想している。

■ 米議会や政府債務、地政学的イベントに懸念



Abby Joseph Cohen/ Photograph by Mackenzie Stroh

コーエン氏：私はアールステン氏と同様に、昨年はラウンドテーブルの誰よりも強気な見方を取っていた。今年の見解には相違があるようだ。昨年のS&P500指数のパフォーマンスはごく少数の銘柄に集中していた。M7の相対的なPERがS&P500指数の1.7倍だったのに対して、他の493銘柄は0.9倍だった。

今年はインデックスを保有しているだけでは不十分で、銘柄選別の年になるだろう。昨年はS&P500指数構成企業でさえ、欧州と新興国市場へのエクスポージャーによる悪影響を受けた。そ

れが劇的に変わるとは予想していない。中国に関する懸念については皆と同意見だ。

米国の消費者は良好な状態にあるが、昨年ほど素晴らしい状況ではない。2023年初め、消費者の余剰

貯蓄と需要は極めて高い水準にあった。消費者は商品だけでなく体験への支出も望んでおり、ホテル関連銘柄が市場で最高のパフォーマンスを上げたセクターの一つとなったが、こうした消費意欲の一部は失われている。労働市場の摩擦も若干増えている。失業率は低いものの、求職者数に比べて求人数は少ない。

S&P500指数構成企業の多くは、低金利で長期債を発行することにより、金利上昇に備えてきた。しかし、プリースト氏が述べた通り、製造業のオンショアリング（国内回帰）によってコストは上昇するだろう。また、企業のテクノロジー投資が増加し、環境に配慮した調達への移行によってエネルギー支出がかさむとみられる。

今年は米議会に大きな問題が生じるだろう。議会の上下両院の指導部とホワイトハウスが予算案の歳出総額で合意したのは良いことだが、下院議員が賛成するかは不明だ。早ければ1月19日か、2月2日には政府機関が閉鎖される可能性がある。外交政策が政治問題化することも懸念している。国内政治への配慮によって、ウクライナへの資金援助が後退しないか心配だ。援助に反対すること自体は構わないが、それが選挙の年の政局に関連するとなれば気がかりだ。米国の防衛企業、イスラエルやエジプトへの資金が手当てできていないことも大きな懸念材料である。

私は年末のS&P500指数を約5000と予想する。企業利益やキャッシュフローに問題が生じるとは思わないが、PERなどのバリュエーション指標について懸念している。また、米国ではリスクプレミアムが上昇するかもしれない。政府機関の閉鎖がドルや米国債の信用格付けに悪影響を及ぼす可能性がある。金利が大幅に低下するとは予想していない。

■ 新興国市場は健闘しているとの見方も



Mario Gabelli/ Photograph by Mackenzie Stroh

ガベリ氏：考えるべきことは非常に多い。世界全体の110兆ドルのGDPのうち、米国と中国で40%超を占める。米国経済の70%に相当する消費者セクターのデータは依然として前向きだが、当社はインフレが低所得層の世帯に及ぼす影響を警戒している。鉱工業セクターは国内回帰と財政刺激策の恩恵を受けるだろう。一戸建て住宅の繰り延べ需要もある。

米国を拠点とする企業の収入は全体的に堅調を維持すると見込まれ、粗利益率は改善している。販管費は抑制されているが、利息費用、法人税の増加、一部の通貨に関する懸念によって、利益の増分が部分的に削られている。

より大きな懸念は、34兆ドルに上る米国の政府債務だ。米国は歳入を増やし、コストを抑える必要がある。FRBが引き続きインフレを抑制し、総需要を減らそうとしている一方で、財政政策が需要を拡大している。その結果、高金利が長期化し、財政赤字が拡大し、経済の重荷となっている。

このことは市場にある程度織り込まれているが、私の主な懸念は「イベント」だ。イランは核爆弾を開発しようとしており、北朝鮮とロシアは核兵器を保有している。4年前、われわれはロシアがウクラ

イナに侵攻するとは思ひもしなかった。昨年の銀行危機や中東危機も予想していなかった。市場は核兵器の利用に関連して株価が20~30%下落するような事態の備えができているだろうか。

金利に関しては、FRBのパウエル議長は再びミスを犯すことができない。もし原油価格が急上昇したら、パウエル議長はどうするだろうか。米国の戦略石油備蓄は50%に低下しており、積み増す必要がある。これにより供給が減少し、需要が高まり、1970年代のようにエネルギーショックに対して脆弱（ぜいじゃく）な状態になる。

しかし、それがどうしたというのか。アルゴリズム取引、モメンタム投資、上場投資信託（ETF）が売買に影響を及ぼし、短期主義がはびこっている。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は、約40年前には1000を下回っていたが、今から40年後には100万に達しているだろう。つまり、長期投資が重要だ。

今年のNYダウとS&P500指数のリターンをマイナス5%~プラス5%と予想する。シートベルトはしっかり締めておくべきだ。

Q：ジェイン氏の見解は。

ジェイン氏：これまでの意見の前半には反対だ。第一に、民主主義の存続と株式市場のパフォーマンスには関係はない。韓国では1993年まで公正な選挙が行われていなかったが、それまで30年以上にわたり株式市場は好調だった。同じことは台湾、チリ、中国にも言える。反対に、2年前のロシアのように株価が下落する可能性もある。

過去数年間の出来事はロシア・ウクライナ戦争に端を発している。この戦争によって、米国、カナダ、ブラジルのようにエネルギー安全保障を追求する国と、ロシアから原油を購入する国が分かれた。欧州は国によりまちまちだ。液化天然ガス（LNG）の価格は100万英国熱量単位（BTU）当たり3ドルから13ドルへ上昇した。新興国市場にとって長期的に負担できる価格ではない。ユーロ圏の製造業購買担当者景況指数（PMI）は2021年終盤にピークを迎え、戦争の勃発以降に急落している。フランスとドイツのPMIは2008~2009年の世界金融危機の底に近い水準に戻っており、さらに下回る国もある。

ドイツの電力価格は50%超上昇している。そのような価格が続けば、ほとんどの製造プラントを稼働させることができなくなる。ドイツは原子力発電所を閉鎖しており、洋上風力発電も信頼できないため、褐炭鉱を再開している。現実が理解されるにつれて、株式市場の環境・社会・ガバナンス（ESG）バブルは崩壊しつつある。世界の人口の半分は化石燃料がなければ餓死してしまう。中国は100万BTU当たり2.5~3.5ドルでロシア産の安価なガスを購入している。両国はエネルギーの面では安泰だ。

過去3年間にドルで最も上昇した通貨はメキシコ・ペソとブラジル・レアルだった。私はプリースト氏の意見に賛成しない。中国を除き、新興国市場は健闘している。中国の経済は「まあまあ」だが、株式市場はそうではない。中国の国有企業は民間セクターよりもはるかに良いパフォーマンスを上げている。これは公共セクターの強引な介入の悪い面だ。

Q：他のアジア地域をどう見ているのか。

ジェイン氏：インドネシア、マレーシアおよびインドなどの状況は非常に良い。中南米では、ブラジルに今ほど強気だったことはない。新型コロナウイルス流行期に刺激策がほとんどなく、金利が高い

にもかかわらず、GDPと株式市場は好調だ。

市場の観点では二分される。欧米の企業業績は予想を大幅に上回っており、市場が好調な理由となっている。しかし、多くの国で企業改革も大幅に進んでおり、欧州を除く市場全体の観点ではポジティブだ。ロシアに対するエネルギー制裁が緩和または解除されるまで、欧州経済は厳しい状態が続くだろう。

コーエン氏：興味深いコメントだ。中国への海外直接投資が初めて止まった。それが他の新興国に振り向けられたとみているのか。

ジェイン氏：イエスとノーだ。メキシコは、ニアショアリング、つまり中国以外へのオフショアリング（海外移転）からの恩恵を受けている。インドとインドネシアには外国から投資されている。長期的にみるとサイクルが見られる。つまり、良好な市場は悪い政策につながり、それは市場の悪化につながって、ひいては政策が改善して良好な市場になる。現在は、数年間の良好な政策の後の良好な市場の段階に入りつつある。

ブラジルは、最大の電力会社のように、民営化が最も困難な数社を民営化した。サウジアラビアは、今後数年間で60社弱を民営化する予定だ。一方の欧州では、罰則や規制が強化されており、電力会社は国有化される。新興国の一部の政策は以前と大幅に異なっており、それは強気の理由だ。

とはいえ、多国籍企業は新興国において、国内企業の台頭が理由でかつてほど好調ではない。消費財メーカーのユニリーバの主要新興国市場における販売量の増加はわずか2〜3%だ。新興国の大手銀行は、欧州の銀行よりはるかに良好な状態にある。ブラジルでは数行の時価総額が300億ドルを上回っていて欧州と同等だが、自己資本利益率（ROE）ははるかに高い。

■ 米国に対する見方



Rajiv Jain/ Photograph by Mackenzie Stroh

Q：米国についてあまり語られていないが、強気なのか弱気なのか
ジェイン氏：私は非常に強気で、アールステン氏に同意する。経済に対しては強気ではないが、株式市場は、世界で最もクオリティーが高く、金もうけの手段を分かっている幾つかの企業によって支配されている。また米国のガソリン価格は、依然として1ガロン当たり3ドルだ。欧州では、電力価格が60〜70%上昇すれば産業が空洞化するが、米国はそういった状況ではない。

Q：エレンボーゲン氏の考えは。

エレンボーゲン氏：無リスク金利が上昇するという考えには同意する。人々は過去数年間に世界の緊張に焦点を当てる傾向にあった。しかし投資家に対する大きなメッセージは、資本コストがもはやゼロではないということだ。私は、プリースト氏が数年前のラウンドテーブルで、現代貨幣理論（MMT）をばかにしていたことを覚えている。現在ではMMTの話は聞こえてこない。FRBを含む世界の中央銀行が、MMTの実験は失敗に終わったと明確にしているためだ。

今後の資本コストがゼロでなければ、われわれはスピードとモメンタムがけん引した時代から、技能と判断の時代へ移行している。つまり、銘柄選択の市場であることを意味する。移行は順調ではないが、どんな企業でも利益と成長を得られる時代ではもはやなくなった。これは健全な状態だ。

中小の上場企業と、ベンチャーキャピタルであれプライベート・エクイティであれ非上場市場は、過剰な状態だ。非上場市場の投資家は、評価損を計上し始めた。上場市場の投資家は、2022年に評価損を計上した。

私はガベリ氏と同じ意見だ。長期的な観点に立ち、米国の見通しにポジティブであるべきだ。米国企業の俊敏性と能力は世界に類がない。

■ AI問題



Henry Ellenbogen/ Photograph by Mackenzie Stroh

Q：あなたは昨年、AIに熱狂的だった。この先に何が控えているのか。

エレンボーゲン氏：米国は、テクノロジーの次の技術革新で勝利を収めつつある。2023年に推奨した言語学習アプリ企業のデュオリンゴ<DUOL>は、AIで実行できることの小宇宙だ。デュオリンゴはAIを、言語だけではなく数学や音楽の教育内容を作成するために利用しており、教育の個人化にも利用している。

マイクロソフト・コパイロットのギットハブはソフトウェア・エンジニアの生産性を向上させている。米国はAIで中国のはるか先を走っており、欧州は、スタートラインに立ってさえいない。米国政治に懸念を抱く理由はあるが、米国の企業文化と技術革新能力を考えるとストーリーはポジティブだ。

米国人は、選挙投票日に向けてさらに悲観的になる傾向があり、それは消費者信頼感に影響を及ぼす。しかし、FRBが金融緩和をすると示唆したため、第4四半期には企業利益が加速するだろう。私は今年の株式市場が小幅に上昇するとみているが、上昇は選挙投票日後に偏るだろう。

Q：AIへの投資は費用がかかる。企業は費用をどのように管理するのか。そして、いつになったらAIから収入を得られるようになるのだろうか。

エレンボーゲン氏：AIの波は、インターネット、モバイル、クラウドなど、私が見てきたテクノロジーの波と同程度に大きい。配車サービス企業のウーバー・テクノロジーズ<UBER>などはモバイル・テクノロジーがなければ存在できなかっただろうが、宅配ピザチェーンのドミノ・ピザ<DPZ>のような伝統的な事業も恩恵を受けている。クラウドは既存勢力に対する挑戦者にとって恩恵となった。AIでは既存勢力が成果を上げるだろう。企業はインフラを再構築したり、顧客に対するインセンティブを変更したりする必要はないが、新たな構造にデータを投入するための多大な労力が必要になるか、あるいは、新たなコードが必要になるだろう。近代的なアーキテクチャーとコードを備えた企業が多

大な恩恵を享受しつつある。ただし、S&P500指数構成企業の一部は、AIに投資するために他の費用を節約しなければならないだろう。

ガベリ氏：ニューヨーク・タイムズは、著作権侵害でマイクロソフトとオープンAIを訴えた。これは、AIのアキレス腱（けん）か。

エレンボーゲン氏：違う。ライセンス供与の問題は片付いている。ユーチューブの著作権訴訟は解決した。著作権所有者には著作権料が支払われており、AIでも同様になるだろう。

