

# バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2024/01/21

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

- 1. ラウンドテーブルのメンバーが選ぶ27銘柄 - The S&P 500 Just Hit a New High. 27 Picks for the Year Ahead** [ラウンドテーブル]  
テクノロジー、エネルギー、娯楽業界などの投資アイデア P.1
- 2. バロンズが2023年の推奨銘柄を自己採点 - Sizing Up Barron's Stock Picks of 2023. Why We Trailed the Market.** [フィーチャー]  
77社の平均リターンはわずか9.9%で、市場に負け P.18
- 3. ディズニーのアイガーCEO復帰から1年、業績の道のりは険しい - Iger's Problem at Disney: Power Has Moved to the Viewers** [フィーチャー]  
業績改善にはストーリーミング事業の黒字化が必須も容易ではない P.25
- 4. 決算発表シーズンの幕開けが不調でも株式市場は意に介さず - The Stock Market Doesn't Care About the Slow Start to Earnings Season** [米国株式市場]  
既に引き下げられた予想を上回った決算発表では P.28
- 5. 株式市場はいかにしてFRBを忘れて史上最高値を付けたのか? - How the Stock Market Forgot the Fed and Hit a New Record** [コラム]  
利下げ以外の良いニュースに要注目 P.30
- 6. FRBの使命は利下げ期待のギャップを解消すること - The Fed's Task: Tackling the Rate-Cut Expectations Gap** [経済政策]  
結局はパウエル議長が何らかの明確な見解を示すかにかかっている P.33
- 7. 失敗を認め再起を図るゴールドマンに勝機は - Goldman Sachs Sheds Its Sins and Passes Its Rival** [コラム]  
不振の銀行決算シーズン、勝ち残るカギは「セルフヘルプ」 P.35
- 8. 減配は、投資家にとって大きなチャンス - Dividend Cuts Are Coming. They Bring Big Opportunities.** [インカム投資]  
減配リスクのある企業を早く見つけることが重要 P.37
- 9. バーガーキングの再建はついに実現するか - Burger King Has Been Trying to Turn Around for Years.** [投資戦略]  
再建は何度も繰り返されたが、今度は何が違うのか P.39
- 10. 先週の出来事と今週の予定 - Barron's 2023 Forecasting Challenge: Optimism Wins** [経済関連スケジュール]  
バロンズ企画「2023年予想チャレンジ」結果発表 P.41

※当誌は、株式会社時事通信社がライセンスに基づき Dow Jones & Company, Inc. の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。  
※当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等により作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。  
※記事中の株式やファンドの価格は、米バロンズ編集部による記事執筆時点の値である場合があります。

## 1. ラウンドテーブルのメンバーが選ぶ27銘柄

[ラウンドテーブル]

The S&amp;P 500 Just Hit a New High. 27 Picks for the Year Ahead

テクノロジー、エネルギー、娯楽業界などの投資アイデア

## 第2回ラウンドテーブル



PHOTOGRAPH BY MACKENZIE STROH

年初の株式市場は冷え込んでいたが、「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）に主導されて再び急上昇している。S&P500指数は19日、2年以上ぶりに終値で史上最高値を更新し、4839.81を付けた。

誰もが勝者を好むが、1月8日に開催された本誌ラウンドテーブルの参加者にとっては、勝者になると見込まれる銘柄の方が魅力的だ。エヌビディアを否定する理由はなくても、「次のエヌビディア」の方が引き付けられる。全3回の第2回となる今週のラウンドテーブルでは、19の有望な個別銘柄と8本の魅力的な債券ファンドを紹介する。

今回の紹介者は、TDエポックの会長兼共同最高投資責任者（CIO）のウィリアム・プリースト氏、ティー・ロウ・プライス・インベストメント・マネジメンツCIOのデービッド・ジルー氏、フランクリン・テンプレトンの債券グループCIO兼ポートフォリオマネジャーのソナル・デサイ氏、デルファイ・マネジメンツの創設者および社長のスコット・ブラック氏、アリエル・インベストメンツの創設者および会長兼共同最高経営責任者（CEO）兼CIOのジョン・ロジャース・ジュニア氏だ。

## プリースト氏の推奨銘柄

本誌：プリースト氏の選好銘柄は。

プリースト氏：まずは世界最大のソーシャルメディア企業であるメタだ。一部の人はマーク・ザッカーバーグCEOを嫌っているが、メタは世界で最も価値ある広告フランチャイズの一つを作り上げた。ユーザー数は30億人を超え、メタはこれらの消費者に関する独自のデータを持っている。メタはデジタル広告の普及が続くことによる主要な受益者であり続けるだろう。メタバースへの投資が業績の重荷となっているが、この取り組みが黒字化するか、放棄されるかは不明だ。

当社はメタのアプリが生み出す1株当たりフリーキャッシュフロー（メタバースによる損失を除く）について、今年の19ドル超から2025年には約29ドルに増加すると予想している。フリーキャッシュフローを20倍し、割引率15%で1年分割り引いて、メタバースによる損失の正味現在価値を1株当たり30ドルとして控除すると、メタの株価は今後12~18カ月で現在の350ドルから約470ドルへ上昇する可能性がある。

次の銘柄はスウェーデンのエボリューション<EVO.スウェーデン>だ。エボリューションはB2Bのオ



William Priest/ PHOTOGRAPH BY MACKENZIE STROH

オンラインカジノソリューションのプロバイダーで、欧州、アジア、米国のカジノ運営会社向けにカジノ関連サービスを開発、制作、販売、ライセンス許諾している。

中核事業のライブカジノでは、ユーザーがモバイル端末やPCを通じて現実のディーラーとやり取りし、ルーレットやブラックジャックなどで遊ぶことができる。エボリューションは顧客の賞金の一部に加えて、製品のカスタマイズに関する定額の年間手数料を得ている。急成長する市場のリーダーで、現実のカジノからオンラインカジノへの長期的な移行による受益者だ。競争優位性の高さ、幅広いゲーム、ネットワーク効果により、成長機会を捉え、魅力的なリターンを生み出せるだろう。

エボリューションの1株当たりフリーキャッシュフローは、2024年が5.5ユーロ、2025年が6.5ユーロ、2026年が7.5ユーロとなり得る。株価は今後12~18カ月で1450スウェーデンクローナとなる可能性がある。これは予想株価フリーキャッシュフロー倍率で約20倍に相当する。直近の株価は約1160スウェーデンクローナだ。

英国のレックス<REL.英国>は、専門家や法人顧客向けに情報分析および意思決定のツールを提供する大手グローバルプロバイダーだ。リスク、法務、科学・技術・医療の三つの中核事業と、展示会事業を有する。リスク事業では、保険会社によるリスクの評価と予測や、銀行によるオンライン詐欺やマネーロンダリングの防止を支援している。法務事業は弁護士の生産性向上などに貢献する。科学・技術・医療事業は、一次調査やプロ向け教育コンテンツのレビュー、編集、配布などを手掛ける。

レックスは大規模かつ成長中のグローバル市場で事業を運営している。固有のデータ資産とネットワーク効果によって、レックスの競争上の地位は強化されている。次世代の意思決定ツールと人工知能（AI）ベースの製品改良により、今後数年間で成長の加速が見込まれる。そのため、コンセンサス業績予想と株価フリーキャッシュフロー倍率には上振れ余地がある。1株当たりフリーキャッシュフロー予想は、2024年が1.35ポンド、2025年が1.4ポンド、2026年が1.5ポンドだ。株価は今後12~18カ月で31ポンドから約40ポンドに上昇する可能性がある。

日本のキーエンス<6861>は産業オートメーション機器と検査機器の開発と製造における世界的なリーダーだ。ファクトリーオートメーション（FA）における長期の構造的な成長機会の恩恵を受けるだろう。足元の株価は6万0130円で、約7万5000円に上昇する可能性がある。当社はキーエンスの1株当たり利益（EPS）を2024年度は約1700円、2025年度は約2000円、2026年度は約2200円と予想している。

半導体メーカーのオン・セミコンダクター<ON>の株価は昨年7月に約108ドルでピークを付け、現在は約75ドルとなっている。オンは主に自動車用と産業用のパワー半導体やセンサー半導体を提供する。オンは電気自動車（EV）の普及を推進するのに必要な重要部品であるシリコンカーバイドの市場で強力な地位にある。現在はシリコンカーバイドの製造立ち上げ費用が粗利益率を損なっているが、この逆風は2024年から追い風になり、フリーキャッシュフローの成長に大いに貢献する可能性がある。オンは自動車用センサーの市場シェアが高く、現在よりはるかに多くのセンサーを必要とする自動運転への移行によって恩恵を受けるだろう。

オンは現在、1株当たり約2ドルのフリーキャッシュフローを生み出している。これは2022年の3.6ドル超から減少している。主な理由は高水準の設備投資と在庫で、今後は正常化すると予想される。当社のアナリストは、主に資本集約度の低下、最終市場の需要の増大、利益率の上昇によって、2025年に1株当たりフリーキャッシュフローが7ドルに増加すると予想している。株価フリーキャッシュフロー倍率を20倍とすると、株価は140ドルになる。

Q：株価が下落した理由は。

プリースト氏：業績予想が高かったことだ。また、株価がEVの予想売上高とともに変動した。

Q：推奨する5銘柄のうち3銘柄は米国以外の企業だ。米国以外に価値ある銘柄が多いのか。

プリースト氏：私は米国の株式市場に対してそれほど楽観的ではない。世界が直面している無数の不確定要因について考えると、見通しを予想するのは非常に難しい。私は2024年の米国株式市場のリターンをマイナス5%～プラス5%と予想している。統計学的に95%の信頼性がある予想をしようとすれば、リターンはプラス9%からプラスマイナス35%ポイントの間と言わなければならない。これでは投資家にとってあまり役に立たないが、それが過去90年の年間リターンの結果だ。

アビー・コーエン氏：プリースト氏の指摘は非常に重要だ。どんな分野であれ、予想家は各シナリオに確率を割り当て、加重平均を計算する傾向がある。それで何かを知ったつもりになっているが、実際には無価値だ。投資家としては、他人が考えていないシナリオについて考える方が良い。そのようなシナリオは市場に織り込まれていないからだ。

参考資料

(資料)

### William Priest's Picks

Company / Ticker	1/5/24 Price
Meta Platforms / META	\$351.95
Evolution / EVO.Sweden	SEK1,156.80
RELX / REL.UK	£31.00
Keyence / 6861.Japan	¥60,130
ON Semiconductor / ON	\$75.70

Sources: FactSet, Bloomberg

### ジルー氏の推奨銘柄

Q：次はジルー氏。

ジルー氏：産業計器メーカーのフォーティブ <FTV>で、株価は71ドル、時価総額は250億ドル、年間売上高は約63億ドルで、2024年予想株価収益率（PER）は約19倍だ。アナリストは最近、フォーティブのことを、2歩前進・1歩後退と称したがそれは正しい。フォーティブは、2016年に計測装置と医療機器を扱うダナハー <DHR>からスピノフしたときにはダナハーのオーラをまとい、2020年に成長性の低い事業をスピノフした際には残る高クオリティー事業に対してプレミアムのバリュエーションが付与された。

しかし現在のPERは、流体関連機器メーカーのI DEX <IEX>や産業機器メーカーのインガソール・ランド <IR>に対してPERの5倍分のディスカウントがあり、S&P500指数に対する過去の相対バリュエーションに対して20%のディスカウントとなっている。

ただフォーティブは同業他社と比較すると、経常的収入の割合は高く、売り上げの循環性は低く、フ



David Giroux /Photograph by Mackenzie Stroh

リーキャッシュフロー転換率は高い。過去4年間に利益は年率13%で増加してきた。

Q：市場は何を見逃しているのか。

ジルー氏：フォーティブはジョンソン・エンド・ジョンソン (J&J) <JNJ>から、病院向けの消毒関連製品を手掛けるアドバンスト・スターライリゼーション・プロダクツ (ASP) 部門を2019年に買収した。買収額は、利払い・税引き・償却前利益 (EBITDA) の14倍だった。その後の新型コロナウイルス蔓延 (まんえん) によって、成長率は本来の4~5%から1~2%へ減速した。ただ、米国以外の成長が再び高まっていることは好材料だ。フォーティブはASPに経営人材を投入しており、成長率は5%になる態勢にあり、それだけでも2~3倍分のPERの価値がある。

フォーティブは、ダナハーや科学関連サービス企業のサーモ・フィッシャー・サイエンティフィック <TMO>の戦略を踏襲しており、急成長する企業を買収して、買収価額には過去平均よりも高いPERを適用している。利益は買収初年度にはあまり増加しないが、投下資本利益率は6・7・8年後には改善する。2020年代終盤には、内部成長率は6%を超え、経常的売り上げの割合は55~60%になるだろう。フォーティブは、2028年のEPSが6.75ドルになるという実現可能な計画を提示しているが、われわれは保守的に6.25ドルと予想している。同業他社とのバリュエーション格差を埋められなかったとしても、株価は年率14%上昇して4年後に122ドルに到達する可能性がある。6.75ドルのEPSが実現すれば、株価は163ドルになる可能性がある。

ヘンリー・エレンボーゲン氏：フォーティブは、成長率を高めたのか、または、景気に対する感応度を低下させたのか。

ジルー氏：その両方だ。フォーティブは低成長事業を売却して、多くのソフトウェア事業を買収した。買収企業の大半は好調に推移しており、ASPの問題が解決されればバリュエーション再評価のきっかけになるだろう。

トッド・アールステン氏：どの程度の経営陣が、ダナハーのDNAをまだ持っているのか。これは、ミニ・ダナハーに投資するようなものか。

ジルー氏：ダナハーの元最高財務責任者 (CFO) のダニエル・コマス氏がフォーティブの取締役を務めている。フォーティブでは、ソフトウェア事業の成長と、今後予想されるソフトウェア企業を買収によって、フリーキャッシュフロー転換率は既に業界最高峰の105%からさらに高まる公算が大きい。

2番目は、廃棄物処理のウェイト・コネクションズ <WCN>だ。株価は146ドルで、時価総額は380億ドル。株式は米国とカナダに上場されているが米国の株式に言及している。年間売上高は89億ドルで、株価フリーキャッシュフロー倍率は約27倍だ。

廃棄物処理は素晴らしい産業で、価格決定力があって、循環性は低く、妥当なバリュエーションで買収可能な中小企業も多い。ウェイトは経営陣と資産の質、フリーキャッシュフロー転換率、価格決定力、買収能力を備える優良企業だ。同業他社に対するプレミアムは過去よりも小幅で、対市場では過去の水準と比較して10%のディスカウントとなっている。

ウェイトの創業者であるロナルド・ミッテルステッド氏は2019年にCEOを退いたが、2023年に復帰した。ミッテルステッド氏は事業改善に焦点を当て、2025年のEBITDAマージン目標を34%に設定し

ており、それは現在の31.5%を大幅に上回る。また、埋立地の一部で再生可能天然ガスにも投資しており、投資額は2億ドルで2026年までに2億ドルのEBITDAを創造する予定だ。さらに、カナダ西部で魅力的な買収も実施している。これらの結果、トータルリターンは2024年から2026年にかけて14~15%になり、今後3~4年で16%に上昇する可能性がある。

Q：同業のウェイト・マネジメント<WM>やリパブリック・サービシズ<RSG>ではなく、なぜウェイト・コネクションズなのか。

ジルー氏：われわれはリパブリックも保有しており、過去5年間のパフォーマンスはリパブリックの方が良かった。われわれには逆張りの傾向がある。EBITDAに対する再生可能天然ガスの寄与はリパブリックの方が小さく、ウェイト・コネクションズでは2025年から2027年にかけてEBITDAを累計で7%増加させる。増益率は、リパブリックが1桁後半の一方でウェイト・コネクションズは10~11%だ。

3番目の銘柄は航空宇宙および防衛企業のRTX<RTX>だ。昨年の株価下落後に投資した。現在の株価は85ドル、時価総額は1230億ドルで、2024年予想PERは15.9倍だ。事業内訳は、約半分が防衛関連で、残りが民間航空機向けだ。RTXは意欲的な目標を設定したが、最近引き下げを余儀なくされた。プラット・アンド・ホイットニー部門は最近、ギヤード・ターボファン（GTF）エンジンで問題を抱え、予定された通常保守点検前の回収を余儀なくされた。その費用は2024年から2025年にかけては30億~35億ドルになる予定だ。アナリストが相次いで投資判断を引き下げて、時価総額が一時350億ドル減少した。それは、問題解決に要するコストの10倍だ。

Q：RTXが愛されるようになるには、何が必要か。

ジルー氏：この問題が2025年以降のキャッシュフローに及ぼす影響は比較的小さい。GTFエンジンは、狭胴機受注の40%を占めている。民間航空機エンジンは大手複合企業のゼネラル・エレクトリック<GE>にとって非常に重要だが、RTXの場合、プラット・アンド・ホイットニー部門のGTFエンジンが今年の利益に占める割合は10%に満たない。RTXにとって重要なのは防衛関連で、その3分の1はミサイルに関連しており、ミサイルは恐らく、防衛予算において大幅な増産が必要な部分だ。

RTXのコリンズ・エアロスペース部門は、航空電子機器や操縦装置を販売している。長期的な成長が見込まれ、エアバスのA321型機に相当のエクスポージャーがある。2~3年後にはGTFエンジンの問題が片付き、フリーキャッシュフローは大幅に増加するだろう。2028年の年金費用を除いたEPSを7.34ドルと予想している。それに市場のPERを当てはめると、株価は年率で14~15%上昇する可能性がある。

ブラック氏：プラット・アンド・ホイットニーは、F35戦闘機でも問題を抱えていた。

ジルー氏：それもRTXの利益への貢献は大きくなかった。プラット・アンド・ホイットニーの軍事関連売り上げは約70億ドルの一方、RTXの売上高は730億ドルだ。

次はエネルギー。私はここ10年間で初めて、エネルギーをニュートラルとしている。エネルギー関連ではカナディアン・ナチュラル・リソースズ<CNQ>を推奨する。時価総額は7300万ドルで、生産量は日量133万~138万石油換算バレルだ。株価フリーキャッシュフロー倍率は12~13倍で、フリーキャッシュフロー利回りは約8%。

CNQの可採年数は29年で、対して平均的な大手石油企業では9~13年だ。これは、CNQに買収が不要

であることを意味する。生産量を、年率で3~5%増やせる。また、純負債の目標である100億カナダ・ドルを第1四半期末に達成すると見込まれ、達成後には、フリーキャッシュフローの100%を株主に還元するだろう（現在は50%）。そうなれば、配当利回りは4.3%となり、さらに、発行済み株式数が3~4%減少することになる。原油価格が70ドル台前半ならば今後5年間のリターンは10%台前半で、80ドル付近になれば10%台半ばになる。

Q：エネルギー全般については、強気か。

ジルー氏：エネルギーに対して前向きになる理由は多い。サウジアラビアと石油輸出国機構（OPEC）は減産で高値を支えている。米国では、石油生産者がフリーキャッシュフローに一層焦点を当てているため、シェール原油の生産性は低下しつつある。私は、欧米による制裁を理由にロシアの石油生産の持続性を懸念しており、中東は火薬庫だ。唯一の悪影響は減少傾向にある石油需要で、EVや、中国および世界の景気減速が一因だ。

ラジブ・ジェイン氏：われわれもCNQを保有している。ただ、鉱山事業では公害もあり、悪材料の一つだ。とはいえ、可採年数は非常に長い。

ジルー氏：状況は変わりつつある。CNQは、2030年までに排出量を3分の1削減して2040年までにさらに3分の1削減し、2050年までにゼロにする計画だ。

ブラック氏：CNQの原油1バレル当たりの実現価格は。

ジルー氏：正味実現価格は、ウエスト・テキサス・インターミディエート（WTI）マイナス差額で、15ドルだが、長期的には10ドル台前半になる可能性がある。

最後の推奨は、バイオ医薬品会社のバイオジェン<BIIB>だ。株価が260ドル、時価総額は約390億ドル、売上高は約100億ドルで、2024年予想PERは16倍だ。ミッドイヤー・ラウンドテーブルでも推奨したが、その後に状況は大きく変化した。

バイオジェンは、2022年11月に新たなCEOとしてクリス・ヴィーバッカー氏を招いた。これまでに2件の施策を実施しており、両方ともポジティブだ。8億ドルのコスト削減プログラムを実施しており、2023年の15ドルのEPSに対して2025年までに5ドルの上乗せが見込まれる。さらに、まれな神経疾患であるフリードライヒ運動失調症治療薬のスカイクラリスを製造するリアタ・ファーマシューティカルズを買収した。3~4年後には、EPSに対して5ドル超の上乗せになる可能性がある。

しかしアルツハイマー病治療薬のレケンビ（一般名レカネマブ）に、最も興奮させられる。レケンビに対する権利は、バイオジェンが50%、残りはエーザイ<4523>が保有している。レケンビは、認知症状悪化の進行を27%抑制する。バイオジェンのレケンビの売上高を、2028年は20億ドル、2033年は40億ドルと予想しているが、上振れる可能性がある。

注目点は三つ。われわれは、バイオジェンの市場シェアを60%と想定しているが、競合するイーライリリー<LLY>のドナネマブ（一般名）よりも安全性が高いため、われわれの予想は保守的な可能性がある。

第二に、レケンビとドナネマブは静脈注射薬として承認される見込みだが、バイオジェンは秋に、家

庭で投与できる皮下注射版の承認を受ける公算が大きい。

第三に、医師はアルツハイマー病の症状が現れる前の治療の可能性に注目している。アミロイドβはアルツハイマー病の症状が現れるまでに10年から15年かけて蓄積される。多くの治療は、プラーク除去が効果を示さない症状後期の人々に対して行われたために失敗してきた。今後3年から5年でアミロイドβの診断検査が改善すれば、50歳の人々が毎年の健康診断で検査を受けて、プラークが確認できれば少量のレケンビが投与される可能性がある。この手順が数年ごとに繰り返されれば、2040年までにアルツハイマー病を根絶できる可能性がある。

ブラック氏：バイオジェンは長年にわたって、多発性硬化症治療薬だけが取り柄だった。

ジルー氏：バイオジェンは今や、恐らく最大の満たされていない医療ニーズ（アルツハイマー病）に対処できる医薬品を保有している。レケンビが有効であれば、売上高はわれわれの2033年予想の40億ドルの数倍になる可能性がある。売上高が10億ドル増えるごとに、EPSは3～3.50ドル増加する。

## 参考資料

(資料)

### David Giroux's Picks

Company / Ticker	1/5/24 Price
Fortive / FTV	\$71.44
Waste Connections / WCN	146.48
RTX / RTX	85.38
Canadian Natural Resources / CNQ	67.07
Biogen / BIIB	257.88

Source: FactSet

## デサイ氏の推奨

Q：次は債券に話題を転じて、デサイ氏の話聞こう。

デサイ氏：2023年末の米国10年債利回りは3.90%で、年初とほとんど変わらなかった。年間では、3.90%を割り込んだこともあったが、それよりも重要なこととして、5%を突破したこともあった。これは債券市場では非常に大幅な変動だ。

現在の市場は、3月から1.5%近い利下げが始まると予想している。それが実現するためには、景気が大幅に減速する必要があると私は見ている。そのため、ハイイールド債のようなリスクが比較的高い分野に注目したい。ブルームバーグ米国コーポレート・ハイ・イールド・トータル・リターン指数の利回りは、10年物米国債を350ベーシス・ポイント (bp) 上回っている。もしリセッションが近づいているとすれば、スプレッドははるかにワイドになっているだろう。

債券投資家は、認知的不協和の状態にある。米国債が利下げ見通しを織り込んでいる一方で、高リスク資産の価格は経済が好調であると示唆している。

Q：それは、インフレがさらに低下しないことを意味するのか。

デサイ氏：インフレ率が年末までに、米連邦準備制度理事会 (FRB) の目標である2%に達する公算は小さい。しかし投資家にとって、インフレ率と経済成長は問題ではなく、リスクの高い資産が不振にあえぐ必要はない。

また、利下げ見通しと、FRBの年末のバランスシートが6兆5000億ドルになるという試算の結果として、流動性は改善傾向にある。FRBのバランスシートは、金融危機開始時点は8000億ドルで、新型コロナウイルスの流行期には4兆ドルとなり、ピーク時には9兆ドルに達した。

私は、今年の債券市場の変動が激しいと予想する。われわれは、経済の悪いニュースが良いニュースである状態に戻っている。悪いニュースはFRBの利下げを意味するためだ。

Q：年末のフェデラルファンド (FF) 金利予想は。

デサイ氏：FRBが誘導目標を0.75%引き下げて4.5~4.75%にすると予想しているが、0.5%の利下げでも十分以上だろう。下半期の利下げを予想している。私のインフレ率予想は、2024年末の実質金利が2%超になると示唆している。2~2.25%の実質金利は経済や市場にとって壊滅的ではない。2008~200



Sonal Desai/ Photograph by Mackenzie Stroh

9年の金融危機前の50年間にわたって実質金利は2~2.5%程度だった。

アビー・コーエン氏：FRBは以前の選挙の年に、選挙間近の段階での金利変更に対して常に消極的だった。FRBが金利を変更するとすれば、7月または8月までに実施するだろう。この点についてどう考えるか。

デサイ氏：下半期には7月も含まれる。しかし、インフレの出発点と、今回の選挙がいかに変則的になるかを考慮すると、FRBは選挙前に望みをかなえられると感じるかもしれない。

推奨に関しては、今年は移行期の年と見ており、デュレーションを積み増す意向はない。地方債は金融政策安定化と、横ばいから前向きのクレジットのファンダメンタルズの機に乗じる好位置にある。私は、広範囲にわたってクレジットリスクを取るフランクリン・ハイ・イールド・タックス・フリー・インカム<FHYIX>（利回りは4.62%）と、投資適格債を選好して地方債をデュレーションの観点からダイナミックに運用するパトナム・ストラテジック・インターメディアイト・ミュニシパル・ファンド<PPNAX>を組み合わせる。

私は、過去にも推奨したことのあるフランクリン・インカム・ファンド<FRIAX>にもこだわっている。利回りは5.66%で、70年にわたって配当を支払っている。複数の資産クラスに投資しており、株式に対する現在の35%の配分は過去最低で、市場に出遅れているバリュー銘柄に偏っている。

上場投資信託（ETF）のiシェアーズ・コア・トータル・米ドル建て債券市場ETF<IUSB>は、広範囲の米国債に対するエクスポージャーを提供する一方で、クオリティーへの偏りはクレジットショックに対する保護を提供する。他のファンドと比較すると、保有銘柄は信用格付けがAAAとAAの債券に集中しており、国債と社債を選好している。

iシェアーズ米ドル建て社債1-5年ETF<IGSB>は、デュレーションを選好せず、優良クレジットリスクを取りたい投資家に向いている可能性がある。信用格付けがAとBBB、および、残存期間が3~5年の債券の比率が、ファンドの中で最も高い。

新興国諸国を諦める気はない。今年は、FRBの利下げ幅が0.75%であれ1.50%であれ、金利低下は新興国にとってプラスだ。イートン・バンス・エマージング・マーケット・デット・オポチュニティーズ・ファンド<EIDOX>を推奨する。利回りは8.72%で、現在の配分は社債に偏っている。デュレーションの最大のエクスポージャーは、中国、インド、韓国などの比較的規模の大きな新興国市場となっている一方、セルビアやタンザニアなどのフロンティア市場にも相当投資している。

次は、フランクリン・フローティング・レート・デイリー・アクセス・ファンド<FDAAX>だ。リスクが最も高いローンの発行体に関するリスクは利上げサイクルの終了によって軽減されるため、ローン投資は2024年の面白い投資アイデアだ。現在は、航空宇宙と防衛、ゲーミング/レジャー、輸送、小売りをオーバーウエートとし、テクノロジー、サービス、資本財をアンダーウエートとしている。アリストテレス・フローティング・レート・インカム・ファンド<PLFDX>はもう一つの選択肢で、利回りは8.64%。

株式ファンドの推奨には自信がないが、グロース銘柄のアウトパフォーマンスを勘案すると、バリュー株ファンドを検討するタイミングかもしれない。例えばクリアブリッジ・バリュー・トラスト

<LMNVX>はエネルギー、公益、素材、資本財を最もオーバーウエートしている。すべての時価総額の銘柄に投資可能だが、ポートフォリオの約50%を超大型株が占めている。

## 参考資料

(資料)

### Sonal Desai's Picks

Fund / Ticker	1/5/24 Price
Franklin High Yield Tax-Free Income / FHYVX	\$8.83
Putnam Strategic Intermediate Municipal / PAMYX	14.13
Franklin Income / FRIAX	2.28
iShares Core Total USD Bond Market / IUSB	45.58
iShares 1-5 Year Investment Grade Corporate Bond / IGSB	51.03
Eaton Vance Emerging Markets Debt Opportunities / EADOX	7.50
Franklin Floating Rate Daily Access / FDAAX	7.74
ClearBridge Value Trust / LMNVX	115.51

Source: FactSet

## ブラック氏の推奨銘柄



Scott Black/ Photograph by Mackenzie Stroh

Q：ブラック氏の選好銘柄は。

ブラック氏：当社はバリュートリートメント投資会社だが、妥当で割安なバリュートリートメントの優良企業を発見するのは一段と難しくなっている。当社は、利益が増加しており、PERが低く、多額のフリーキャッシュフローを創出している企業に投資する。保険会社のエベレスト・グループ<EG>はそのような企業の一つだ。

5日の終値は371.41ドルで、時価総額は161億ドル、年間配当は7ドル、配当利回りは1.9%だ。

2023年の保険料収入は、特に損害保険分野の新規契約と保険料上昇を反映して、約19%増加した。当社の予想では、2024年の正味経過保険料（保険会社が補償責任を果たした期間に相当する保険料）は146億6000万～150億5000万ドル、コンバインドレシオ（保険業界の収益性の指標）は90%となる見込みだ。

正味保険引受利益は、保険料収入が10%増加した場合は14億6000万ドル、15%増加した場合は約15億ドルとなる。利息費用などを差し引くと、純利益は26億9000万～27億2000万ドルと予

想される。中央値に基づくと、2024年のEPSは62.3ドル、2024年予想PERは6倍となる。株価純資産倍率（PBR）は1.43倍、プロフォーマ投資利益率は22%だ。

昨年1～9月の保険料収入のうち、70%は再保険、30%は直接引き受けた保険によるものだった。エベレストにとって最大のエクスポージャーは米南東部のハリケーンである。エベレストは、これが20年間に1度の事象であるという想定に基づき、1回当たりの影響額を3億8300万ドルと推定している。一方、純資産価額は112億ドルで、準備金は十分だ。投資ポートフォリオは非常に良い状態にあり、投資先の平均信用格付けはダブルAマイナスだ。

独立系石油・ガス生産会社のダイヤモンドバック・エナジー<FANG>は、テキサス州のミッドランド盆地とデラウェア盆地で事業を運営するシェール生産会社だ。第3四半期決算に基づくと、原油換算で日量42万5000バレルを生産している。また約770マイルのパイプラインを所有し、330カ所の鉱井を運営している。

株価は155.95ドルで、時価総額は279億ドルだ。表面上の1株当たり配当は3.36ドルだが、特別配当と合わせると去年は7ドルだった。

当社はPERだけでなく解散価値も考慮している。私はダイヤモンドバックの埋蔵資源の価値を349億26

00万ドルと推定しており、ガス収集設備とインフラ資産の簿価は7億0600万ドルだ。これに株式投資の5億1900万ドルと不動産の8500万ドルを足し、純負債と繰延税金を引いて発行済み株式数で割ると、株価は160ドルになる。

ダイヤモンドバックは今年初めに同業のラリオ・パーミアンの買収を完了した。これにより、埋蔵量は5%、EPSは9.8ドル増加した。さらに、当社はダイヤモンドバックが2023年に埋蔵量を7%増やしたと推定しており、EPSに換算すると13.7ドルだ。合計すると、解散価値は1株当たり183.5ドルになる。

ダイヤモンドバックの信用格付けはトリプルBで、投資適格格付けを有している。フリーキャッシュフローは、2022年が44億ドル、2023年が推定29億ドルだ。自社株買いと配当で約22億ドルを株主に還元しており、さらに17億ドルの自社株買いを承認済みである。なお、ガス売上高の約半分について、エネルギー価格の変動に対するヘッジを実施している。

私は今年のダイヤモンドバックのEPSを21.25ドルと予想している。コンセンサス予想EPSは19ドルである。私の計算では、PERは7.3倍、株価/可処分キャッシュフロー倍率は5倍だ。自己資本利益率は21.6%、総資本利益率は16.4%となっている。EPSは2018年の6.04ドルから2023年には18.66ドルへ増加しており、過去5年間で年平均25.3%のペースで成長している。

特殊車両メーカーのオシュコシュ<OSK>の株価は105ドルで、時価総額は69億ドル、1株当たり配当は1.64ドル、配当利回りは1.6%だ。事業部門は三つで、売上高の約52%を占める高所作業車事業、22%の防衛事業、26%の専門車（消防車やごみ収集車など）事業から成る。

昨年の売上高は約97億ドルで、今年は102億ドルに増加する可能性がある。当社は税引き前利益を9億4400万ドルと予想している。税率を25%とすると、純利益は7億0800万ドル、EPSは10.76ドルで、昨年の9.59ドルから増加する。コンセンサス予想は10.36ドルだ。

今年の自己資本利益率は約18.7%、総資本利益率は約15.6%となる見込みだ。株価は割安で、予想PERは9.8倍、PBRは1.95倍だ。現在、防衛事業の営業利益率は約4%だが、オシュコシュはロボット戦車と新たな郵便配達車という二つの大規模プログラムを本格化するとみられる。これにより、部門利益率は今後2~3年で10%超に上昇するだろう。

決済テクノロジー企業グローバル・ペイメンツ<GPN>は個人消費による恩恵を受ける。現在、人々は体験や旅行に多額を支出している。グローバル・ペイメンツは170カ国で400万以上の事業拠点と1500の金融機関にソフトウェアとサービスを提供している。ソフトウェアを中心に、電子商取引（eコマース）に重点を置く戦略を取っており、買収を通じてB2B市場へのエクスポージャーを拡大している。売上高のうち、クレジットカード交換手数料（カード取引において金融機関の間で支払われる手数料）が78%、カード発行収入が22%を占める。

2023年の増収率は約7.5%だった。私は2024年の増収率を6.8%、売上高を92億6000万ドルと予想している。事業者向けソリューションの営業利益は約36億ドル、カード発行収入は10億3000万ドルとなる見込みだ。当社は純利益を281万ドル、EPSを約11.5ドルと予想している。

グローバル・ペイメンツの株価は127.39ドルで、時価総額は332億ドルだ。1株当たり配当は1ドルで、配当利回りは0.8%となっている。株価は昨年3月の銀行危機と、10月に10年物米国債利回りが5%を上

回った際に下落した。決済事業には競合他社が多い。

現在の2024年予想PERは11.1倍で、株式報酬を勘案すると11.8倍になる。PBRは1.48倍で、税引き後のプロフォーマ自己資本利益率は12.6%だ。グローバル・ペイメンツは膨大なフリーキャッシュフローを生み出しており、2022年のフリーキャッシュフローは16億2000万ドルだった。過去の業績も素晴らしく、13四半期連続の増益を達成している。

## 参考資料

(資料)

### Scott Black's Picks

Company / Ticker	1/5/24 Price
Everest Group / EG	\$371.41
Diamondback Energy / FANG	155.95
Oshkosh / OSK	105.29
Global Payments / GPN	127.39

Source: FactSet

## ジョン・ロジャース氏の推奨銘柄

Q：次はロジャース氏

ロジャース氏：2業種で5銘柄、そして特殊な状況にある1銘柄を保有している。ヘルスケアは昨年の小型株でパフォーマンスが最悪だったセクターの一つだ。われわれが選好する銘柄の中には割安になり、見向きもされなくなった銘柄もある。教育サービス企業のアドタレム・グローバル・エデュケーション<ATGE>は、他の銘柄ほど割安ではないが、当社の長期的な確信度は高い。2024年予想PERは13倍、時価総額は24億ドルで、非公開市場における当社推計価値を25%下回っている。

ヘルスケアに重点を置く教育サービスの最大手で、看護学校の学部レベルで1位（市場シェア9%）、獣医師教育でも米国1位だ。元はデブライ大学の一部だったが、オバマ政権時代に困難に直面した。営利目的の大学の中には学生を搾取するものもあり、教育省による追及の対象となった



John W. Rogers Jr./ Photograph by Mackenzie Stroh

からだ。デブライ大学は良い方だったが、従来の営利目的の教育事業から撤退し、ヘルスケアに専念するという正しい判断を下した。米国では看護師、医師、獣医師不足が深刻化しつつあり、それがアドタレムに追い風となっている。その結果、EPSは今後数年にわたり年率10%で成長し、優れた長期投資先になるとみている。

医療廃棄物処理のステリサイクル<SRCL>も選好するヘルスケア関連銘柄だ。予想PERは約21倍だが、困難な時期に利益とキャッシュフローが圧迫されていたため、PERは押し上げられている。時価総額は45億ドルで、非公開市場における当社推計価値を35%下回っている。

病院から診療所、歯科医院、さらにはタトゥーパーラーに至るまで、規制対象となる医療廃棄物管理サービスを提供する国内大手だ。数年前に文書廃棄業界の大手企業を買収したが、シナジーの実現が予想以上に困難であることが判明しており、買収価格は高過ぎたようだ。主に小型買収を通じて長年にわたり着実な成長を遂げてきたが、買収先の事業統合が不調で、会計上の調整を余儀なくされる場合もあった。

Q：何が変わったのか。

ロジャース氏：新たな経営陣を迎え、新規買収は減少した。期待していたより長くかかったが、ITシステムの大幅な刷新も完了した。新たなエンタープライズリソースプランニング（ERP）システムは、利益率の大幅な拡大、フリーキャッシュフローの創出、生産性向上、新規取引先の獲得に貢献するはずだ。この逆張り銘柄は長期にわたり利益を年率15%で成長させると見ている。

3番目のヘルスケア関連銘柄は、歯科医療機器大手のエンビスタ・ホールディングス<NVST>で、画像診断、歯科矯正、インプラント、消耗品、感染予防製品に強い。時価総額40億ドルで、非公開市場における当社推計価値を50%下回っている。

株価は低迷している。歯科業界全般が停滞する中、成長の柱だったインプラント事業で競争が激化しているからだ。さらに、低所得の消費者はインプラント費用の負担が難しくなりつつあり、利用が減少している。しかし、景気が安定すれば、先送りされていたインプラント手術が復活し、患者1人当たりの支出も増加すると当社は見ている。高齢化が進む中、歯科治療には需要があり、エンビスタは成功を収めるだろう。

2023年のもう一つの残念な分野が住宅関連企業だ。昨年末に急回復を見せたものの、まだまだの状況だ。プール・スパ関連製品のレスリーズ<LESL>は最も割安な住宅関連銘柄の一つで、来年度予想PERは約13倍、時価総額は12億ドルで、非公開市場における当社推計価値を48%下回っている。経営陣は、事業を再び軌道に乗せることに高い確信を持っており、自社株を購入している。

Q：レスリーズが苦戦している原因は。

ロジャース氏：レスリーズはプール・スパ業界の最大手で、消費者直販企業では最も信頼されている。水質の検査や洗浄も含め、プールやスパに必要なものをすべて販売し、製造から1000を超える販売店まで垂直統合された企業で、販売数量は競合上位20社の5倍だ。南への移住人口とプール設置数の増加を追い風に、売上高は2022年まで59年連続で増加したが、昨年は在庫過多になり、業績は予想を下回った。予想より涼しかったためにプール関連製品の販売が落ち込んだことも一因と思われる。

しかし、現在は、在庫を正常化させ、借入れを削減し、プール設置数増加の恩恵を受けつつあり、

成功を収める絶好の位置に付けている。販路の拡大も行っている。アマゾン・ドット・コム<AMZN>と良好な関係にあるが、プロ向けの事業も構築している。小売り大手コストコ・ホールセール<COST>やホームセンター大手のホーム・デポ<HD>などの巨大企業に市場シェアを奪われないように、競争力の維持に取り組んでいる。当社は、既存店売上高の増加、店舗数拡大、利益率拡大、さらには借入削減と自社株買いにより、EPSが長期的に最低でも年率10%で成長するとみている。

Q：住宅市場の動向の影響を受けやすいプール新設と既存プールのメンテナンスのそれぞれが売上高に占める割合は。

ロジャース氏：プールは、設置後は清潔に保つ必要があるため、どちらかといえば継続的な売上げが発生するビジネスだ。プールの新設は利益率に貢献することも、足を引っ張ることもある。

ブラック氏：利益が好転する時期は。

ロジャース氏：2024年下半期だ。下半期になれば、前年同期比で大幅に回復するだろう。天候に異常がないことを祈りたい。

最後の銘柄は、娯楽大手のマディソン・スクエア・ガーデン・エンターテインメント<MSGE>からのスピノフ（分離・独立）の際に投資した娯楽企業のスフィア・エンターテインメント<SPHR>だ。マディソン・スクエア・ガーデンの大規模改革で、ジム・ドーラン氏率いるMSGE経営陣を評価していたことから、スフィアも成功すると楽観していた。スフィアは、ラスベガスを拠点とする企業を創設し、キャッシュフロー創出を助けるため、レストランチェーンのタオ・グループとともにスピノフされたが、13億ドルで済むはずの音楽・エンターテインメント向けのアリーナ建設に結局23億ドルを要した。コスト増の理由としては、コロナ禍中に製造コストや建設コストが劇的に上昇したことが挙げられている。

スフィア・エンターテインメントの時価総額は約10億ドルで、当社の推計価値を40%下回っている。可能ならスフィアで開催されるコンサートを見ることを勧める。U2のコンサートのハイライトを見たことがあるかもしれないが、本当に素晴らしい。

コンサートは素晴らしいが、出演料を支払う必要があり、スフィアの事業の中で最も収益性が低い分野だ。ドーラン氏はラジオシティ・ミュージックホールで、ステージショーの『クリスマス・スペクタキュラー』のような知的財産を所有し管理する方がはるかに良いと学んだ。その方がはるかに多くのキャッシュフローを生む。スフィアもこれに倣い、『地球からのポストカード』という映画を上映しており、素晴らしい評価を得ている。チケット価格が上昇し売上高も増加している。新たな映画を上映し、新たなアイデアや才能を取り込むことでさらなる改善が見込まれ、巨額のキャッシュフローを生む可能性がある。

さらに、とてつもない広告ビジネスの機会もある。スフィアの外部、すなわち「エクソスフィア」上の企業広告支出は週当たり60万ドルに上る。エクソスフィア上の広告は、訪問者が写真を撮り、ソーシャルメディアに投稿すれば、さらに効果が上がる。

スフィアには、ドーラン家に支配されているというウォール街の懸念から、依然として「ドーラン・ディスカウント」が付きまどっているが、既存の3セグメントはうまく機能している。将来的には、コ

ンベンションやコンファレンスから収入を得るほか、スフィアのデザインを資金負担が軽いフランチャイズ方式で世界展開することも考えられ、中東、アジア、北米、欧州から引き合いがある。他の都市では5000席のアリーナなどが建設される可能性もあり、コンテンツを活用して複数のスフィアを展開すれば、極めて多くのキャッシュフローを創出できる可能性がある。

Q：株式上場後の株価パフォーマンスは。

ロジャース氏：株価は、2023年4月の上場後、2024年1月5日までに30%上昇している。

Q：非公開市場における推計企業価値の根拠は。

ロジャース氏：スフィアの二つのセグメント、スフィアおよびMSGネットワークの税引き後キャッシュフローに基づいて評価し、現在価値に割引いている。キャッシュフローは長期的に年率20%で成長すると予想している。斬新なコンセプトの新規ビジネスであるスフィアは当社にとって他に類例のない企業だが、引き続きその成長ストーリーと将来性に大きな期待を持っている。

## 参考資料

(資料)

### John W. Rogers Jr.'s Picks

Company / Ticker	1/5/24 Price
Adtalem Global Education / ATGE	\$56.91
Stericycle / SRCL	47.70
Envista Holdings / NVST	23.38
Leslie's / LESL	6.85
Sphere Entertainment / SPHR	33.30

Source: FactSet

By Lauren R. Rublin  
(Source: Dow Jones)



このほか、ライターが推奨銘柄をフォローアップした後、その銘柄がもはや魅力的でないと判断した場合、当該銘柄の損益はその時点で確定される。推奨銘柄は時価総額に応じ、S&P500指数やS&Pミッドキャップ400指数、小型株のラッセル2000指数がベンチマークとなる。

## フェラーリやシャークニンジャは健闘

本誌は、2023年に著しく成功した銘柄を幾つか選ぶことができた。その中で最も注目されたのがテスラだ。年初に100ドル台前半で低迷していた株価は、確実に反発しそうだった。株価が2倍以上になった後は魅力が薄れたように見えるが、それでもポートフォリオの中での比重を控えめにして保有する価値はある。

本誌が注目した銘柄の中には、あまり目立たなかったが株価が好調なものが幾つかあった。例えば、通信大手フロンティア・コミュニケーションズ<FYBR>である。ネットワークの更新を手掛ける会社で、アクティビスト（物言う投資家）のジャナ・パートナーズが株式を取得した上で身売りを迫ったことによって株価は急騰した。

アイスクリームメーカーやノンフライヤーなどの家電製品を製造するシャークニンジャ・オペレーティング<SN>は、売上高が順調に伸びるとともに、より多くの投資家はその成長ストーリーを信じたことで上昇した。また、イタリアの自動車メーカー、フェラーリ<RACE>は1月の記事で推奨後、スポーツ用多目的車（SUV）やその他の新モデルに参入したことで上昇した。EVも間もなく株価を押し上げるかもしれない。

もう一つの勝者は、金融株の売り浴びせの中で耐え抜いた銀行持ち株会社トゥルーイスト・フィナンシャル<TFC>だ。BB&Tとサントラスト・バンクスの合併で誕生したが、事業の統合がうまくいっていなかった。業績回復のストーリーは、コスト削減と経営の効率化に向けた新たな取り組みにより支えられている。

一方、敗者はファイザーとハーツだけではない。本誌は、天然ガスの燃焼によって発生する炭素を回収し、地下に貯留する事業を営むエネルギー新興企業ネット・パワー<NPWR>のような企業の評価も誤った。ネット・パワーはサプライチェーンの問題を理由に、予定していた最初のプラントの操業を延期した。レストラン向け決済処理会社トースト<TOST>も、業績は改善したがベンチマーク指数に出後れた。2024年に向けての個人消費への懸念が重しとなったが、本誌は好調な業績がいずれ株価に反映されると予想している。

本誌が否定的な見方を示した銘柄は、結果がまちまちだった。ベトナムのEV新興企業ビンファスト<VFS>は、本誌がバリュエーションに疑問を呈した後に急落した。ビンファストの株価は上場初日に暴騰。膨らんだ時価総額を2023年の計画販売台数で割ると、一台当たり440万ドルに達した。最終的に市場は正常に戻り、株価は実態を反映するようになった。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>は、2023年のビットコイン価格の上昇とビットコイン上場投資信託（ETF）への期待が課題を上回った。

## Our 2023 Stock Picks

Company / Ticker	Publication Date	Pre-Story Price	12/29/23 Price	Total Return	Benchmark Return
Tesla / TSLA	1/9	\$113.06	\$248.48	119.8%	24.4%
Frontier Communications / FYBR	7/17	14.31	25.34	77.1	5.8
Ferguson / FERG	4/12	125.99	193.07	55.4	17.4
SharkNinja / SN	8/28	34.97	51.17	49.7	8.5
Ferrari / RACE	1/18	237.86	338.43	43.3	21.4
Carrier Global / CARR	5/5	41.10	57.45	41.4	18.7
CRH / CRH	5/19	50.04	69.16	41.0	14.7
Pinterest / PINS	4/6	27.33	37.04	35.5	18.0
Warner Music Group / WMG	6/19	27.16	35.79	33.2	9.1
Republic Services / RSG	2/16	125.81	164.91	32.9	16.6
Truist Financial / TFC	9/21	28.37	36.92	32.5	8.8
Universal Music Group / UNVGY	6/19	11.01	14.29	31.0	9.1
Vestis / VSTS	11/6	16.76	21.14	26.4	12.6
Linde / LIN	2/3	332.05	410.71	25.4	15.9
Nintendo / NTDOY	5/11	10.51	12.99	25.2	16.5
TJX Cos. / TJX	4/19	77.76	93.81	22.1	16.1
Zoetis / ZTS	3/29	165.04	197.37	20.4	21.6
Mobileye Global / MBLY	11/10	36.14	43.32	19.9	10.0
Waste Management / WM	2/16	152.14	179.10	19.8	16.6

## 参考資料

(資料)

General Dynamics / GD	9/29	222.39	259.67	17.5	11.4
Booking Holdings / BKNG	10/5	3,046.47	3,547.22	16.4	12.3
HP Inc. / HPQ	11/2	26.48	30.09	14.7	12.9
Darden Restaurants / DRI	3/15	147.58	164.30	14.2	23.2
Xylem / XYL	2/1	104.01	114.36	11.4	18.8
Dell Technologies / DELL	11/2	68.67	76.50	11.4	12.9
Jack Henry & Associates / JKHY	4/7	148.61	163.41	11.1	17.5
BMW / BMW.Germany*	10/20	€94.75	€100.78	11.1	11.9
Chubb / CB	3/6	\$207.10	\$226.00	11.0	19.5
Waste Connections / WCN	2/16	135.53	149.27	11.0	16.6
Steris / STE	6/1	199.97	219.85	10.7	15.2
Boston Beer / SAM	6/26	312.70	345.59	10.5	11.6
Anheuser-Busch InBev / BUD	5/19	58.80	64.62	9.9	14.7
Lowe's / LOW	1/25	206.41	222.55	9.5	20.5
Berkshire Hathaway / BRK.B	4/28	326.23	356.66	9.3	16.6
RPM International / RPM	12/1	102.93	111.63	8.5	8.7
AAR / AIR	9/11	57.81	62.40	7.9	10.1
Enphase Energy / ENPH	9/7	123.03	132.14	7.4	7.3

参考資料

(資料)

Freeport-McMoRan / FCX	6/15	40.06	42.57	7.1	10.0
HCA Healthcare / HCA	12/8	253.95	270.68	6.8	4.1
Walt Disney / DIS	7/28	85.36	90.29	6.1	5.9
BYD / BYDDY	12/22	52.20	55.27	5.9	0.5
AGCO / AGCO	10/6	115.56	121.41	5.3	14.7
Copart / CPRT	11/9	46.62	49.00	5.1	9.1
Vontier / VNT	11/27	33.36	34.55	3.6	8.9
Arthur J. Gallagher / AJG	7/21	218.23	224.88	3.5	5.9
Oxford Industries / OXM	6/6	99.05	100.00	2.3	13.2
Chevron / CVX	11/6	147.61	149.16	2.1	9.8
Nike / NKE	8/3	107.51	108.57	1.7	6.4
McKesson / MCK	10/12	456.66	462.98	1.5	9.4
Walmart / WMT	7/7	157.11	157.65	1.1	8.9
GE HealthCare Technologies / GEHC	3/9	76.63	77.32	1.0	21.1
PepsiCo / PEP	12/1	168.29	169.84	0.9	4.5
AstraZeneca / AZN	12/28	67.35	67.35	0.0	-0.2
First Citizens BancShares / FCNCA	11/15	1,427.23	1,418.97	-0.5	6.3
Monster Beverage / MNST	8/24	57.91	57.61	-0.5	8.1
Endava / DAVA	1/16	78.60	77.85	-1.0	9.1
Philip Morris International / PM	1/6	\$100.82	\$94.08	-1.4	27.3

参考資料

(資料)

Philip Morris International / PM	1/6	\$100.82	\$94.08	-1.4	27.3
Moderna / MRNA	8/21	101.62	99.45	-2.1	9.8
Rockwell Automation / ROK	6/29	321.21	310.48	-2.5	9.9
Mercury Systems / MRCY	9/18	37.93	36.57	-3.6	10.3
Comcast / CMCSA	8/14	46.03	43.85	-4.1	7.5
BioNTech / BNTX	8/21	110.36	105.54	-4.4	9.8
Keurig Dr Pepper / KDP	2/22	35.55	33.32	-4.5	21.0
Boot Barn Holdings / BOOT	3/6	80.60	76.76	-4.8	6.6
FirstEnergy / FE	2/27	39.80	36.66	-4.9	21.8
Ulta Beauty / ULTA	2/2	523.59	489.99	-6.4	17.6
On Holding / ONON	9/1	28.83	26.97	-6.5	6.4
Thermo Fisher Scientific / TMO	4/25	574.30	530.79	-7.4	16.6
Humana / HUM	3/23	498.33	457.81	-7.4	22.6
Wynn Resorts / WYNN	5/25	101.09	91.11	-9.4	17.0
NextEra Energy / NEE	8/14	68.92	60.74	-10.5	7.5
TreeHouse Foods / THS	6/12	49.84	41.45	-16.8	9.6
Topgolf Callaway Brands / MODG	5/15	17.28	14.34	-17.0	17.7
Toast / TOST	2/9	23.44	18.26	-22.1	6.0
Net Power / NPWR	6/12	14.61	10.10	-30.9	9.6
Pfizer / PFE	2/6	44.06	28.79	-32.3	17.1
Hertz Global Holdings / HTZ	2/10	18.67	10.39	-44.3	7.3
Average				9.9%	12.7%

参考資料

(資料)

## Our 2023 Pans

Company/ Ticker	Publication Date	Pre-Story Price	12/29/2023 Price	Total Return	Benchmark Return
Vinfast Auto / VFS	8/18	\$20.00	\$8.37	-58.2%	9.8%
Coinbase Global/ COIN	9/1	79.60	173.92	118.5	6.4
<b>Average</b>				<b>30.2%</b>	<b>8.1%</b>

By Avi Salzman  
(Source: Dow Jones)

## 3. ディズニーのアイガーCEO復帰から1年、業績の道りは険しい

[フィーチャー]

Iger's Problem at Disney: Power Has Moved to the Viewers

業績改善にはストリーミング事業の黒字化が必須も容易ではない

## ボブ・アイガー氏再登板



HU CHENGWEI/GETTY IMAGES

2年前の11月にウォルト・ディズニー<DIS>はボブ・アイガー氏の最高経営責任者（CEO）復帰を発表、株価は約92ドルから97ドル超へ上昇した。その後、株価は90ドルへ逆戻りしたが、ウォール街は圧倒的に「買い」の評価で、3年弱前の株価はその2倍以上だった。

ディズニーは、ピクサーやスター・ウォーズ、マーベルといった歴史上最も金のなる木であるエンターテインメント・フランチャイズを抱える。こうした資産を集めたのがアイガー氏だが、CEO在任期間の15年で株価は6倍近く上昇

した。今回の契約は2026年までであり、株価を大きく上昇させるには在任期間が短か過ぎるかもしれない。

ディズニーの現在の業績不振はショービジネス業界の構造的な変化が原因である。アイガー氏が耐え忍ぶことはできても、変えることはできない性質のものだ。要するに、支配力が製作側から視聴者に移ったのだ。ディズニーの進めるコスト削減は有効ではあるが、気まぐれなストリーミング視聴者対応が手薄になる恐れもある。

キーバンク・キャピタル・マーケッツのアナリスト、ブランドン・ニスperl氏は「エンターテインメント企業、特にディズニーが今やろうとしているのは、コンテンツに対する投資を抑え、視聴料金を引き上げることだ。そんなことをすれば悲惨なことになるのは火を見るより明らかだ」と語る。

ディズニーの現在の脆弱性の大部分は失敗ではなく、ディズニーの過去の成功の裏返しである。ディズニーの最初の隆盛はアイガー氏の前任者、マイケル・アイズナー氏の手腕によるものであり、1989年の『リトル・マーメイド』の公開から始まったと言われる。その後ヒット作が続く。1991年の『美女と野獣』、1992年の『アラジン』、1994年の『ライオン・キング』、ピクサー・アニメーション・スタジオとの共作の1995年の『トイ・ストーリー』である。

アイズナー氏による大変革は、当時としては米国史上第2位の規模となる1995年のキャピタル・シティーズ/ABCの190億ドルでの買収であった。ケーブルテレビは依然として視聴者数を増やしており、ABC買収によりESPNの過半の所有権を得た。アイガー氏は9年前本誌に、破壊に対抗する上でこれ以上のテレビ資産はない、と語っている。

ディズニーはエンターテインメント業界の複合企業と言われるが、収益構造は歴史をたどれば、映画会社がテーマパーク事業へ進出し、テレビ中心になったものである。数十年前は、ディズニーの映画

スタジオやテーマパークが1ドル稼ぎ出すごとに、テレビ事業は3ドル稼ぎ出していた。昨年、テーマパークは最大の稼ぎ頭となり、ディズニー全体の営業利益は10年前と比較し減少した。

## ■ ネットフリックスの登場とストリーミング事業

もちろん、この変化の大きな要因はネットフリックス<NFLX>で、視聴者のケーブルテレビ離れを引き起こし、ディズニーはじめ各社ともストリーミング事業参入を余儀なくされた。ケーブルテレビと従来型の有料テレビサービスの世帯加入率は50%未満に低下し、流出が加速している。もはやバンドルサービスで料金引き上げは難しい。昨年、米国2位のケーブルテレビ会社であるチャーターコミュニケーションズ<CHTR>はディズニーの最新の条件に合わせるくらいならテレビ事業から撤退した方がましだと語ったが、説得力があり結局ディズニーが譲歩した。

ディズニーは減少しているケーブルテレビ事業のキャッシュフローを投資して、ストリーミング強化を図る必要がある。理論的には、ストリーミングはケーブルにはないメリット、すなわち番組を地域限定ではなく、グローバル展開することが可能である。ところが、現実は思ったほど伸びてはいない。

今年、ディズニーはコンテンツに250億ドル投資予定であると語っている。うち、110億ドル程度はスポーツ、40億ドルがHulu（フルー）のストリーミングサービスとは別のバーチャルのケーブルバンドルであるフルー・ライブのコンテンツ向けである。残り100億ドルはディズニーのレガシーのテレビネットワークとストリーミングのコンテンツ向けである。対照的に、ネットフリックスは170億ドルをストリーミングサービスに投資する。

過去の買収でザ・シンプソンズなどフォックス資産に710億ドルが費やされたが、おそらく今であればネットフリックスに対抗するために新たなコンテンツに投資すれば、より効果的だったであろう。

ディズニーは550億ドルのコスト削減計画の一環でレイオフを発表した。昨年、アイガー氏は今年のストリーミング事業の黒字化の公約を再確認した。加入が一巡し、加入者も簡単にサービスを選択できるようになっており、成功への道のりは容易ではない。会社全体のフリーキャッシュフロー底上げに向けてのストリーミング事業の損失克服は長い道のりである。

ウォール街は9月末で終わる今年度のディズニーのフリーキャッシュフローを前年比49億ドル増の81億ドルと予想する。問題は、ウォール街が5年前には今年のフリーキャッシュフローを166億ドルと予想していたことだ。その数字が実現できていれば、ディズニーの現状の時価総額1650億ドルは格安に見えることだろう。現状の道筋と不確実性から今の株価は妥当に見える。

ディズニーはレベニューシェアにより放映権料を引き下げることにも視野に入れつつ、ESPN向けにスポーツリーグと提携していくと語っている。キーバンクのニスベル氏は「スポーツリーグは可能な限り多くのネットワークやプラットフォームとの条件交渉ができるよう間口を開けておきたいはずで、そうした取引の成立可能性は『極めて低い』。より可能性が高いのは、ディズニーがベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>と締結したような配給パートナーシップを立ち上げ、ストリーミングバンドルを普及させることだ」と語る。

もう少し一般化すれば、ニスベル氏は昨夏、ディズニーの投資評価をオーバーウエイトからセクターウエイトへ引き下げたが、ディズニーのストリーミング事業が十分に収益化することは見通し難く、

テレビ会社全般的に言えることだが、ダイレクト・トゥ・コンシューマー事業へ移行することに成功していない、と指摘する。アイガー氏は、ストリーミングへの移行が完了するまで留まると語っている。2026年までにそれが実現するというのは控えめに言っても壮大な計画だ。

## Walt Disney

(DIS / NYSE)

\$120

110

100

90

80

70

Jan.  
2023

April

July

Oct.

Jan.  
2024

Source: FactSet

By Jack Hough  
(Source: Dow Jones)

## 4. 決算発表シーズンの幕開けが不調でも株式市場は意に介さず The Stock Market Doesn't Care About the Slow Start to Earnings Season 既に引き下げられた予想を上回った決算発表では

[米国株式市場]

### S&P500指数が史上最高値更新



SPENCER PLATT/GETTY IMAGES

体育館で青少年向けに低くなっているリムでしかダンクシュートを決められない男のように、各企業が低めに見積もった予想利益を上回る決算を発表しても、今回の発表シーズンではあまり評価されていない。それでも株式市場の史上最高値更新への道は妨げられず、S&P500指数は先週1.17%上昇して、4839.81と2022年1月以来の高値で4日間だった週の取引を終えた。ダウ工業株30種平均は0.72%高の3万7863ドル80セントと、こちらも最高値を更新して引けた。ナスダック総合指数は2.26%上昇して1万5310.97で引けた。小型株のラッセル2000指数は0.3

4%下落して1944.39で週末を迎えた。

銀行株は、2023年第4四半期の決算を発表した後に総じて下落した。2023年に破綻した地方銀行の預金を肩代わりした規制当局に資金を返済するための数十億ドルの特別な費用が重荷となったからだ。しかし銀行株の下落を半導体株の上昇が補った。世界最大の半導体受託製造企業である台湾積体回路製造 (TSMC) <TSM>が、今年に関して強気の見通しを発表したからだ。

しかし大半の業績発表に対する投資家の印象は良くなかった。ウェルズ・ファーゴ・セキュリティーズの株式戦略責任者であるクリストファー・ハーベイ氏によると、18日の木曜日の朝までに業績発表を行った43社のS&P500指数構成企業の中で、88%が1株当たり利益 (EPS) の市場予想を上回ったが、その中の60%は翌日に株価が下落し、72%は決算発表以降に指数に劣後したという。

ハーベイ氏は先週の金曜日に、「予想していたように、決算発表シーズンは、当初の保守的な2024年の見通しが災いし、材料が出たところで売られるという典型的な動きになっている」と指摘している。

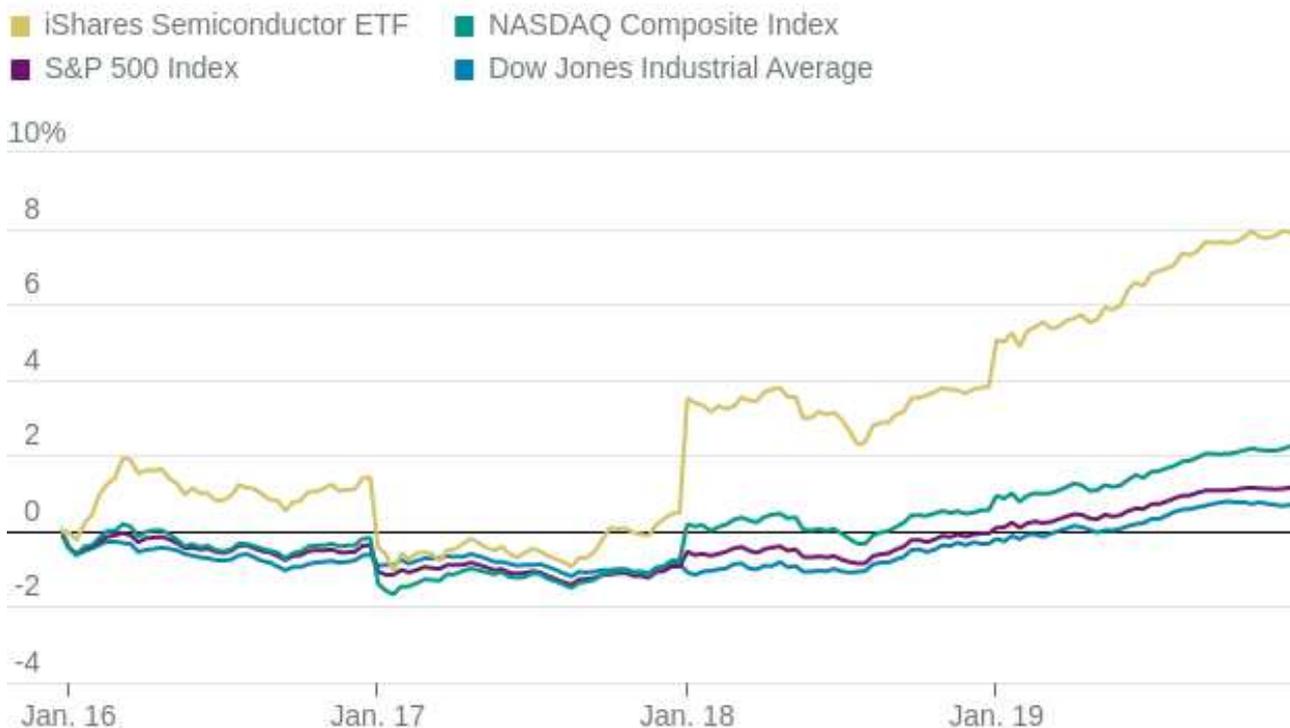
### 強気派の期待と経営陣のコメント

それでも強気派は、見通しの数字に対する最初の反応がどうであれ、今年の業績が上向くと期待している。市場では2024年のS&P500指数のEPS成長率は11%と予想されており、予想利益に対して約20倍の水準になっている指数の水準を正当化する助けとなっている。

各社の経営陣のコメントは全体的にもっと不確かだ。輸送サービス大手のJBハント・トランスポート・サービスズ<JBHT>のシェリー・シンプソン社長は「当社は依然として厳しい環境にあるが、改善の兆しは見え続けている。ただし、改善のタイミングはまだ不透明だ」と18日の決算説明会で述べた。

ゴールドマン・サックス・グループの最高経営責任者（CEO）であるデービッド・ソロモン氏も16日に同様の見方を示し、「経営全般に関して、今後も慎重な見方を続けていく」と述べた。ナイキのCEOであるジョン・ドナホー氏は12月末の第2四半期決算説明会で、「宣伝活動が非常に重要な環境にある」、「マクロ的なボラティリティーが高まっている」、そして「消費者の行動が世界的に慎重になっている」と警告した。

## Market Snapshot



### 2024年の業績見通しの変化状況がポイント

2023年第4四半期の予想が下振れしたように、今回の決算発表シーズンで経営陣が否定的な見方をかなり多く示すことで2024年の業績予想も下振れし、株価がさらに割高に見えるようになることがリスクとなっている。IBESのデータによると、2023年10月1日時点のコンセンサス予想では、2023年第4四半期のEPS成長率は前年同期比11%増となっていたが、現在は同4.5%に低下している。

今後の1年に関してもこのパターンを繰り返すのは問題だろう。明らかに保守的な仮定に基づく業績予想を超えても、各社への信頼感が増すことはあまりない。これは2023年第3四半期の決算発表シーズンにおける投資家心理の動きと好対照だ。2023年第3四半期は、米国経済が年率4.9%で拡大し、前年比での業績比較などのマイナスの連鎖に終止符が打たれた3カ月間だった。言い換えると、「決算は、まあ順調だ」という言葉に、3カ月前の「減益局面は終わった」という言葉のような響きはない。

もちろん、決算シーズンはまだ続く。今週は電気自動車（EV）大手テスラ<TSLA>、通信大手AT&T<T>、医療機器・医薬品大手のジョンソン・エンド・ジョンソン（J&J）<JNJ>、クレジットカード大手のビザ<V>、複合企業のゼネラル・エレクトリック<GE>、半導体大手インテル<INTC>など、70社を超えるS&P500指数採用銘柄が決算発表を予定している。翌週はさらに多くなり、マイクロ

ソフト<MSFT>、アップル<AAPL>、複合エネルギー企業のエクソンモービル<XOM>、航空機大手のボーイング<BA>、通信用半導体のクアルコム<QCOM>など、S&P500指数の構成銘柄の約4分の1が決算を発表する。

決算発表シーズンは始まったばかりだ。シーズンがどのように終わるかによって、2024年の残りの市場動向がどうなるか、そして市場の上昇がここからまだ続くかが決まる。

By Nicholas Jasinski  
(Source: Dow Jones)

## 5. 株式市場はいかにしてFRBを忘れて史上最高値を付けたのか？

[コラム]

How the Stock Market Forgot the Fed and Hit a New Record  
利下げ以外の良いニュースに要注目

### 利下げ期待は裏切られた



MARIO TAMA/GETTY IMAGES

株式市場は、米連邦準備制度理事会（FRB）からは望むものを得られないかもしれないが、簡単に止まろうとしない米国経済からは得るものがあるかもしれない。

当初はそうなるようには見えなかった。2023年を締めくくるラリーは、FRBがその準備ができているかどうかにかかわらず、2024年に利下げを開始するという考えが前提となっていた。そしてその可能性は、パウエル議長がFRBの利上げサイクルが終わりに達したことを示唆した12月13日の連邦公開市場委員会（FOMC）後に、

さらに高まったと思われた。S&P500指数は年内最後の2カ月間に14%上昇し、10年物国債利回りは3.86%まで低下した。

それ以来、FRBのクリストファー・ウォーラー理事とアトランタ連銀のラファエル・ボスティック総裁は、利下げを協議している事実はないにせよ、その時期については慎重な姿勢を見せており、先週発表された経済データはそれを裏付けるものとなっている。2023年12月の小売売上高は前月比0.6%増加し、2023年9月以来最大の伸びとなった。また、新規失業保険申請件数は1万8000件減少して18万7000件となり、過去16ヵ月で最低となった。

さらに、2024年1月のミシガン大学消費者景況感指数は9.1ポイント上昇して78.8と2005年以来最大の上昇となったが、これはインフレ期待が3年ぶりの低水準に低下したこと、金融環境の改善期待が高まったことによる。先週末までに、投資家を大いに興奮させた3月の利下げ確率は、79%から52%に低下した。

## ■ 予想外の株価上昇

週明けの2日間でS&P500指数は0.93%下落し、株式市場にとって世界の終わりになったかもしれず、当初はそのように思われた。しかし金曜日に向けS&P500指数は週間で1.2%上昇し、史上最高値で取引を終えた。10年債利回りが4.145%と1カ月超ぶりの高水準に急騰しても、投資家を市場から引き離すことはできなかった。

現在の市場を動かしている要因が昨年末と同じというのは理にかなっていない。これほど市場が持ちこたえているということは、少なくとも水面下では何かが変わり始めていることを示している。市場は経済成長率上昇と予想よりも利下げ回数が少なくなることを織り込み始めているのだ。市場のディフェンシブセクターの一部にとっては痛手である。上場投資信託（ETF）の公益セレクト・セクターSPDR ETF<XLU>は先週3.7%下落し、リアルエステート・セレクト・セクターSPDR<XLRE>は2.1%下落した。しかし市場全体から見れば、対処可能な水準である。

恐らく、こうなることは予想できたはずだ。ウェルズ・ファーゴ・セキュリティーズの株式戦略責任者であるクリストファー・ハーベイ氏は2023年末時点の投資適格債と米国債利回りのスプレッドはわずかに0.99%ポイントであり、新年早々スプレッドが1ポイント割れとなったのは1998年以来、7回しかない点に注目している。

この数年間、国内総生産（GDP）成長率は平均2.2%だった。唯一マイナス成長だったのは2020年で、この年はパンデミック（世界的大流行）によって経済が完全な停止に追い込まれた。景気後退の年はスプレッドが1.98%ポイント以上で始まった。ハーベイ氏にとって、これは今年の成長率が2%以上であり、株式市場が予想しているよりもはるかに小幅の利下げを意味する。ハーベイ氏は「FRBの緩和シナリオは楽観的だ」と記している。

このような変化は株式にとって厳しいものになる可能性がある。金利低下が株価バリュエーションの上昇を支えるとしても、それは2023年末に起こったことであり、S&P500指数の12カ月予想株価収益率（PER）は17.48倍から年末には19.62倍に上昇した。一方、金利が上昇する場合、あるいは単に金利が予想通りに低下しないと予想される場合、バリュエーションを直撃する可能性がある。

さらに悪いことに、FRBが利下げを遅らせて景気を後退させれば、景気に対する楽観論は根拠がないことが証明されるかもしれない。

## ■ 利下げ以外の良いニュースに要注目

米国のデータ分析企業ロスMKMのストラテジストであるマイケル・ダーダ氏は「ここで重要なのは、今年、経済成長が持続すれば金利上昇が拡大したリスク資産のバリュエーションの脅威となり、一方、売上成長が減速すれば収益環境の悪化が脅威となる。後者の予想を維持している」と記している。

われわれは楽観的な見方を続けている。経済がこのまま好調を維持すれば株式市場が上昇を続ける原動力となるだろう。より力強い成長がより強固な利益につながれば、先週0.3%下落した小型株や0.2%下落したバリュエ株にもプラスに働くだらう。

投資家にとっては久しぶりの出来事となるかもしれない。投資調査会社22Vリサーチの創業者デニス・デブシェール氏は「良いニュースは良いニュースとなるだろう」と述べている。

われわれはまだそこに到達していない。先週のベストパフォーマーは4.1%上昇したテクノロジーと1.4%上昇した通信サービスだった。これは、経済成長にけん引された市場というよりは、先週3.1%下落した電気自動車（EV）メーカーのテスラ<TSLA>を除く「マグニフィセント・セブン」に押し上げられたように見える。マグニフィセント・セブンは、昨年の上昇の大半を支えた。しかしより力強い経済成長率が単なる一時的なものでないことが証明されれば、ウォール街のセンチメントが特に弱気になっている企業を中心に、株価の下落が買いの好機となる可能性がある。

デブシェール氏は「それぞれの企業に固有の力強いセンチメントはマクロ懸念の後退と相まって、センチメントの上昇をもたらし、決算シーズンに上方サプライズが増えることを示唆している」と説明する。

利益のサプライズを探している？デブシェール氏は、外部の認識と、経営陣が自社の事業について述べていることの間にもっと大きなミスマッチがある企業を紹介した。

これらの企業は決算発表時にアウトパフォームする可能性がある。化学分析機器大手のアジレント・テクノロジーズ<A>、エンジニアリングサービスを提供するジェイコブス・ソリューションズ<J>、電力持株会社のネクステラ・エナジー<NEE>、設備レンタルを展開するユナイテッド・レンタルズ<URI>などが含まれる。

良いニュースに備えよう。

By Ben Levisohn  
(Source: Dow Jones)

## 6. FRBの使命は利下げ期待のギャップを解消すること

[経済政策]

The Fed's Task: Tackling the Rate-Cut Expectations Gap

結局はパウエル議長が何らかの明確な見解を示すかにかかっている

### 市場の見通しとFOMCとの予測には大きなズレ



ANDREW HARRER/BLOOMBERG

次回の連邦公開市場委員会（FOMC）を控えての課題は、政策金利の引き下げに関する市場の見通しと、FOMC参加者による2024年の予測との大きなズレを解消することである。

1月31日の2日間のFOMC閉幕時において金利の据え置きはほぼ確実視されている。だが市場参加者は、パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長が将来の利下げの可能性について、どのように説明するのかを聞きたがるだろう。足元では、低水準の失業率が浮き彫りにする着実な経済成長、依然としてFRBの目標値を上回る

インフレ率、さらにクレジットスプレッド（債券の債務不履行リスクに応じて上乘せされる金利）の縮小と株式の高水準のバリュエーションに象徴される金融情勢の著しい緩和が見られる。

さらに11月の選挙も背景に控えている。FRB高官は、政治はFRBの審議には無関係と強調しているが、政治が企業や消費者の期待に及ぼす影響は経済にも波及する可能性がある。その結果、直感には反するものの、金融政策に影響を及ぼすかもしれない。

フェデラルファンド（FF）金利先物は引き続き、12月までに25ベースポイント（bp）の利下げが最大6回実施されることを織り込んでいる。FF金利先物市場は12月のFOMCで発表された最新の経済予測サマリー（SEP=FOMC参加者の経済見通し）のはるかに先を行っている。SEPのFF金利予想中央値では年内に25bpの利下げが3回見込まれており、これはFRB理事および地区連銀総裁による19の予測のうちの六つの予測に基づくものだ。

### 金融情勢は緩和が進行している

米国の大手プライベート・エクイティ・ファンド、アポロ・グローバル・マネジメントのチーフエコノミスト、トーステン・スロック氏は先週の顧客とのメールの中で、クレジット市場と株式市場における金融情勢緩和のさまざまな兆候を強調している。前者に関しては、投資不適格のレバレッジド・ローン（BB格相当以下の相対的に信用力が低い企業に対する融資）の価格がここ数カ月で急上昇している。また、S&P500指数は、年明け後にやや下落したものの、1月19日には再び大型ハイテク株主導で過去最高値を更新した。スロック氏は、このような金融情勢の緩和は今後の経済成長の力強さを示唆するものだ、と指摘している。

ドゥブラスコ・ラコスバヤス氏率いるJPモルガンの株式戦略チームはリサーチノートの中で、バランスシートの縮小による量的引き締め（QT）にもかかわらず、FRBが提供する純流動性はここ数カ月で実際には増加している、と報告している。その一つの兆候は、FRBに預けられた銀行の準備預金残高

が、9月末の3兆2000億ドルから1月17日までの1週間では3兆6000億ドル以上に増加したことだ。

金融情勢の緩和は株式のバリュエーションにも現れている。JPモルガンはリサーチノートの中で、S&P500指数の今後12カ月間の予想利益に基づく株価収益率（PER）は22倍で、FRBが短期金利をまだ0%近くに固定していた2021年第4四半期と同程度に割高だ、と指摘している。金利が大幅に上昇したにもかかわらず、市場のPERは過去平均を3ポイントほど上回っている。

## ■ 選挙とFRBの政治からの独立性

金融情勢が引き続き景気の追い風となる一方で、今年は選挙という不確定要素も依然として控えている。選挙はFRBの政策には関係ないはずだが、視野に象（共和党）あるいはロバ（民主党）がいることに変わりはない。

モルガン・スタンレーのストラテジスト、マシュー・ホーンバック氏と、チーフエコノミストのセス・B・カーペンター氏がFOMCの議事録を調査したところ、興味深い事実が判明した。2012年9月のFOMCで、当時のイエレン前議長（現財務長官）は、その年の選挙を控えた経済政策の不確実性が、企業の投資や雇用の先送りを引き起こすのではないかと指摘した。そうであるなら、「不確実性が解消されれば、間違いなく支出を大きく押し上げるはずだ」とイエレン氏は述べている。

政治に関わる不確実性の低下は、今回も同様に経済へ好影響を及ぼすだろうか。その場合、FRBの金融緩和に反対するもう一つの材料になるのだろうか。逆に、大統領、あるいは議会の勢力図など、政治的な見通しの不透明感が増せば、金融緩和を促進する効果があるのだろうか。現時点では見極めることはできないが、注目すべき点だ。

## ■ 結局のところすべてはパウエル議長の発言次第

それはさておき、1月19日に発表されたミシガン大学の最新調査によると消費者信頼感は過去2年間で最も高く、1年先のインフレ期待がわずか2カ月前の4.5%から2.9%に低下したことが際立っていた。

いずれも、FF金利先物市場が織り込んでいる積極的な利下げを肯定するものではない。FRB高官の発言が相次いだ後も、市場とFRBの見通しには相変わらず大きなズレがある。結局、次のFOMCでパウエル議長が何らかの明確な見解を示すかにかかっていると見えよう。

By Randall W. Forsyth  
(Source: Dow Jones)

## 7. 失敗を認め再起を図るゴールドマンに勝機は Goldman Sachs Sheds Its Sins and Passes Its Rival 不振の銀行決算シーズン、勝ち残るカギは「セルフヘルプ」

[コラム]

### 自力救済能力の有無が分け目



ANGUS MORDANT/BLOOMBERG

1月12日に集中した米大手銀行の決算発表の結果は不本意なものとなった。しかし自力で救済策が進められれば明るい未来が手に入るかもしれない。

米連邦預金保険公社（FDIC）への追加拠出の負担を含め、多額の貸倒償却の計上が各行の最終損益を押し下げた。力強いパフォーマンスで昨年を締めくくった後では特に、投資家が高揚するような業績を示す銀行はほとんどなかった。12日のJPモルガン・チェース<JPM>、バンク・オブ・アメリカ<BAC>、シティグループ

<C>、ウェルズ・ファーゴ<WFC>の決算発表を受け、上場投資信託（ETF）のSPDR S&PバンクETF<KBE>は2.6%下落した。

勝ち組と負け組を分ける主な要因は「自力救済（セルフヘルプ）」能力の有無だと言える。ウォール街はこれを「経営難に苦しむ企業が、コスト削減や不採算事業の再編により改善を図り、軌道修正をする能力」と定義している。このセルフヘルプ能力に加えて、強力なライバルに失策があれば、ゴールドマン・サックス<GS>やシティグループのような銘柄は、少なくとも短期的にはリードを続けることができるはずだ。

ゴールドマンはモルガン・スタンレー<MS>に勝つという見方は少し違うように思える。モルガン・スタンレーは、一連の賢明な買収を通じて投資銀行から他の追随を許さないウェルス・マネジャーへと変貌を遂げた。ライバルであるゴールドマンは、リテール（個人向け）ビジネスの拡大につまずき、安泰のはずであったアップル<AAPL>とのクレジットカード提携も先行き不透明な状況だ。過去5年間の株価リターンはゴールドマンが年率15.3%であるのに対し、モルガン・スタンレーは17.5%、株価純資産倍率（PBR）はモルガンの2.1倍に対し、ゴールドマンはわずか1.3倍となっている。

### 今やトップ・ウェルス・マネジャー

第4四半期決算後、モルガン・スタンレーがアピールできる新たなストーリーを必要としていることは明らかだ。1株当たり利益（EPS）を市場予想の1.07ドルを下回る85セントと発表すると、株価は5%下落した。ジェームス・ゴーマン氏の後任として初のコンファレンス・コールに臨んだ新最高経営責任者（CEO）のテッド・ピック氏は、長期的な目標について楽観的な見方を示したが、投資家の関心は目先の業績、特に、長期目標の30%を大きく下回り、20%台半ばで苦心しているウェルス・マネジメント事業の利益率に集中した。

KBWのアナリスト、デビッド・コンラッド氏は「ウェルス・マネジメント事業は移行期にあり、短期

的な材料が限定されている」として、モルガン・スタンレーの投資判断をアウトパフォーマンスからマーケットパフォーマンスに引き下げた。言い換えれば、投資銀行としては特段悪いわけではないが突如、「最近何か目ぼしいことをしてくれたか」と問われるようになったのだ。

一方、ゴールドマンは現在、再生ストーリーの最中だ。リテール事業への進出が大失敗となった後、ようやくその誤りを認識し、得意とする投資銀行業務とトレーディングに再注力している。決算発表で示したEPSは5.49ドルと、予想の3.62ドルを上回った。SPDR S&PバンクETFが2.6%下落した16日、株価はわずか1.2%の下落にとどまった。

オープンハイマーのアナリスト、クリス・コトウスキー氏は、M&A（合併・買収）やその他のディーラーが活発になれば、ゴールドマンは恩恵を受けるはずだと主張する。コトウスキー氏は「全体として、ゴールドマンの株価は資本市場の持続的な反発の可能性に対して、優れたリスク・リワードの水準にあると見ている」と記している。さらに、ゴールドマンはコスト削減や市場からはほとんど評価されないような施策も含めたセルフヘルプの努力で利ざやを拡大できるはずだ。

## 赤字決算後に株価は上昇

シティグループもまた、セルフヘルプが功を奏しており、確かにセルフヘルプを必要としている。12日の決算発表では、シティグループを含めた大手銀4行がそれぞれFDICの預金保険基金への数十億ドル規模の追加拠出を明らかにしたが、シティグループ以外の3行は何とか黒字を確保した。しかしシティグループの株価だけが終値で前日から上昇（0.9%）した。

言ってみれば当然の結果だ。多額の特別費用の計上で最終損益は1株当たり1.16ドルの赤字と、11セントの黒字予想を大きく下回ったが、コンセンサス予想を上回る2024年の収益予想を発表した。シティグループ株をトップピックとするシーポート・グローバルのアナリスト、ジム・ミッチェル氏によれば、経費削減が着実に進む中で、株価は今後、18日の51.45ドルに32%上乗せした68ドルまで上昇する可能性があるという。

クレジットカードや自動車ローンなどの不良債権の貸倒償却額が増加し、純金利収入は発展途上の状態で、投資銀行業務の戻りがいまだ様子見という世界では、セルフヘルプできるか否かが極めて重要だ。債券利回りが乱高下し、高金利が長期化する様相の中、さらに規制強化が控えているとなればなおさらだ。見た目では最も劣る銘柄がビューティー・コンテストで優勝することもある。今はそんな時代だ。

By Ben Levisohn  
(Source: Dow Jones)

## 8. 減配は、投資家にとって大きなチャンス

[インカム投資]

Dividend Cuts Are Coming. They Bring Big Opportunities.

減配リスクのある企業を早く見つけることが重要

## 減配リスクを見極める三つのポイントとは？



JAMES MACDONALD/BLOOMBERG

マッキンゼーの調査によると、金融危機時を除き、毎年、有配企業の1~2%が減配に転じている。2024年もそうした企業が現れるのは間違いない。重要なのは、減配に転じる企業を特定し、配当が大幅に減るまではその企業の株式を保有しないことだ。その時、大きな買い場が訪れる。

減配リスクがある企業を見極めるのは簡単ではないが、ウルフ・リサーチのストラテジスト、クリス・セニエック氏によると、その兆候は三つある。第一に、配当利回りの高い企業は魅力的に見えるものの、その企業に問題があることを示唆していることがある。第二に、過剰債務を抱える企業は利払いに回される現金が多く、株主還元を減らさざるを得なくなることがある。第三に、多くのフリーキャッシュフロー（FCF）を株主に還元している企業は、事業が傾いた場合、特に景気後退に陥った場合の資金の余裕が少ない。

第二に、過剰債務を抱える企業は利払いに回される現金が多く、株主還元を減らさざるを得なくなることがある。第三に、多くのフリーキャッシュフロー（FCF）を株主に還元している企業は、事業が傾いた場合、特に景気後退に陥った場合の資金の余裕が少ない。

## 現時点で減配リスクが最も高い企業とは？

現在、減配リスクが最も高いとセニエック氏が考えているのが一般消費財企業だ。全米小売業協会（NRF）も買い物客を取り巻く環境は2024年に厳しさを増すと予想している。NRFのエコノミストであるジャック・クラインヘンツ氏は「信用環境の引き締めと借入コストの上昇は現在も続いている。雇用統計は、労働市場の拡大が鈍化していることを裏付けている」と指摘している。

セニエック氏は、独自の指標に基づき、2024年に減配するリスクがある企業として、山岳リゾート運営大手のバイル・リゾーツ<MTN>、玩具メーカーのハズブロ<HAS>、家電メーカーのワールドプール<WHR>、レストランチェーン運営会社のウェンディーズ<WEN>とクラッカーバレル・オールド・カントリー・ストア<CBRL>、家庭用品メーカーのレゲット・アンド・プラット<LEG>、自動車部品サプライヤーのLCIインダストリーズ<LCII>、小売業者のコールズ<KSS>の8社を特定した。

セニエック氏は、これらの企業が2024年にFCFのほぼ全額を配当に回すと予想している。つまり、基本的に手元に現金は残らない（ただし、短期間であれば創出するより多くの現金を配当することは可能）。S&P500指数を構成する典型的な有配企業の配当性向は55%だ。

多額の債務は事態を複雑にする。S&P500指数の平均的な有配企業は利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）の2.2倍に相当する額の有利子負債を抱えている。つまり有利子負債/EBITDA倍率は2.2倍

で、これは管理可能な水準のレバレッジである。一方、セニエック氏が挙げた8社の平均は4.2倍だ。しかも配当利回りの平均は6%で、S&P500指数の平均的な有配企業の2倍を超える。

### Red Flags

Wolfe Research identified eight consumer-discretionary companies with weaker-than-average metrics.

Name / Ticker	Price	Market Cap (billions)	Dividend Yield *	Debt to Ebitda	2024 Estimated Payout*
Vail Resorts / MTN	\$220.09	\$8.4	3.8%	2.9	129%
Hasbro / HAS	47.59	6.6	5.9	2.0	199
Whirlpool / WHR	111.96	6.1	6.2	5.1	44
Wendy's / WEN	19.18	4.0	5.2	5.9	99
Cracker Barrel / CBRL	71.93	1.6	7.3	3.8	92
Leggett & Platt / LEG	23.21	3.1	7.9	3.5	133
LCI Industries / LCII	118.39	3.0	3.6	3.9	127
Kohl's / KSS	24.10	2.7	8.4	6.8	78
S&P 500**			2.5	2.2	55

\*Wolfe estimates of dividend payouts versus free cash flow, \*\*Dividend payer average  
Sources: Bloomberg, FactSet, Wolfe Research

### 過去のデータは減配から1年後に市場をアウトパフォームすることを示唆

もちろん、これら8社が確実に減配するわけではないが、いずれも本誌からのコメントの要請にすぐには応じなかった。それでも、減配に転じる可能性のある企業を早めに見つけることは有益だ。セニエック氏は「株式市場は減配が実施される1年前に減配リスクを織り込んでいる」と指摘する。セニエック氏が挙げた一般消費財企業8社の株価は過去12カ月間に平均で約20%下落し、いずれもS&P500指数をアンダーパフォームしている。この中で過去12カ月間に株価が上昇したのはLCIだけだ（5%上昇）。

減配の後には買い場が到来する。例えばインテル<INTC>は2023年2月に四半期配当を1株当たり0.365ドルから0.125ドルに減額した。株価はそれまでの12カ月間に40%下落したが、減配後は約80%上昇している。セニエック氏の調査によると、減配に転じた企業の株価は減配前の1年間に市場を約17%ポイントアンダーパフォームするものの、株価は減配から約3カ月後に改善し始め、1年後には市場を約5%ポイントアウトパフォームする。

減配に関しては、辛抱強く待つことが大切だ。

By Al Root  
(Source: Dow Jones)

## 9. バーガーキングの再建はついに実現するか Burger King Has Been Trying to Turn Around for Years. 再建は何度も繰り返されたが、今度は何が違うのか

[投資戦略]

### バーガーキング再建の歴史



MANAURE QUINTERO/BLOOMBERG

この話をするのが1年遅れた。「ワッパー、ワッパー、ワッパー、ワッパー。ジュニア、ダブル、トリプル・ワッパー」。これは、嫌われ、愛され、明らかに驚くほど成功したバーガーキングのコマーシャルの冒頭の歌詞だ。このハンバーガー・チェーンは今、さらに奇妙なことに手を染めようとしている。投資銀行のオッペンハイマーは、これは素晴らしいアイデアであり、株価は今後2025年にかけて投資家に20%近い利益をもたらす可能性があると言う。大手銀行のウェルズ・ファーゴは「そうはならない」と言う。

最初から始めよう。筆者が言う最初は、1950年代に創業者がディックとマックのマクドナルド兄弟のカリフォルニアにあるオリジナルレストランを訪れ、フロリダでハンバーガーを速やかに提供するスピード・バーガーに挑戦することを決意するところや、後にフランチャイジーに買収され、60年代に食品会社ピルズベリーに売却されるどころや、90年代にギネスビールを醸造する英国の酒造会社のディアジオ<DEO>の傘下に入り、プライベート・エクイティに売却され、株式公開された後に再び非公開になるところなどではない。バーガーキングは半世紀にわたって何度も生まれ変わり、再建を続けているのだ。

最近の生まれ変わりは2014年にさかのぼる。ブラジルの3Gキャピタルがバーガーキングをカナダのティムホートンズと統合し、ファストフードレストラン持ち株会社のレストラン・ブランズ・インターナショナル<QSR>として上場させた。一部の議員はこれを税制上の措置と呼び、3Gはシナジー効果のためだと言った。レストラン・ブランズは、結局のところ、加工食品大手クラフト・ハインツ<KHC>やビール大手のアンハイザー・ブッシュ・インベブ<BUD>のような株式市場に混沌（こんとん）としたものを提供した会社と同種なのだ。レストラン・ブランズは2017年にフライドチキンのポパイズを傘下に収めた。

### 新しい広告で訴える新しい再建計画

レストラン・ブランズ株のパフォーマンスは、S&P500指数と比較すると平凡で、ファストフード大手のマクドナルド<MCD>には劣るものだった。レストラン・ブランズは2022年11月、パトリック・ドイル氏をエグゼクティブ・チェアマンに迎えた。ドイル氏は2018年まで8年間、大手ピザチェーンのドミノピザ<DPZ>を率い、ピザのレシピに手を加え、スマートフォンでの注文を可能にし、そしてこの最後の部分が重要だと思われるが、株価を12ドルから270ドルまで上昇させた。そして、レストラン・ブランズの株価は、ドイル氏が段ボールの王冠を被って以来、33%のリターンを上げた。このパフォーマンスで市場とマクドナルドの両方に勝っていないのだとしたら、とんでもないことだ。

ちょうど1年前、新しい広告キャンペーンがフットボールやその他の放送で放映された。これは1974年に作られた「あなたのお好み通りに (Have It Your Way)」という同音を繰り返すコマーシャルソングをベースにしているが、「ワッパー」と何度も言う男に置き換えられている。単純化し過ぎだ。

「チキン、チキン、チキン、チキン」というバージョンもある。

この広告は、ドイル氏が就任する直前に発表された「直火の奪還」と呼ばれる、米国全体における成長計画の一環だ。他の要素としては、新しいチキンサンドイッチ、労働者トレーニングの強化、店舗の改装などがある。ファストフードの改装は今、大流行している。前述の1974年のコマーシャルでは、家族4人が店内でワッパーにかぶりつくという奇妙なシーンがあった。今日、ファストフードの注文の3分の2はドライブスルーが占めている。レストランは座席を減らし、レーンやピックアップ・エリアを増やし、デジタルに精通する必要がある。ドライブスルーに切り替えると、その結果、迅速かつ確実な売り上げ向上が期待できる。バーガーキングは約12%の増収を記録した。

バーガーキングにとって良いニュースは、既存店売上高が増加していること、そして改装がさらなる改善の道筋となることだ。悪いニュースとしては、2020年にハンバーガー部門でファストフードチェーン大手のウェンディーズ<WEN>に次ぐ3位に転落したこと、1店舗当たりの売上高からアプリのダウンロード数まで、あらゆる経営指標でマクドナルドに大きく後れを取っていること、そして昨年、フランチャイズ加盟店が相次いで破産申請したことが挙げられる。レストラン・ブランズは、フランチャイズ加盟店と協力して不採算店舗の閉店に取り組んでいるという。

レストラン・ブランズは先週、バーガーキングの米国最大のフランチャイジーであるキャロルズ・レストラン・グループを新たに負債で調達した10億ドルで買収すると発表した。そして、この資金を活用し、キャロルズの保有するバーガーキングの1022店舗のうち600店舗を改装する予定だ。この改装は2028年までかかるが、これはキャロルズが単独で行うよりも早い。レストラン・ブランズは今後、フランチャイジーの規模を限定し、地元根ざした経営を行うことを目的に、複数のフランチャイジーに改装した店舗を譲渡することとしている。

## ■ アナリストの評価にはばらつき

オッペンハイマーのアナリスト、ブライアン・ビットナー氏は、こうした動きは、ドイル氏と経営幹部がファンダメンタルズを改善し、長期的な株主価値を高めるための創造的な手段をいかに見いだせるかを示す証拠だ、と顧客向けのメモに書いている。ビットナー氏はレストラン・ブランズをトップピックとし、レストラン・ブランズが今年も傘下ドーナツチェーンのティムホートンズの堅調な売り上げを維持し、バーガーキングでは予想を上回り、グローバルの店舗数を年率5%超で増加させるだろうと見ている。ビットナー氏は、2025年までに1株当たり利益 (EPS) が4ドル以上になる「明確な道筋」がある、と書いている。昨年のEPSは3ドル24セントと推定される。

ビットナー氏は、目標株価89ドルは、2025年の利益予想ベースで予想株価収益率 (PER) 22倍の水準で、バーガーキングにおける改善の機会を考慮すれば妥当だと見ている。この水準は直近の株価から16%超の上昇を意味し、加えて2.9%の配当もある。

一方、ウェルズ・ファーゴ証券のアナリスト、ザカリー・フェデム氏は「フライにするならもっと大きな魚がいるのでは」と自身のレポートで問いかけている。キャロルズを買収により、レストラン・

ブランズは当面資産集約型となり、投資家にとって幾つかの疑問が生じる。改装によるリターンがそれほど潤沢であるなら、なぜキャロルズは自ら改装を行わないのだろうか。また、キャロルズの店舗の業績がバーガーキング店舗全体の平均をおおむね上回っていることを考えると、レストラン・ブランズはチェーン全体を改装するまでにあとどれくらい支出しなければならないのだろうか。フェデム氏は、10億ドルで自社株買いをしていればEPSにもっと貢献しただろう、と書いており、レストラン・ブランズの投資判断をイコールウェイトとしている。

レストラン・ブランズは2月13日に第4四半期決算を発表し、その2日後に投資家説明会を開催する。

By Jack Hough  
(Source: Dow Jones)

**10. 先週の出来事と今週の予定** [経済関連スケジュール]  
Barron's 2023 Forecasting Challenge: Optimism Wins  
バロンズ企画「2023年予想チャレンジ」結果発表

**本誌恒例の予想チャレンジに読者3428人が挑戦**



ILLUSTRATION BY ELIAS STEIN

カリフォルニア州グレンデール在住のマイケル・バラクさんが、本誌企画の2023年読者による予想チャレンジで優勝した。59歳のバラクさんは、パーソナル・ファイナンス科目の教壇に立った経験があり、現在は私立学校の最高財務責任者（CFO）を務める。今回の予想では満点が18のうち得点13で優勝。ダウ工業株30種平均（NYダウ）の2023年末終値予想はタイブレークの末、勝ち残った2人の競争相手に僅差で勝利した。

今回のチャレンジ企画はまたしても難易度が高いことを示した。オンライン回答者の平均得点は4.1、ちなみに筆者の得点は2だった（郵送による回答は運営上のエラーが生じたため集計できなかった）。このチャレンジ企画は、2023年が結果として株高で終わったのに先んじて行われ、回答時に投資家が何を考えていたかを知る手掛かりとなる。当時、投資家はあまり楽観的ではなかった。

本誌は出題に当たり、さまざまな内容を盛り込んだ。S&P500指数のリターンがビットコイン終値の騰落率を20%超上回るか、米連邦準備制度理事会（FRB）が利下げを行うか、などを質問した。NYダウのトップ・パフォーマンス銘柄を問う設問では、答えはクラウドサービスのセールスフォース・ドットコム<CRM>で、正解率は約4%だった。ワースト・パフォーマンス銘柄はドラッグストア大手のウォルグリーン・ブーツ・アライアンス<WBA>で、正解率は同じく4%だった。NYダウは30銘柄で構成されているため、4%という数字は驚くことではない。

バラクさん自身の資産運用については、個人退職口座（IRA）ではミューチュアルファンドや上場投資信託（ETF）を、個人口座ではクレジットカード大手のビザ<V>やマスターカード<MA>など配当

を重視して投資している。バラクさんは「カード大手は決済取引のたびに少しずつ手数料を稼ぐ。米国経済が好調で現金が減少する中、そうした銘柄はマネー製造機を持っている」と語る。

バラクさんへの賞品は本誌の2年間無料購読とバラクさんが選ぶ本誌記者とのニューヨークでのランチだ。2025年1月に、2024年コンテストの優勝者を発表する。

## 先週の出来事

### 株式市場

1月15日のキング牧師記念日の祝日休場の後、米株式・債券市場で取引が再開された。米下院は3月1日までのつなぎ予算を可決し、政府機関閉鎖を回避した。中国政府が一部の機関投資家に対し株式売却を控えるよう指示したと報道される中、中国株が売られ週間ベースで約11%の下落。12月の米国の小売売上高は予想を上回り、新規失業保険申請件数は年間で最低を記録した。週間ベースでは、NYダウは0.7%上昇、S&P500指数は1.2%上昇とともに最高値を更新。ナスダック総合指数も2.3%上昇した。

### 企業動向

1月15日に開幕した世界経済フォーラム（WEF）の年次総会（ダボス会議）は、人工知能（AI）の話題が席卷するなか、開始冒頭で、欧州中央銀行（ECB）のラガルド総裁らが3月の早期利下げ観測をけん制した。金融大手ゴールドマン・サックス<GS>とモルガン・スタンレー<MS>が2023年第4四半期決算を発表。ともに過去4年間で最低の利益となったものの、ゴールドマンは四半期予想を上回った。特許を巡る紛争の中、アップル<AAPL>が一部の腕時計型端末「アップルウォッチ」から血中酸素濃度の測定機能を外すと発表。その後、アップルの株価が下落し時価総額ではマイクロソフト<MS>との差が一段と広がった。オンライン証券大手チャールズ・シュワブ<SCHW>の最高経営責任者（CEO）であるウォルト・ベッティンジャー氏は電話会見で、2023年は「インターネットバブル崩壊」以降で最も厳しかったと語った。

### M&A（合併・買収）等

- ・スーパーマーケットチェーン大手クローガー<KR>は、同業のアルバートソنز・カンパニーズ<ACI>との合併は、規制当局との協議が続くため遅れると発表した。
- ・米格安航空会社（LCC）のジェットブルー<JBLU>が同業のスピリット航空<SAVE>を38億ドルで買収する計画を司法省が阻止するために起こした訴訟で、米連邦地裁は司法省の主張を支持し、買収を認めない判断を示した。ジェットブルーとスピリット航空は今後、この判決を不服として控訴する可能性がある。
- ・電子自動設計（EDA）ソフトウェアのシノプシス<SNPS>は、長年の提携先でシミュレーションソフトを開発するアンシス<ANSS>を350億ドルで買収することで合意した。
- ・ウォール・ストリート・ジャーナル紙によると、欧州連合（EU）はアマゾン・ドット・コム<AMZN>による、ロボット掃除機「ルンバ」などを手掛ける米アイロボット<IRBT>の買収計画を阻止する意向だという。

## 今週の予定

1月23日（火）

2023年第4四半期決算の発表が本格化する。さまざまなセクターの多くの超大型株の決算発表が予定されている。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〉、ストリーミングサービスのネットフリックス〈NFLX〉、日用消費財メーカーのプロクター・アンド・ギャンブル（P&G）〈PG〉は23日に決算を発表する。大手医薬品メーカーのアボット・ラボラトリーズ〈ABT〉、オランダの半導体製造装置大手ASMLホールディング〈ASML〉、電気自動車（EV）メーカーのテスラ〈TSLA〉は24日に決算発表。25日には、半導体のインテル〈INTC〉、通信大手TモバイルUS〈TMUS〉、クレジットカード大手のビザ〈V〉が発表する予定。

1月25日（木）

米商務省経済分析局（BEA）が2023年第4四半期の国内総生産（GDP）速報値を発表。コンセンサス予想は季節調整済み年率換算で前期比2%のプラス。2023年第3四半期の成長率は4.9%だった。2023年のGDPは前年比2.4%の成長が見込まれる。

1月26日（金）

BEAが12月の個人消費支出（PCE）物価指数を発表する。エコノミストは、11月と同水準の前年同月比2.6%の上昇予想。変動の大きい食品とエネルギーを除いたコアPCEは前年同月比3%の上昇予想で2023年11月と比べて0.2%ポイント低下。コアPCEの前年同月比上昇率は2021年3月以来の低水準であり、過去6か月間は年率1.9%で推移している。

By Andrew Bary  
(Source: Dow Jones)

『バロンズ・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

時事通信社

編集人

川田 重信（かわた しげのぶ）

大和証券入社後1986年から米国株式を中心に外国株式の営業活動に従事。ペインウェバー（現UBS）証券を経て2000年にエグゼトラストを設立。神戸大学経営学部卒業 米国ロチェスター大学MBA。

『バロンズ・ダイジェスト』 2024/01/21

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](mailto:barrons@grp.jiji.co.jp)

（ネット証券様の会員サイトで閲覧されているお客様は、ご契約先のネット証券様へお問い合わせください）

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

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

※図・表・データの無断使用を禁止します。

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

Copyright © 2024 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます