

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2024/01/28

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. マイクロソフトはAIをいつ、どこまで収益化できるか - Microsoft Is the World's Most Valuable Company [カバーストーリー]
生成AIテクノロジーの活用は依然として初期段階 P.1
2. ラウンドテーブルのメンバーが選ぶ30銘柄 - Nvidia, Birkenstock, and 28 More Stock Picks From Roundtable [ラウンドテーブル]
メディア、銀行、REITなどの投資アイデア P.7
3. ヘッジファンド業界は銘柄選択からマルチストラテジーへ - Hedge Funds Used to Rely on Big Hitters. They've Switched Things Up [フィーチャー]
ヘッジファンドの生き残り戦略はリスク管理 P.20
4. 株式市場は好材料に反応して上昇しているものの、続くかどうか定かではない - The Stock Market Celebrates Good News. It May Not Last. [米国株式市場]
高値圏にある株式市場は経済指標に反応して急落の可能性も P.25
5. 堅調な経済指標に苦悩するFRB - Stocks Hit Records, and Growth Is Robust. That's a Problem for the Fed. [コラム]
市場とFOMCのそれぞれの利下げ予想にギャップ P.27
6. ハイテク決算発表シーズンが開幕 - Big Tech Earnings Are on Tap. It's Time to Get Serious About AI. [ハイテク]
今週の大手5社の注目点とは？ P.29
7. 乱高下した石油市場、エクソンモービルを推奨する理由 - Oil Has Had a Wild Ride. The Case for Owning Exxon Mobil. [投資戦略]
キャッシュフロー創出と財務体質強化を進めるエクソンに期待 P.31
8. FRBの利下げ、望ましいのは20世紀型か - How Rate Cuts Affect the Stock Market Depends on This One Thing [コラム]
時代と経済的背景に左右される利下げ効果 P.34
9. 普通のS&P500指数連動インデックスファンドの時代は終わり。次はこれだ。 - Plain-Vanilla S&P 500 Index Funds Are Out. Here's What's In. [ファンド]
均等加重型ETFの魅力 P.36
10. 先週の出来事と今週の予定 - Chipotle's Gen Z Hiring Strategy: More Than Just Money [経済関連スケジュール]
チボトレ米料理チェーンの若者「Z世代」雇用戦略、賃金以外のポイント 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. マイクロソフトはAIをいつ、どこまで収益化できるか

[カバーストーリー]

Microsoft Is the World's Most Valuable Company

生成AIテクノロジーの活用は依然として初期段階

株価上昇は今後の増収増益を織り込んでいるが、実現は不透明



PHOTOGRAPH BY MERON MENGHISTAB

先週、スイスのダボスで開催された世界経済フォーラムの年次総会で、マイクロソフト<MSFT>のサティア・ナデラ最高経営責任者（CEO）と、そのパートナーであるスタートアップ企業、オープンAIのサム・アルトマンCEOによる対談が行われた。2人は生成人工知能（AI）の素晴らしい未来と、それがどのように多くの人類を大きく進歩させるかについて語り合い、聴衆はうっとりしながら聞いていた。

そんな時、司会者が議論を現実に戻した。大胆にも、「AI事業は利益を生んでいるか？」

と聞いたのである。これは良い質問だ。ナデラ氏とアルトマン氏は直接的な回答を避けた。

最初に答えたのはアルトマン氏だった。アルトマン氏は「マイクロソフトは莫大（ばくだい）な利益を上げることが望んでいる。誰が利益を得るのかについては、私よりナデラ氏の方が良く分かるだろう」と述べた。ナデラ氏は「プラットフォームが生み出す利益よりも、プラットフォーム上で生み出される利益の方が大きくなければ、プラットフォーム企業として成功しているとは言えない」と語った。

ナデラ氏の回答は、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アップル<AAPL>、グーグル親会社のアルファベット<GOOGL>のような巨大プラットフォームになりたいというマイクロソフトの野望を明らかにしている。しかし、それ以上に重要なことに、マイクロソフトがAIによってどのように、どれだけの利益を、いつ生み出すのかという株主（と将来の株主）が抱く疑問を浮き彫りにしている。そして、この問いへの回答が明らかでないことも示唆されている。

マイクロソフト株は1月25日、過去最高値となる404.87ドルで取引を終えた。時価総額は3兆ドル前後で推移しており、同社は世界で最も価値ある企業の座をアップルから奪ったり、奪われたりしている。マイクロソフト株は過去1年、3年、5年、10年のすべての期間で、S&P500指数をアウトパフォームしている。もし、1986年3月13日の新規株式公開（IPO）時に5000ドルの株式を買っていたとしたら、現在の価値は2200万ドルを超える。

特に注目すべき期間は過去10年間と14カ月だ。まず、過去10年間にマイクロソフトの株価は約1000%も上昇した（同期間のS&P500指数は161%上昇）。これは2014年2月4日にCEOに就任したナデラ氏の在任期間とほぼ一致している。この株価上昇は、無名のエンジニアだったナデラ氏が素晴らしい仕事を成し遂げ、瀕死のマイクロソフトを復活させたことをよく物語っている。

ナデラ氏は主に、クラウドプラットフォームのAzure（アジュール）を構築することでマイクロソフト

を回復させた。投資銀行ジェフリーズのアナリスト、ブレント・シル氏によると、アジュールの市場シェアは2016年の18%から今年は37%へ上昇し、売上高は645億ドルに達している。その大部分はアマゾン・ウェブ・サービスから奪ったものだ。

56歳のナデラ氏は「今年は私がマイクロソフトに入社してから32年目で、AIにとっては2年目だ。私の入社以降の期間は、AI以外の三つのパラダイムシフトによって区切られる。その三つとはPCのクライアントとサーバー、ウェブ、モバイルとクラウドで、四つ目がAIだ。私は過去の三つのパラダイムシフトを振り返り、2年目にどう動くべきか学ぼうとしている」と語った（ナデラ氏は本誌の取材を拒否した。本記事におけるナデラ氏のコメントは、すべてダボスで公に姿を見せたときのものである）。

そこで、過去14カ月を見てみよう。対話型AIのChat（チャット）GPTが2022年11月30日に公開されて以来、マイクロソフトの株価は「AIロケット」に乗って急上昇している。この間の上昇率は66%（市場全体は22%）で、マイクロソフトのような規模の大型株としては驚くべき数字だ。

しかし、この株価上昇はAIによる大幅な増収増益を織り込んだものである。それが実現するかどうかは誰にも分からない。

株価は割安ではない。ジェフリーズのシル氏によると、マイクロソフトの予想株価収益率（PER）は32.6倍と、ナスダック総合指数の27.1倍を上回っており、過去の水準と比べても高い（マイクロソフトは30日に2024年度第2四半期決算を発表する）。なお、シル氏はマイクロソフトを2024年のトップピックとし、目標株価を450ドルとしている。

マイクロソフトに長年投資してきた投資家は、ハイテクバブルによって株価が急騰した25年前と同様に、「ポジションを売却すべきか」という問いに直面しているかもしれない。当時は売却するのが賢明だっただろう。株価は1999年12月に59.96ドル（株式分割調整後）でピークを付けた後、2009年3月に15.15ドルで底打ちするまでに約75%下落している。その後、2016年10月まで、終値が1999年のピークを上回ることはなかった。

ただし、現在の状況は異なる。2000年当時、マイクロソフトは始まりつつあった携帯電話のサイクルに向けた態勢が整っていなかった。マイクロソフトのある経営幹部は、「当社はモバイルを完全に逃した」と認めた。もう一つの対照的な点は、株価がピークに達したばかりの2000年1月にビル・ゲイツCEOが退任したことだ。ナデラ氏は退任の予定はないと述べている。

AIでクラウド事業が加速すれば「金のガチョウ」に

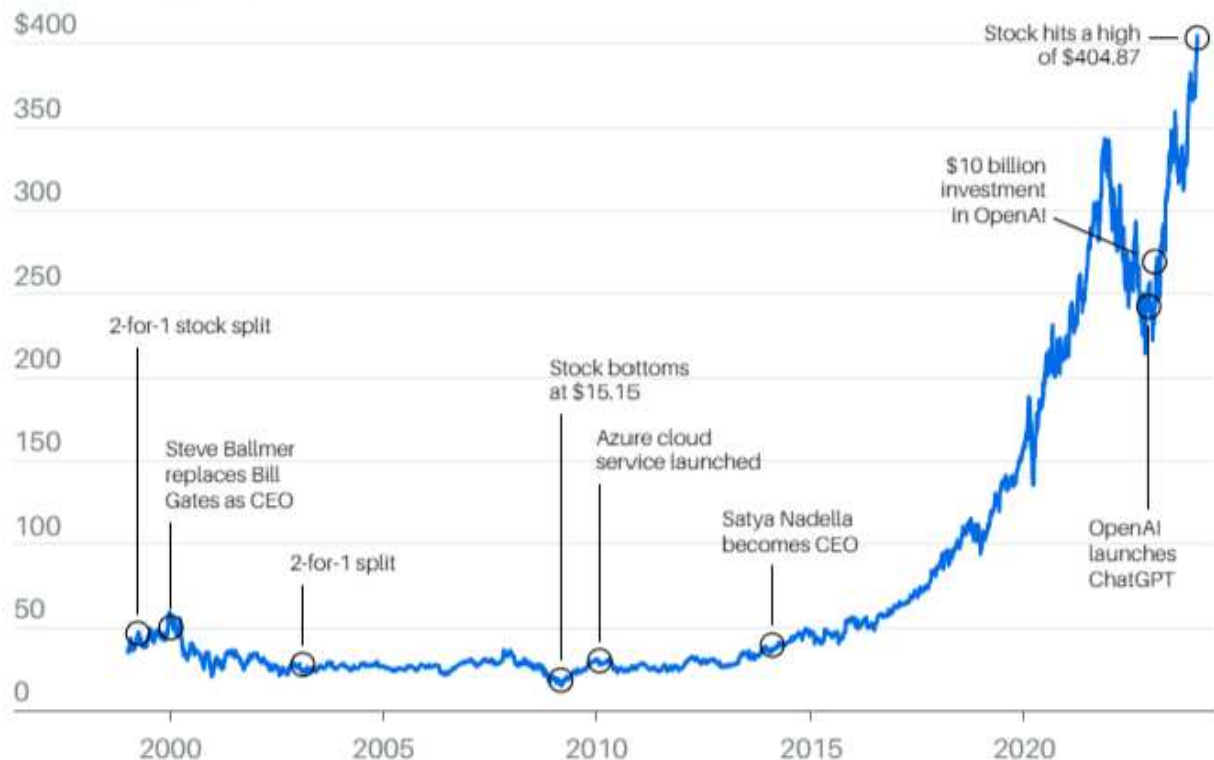
マイクロソフトの大きな強みの一つは、ナデラ氏以外にも経験豊かな経営陣がそろっていることだ。エイミー・フッド最高財務責任者（CFO）は勤続21年で、共同創業者のゲイツ氏も引き続き技術顧問を務めている。そして勤続30年のブラッド・スミス氏は、マイクロソフトの法務責任者であり、1990年代後半から2000年代前半にかけての連邦政府との独占禁止法訴訟で会社を守るのに貢献した。スミス氏は現在、副会長兼社長を務めており、マイクロソフトで第2位の地位にある。

スミス氏とマイクロソフトは幾多の困難を通じて連邦政府の手法を学び、他のハイテク大手の何年も前からロビー活動を強化してきた。スミス氏は動画配信大手ネットフリックス＜NFLX＞の取締役、プリンストン大学の理事、著述家などの顔を持ち、ニューヨーク・タイムズ紙に「テクノロジー業界全

Microsoft's Long Road Back

Nearly 25 years after Bill Gates stepped down as CEO, Satya Nadella has guided the company—and the stock—to new heights.

(MSFT / Nasdaq)



Source: FactSet

般の事実上の代弁者」と表現された。他社の法務責任者やシリコンバレーの批評家は、AIに関する大統領令、ゲーム大手エピック・ゲームズとアップルの訴訟、司法省がグーグルに対して提起した訴訟など、至るところでマイクロソフトが連邦政府に影響を及ぼしていると語る。

それでも、マイクロソフトは最近、ゲーム大手アクティビジョン・ブリザードの買収やオープンAIとの関係に関して規制当局から厳しい目を向けられている。マイクロソフトがオープンAIを支配していると主張する人もいる。スミス氏は「マイクロソフトとオープンAIは明確に別の企業で、われわれはパートナーだ。AIエコシステムに関しては、非常に強力な垂直統合されたグーグルという競合企業が存在する。われわれが提携しなければ1社だけが残るだろう」と語った。

マイクロソフトがオープンAIとの提携によってグーグルを追い抜き、有利な立場を得たのは間違いない。グーグルは長年、AIに熱心に取り組んでおり、非常に重要なAIテクノロジーを公開した。その技術がオープンAI設立のカギとなった。2015年設立のオープンAIの投資家には、起業家のリード・ホフマン氏、イーロン・マスク氏、ピーター・ティール氏、アルトマン氏などがいた。アルトマン氏は2019年にCEOに就任した。

AIの開発には複雑な最先端のソフトウェア（オープンAIが保有）と膨大な計算能力（マイクロソフトが保有）を必要とする。この補完性が共生的なパートナーシップの基盤となっている。マイクロソフトは2019年7月に初めてオープンAIに10億ドルを投資し、1年前には100億ドルもの金額を追加投資し

た。昨年終わりにはオープンAIの取締役会がアルトマン氏を解任しようとしたが、マイクロソフトはアルトマン氏を支持し、逆に取締役会が実質的に解任された。

マイクロソフトは、すべてのサービスにオープンAIのテクノロジーを導入する、その初期段階にある。最初はコーディング支援サービスのGitHub（ギットハブ）にAIを取り入れた。さらに、Copilot（コパイロット）というツールを通じて、アジュールやExcel（エクセル）などのソフトウェアにAI機能を急ピッチで導入している。コパイロットはAIアシスタントの一種で、顧客のデータ分析、在庫の最適化、レポートの執筆などを支援する。

現在、マイクロソフトは三つの事業部門から構成される。一つ目は生産性およびビジネスプロセス部門（Microsoft 365のサブスクリプションなど）、二つ目がインテリジェント・クラウド部門（アジュールなど）、三つ目がモブ・パーソナル・コンピューティング部門（基本ソフト [OS] のウィンドウズなど）である。

4年前、三つの部門の売上高はいずれも約470億ドルでほぼ同じだったが、現在は違う。過去4年間で、クラウド事業は年平均約22%のペースで成長している。昨年の総売上高2119億ドルのうち、クラウド事業は879億ドルだった。シル氏は2025年のクラウド事業の売上高を約1190億ドルと予想している。

証券会社ウェドブッシュのアナリスト、ダン・アイブス氏は「AIによってアジュールが急加速すれば、マイクロソフトにとって『金のガチョウ』になる」と指摘。マイクロソフトのAI関連売上高は今後2年間で250億ドル増加する可能性があると主張する。アイブス氏は「アジュールで100ドルのクラウド投資が行われるたびに、マイクロソフトはAIによって追加で35〜48ドルを得られるだろう」と語る。

現在、マイクロソフトはAIによってどれほどの利益を得ているのだろうか。シル氏は「コパイロットのAIツールのほとんどは依然として一般に利用可能ではないため、AIの収益認識はごく初期の段階にある。AI関連の売上高は、売上高全体の1〜5%からゆっくりと着実に増加し、2025年にはより大きな意味のある水準に達するだろう」と語る。

マイクロソフトはすべての準備が完了したと述べている。マイクロソフトの最高マーケティング責任者である沼本（ぬもと）健氏は、「当社は膨大な数の顧客を獲得している。サービス公開当時は利用可能なサービスに制約があり、非常に多くの顧客が制限撤廃を要望していたが、1月16日にそれを行ったばかりだ」と語る。

顧客がAIを迅速に導入できるかがハードルの一つ

それでも、強気派でさえ注意が必要だと語る。シル氏は「そもそも、この熱狂を最初に生み出したのはマイクロソフトだ。誰よりも熱狂をあおった以上、成果を実現しなければならない。いわば、音楽のボリュームを上げておきながら、実際はうまく踊れないリスクがある。逆張りの見方をするならば、マイクロソフトのAIデモの多くは、現実ではそれほど良いものに見えない」と指摘する。

また、シル氏はコパイロットが値引きされると考えている。コパイロットによって、マイクロソフトのソフトウェアを10〜20%値上げすることは可能だろうが、定価を2倍にすることはできないとの見立てだ。これに関して、沼本氏は価格設定に対する著しい反発はないと語った。

Mac or PC?

The rise of the cloud and artificial intelligence has given Microsoft an edge over rival Apple. Earlier this year, Microsoft briefly took Apple's crown as the world's most valuable company.



Source: Bloomberg

さらに、顧客がどれほど容易かつ迅速にAIを導入できるかという問題がある。コンピューター・IT大手ヒューレット・パカード・エンタープライズ<HPE>でAIソリューション部門のシニアバイスプレジデントを務めるトリッシュ・ダンクロジャー氏は「AIを実際に利用するには、データクレンジング、つまりデータの不備を修正しなければならない。また、システムを再編し、社内プロセスを変更する必要がある。これには時間がかかる」と語る。さらに、技術的知識を持つ人材を十分に確保できないことが制約となっており、導入の遅れにつながっているという。

金融大手モルガン・スタンレー<MS>は昨年、チャットGPTベースのAIツールを導入し、ファイナンシャルアドバイザーがリサーチにアクセスできるようにすると発表した。しかし、ある従業員が筆者に語ったところによれば、このプロジェクトは優先事項ではないようだ。その従業員は「最近は何も進展がない。誰もこの件について話していない」と述べた。また、別の従業員がツールの正確性に不満を述べたと報じられている。なお、モルガン・スタンレーは本誌に対して「AIアシスタントへのフィードバックは非常にポジティブだ。正確性は過去のナレッジ管理プロセスに比べて大幅に向上している」と説明した。

マイクロソフトとアルトマン氏は、AI革命がどれほど速く実現するかについて、慎重に言葉を選んでいる。アルトマン氏は、ダボスで今後5年以内に達成したいことを聞かれて、AIによって科学的発見がなされることを望んでいると答えたが、「5年かかるか、8~10年かかるかにかかわらず、われわれはそれを実現するだろう」と付け加えた。

ナデラ氏とマイクロソフトの科学者は、AIプロジェクトによって、必要なリチウムを70%削減した電池を開発することができたと吹聴していた。大きなブレークスルーのように聞こえるが、筆者が実用化について科学者に質問したところ、すぐに実現することはなさそうだった。ナデラ氏は「2024年はAIが拡大する年になるだろう」と語った。「収益化する」とは言っていないことに注意してほしい。

テクノロジー投資家のグレン・ハッチンズ氏は、「チャットGPTは世界中の想像力をかき立てた製品デモだった。現在はAIによる熱狂のサイクルの最中にある。AIは今後、幻滅期を経て復活し、広く導入されるだろう」と語る。

ディープウォーター・アセット・マネジメントのジーン・マンスター氏は、「投資期間が1年である場合、今からマイクロソフトに投資するのはあまり意味がない。期待が既に高まっているからだ。AIに関して言えば、今年はマイクロソフトにとって良い年にはならないだろう。大きな変化があるのは3年後や5年後だ」と話す。

今のところ、AIはほとんどの企業にとって絶対必要なものではなく、欲しいものでもない。ナデラ氏とアルトマン氏が予想するように、AIはあらゆる場所に存在するようになるかもしれない、その時期は近いかもしれないが、実際にそうなっても、長期に及ぶ上昇サイクルとなるだろう。従って、様子見の姿勢を取るのには理にかなっている。早いことより正しいことの方が重要だ。

筆者は面白半分で、マイクロソフトが生成AI事業で成功するかどうかをチャットGPTに聞いてみた。回答は、「個別企業が生成AI事業に成功するかどうかなどの未来を予想することはできません。マイクロソフトやその他の企業がこの分野で成功するかどうかは、その企業のテクノロジーの質、イノベーション、市場の需要、競争、戦略的決定などのさまざまな要素に左右されるでしょう」とのことだ。

By Andy Serwer
(Source: Dow Jones)

2. ラウンドテーブルのメンバーが選ぶ30銘柄 Nvidia, Birkenstock, and 28 More Stock Picks From Roundtable メディア、銀行、REITなどの投資アイデア

[ラウンドテーブル]

第3回ラウンドテーブル



PHOTOGRAPHS BY MACKENZIE STROH

本誌ラウンドテーブルの参加者が1月8日に一同に介した際に、参加者の大半は2024年の株式市場を「あまり期待できない」とみなしていたものの、それでも合わせて56銘柄と数本の債券ファンドを推奨した。全3回の最後となる今週は、デュラブル・キャピタル・パートナーズの最高投資責任者（CIO）のヘンリー・エレンボーゲン氏、GQGパートナーズの会長兼CIOのラジブ・ジェイン氏、コロンビア大学教授のアビー・コーエン氏、ガベリ・ファンズの会長兼最高経営責任者（CEO）のマリオ・ガベリ氏の推奨銘柄を紹介する。

エレンボーゲン氏の推奨銘柄



ETHAN SWOPE/GETTY IMAGE

本誌：エレンボーゲン氏の今年の有望銘柄は。エレンボーゲン氏：持ち株会社のチェメッド<CHE>には二つのセグメントがある。一つはヘルスケア・サービスで、もう一つは住宅向けサービスだ。2001年から2019年までの上昇率は年率20%で、対してS&P500指数は7%だった。チェメッドの事業構成が複雑なことを一因として、ウォール街ではほとんど注目されていない。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）が逆風になったが、その影響も今や過ぎ去った。調整後1株当たり利益（EPS）で10%台半ばという通常の成長が戻りつつある。

ヘルスケア・サービスを手掛ける傘下のビタス・ヘルスケアは、ホスピスを運営しており、収入の92%をメディケア（高齢者向け医療保険制度）から得ている。人口の高齢化とホスピスに対する社会的な理解が拡大したことが事業の原動力となっている。ビタスはフロリダ州では最大のホスピス運営会社で、フロリダ州は同社売上高の50～60%を占めている。コロナ禍が事業の大きな妨げとなり、利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）は2019年から2022年にかけて10%減少した。2023年には10%の増収になり、今後数年間は同程度の成長率が維持されるとわれわれは予想している。

もう一つの事業は住宅向けサービスのロト・ルーターで、米国最大手の配管の緊急工事会社だ。フランチャイズ展開もしているため、投下資本利益率は高い。配管工事は景気の影響を比較的受けないが、パンデミックの間、在宅勤務によって需要が増加し、2021年の売上高は18%伸びた。その後、

人々が通勤を再開したために需要は減少している。ロト・ルーターは過去、低迷時期に配管業者を効率的に買収し、下降局面の後にはより一層強力になってきた経緯がある。今後の増収率は5〜6%に戻る可能性がある。

チェメッドはフリーキャッシュフローの相当額を自社株買いに費やしてきた。利益が今後加速すると予想している。2025年にEPSは28ドル弱になり、負債もゼロになる可能性がある。株価収益率（PER）は22〜28倍がふさわしい。

デービッド・ジルー氏：PERは既に25倍になっている。

エレンボーゲン氏：われわれは、チェメッドの業績が予想を上回るとみている。

次は、教育・家族介護ソリューション・労働力教育サービスなどを提供するブライト・ホライゾンズ・ファミリー・ソリューションズ<BFAM>だ。やはりコロナの悪影響を受けたが、パンデミックが過ぎて成長が加速している。株価は、2013年の新規株式公開（IPO）からパンデミック前まで年平均で30%上昇していた。対してS&P500指数の上昇率は同12%だった。株価上昇の相当部分がPERの上昇によるものだが、利益成長もそれなりの割合を占めている。

ブライト・ホライゾンズには二つの事業部門があり、両方とも、雇用者である企業は最も重要な資産である従業員の生産性の最大化と定着を望んでいるという、シンプルなアイデアに基づいて構築されている。一方は、従業員向け福利厚生の一環としての保育所を経営しており、もう一方はバックアップケアを提供している。雇用主が保育所サービスの全額または一部を負担しており、ブライト・ホライゾンズはプレスクール（就学前教育）の教師に対し、良好な水準の給与を支払えるようになっている。顧客維持率は95%を超えている。

ブライト・ホライゾンズは1000カ所を超えるプレミアムな保育所を経営しているが、コロナ禍の間は850カ所で一時閉鎖を強いられた。保育所事業の利益は、2019年は1億6600万ドルだったが、パンデミックの間は政府の支援がなければならぬ損益均衡だった。パンデミックが収まっても高インフレによって保育所再建には苦しんだが、現在は痛みのピークも過ぎ、賃金圧力も正常化した。保育所入所者数は、前年比12%のペースで増加している。

バックアップケアは、従業員が通常の育児サービスを利用できないときにバックアップとしてサービスを提供する。ブライト・ホライゾンズはこの事業では競争に直面していない。2019年のEBITDAは8000万ドルで、売上高は2019年から2024年にかけて2倍になる可能性がある。

ソナル・デサイ氏：それらの事業は、就学前の児童向けか。

エレンボーゲン氏：保育所は就学前児童向けで、バックアップケアでは個別指導や夏季キャンプも含まれるため、対象年齢はやや高くなる。

われわれはブライト・ホライゾンズの2025年のEPSを4.50ドルと予想しているが、ウォール街の予想を大幅に上回っている。その後の利益成長率は10%台半ばになるだろう。英国事業は赤字で、売上高の約16%を占める。戦略的な行動（売却など）があれば利益押し上げ要因だが、弊社予想には織り込んでいない。PERは、2019年は30倍だったが、今後は20倍台半ばになると予想している。

私は以前に、地上輸送・ロジスティクスを提供するJBハント・トランスポート・サービス<JBHT>を推奨した。景気敏感グロース株に投資する最適なタイミングはサイクルの底だ。輸送量は2022年第4四半期から軟調になってきたが、今後どこかの時点で改善するだろう。投資家は、企業が景気循環に対して底堅く、かつ事業の質の維持もしくは向上を示せば投資するものだが、JBハントはその両方を達成している。

インターモーダル輸送が、営業利益の55%を占めている。JBハントは1980年代のインターモーダルの先駆者だった。しかし2010年代以降は、主要提携先だった鉄道会社のBNSF鉄道（バークシャー・ハサウェイ<BRK-B>の子会社）との緊張関係によって、2023年までシェアを拡大できなかった。緊張関係が改善されたために、今年の市場シェアは5%ポイント上昇した。

JBハントのインターモーダル事業の成長率は、国内総生産（GDP）成長率の2倍のペースで成長する見込みだ。サービスの改善とともに、料金も改善することができるはずだ。取扱量が元に戻れば利益率は10~12%へ上昇するだろう。

デディケイテッド・コントラクト・サービスズ（DCS）部門は、20~200台程度のトラックを有する中小企業向けに、トラック管理のアウトソーシング・サービスを提供している。営業利益に占めるDCS部門の割合は、2018年の28%から現在では40%に上昇している。顧客維持率は98%で、顧客に対して10~20%のコスト削減を提供している。2023年の営業利益は約15%増加した。今後数年間は年率10~15%で増え続けるだろう（本誌注：JBハントは会合後の1月18日に2023年通期決算を発表し、DCS部門の営業利益は12%増益となった）。われわれは、JBハントの2025年EPSを10ドル弱、PERが23~25倍になると予想している。

次はクラウドベースで顧客管理システム（CRM）を提供するハブスポット<HUBS>で、グローバルな中小企業向けCRMプロバイダーの大手だ。ハブスポットのサービスは、単一のソフトウェアをベースに開発されている。企業は人工知能（AI）向けにソフトウェアを標準化する必要があるが、ハブスポットは既にその段階に達している。2014年にIPOを実施し、この2年間は世界中で市場シェアを拡大している。増収率は、2022年は39%だったが、2023年は中小企業がマクロ経済の逆風を受けたために25%に鈍化した。

ハブスポットについては、成長余地と長期的な利益率に関する二つの議論がある。ハブスポットの市場シェアはまだ低く、CRMサービス大手のセールスフォース・ドット・コム<CRM>と競争するようになるまで、数年は成長余地があるだろう。営業利益率については、現在の15%から30%超へ上昇すると考えている。ヤミニ・ランガンCEOは、成長と収益性のバランスに焦点を当てている。また、顧客の大型化によって、契約1件当たりの経済性も改善する。生成AIの初期の利用ケースには、コンテンツ制作、顧客サービス、情報要約などが含まれるが、いずれもハブスポットの基幹的機能だ。

われわれはAIの恩恵を業績に含めていないが、2026年のEBITDAを約10億ドル、企業価値（EV）／EBITDA倍率を25~30倍と予想する。

次の銘柄に行こう。2023年は新規株式公開にとって厳しかったが、往々にして厳しい市場環境では最高の企業が公開される。履物メーカーのビルケンシュトック・ホールディング<BIRK>はその1社だ。上場したのは英国の持ち株会社で、傘下にドイツのビルケンシュトックがある。

米国におけるブランド認知度は68%だ。なお、売上高に対する広告宣伝費の割合（有料オンライン広告のクリック当たりコストを除く）はわずか2%だが、大半の履物メーカーは10%になっている。上場前の調査では値引きがないことにも驚かされたが、需要に対して供給を抑制する手法を、欧州の最高級ブランドから学んでいる。事業の75%は5種類の定番モデルに依存しているため、流行リスクも比較的小さい。

オリバー・ライヘルト氏が2013年にCEOに就任して以来、売上高は年率20%で成長している。われわれは、販売量の伸びを8~10%、価格の平均上昇率を10%と予想しており、売上高は今後数年間にわたって年率20%で成長する可能性がある。EBITDAマージンは業界有数の30%で、われわれは2026年9月期のEPSを2.50ユーロと予想する。PERは20~25倍になる可能性がある。株価は45.70ドルで、IPO価格の46ドルとほとんど変わらない。

ソフトウェア企業のトースト<TOST>は、ミッドイヤー・ラウンドテーブルでも議論した。トーストが対象としているレストラン業界は、スタッフの回転率が高く、テクノロジーの使い方を分かっている人材の採用を望んでおり、ソフトウェアの標準化を望んでいる。また、レストランには200万ドルをかけているIT部門はない。トーストは、レストランの販売時点管理（POS）システム、人材管理およびCRMにおける業界標準となりつつある。

トーストは2023年下半期に、ユーザー当たりのソフトウェア収入の実績が会社予想を下回った。投資家は市場シェア拡大が近いうちに頭打ちになると考えているが、われわれはそうはみておらず、売上高が今後数年間にわたって25%増加すると予想する。今年は損益均衡だが、利益率は20%へ上昇する可能性がある。2027年のEPSを0.75~1ドルと予想しており、株価は17ドルから30ドルへ上昇するとみている。

参考資料

Henry Ellenbogen's Picks

Company / Ticker	1/5/24 Price
Chemed / CHE	\$566.18
Bright Horizons Family Solutions / BFAM	94.90
J.B. Hunt Transport Services / JBHT	189.97
HubSpot / HUBS	537.84
Birkenstock Holding / BIRK	45.70
Toast / TOST	17.74

Source: FactSet

（資料）

ジェイン氏の推奨銘柄



DADO GALDIERI/BLOOMBERG

Q：次はジェイン氏。

ジェイン氏：われわれはボトムアップ志向の投資家だが、マクロ経済にも注意を払っている。インフレ率と金利の上昇は、高バリュエーション銘柄に何らかの影響をもたらしている。政策も問題で、例えば、電力問題が新興国で持ち上がっている。銀行融資の不足により火力発電の拡張が進まず、大半の国で電力不足のリスクが高まっている。13ドルの液化天然ガス（LNG）相場は大半の国にとって受け入れ可能ではなく、再生可能エネルギーはベースロードとして頼りにはできない。

われわれは半導体に強気だ。2023年初めのテクノロジー銘柄のウエートはわずか5%だったが、2023年後半には複数の理由によって、半導体銘柄が魅力的だと判断した。PC販売台数は2億4000万～2億4500万台のペースだが、5年前は2億8000万台で推移していた。スマートフォン販売台数は6～7年前にピークに達したが、寿命はわずか7～8年のため、買い替えサイクルも到来しつつある。AIも、PCとスマートフォンの成長をけん引している。注目すべき銘柄が複数ある。

弊社の中で、半導体大手のエヌビディア＜NVDA＞は飛び抜けて最大の保有銘柄だ。PERは2025年予想で23～24倍まで低下している。利益予想は大幅に上昇している。エヌビディアは値上げしており、半導体業界では異例だ。さまざまな半導体で100%の値上げがみられており、増収とともに粗利益率も上昇している。時価総額は1兆5000億ドルだが、年率20%のペースで拡大できる。サーバーの市場シェアは、まだわずか15%だ。一方、最大の課題は、エヌビディアに半導体を提供している台湾積体回路製造（TSMC）＜TSM＞の生産能力の制約だ。

半導体の知的財産（IP）会社のアーム・ホールディングス＜ARM＞も同様の流れでみる事ができる。PERは50倍だ。モバイル用半導体のアーキテクチャーを支配しており、中央演算処理装置（CPU）でもシェアを高めている。プロセッサに対する自社アーキテクチャーのロイヤルティは、従来は1.7%だが、1桁後半から10%台前半へ容易に引き上げられる。長期的には年率20%超で成長できる。

Q：テクノロジー以外の投資先は。

ジェイン氏：ブラジルの石油会社であるペトロブラス＜PBR＞も上位の投資先だ。エネルギー市場を前向きにみている。過去数年間で、エネルギー分野に対する投資が非常に不足していることが明らかになった。設備投資は7000億ドルから3500億ドルへ減少した。

ペトロブラスのPERは4倍で、恐らく世界で最も割安な大型株だ。2年前に投資を始めてから投下資金のほぼ全額を配当で回収しているが、配当利回りはまだ20%近い。ペトロブラスはフリーキャッシュフローの40%を配当に回しており、特別配当も支払っている。

ペトロブラスは、中東以外では最高クラスのエネルギー資産で、産油量を拡大させる多大な余地がある。減耗率は低い。総合エネルギー会社のシェブロン＜CVX＞と比較して、収益性は同等だが、バリ

ュエーションは3分の1。われわれは格安とみている。

ブラジル銘柄では、銀行のバンコBTGパクチュアル<BPAC3.ブラジル>も好んでいる。時価総額は30億ドルで、過去10年間に年率20%超で成長してきた。自己資本利益率（ROE）は20%だ。われわれはブラジルに強気だ。金利が4%から13%のピークまで上昇したにもかかわらず、与信は10%台半ばで増加している。現在の金利は約11%で低下する公算が大きい。インサイダーがBTGの70%を保有しているが、売却時の価格は純資産価値に限られており、純資産価値を増加させるインセンティブがある。株価純資産倍率（PBR）は2倍で、PERは約12倍だ。

次は、スペインの銀行、ビルバオ・ビスカヤ・アルヘンタリア銀行<BBVA>だ。時価総額は582億ドルで、PERは6.5倍、配当利回りは約7%だ。BBVA銀行がメキシコの銀行システムの利益に占める割合は約40%だ。メキシコの銀行システムは、3社が全体の80%を占めるという前代未聞の寡占態勢にある。BBVA銀行の利益に占める割合は、メキシコが50%、トルコが15%だ。ROEは20%弱で、自社株を買い戻している。

中東に目を転じると、アラブ首長国連邦の投資持ち株会社であるインターナショナル・ホールディング<IHC.アラブ首長国連邦（UAE）>を保有している。時価総額は2700億ドルで、UAEの王族が75%を保有している。事業は年率で10%台の成長が可能とみている。UAEの経済成長率は5~6%で、石油による富も豊富。人口1人当たりの所得は9万ドルだ。ヘッジファンドがアブダビにオフィスを開設しており、商業用不動産も品薄だ。

インターナショナル・ホールディングはアブダビ証券取引所に上場している。利益の60%近くが年金のようなもので、増加が見込まれる。利益の大半は不動産、ヘルスケアおよびその他サービスから得られており、その大半はアラブ首長国連邦内だが、中東地域からも得ている。親会社が数週間前に250億ドルの資本を注入している。コストのかからない資本注入を好感しているし、内部成長も実現できている。中核的な利益は1桁後半から2桁台前半で成長するだろう。

インドは、インフラブームの真ただ中にある。インドの経済規模は4兆5000億ドルで、オーストラリアの2倍。英国をも上回っている。インドは過去5年間に年間6000マイル弱の道路を建設しており、鉄道に対する設備投資は9倍に増加し、政府は過去10年間で低所得者向け住宅を3000万戸建設した。多くのサービスをデジタル化しており、非公式経済を公式の世界へ組み込んだ。

インフラの観点では、アダニ・グループに関連した企業が最高の投資先だ。グループの旗艦企業で持ち株会社のアダニ・エンタープライズ<ADE.インド>は1994年に上場し、それ以来、ドル建てで年率32%成長している。過去25年間では、エヌビディアやアップル<AAPL>よりも優れた投資対象だ。時価総額は450億ドル。

アダニ・エンタープライズは傘下の空港会社経由でインドの航空旅客の25%を支配している。航空旅客は10%台半ばで成長している。また、航空貨物の約30%も支配している。アダニは他にも、道路、インド最大のデータセンターおよび鉱山サービスも保有している。

われわれはまた、港湾施設を運営するアダニ・ポーツ・アンド・スペシャル・エコノミック・ゾーン<ADSEZ.インド>も選好している。インドのコンテナ輸送の約45%はアダニ・ポーツが運営する港湾を経由しており、貨物量は年率15%で成長している。時価総額は約350億ドルで、PERは24倍だ。アダ

ニ・ポーツはイスラエルの港湾能力の半分を運営しており、米国政府は最近、アダニのアジアでの港湾プロジェクトに投資した。港湾能力は2桁台半ばで成長しており、利益率は72%だ。

インドネシアの銀行、バンク・セントラル・アジア<BBCA.インドネシア>の時価総額は750億ドル。評判は高く、預金コストは低い部類に属する。PERは20倍。年率15%超で成長しており、ROEは20%を超えている。

最後の推奨は、フランスの多国籍企業、トタルエナジー<TTE>だ。パトリック・ピヤヌCEOは業界最高峰の1人で、産油量は日量280万バレル弱だ。ピヤヌ氏は、損益分岐点となる原油価格を、1バレル当たり100ドル近くから30ドルへ引き下げた。北アフリカだけではなく、西アフリカにも資産を保有している。PERは約7倍で、年間で株式の4%を買い戻している。原油価格が75ドル程度ならば、フリーキャッシュフロー利回りは13~14%になる。

エネルギーは、業界全体としての投資不足を理由に、ポートフォリオの中核となるべきだ。エネルギーの世界的な需要が増加する一方で、株式市場ではESG（環境・社会・ガバナンス）バブルが弾けており、現実が浸透しつつある。

参考資料

Rajiv Jain's Picks

Company / Ticker	1/5/24 Price
Nvidia / NVDA	\$490.97
Arm Holdings / ARM	67.05
Petrobras / PBR	16.54
Banco BTG Pactual / BPAC3.Brazil	BRR17.25
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria / BBVA	\$9.29
International Holding / IHC.UAE	AED410.00
Adani Enterprises / ADE.India	INR3,006.60
Adani Ports & Special Economic Zone / ADSEZ.India	1,154.25
Bank Central Asia / BBCA.Indonesia	IDR9,575
TotalEnergies / TTE	\$68.22

Sources: FactSet, Bloomberg

(資料)

コーエン氏の推奨銘柄



COURTESY JAPAN HOTEL REIT/BUSINESS WIRE

次はコーエン氏。

コーエン氏：私自身の予想を改めて言うと、米国の景気後退を予想していない。金利は低下するかもしれないが、コンセンサス予想ほど下らないだろうし、時期も予想より遅れるだろう。かなりの確率でドル安が続くだろう。エネルギー価格は紅海を経由する航路を巡る懸念もあり、上昇する見込みだ。

誰の目にも明らかなことを一つ言っておきたい。米国株はこの数年間、極めて例外的なパフォーマンスを示した。米大型株の株価はコロナ

禍の1年前の2019年1月比で2倍以上になっている。欧州株は50%超の上昇、MSCI中国指数は2022年に22%の下落、2023年にはさらに12%の下落となっている。

過去10年間で見ると、株価上昇率は米国株が年率約10%、非米国株は2~4%だ。過去6年間のうち5年間は、株価の上昇が特定のセクターや特定の銘柄に偏っていたものの、米国市場が最も優れたパフォーマンスを示した。私はアンダーパフォームした銘柄に投資機会があるとみている。昨年、ITセクターは56%、通信セクターは54%上昇したが、エネルギーセクターは5%下落した。ジェイン氏のコメントにもかかわらず、私はシェブロンを推奨する。

Q：ジェイン氏は割高と言ったわけではなく、推奨銘柄ほど割安ではないと言っただけだ。

コーエン氏：シェブロンは2023年に14%下落した。株主に還元可能な多額の資本を保有している。昨年の配当利回りは約4%、2024年の予想配当利回りは4.2%だ。コンセンサス予想による今年の予想EPSは14ドル、株価（1月5日時点）は150ドルだ。

買収した同業者ヘスの統合は計画通りに進んでいる。ヘスの買収と同様に投資家の懸念材料だったカザフスタンのプロジェクトも現在は順調だ。投資家の懸念払拭（ふっしょく）、魅力的なバリュエーション、株主還元強化の可能性、さらには原油価格上昇の見通しなどが要因となり、シェブロンは魅力的になっている。天然ガス価格の上昇も追い風となる。

昨年、ヘルスケア株は打撃を受けた。推奨銘柄は、新型コロナワクチンと経口抗ウイルス薬パキロビッドを開発し、コロナ禍でヒーローとなった製薬大手のファイザー<PFE>だ。しかし、他業界の企業にも見られるように、コロナ禍後の環境で足場を失った。株価は昨年41%下落し、投資家の信頼を失っている。ファイザーの利益予想やワクチン接種率に懸念が生じており、米国に限らず、薬局にはパキロビッドの在庫が大量に存在する。投資家の懸念を反映し、配当利回りは5.6%、2024年予想PERは13.3倍となっている。

Q：復活のきっかけとして何があるか。

コーエン氏：買収で成功を収めてきた実績がある。カタリスト候補の一つが、最近買収したがん領域で重要な企業のシーゲンだ。ファイザーには、がん領域、免疫領域、心疾患領域、内分泌領域で注目すべき開発パイプラインがある。最も知名度が高い医薬品の中には特許切れとなったものもあるが、

残った製品の中には有望なものもある。経営陣は買収を進めていく意向だ。

化粧品大手エスティ・ローダー・カンパニーズ<EL>も株価が低迷している。多くの有名ブランドで化粧品やスキンケア用品を販売しているが、コロナ禍で需要が減少した。マスクの着用や在宅勤務で化粧不要と判断する人が増えたためだ。さらに最近では中国事業でも、景気の伸び悩みを受け、問題が生じている。アジアは成長の重要な原動力だったが、多くの製品が空港の免税店で販売されており、旅行者の減少で打撃を受けた。

経営陣についても疑問が投げかけられている。3世代にわたりローダー家が支配し、取締役には一族やその友人が多い。ローダー一族が多くの株式を保有していることを考えれば、プライベートエクイティ企業の買収ターゲットになる可能性は高くないが、多額のプライベートエクイティ資金とM&A（合併・買収）資金がその機会を伺っている。電子商取引のてこ入れ、値引きの縮小、若年層にアピールする新ブランドやスキンケア製品への注力など、業績改善に向けた取り組みが進められている。

Q：株価は。

コーエン氏：昨年47%下落したが、今年度（2024年6月期）予想利益に基づくPERは依然として高い。2025年度予想利益で約32倍だが、2026年度予想利益では24倍にすぎない。今年が転換期となるだろう。コロナ禍や中国だけが原因ではない。古い在庫も一掃する必要がある。

米国の低迷銘柄以外の投資アイデアは二つある。一つは、レアアース（希土類）の採掘、処理を行うオーストラリアの鉱山会社ライナス・レアアース<LYC.豪州>だ。レアアースは埋蔵量が希少なのではなく、処理が困難な場合が多い。ライナスは、電子機器の小型化を可能にする磁石に使用される特殊金属と、ガラス製造に使われる鉱物の2分野に特化している。西オーストラリア州に鉱山を有し、マレーシアで世界最大のレアアース処理工場を運営している。米国防総省と戦略協定を締結し、この協定によって米国の精錬所の全資金を国防総省が賄っている。

時価総額は約42億ドル、2025年6月期予想利益に対するPERは13~14倍。マレーシア工場の拡大が遅れる懸念から、株価は過去12カ月間で16%下落したが、懸念は払拭されたようであり、米国の精錬所は今年稼働する見込みだ。

Q：もう一つのアイデアは。

コーエン氏：米国以外の市場で投資を検討するのであれば、私は日本に目を向ける。昨年も同じ話をし、トヨタ自動車<7203>とダイキン工業<6367>を推奨した。両社とも引き続き魅力的だ。一つには、日本がデフレ脱却の最終段階にあることがある。日本の景気は若干上向いており、株価もバリュエーションの観点からは依然として魅力的だ。今回は日本の不動産投資信託（REIT）を2本推奨したい。

数年前、米国の物流REITプロロジス<PLD>を推奨したが、日本プロロジスリート投資法人<3283>は東京上場の関連会社だ。今年は約25%トータルリターンが見込まれるが、日本の金利があまりにも急騰すれば問題になるだろう。顧客とは長期契約を締結しており、これまでうまく機能した。金利上昇でコスト増となっても、価格引き上げの柔軟性はないが、トータルリターンの予測レンジは、金利シナリオによるが、18~28%だ。

Q：この銘柄選択は日本そのものへの投資か、それとも日本市場内部の特定のトレンドに対する投資

か。

コーエン氏：両方だ。海外から日本へ資本が流入している。また、日本経済は物流業者に有利に働く。そしてこのREITと、次の銘柄のリターンは他の国のREITよりも高い。

2社目はジャパン・ホテル・リート投資法人<8985>だ。今後12カ月間のトータルリターンは20%台後半を見込む。昨年、株価は11%下落したが、幾つか追い風が吹いている。消費者が外出し、支出し、旅行をするようになり、日本のホテルは業績が改善している。ジャパン・ホテル・リートは、懐に余裕のある個人、ファミリー、ビジネス宿泊者に焦点を当てている。日本の景気が悪化し、人々が財布のひもを締めれば問題になるだろう。2024年の分配金利回りは5.7%を見込む。

参考資料

Abby Joseph Cohen's Picks

Company / Ticker	1/5/24 Price
Chevron / CVX	\$150.40
Pfizer / PFE	29.47
Estée Lauder / EL	137.30
Lynas Rare Earths / LYC.Australia	A\$6.71
Nippon Prologis REIT / 3283.Japan	JPY273,900
Japan Hotel REIT Investment / 8985.Japan	69,700

Source: FactSet

(資料)

ガベリ氏の推奨銘柄



ETHAN MILLER/GETTY IMAGES

Q：最後はガベリ氏。

ガベリ氏：市場はまずまずだ。幾つか地政学的な問題がある。米国は11月に大統領選挙を控えており、市場の動向に興味深い影響を及ぼす可能性がある。私が注目するのはM&Aだ。スピノフ（分離・独立）や多くのM&A取引が行われ、規制当局はブレーキを踏み続けるだろう。企業は金利水準や規制上のハードルに慣れつつあり、事業を売却する側も価格を調整しつつある。欧州は依然として問題を抱えている。さらに、今年は注目すべきIPOが幾つか控えている。私が心待ちにしているのは、米国のスペイン

ン語放送最大手のユニビジョン・ホールディングスだ。影響を受けるのはメキシコのメディア企業グルポ・テレビサ<TV>だ。

ジョン・ロジャース・ジュニア氏が娯楽企業のスフィア・エンターテインメント<SPHR>を推奨したが（第2回ラウンドテーブル）、私の推奨銘柄でもある。最近発行した転換社債も含め、債務を抱えているが、資産もある。マディソン・スクエア・ガーデン・ネットワークスは、プロバスケットボールチーム「ニューヨーク・ニックス」やプロアイスホッケーチーム「ニューヨーク・レンジャース」の試合を放映している。詳細は不明ながら、スポーツ専門チャンネルのイエス・ネットワークと動画配信の合併事業設立に合意しており、ニックスとレンジャースを保有するマディソン・スクエア・ガーデン・スポーツ<MSGSG>の債務削減に貢献する可能性がある。

スフィアは2種類のクラス株を、合計で3470万株発行している。スフィアには、世界各国にスフィアのアリーナフォーマットを展開しライセンス収入を得るという知的財産活用方法があるが、現在の株価には一切反映されていない。ドーラン家が複数議決権株式を通じて会社を支配している。スフィアを成功裏に立ち上げた今、ジェームズ・ドーランCEOはニックスとレンジャースの部分売却を検討するだろうか。

Q：あなた自身の考えは。

ガベリ氏：マディソン・スクエア・ガーデン・スポーツの発行済株式数は2400万株、株価は177ドルだ。ニックスの価値が60億ドル、レンジャースが20億ドルとすると、レンジャースをただで手に入れられることになる。ドーラン氏のスフィアでの成功が取引への刺激となり得る。リミテッドパートナーの持分を売却することが考えられるが、チームの一部を購入する者はいるだろう。現在、われわれはフォーブスによる評価額の3分の1の価格でニックスの持分を購入しつつある。

Q：それは将来いずれかの時点で換金するつもりなのか。

ガベリ氏：それはない。なぜなら、バスケットボールチームの数には限界がある。

野球は数年前まで過小評価されていた。しかし、ピッチクロックが導入され、試合時間が短縮された。第2に、かなり多くのヒスパニック系の選手が試合に出ている。今や米国の人口の約19%をヒスパニック系が占めており、来場者数も熱気も右肩上がりとなっている。第3に、放送局の放映権契約は2028年の契約満了を前に更新時期を迎えるが、放映権料の大幅な上昇が見込まれる。

昨年7月18日、アトランタ・ブレーブス・ホールディングス<BATRK><BATRA>は、上場会社としてリパティ・メディアからスピンオフされた。上場前はトラッキングストック（特定の事業や子会社に連動する株式）として取引されていた。株価は無議決権株式<BATRK>が39ドル、議決権株式<BATRA>は42ドル、時価総額は約24億ドル。アトランタ・ブレーブス・ホールディングスの不動産を保有する企業であるバッテリーの価値は7億ドルを超える。最近の他の球団の売却からすると、この株の価値は50ドルになり得る。

Q：その時期は。

ガベリ氏：それは問題にならない。私の課税対象となる顧客は、売却して長期キャピタルゲイン税率23.8%（カリフォルニアやニューヨークの顧客の場合はそれ以上）で税金を払いたいとは思えない。

話は変わるが、今朝（第1回ラウンドテーブル）、トッド・アールステン氏が農業機器大手ディア<DE>の話をした。米国の農業が好調という点は私も同感だ。私の推奨銘柄は英国の農業機械メーカーCNHインダストリアル<CNHI>（旧ケース・ニューホランド）だ。株価は12ドル、発行済株式数は12億株。スコット・ワインCEOは素晴らしい。より高いPERを獲得する位置へと会社を動かしつつ

ある。CNHは精密農業分野に多額の投資を行っている。

農業分野のサイクル長期化は懸念材料だ。ブラジルの農業セクターは苦戦しており、140馬力以下のトラクターの販売が低迷している。CNHは販売促進プログラムを進めており、第4四半期の利益が打撃を受ける見込みだ。われわれはCNHのEPSを昨年が1.50ドル、今年は1.65ドル、2025年は1.75～1.80ドルと予想している。アニエッリー族の持ち株会社であるエクソール<EXO.オランダ>がCNHの27%を保有している。

さて、2024年は政治広告支出が津波となって押し寄せる年だ。リニアTV（従来型のテレビ）企業は巨大な追い風を受ける。世界全体の広告支出も増加している。自動車広告が増加しており、地方テレビ局の広告収入の約25%を占めている。

放送・デジタルメディア企業のテグナ<TGNA>のテレビ局は米国の家庭の39%をカバーしている。NBCが43%、CBSが29%だ。今年、CBSはスーパーボウル、NBCは夏季オリンピックを放映する。テグナは2022年に1株当たり24ドルで買収提案を受けたが、米連邦通信委員会（FCC）が修正された取引の審査期間を延長し、買い手企業を買収を取り止めた。現在の株価は15ドルだ。発行済株式数は約1億8000万株、今年の予想EPSは3.50ドル。自社株買いを実施しており、新たな買い手が現れる可能性もある。12カ月で株価が50%上昇すると予想する。

ウィトマー氏：テグナには多額の債務があるのか。

ガベリ氏：純負債額は約28億ドル。

グルポ・テレビサの株価は15ドルから3.10ドルに下落した。発行済株式数は5億6000万株、時価総額は17億ドル。メキシコはニアショアリング（海外の生産拠点を本国の近くへ移転すること）の恩恵を受けている。さらにメキシコ・ペソ高だ。ケーブルテレビ事業を有し、衛星放送ディレクTVの株式を保有している。また、今年IPOが予想されるユニビジョン・ホールディングスの45%を保有している。ユニビジョンを除くテレビサの価値は恐らく1株当たり約7ドルだろう。ユニビジョンをただで手に入られる。

Q：テレビサの株価が急落した理由は。

ガベリ氏：ストリーミング（動画配信）事業を巡る懸念が原因だ。ストリーミング企業はコンテンツに数十億ドルの支出を行っており、それが収益を悪化させている。

次のテーマは歯だ。高齢化が進む中、歯科インプラント事業は成長が加速している。ヘンリー・シャイン<HSIC>はニューヨーク州に本拠を置く医療・歯科機器の販売会社だ。昨年秋にサイバー攻撃の被害に遭い、株価が約75ドルから62ドルに下落した。現在は70ドル台前半に戻っている。会社側は、サイバー攻撃で第4四半期の売上高と利益が大きな打撃を受けたとしている。私の計算では、シャインの2023年のEPSは4.50ドルだ。今年は5.50ドルと推計している。買収が得意な企業だ。われわれはシャインの株価が2025年には90～100ドルになると予想している。

ウィトマー氏：サイバー攻撃でそれほど大きなコストが発生するものか。

ガベリ氏：供給できなくなれば、顧客は他の業者に発注し始める。売上高に3億5000万ドルの穴が開い

た。

メディア大手パラマウント・グローバル<PARA>の話に移りたい。発行済株式数6億5000万株、うち4100万株が議決権株式だ。議決権株式3150万と無議決権株式3140万株をメディア持ち株会社のナショナル・アミューズメンツが保有している。メディア界の大物シャーリ・レッドストーン氏がナショナル・アミューズメンツとパラマウントを支配している。パラマウントは昨年のハリウッドのストライキもあり苦しい状況にある。レッドストーン氏はナショナル・アミューズメンツを支援するため、投資銀行を起用している。時価総額は動画配信大手ネットフリックス<NFLX>が2150億ドル、エンターテインメント大手のウォルト・ディズニー<DIS>が2200億ドル、ケーブルテレビ大手のコムキャスト<CMCSA>が1750億ドルだ。100億ドルのパラマウントは他社にとって小さな存在だ。

パラマウントの株価は15ドル。出版社サイモン・アンド・シュスターの売却を考慮した計算上の純負債額は120億ドルだ。96セントから20セントに減配を実施している。4月に転換株式がクラスB株式1.0013株と強制交換されるため、さらに4500万ドルを超える配当金を節減できる。また、サイモン・アンド・シュスターのKKRへの売却益7億ドルが2023年第4四半期に計上される。リバティ・メディアのジョン・マローンCEOは、メディア業界が整理統合と規模を必要としていると主張している。さまざまな企業がパラマウントにアプローチしている。アップルなら、自社の株式の10分の2の株価と110億ドルの債務引受で、優れたコンテンツと多額のキャッシュフローを有する企業を買収することが可能だ。

当社の顧客が上場されている議決権株式の50%を保有している。私はパラマウントに、自社で所有・運営するテレビ局（年間7億～8億ドルのフリーキャッシュフローを生む）に借入れをさせ、株主にスピンオフしてもらいたい。そうすれば、残る部分を売却できる。

（ラウンドテーブル終了後、映画会社スカイダンス・メディアのデービッド・エリソンCEOがナショナル・アミューズメントに買収を提案したと報道があった。ガベリ氏はラウンドテーブルにおけるコメントのフォローアップとして「当社は、ナショナル・アミューズメンツを買収し、スカイダンスと合併させ、既存の経営陣を交代させる動きがあることを認識している。当社は引き続きパラマウントとそのコンテンツが魅力的であると考えている。また、引き続き、CBSが所有し運営するパラマウント・グローバルのテレビ局をスピンオフすることなく、支配権の変更を実現できる取引はないと考えている。当社は当社の顧客および全株主のために正しいことを積極的に追求していく」としている。）

参考資料

（資料）

Mario Gabelli's Picks

Company / Ticker	1/5/24 Price
Sphere Entertainment / SPHR	\$33.30
Madison Square Garden Sports / MSGS	177.54
Atlanta Braves Holdings / BATRK	39.06
CNH Industrial / CNHI	12.06
Tegna / TGNA	15.36
Grupo Televisa / TV	3.11
Henry Schein / HSIC	73.90
Paramount Global / PARA	14.65

Source: FactSet

By Lauren R. Rublin
(Source: Dow Jones)

3. ヘッジファンド業界は銘柄選択からマルチストラテジーへ Hedge Funds Used to Rely on Big Hitters. They've Switched Things Up ヘッジファンドの生き残り戦略はリスク管理

[フィーチャー]

ヘッジファンド業界はマルチストラテジーファンドが主流に

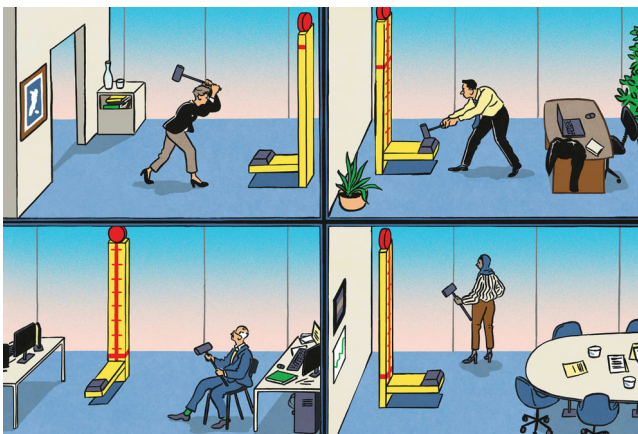


ILLUSTRATION BY CALUM HEATH

ヘッジファンド業界での花形というのはかつて、パフォーマンスの変動も大きく、時々並外れたリターンを上げるというのが定番であった。代表例はジョン・ポールソン氏で、2007年から2009年にかけての金融危機の前に米住宅市場を空売りして、200億ドルを荒稼ぎした。しかし近年は、一発狙いでは勝てなくなっているというのが実情だ。

シタデルやミレニウム・マネジメントのようなマルチストラテジーファンドは、自社が運用する戦略やマネジャーへの配分を常に変えている

る。彼らがシングルストラテジーのファンドに比べて勝っているのは、確実にリターンを上げるところだ。過去5年、シタデルは年率15%~38%のリターンを計上した。創設者のケン・グリフィン氏と同僚が、金利戦略やコモディティ戦略、クオンツ戦略、株式ロングショート戦略など、多数の運用チームへの資金配分を調整している。イジー・イングランダー氏の「ミレニウム」が同期間に計上したリターンは6%~26%だった。

マルチストラテジーファンドは、厳格なリスク管理で巨額の損失や市場全体の大きな変動から身を守っている。強固なリターンと低ボラティリティーを背景に、過去5年間にヘッジファンド業界に流入した資金の大半を引き付けてきた。現在、マルチストラテジーファンドの運用資産残高は4000億ドルに上る。しかし、2023年は多くのマルチストラテジーファンドでリターンが大きく低下した。平均リターン5.4%。ナスダック総合指数とS&P500指数はそれぞれ45%と26%だ。パフォーマンスが伸び悩んだファンドには問題が待ち受けているかもしれない。マルチストラテジーファンドはヘッジファンド業界全体の従業員の4分の1を雇用しており、才能ある人材には多額の報酬を支払っている。こうした費用は高額の手数料を通して投資家が負担している。リターンが悪化すれば、投資家は高額の手数料を疑問視することになる。

新規設定のマルチストラテジーファンドは資金調達が厳しくなるかもしれない。ミレニアムの前トップ、ボビー・ジェイン氏が昨年、ジェイン・グローバル・マネジメントを立ち上げた際、メディアは運用資産100億ドルで運用を開始する予定だと報じていた。これはヘッジファンドの当初資産運用額としては過去最高だった。しかし、今年から本格的に資金調達に着手したものの、7月に50億ドルから60億ドルで設定できれば御の字という状況だ。

マルチストラテジーファンドのトップパフォーマーが投資家を呼び込むのに苦労はない。実際、資金返還をしているくらいだ。シタデルは2023年の利益が積み上がり運用資産が630億ドルへ拡大したため、70億ドルを投資家へ資金返還している。クオンツ系ファンドを運営するD.E.ショー・グループは、運用する旗艦ファンドが昨年9.6%のリターンを上げたが、昨年の利益全額を投資家に返還している。

1990年の運用開始以来、シタデルの旗艦ファンド、ウェリントン・ファンドは同期間のS&P500指数の年率10.7%に対し、年平均19.6%のリターンを上げてきた。シタデルの運用資産総額は現在600億ドルで、ミレニアムも同規模である。大胆なシングルストラテジーで一発を狙う戦略とは対照的に、マルチストラテジーの運用者はボラティリティーを抑えて良好なリターンを獲得する理想を冷静に追求する。

ヘッジファンド戦略の変遷



SAUL MARTINEZ/BLOOMBERG

グリフィン氏とイングランダー氏がファンド運用を開始したのは1990年代だが、当時ヘッジファンドで流行（はや）っていた戦略は花形運用者が単独でファンドを立ち上げ、得意な戦略に特化するアプローチだった。年金基金や大学基金は異なるシングルストラテジーのファンドに資産配分して分散された無相関ポートフォリオを構築した。ファンド・オブ・ファンズも優秀なスペシャリストが運用する戦略ファンドへ資金を配分し、ショートセラー（空売り戦略）や債券トレーダーのファンド立ち上げに資金提供した。

伝統的なロングショート・ファンドでキャリアを開始したマルチストラテジーファンドのエグゼクティブは「シングルストラテジー型ファンドは徹底的なファンダメンタル分析の先駆者だ。しかし、リスク管理のことをあまり考えていなかった」と語る。シングルストラテジーの花形運用者の多くが巨額の損失を蒙り、投資家が恐れをなして離れていったのだ。タイガー・マネジメントの投資家は2000年のITバブル期にジュリアン・ロバートソン氏の賭けが失敗すると80億ドルを解約した。アマランス・アドバイザーズは天然ガスへの賭けに失敗して60億ドルを失い、2006年に破綻した。ポールソン氏は金融危機時の大規模な空売りで莫大な収益を上げたが、その後のパフォーマンスは安定していない。

この10年でヘッジファンドへ投資された資金の大半はマルチストラテジーへ投じられた。シタデルやミレニアムのほかに、著名なマルチストラテジーファンドとして、ニューヨーク・メッツのオーナー、スティーブ・コーエン氏のポイント72やバリアズニー・アセット・マネジメント、ショーンフェルド・ストラテジック・アドバイザーズ、ベリティオン・ファンド・マネジメント、エイスラー・キャピタル、エクソダスポイント・キャピタル・マネジメント、その他AQRやD.E.ショーのようなクオンツ運用型ファンドもある。

細かな点に違いはあるものの、マルチストラテジーファンドには重要な共通点がある。インハウスのポートフォリオマネジャーの間で資金を移動させるのである。一つのファンドが専門分野に特化したポートフォリオマネジャー数百人に資金配分していることもあり、全員が運用プラットフォームのテクノロジーやトレーディング、データ、ファイナンス、サポートサービスなどのインフラを共有している。ポートフォリオのパフォーマンスや投資機会に応じて、ファンドの責任者が資金を追加配分したり、削減したり、時にレバレッジを利かして収益最大化を狙うのである。

シタデルの最高執行責任者（COO）、ジェラルド・ビーソン氏は「いつでも、世界中の多様な資産クラスの専門家のチームを速やかに集めて、『どこにチャンスがある？』と問うのだ。そして素早く反応し、ポジションを変更する」と話す。これらのファンドの経営者は多くの伝統的なヘッジファンドが避けてきたリスク管理の規律を導入している。ポートフォリオはマーケットニュートラルで、リターンは市場変動で大きくぶれないようにしており、さまざまなリスクのエクスポージャーを持っていないかに目を光らせている。素早く損切りが行われる。5%のドローダウンでポートフォリオへの新規資金の配分が停止され、10%のドローダウンなら首を覚悟しなければならない。

マルチストラテジーファンドのなかには比較的风险許容度の高いファンドもあるが、よく耳にするのが「ダーウィンの（適者生存）」という言葉である。2年間にわたる頻繁な人材の入れ替えの後、ショーンフェルドのリターンは減速した。ミレニアムとの合併の噂が流れると、ショーンフェルドは昨年1月に従業員の15%を削減した。2023年の旗艦ファンドのリターンはわずか4.8%にとどまった。

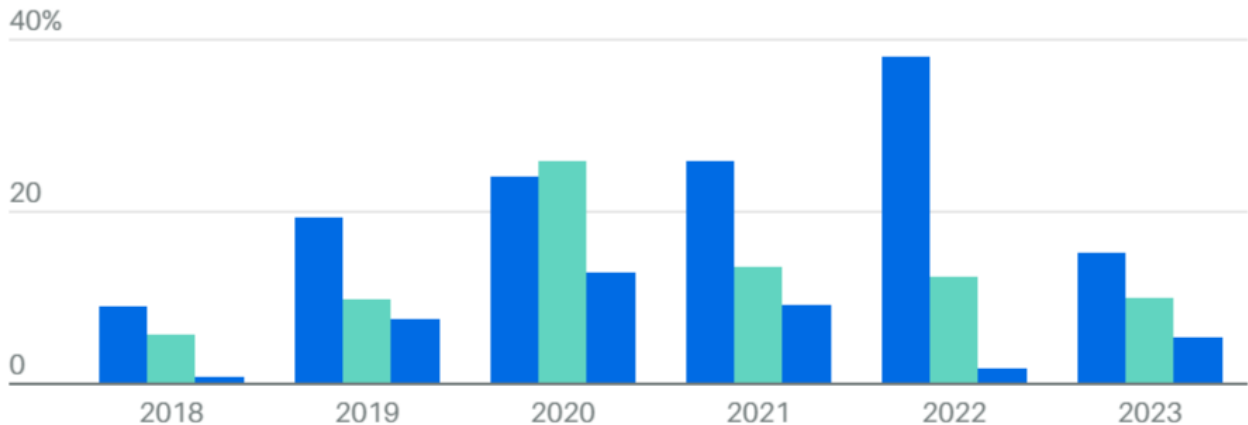
■ マルチストラテジーファンドは伝統的ヘッジファンドと一線を画す

損失回避が重視されることから、マルチストラテジーファンド運営会社は、例えば多国籍テクノロジー企業のアップル<AAPL>のような企業が不人気であったときも離れずに、バリアント・ファーマシューティカルズ・インターナショナル（現在は米国・カナダの製薬メーカー、ボシエ・ヘルス<BHC>）のような注文記録を増やした企業（バリアントは証券取引委員会=SEC=の不正開示をめぐる告発を、認めずに和解した）とも離れない、といった昔のヘッジファンド運営会社のような英雄的行為にはあまり興味を示さない。

Staying Ahead of the Competition

Top-performers like Citadel and Millennium maintained good gains, but other multistrats flagged.

■ Citadel* ■ Millennium ■ Multi-Strat Index**



* Citadel's flagship Wellington fund **Calculated by PivotalPath

Sources: PivotalPath and other sources

プラットフォームに数百人のポートフォリオマネジャーを抱えるにはカネがかかる。しかも多額だ。マルチストラテジーファンド運営会社は、サイン・オン・ボーナス（入社支度金）や利益連動報酬のパーセンテージを提示し、優秀な人材の獲得を競っている。優れた実績を収めれば、マルチストラテジーファンド業界で活躍することができる。例えば、バリアズニーのパートナーでトレーダーを務めるパトリック・スタウブ氏は、ポイント72とシタデルでの勤務を経て、バリアズニーに入社した。人材紹介会社のオプショズ・グループを率いるマイク・カープ氏はこう語っている。「才能を奪い合う戦いだ。こうしたトレーダー達は、いわばスーパースターアスリートだ。極めて数字に強く、リスクを許容することができ、度胸もある」。

管理報酬は投資家の実費負担

では、どうやってポートフォリオマネジャーの報酬を賄うか。マルチストラテジーファンド運営会社は、伝統的なヘッジファンドの報酬体系、すなわち運用資産の1%から2%を管理報酬として徴収して経費に充て、さらに成功報酬として、ベンチマークを上回った利益の20%を徴収するという手数料体系を廃止した。マルチストラテジーファンド運営会社は、管理報酬を「パススルー」経費方式に置き換え、その結果投資家はファンド運営会社の運営管理費の大半を負担している。ファンド運営会社が採用やインフラ整備に多額の費用を費やす場合、パススルー費用は7%にも達する。

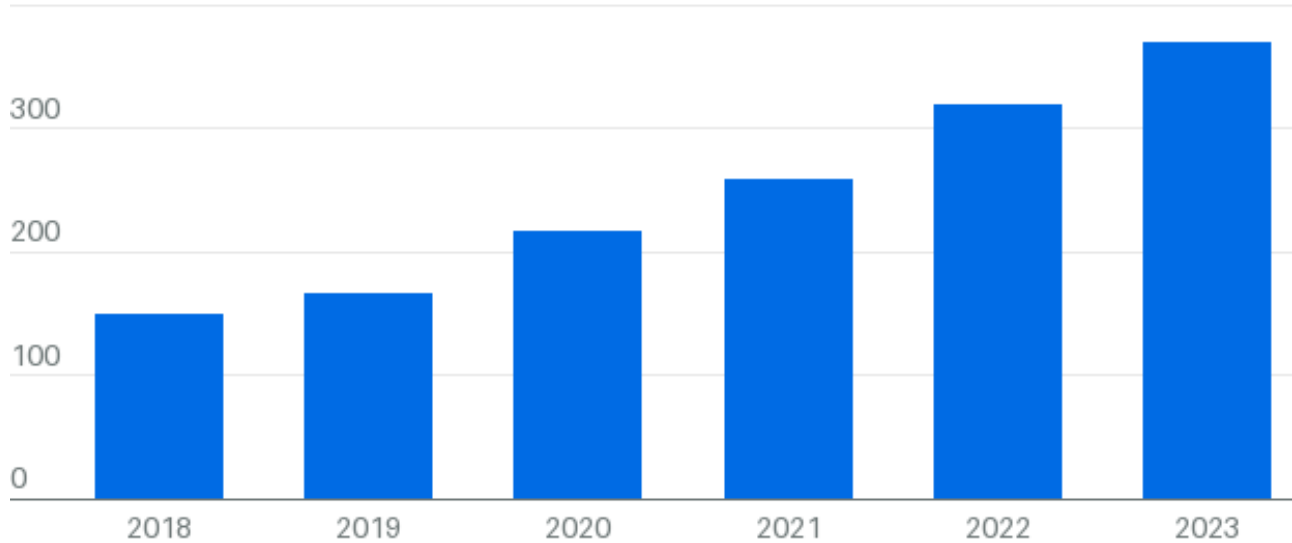
これらの経費をカバーし、なおかつ投資家に還元するために、マルチストラテジーファンド運営会社は強力なグロスリターン（フィー控除前のリターン）を達成しなければならない。パークレイズは2023年10月に発表した報告書の中で、投資家は支払いに見合うだけの利益を得たと結論づけている。パススルー方式を採用する運営会社は、伝統的な手数料体系のヘッジファンドと比較して、過去3年間で2倍のリターンを達成し、ボラティリティーはわずかであった。

デビッド・フォーム氏は数年前にパススルー方式を開発した法律事務所、シドリー・オースチンのパ

Growing Assets

Thanks to investing returns and asset gathering, multistrategy hedge funds have swelled.

\$400 billion



Source: Goldman Sachs

ートナーである。フォーム氏は、パススルー方式は固定管理報酬では賄うことができない人材やテクノロジーへの投資を可能にした、と語る。フォーム氏はさらに、「ベストプレーヤー獲得のためならカネに糸目を付けないスポーツチームと、年俸に予算の縛りがあるチームを比べるようなものだ」と述べている。

マルチストラテジーが失敗と無縁だった時代

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）とミーム株（ネット上で話題になる、はやり株）を巡る狂騒曲が投資家を翻弄する中、マルチストラテジーファンド運営会社は過去数年の不安定な市場を順調に乗り切ってきた。ピボタルパスのカプリス氏は、「2018年から2022年までの間、マルチストラテジーファンドは何の失敗も冒さなかった」と言う。2020年、ピボタルパスのマルチストラテジー指数において算出されたマルチストラテジーファンドのリターンは約13%で、これはS&P500指数が18.4%上昇したことと比べ、許容範囲内だった。2022年にS&P500指数が18%急落したときも、ピボタルパスのマルチストラテジー指数は約2%上昇した。

しかし、2023年には、S&P500指数が26%上昇し、3カ月物短期国債の無リスク金利が5%を超えたのに対し、マルチストラテジー指数の上昇は5.4%にとどまった。アンダーパフォーマーの中には、多数の新規参入組が含まれている。2015年当時、ピボタルパス指数には38のマルチストラテジーファンド運営会社があった（運用資産5000万ドル以上、運用実績18カ月以上を持つ会社だけが対象）。2023年には62社を数える。ゴールドマン・サックスの調査によると、この一年だけでもマルチストラテジーファンド運営会社の数は41%増加した。昨年バークレイズが実施した調査では、シタデルやミレニアムのような以前からの大規模なマルチストラテジーは、新規参入組よりも優れたパフォーマンスを上げているとの結論だった。実績のある会社であっても、グループ平均から大きく乖離するケースが見られる。AQRは18%超上昇したのに対し、バリアズニーのリターンは2.7%であった。

一方シタデルは1990年以来、市場の浮き沈みを乗り切ってきた。当時、シタデルの旗艦ファンドであるウェリントンに投資された100万ドルは、2023年末までに3億7800万ドルになっている。同期間にS&P500指数に投資された100万ドルは、2900万ドルになった。

■ マルチストラテジーの強みは自己変革できること

何シーズンもチャンピオンの座に君臨してきたマルチストラテジーファンド運営会社は自らを変革できる。年によって異なる戦略を応用してパフォーマンスを引き出すのだ。あるマルチ戦略ファンドの責任者はこう語っている。「5年前、当社のコモディティ部門は天然ガスと電力を取引していた。今は原油と天候デリバティブだ」。

By Bill Alpert
(Source: Dow Jones)

4. 株式市場は好材料に反応して上昇しているものの、続くかどうか定かではない [米国株式市場] The Stock Market Celebrates Good News. It May Not Last. 高値圏にある株式市場は経済指標に反応して急落の可能性も

■ FOMCを前に上昇が続く



PATRICK T. FALLON/AFP/GETTY IMAGES

ゴルディロックス経済はおとぎ話ではないようだが、ハッピーエンドになるのだろうか。

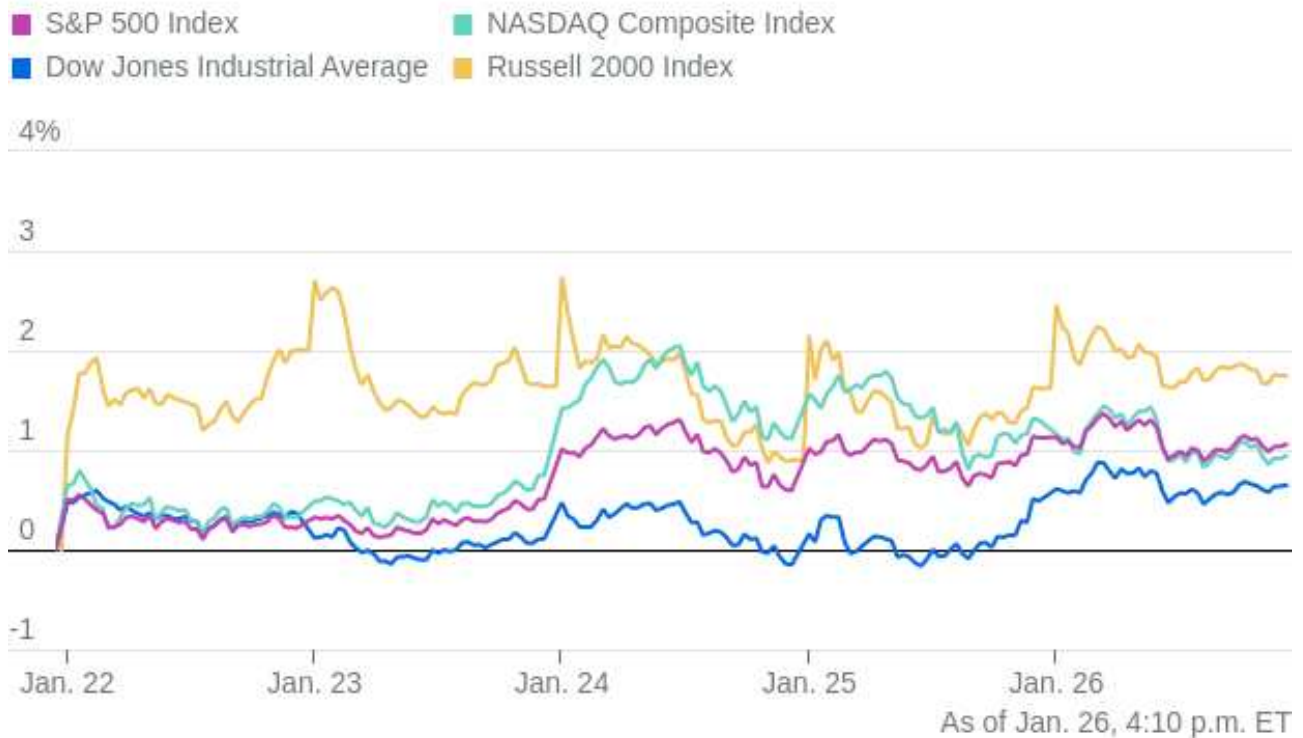
株式市場は確かにハッピーエンドを見込んでいるようだ。先週の主要株価指数は、S&P500指数は1.1%上昇して4890.97と史上最高値に近い水準で引けた。ナスダック総合株価指数は0.9%高の1万5455.36、ダウ工業株30種平均は0.6%高の3万8109ドル43セントとなり、史上最高値を更新した。小型株のラッセル2000指数は1.7%高の1978.33で週末を迎えた。

幾つかの明らかなリスク要因が今週あるにもかかわらず、株価の上昇は続いている。31日の水曜日に米連邦公開市場委員会（FOMC）は金融政策の結果を発表するが、利下げの可能性はごくわずかだ。フェデラルファンド（FF）金利の先物市場は、パウエル議長が率いるFOMCが3月に利下げに踏み切る可能性は50%以下だと示唆している。米連邦準備制度理事会（FRB）からどういうコメントが出されるかを、市場は気にしていないようだ。

一方、決算は当たり外れが大きい状況だ。電気自動車（EV）大手のテスラ<TSLA>と半導体大手のインテル<INTC>は決算発表後に大幅な下落に見舞われたが、ストリーミング配信大手のネットフリックス<NFLX>などの他の銘柄は急騰した。今週はアップル<AAPL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、マイクロソフト<MSFT>、グーグルの親会社のアルファベット<GOOGL>の決算発表が予定されているが、投資家は決算を気にすることはなさそうだ。

経済指標に対する反応とイールドカーブ

Market Snapshot



株式市場は、良好な経済指標がFRBにとってどのような意味を持つかを気にすることなく、良好な経済指標を好材料視した。先週発表された第4四半期の国内総生産（GDP）の成長率は年率3.3%で、予想の同1.8%を上回ったが、株式市場では、とりわけ小型株が上昇した。単にこの一回だけではない。シティグループのストラテジストであるスコット・クロナート氏は、シティが発表するエコノミックサプライズ指数とS&P500指数が最近は同時に上昇しており、これは市場にとって素晴らしい兆候だと指摘する。クロナート氏は「重要なのは、予想を上回るマクロ経済指標に対して株式市場がポジティブに反応している点だ。従って、2023年後半のように、悪い経済指標は株式市場にとって好材料にはならないかもしれない」と説明する。

実際、特に市場の他の部分から出されるシグナルを考慮に入れた場合、投資家が心配しなければならないのは景気に関する悪いニュースだ。米国債市場の状況を見ると、2年債利回りは先週約1ベースポイント（0.01%）低下して4.345%となったが、10年債利回りは4.14%へと若干上昇した。両者の差はわずか0.2%ポイントで、昨年末の一時期を除けば2022年後半以降で最小となった。これは、長期債と短期債の利回りを示すイールドカーブが「逆転していない」状況に近いことを意味する。

投資資金が長期間固定されることの代償として、通常は長期債の利回りが短期債の利回りよりも高い。そうではなくイールドカーブが逆転して短期債の利回りが長期債の利回りより高い状況は、通常は景気後退の予兆だとされている。逆にイールドカーブが逆転しなくなるということは、FRBが金利を引き下げ、長期的な成長が強まると市場が予想していることになる。

急落の可能性に備えるべき

ただし、イールドカーブの逆転がなくなることは株式市場にとって必ずしも好材料ではない。過去44年間を見ると、イールドカーブが少なくとも3カ月間逆転した後に逆転が解消された8回の中で3回は株式市場の下落につながり、そのうち2回はその後12カ月以内に10%超の下落となった。

現時点で兆候はほとんど感じられないものの、現在のイールドカーブの逆転が景気後退を示唆している可能性もある。確かに景気後退はイールドカーブの逆転状況が最大となってから9カ月後に起きるのが通常だと言われている。逆イールドが最大だったのは2023年半ばだったため、景気後退がすぐにも起き得ることを示唆している。BCAリサーチのストラテジストであるダグ・ペタ氏は「米国は2024年に景気後退に陥り、市場の足をすくうことになる」と考える」と述べる。

景気後退に陥らなかったとしても、経済指標に陰りが見えただけでS&P500指数にとっては問題になるかもしれない。ファクトセットによるとS&P500指数は50日移動平均線から22%高い位置にあり、トレンドを大きく上回るこの状況は過去数年間の大幅な下落の前に何回も起きていた。

弱気市場になってしまうことはないだろうが、少なくとも手痛い反落のリスクを考慮すべき時かもしれない。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

5. 堅調な経済指標に苦悩するFRB

[コラム]

Stocks Hit Records, and Growth Is Robust. That's a Problem for the Fed.
市場とFOMCのそれぞれの利下げ予想にギャップ

イベントが目白押しの1週間



WALTER HURTADO/BLOOMBERG

ウラジーミル・レーニンはかつて、「何も起こらない数十年があり、数十年分のことが起こる数週間がある」と言った。向こう1週間は、10年分の市場および経済のニュースを詰め込むことはできないかもしれないが、投資家にとって今年これまでで最も波乱に満ちた週となることは間違いない。

連邦公開市場委員会（FOMC）は1月31日に2日間の会合を終える。利下げが行われないことはほぼ確実だが、市場とFOMCのそれぞれの利下げ予想の間に大きなギャップがあることを示し

たい。労働市場に関する重要なデータの公表も予定されており、財務省は資金調達計画の概要を発表する。そして、企業の決算発表シーズンは、テクノロジー企業の時価総額上位5社が登場し、ピークに達する。

これらすべての出来事の中で、主役となるのはFOMCだ。特に1月31日の午後に行われるパウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長の記者会見が注目される。FOMCが、12月に発表された予想を変更して新たな予想を発表することはないだろう。12月の予想では、フェデラルファンド（FF）金利について、現在の目標レンジである5.25～5.50%から2024年末までに0.25%ずつ3回の利下げが行われるとされていた。

しかし、CMEのフェドウォッチによれば、FF金利先物市場は12月までに5回、多ければ6回の利下げが実施されると見ている。3月限先物は、3月に最初の利下げが行われる確率が五分五分よりやや低く、メーデーに終わるFOMCを皮切りに、その後はFOMC開催の都度0.25%ずつの利下げが行われると見ている。1月26日の決済時点で、12月限先物は4.085%のFF金利を示唆しているが、これに対して直近のFOMC経済見通し（SEP）はFF金利の中央値を4.6%と見込んでいる。皮肉なことに、こうした利下げ期待は、株式市場が史上最高値付近で推移し、経済データが上方へのサプライズを続けている間に生まれた。

ドレフュス・アンド・メロンのチーフ・エコノミスト兼マクロ・ストラテジストで、FOMCの元事務官兼エコノミストだったビンセント・ラインハート氏は本誌に、「要するに、投資家はすべてを欲しているのだ。最大6回の利下げという市場の織り込みは経済的苦境を暗示しているが、苦境を伴わない利下げを望むのは自己矛盾している」と語っている。

■ インフレへの勝利宣言は時期尚早か

FRBが政策金利を引き下げる主な理由は、インフレ率の著しい低下である。FRBが重視するインフレ指標である食品とエネルギーを除くコア個人消費支出（PCE）価格指数は、過去3カ月間と6カ月間の測定で年率2%程度まで鈍化しており、FRBのインフレ目標と一致している。12月のコアPCE価格指数は前年同月比2.9%上昇で、伸びはピークの5.5%から低下した。

ラインハート氏は、FRBがインフレへの勝利宣言をするのは時期尚早だと警告している。インフレ率の改善のほとんどは、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の最中とその後に経済を苦しめた供給サイドの制約が緩和されたことによるものだ。しかし、ニューヨーク連銀が発表したグローバルサプライチェーン圧力指数（GSCPI）の上昇を見る限り、恐るべきサプライチェーンの苦境が再び訪れる可能性がある。パナマ運河の水位低下と紅海でのフーシ派による商業船舶への攻撃は、出荷を遅らせ、流通コストを押し上げている。

同時に、経済はトレンドを上回る成長を続けている。第4四半期の国内総生産（GDP）はエコノミストの予測を大幅に上回り、実質成長率（インフレ調整後）は前期比年率3.3%となった。これは第3四半期の同4.9%に続くものだ。

PGIMフィクスト・インカムのチーフ・エコノミスト、トム・ポーセリ氏は、インフレの緩和は実質FF金利が非常に引き締まることを意味すると指摘する。中立的な政策金利は4%前後であろうが、成長を押し上げも遅らせもしないとらえどころのない水準がどの程度なのか、誰も正確には分らない。しかし、ポーセリ氏はインタビューで、「任務達成」宣言はせず、少し謙虚さが必要だと付言した。

政策金利以外に注目される指標

FOMCでは、2月2日に発表予定の1月の雇用統計は考慮されない。エコノミストのコンセンサスでは、1月の非農業部門就業者数は前月比17万5000人増と、予想外に好調だった12月の21万6000人増からは鈍化するも底堅い伸びが見込まれる一方、失業率は3.8%に0.1%上昇する可能性がある。賃金にも注目だ。FRBが重視する指標である雇用コスト指数が1月31日に発表されるが、前四半期比1%の上昇と予想される。また12月の求人離職統計（JOLTS）は、求人数がさらに減少し、労働市場の緩和を示すだろう。

財務省は1月29日に借り入れ必要額の概要を発表し、1月31日に募集する年限別の内訳を発表する。筆者が数週間前にも述べたように、長期債の発行を縮小するという財務省の決定は、2023年末の債券と株式の大幅な上昇のきっかけとなった。今のところ、企業は無リスクの米国債に対する上乗せ金利が小さいため、資金調達のため社債市場に殺到している。2024年1月（25日まで）の発行総額は1680億ドルで、2023年1月の総額を100億ドル近く上回っている。

こうした有利な資金調達条件は、主要株価指数が史上最高値またはそれに近い水準で週を終えたことと共に、金融環境の緩和を示すものであり、成長の原動力となっている。アライアンス・バーンスタインの元チーフ・エコノミスト、ジョセフ・カーソン氏は自身のブログで、「FF金利はインフレ率を確かに上回っているものの、昨年の名目GDP成長率5.8%を0.5%下回っている」と指摘する。過去50年間、FF金利が名目GDP成長率を下回ったリセッション（景気後退）は一度もなかった。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

6. ハイテク決算発表シーズンが開幕

[ハイテク]

Big Tech Earnings Are on Tap. It's Time to Get Serious About AI.
今週の大手5社の注目点とは？

これまでに発表された決算はまだら模様



NIC COURY/GETTY IMAGES

決算発表シーズンが始まった。今週は大手ハイテク企業の決算発表が目白押しで、アルファベット<GOOGL>とマイクロソフト<MSFT>が1月30日に、アマゾン・ドット・コム<AMZN>とアップル<AAPL>およびメタ<META>（旧フェイスブック）が2月1日に決算を発表する。

これまでに発表された決算を振り返ると、楽観になる理由と懸念すべき理由が混在する、まだら模様の内容となっている。

IBM<IBM>の株価は、第4四半期決算が好調だったうえ、新しい人工知能（AI）ソフトウェアおよびコンサルティング事業の強さの兆候が示されたことを受けて、急騰した。企業のIT支出、特にAIに関

するもう一つの明るい兆候は、ワークフローデジタル化支援を手掛けるサービスナウ<NOW>が予想を上回る四半期決算を発表し、しかもガイダンスを引き上げたことだ。サービスナウによると、新しいAI製品の採用ペースはこれまでのどの製品よりも速いという。さらに、ここ数四半期は苦戦が続いていたハードディスクドライブ（HDD）メーカーのシーゲート<STX>が、クラウドデータセンターのHDD需要が回復していると指摘した。

一方、予想を大幅に下回る四半期決算も発表された。インテル<INTC>が1月25日に発表した2024年売上高ガイダンスがウォール街の予想を少なくとも10億ドル下回ったことを受けて、株価は翌26日に急落した。半導体大手のテキサス・インスツルメンツ<TXN>の決算も予想を下回った。

だが、決算発表シーズンはまだ始まったばかりだ。以下、来週発表される大手ハイテク企業5社の決算の注目点を説明する。

■ マイクロソフト：Copilotの立ち上がりとAzureの成長ペース

株価は先週、史上最高値を更新し、時価総額は初めて3兆ドルを突破した。背景には、生成AIソフトウェアへの取り組みに対する期待感の高まりがある。ウォール街は、数十億ドルの収益を生み出す可能性のあるCopilot for Microsoft 365（AIを応用したMicrosoft 365向け業務支援ツール）の展開に関する最新情報を探し求めるだろう。また、クラウドコンピューティング事業であるAzure（アジュール）の成長率も高い関心を集めると予想される。マイクロソフトは10～12月期のAzureの成長率を26～27%と予想しているが、強気派はそれを低過ぎるとみている。

■ アルファベット：クラウド事業の成長、生成AIの収益化、一部事業の分離

広告環境の見通しに対する楽観論が強まる中、株価は年初来で8%上昇している。四半期決算は、第4四半期のオンライン広告費の動向を把握するための材料を提供するはずだ。ウェドブッシュのアナリスト、スコット・デヴィット氏は、広告主や代理店からのフィードバックに基づき、「デジタル広告業界の状況は良好」とみている。

決算の注目点は少なくとも三つある。一つは、第3四半期に失望的されたGoogle Cloud（グーグル・クラウド）事業の成長。もう一つは、対話型生成AIサービスBard（バード）を含むAI事業の支出計画と収益化戦略に関する最新情報。そして三つ目は、可能性は低いものの、自動運転車開発企業Waymo（ウェイモ）を含む「その他の投資」ポートフォリオの一部を売却またはスピンオフする計画の有無である。

■ アマゾン：AWSの成長、eコマースの収益性、広告事業の見通し

アマゾンの注目点は三つあり、そのいずれも正しい方向に向かっているようにみえる。第一に、クラウド事業であるアマゾン・ウェブ・サービス（AWS）は引き続きAIワークロードの増大から恩恵を受ける見通しだ。第二に、直近のホリデーシーズンの販売状況とeコマース事業における利益率改善度合いも10～12月期決算で確認できるはずだ。第三に、新たな収益源である広告事業の状況にも注目したい。ストリーミングサービス「Prime Video」における広告展開が新たな原動力になろうとしている。

■ アップル：1～3月期の業績見通し、AI活用計画

株価の2024年の出足は軟調だったが、現在は回復傾向にあり、新商品である複合現実ヘッドセットVision Pro（ビジョン・プロ）に対する楽観的な見方もある。年初来では1%上昇している。

アップルは10～12月期の売上高を前年同期比横ばいと予想している。ウォール街では、競争が激化する中国市場によってiPhone（アイフォーン）の成長が圧迫されていることが懸念されている。また、タブレット端末iPad（アイパッド）とウェアラブル機器の売上高はいずれも2桁台の減少が見込まれている。Mac（マック）の売上高は最近のハードウェアのアップグレードに助けられて回復するとみられ、サービスの売上高成長率は2桁台に回復する見通しだ。株価のカギを握るのは、1～3月期の業績見通しに関するコメントと、AI活用計画に関する最新情報と思われる。

■ メタ：AIへの投資と収益化

広告市場に対する楽観的な見方が漂う中、AIソフトウェアに積極的に注力していることが好感され、株価は年初来で11%超上昇している。昨年は最高経営責任者（CEO）であるマーク・ザッカーバーグ氏の「効率化の年」戦略が功を奏して利益率が上昇し、しかもザッカーバーグ氏のリーダーシップに対するウォール街の信頼感が高まったため、株価はほぼ3倍に上昇した。

2024年は、さらなる効率化が試練にさらされる年になるだろう。ザッカーバーグ氏が最近、自社のデータセンターに年末までに35万個のエヌビディア製高性能画像処理プロセッサ（GPU）H100を導入すると発表したことが示すように、メタはAIソフトウェアに大きく軸足を移した。これは、数十億ドルもの新たな設備投資を行うことを意味する。さらにザッカーバーグ氏は、メタが昨年発表した人員削減の一部を撤回し、エンジニアへの支出を増やさなければならないと述べている。その一方でザッカーバーグ氏は、自己を認識して自らの判断で行動できる汎用AIの開発に取り組んでいることも明らかにした。ただし、この種のソフトウェアをどうやって収益化するかはまだ分からない。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

7. 乱高下した石油市場、エクソンモービルを推奨する理由

[投資戦略]

Oil Has Had a Wild Ride. The Case for Owning Exxon Mobil.
キャッシュフロー創出と財務体質強化を進めるエクソンに期待

■ 原油価格は今後緩やかに下落か

過去5年間、原油価格は信じがたいほど乱高下してきた。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）初期、2020年5月限の先物契約の満期近くには、原油価格は一時1バレルあたりマイナス37ドルまで落ち込んだ。高速道路が空になり、貯蔵タンクは満杯、石油を受け取る場所がない状態だったためだ。需要が回復した2022年夏には、ロシアによるウクライナ侵攻が進む中、原油価格は120ドルを超えた。

直近のウエスト・テキサス・インターメディアート（WTI）原油価格は77ドルと、昨年9月末の90ドルから下落しているが、年初の72ドルからは上昇している。先物曲線は、現在から2027年にかけて価格



JEREMY SUYKER/BLOOMBERG

が70ドル台後半から前半に下落することを示唆している。

TDカウエンで石油株アナリストを務めるジェイソン・ゲーベルマン氏は、より慎重な見方をしており、当面は70ドル台後半で推移するが、2026年と2027年には平均65ドルになると想定している。一方で先週、ゲーベルマン氏はエクソン・モービル<XOM>の投資判断を「マーケットパフォーマンス」から「アウトパフォーマンス」に引き上げ、3.7%の配当利回りに伴う堅調な株価上昇を予測した。

原油価格が1バレル65ドルに下落しても、石油企業各社は十分に利益を上げることができる。ゲーベルマン氏によると、米国の石油企業は、15年以上前のシェール革命の初期以来、配当をカバーするために必要な損益分岐価格を1バレル20ドルほど引き下げてきた。ゲーベルマン氏が現在エクソンを選好しているのは、エクソンがキャッシュフローの確保と財務体質の強化に競合以上に注力してきたからにほかならない。また、S&P500指数が過去1年で20%上昇する中、エクソンの株価は13%下落しており、値ごろ感がある。

石油大手は利益を確保できる見通し

ノルウェーを拠点とするライスタッド・エナジーでシェールリサーチ担当バイスプレジデントを務めるアレクサンドル・ラモス・ペオン氏に、石油の見通しに関する意見を聞いた。ライスタッドは、世界中の石油生産に関するデータと分析を掘削事業者やそのサプライヤー、政府、銀行に販売している。ラモス・ペオン氏は、今後数年間の石油市場は供給過剰になる可能性が高く、価格は緩やかに下落するが、急落することはないだろうと話している。

石油採掘の大手企業は、長期的な在庫管理とキャッシュフローの確保に注力している。ペオン氏は「成長のためだけに市場シェアを獲得するようなモデルには誰も戻りたくない」と指摘する。一方、リグを数基しか持たず、プライベート・エクイティの支援を受けていることの多い小規模業者の目論見は異なる。ペオン氏は「彼らは投資家に、自分たちが良い採掘場所を押さえていて、生産を急成長させられることを証明したがっている。遅かれ早かれ売却されることになるだろう」と話す。

長期的に見れば、自給が有利になる要素は他にもある。大規模な生産を迅速に拡大できる地域は、中東、米国、ブラジル、ガイアナなど、世界でもごく限られている。コストも上昇している。ペオン氏は「数年前よりも掘削コストが4割上昇する中、オクラホマ州周辺ならどこでも掘削して利益を出せるというわけではない」と指摘する。

さらに、継続的な需要の増加と油井の枯渇、それに自社のイメージを守るために環境指標で最高のスコアを維持したい石油メジャーの事情も考慮する必要がある。新しい油田では、副産物として天然ガスが発生することが多いが、これを販売のために輸送することは容易ではない。天然ガスを大気中に放出することは、大きな環境負荷となる。より良いのは焼却（フレアリング）することだが、これも理想的ではないし、衛星画像で追跡されている。「石油メジャーによるフレアリングはほぼゼロで、

生産量を増やしたいと思っても、排出量を増やさずに実現するのは難しい」とペオン氏は言う。以上の点は、たとえ石油価格が下落しても、石油業界が繁栄を維持できることを示している。

事業体制の見直しが進むエクソン

話をエクソンに戻そう。エクソンは2027年までに年間250億ドル以上のキャッシュフローを各種の財源から捻出しようとしているところだ。川上事業の掘削においては、2017年からエクソンの最高経営責任者（CEO）を務めるダレン・ウッズ氏は、さまざまな市場で収益を上げることでできる低コストの石油源を開発する成長戦略を打ち出した。その最たるものがガイアナでの巨大プロジェクトであり、長い遅延の後、着実に稼働を始めている。このプロジェクトだけで、2027年までに年間40億ドルのキャッシュフローを生み出す可能性がある。

石油を燃料やプラスチックのような化学製品に精製する川下事業も、見直しが進んでいる。製油所を高度化することで、エクソンはより品質の低い安価な原油を活用できるようになった。また、燃料プラントをプラスチック工場に併設することで、原料コストを下げつつ、市場の需要に応じて二つの工場の間で稼働を調整できる体制を築いている。

これにコスト削減と、恐らくはクリーンエネルギーへの取り組みが加わる。エクソンは炭素の回収による政府の優遇措置を受けようとしている。また、リチウムの探査やバイオ燃料の生産も行っている。いずれもすぐに石油のような大金を生み出すものではないが、グリーンエネルギーへの取り組みはわずかにでもキャッシュフローを生み出す可能性が高そうだ。

TDカウエンのゲーベルマン氏は、エクソンが250億ドル以上の目標を達成することには懐疑的で、190億ドル程度の可能性が高いが、それでも十分だと言う。ゲーベルマン氏によると、エクソンの配当支払いをカバーするのに必要な原油価格は、現在の45ドルから2025年までに40ドルまで下がる可能性が高い。同業他社では50ドルである。エクソンは最終的に35ドルにできると言っている。ゲーベルマン氏はこれは、配当が確実かどうかよりも、石油会社が他の株主還元策を続ける余裕があるかどうかを示している、と言う。エクソンは、年間で配当金よりも自社株買いにより多くの資金を使いたいと考えている。膨らむキャッシュフローと推定280億ドルのバランスシート余力が功を奏するだろう。

シェブロン<CVX>は、いくつかの主力生産設備で遅延に苦しんでいる。ゲーベルマン氏は、2026年までに原油価格が下落すると仮定すれば、自社株買いの減少もあり得ると指摘する。ゲーベルマン氏は先週、シェブロン投資判断を「アウトパフォーム」から「マーケットパフォーム」に引き下げた。長期的には、遅延が解消してキャッシュフローの増加につながり、シェブロンは繁栄するはずだという。

ゲーベルマン氏の推計によると、エクソン株の直近のフリーキャッシュ利回りは8%であった。パンデミック以前は、6%以下が一般的だった。これに基づき、ゲーベルマン氏はエクソンの株価が直近の102ドルから115ドルまで上昇すると予想している。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

8. FRBの利下げ、望ましいのは20世紀型か

How Rate Cuts Affect the Stock Market Depends on This One Thing
時代と経済的背景に左右される利下げ効果

[コラム]

思い起こされるマーティン元FRB議長の比喻



JOYCE NALTCHAYAN/AFP/GETTY IMAGES

米連邦準備制度理事会（FRB）のウィリアム・マーティン元議長が語った、「パーティーが盛り上がってきたところで、パンチボウルを取り上げるのが中央銀行の仕事だ」という古い言葉は、霧に包まれた過去からの古めかしい遺物のように今では思える。

最近、パーティーが盛り上がり始めた兆しの一つは、株式市場が最高値を更新していることだ。1955年にマーティン氏が今では有名になったこの言葉を初めて口にしたその1年前、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1929年の大暴落

前に記録した過去最高値をついに超えていた。

そのすべてが、狂騒の20年代における自家製ジン・パーティーの後の二日酔いの嫌な思い出を呼び起こした。だから、マーティン氏のメッセージは「はしゃぎ過ぎになる前に、質の悪い酒はしまっておいたほうがいい」という意味を含んでいた。

今日、これほど態度が異なることはないだろう。S&P500指数は1月25日、5日連続で過去最高値を更新した。しかし市場は、FRBが酒棚を再び開くかのように年内に6回の利下げを行い、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を現在の5.25～5.50%のレンジから合計1.5%引き下げると確信しているようだ。

ビアンコ・リサーチの代表を務めるジェームス・ビアンコ氏は「株価が過去最高値を更新している最中のFRBによる利下げは実に異例なことだ」と語る。金融緩和は通常、下落した株価を引き上げて強気相場の始まりとなる流動性（あるいは流動的な勇氣）を提供する。だが、ビアンコ氏は電子メールで「常にそうであったわけではない。FRBの金融緩和に対する株価の反応は、時代と経済的背景に大きく左右される」と指摘した。

2000年以前は、株価はFRBの金融緩和にポジティブに反応した。ビアンコ氏作成のチャートによれば、1989年6月、1995年7月、1998年9月にFRBが最初の利下げを実施した後、S&P500指数はその翌年に平均20%のリターンを上げた。

このプラスのリターンは、当時アラン・グリーンスパン氏が議長を務めていたFRBが、明らかに下降トレンドにあるインフレに対処していたときにもたらされた。ビアンコ氏は「FRBは当時、積極的に不況に立ち向かおうとしていなかった」と解説する。

しかし、今世紀に入ってから、そのパターンが変わった。2001年1月、2007年9月、2019年7月のFR

Bの最初の利下げ後、株価はそれぞれ年平均5%下落した。ビアンコ氏の見立てでは、2000年以降のこれら3回の利下げ局面で、FRBは経済が崩壊しつつあるとパニックを起こしていた。

■ 株価を上昇させた1990年代の利下げ

では、FRBのこうしたさまざまな利下げサイクルの経済的・金融的背景をより詳しく見てみよう。

FRBは1989年に利下げを行ったが、米経済は1991年までとはいえ緩やかなリセッション（景気後退）に陥った。その後の1992年の景気回復は、当時のジョージ・ブッシュ大統領（父）の再選キャンペーンを支援するにはあまりに弱かった。ブッシュ氏は後に、同年の大統領選挙でビル・クリントン氏に敗北した責任を転嫁し、グリーンズパン氏を非難した。

1995年の利下げは、その前年に行われた急激な利上げ（約3%から約6%へと2倍の水準に引き上げ）に続くものだった。その結果、米財務省や住宅ローン担保証券市場の動揺、デリバティブに投機していたカリフォルニア州オレンジ郡の破産、ペソの暴落と救済措置につながったメキシコ通貨危機（テキーラ危機）まで、一連の金融破綻を招いた。しかし、不況には見舞われなかった。

1998年のロシアのデフォルト（債務不履行）とルーブル暴落を頂点とするもう一つの国際債務危機は、ロングターム・キャピタル・マネジメントの破綻につながり、同年9月にFRBは金融緩和に踏み切った。しかし米経済は動揺することなく、ハイテクブームの中で4%以上の成長を続けた。

弱気相場を回避するために行われた1998年の利下げは、株価下落に対する一種の保険である「グリーンズパン・プット」として知られるようになった。この時、市場が1999年のようなパーティーに興じていたとすれば、それはFRBが酒を大量に供給していたからだ。そしてFRBが酒を取り上げたとき、インターネット企業の新規株式公開（IPO）と株式全般のブームが突然終わりを迎えたことは当時、私が説明した。

しかしFRBは、2000～2001年のITバブル崩壊、2007～2009年の金融危機、2020年の新型コロナ危機に伴う株価の急落を防ぐことはできなかった。2003年に1%へ、2009年には0～0.25%へ、そして2020年に再び0～0.25%へと、前例のない利下げが行われたにもかかわらずだ。そして、ビアンコ氏のデータが示すように、株価は2001年と2007年の最初の利下げの時より下落したが、2019年7月の最初の利下げから1年後には上昇している。

そこで、ビアンコ氏は問いかける。今回FRBが利下げを行うとき、それは2000年以前と2000年以後のどちらに似ることになるのだろうか、と。

強気派は1995年が前例になることを望んでいる。当時FRBは前年の急激な利上げ後、政策金利を6%から5%台半ばへとわずかながら引き下げ始めた。そして、デフレーションが続く中、世紀末の大いなる相場上昇が始まった。

市場は現在、FRBが重視するインフレ指標が長期目標の2%に近づいていることから、FF金利の大幅な引き下げを予想している。一方、FRBのもう一つの政策目標である失業率は3.7%と歴史的低水準にあり、S&P500指数は過去最高を更新している。

強気派は、20世紀型の利下げがFRBによる今回の金融緩和の先例になることを望むべきだ。21世紀に入っての急激な利下げは、実際の不況に対抗するために行われた。それはカクテルのブラッディ・マリーのようなもので、それ以前の飲み過ぎによる二日酔いを癒す効果はほとんどなかった。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

9. 普通のS&P500指数連動インデックスファンドの時代は終わり。次はこれだ。 [ファンド] Plain-Vanilla S&P 500 Index Funds Are Out. Here's What's In. 均等加重型ETFの魅力

S&P500の偏りリスク



ALEX KRAUS/BLOOMBERG

上場投資信託（ETF）のSPDR S&P500 ETF <SPY>の昨年の26%の上昇の多くは、マグニフィセント・セブン（M7）の素晴らしいパフォーマンスがもたらしたものだ。

アップル<AAPL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、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（EV）メーカーのテスラ<TSLA>はS&P500指数の時価総額の4分の1以上を占めているため、もしこれらの大企業が

つまずけば、時価総額加重のS&P500指数に大きなマイナスの影響が出ることが予想される。集中リスクを考慮し、一部の投資家は分散投資のために均等加重インデックスファンドを組み入れることを検討している。

均等加重戦略は、市場を民主的に捉え、各構成銘柄に均等なウェイトを配分する。この方法でS&P500指数を組み替えると、各企業は0.2%の割合になり、比較的時価総額の小さい銘柄の比重が増し、大型グロース株の比重は低くなる。

資産運用会社インベスコのファクター・コア株式商品戦略責任者ニック・カリバス氏は、時価総額加重型のS&P500指数は現在、ナスダック100指数の45%を反映しており、その割合は10年前の2倍になっていると指摘する。インベスコは運用資産496億ドルのインベスコS&P500イコールウェイトETF <RSP>を発行しており、この種のファンドとしては資産規模で最大である。

均等加重型ETFの魅力

S&P500指数の時価総額があまりにも上位銘柄に偏りグロース株中心であるため、投資家は別の選択肢を探している。カリバス氏は、均等加重型のインベスコS&P500イコールウェイトETFには過去5年間で平均53億ドルの資金が流入し、今年も1月中旬までに6億1600万ドルの資金が流入していることを指摘し、「均等加重型への扉が開かれた。全500社の株式を保有できることに変わりはない」と語る。

4 Equal-Weight ETFs

How they performed versus the market-weight SPDR S&P 500 ETF.

ETF / Ticker	1-Yr Return	5-Yr Return	15-Yr Return	AUM (billion)	Expense Ratio
Invesco S&P 500 Equal Weight / RSP	8.1%	12.0%	14.7%	\$49.4	0.20%
Invesco S&P 500 Equal Weight Technology / RSPT	29.6	18.7	19.6	3.7	0.40
Invesco Equal Weight Energy / RSPG	-4.4	11.0	7.1	0.5	0.40
First Trust Nasdaq-100 Equal Weighted Index / QQEW	28.6	16.1	17.4	2.3	0.58
SPDR S&P 500 / SPY	24.0	14.8	14.7	478.8	0.095

Note: Data through Jan. 22; five- and 15-year returns are annualized.

Sources: Morningstar, company reports

投資顧問会社テレマスの最高投資責任者（CIO）、マット・ディミトリシン氏は、顧客のポートフォリオのためにインベスコのファンドを検討している。また、通常のS&P500指数の2024年予想株価収益率（PER）が19.6倍であるのに対し、均等加重型インデックスの場合は16.1倍であることを挙げ、バリュエーションの低さにも魅力を感じている。

アストリア・ポートフォリオ・アドバイザーズの最高経営責任者（CEO）、ジョン・ダヴィ氏は、顧客のポートフォリオにいくつかの均等加重型インデックスETFを追加している。ダヴィ氏は、米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げが新たな市場サイクルの到来を告げる可能性があり、異なる戦略が必要になると考えている。ダヴィ氏が利用しているETFの中には、運用資産35億ドルのインベスコS&P500イコールウェイト・テクノロジーETF<RSPT>と運用資産5億3070万ドルのインベスコS&P500イコールウェイト・エネルギーETF<RSPG>がある。

ダヴィ氏は「FRBが利下げすれば、新たなサイクルが生まれるだろう。もし業績リセッションがなければ、これらのセクターの中型株に分散投資してはどうだろうか?」と提案する。カリバス氏によると、均等加重戦略は中小型株への配分が多いため、一般に利益成長が加速している時に優れたパフォーマンスを発揮するという。

2024年序盤の市場の動きは、より多くの大型株が勝者になることを示唆している。コーナーストーン・ファイナンシャル・サービスのダニエル・ミランCIOは、運用資産23億ドルのファーストラスト・ナスダック100イコールウェイト・インデックス<QQEW>などのETFにより、投資家はハイテクセクターへの幅広いエクスポージャーが得られると分析する。

均等加重はどのセクターや国のインデックスにも適用できるが、この戦略の利点は大型株インデック

スに最も顕著に現れる。ダヴィ氏とミラン氏は、投資家は、自身が保有する大型株の時価総額加重型ETFの3分の1程度を均等加重型ETFに置き換えて、コア銘柄を分散させることを検討すべきであると、提案している。

短期的なリターンの差は激しいので、これらは長期的な戦略であることに留意してほしい。モーニングスターによれば、SPDR S&P500 ETFが26%上昇した昨年、インベスコS&P 500イコールウェイトは13.7%上昇した。しかし、均等加重のインデックスは長期的にはアウトパフォームする。S&Pダウ・ジョーンズの調査によると、S&P500均等加重指数の2023年までの20年間のリターンは11.5%だった。対して、時価総額加重型のS&P500指数は、この期間に10.3%のリターンを上げた。

ミラン氏は「均等加重インデックスを採用するのであれば、それにコミットしなければならない」と語る。

By Debbie Carlson
(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]

Chipotle's Gen Z Hiring Strategy: More Than Just Money

チポトレ米料理チェーンの若者「Z世代」雇用戦略、賃金以外のポイント

チポトレの株価、過去1年間に約50%上昇



ILLUSTRATION BY ELIAS STEIN

メキシコ料理チェーンのチポトレ・メキシカン・グリル<CMG>は、3~5月にかけてのいわゆる「ブリトー（トルティーヤ料理）・シーズン」に備えている。暖かくなると、特に大学では来店客が増える。チポトレは、フルタイムおよびパートタイムの従業員1万9000人を新たに雇用する計画で、北米の店舗数を2023年9月の3300店舗から7000店舗に拡大したいと考えている。チポトレのターゲットは、いわゆる「Z世代」だ。

Z世代はチポトレ従業員の73%を占める。Z世代の最年少は中学生だが、最年長は2024年に27歳になる。米求人情報検索サイトのグラスドアによる「グラスドア・エコノミック・リサーチ」によれば、職場のZ世代の従業員数は今年、ベビーブーマー世代を上回る。世界経済フォーラム（WEF）は2025年にはZ世代が世界の労働人口の3分の1を占めると予測している。

チポトレはZ世代を引きつけるための方策として、従業員が退職金を貯えながら学生ローンを返済できるよう支援するプランや、個人の信用形成に役立つデビットカード、メンタルヘルス関連リソースやファイナンス教育への幅広いアクセスを提供するプランを展開している。チポトレは、「Z世代はクレジットカード債務や自身の資金管理に自信がないなど、著しい経済的困難に直面している」と記している。

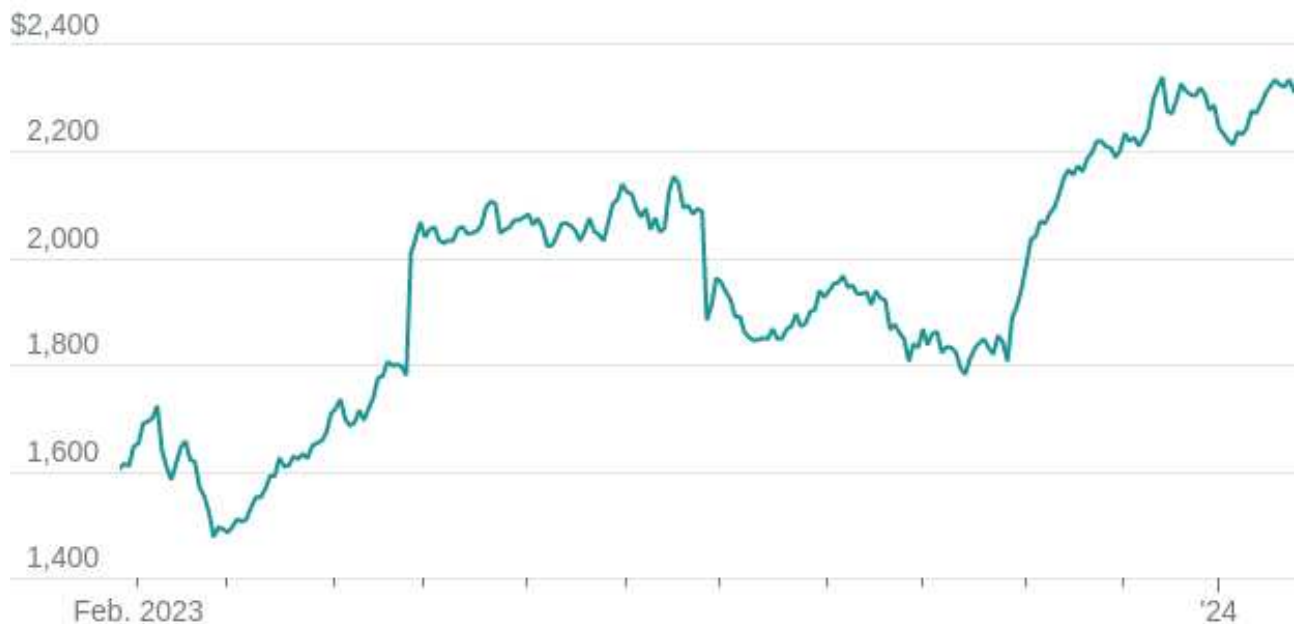
Z世代は年上の世代よりも職を転々とする傾向が強い。チポトレは雇用問題に萎縮することなく、持続可能なスタートアップ企業に投資し、ハロウィーン期間中は学生街で遅くまで営業し、短編動画投稿サービスのTikTok（ティックトック）からインスピレーションを得たメニューを追加しているこうしたチポトレの企業努力が実り、投資銀行パイパー・サンドラーが半年ごとに実施する、10代の若者を対象にした消費動向調査において、チポトレはZ世代が好むレストランブランドのトップ5に選ばれている。

先週の出来事

A Lot of Avocados

Chipotle shares have rallied around 50% over the past year.

(CMG / NYSE)



株式市場

中国の深セン市場および上海市場の主要銘柄をカバーするCSI300指数は、中国政府が銀行の預金準備率を引き下げ、その他の措置も検討していることから、過去5年間で最低の水準となった。ビットコイン価格は15%下落し、その後反発した。ハイテク株の値上がりにより株価関連指数が一段と上昇した。2023年第4四半期の実質国内総生産（GDP）成長率は前期比年率換算3.3%で予想を上回った。米商務省（BEA）が発表した12月の個人消費支出（PCE）物価指数は前月比0.2%の緩やかな上昇だった。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は0.65%上昇し最高値を更新。S&P500指数は1.06%上昇、ナスダック総合指数も0.94%上昇した。

企業動向

米石油大手エクソンモービル<XOM>は、5月の株主総会で厳しい排出量削減を求めるアクティビスト2社の株主提案の差し止めを求める訴えを起こした。米連邦航空局（FAA）は米航空機メーカーのボーイング<BA>の最新鋭小型旅客機737MAX型機につき、生産拡大を凍結するよう命じた。大型株の決算発表が多い週となった。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>、は予想をわずかに上回った。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>は商品の値上げが売上高を押し上げた。ストリーミングサービスのNetflix <NFLX>は1300万人の新規加入者を獲得。電気自動車 (EV) メーカーのテスラ <TSLA>と半導体大手のインテル <INTC>は売り上げ減速を警告した。

金融大手JPモルガン・チェース <JPM>のジェイミー・ダイモン最高経営責任者 (CEO) が上級幹部を入れ替えた。後継者は誰だろうか。マイクロソフト <MSFT>の時価総額が初めて3兆ドルを突破した。

M&A (合併・買収) 等

- ・百貨店大手メイシーズ <M>は、不動産に特化した投資会社アークハウス・マネジメントと世界的な資産運用会社ブリゲード・キャピタルが提案していた58億ドルでの買収案を拒否した。株価に19%のプレミアムを乗せた価格だった。

- ・フランスで宝くじを運営するフランセーズ・デ・ジュー (FDJ) は、スウェーデンのオンライン賭博大手キンドレッドを27億ドルで買収することで合意した。欧州における賭博ゲーム市場の大手となる。

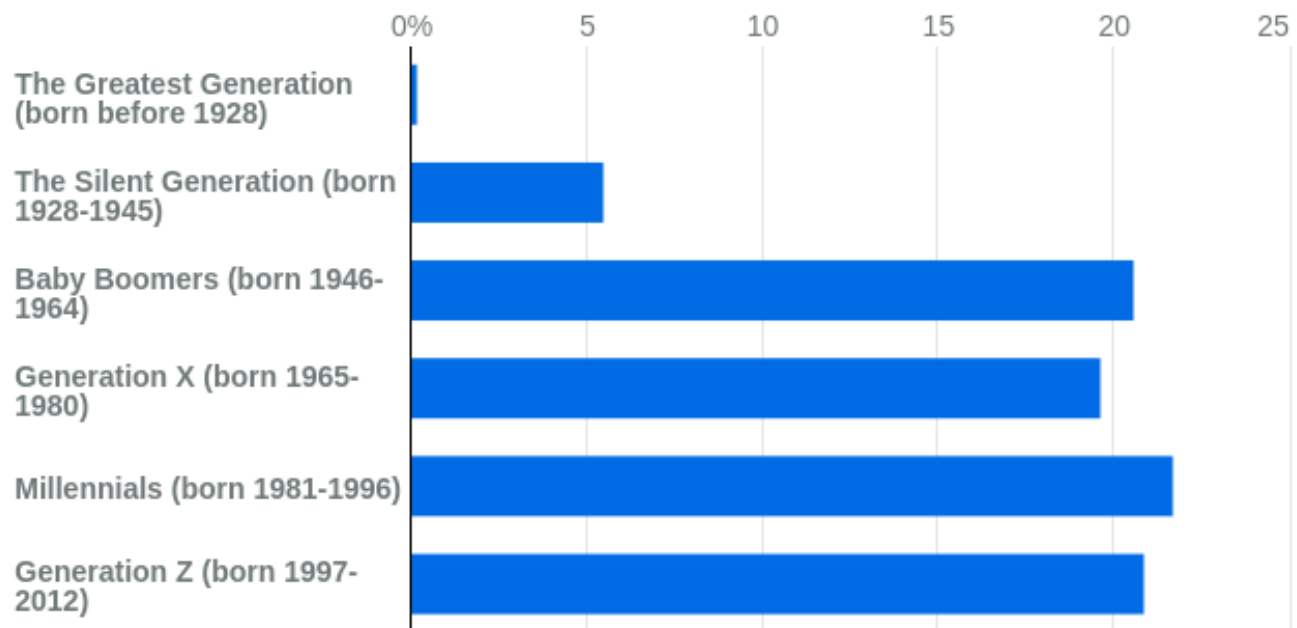
- ・フランスの製薬大手サノフィ <SNY>はカリフォルニアのバイオテクノロジー会社インヒブルックスを22億ドルで買収する。サノフィはインヒブルックスの肺がん治療薬を保有し、それ以外をスピンオフする計画。

- ・ソニーグループ <6758>は、インド放送大手ジー・エンターテインメント <505537.インド>の100億ドル規模の買収につき、発表から2年を経て交渉を打ち切った。統合後のCEOなどを巡っての対立が解消しないため。

今週の予定

Slicing Up the Pie

As baby boomers retire, generational clout, as a percentage of the U.S. population, shifts to younger cohorts.



1月30日（火）

今週はS&P500指数構成銘柄の100社超が決算を発表する。2023年の超大型7銘柄、いわゆるマグニフィセント・セブン（M7）に属する5社の決算に注目が集まっている。30日にはグーグルの親会社アルファベット＜GOOGL＞とマイクロソフトが四半期決算を発表する。2月1日には、アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞、アップル＜AAPL＞、メタ・プラットフォームズ（旧フェイスブック）＜META＞が続く。S&P500指数で合計24%のウエートを占めるこの5社の株価は、2023年中に平均88%上昇し、2024年に入ってから平均6.5%上昇している。

1月31日（水）

米連邦公開市場委員会（FOMC）が金融政策を発表する。FOMCはフェデラルファンド（FF）金利誘導目標を5.25～5.50%に据え置くとの見方が大勢を占める。市場関係者は米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長による会合後の会見に注目し、FRBがいつ利下げを開始するかのシグナルを探る。2023年のGDPが力強い伸びを示し労働市場が逼迫（ひっぱく）しているにもかかわらず、市場関係者は3月のFOMC会合で0.25%の利下げが決定される可能性を50%と織り込んでいる。

2月2日（金）

米労働省労働統計局（BLS）が2024年1月の雇用統計を発表する。コンセンサス予想では非農業部門就業者数は12月の21万6000人増に続き、17万5000人増になると見込まれている。失業率は12月の3.7%から3.8%に小幅上昇すると予想されている。

By Sabrina Escobar
(Source: Dow Jones)

『バロonz・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

時事通信社

編集人

川田 重信（かわた しげのぶ）

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

『バロonz・ダイジェスト』 2024/01/28

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