アールステン氏：半導体メーカーのアドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>のリサ・スーCEOは、2027年までにアクセラレーター画像処理半導体（GPU）の市場が約4000億ドルになると語っている。これは、エヌビディアの現在のデータセンター関連売り上げの約450億ドルからの大幅な増加を意味し、2027年のデータセンターおよびクラウドAI向け支出が1兆ドルを超えることを示唆する。一方で、デジタル広告の市場規模は6500億ドルで、そこでAIが収益化されるだろう。その他、ライフサイエンス企業や、事業・財務管理ソリューションを提供するイントゥイット<INTU>、マイクロソフト、画像編集ソフトウエア企業のアドビ<ADBE>、アマゾン、グーグルなどがAIに投資している。

エレンボーゲン氏：主要テクノロジー企業は、AIから既に価値を獲得しつつある。伝統的な企業へのAIの普及には時間がかかるだろう。また、優れた消費者向けアプリも作成されていない。株式市場で過剰にけん伝されているのは確かだが、いずれ収まるだろう。

■ ブラック氏の見方



Scott Black/ Photograph by Mackenzie Stroh

Q：ブラック氏の意見は。

ブラック氏：私は、今年の実質GDP成長率は減速するが、リセッションには陥らないと予想している。実質GDP成長率の大方の予想は、0.7～1.4%の間にある。株式市場にとって重要なのは、FRBがインフレを腰砕けにできるか否かだ。

食品とエネルギーを除く消費者物価指数（CPI）の上昇率は、現在は4%程度で、2024年を2.4%と予想する向きもある。インフレ率がその水準まで低下すれば金利も引き下げられるが、

私はFRBが今後3～6カ月の間は現状を維持すると予想しており、FF金利誘導目標の引き下げを見込んでいない。市場は乱高下し、パフォーマンスはインフレを抑え込めるか次第になるだろう。

また、マネーサプライのM1とM2にも注目すべきだ。M1は前年比9.6%減、M2は同3%減となっている。FRBのバランスシートの総資産は、1月3日時点で7兆7400億ドルだったが、前年比で8420億ドル減少しており、ピークは9兆ドルだった。

金融政策は極めて景気抑制的だったが、米国の慢性的な財政赤字は大問題だ。米議会予算局（CBO）によると、昨年の財政赤字は1兆5400億ドルで、それが今年には1兆5700億ドル、来年には1兆7600億

ドルへ増加する見通しだ。GDP比では約6%となっており持続不可能だ。米国の負債は34兆ドルで、GDP比では約1.23倍になる。

ガベリ氏：政府は、3000億ドルの理論上の学生ローン返済猶予額を財政赤字に足し戻しているため、実際の債務残高はそれより多い。

ブラック氏：今年の利払い額は7450億ドルでクラウドファンディングアウトの効果がある。企業増税が必要だ。

ウィトマー氏：増税額は少な過ぎるし、増税は悪い政策だ。

ブラック氏：歳出削減の必要もある。予算の裁量的支出は多くない。

さてバリュエーションだが、2024年のS&P500指数のボトムアップ予想EPSは242.44ドルで、前年比13%増に相当するが高過ぎる。私の予想は7.6%増の230ドルだ。前提として、実質GDP成長率を1.4%、CPI上昇率を2.5%としており、営業利益率の0.4%ポイントの改善も織り込んでいる。私の予想に基づくS&P500指数の予想PERは20.4倍で、金利の水準を考慮するとやや割高だ。

ナスダック100指数とラッセル2000指数は、昨年末の債券利回り低下で多大な恩恵を受けた。それぞれの予想PERは、27.9倍と26.8倍だ。市場の方向性については、FRBが利下げ可能と判明しない限り、今後6カ月間はあまり明確にならないとみている。

Q：皆が毎年、今年は銘柄選択の年だと言う。ウィトマー氏の意見は。

ウィトマー氏：ブラックストーンのステイブ・シュワルツマンCEOは最近、実際のインフレ率が約2.5%だと言っていた。FRBは数四半期遅れているが、いずれにせよ金利は低下するだろう。私は銘柄選択派で、素晴らしい価値がある企業は多くない。確定拠出年金（401k）の資金が流入して1月の株価を恐らく押し上げるだろうが、その後に5〜10%程度下落があっても私は驚かない。その時点で投資機会があるかもしれない。

■ ロジャース氏の見方



Meryl Witmer/ Photograph by Mackenzie Stroh

Q：ロジャース氏の2024年の見方は。

ロジャース氏：プリースト氏が、米国民主義の潜在的な課題について述べていた。われわれの多くは、バークシャー・ハサウェイ<BRK.B>の年次株主総会に毎年出席しており、ウォーレン・バフェット氏は米国の資本民主主義が今までに発明された中で最高の制度であることを思い起こさせてくれる。

市場のパフォーマンスは二極化した。一方には大型グロース株があり、反対側には小型バリュエーション株がある。JPモルガン・チェースによると、

大型グロース株のPERは、過去20年平均の18.9倍に対して直近は26.5倍だ。小型バリュエーション株ではそれ

ぞれ16.7倍と16.3倍となっている。大型グロース株と小型バリュース株のバリュエーション格差は以前にも見られたことがある。2000年のハイテクバブル崩壊時に、小型株は大型株を42%アウトパフォームした。

S&P500指数が10~15%下落しても私は驚かない。S&P500指数は2023年の大幅な上昇を受けて、現在は過大評価されている。私は小型バリュース株に投資機会があるとみている。多くの銘柄が無視されており、小型バリュース株に対するリサーチは私の経験上で最悪の状況にある。

Q：何が好転のきっかけになるのだろうか。

ロジャース氏：2023年の第2、第3四半期の業績は期待外れが多かったが、現在では楽観的な見方が高まっている。企業の経営者は自社株を個人的にかつてない水準で買っており、企業としても自社株買いを実施している。利益成長が回復の原動力になるだろう。

エレンボーゲン氏：ちなみに昨年、S&P500指数の予想未達幅は2~3%だったが、ラッセル2000指数では20%を超えていた。S&P500指数がラッセル2000指数をアウトパフォームした理由は利益成長だ。

ガベリ氏：ラッセル2000指数では、銀行が約20%を占めていることを忘れてはならない。3月の銀行危機の際に銀行株が下落して、ラッセル2000指数にとって打撃となった。

コーエン氏：小型株の好転のきっかけの一つは、M&A（合併・買収）になるだろう。多くの大型企業では現金が潤沢で負債の金利は低く、事業拡大を狙っている。プライベート・エクイティ投資家も潜在的な買い手だ。

アールステン氏：アマゾン、アルファベットおよびマイクロソフトも買い手になる可能性がある。そのような企業は規制上の問題から、他の大企業を買収できない。

ガベリ氏：ヘルスケアでは3件のM&Aが発表されており、石油関連でも案件が殺到している。

ロジャース氏：金利低下につれて案件が増えるだろう。ちなみに、FRBが2001年に利下げした際には、グロース株はアウトパフォームしなかった。

ブラック氏：中小型株は2007年以降にS&P500指数をアンダーパフォームしてきた。興味深いことに、ラッセル2000指数は2023年に、S&P500の均等ウェイト指数を3%ポイント、アウトパフォームした。

また、小型株の約40%は赤字のため、ラッセル2000指数が割安であると言うのは公平ではなく、実際は割高だ。PERは赤字企業を除くと17倍だが、赤字企業を含めると26.8倍になる。ウィトマー氏の言う通り、結局は銘柄選択になる。小型株が資産クラスとしてアウトパフォームするという確信は私にはない。

ロジャース氏：現在は悲観的な見方が多い。故ジョン・テンプレート氏は晩年に、悲観的な見方のピークで買いたいといつも語っていた。誰もが一つのセクターをあきらめた時が投資機会だ。

プリースト氏：労働力と実物資産をテクノロジーに置き換えた場合の規模の効果は膨大だ。最終的に

は勝者総取りとなる。多くの小型株にとってゲームオーバーになっていると私は考えており、小型株は提携するか大企業に身売りしなければ競争は困難になるだろう。

■ ジルー氏の見方



John W. Rogers Jr./ Photograph by Mackenzie Stroh

Q：小型株についてまだ議論はあると思うが、ここでジルー氏の見解を聞きたい。

ジルー氏：過去6年間にわたって、経済に対するコンセンサス予想は往々にして間違ってきた。2018年初め時点のS&P500指数の予想PERは18～19倍で、金利が4%になり、経済成長率は非常に高いと予想されていた。2018年に利益は20%超増加したが株価は下落した。投資家は年末にかけてリセッションを懸念し、金利は低下した。

2022年には、すべてのエコノミストが、リセッションになり、高金利が続くと述べていた。しかし現在では、誰もが金利低下、インフレ率低下、ソフトランディング（軟着陸）を予想している。

市場に関して述べると、経済のバラ色の見通しと低いバリュエーションをてんびんにかけた場合、私は常に低いバリュエーションを選択するだろう。2024年は、恐らくリセッションにならず、金利は低下する公算が大きい。しかし株式は割高だ。株価の水準を支えるに

は、経済のコンセンサス予想が当たらなければならない。今年の株価変動がプラスマイナス5%という点では、プリースト氏に賛同する。向こう5年間では、年平均で6.5%のリターンを予想している。

とはいえ、マネージドケア、ライフサイエンス機器、公益および廃棄物処理銘柄には価値があるとみている。マイクロソフト、イントゥイット、顧客情報管理（CRM）サービス大手セールスフォース・ドットコム<CRM>も、バリュエーションが低く割安だ。エネルギーを10年間にわたってアンダーウエートとしてきたが、需給動向が変化したため値打ちがある。

AIはまだ初期段階だ。大企業はまだベータテスト段階にあり、AIの見通しの解明に努めている。ギットハブ・コパイロットはエンジニアの生産性を50%向上できる。AIの投資利益率は100%を優に上回って、グラフから飛び出している。

AIの長期的な受益者はソフトウェア企業だ。多くの大型ソフトウェア企業の増収率は10%を超えている。この10年間の後半では増収率は1～3%ポイント高まる可能性がある。AIは純利益にとっても大きな恩恵をもたらすだろう。プログラマーの生産性が4年間で50～100%高まれば、過去のように採用する必要はなくなる。ソフトウェア企業の利益率が上昇する公算が大きい。

マイクロソフトは、長期的にAIに投資する最有力候補だ。マイクロソフトのPERを市場と比較すると、パンデミック（世界的大流行）前の3年間は1.53倍だったが現在は1.59倍で、やや割高にはなったものの、それほど割高ではない。

また、AIの波及効果も考慮する必要がある。AIはホワイトカラーの需給不均衡につながるだろう。また、経済成長率が低下し、失業率は過去10年間と比較して構造的に高まるだろう。

バランス型のマネジャーとして、優良レバレッジドローンと優良ハイイールド債にも価値があるとみている。

■ 1年後の話題



David Giroux/ Photograph by Mackenzie Stroh

Q：1年後に再び集まったときには、何について話しているだろうか。

アールステン氏：景気回復、金利低下、インフレ率低下、株式市場上昇、2025年の見通し改善。

プリースト氏：地政学的状況の悪化継続。

ロジャース氏：極めて複雑な選挙結果。最高裁判所に持ち込まれる可能性がある。

ジェイン氏：今年とほぼ同じ。地政学的状況は劇的には変化しないだろうし、米国経済は大丈夫だろう。

コーエン氏：米国の選挙と、数カ国のリーダーについてだ。フランス、ドイツおよび英国のリーダーの見通しはやや不透明だ。

ブラック氏：選挙結果が話題になる可能性がある。

ジルー氏：AIと、2025年に期限を迎える3兆ドルの減税だ。M7ではなく、テスラを抜いたマグニフィセント・シックスについて話しているだろう。テスラは今年大幅にアンダーパフォームする可能性がある。バリュエーションが高い自動車メーカーで、市場シェアも失っている。

Q：M7に替わる銘柄はあるか。

ジルー氏：アドビや、ITサービスを提供するサービスナウ<NOW>が加わっているかもしれない。最後に、経済に関するコンセンサス予想が、現在と大幅に異なっていると予想する。

エレンボーゲン氏：企業は機敏でなくてはならず、投資家は成長と収益性のバランスの取れた企業への投資を望むだろう。米国には課題があるものの、世界の中でユニークな存在であるとわれわれは気付くだろう。米国の人口は人口置換率以上の成長となっており、米国の事業環境はユニークだ。AIでは世界のリーダーだ。また、GLP-1（糖尿病と減量の薬）についても話しているだろう。米国は世界で最も肥満が多い国で、肥満カーブを変化させれば、生産性改善と医療費削減につながる可能性がある。

デサイ氏：今日議論したのとほぼ同じことについて話しているだろう。米国の財政についても確実に話しているはずだ。

ガベリ氏：財政問題の解消方法については、より多くの時間を割くだろう。

ウィトマー氏：米国はきっと大丈夫だ。税収を増やさなければならない。相続税の免除が2025年末に期限を迎える。

デサイ氏：唯一の解決策は付加価値税（VAT）だ。米国以外では、進歩的な政策のための歳入をVATに依存している。進歩的な政策を賄えるのは逆進税のVATだけで、米国の複雑な税制では賄えない。

■ ウィトマー氏の選好銘柄

Meryl Witmer's Picks

Company / Ticker	1/5/24 Price
Graham Holdings / GHC	\$679.39
Wintrust Financial / WTFC	91.75

Source: FactSet

Q：銘柄選択の話に移ろう。最初はウィトマー氏。

ウィトマー氏：最初の選好銘柄は教育・メディア事業を中心に幅広い事業を展開するグラハム・ホールディングス<GHC>だ。株価は680ドル。上場されているクラスB株は360万株、他にクラスA株が96万株あり、時価総額は31億ドルだ。グラハム一族が、保有するクラスA株を通じて議決権を支配しており、同一族はクラスB株も多く保有している。一族が両クラス株を保有していることから、不正取引を懸念してはいない。ティム・オショネシーCE

Oは一族のメンバーと結婚しており、合理的なビジネスマンだ。1株当たりキャッシュフローを増加させることを最重視しており、安心できる。

Q：多くの事業を展開しているが、その内容は。

A：当社はサム・オブ・ザ・パーツ分析に基づいてグラハムを評価している。教育事業の中ではカプラン・インターナショナルが最大だ。英語圏を中心とする大学と提携し、留学生が学業と英語力に関する要件をクリアできるようにサポートを行っている。また、学生向け宿舎の提供も行っている。提携校との契約は大半が長期だ。

2023年9月から新年度が始まったが、事業はコロナ禍後のベースラインに復帰しつつあり、継続的な改善が見込まれる。いずれかの時点で英国政府が2017年以降据え置きとなっていた授業料の上限を引き上げ、増収となる可能性がある。また、米国の学生ビザ管理当局が18カ月分の未処理申請を処理すれば、恩恵を受ける可能性がある。教育事業分野には、高等教育部門と補習教育部門もある。米国の大学が標準テストを再び学部への入学許可の要件にすれば、さらなるビジネスチャンスとなり得る。

教育事業部門の2023年9月までの12カ月間の調整後営業キャッシュフローは1億6900万ドルだった。当社はフリーキャッシュフローを1億3500万ドル、事業価値はキャッシュフローの8.5～11倍、中間値を使用すれば、12億3000万ドルと推計している。

Q：他の事業は。

A：放送部門では米国のさまざまな都市でテレビ放送局を保有している。選挙のある年とない年を平均すれば、営業キャッシュフローは安定している。当社は、過去2年間の平均営業キャッシュフローから所要設備投資額1300万ドルを控除してこの事業を評価している。フリーキャッシュフローの5.5倍、10億ドルが事業価値だ。

製造業も傘下に収めているが、商業用オフィススペースが低迷し年間2000万ドルの打撃となっている。他の事業は堅調で、中でも製材事業のフーバー・トリーテッド・ウッドが素晴らしい。製造業部

門の価値は12カ月実績キャッシュフロー5600万ドルの7.5倍、4億2000万ドルと見ている。

ヘルスケア部門も素晴らしい。100%子会社と合併事業を通じて在宅ホスピスサービスや輸液サービスを提供している。ライバルであるオプション・ケア・ヘルス<OPCH>のバリュエーションは高いが、当社はフリーキャッシュフローに保守的な倍率8.5倍を適用し、これに合併事業の持ち分1億ドルを加えて、事業価値を4億5000万ドルとしている。

自動車事業は自動車ディーラーを保有しており、事業価値は税引き前キャッシュフローの7倍、約2億6000万ドルと見ている。レストランや、オーダーメイドの額縁を販売するフレームブリッジなど、他にも事業があり、その事業価値については2億ドル強と評価している。

グラハムには年金基金があり、税引き前で16億ドル（1株当たり約350ドル）の積み立て超過となっている。超過部分の運用益は革新的な方法でヘルスケア部門の看護師確保に活用している。今年度から401k口座のマッチング拠出に代わる年金拠出を提供する予定であり、それによって、課税利益額を抑えつつ、年間1000万ドルを節約できる見込みだ。当社はその価値を5億2500万ドルと見積もっているが、より大きい可能性もある。

他の資産としては、大学への貸付金、現金1億6000万ドル、保有株式5億7500万ドルなどがある。負債が7億6200万ドルあるほか、傘下事業に配分されない本部経費が4億ドル、マイナス項目として存在する。すべてを合計すると、1株当たり835ドルとなる。今後2年間の1株当たりフリーキャッシュフロー100ドル、および事業の成長を考慮すれば、グラハムの株価は1000ドルを超えると予想する。

エレンボーゲン氏：当社にも重複するヘルスケア投資が幾つかある。グラハムのヘルスケア部門には恐らくウィトマー氏の推計額の2倍の価値があるし、配分の対象とならなかった分野の収益性は高い。ヘルスケア事業の質の高さが認識され、今後数年間で営業利益が1億ドルに近づけば、株価は反発するだろう。複合企業の株価は、傘下の特定の事業部門が高く評価されるようになるまで、割安で推移する傾向にある。

ウィトマー氏：次の銘柄は金融持ち株会社のウィントラスト・ファイナンシャル<WTFC>だ。株価は約91ドル、発行済株式数6120万株、時価総額約55億ドル。傘下に15行のコミュニティーバンクをイリノイ州とウィスコンシン州で有するほか、リース会社とウェルスマネジメント事業も展開している。また、保険代理店向け融資や生命保険料融資など、専門的で収益性の高い事業も行っている。

融資残高は約410億ドル、うち101億ドルが商業不動産融資だが、オフィス向けや複合用途物件向けは約30億ドルにすぎない。貸倒償却率は年間わずかに約0.1%で、2023年9月末時点の不良債権比率は0.26%だった。預金残高は440億ドル、うち100億ドルがゼロ金利預金だ。

EPSは年間10ドルのペース（2022年の8ドルから増加）。2023年9月末時点の1株当たり純資産価値（BPS）は75ドル19セントで、内部留保を加えれば今年度末には86ドル前後になる見込み。質の高さからすれば9~10倍というPERは低過ぎる。長期的に株価上昇が期待できる。

■ アールステン氏の選好銘柄

Todd Ahlsten's Picks

Company / Ticker	1/5/24 Price
Intel / INTC	\$46.89
Oracle / ORCL	102.73
Deere / DE	395.96
Thermo Fisher Scientific / TMO	531.23
Marriott International / MAR	222.42
Intercontinental Exchange / ICE	125.79

Source: FactSet

Q：次はアールステン氏

アールステン氏：22歳でパルナッソスに入社してすぐに半導体株をカバーし始めたが、当時インテル<INTC>は保有していなかった。当時バリュー株ではなかったが、今はバリュー株に近づいている。時価総額は2030億ドルと2000年のピーク時の50%だ。3～5年後にはM7の一角を占める可能性がある。パット・ゲルシンガーCEOは、米企業史に残る大復活の一つになり得るとしている。そこまでは思わないが、数年間保有していなかったインテル株を当社は昨年5月に取得している。

インテルはパソコン用やサーバー用のCPU（中央演算処理装置）の市場シェアをAMDに奪われた。製造技術では台湾積体回路製造（TSMC）<2330.台湾>に後れを取

り、AI用途のGPUではエヌビディアに大きく水をあけられている。年間売上高は約700億ドルから、2019年以降は500億ドル台半ばに落ち込んでおり、粗利率が17%ポイント低下する一方で、研究開発費（R&D）は7.5%ポイント増加している。

Q：復活の道筋は。

A：構造的なコストの引き下げだ。さらに重要なのは、ゲルシンガーCEOが製造技術に積極的に投資していることだ。インテルは、次世代半導体アーキテクチャーであるゲートオールアラウンド（GAA）でリードを取り戻す可能性のある位置に付けており、このテクノロジーによって、インテルのCPUとGPUは処理能力、効率性、生産性が向上する。インテルは高開口数極端紫外線（NA EUV）露光装置をいち早く採用する見込みだ。新しいボンディングとパッケージングを採用し、ワイヤ、ロジック、メモリーを含めてパッケージングする。数年以内にインテルの市場シェアは安定し、再び拡大し始めるだろう。米国を象徴する企業であり、私は米国の偉大な企業に投資したいと考えている。

インテルは、世界のファウンドリー（半導体受託製造企業）となるために、5年間で1200億ドルを投じる計画である。ゲルシンガーCEOは、インテルを設計事業とファウンドリー事業に分離しようとしているが、これは困難な取り組みだ。

Q：成功するとみる理由は。

A：2022年9月、半導体設計ソフトウェアのケイデンス・デザイン・システムズ<CDNS>の元CEO、リップブー・タン氏がインテルの取締役役に就任した。電子設計自動化のスペシャリストだ。売上高は3年以内にGPU事業で20億ドル、ファウンドリー事業で30億ドル増加する可能性があり、そうなればエヌビディアやTSMCとある程度競合できるようになるだろう。ファウンドリー事業の売上高は長期的には数百億ドルに達する可能性がある。2030年までに、エヌビディアやアップル、グーグルの部品をインテルが製造するようになる可能性もある。「可能性」という点を強調しておきたい。

株価は昨年90%上昇し、直近は47ドル。3年後にEPSは4ドル超、営業利益率25%超を達成できる可能性がある。PER18倍を適用すると株価は72ドルとなる。インテルの長期目標は、粗利率60%、営業利益率40%だ。

Q：ファウンドリーと半導体設計企業の両方になることに矛盾は。

A：二つの企業を一つの企業の内部に構築する。財務面が分離され、両事業の説明責任は高まるだろう。現実には機能するか、2025年には分かるはずだ。株価の下値は30ドル台半ばだ。

ブラック氏：エヌビディアと半導体設計大手アーム<ARM>も傍観してはいないだろう。インテルはどう対抗していくのか。

アールステン氏：アクセラレーテッドコンピューティングの成長によって大量のCPUが必要になる。加えて、インテルは他にもイノベーションを起こしている。エヌビディア以外の選択肢が求められており、それがインテルだ。

ソフトウェア大手のオラクル<ORCL>は、AI、ソフトウェア、およびクラウドコンピューティングに手頃なバリュエーションで投資する貴重な投資を提供している。時価総額は2800億ドル、株価は104ドル、PERは18倍。フリーキャッシュフロー利回りを4%とすると、株価は2年半で155ドルまで上昇する可能性がある。2027年度のフリーキャッシュフロー総額は200億ドルに達する可能性がある。

オラクルのクラウド移行ストーリーの耐久性は高い。インフラストラクチャー・アズ・ア・サービス（IaaS）は今後数年にわたり50%の成長率を維持する可能性がある。そして、オラクルは事業をライセンススペースからソフトウェア・アズ・ア・サービス（SaaS）モデルに移行させつつある。一方で、データベース事業は安定したキャッシュフローを産んでいる。

移行コストは安くはない。インフラ部門の設備投資は60億～70億ドルに上ると推測される。オラクルの株価は現在、市場よりも10%割安だ。昨年秋の時点では15%割高だった。

3番目の銘柄、農業機器大手のディア<DE>については、私が現役のうちに恐らく投資額を倍増させることになるだろう。投資をした後、何も見ず、タイで10年間ビールを飲んで過ごせるほど素晴らしい会社だ。

Q：随分と極端な意見だが、その論拠は。

A：世界の温室効果ガス排出量のうち16%を農業が占めている。ディアの精密農業技術は、水、肥料、殺虫剤の使用量を削減するのに役立つ。ディアには優れたモート（競争優位性）がある。農業分野は現在下降局面にある。トウモロコシ価格が昨年30%下落し、農業収入は圧迫されている。

ガベリ氏：しかし、それでも農家全体の現金収入は5200億～5250億ドルと、過去10年間の平均水準を大幅に上回る見込みだ。

アールステン氏：農業機械の車齢はまだ大丈夫だ。ディーラー在庫もそれほど増加してはいない。ディアはサイクルごとに改善され、利益率はより高水準でピークを迎えるようになっている。当社の弱気シナリオでも2025年のEPSは24ドルに達する可能性がある。株価は400ドルであり、バリュエーションは高くない。サイクル中期となる2026年のEPS 30ドル、PER 18倍を基にすれば、2年で株価は540ドルまで上昇する可能性がある。その頃には、ディアのコネクテッドマシンは150万台、サステナビリティに関して協力する農場の面積「エンゲージド・エーカー」は5億エーカー（高度エンゲージド・エーカーは2億5000万エーカー）に達する可能性がある。

ブラック氏：ディアにとって稼ぎ頭のディア・ファイナンシャルに言及していないが。

アールステン氏：素晴らしい資産だ。素晴らしい農家のバランスシートと素晴らしい農場に支えられ、貸倒率も低い。

試薬や研究機器で知られるサーモ・フィッシャー・サイエンティフィック<TMO>はライフサイエンス分野の素晴らしい企業だ。バリュエーションは三つの理由で低迷している。新型コロナウイルス検査関連の売上高は、コロナ禍中に約90億ドルでピークを打ち、来年は3億ドルまで減少する可能性がある。また、2021年のバイオテクノロジー業界の資金調達環境は素晴らしかったが、それも終わった。中国はライフサイエンス関連ツールの購入を削減している。

売上高は今年成長軌道に戻り、2025年には1桁台半ば～後半の成長率を達成するだろう。2023年のEPSは約22ドル、足元のPERは24倍だ。今なら、サイクルの底で購入できる。株価は3年後には、2027年度予想EPS 30ドルの25倍、750ドルになる可能性がある。

Q：けん引する要因は。

アールステン氏：魅力的な資産と経常的な収益がある。医薬品のR&Dで使われるあらゆる種類の分子の根幹部分を形成している。M&Aの実績も素晴らしい。中国ビジネスがいつ回復するかは分からないし（売上高の8%にすぎなかったが）、バイオテクノロジーの資金調達の底の問題もある。しかし、長期的にはR&D支出は右肩上がりであり、サーモは計測装置・医療機器メーカーのダナハー<DHR>（こちらも当社の投資先）とともに成功するだろう。

ホテルチェーン大手のマリオット・インターナショナル<MAR>は調整後利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）ベースの利益率が72%、自己資本利益率が25%だ。株価は222ドル、PERは23倍、時価総額は650億ドル。マリオットは市場シェア16%を有する最大の高級ホテル企業で、31のブランドを傘下に収め、株価は長年にわたり質の高い成長を維持している。

高級ホテルを中心に、ホテル市場には需給に構造的な不均衡がある。年間の供給増加率はコロナ禍前は2～3%だったが、インフレと高金利の影響で、今や0～2%に低下している。需要増加率は2019年までの10年間で3～4%、現在は旅行の回復やその他の要因により4～6%となっている。

Q：マリオットにとって何を意味するのか。

アールステン氏：稼働客室1室当たり売上高（RevPAR）は過去10年、年率2～3%で成長したが、次の10年間は3～6%に加速する可能性がある。マリオットのロイヤルティープログラムには1億9200万人が加入しており、これを活用してホテル事業以外の売り上げを上げている。経営陣は2025年にかけての手数料収入のうち18～19%をホテル事業以外からの収入が占めると予想している。

マリオットには、3年間で5億ドルのEBITDAを生む可能性のある優れた新規施設のパイプラインがある。2026年の予想EPS 12.75ドル、PER 22倍を基に、株価は2年後に280ドルまで上昇する可能性がある。

エレンボーゲン氏：ヒルトン・ワールドワイド・ホールディングス<HLT>よりもマリオットを選好するのか。

アールステン氏：両社とも選好銘柄だ。

各種取引所を運営するインターコンチネンタル・エクスチェンジ<ICE>は、株価が125ドル、PERは21.5倍、時価総額は720億ドルだ。金融取引所を所有するほか、住宅ローンと不動産に関連する情報を提供するブラック・ナイト、住宅ローン事務処理サービスのエリー・メイ、債券情報提供事業などを保有している。事業の約半分を取引所が占め、取引所の約35%がエネルギー市場向けとなっている。エネルギー価格の変動が大きくなり、これら取引所の価値はますます高まっている。ブラック・ナイトとエリー・メイの間で、ICEは住宅ローンの全プロセスをデジタル化、自動化できるようになり、顧客の獲得に貢献した。

ICEの住宅ローン・テクノロジーの収入のうち76%が継続的なものであるにもかかわらず、去年はブラック・ナイトの買収を巡る問題や住宅市場の先行きの不透明さによって、逆風に直面したが、今やすべて準備が整った。買収によるシナジー効果は今後数年間で2億ドルに上り、それにより自社株買いを復活させる可能性がある。2027年の予想EPSは 8.60ドル、25倍のPERを適用すれば、目標株価は215ドルになるとみている。

By Lauren R. Rublin
(Source: Dow Jones)

2. バロنزが選ぶ2024年版マグニフィセント・セブン So Long, Apple and Tesla. We Built a Better Magnificent 7. アップル、メタ、テスラの3社が脱落

[フィーチャー]

2023年の7社はセクターに偏り



PHOTO: DAVID PAUL MORRIS/BLOOMBERG

マグニフィセント・セブン（超大型7銘柄、M7）と呼ばれた7社の株価は2023年、恐らく二度とないと思われるほどの異例の上昇を記録した。そこで、本誌は2024年版のM7を選ぶことにした。

アルファベット<GOOGL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アップル<AAPL>、メタ<META>（旧フェイスブック）、マイクロソフト<MSFT>、半導体大手のエヌビディア<NVDA>、電気自動車（EV）メーカーのテスラ<TSLA>の7社は2023年、M7の称号を獲得

した。これらS&P500指数の時価総額上位7銘柄は昨年、それぞれ49%以上のリターンを上げて同指数の上昇の大部分を担った。

だが、2024年も同様のリターンが得られる可能性は低い。というのも、時価総額上位7銘柄がこれほどのリターンを記録したのは少なくとも1999年以来初めてであり、平均回帰が待ち受けている可能性を示唆しているからだ。さらに、この期間に同じ7銘柄が複数年連続してS&P500指数の最上位を占めた

ことは一度しかない。いずれかの企業があきらめなければならないのだ。

2023年版のM7はポートフォリオの観点からもあまり意味がない。情報技術、通信サービス、一般消費財の3セクターに過度に集中していた。金融、エネルギー、資本財の銘柄は、去年のトップ7に食い込むことができなかった。要するに、多様性がほとんどないのである。

だからこそ、規模だけに頼らないより幅広いM7が必要なのだ。本誌のリストでは2023年のM7の過半数を引き継ぐが、アップル、メタ、テスラは除外した。代わりにパークシャー・ハサウェイ<BRK.A><BRK.B>、医療保険大手のユナイテッドヘルス・グループ<UNH>、クレジットカード大手のビザ<V>を加えている。新しいリストは超大型株中心の構成はそのままに、より多くの産業に分散し、ディフェンシブな投資先を増やし、潜在的な出遅れ銘柄を除いた。

幾つかの選択は簡単だった。テスラは、2023年に株価が2倍に上昇する前の2022年に65%下落するという波乱の2年間を過ごした。しかし、最近の上昇はテスラのファンダメンタルズを反映したものではない。1株当たり利益（EPS）は2023年に約25%減少し、今年も2022年の水準を下回ると予想されている。それでも、株価は2024年予想株価収益率（PER）62倍という割高な水準だ。テスラは昨年、最も人気のモデルを何度か値下げしたにもかかわらず、世界最大のEVメーカーの座を中国のBYD（比亜迪）<1211.香港>に奪われた。

アップルを除外する決断も、それほど難しくなかった。アップルはアナリストに人気があるとはいえ、足元で問題を抱えている。2023年に時価総額を1兆ドル上積みする一方、直近の4四半期連続で減収に陥った。iPhone（アイフォーン）とMac（マック）の売上高は実質的に伸びていない。また、今後発売される複合現実（MR）ヘッドセットApple Vision Pro（アップル・ビジョンプロ）にも期待薄だ。それでも株価は過去最高値近くを維持し、2024年予想PERは28倍である。

メタを外すのはもっと難しかった。今年は大きな選挙があることに加え、メタによる広告製品への人工知能（AI）機能の拡充が売上高を押し上げる可能性がある。また、ひどい目に遭ったメタバース偏重からの脱却に向けて確実に前進している。しかし、2023年に株価を194%上昇させた「効率化の年」の2年目は、アナリストらがコスト上昇の再来を予想する中でより厳しいものになるだろう。マーク・ザッカーバーグ最高経営責任者（CEO）でさえ、最近では自社株を売却している。アナリストらはまだ強気だが、目標株価はメタの直近の株価より5%高いだけだ。メタの現在の株価を考えると、アルファベットの方が良い投資先に映る。以下が本誌の選ぶ2023年のM7だ。

1. マイクロソフト（時価総額約2兆7900億ドル）

マイクロソフトは、時価総額で米国最大企業の座を巡ってアップルと拮抗（きっこう）しているが、これには十分な理由がある。アップルが成長に苦戦する中、マイクロソフトはAI分野でのリードを生かして成長を後押ししている。マイクロソフトのAzure（アズール）クラウドコンピューティング部門は2024年に再び成長し、市場シェアを奪う可能性さえある。また、生成AIアシスタント「365 Copilot（コパイロット）」は、数年後にサブスクリプション収入が年間100億ドルに達する可能性がある、と複数のアナリストが予想している。マイクロソフトの株価は12カ月予想PER31.5倍と決して安くはないが、AI事業が市場関係者の期待通りに成長すれば、問題にならないかもしれない。

A More Magnificent 7 for 2024

Berkshire Hathaway, Visa, and UnitedHealth Group replace Apple, Meta Platforms, and Tesla for their better near-term prospects and added diversification.

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (billion)	2023 Return	2024E P/E	Dividend Yield	Percent Buy Ratings
Microsoft / MSFT	\$374.26	\$2,782	58%	31	0.8%	90%
Alphabet / GOOGL	140.48	1,769	58	20	None	83
Amazon.com / AMZN	150.76	1,558	81	41	None	98
Nvidia / NVDA	528.61	1,305	239	25	0.03	93
Berkshire Hathaway / BRK.A	554.29	795	16	19	None	40
Visa / V	262.88	540	26	26	0.8	79
UnitedHealth Group / UNH	534.7	494	1	19	1.4	78

Note: E=estimate

Source: FactSet

2. アルファベット（時価総額約1兆7700億ドル）

アルファベットについては、正当な懸念がある。特に昨年、株価が大きく上昇した後ではなおさらだ。生成AIがグーグル検索にどのような影響を与えるかは誰にも分からないし、チャットボット「Bard（バード）」は競合するチャットGPTの後塵（こうじん）を拝している。しかし、それ以上に好ましい点のはるかに多い。2024年予想PERが20倍であるアルファベットは、メタと並んで2023年のM7の中で最も割安だ。米大統領選挙などを控える今年は大量の政治広告が検索件数とユーチューブの視聴回数を押し上げるとともに、グーグル・クラウドの成長が再加速すると予想されている。「アザーベッツ（その他事業）」では多くのコスト削減をする余地がまだあるほか、1000億ドル超のネットキャッシュを保有し、今年は自社株買いをする力もある。AIに関する問題も自ら解決すると見ている。

3. アマゾン・ドット・コム（時価総額約1兆5600億ドル）

ファクトセットによれば、セルサイドのアナリスト59人のうち98%がアマゾン株に「買い」または同等の評価を下している。なぜだろうか。まだ力強い消費者需要が2024年に電子商取引（Eコマース）事業を押し上げる一方、新しいクラウドベースの「サービスとしてのAI（AIaaS）」の売上高がクラウド事業アマゾン・ウェブ・サービス（AWS）の業績を支援するだろう。2024年はEPSが36%、フリー

キャッシュフローが66%それぞれ増加すると予想されている。足元の株価は2024年予想PER41倍と絶対値では割安と言えないが、ここ10年超で最も安い水準だ。

4. エヌビディア（時価総額約1兆3100億ドル）

エヌビディアの場合、業績がM7にふさわしいことを証明している。画像処理半導体（GPU）に対する需要が供給をはるかに上回ったことを追い風に、2024年1月期は売上高が前年比2倍超となりそうだ。2025年1月期も劣らず、アナリストらは売上高が57%、EPSが69%ずつ成長すると予想している。確かにエヌビディアはAIブームの最大の受益者だが、株価が大暴騰した後も予想PER26.8倍という水準はまだ妥当に見える。エヌビディアへのエクスポージャーを維持することを悩む必要はないだろう。

5. バークシャー・ハサウェイ（時価総額約7990億ドル）

バークシャーは2024年版M7の中で、ポートフォリオに多様性をもたらす投資先だ。ウォーレン・バフェット氏率いるコングロマリットであるバークシャーを加えることで、広大な保険事業とともに資本財と公益事業にも間接的に投資することになる。2024年に向けての強気シナリオは、保険事業の回復が続き、ポートフォリオの他の部分で営業利益が拡大することである。バークシャーのバランスシートには約1500億ドルの現金があり、バフェット氏は買収や自社株買いに乗り出す可能性がある。バークシャーは2022年に時価総額上位7社に入っていた。

6. ビザ（時価総額約5290億ドル）

ビザは競争優位性と規模の経済、非常に高い利益率を持つ強力なビジネスを誇っている。2024年およびその以後も、これまで通り売上高で10%、EPSで13~15%の成長が予想されている。ビザのネットワーク上で決済量が増えても処理コストは増えない仕組みで、クレジットカードやデビットカードによる毎回の決済のほぼすべてで利益が得られるようになっている。ビザの株価は現在、2024年予想PER26倍以下だ（過去5年間の平均は30倍）。

7. ユナイテッドヘルス・グループ（時価総額約4980億ドル）

景気の良しあしにかかわらず、人々は保険料を支払い、薬を服用し、医者にかかる必要がある。2022年にS&P500指数の上位7大銘柄の一つであったユナイテッドヘルスは、商業保険とメディケア・アドバンテージ・プランで業界をリードする規模を擁している。また、医療情報サービスのオプタムヘルスと薬剤給付管理会社（PBM）オプタムRxを通じたケア・デリバリーも行っている。発表済みの2024年12月期通期ガイダンスで、経営陣はEPSが前年比10%増加するとの見解を示した。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

3. ビットコインETFの登場で暗号資産の真価が試される Bitcoin ETFs Mark a Milestone for Crypto. Now the Real Test Begins. 本格的な資産クラスに仲間入りできるのか

[フィーチャー]

■ 暗号資産に対する投資拡大への期待



BARRON'S STAFF; DREAMSTIME (2)

ビットコイン上場投資信託（ETF）の登場により、暗号資産（仮想通貨）はウォール街の表舞台にデビューを果たした。暗号資産は今や、単なるマイナー資産以上の存在になり得るかが試されようとしている。

ビットコインETFは、暗号資産を以前よりはるかに多くの投資家に開放する手段として、業界が長年求めてきた商品である。その支持派は、ビットコイン＜BTCUSD＞がついに年金基金やファイナンシャルアドバイザーなどの機関投資家が運用する100兆ドルのポートフォリオに組み込まれると予想し、その影響は時価総額9000

億ドルのビットコインの価格を容易に動かし得ると主張する。

ビットコインのマイニングを手掛けるマラソン・デジタル・ホールディングス＜MARA＞のフレッド・ティール最高経営責任者（CEO）は、「運用資産の1%をはるかに下回る比率でもビットコインに割り当てられれば、多大な影響があるだろう」と述べる。

しかし、暗号資産の投資家は突然の資金流入に希望を託すべきではない。機関投資家がビットコインをポートフォリオに組み込むには、何年もかかるかもしれない。また、アドバイザーがビットコインを目新しい商品か重要性の低いオルタナティブ資産以上の存在として認めるかどうかは定かではない。

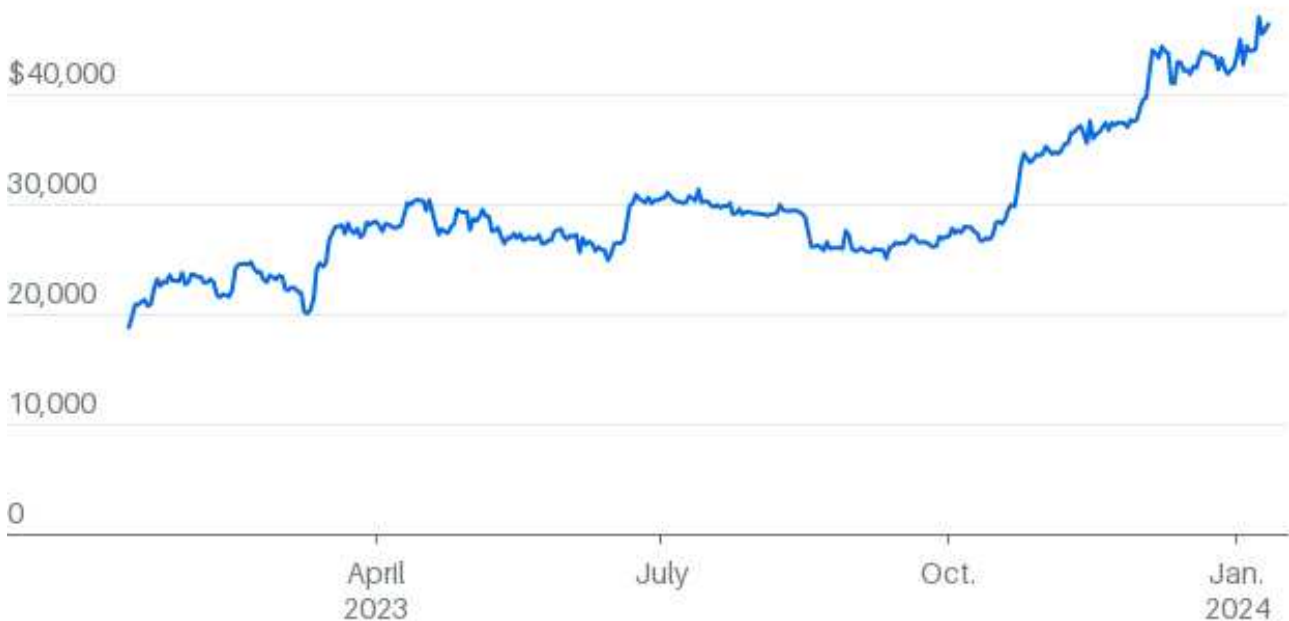
■ 実務面のハードルは多い

米証券取引委員会（SEC）の承認を受け、ブラックロック＜BLK＞、フィデリティ・インベストメンツ、インベスコ＜IVZ＞、ウィズダムツリー＜WT＞などによる11銘柄のビットコインETFが取引されている。世界最大のビットコインファンドである運用資産286億ドルのグレースケール・ビットコイン・トラスト＜GBTC＞も即座にETFに転換した。

しかし、比較的新しい資産クラスであるビットコインETFは、ファイナンシャルアドバイザーによる審査を経なければならない。また、株式や債券のファンドとは異なり、ビットコインETFが最大規模のファイナンシャルアドバイザー部隊を抱える銀行のプラットフォームに載るには、さらにずっと厳しいデューデリジェンスやコンプライアンス審査を経る必要があるかもしれない。バンク・オブ・アメリカ、モルガン・スタンレー、UBSといった金融機関は数千億ドルの資産を運用しており、そのアドバイザーが顧客のためにどれだけETFを購入し、ポートフォリオに配分するかによって、ETFの成否が決まる可能性がある。

Crypto Comeback

Bitcoin got a big lift as prospects for an ETF improved last year.



Source: CoinDesk

インベスコ・ギャラクシー・ビットコインETF<BTCO>の立ち上げを支援したギャラクシー・デジタルで資産運用グローバル・ヘッドを務めるスティーブ・カーツ氏は、「ETFがいつ銀行のプラットフォームにアクセスできるかを左右する、細かくて退屈だがとても重要な要素が多くある」と指摘する。

■ 暗号資産取引所コインベース・グローバルの命運は

ビットコインにどれだけの新たな需要が織り込まれているかは、現段階でははっきりしない。その価格は過去3カ月で75%以上上昇しており、SECの承認を受けて暴騰することもなく、承認の翌日には1%ほど上昇して4万6400ドルとなった。

ビットコインETFの支持者は、ビットコイン市場はまだ比較的小さく、取引量も少ないため、機関投資家の資金が殺到することを織り込めるほど構造的に大きくないと指摘する。アーク21シェアーズ・ビットコインETF<ARKA>の立ち上げを支援した21シェアーズの共同創業者オフィリア・スナイダー氏は、「暗号資産市場においては10億ドルでも大金だ」と述べる。

最大の賭けをしているのは恐らく暗号資産（仮想通貨）取引所を運営するコインベース・グローバル<COIN>だろう。コインベースの株価はETF熱を受けて急上昇しており、ブライアン・アームストロングCEOはCNBCのインタビューで、今回の承認を暗号資産とコインベースにとって「記念碑的な一歩だ」と称賛した。業界では、ビットコインETFが暗号資産にもたらす効果はスターバックスがコーヒー市場にもたらした効果になぞらえられる。

コインベースに対する強気派は、ETFがイーサリアムのようなアルトコインを含むすべての暗号資産を底上げすると予想している。コインベースは暗号資産のエコシステムを構築しており、より多くの

投資家がこの資産クラスを受け入れれば、コインベースはその恩恵を受けるという主張だ。資産運用会社ニーダムでアナリストを務めるジョン・トダロ氏は、コインベース株を買い推奨としており、たとえコインベースがビットコインの取引量をある程度失ったとしても、アルトコインの取引はそれを補って余りあると見ている。

弱気派の主張は、ビットコインETFがトレーダーをカニバリズするというものだ。トレーダーは、トークン取引所で手数料を払い、ビッド・アスク・スプレッドで少し損をするよりも、ETFを利用する方がシンプルで安上がりだと思えるかもしれない。コインベースはほとんどのビットコインETFの管理者となり、いくばくかの手数料を得るだろう。しかし、手数料とビッド・アスク・スプレッドで取引額の1%以上を回収できるリテール取引事業と比べると、収益性は低くなる。

みずほ証券でアナリストを務めるダン・ドレブ氏はレポートで、「今後数四半期でファンダメンタルズが手痛い現実を突きつけるだろう」と指摘している。ドレブ氏はコインベースの株価が直近の141ドル近辺から目標株価の54ドルまで大きく下落すると見ている。

■ SEC委員長やバンガードは懐疑的

SECはビットコインETFを渋々承認した。SECのゲーリー・ゲンスラー委員長は、投資家はビットコインを金のような伝統的な商品と混同すべきではないと警告し、依然として懐疑的な見方をしていることを明らかにしている。

ビットコインのメインストリーム化という業界の願望をくじく可能性のある事案もいくつかある。17日には、SECがコインベースを未登録の証券取引所を違法に運営したとして訴えている裁判の口頭弁論が行われる。コインベースは法律を順守していると主張している。この裁判の展開は、コインベースの収益モデルに大きな影響を与える可能性があり、取引やサービスの大幅な縮小にもつながり得る。

今のところ、業界は勝利に浸っている。アナリストやファンドのスポンサーは、次なる大型商品として、規模で2番手のトークンであるイーサリアムを保有するETFの計画を取り沙汰している。しかし、規制当局は一般的にビットコインをコモディティーとみなし、証券取引法の対象から除外している一方、イーサについてはそのような保証をしていないため、それが実現するのはさらに大きな一歩かもしれない。

これらすべてに懐疑的な企業の一つが、インデックスファンド大手のバンガードだ。バンガードは取引プラットフォームでビットコインETFを提供するつもりはないとして、ビットコインETFを「バランスの取れた長期投資ポートフォリオの構成要素である株式、債券、現金などの資産クラスと同列に扱うことはできない」と述べている。ビットコインがその構成要素になる日がいつか訪れるのかは、まだ分からない。

By Joe Light
(Source: Dow Jones)

4. わがままが横行する金融界に対するキング牧師の教訓 Martin Luther King's Lessons for a Wayward Finance Industry 善良な人々の恐るべき沈黙を打破するため、悔い改めよ

[フィーチャー]

■ 存命なら95歳：キング牧師は何を思う



NATIONAL ARCHIVES

来たるマーティン・ルーサー・キング・ジュニア牧師記念日は、公民権運動の指導者であった同氏が、存命なら95歳を迎える日にあたる。享年39歳のキング牧師が生き続けていたら世界はどうなったか、多くの問いが浮かぶ。キング牧師はもっと多くのことを成し遂げただろうか、それともその声はケーブルニュースやTikTokの騒音に打ち消されてしまっただろうか。公民権に関する明確な進歩に満足しただろうか、あるいは不平等が米国社会に深く根付いたままであることに落胆しただろうか。

さもなくば、もしキング牧師が、聖職ではなく金融のキャリアを選ぶなど、違う道に進んでいたとしたら、どうなっただろうか。字面ほどとっぴな問いではない。キング牧師は明らかに経済が持つ力の重要性を鋭く見抜いていたからだ。キング牧師は、同氏が闘った人種的不平等を強める資本主義システムを厳しく非難したが、一方で非暴力的抵抗の根幹であったボイコットは、経済的な関係がいかに企業活動と公民権運動の双方に影響力を与えるかについてのキング牧師の鋭い感覚を明らかにした。しかし、世論調査や映画、歌の中で銀行や金融機関がこれほどまでに酷評されている今日、もっと適切な問いは、不道德とやゆされることが実に多いこの業界が、アメリカの最も重要な道徳的指導者の一人からどのような教訓を得ることができるか、ではないだろうか。

■ 金融業界には不健全性を生む土壌がある

金融業者、投資家、市場ストラテジストとして働く私たちは、こうした職業に関する非難の理由が、報酬が高いというだけなら、もちろん我慢できる。だが、これほど重要な経済の一部である業界が不評を買い続けるのは健全なことではない。優秀で品位のある若者は、医学、教育、そしてもちろん聖職と同じくらい、金融業界にも必要なのだ。また、厳格な金融規制と、リスクを取る自由のバランスを維持することの重要性を、有権者や政治家はもっと理解する必要がある。

本当に「時は金なり」だから、銀行・投資業界は長期的な思考よりも短期的な思考に報いる。さらに、お金を稼ぐには金持ちと付き合う方が簡単であり、それが教育、機会、階級の不平等を高める強いインセンティブを生んでいる。金融業界における多様性は改善されたが、意思決定者は依然として圧倒的に白人と男性だ。またこの業界は予測可能性を好む。そのため、新しいルールが導入されても、できるだけ混乱が生じないように、おのずと政府との親密性が培われる。

しかし、おそらく銀行家や投資家の最大の弱点は、何か問題がありそうなときに目をそらしてしまうインセンティブがあることだ。「株主価値」や「受託者責任」を過度に重視すると、サプライチェーン（供給網）における児童労働、疑義のあるオフバランス取引、広がりを見せるカーボンフットプリ



PHOTO: DON CRAVENS/GETTY IMAGES

ント（商品・サービスのライフサイクルを通して排出される温室効果ガスの排出量）など、面倒な問題を無視しがちになる。

■ キング牧師の胸打つ言葉

ここで、キング牧師の言葉は、自分たちのレーンから外れることが大嫌いな業界にとって、とりわけ胸に迫る。1963年の「バーミングハム刑務所からの手紙」の中で、キング牧師は「今の世代において悔い改めるべきは、単に悪者たちの憎悪に満ちた言葉と行為だけではない。善良な人々の恐るべき沈黙も、だ」と記している。

これは、金融専門家は本業を止めて地域社会の組織化に専念せよとか、銀行は政治に介入せよということではない。だが、この国民の祝日に私たちは、キング牧師が「道徳的宇宙の弧」と呼んだものが「正義に向かって軌道向ける」ことに資するために何ができるか、皆が問うべきだろう。金融規制当局者の待遇改善支持をショートリストに載せてはどうか。金融業界の健全性と透明性を維持するためのルールが、革新的企業にも悪徳企業にも対応できるようにするためだ。業界のリーダーたちは、金融を適切に理解するリテラシー教育のために、銀行利益の査定額のごく一部を提供してはどうか。銀行が提供するサービスの価値を理解できる顧客や有権者は、銀行にとって必要だからだ。

■ 恐るべき沈黙を打破せよ

より多様な人材の採用は、それが正しいという理由だけではなく、より良い投資判断をもたらすことから、さらなる努力が必要となるかも知れない。最後に、ESG（環境、社会、企業統治）のガイドラインだけでは世界を救うことはできないが、投資家は企業経営者に対し、合法的であっても人類や地球に悪影響を与える慣行について説明するよう求めるべきではないだろうか。

大半の銀行や金融機関は、祝福に値する寛大な慈善事業や社会奉仕事業を現在行っている。しかし、

キング牧師はもっとずっと多くのことをするよう求めるに違いない。人々の生活の向上を支援することに誇りを持つ業界は、利己的との世評があっても、「恐るべき沈黙」を打破するにはどうするか、常に考えるべきだ。

執筆者のクリストファー・スマート氏は投資戦略コンサルタント会社アブロース・グループのマネージング・パートナーであり、オバマ政権では上級経済政策アドバイザーを務めた。

By Christopher Smart
(Source: Dow Jones)

5. 利下げの夢は消えるのを拒み、株価は史上最高値に近づく

[米国株式市場]

Stock Market Nears Record as Dream of Rate Cuts Refuses to Die

堅調な経済ファンダメンタルズが続くか、決算発表後のコメントに注目

■ 史上最高値更新まであと一息



ANGELA WEISS/AFP/GETTY IMAGES

夢はなかなか消えず、市場関係者は経済のソフトランディング（軟着陸）とハト派的な米連邦準備制度理事会（FRB）というバラ色の幻想をいまだに持ち続けている。ただ、取引時間中に上回ることがあったにもかかわらず、S&P500指数が史上最高値を終値で上回ることが達成できなかった。

結局、S&P500指数は先週1.8%上昇して4783.83で引けた。ダウ工業株30種平均は0.3%高の3万7592ドル98セントとなった。今年の第1週に6%下落したアップル<AAPL>が第2週に3%上

昇したことを受けて、ナスダック総合指数は3.1%高の1万4972.76で引けた。小型株のラッセル2000指数は1%ポイント未満のわずかな下落となり、1950.96で週末を迎えた。

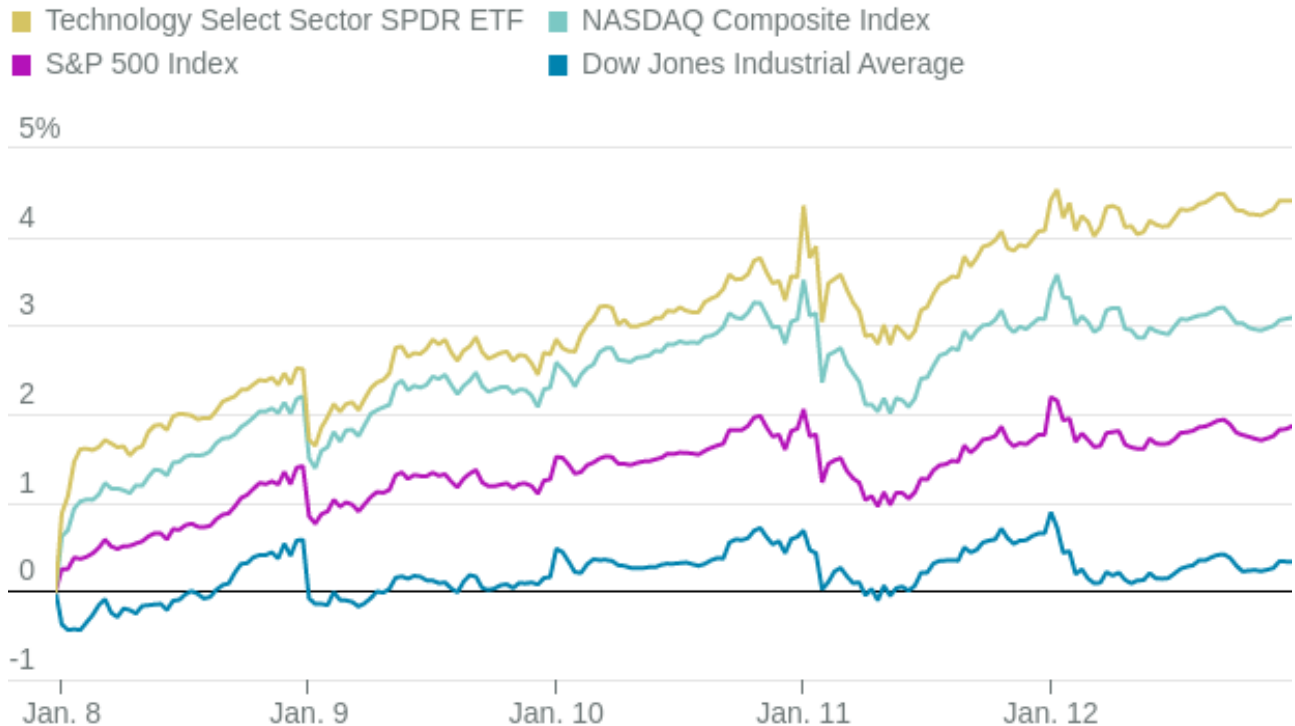
■ 市場予想を上回る消費者物価指数でも堅調に推移

市場を打ちのめすものは何もなかったようだ。12月の消費者物価指数（CPI）は前月比0.3%の上昇となり、前月比0.1%の上昇を見込んでいた市場予想を上回った。前年同月比では3.4%の上昇で、11月の同3.1%を上回った。

インフレの勢いが弱まり、FRBが利上げよりも利下げに目を向けるだろうと期待していた投資家にとって、表面的にはこの数値はあまり良いものではなかった。しかしこのインフレ指標は、FRBが今年中に利下げに踏み切るという確信を依然として高いままにとどめる内容だった。市場は3月の利下げ確率を79%とみる中で、米10年物国債の利回りは前週の4.041%から3.949%に低下した。

しかし、こうした見方は指標の内容とは食い違うようだ。マッコリーで経済調査部門の責任者を務めるデービッド・ドイル氏は、インフレ率低下の過程には「紆余（うよ）曲折がある」と予想してい

Market Snapshot



る。ドイル氏は「インフレ率の低下は、2%の目標に向けたスムーズな前進を妨げるような課題を抱えながら、徐々に進行するとみている。その結果、FRBの利下げが始まるのは第2四半期以降になると考えている」と指摘している。

■ 銀行の決算発表と見通しコメント

先週は同時に第4四半期の決算発表シーズンの幕開けとなり、決算はさえないとしても好材料もあった。決算発表は大手銀行を皮切りに12日に幕を開けたが、ほとんどの銀行株が下落した。JPモルガン・チェース<JPM>は0.7%、バンク・オブ・アメリカ<BAC>は1%、ウェルズ・ファーク<WFC>は3.3%の下落となった。シティグループは約10%の人員削減を発表したことを受けて、唯一1%の上昇となった。

しかし各社の最高経営責任者（CEO）からのコメントは、消費者の経済状態が健全であるとの前向きな見方を支持するものとなった。バンク・オブ・アメリカのブライアン・モイニハンCEOは12日の決算説明会で、「消費者はまだ支出を続けているが、どこにお金を使うかは変化している。サービスや外出、レストラン、体験型での消費が多くなり、小売店での商品購入は少なくなっている」と述べた。

もちろん、モイニハン氏は1年前には景気後退の可能性を警告していた。しかし12日時点でモイニハン氏は経済がソフトランディングしつつあることをより確信しているようであり、こうした見方を「核心的なテーマ」と呼んでいたが、銀行の内部データや調査チームによって裏付けされたものだろう。

それが単なる夢でないと期待しよう。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

6. 大幅利下げは本当に株式市場の助けとなるか

[コラム]

Would Big Rate Cuts Really Help Stocks? History Offers Warnings.
歴史は警告を与える

■ 3月に利下げはあるのか



ALAMY

「春にはカットする」。風刺映画の名作『ビーイング・ゼア』のチャウンシー・ガードナー氏の言葉だ。ピーター・セラーズ氏が見事に演じたこの人物は、読み書きができない知的障害者の庭師で、本当の名前はチャンスだった。大統領はじめワシントンのエリートたちは、チャンスの植物の成長など園芸に関する彼の単純な発言を経済に関する深遠な発言と受け取った。

これを思い出したのは、米連邦準備制度理事会（FRB）が春先の3月20日、連邦公開市場委員会（FOMC）終了後に政策金利の引き下げを発表する確実性が高まっているからだ。しかし、

依然としてインフレ率はFRBの目標である2%を上回っており、労働市場も完全雇用を示唆しており、経済情勢は金融緩和が必要ではないように見える。

■ CPI、失業率と利下げの歴史

マイケル・ハートネット氏率いるバンク・オブ・アメリカの投資戦略チームのリサーチノートによれば、食品とエネルギーのコストを除くコア消費者物価指数（CPI）の伸びが失業率を上回った時に、FRBが金利を引き下げたのは過去90年間で5回だけだ。2023年12月のコアCPIは前年同月比で3.9%上昇し、同月の失業率3.7%を上回っているため、この状態で利下げをすれば過去の5回と同様に珍しいケースとなる。

5回のうちの4回の利下げは、1969年、1974年、1980年、そして1981年に行われた。映画『ビーイング・ゼア』の公開は1979年だ。当時は、物価が急上昇し、経済が停滞するスタグフレーションの時代だった。その大きな要因は、インフレとの闘いに十分な時間と労力をかけなかったFRBにあったかもしれない。ちなみに、あと1回の利下げは第2次世界大戦中の1942年に行われた。

バンク・オブ・アメリカの顧客向けノートでは、FRBは利下げ圧力の最初の兆候に屈するだろうという「市場の雰囲気」と、この利下げの歴史を紹介している。株式市場は金融緩和を「政策の誤り」とみなすまでは「リスクオン」、つまり強気なのだ。その誤りはドルの急落によって確認されるかもしれない。あるいは、景気後退につながる雇用市場の悪化によって非農業部門就業者数が減少すれば、市場が動揺する可能性もある。

■ 予防的利下げと本格的利下げの歴史

野村証券のアナリスト、後藤祐二郎氏は、最近の6回のFRBの利下げサイクルを取り上げて二つのタイプに分けた。一つは1995年、1998年、2019年に行われた「予防的利下げ」で、この利下げ後に景気後退はなかった。もう一つは、2001年、2007年、2020年の景気後退時の「本格的利下げ」である。後藤氏の分析によれば、二つのタイプのFRBの金融緩和策が実施された時期に、債券市場と株式市場は以下のように異なる反応を示した。

債券市場では、どちらのケースでも利下げが実施された時は、債券価格は上昇（利回りは低下）した。また、利下げ125日前の営業日時点で、5年物国債の利回りが低下したのも同じだ。しかし、利下げ後の125営業日時点では、予防的利下げの場合は5年物利回りが基本的に横ばいで推移した一方で、本格的利下げの場合は利回りが低下し続けた。

株式市場では、予防的利下げの場合、S&P500指数は利下げ前には低迷したが利下げ後は上昇した。本格的利下げの場合のS&P500指数は概して横ばいで推移し、利下げ後も景気後退に入ったため回復しなかった。

■ 2024年の見通し

2024年の市場は、利下げが市場の期待に沿うかFRBの見通し通りとなるかに大きく左右されるだろう。FRBの金利見通しでは、年末までに0.25%ずつ3回の引き下げとなっている。

FF金利先物市場は、政策金利は現在の目標レンジである5.25～5.5%から、3月に0.25%引き下げられると見ており、その確率は12日の時点でCMEのフェドワオッチによれば74.2%となっている。先物市場は、12月までに少なくとも6回、合計1.5%の引き下げを織り込んでいる。

野村証券は利下げシナリオを検討した結果、6月から予防的利下げが始まり、それに先立って債券利回りは低下し米国株価は横ばい傾向になると見ている。もし利下げ幅がFRBの見通し通り、年間で0.75%に抑えられれば、利下げ開始後、債券利回りは横ばいで株価は明確に反発すると見ている。後藤氏は「しかし、本格的利下げになりそうであれば、債券利回りは低下し続け株価は弱含みで推移すると考える」と付け加えた。

強気派は、利下げになればマネー・マーケット・ファンドで5%の利子がついている待機資金がすべて株式に流れてくると考えている。その多くは、利子がほとんどつかない銀行預金から移されたお金で、リスク回避的な貯蓄者、特に高齢者によって保有されている。

先物市場の予想が正しく、FRBの見通しよりもはるかに急激な本格的利下げが行われた場合、野村証券の分析によれば、株式市場に悪影響をもたらす。FRBが見通す限定的な予防的利下げは、株式市場にとって強気材料に違いないが、その場合、先物市場の予想は間違っていることになる。

まさに難問だ。チャウンシー・ガードナー氏に聞いてみたいところだ。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. CESの最も重要な話題は「PCの復活」

[ハイテク]

Think You've Heard Enough About AI? It's Just Getting Started.

新型プロセッサ搭載のAI PCに期待が集まる

■ AI一色に染まったCES



TAYFUN COSKUN/GETTY IMAGES

1月12日に閉幕した世界最大級の米家電・IT見本市CES 2024で来場者の関心を集めたのは人工知能（AI）だけだったと言って過言ではない。会場を訪れた人に最も印象に残った展示は何かを尋ねると、返ってくる答えはAI PC、AIカー、AI家電、AIドッグ、AIベビー用品、AI広告など、ほとんどがAI関連の展示だった。超大型テレビ、超高精細テレビ、空飛ぶ車、ロボット芝刈り機、マッサージチェア、ドローンによるサッカーの試合のデモなども展示されたが、行列ができていたのはたいていAI関連の展示かタクシー待ちだった。

今回のCESで最も重要な物語が、ハイテク業界の最も基本的な製品のひとつであるPCに関するものだったことは間違いない。筋書き通りに事が運べば、2024年はハイテク株にとって重要な年になる可能性がある。

■ 市場関係者はPC需要の回復に楽観的

調査会社IDCは数日前、2023年第4四半期のPC出荷台数が8四半期連続で減少し、前年同期比2.7%減となったと発表した。その結果、2023年通年の出荷台数は前年比13.9%減となった（2022年は同16.5%減）。背景には、新型コロナウイルス感染症のパンデミック（世界的大流行）によってPC需要が急増したことを受けて、今では企業も消費者も必要とするすべてのPCを所有していることがある。

ところが、筆者がCESの会場で話を聞いたPC市場関係者は需要の回復について楽観的だ。

マイクロソフト<MSFT>は2025年にWindows 10のサポートを終了する予定だ。業界では、かなりの数の企業がサポート終了前に社内用PCを更新すると予想されている。一方、PC販売業者は、コロナ禍に見舞われた3年以上前に購入されたPCの買い替えが始まるとみている。

■ 複数のPCメーカーがAI PCを発売へ

だが、PC需要の最大のけん引役は、AI向けのプロセッサを搭載したAI PCだ。レノボ<LNVGY>やHP<HPQ>およびデル<DELL>などのPCメーカーは、インテル<INTC>やアドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>およびクアルコム<QCOM>の新型プロセッサを搭載したラップトップPCの出荷準備を進めている。これらの新型プロセッサは、大規模言語モデルなどのAIソフトウェアを実行可能な「ニューラルエンジン」を内蔵している。

インテルのクライアント・コンピューティング・グループのゼネラルマネジャーであるミシェル・ジョンストン・ホルトハウス氏は先週の記者会見で、「AIは至る所でPC体験を変革し、再構築し、再定義しようとしている」と宣言した。レノボのインテリジェント・デバイスグループのプレジデントであるルカ・ロッシ氏も、「AIがPC買い替えサイクルの加速の引き金になると確信している」と述べた。

AI PCの物語はまだ始まったばかりだ。これはハイテク株の強気派にとって、明るい希望と危険の両方をはらんだ物語である。AMDのコーポレート・バイスプレジデントであるジェイソン・バンタ氏は、「キラーアプリは何かって。私が開発ソフトウェアパートナーの話を暴露することはできないが、今年は転換点を迎えるとみている。キラーアプリは一つだけではない」と自信をのぞかせる。

レノボの国際市場担当プレジデントであるマシュー・ジェリンスキー氏は、2024年のPC出荷台数が1桁前半で成長すると予想しており、2025年は2桁台で成長してコロナ禍でのピークだった3億4000万台超を超える可能性があるかとみている。

■ 本当のAIイノベーションはこれから始まる

マイクロソフトは、AIを応用した文書作成支援ツールCopilot（コパイロット）の潜在力について非常に強気であり、先週はWindowsベースのPCのキーボードにCopilot起動用の専用ボタンが追加されると発表した。

マイクロソフトはCopilotとAI PCの組み合わせに特に期待を寄せている。消費者最高マーケティング責任者であるユッセフ・メヒディ氏はCESで、「すべてのユーザーがパワーユーザーになる」と語った。

ただし、ユーザーがAI PCで実際に何をするかについてはあまり明確でない。AI PCは低遅延、プライバシー保護の強化、セキュリティリスクの低減をもたらすというのが売り文句だが、機能のリストはワクワクさせるほどのものではない。

レノボのジェリンスキー氏は、「私たちは世界中の多くの大手小売業者と話し合っている。消費者にAIのメリットを教えるための小売業者向けのトレーニング方法を考え出さなければならない」と指摘する。だが、ジェリンスキー氏は楽観的で、「今後数年以内にイノベーションの大きな波が起こる」とみている。

AI PCが本格的に展開された場合、副次的な被害者が発生するかもしれない。インテルとAMDが独占するPCプロセッサ市場はクアルコムによって浸食される可能性がある。マイクロソフトによる積極的なAI採用によりアップル<AAPL>のMac（マック）からの離反に拍車がかかるかもしれない。一部のAIワークロードの端末機器への移行が成功すると、クラウドベースのAIの成長が鈍化し、関連インフラへの需要が減少すると予想される。コラムニストの仕事がAIに取って代わられることだってあり得る。これについて筆者がAIチャットボットに質問すると、返ってきた答えは「ノー」だったが、幻覚かもしれないと心配になった。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

8. 航空株に注目する理由

[投資戦略]

Why Airline Stocks Are Worth a Flier: Passenger Demand Is Growing
 旅客需要は伸びている

■ 航空需要の回復は堅調



ED JONES/GETTY IMAGES

米国の航空需要は好調な伸びを見せている。アラスカ航空グループ<ALK>が運航する米航空機大手ボーイング<BA>の737MAX9型機がオレゴン州にある住宅の裏庭に非常口ドアを覆う胴体パネルを落下させ、全ての737MAX9型機が一時運航停止になったものの、航空会社全般では第1四半期の業績は輝きを増すはずだ。航空各社は、景気の上昇サイクルでも下降サイクルでも、収益性を確保する態勢を幅広く整えているようだ。そして、大手航空会社のデルタ航空<DAL>が業績見通しを下方修正した後の12日の暴落を含め、過去1年間、市場に後れを取っ

ていた各社の株価は割安に見える。ユナイテッド航空ホールディングス<UAL>とアメリカン航空グループ<AAL>は最近、アナリストの投資判断が引き上げられた。

ただ一つ問題がある。TDカウエンで航空会社株を担当するヘレン・ベッカー氏は、「私はこの仕事を40年間続けてきたが、何も変わっていない。この映画はいい終わり方をしない。その繰り返しだ」と言う。ベッカー氏は一部の銘柄には強気だが、「この業界は投資家の好意的な見方が長続きしないため、長期投資よりもトレーディングに適している」と語った。

他のアナリストは、航空会社の業績がより長く続く可能性に寛容だ。モルガン・スタンレーのラビ・シャンカー氏は、大手航空会社の昨年の利益合計は、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）前の2019年から19%しか減少しなかったが、各社の時価総額の合計は61%減少したと指摘する。シャンカー氏は、これは収益性の改善という前進が株式市場から評価されていないことの表れだという。

シャンカー氏は、2024年は航空会社の歴史において最も重要な年の一つになると予想している。シャンカー氏は先週、「パンデミックとその余波の後、旅行パターンが正常に戻るにつれ、利用可能な輸送能力の増加が需要に見合うのか、それとも古い悪習慣が再び忍び寄るのかという議論に市場はようやく決着をつけることができる」と書いている。もし経営陣が約束した規律を守り続けることができれば、シャンカー氏の予測通り、より幅広い投資家がこの分野に戻り、各社の株価収益率（PER）は歴史的な高水準に上昇するだろう。

航空需要も味方しそうだ。2023年後半は、米運輸保安局（TSA）による空港利用者数から判断すると、航空需要は減退の懸念を覆し、かえって加速した。しかし、2024年の航空需要の伸びは輸送能力に追いつくだろうか。ビーオブエー・セキュリティーズは否定的だ。航空会社のコメント、発注状況、生産に関する問題を分析した結果、2024年の国内輸送能力は4.5%増加し、さらに2025年は10%増加するとみている。ビーオブエー・セキュリティーズによれば、航空需要は歴史的に国内総生産（GD

P) 成長率の1.5倍の伸びを示してきたが、今年は1.5%程度の伸びにとどまる。そして輸送能力過剰により、業界全体のユニットレベニューは2%低下すると予測している。

■ 各社が推奨する銘柄

それでも、ビーオブエー・セキュリティーズはユナイテッド航空の投資判断を「アンダーパフォーム」から「買い」に引き上げた。ユナイテッド航空は昨年、大西洋横断便とプレミアムシートの二つの強みに早くから注力してきた結果、業界を上回る伸びを示した。長期的には、ユナイテッド航空は今後数年にわたる新型機材の購入計画によって、輸送能力の低い機体が多すぎるという大きな課題に対処する予定だ。これによって効率性は向上するだろうが、同時にフリーキャッシュフローを抑制する可能性もある。これはリスクだが、ビーオブエー・セキュリティーズによれば、最近の株価のバリュエーションは過去のレンジを25%下回っており、企業改革の進展を反映していない。

同様に、JPモルガンはユナイテッド航空をセクターのトップピックとしている。その運航の信頼性は、長年のリーダーであるデルタ航空をしのいでいると指摘する。高い信頼性は、収益性の高いビジネス便の購入者の間で評価されている。

モルガン・スタンレーは最近、アメリカン航空の投資判断をイコールウエートからオーバーウエートに引き上げ、目標株価までの上値余地は35%超となっている。アメリカン航空は負債が多いため、投資家の注目度では同業他社に後れを取っているが、経営陣はこの点で前進を示し、2017年以来行っていない投資家説明会を2024年上半期中に開催する予定だ。モルガン・スタンレーのトップピックはデルタ航空で、その理由はプレミアム、ビジネス、および国際線の旅客構成比が高いこと、成長率が高いこと、製油所を所有することで燃料の一部をヘッジしていることなどだ。TDカウエンのベッカー氏もデルタ航空をトップピックとしている。ユナイテッド航空が欧州への旅行急増の恩恵を受けたように、デルタ航空は今、太平洋横断旅行の増加の機に乗じる準備ができている。

■ 他に注目すべき銘柄

その他、注目すべき業界要因を幾つか挙げてみよう。2024年1~3月期はうるう年で2月が29日までと1日多く、3月にはイースターがある。これは、737Max9型機が起こした事故で失われた損失を相殺するのに役立つだろう。この損失はアラスカ航空に最も大きな影響を与える。なぜならアラスカ航空の輸送能力の31%を737Max9型機が占めており、乗客を他の機材に切り替える能力が限られているためだ。ユナイテッド航空で737Max9型機が占める割合は9%で、機材を変更する余裕がある。ベッカー氏は、最近のアラスカ航空株の暴落を買いのチャンスとみている。アラスカ航空は独占する路線とアラスカ州に抱える豊富なパイロットが強みだ。

ジェット燃料は2022年半ばに1ガロン当たり4ドル50セントまで急騰したが、2023年の平均は2ドル70セントだった。航空機の受注残、パイロットと航空交通管制官の不足により、需要の伸びに対して輸送能力の不足が続く見込みだ。業界は二極化しており、プレミアムサービスを含むフルサービスの航空会社は堅調だが、格安航空会社（LCC）の多くは2023年の旅行需要のピーク時でさえ利益を計上することができなかった。ユナイテッド航空はLCCのビジネスモデルは持続不可能で、2024年に破綻すると予測している。

LCCのジェットブルー<JBLU>は、スピリット航空<SAVE>との合併案について、いつ規制当局の

裁定が下るか分からない状況だ。JPモルガンは、承認される可能性は「低い」と見ており、合併が阻止された場合、「スピリット航空の流動性の問題が2025年までに表面化し、クレジットカードのホルルドバックが引き金となり、スピリット航空の選択肢をさらに狭める可能性がある」と予測している。スピリット航空は最近、保有する現金を増やすために新株を発行し、航空機を売却しリースバックしている。TDカウエンのベッカー氏によると、スピリット航空が倒産手続きに入った場合、貸し手はスピリット航空自慢のナローボディ機を世界の他の地域で使用することを迫るため、スピリット航空には戻ってこない可能性があるという。スピリット航空からのコメントは得られていない。スコット・ハラルソン最高財務責任者（CFO）は2023年の決算説明会で、「われわれのチームは粘り強く、機敏だ。スピリット航空を持続的な黒字に戻すことに全力を尽くしている」と述べた。

ベッカー氏は、既存の大手航空会社ではなくパナマのコパ航空ホールディングス＜CPA＞を推奨している。コパ航空は、パナマが採用するドルペッグ制と顧客に多国籍企業が多いことから恩恵を得ている。ミネソタ州のサン・カントリー航空ホールディングス＜SNCY＞は、超格安航空会社だが、アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞、カジノ、大学スポーツチームのために飛行機を飛ばすことで恩恵を得ている。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

9. ヘルスケア株の一段の株価上昇期待とその要因

[米国株式市場]

Healthcare Stocks Are Trying to Break Out. What They Need Now
景気と退職者動向を注視すべし

■ ヘルスケア株の最高値更新期待



DREAMSTIME

ヘルスケア企業の株式はマクロ経済要因、セクターの個別要因のいくつかが有利に作用すれば高値の更新も視野に入る。

医療保険会社ユニテッド・ヘルス・グループ＜UNH＞やシグナ・グループ＜CI＞から製薬大手のファイザー＜PFE＞やバイオ医薬品のアムジェン＜AMGN＞まで保有する上場投資信託（ETF）のヘルスケア・セレクト・セクターSP DR ETF＜XLV＞は年初来2%強上昇しており、S&P500指数の1.5%下落を上回っている。昨年12月は、ヘルスケアETFはS&P500指数の上昇

率のほぼ2倍の6%弱上昇した。

最近のアウトパフォームの要因は、投資家が財やサービスの需要が弱含んでも売り上げや利益への影響が抑えられるであろうディフェンシブ銘柄へ資金を移していることである。投資家は米連邦準備制度理事会（FRB）が2022年3月から11回行った利上げにより景気が悪化し、経済成長が鈍化することに備えて、ディフェンシブ銘柄を選好している。これに加えて、FRBによる利下げへの期待から株式市場は上昇しているが、利下げ時期は依然不透明である点もヘルスケア株の魅力を高めている。

現状、ヘルスケア・セレクト・セクターSPDR ETFの価格は140ドルで2022年初頭につけた終値ベースの史上最高値142ドルに近づいている。ETFが保有する銘柄が割高になり、一瞬その水準に到達するも即反落した。

景気が明確に減速すればディフェンシブ銘柄にとっては追い風となることが見込まれる。経済指標で、雇用情勢の弱含みあるいは個人消費支出の鈍化が確認されれば、市場は景気敏感セクターの利益予想を下方修正することになる。そうなればディフェンシブ銘柄の魅力が増すことになる。

景気後退シナリオが実現すればすべての株式にとって有利に働く利下げの確率が高まるが、短期的には利益予想も下方修正されることになる。相対的にヘルスケア銘柄やそれらの銘柄の安定的な利益の魅力が増すことになる。

こうした見方は歴史的にも支持される。FRBの利上げサイクルの最後から最初の利下げまでの期間は通常景気減速期と重なるが、エバーコアのデータによるとこの期間のS&P500指数ヘルスケアセクターの月次リターンは平均で1%超であり、S&P500指数の約0.8%を上回る。

■ ヘルスケア株式のバリュエーションと材料

同じくらい重要なのがヘルスケア銘柄の利益が予想どおりか予想を上回ることである。バリュエーションを見ると、ヘルスケア・セレクト・セクターSPDRの保有銘柄の合計の1年先の1株当たり利益（EPS）に基づく株価収益率（PER）は18倍強と、過去5年間で最も割高な水準である。S&P500指数のPER19倍強を若干下回り、市場全体に対するディスカウントは同様の期間で最小となっている。

このことから市場はヘルスケア銘柄の利益成長の大半を既に織り込み済みである。ヘルスケア銘柄の上昇が継続するには利益と利益成長に対する期待が小幅ではなく、大幅に上昇する必要がある。

しかし、特に大手保険会社については次の数四半期で実現しても不思議ではない。ファクトセットによれば、大手保険会社はヘルスケアセクターの時価総額の12%以上を占めるため、ヘルスケア・セレクト・セクターSPDR ETFを押し上げるだけの力はある。

ポイントとなるのは、毎年数百万人の高齢者がメディケア・アドバンテージ（オリジナル・メディケアに代わるオールインワンの高齢者向け医療保険）に加入することで、保険会社は長期的に増収が見込まれる点である。現金が潤沢な企業は自社株買いによりEPSを引き上げることもできる。アナリストが保険金支払いや他の費用の増加、規制上の予想を下回る保険料設定などのリスクによる逆風は穏やかと予想する中で、向こう1年の予想EPSは数カ月ごとに切り上がっている。

ユナイテッド・ヘルス・グループは格好の例である。ファクトセットによれば、アナリスト予想ではユナイテッド・ヘルスの売上高は年率10%程度成長し、2027年までに5320億ドルに達すると見込まれている。自社株買いが進行中で、EPSは年率約14%成長し、2027年までに28ドル程度となる見込みである。同じく医療保険会社のヒューマナ<HUM>やシグナでも同様の成長シナリオが想定され、株価は向こう数年上昇が期待される。

ガベリ・ファンズのポートフォリオマネジャー、ジェフ・ジョナス氏は、高齢者がオリジナル・メデ

ィケアよりもますますメディケア・アドバンテージを選択するようになるはずだと語る。ジョナス氏は運用するファンドで一押し銘柄としてシグナを保有する。

退職者と経済の動向を注視せよ。

By Jacob Sonenshine
(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]

Energy Stocks Have Fallen From Favor. That Might Be Good News.

エネルギー価格は下落し株価は低迷、好機到来か

■ エネルギー株は、石油・ガス価格の突然の反転に追随する傾向あり



ILLUSTRATION BY ELIAS STEIN

エネルギー株は人気がない。バンク・オブ・アメリカの最新のグローバル・ファンドマネジャー調査によると、ファンドマネジャーは2024年に向けてエネルギー株へのエクスポージャーを減らした。2020年12月以降のどの時期よりも低い水準だ。

エネルギー価格が低迷するなか、投資家によるエネルギー株へのエクスポージャーは2023年11月にはベンチマークを4%上回ったが、12月には11%下回り、前月比としては2016年1月以来の大幅な減少となった。一方でハイテク株への

エクスポージャーはベンチマークよりも23%多かった。

その後、状況はさらに悪化した。2024年1月8日、サウジアラビアの国営石油会社サウジアラムコが原油販売価格を引き下げ、国際指標であるブレント原油の価格は3.9%安の1バレル当たり75ドル73セントにまで下落、また天然ガスの価格も4.4%下落した。上場投資信託（ETF）のエネルギー・セレクト・セクターSPRD ETF<XLE>は3%下落、石油大手エクソンモービル<XOM>の株価は2.8%下落、同シェブロン<CVX>の株価は1.7%下落した。

それでも、人気がないときに必ずしも悪い投資タイミングとは限らない。現在と同じようにエネルギー株が人気薄だった2020年12月にエネルギー株を買った投資家は、その後の値上がりで利益を得た。エネルギー・セレクト・セクターSPDR ETFは2020年12月から2021年12月にかけて53%上昇した。

アナリストの中でも少なくとも一人は、投資家は判断を誤っていると考えている。米投資会社のロスMKMでアナリストを務めるレオ・マリアーニ氏は、ファンドマネジャーが「過度に弱気」な理由として、石油需要が急速に落ち込んでいると思込んでいる点を指摘する。マリアーニ氏の予想では、石油需要は今後回復し、2024年のブレント原油の平均価格は1バレル当たり85ドルに上昇すると見込んでいる。マリアーニ氏は「エネルギー銘柄について現時点でアンダーウエートを勧めるつもりはない」と記している。

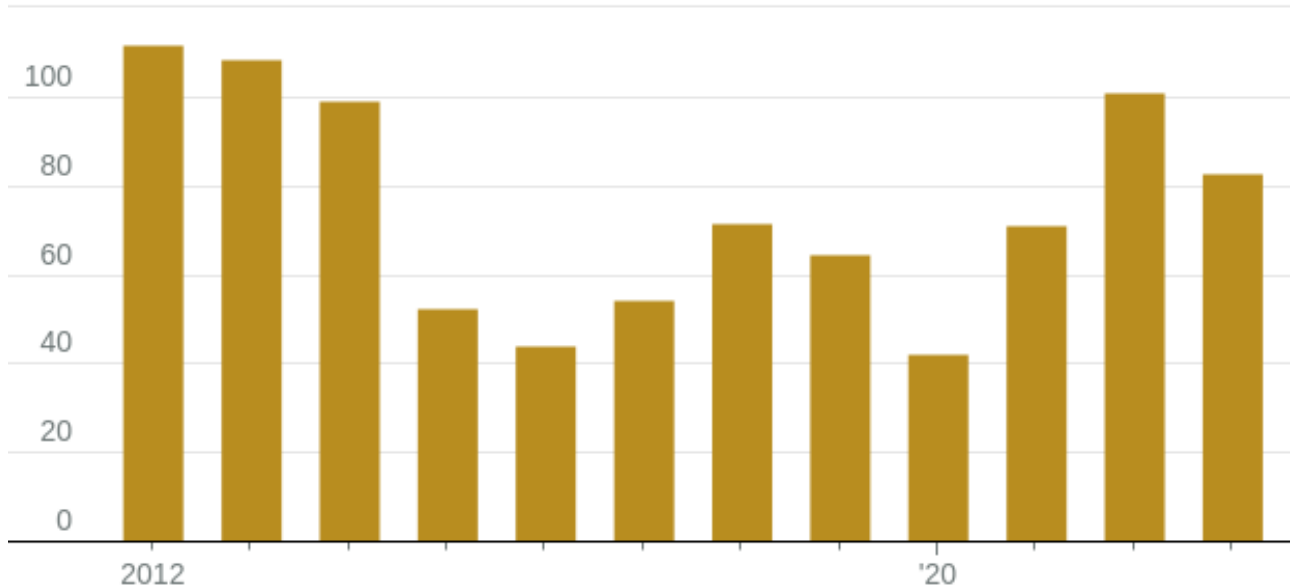
先週の出来事

Wait for the Turn

Energy stocks tend to follow the often abrupt reversals of oil and gas pricing.

Average Annual Price of Brent Crude

\$120



株式市場

米議会の指導部は2024会計年度予算案の歳出規模で合意したが、予算案成立までに残された時間はわずか2週間。原油価格はサウジアラムコによる販売価格引き下げを受けて下落した後、紅海に展開する米英軍などによる空爆で急上昇した。コアインフレ率と消費者物価指数（CPI）は上昇した。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均は0.34%上昇、S&P500指数は1.84%上昇、ナスダック総合指数も 3.09% 上昇した。

企業動向

米国および同盟国5カ国は、イエメンの親イラン武装組織フーシ派の拠点を空爆した。フーシ派が紅海で船舶を攻撃しているため対抗措置に踏み切ったもの。米航空機大手ボーイング<BA>が製造する737MAX9型機の1機でドアが吹き飛ぶ事故の発生で同型機が運航停止となり、ボーイング社の株価は急落した。ボーイングの最高経営責任者（CEO）であるデビッド・カルフーン氏は、自社の「過ちだと認める」と述べた。9日、米証券取引委員会（SEC）が使用するX（旧ツイッター）のアカウントがハッキングされ、ビットコイン現物上場投資信託（ETF）が承認されたとする虚偽情報が流れた。10日、SECは11件のビットコイン現物ETFを承認し、取引が開始された。

M&A（合併・買収）等

- ・ウォール・ストリート・ジャーナル紙によると、ヒューレット・パカード・エンタープライズ<HPE>は米通信機器大手ジュニパー・ネットワークス<JNPR>を140億ドルで買収することで合意した。
- ・一方、複数の製薬会社によるバイオテクノロジー企業の買収が明らかになった。英製薬大手グラクソ・スミスクライン<GSK>は、設立からわずか3カ月のぜんそく治療薬に特化するアイオロス・バイオを14億ドルで買収。製薬大手メルク<MRK>はがん治療薬のハーブーン・セラピューティクス

<HARP>を6億8000万ドルで、また医療・ヘルスケア企業のジョンソン・エンド・ジョンソン (J&J) <JNJ>はバイオ企業のアンブレックス・バイオフーマ<AMAM>を20億ドルで買収することで合意した。医療サービスのアメディシス<AMED>の株主が医療保険大手ユナイテッドヘルス<UNH>による33億ドルの買収を承認した。規制当局が調査中である。医療器製造ボストン・サイエンティフィック<BSX>は医療機器のアクソニクス<AXNX>を37億ドルで買収した。

- ・米天然ガス生産大手チェサピーク・エナジー<CHK>が同業サウスウエスタン・エナジー<SWN>と74億ドルの株式交換により合併する。
- ・資産運用最大手ブラックロック<BLK>は、米投資ファンドのグローバル・インフラストラクチャー・パートナーズ (GIP) とその1060億ドルの資産を124億ドルで買収すると発表した。

今週の予定

A Dip or a Rut?

Over the long run, energy stocks have been cyclical. Has that changed?

Energy Select Sector SPDR ETF



1月15日 (月)

米株式・債券市場はキング牧師記念日の祝日で休場。

1月16日 (火)

2023年第4四半期の決算発表シーズンが始まり、金融機関の発表が続く。

16日 (火) に金融大手ゴールドマン・サックス<GS>、モルガン・スタンレー<MS>およびPNCファイナンシャル・サービスズ・グループ<PNC>が決算を発表。17日 (水) にオンライン証券大手チャールズ・シュワブ<SCHW>、大手金融持ち株会社ディスカバー・ファイナンシャル・サービスズ<DFS>および金融サービスのU.S.バンコプ<USB>、18日 (木) に銀行持ち株会社トゥルーイスト・ファイナンシャル<TFC>が決算発表。そして19日 (金) には銀行持ち株会社フィフス・サード・バンコプ<FITB>と資産運用大手ステート・ストリート<STT>が発表して週を締めくくる。

1月17日 (水)

米国勢調査局が2023年12月の小売り統計を発表。小売売上高のコンセンサス予想は、前月比0.4%増。

11月は同0.3%増だった。自動車を除く小売売上高は前月比0.2%増と予想され、11月の数字と同じ。

1月19日（金）

ミシガン大学が1月の消費者景況感指数を発表。12月の1年先期待インフレ率は3.1%で、2021年3月以来の低水準だった。

By Avi Salzma
(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』 2024/01/14

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 © 2024 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます