

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2024/02/18

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 経済運営がうまいのはトランプ氏かバイデン大統領か - Trump vs. Biden: Who Can Handle the Reins of a Hot Economy [カバーストーリー]
潜在的両候補の経済政策比較 P.1
2. 今年は世界的選挙イヤー、投資家は軽視できない - Elections Don't Usually Drive Markets. Just Wait. [フィーチャー]
一連の選挙結果がもたらす地政学的な影響は計り知れず P.6
3. 中国、過去のグロース市場はバリュウ市場に変容 - China Used to Be the World's Best Growth Story. Now It's a Value Play [フィーチャー]
景況感は悪化、政府は安全保障と安定を重視 P.11
4. 今日のマーケットは昔日のマーケットとは違う。そこにチャンスあり - The Market Isn't What It Used to Be. Why That's Good for You. [フィーチャー]
カバレッジ低下で非効率性見いだせればリターンも大きい P.17
5. 株式市場はメルトアップ状態にあり、短期の調整に備えるべきだ - The Stock Market Is Melting Up. Prep for a Drop. [米国株式市場]
利下げ期待が後退する中、企業業績が市場をけん引できるかどうかが重要 P.19
6. メディア企業IACは過小評価されている - This Tech Stock Bargain Is Waiting to Be Found. Just Bring a Calculator. [ハイテク]
SOTP分析は20%の上値余地を示唆 P.22
7. 株価が天文学的な水準に達した理由とは - Stock Prices Are Astronomical. How They Got So Costly. [コラム]
株式分割の減少が一つの要因 P.24
8. なぜ投資家は米国市場に賭けるべきなのか - Why the U.S. Stock Market Is the World's Best Bet [米国株式市場]
グロース株重視で他の株価指数を凌駕 P.27
9. アップルの軌跡をより速く進むエヌビディア - Nvidia Is Playing the Same Game as Apple, Just Faster [投資戦略]
四半期決算発表を控え市場の期待高まる P.29
10. 先週の出来事と今週の予定 - Stocks Fuel a Rare Win for Small Over Big in Endowments [経済関連スケジュール]
株高が小規模大学基金の好成績を後押し P.31

※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. 経済運営がうまいのはトランプ氏かバイデン大統領か Trump vs. Biden: Who Can Handle the Reins of a Hot Economy 潜在的両候補の経済政策比較

[カバーストーリー]

4年前の大統領選の再来



ILLUSTRATION BY NICHOLAS KONRAD; GETTY (2)

米国の有権者は11月5日に、ほぼ確実に2020年と同じ選択に直面することになるだろう。つまり、次期大統領として、バイデン大統領かドナルド・トランプ氏のいずれを選ぶかということだ。そして、4年前と同様に、選挙結果は最後の一票の集計が終わるまで接戦が続くだろう。

とはいえ、今回と4年前を比較すると、幾つかの重要な相違点がある。2020年はコロナ禍にあった一方、現在の米国経済は当時想像できなかったほどの活況を呈している。そして、この成長を支えている国の債務も増加している。米国の債務は史上最高の34兆ドルで、利払いだけで6500億ドルとなっている。

バイデン大統領とトランプ氏は、米国を全く異なった方向に導こうとしている。社会政策や世界の状態については他の人々に任せるとして、経済と市場に影響する政策を詳細に見ていこう。

債務と赤字は増大予想

米国の債務と赤字に関する懸念は目新しいものではないが、過去10年間で約2倍になった債務の規模は新たな懸念事項だ。米議会予算局（CBO）が2月初頭に公表した報告書によれば、米国の公的債務は、年末までに国内総生産（GDP）の99%相当に達する予定だ。米連邦準備制度理事会（FRB）のインフレ抑制のための利上げが金利負担を増大させており、CBOは2034年までに利払いが1兆6000億ドルへ増加すると予想している。

バイデン大統領とトランプ前大統領の両方が債務拡大に責任を負っている。米シンクタンクの「責任ある連邦予算委員会」の推定によると、トランプ前大統領が実施した政策によって連邦債務は8兆4000億ドル増加し、バイデン大統領はさらに4兆ドルの債務を積み上げようとしている。

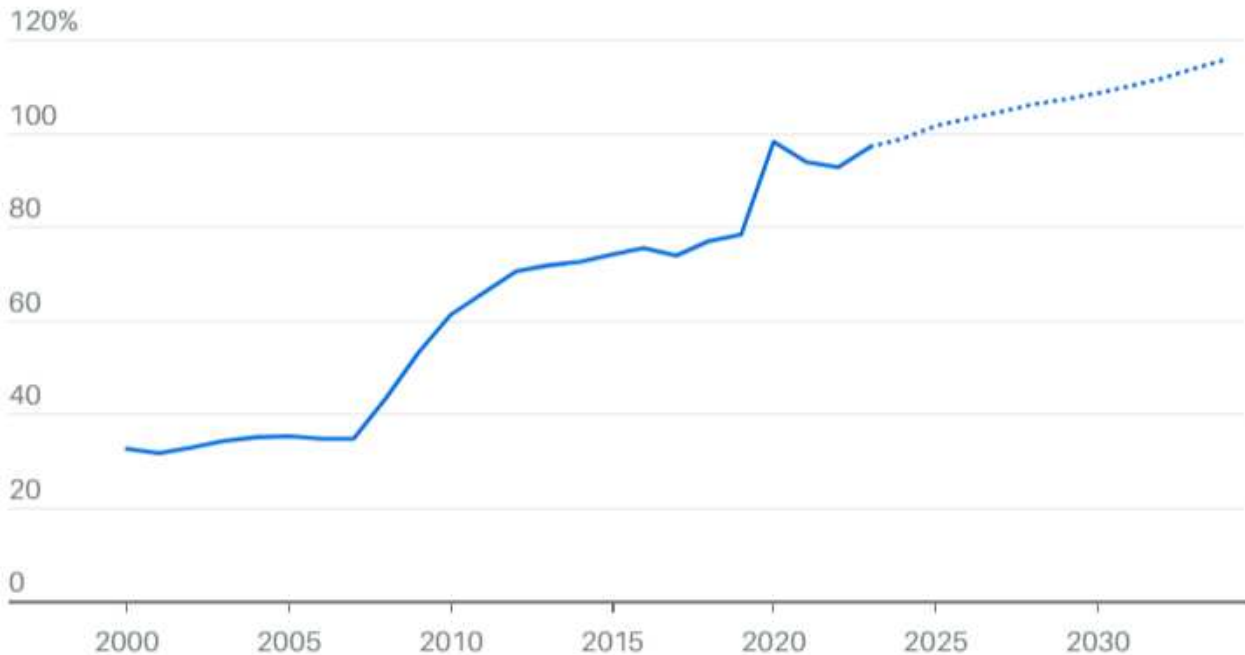
S&Pグローバルは2011年に、増加する債務に政策決定者が何ら手を打ってこなかったとして、米国の信用格付けを最高位のAAAから引き下げた。フィッチ・レーティングスも2023年に、「ガバナンスの劣化」を理由に格下げしている。

最高位の信用格付けを唯一維持しているムーディーズは最近、政治の両極化と債務増加を理由に格下げの可能性を警告した。ムーディーズのロブ・ファウバー最高経営責任者（CEO）は、民主党も共和党も財政赤字縮小に向けて真剣に取り組んでこなかったと述べ、「財政赤字は今後も拡大を続け、米国のバランスシートにさらに負担をかけることになるだろう」と語る。

More Debt, More Worries?

Under the next president, the U.S. debt is projected to exceed 100% of gross domestic product, a symbolically important level.

Federal debt held by public, as a percentage of GDP



Note: Data for 2024 and beyond are estimates.

Sources: St. Louis Fed (2000-22), Congressional Budget Office (2023 and estimates)

米国の債務は純粋に経済的な観点では少なくとも当面は対処可能なため、各格付け機関による信用格付けの引き下げが投資家に及ぼした影響は比較的小さかった。とはいえ、右肩上がりの政府債務によって、米国債投資家が、より高い利回りを要求するかもしれないという懸念はある。

バイデン政権下で、市場が新たな時代に入りつつあるという兆候がある。シティグループのチーフ・グローバル・エコノミストのネイサン・シーツ氏は、金利上昇、根強いインフレ、政治的混乱の組み合わせが、問題を浮き彫りにしていると語り、「市場は過去6〜12カ月の間に、折に触れて現実気が付いてきた」と言う。米国10年債利回りは、昨年10月に5%弱でピークに達してその後4.3%へ低下している。

投資家は、この債務負担を通してバイデン氏とトランプ氏の財政計画を捉えることになるだろう。両氏共に米国議会の制約を受けることになるだろうが、両氏の望むものと、市場による米国債務の扱いに及ぼす影響の間には、大きな開きがある。さらに詳細に見ていくことにする。

税金

個人と法人の減税はトランプ政権の大きな特徴の一つで、最高裁判所でより保守的な判事が任命されたこと以外では、多くの共和党員にとって最高の成果だ。

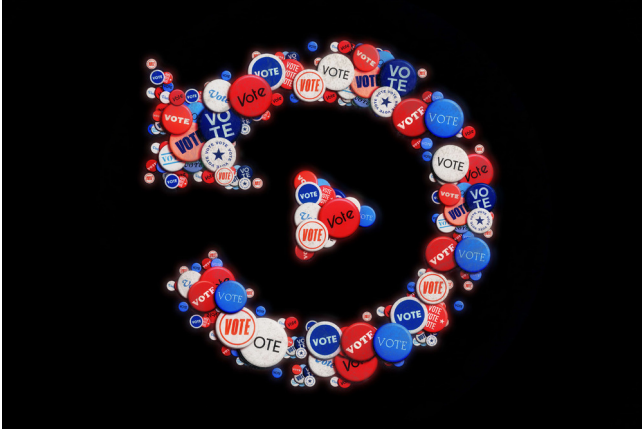


ILLUSTRATION BY NICHOLAS KONRAD

しかし連邦議会は、予算上の仕掛けを利用して2017年減税・雇用法を可決した。同法では法人税減税が恒久的なものとされたが、それ以外の主要部分が2025年から徐々に失効することになる。失効する条項の中には、個人の限界税率の引き下げが含まれており、失効すれば元の高税率に戻ることになる。相続税の控除額はほぼ半額の500万ドルへ引き下げられる。個人が地方税のために控除できる額の上限も元に戻る。

第二次トランプ政権になれば、これら失効する項目の恒久化を推進する公算が大きい。CBOと

両院合同租税委員会は、恒久化の費用を3兆5000億ドルと推定している。トランプ氏には歳出削減も求められるが、詳細はあいまいで、米国議会にも大きな発言権がある。

バイデン政権になれば、法律通りに失効を容認するだろう。バイデン氏は予算案で、年収40万ドル未満の世帯に対する減税の延長を模索しており、その資金を、高額所得者への新たな課税、法人税率引き上げ、および、自社株買いに対する税率引き上げなどで捻出しようとしている。また歳出でも譲歩の用意があることを示している。CBOは、昨年の債務上限違反回避の際の合意が財政赤字を7%減少させると述べている。

関税

トランプ政権下で財務省の上級顧問を務めたスティーブン・ミラン氏は、バイデン氏とトランプ氏は関税に関しても、同じように歳入源として見てはいるものの意見が異なっていると語る。

ミラン氏は、高水準の債務と米国債利回りを巡る懸念に鑑み、次期大統領は歳入増加に関して創造性を発揮する必要があると言い、関税は経済的悪影響があるかもしれないが、「それは政権を運営するコストである。現状の歪みが是正されれば、悪影響は小さくできる」と語る。

民主党も共和党も、中国による経済略奪が米国経済に悪影響を及ぼしていることで意見が一致しており、程度の差はあるが、両氏とも中国に対してタカ派的だ。

トランプ政権時代の対中戦略の要は、米国の輸入関税の大幅な引き上げだった。輸入関税は数百億ドルの歳入増加以外にも、米国の雇用を守るといった目的があった。中国の報復関税もあって、その結果はまちまちだった。マサチューセッツ工科大学のエコノミストのデービッド・オーター氏と他のエコノミストらは、米中貿易戦争による米国の製造業雇用に対する正味の影響を最近調査し、「せいぜい差し引きゼロ」で「若干マイナス」の可能性があると結論付けた。

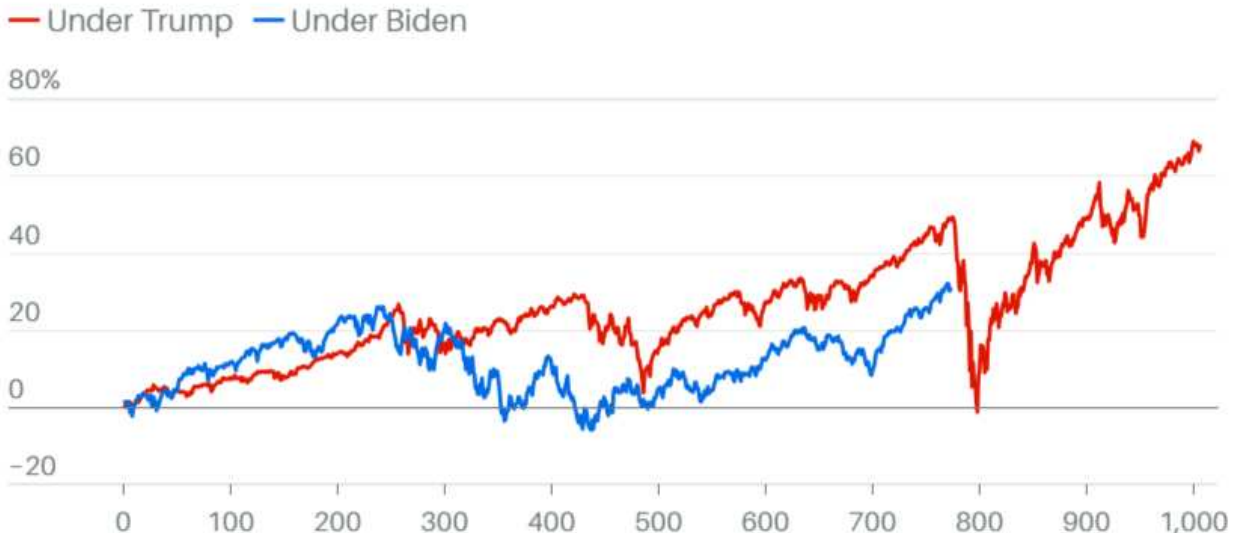
バイデン政権は、対中貿易関税批判者にとって驚いたことに関税を維持した。バイデン大統領の通商代表を務めているキャサリン・タイ氏は、オーター氏の調査に関する質問に対して、「米国の通商政策を関税問題に集約することはフェアではない」と述べている。

バイデン大統領の対中戦略は、「管理された競争」に行き着く。バイデン大統領は、制裁措置と輸出

Bull Runs

The stock market has performed well under Presidents Trump and Biden. The market probably would rally on a Trump win in November, and wouldn't sell off on a Biden victory.

S&P 500 performance during trading days in office



Note: Biden term through Feb. 14, 2024.

Source: Bloomberg

規制を通じて、米国のテクノロジーが中国の手に渡らないようにし、米国による対中投資を制限する手段も講じた。この戦略は二期目も継続されるだろう。

トランプ氏は、中国に対する関税を60%に引き上げると述べている。その水準の関税による影響はほぼ確実に差し引きゼロではないものの、中国からの輸入が他国からの輸入に置き換わるため、歳入に対する恩恵は比較的小さいだろう。トランプ氏は、全世界からの輸入に対する10%の関税も計画している。シンクタンクであるタックス・ファウンデーションのエリカ・ヨーク氏は、その水準の関税は、米国人に対する3000億ドルの増税に匹敵するだろうと予想している。

とはいえ、これらの政策を経済的観点だけから考えると、重要な点を見逃すことになる。トランプ政権時代に米通商代表部（USTR）代表として貿易戦争の指揮を取ったロバート・ライトハイザー氏は、トランプ政権の政策を米国製造業強化の一環とみなしており、米国の製造業はバイデン政権の労働者寄りの政策の下で雇用を増やしたとしている。ライトハイザー氏は、エコノミストらが注目する要素は、「家族の安定、強力な地域社会、所得の平等、労働者のプライドや満足感などの問題ほどには重要ではない」と書いている。言い換えれば、トランプ氏とその取り巻きは、関税を貿易の流れの管理手段としてだけでなく、国内産業に有利なように経済をリバランスする手段としてみなしている。

トランプ政権になった場合、労働者の供給を制限する可能性のある一段と厳格な移民政策も相まって、一部のエコノミストは、景気低迷とインフレ高進が同居するスタグフレーションの可能性もあるとみている。

FRB

FRBは、2021年にインフレ率上昇を認識するのに後れを取ったが、パウエル議長と理事らはこれまでのところ、経済をリセッション入りさせることなく、利上げによるインフレの沈静化を達成している。とはいえ、2月13日に公表された1月の消費者物価指数（CPI）が裏付けたように、闘いにはまだ勝利できていない。食品とエネルギーを除くコアインフレ率は前年同月比3.9%で、FRBが目標とする2%を大幅に上回っている。

次期大統領によるFRB議長に関する決断が、この闘いを複雑にするだろう。パウエル議長の任期は2026年5月までだ。トランプ氏は2017年にパウエル議長を指名したものの、後にその決断を後悔していたように思える。トランプ氏は大統領時代に、パウエル議長と他のFRB高官を「脳なし」と呼び、金利をゼロ未満へ引き下げるように公に圧力をかけた。

バイデン大統領は、パウエル議長の第一期が終わる2021年に続投を提案した。バイデン大統領のチームは、パウエル議長の再任を検討するか否かに関するコメントを控えている。ホワイトハウスのマイケル・キクカワ報道官は本誌に対して、「大統領は、われわれがFRBの独立性を今後も尊重することを明確にしている」と述べた。

トランプ陣営は、本件およびその他のトピックスに関する本誌のコメント要請に答えなかった。とはいえ、トランプ氏は、パウエル議長を再任しない予定であると明言しており、2月にニュースチャンネルのフォックス・ビジネスで、パウエル議長は民主党を利するために利下げしようとしていると考える、と語っている。

パウエル議長は、政治について考えていないと繰り返し述べている。12月の記者会見では、「われわれは、経済にとって何を行うのが正しいかを考えている」と語っており、1月の直近の記者会見では、3期目に焦点を当てていないと述べている。

バイデン政権下においてインフレ率は複数の理由で上昇したものの、FRBの金融政策に対するハト派的スタンスは財政支出継続によるインフレへの影響をほとんど相殺しないと見込まれるため、第2期トランプ政権下におけるパウエル議長の解任に対して市場は反発する可能性がある。オルタナティブ資産運用会社のクロックタワー・グループのチーフ・ストラテジストであるマルコ・パピック氏は、トランプ氏が勝利した場合には、「私は、債券市場が暴動を起こすと考え」と語る。つまり、神経質な投資家が、米国債を売って債券利回りを大幅に上昇させるだろうということだ。

規制

バイデン大統領および他の民主党議員に対して長らく寄付を行ってきた、調査会社のシグナム・グローバル・アドバイザーズ創業者のチャールズ・マイアズ氏は、投資家がトランプ氏のエネルギー計画を過小評価していると語り、米国の石油・天然ガス生産量はバイデン政権下で過去最高を更新してきたが、トランプ氏はさらに先へ進めると言う。

マイアズ氏は、「トランプ氏の大統領としての次の4年の任期末時点での最大の変容は、米国の石油・天然ガスの生産と輸出が大幅に増加することだろう。（トランプ氏は）環境保護活動の後退から、掘削認可加速、掘削のための国有地のさらなる開放、水圧破碎法に対するさらなる補助金まで、あらゆる

ることを試みるだろう」と言う。

トランプ氏は、M&A（合併・買収）を含むバイデン政権における多くの規制を撤回するか、または制限するだろう。

株式市場

株式市場は、トランプ氏が2016年に大統領に選出された際はオーバーナイト取引で下落したが、任期中のパフォーマンスは良好だった。S&P500指数は、パンデミック（世界的大流行）期間中の34%の下落を考慮しても、トランプ政権では83%上昇した。投資家は減税や企業に優しい共和党の政策を期待しているため、トランプ大統領になれば市場は恐らく上昇するだろう。

株式市場はバイデン政権下でも上昇した。S&P500指数はバイデン大統領就任以来で35%上昇し、過去最高値を何度も更新した。バイデン大統領が再選された場合、高所得者への増税や労働者に対する支援などの現在の政策の継続が予想されるが、それらは既に株価に織り込み済みのため市場を揺さぶることはないだろう。

バイデン陣営は、市場に焦点を当てないと明言している。キクカワ氏は、「バイデン大統領とハリス副大統領は、中産階級と実体経済のために闘っている。特定利益団体やウォール街のためではない」と言う。

米国経済と株式市場が驚くほど好調である理由の一つは、企業が将来に備えて計画できたことだ。既に大統領を経験している二人の候補から選択するメリットは、少なくとも既に何が起こったか分かっており、将来をある程度予見できることだ。

By Matt Peterson
(Source: Dow Jones)

2. 今年は世界的選挙イヤー、投資家は軽視できない Elections Don't Usually Drive Markets. Just Wait. 一連の選挙結果がもたらす地政学的な影響は計り知れず

[フィーチャー]

世界中で相次ぐ選挙

投資家は通常、選挙を重要視しないものだが、今年は通常の年ではない。二つの戦争が荒れ狂い、ポピュリスト候補が躍進し、金利の上昇によって多くの国で膨大な財政赤字が深刻化する中、世界人口の60%近くが選挙に向かう。

今年の選挙結果が形成する世界経済は市場に重要な影響を及ぼすことになる。特に、保護主義が世界貿易を阻害し、米中対立が激化して、各国がどちらか一方を選ばなければならない状況となればなおさらだ。

75カ国以上で選挙が予定されている今年、二つの極めて重要な選挙がその幕開けと締めくくりに行われる。2024年の皮切りとなった台湾の選挙では、与党・民進党が勝利して異例の3期目を迎え、中国か

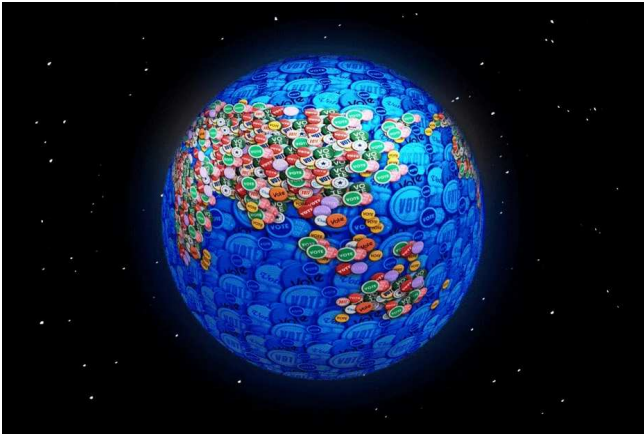


ILLUSTRATION BY NICHOLAS KONRAD

らの独立を守ると誓う頼清徳氏が総統に選出された。また、11月の米国総選挙は、有力な候補者、ジョー・バイデン現大統領とドナルド・トランプ前大統領の政策が大きく異なることから、世界に最も重大な影響をもたらすだろう。

インドは晩春、南アフリカは5月、メキシコは6月2日に選挙を行う。欧州議会選挙は6月、英国では年末までに選挙が実施される可能性が高い。選挙の結果は「二極化」、「ポピュリズム」、「民主主義の劣化」、「経済の地政学的分断」が続くのかを投資家に示してくれるだろう。

う。JPモルガンのグローバルリサーチ責任者であるジョイス・チャン氏は、これら四つを、長期的な成長見通しを脅かし、経済の効率性を低下させ、市場のボラティリティーを高め、市場のマルチプルに歯止めをかける要因として、「4人の乗馬者」と表現している。

米大統領選の行方

A World in Flux

More than 75 countries hold elections this year.



Sources: National Democratic Institute, International Foundation for Electoral Systems, J.P. Morgan Strategic Research

投資家が選挙を軽視するのは、どの政権の影響も四半期単位ではなく、数十年単位で続く傾向があるからだ。キャピタル・エコノミクスのチーフエコノミスト、ニール・シアリング氏によれば、今年は例外かもしれない、特に米国では政策が抜本的に転換する可能性がある。シアリング氏は「地政学的な影響が非常に大きい。それが今年の選挙を左右する争点だ」と述べる。

2016年の選挙結果によって生じたポピュリストの波は世界経済全体に波及した。特に、トランプ新政権が開始した貿易戦争の影響は大きかった。しかし、今年は選挙数だけでなく、高金利、赤字の拡

大、さらなる分断、地政学的な流れを背景としていることから、より重大な年になる。

バイデン大統領が再選されれば、中国には厳しい姿勢を維持して重要技術へのアクセスを制限し、メーカーには生産拠点を米国に戻すか、自国に近づけるよう働きかけるだろう。

バイデン政権下でも関税は据え置かれる可能性が高いが、第二次トランプ政権となれば、貿易制限がはるかに厳しくなる見通しだ。トランプ氏は最近、中国からの全輸入品に60%、その他の輸入品に10%の関税をかけることを検討すると述べた。

ビーコン・ポリシー・アドバイザーズのアナリスト、オーウェン・テッドフォード氏は、「トランプ氏が大統領に返り咲けば、第1期トランプ政権の政策が一時的なものではないという認識が世界中に高まる。米国では、他国に政策の再考を迫るような、より大きな政治的シフトも起きている。第2期トランプ政権では、報復関税や貿易戦争がより速く、より通常化する可能性がある」と指摘する。

伝統的な同盟国間の摩擦も増えかねない。トランプ氏の最近の発言は、北大西洋条約機構（NATO）への関与という公約に疑問を投げかけている。最近サウスカロライナ州の集会で、トランプ氏は、「欧州は軍事防御のために十分な負担を負っていない」と発言し、例えばロシアに、軍事費が不十分な米国の同盟国を侵略するよう促すだろうと付け加えた。この発言は即座に欧州の同盟国から反発を招いた。トランプ氏の選挙運動サイトは「グローバリズムを拒否し、愛国心を受け入れる」ことを主要な争点の一つに挙げている。

欧米関係の悪化やトランプ政権下での孤立主義的政策は世界経済の成長を阻害し、インフレ圧力を強めかねない。国際通貨基金（IMF）の試算によれば、国際貿易規制は長期的に、世界経済の産出額を7兆ドルも損なう可能性がある。

バリュー投資家でコーズウェイ・キャピタル・マネジメントの責任者を務めるサラ・ケタラー氏は、「最大の問題は、どの国が欧米よりも中露軸に同調していくかだ。インドのように両陣営と上手く関係を維持する国もある。今年の選挙がより重要な理由の一つはそこにある」と指摘する。

メキシコ：米国との貿易摩擦の可能性に要注意

Here are five key contests to watch that will help shape events globally.

Country	Date
India	April
South Africa	May
EU Parliament	June
Mexico	June
United States	Nov. 5

Source: J.P. Morgan Strategic Research

米国の選挙は最も大きな波紋を生むだろうが、他にも投資家が注目している大きな選挙が幾つかある。そのうちの三つが、中国への依存を減らす動きによって利益を受けるとして大きな注目を集めているメキシコ、インド、インドネシアの選挙だ。

インドとメキシコは過去5~10年で財政健全化が進んだが、課題は残る。メキシコでは、2020年に新型コロナウイルスの感染拡大で世界が揺れる中、左派のロペスオブラドール大統領が予想以上に財政で保守的だったことが投資家を驚かせた。メキシコの法律では再選には立候補できないが、現職大統領は次期大統領選には関わらないという伝統に反して、野党第一党候補に対する反対運動を行っている。

オックスフォード・エコノミクスのアテンアメリカ担当チーフエコノミスト、ジョアン・ドメヌ氏は、「彼は市場とメキシコ社会にそれぞれ望むものを与えた。市場は緊縮財政と赤字の削減を必要とし、大統領はそれを実施した。しかし今、彼は任期中最大の支出と移動の改善を行って退任しようとしている」と語る。例えば、ロペスオブラドール大統領は、高齢者の年金や奨学金への支出を増やし、「国民を支えるために」ユカタン半島を横断する都市間鉄道を改善した。

政府のこうした大盤振る舞いを一部抑制することが、ロペスオブラドール大統領が率いる与党、国民再生運動（MORENA）のメンバーで次期大統領の最有力候補であるクラウディア・シェインバウム前メキシコ市長、または野党連合の大統領選候補であるソチル・ガルベス上院議員のどちらかに求められることになる。このような歳出削減によって成長が鈍化する可能性はあるが、米国企業が生産拠点を自国近辺に戻す動きがあることから、メキシコはマネーマネジャーが選好する市場であることに変わりはない。

メキシコ株にとって、もっと大きな不確定要素は米国の選挙かもしれない。選挙の結果、米国と隣国の間で摩擦が生じるかどうかだ。メキシコが米国と貿易戦争状態に陥れば、メキシコ株と通貨メキシコペソを下支えしてきた明るい経済見通しは、一気に吹き飛んでしまう。

インド：現政権は安定している



RITESH SHUKLA/GETTY IMAGES

インドは中国に代わるもう一つの選択肢だが、米国の選挙から受ける影響は比較的小さい。世界で最も人口の多いインドは、モディ首相による一連の改革によって外国からの投資を呼び込み、世界最強の経済成長を遂げている国の一つでもある。モディ首相は今春、3期目の当選を果たすとの見方が強い。

TSロンバードのインド担当チーフエコノミスト、シュミタ・デベシュワール氏は、市場がますます可能性があるとするれば、モディ首相が率いるインド人民党（BJP）が議会で過半数を確保

できなかった場合である、とした上で、インド経済の力強い成長見通しが頓挫する公算は小さいが、一部に政治的、経済的圧力が生じることがあれば、さらなる改革への推進力が鈍り、インドの見通しが制約されるリスクがあると述べている。

インドネシア：ポピュリスト動向に要注意



ANNABELLE CHIH/GETTY IMAGES

インドネシアでは先週、プラボウォ国防相が民間調査機関などの非公式集計で決定的なリードを奪い、次期大統領当選を明確なものとした。元陸軍司令官であり、独裁者スハルト元大統領の娘婿でもあるプラボウォ氏が勝利したことで、投資家たちは、ガバナンスに対する懸念を示し、さらにジョコ大統領の2期在任中に実施されたビジネス寄りの改革が後退するのでは、と警戒している。

キャピタル・エコノミクスのアナリストは、スビアント氏がポピュリスト的あるいはナショナリスト的な政策を導入すれば、今後の海外からの投資に打撃を与え、インドネシアが進めてきた鉱工業への海外からの投資誘致の努力を頓挫させかねないと警告している。

南アフリカ：与党には厳しい選挙



OSCAR SIAGIAN/GETTY IMAGES

大型新興市場の中で最も厄介な選挙は南アフリカではないだろうか。与党アフリカ民族会議（ANC）の支持率が30年ぶりに50%を割り込む恐れがあり、野党との連立が必要になるかもしれない。すでに窮地に陥っている経済の不透明感が一段と増す可能性がある。

欧米：経済の安定はプラス材料

先進国に目を向けると、欧州では今年夏、議会選挙が行われる。米国の政治リスクコンサルティング会社、ユーラシア・グループのアナリストは、EUの選挙でポピュリストが圧勝するとは見ていないが、その代わりに、特にドイツとフランスでは現政権が弱体化すると予想している。両国政府はおそらく国内問題を優先せねばならず、経済成長の停滞や貿易摩擦といった課題に対処する余力は乏しくなると思われる。

一点プラス材料は、選挙を控えた多くの国で経済が安定していることだ。米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げ停止を決定したこと、さらに、おそらく年内に利下げを開始することは、新興国と先進国の両市場にとって、追い風となる。このことは、短期的には、国内選挙が市場に与える影響にトランプする（trump、勝る）可能性がある。だがトランプ氏が大統領に選出され、厳しい貿易障壁を課す、あるいは米国と欧州の同盟関係を部分的に変更するなどの計画が実行に移されれば、トランプ氏の影響にはトランプできない（勝てない）かもしれない。

バイデン政権が2期目を迎えるとしても、中国の市場参入を制限するための施策は続き、世界中で貿易障壁の影響が高まる可能性がある。テッドフォード氏は、「自由貿易の動きは全面休止状態にある。中国との競争に備えヘルメットをかぶると、世界経済には好ましくない措置が続出している」と語る。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

3. 中国、過去のグロース市場はバリュー市場に変容

[フィーチャー]

China Used to Be the World's Best Growth Story. Now It's a Value Play

景況感は悪化、政府は安全保障と安定を重視

過去40年で最悪の景気



PHOTOGRAPH BY RAUL ARIANO

中国は非常に縁起が良いとされる十二支の甲辰（きのえたつ）の年を迎えたが、新たな現実直面している。それは、経済が新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）前の状態に戻るような幸運は訪れないだろう、ということだ。

中国は過去40年間で最悪の景気状態から抜け出そうともがいている。消費者信頼感は急落しており、中国政府は経済成長だけでなく安全保障と安定性も重視している。世界の企業と投資家は成長の鈍化に備えている。

2022年終盤に中国政府がゼロコロナ政策を解除したことで、急激な景気回復が予想されたが、その期待は裏切られた。数年間にわたる民間セクターへの規制強化では、電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集团）＜BABA＞やインターネットサービス大手テンセント・ホールディングス（騰訊控股）＜0700.香港＞など、中国で最も成功した企業の一部が標的にされた。事業者は規制を恐れ、投資や雇用に消極的になっている。

不動産は中国の経済活動の5分の1を占め、家計にとって最大の富の貯蔵手段だが、不動産市場の厳しい景気後退は4年目に入った。一部の都市では不動産価格が30%も下落している。さらに、調査会社オートノマス・リサーチのシニアアナリスト、シャーリーン・チュー氏によると、中国では数百万人の消費者が竣工前の住宅に対する住宅ローンを前払いしている。

中国政府は以前のように大規模な財政刺激策には消極的で、それが投資家をいら立たせている。政策決定者は、外国企業が中国への依存度を減らそうとしているにもかかわらず、債務水準の上昇や人口の減少と高齢化によって身動きが取れなくなっている。

中国政府にとって、急速な経済成長はもはや唯一の優先事項ではない。政策決定者は、「まあまあ」

の成長率を受け入れつつ、安全保障や「共同富裕」も重視する方向に転じている。共同富裕とは、ここ数十年で生じた格差に対処するための取り組みである。

資産運用会社アリエル・インベストメンツの新興国市場バリューストラテジーを務めるクリスティン・フィルポッツ氏は、市場は上記の中国の変化を認識し始めていると言う。多国籍企業は、中国がもはやパンデミック前のようにコモディティーから高級品まであらゆる物を買収することはないと気付いている。

中国の消費者信頼感は過去数十年で最も低い。中国への海外直接投資は昨年、数十年ぶりにマイナスに転じた。投資家が中国の見通しに関心を失い、習近平国家主席による経済への締め付けの強化を懸念したことで、中国株式市場の時価総額は6兆ドル減少した。

中国の苦しみはグローバル企業の四半期決算にも表れている。スポーツ用品大手ナイキ<NKE>は昨年12月、中国の消費者の慎重さと経済問題の深刻化を理由に、通期の売上高見通しを下方修正し、20億ドルのコスト削減イニシアチブを導入した。昨年11月には化粧品大手エスティローダー<EL>と衣類大手カナダ・グース・ホールディングス<GOOS>も同様に業績予想を下方修正した。

ただし、中国経済は崩壊したわけではなく、世界は中国を見限ったわけではない。中国が世界最大の自動車輸出国であり、重要鉱物の90%を生産し、120カ国にとって主要な貿易相手国であることを考えれば、中国を見捨てるのは困難だ。中国の中流階級は成長を続けている。また、中国は一带一路イニシアチブを通じて600億ドルを投資し、世界各国との関係を強化しており、地政学的な力を高めている。

昨年の中国の経済成長率は5.2%で、前年の3%を上回った。しかし、中国は構造的な課題を抱えており、景気の改善は一時的なものにとどまる可能性がある。調査会社キャピタル・エコノミクスは、中国政府が景気刺激策のアプローチを変えない限り、今年の経済成長率は4.5%近くになると予想している。これは過去数十年間の中国の長期的なトレンド成長率の約半分だ。

不動産市場の苦境

中国が困難に陥っている要因は、まさに過去数十年の急速な経済成長を実現した対策から生じている。2008～2009年の世界金融危機後、中国政府はインフラと不動産建設ブームに膨大な資金を供給し、中国経済は急回復した。地方政府は、土地の売却による潤沢な収入を支えとして小切手を切り、融資を提供し、上記の資金の大部分の供給役となった。

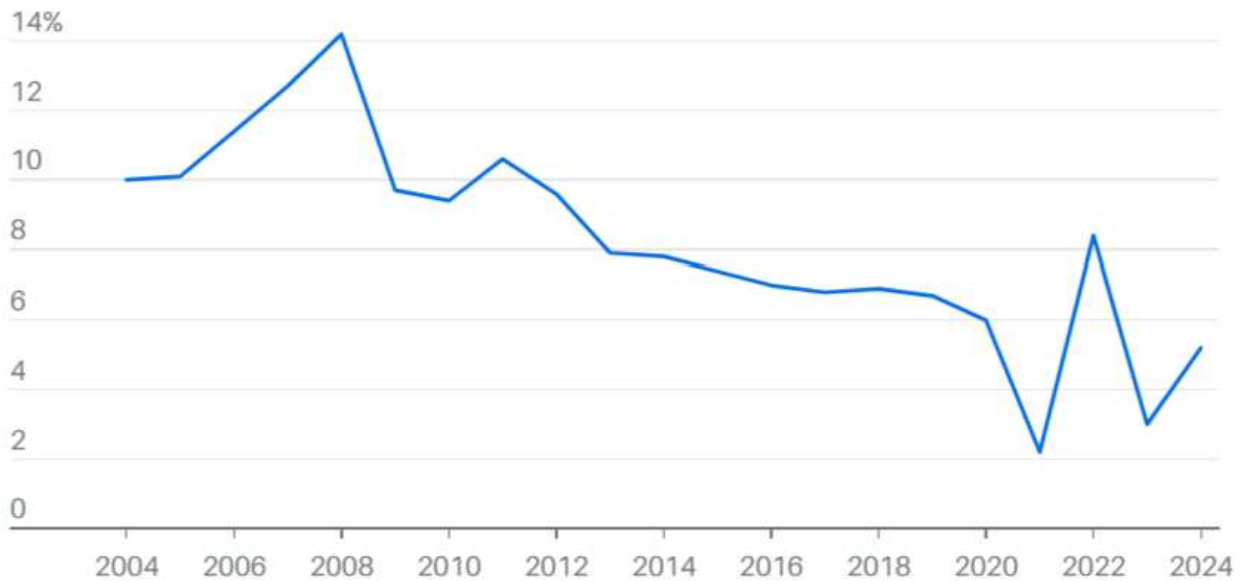
中国の鉄鉱石や石油などに対する旺盛な需要は、生産者に富をもたらした。堅調な経済成長によって何百万人もの中流階級が生まれ、海外旅行から保険、不動産管理サービスまで、さまざまな新しいサービスを消費するようになった。

この経済成長のエンジンが、近年では逆に作用している。負債の累積、住宅入手の困難さ、所得格差の拡大といった懸念を受け、政府が不動産バブルを崩壊させたためだ。

その結果、不動産開発業者は大打撃を受けた。多数の未完成の物件が残され、業界の負債の5分の1に相当する額を抱える60社の開発業者が債務不履行に陥った。香港の裁判所は最近、業界最大規模の300

The Economy

— Annual % Change in Real GDP



Source: Bloomberg

0億ドルの負債を抱えるチャイナ・エバーグランデ・グループ（中国恒大集団）に清算命令を出した。

中国政府は手をこまねているわけではない。しかし、これまでの施策（一部の都市での住宅購入者向けバウチャーの発行、住宅ローン金利の引き下げ、国有不動産開発会社の未竣工プロジェクトへの融資基準の緩和など）は、広範に需要を回復させるのに十分ではない。

この不動産改革による影響は何年も続くだろう。新設住宅着工件数は2009年以来の水準に落ち込んでおり、着工金額は2021年3月のピークを60%下回っている。チュー氏によると、これだけで年間固定資産投資は3兆元減少する。また、地方政府の土地の販売収入が枯渇し、支出が制約されるため、さらに3兆～4兆元の打撃になるという。

政府は、低所得層向け住宅の建設や都市部の再開発に重点を置いた取り組みにより、ギャップを埋めようとしている。また、国有企業を中心に、国内総生産（GDP）の約3分の1もの新規資金を経済に供給している。チュー氏は、政府の施策は景気の維持と金融危機の回避に貢献しているが、持続可能ではなく、将来の資産の質に対する懸念を増大させ、中国の財政面の柔軟性を制約すると指摘する。

さらに懸念されるのは、中国の消費者が長引く不動産不況、低調な所得の伸び、若年層の2桁台の失業率に直面する中で、消費者心理や消費意欲に悪影響が及ぶことだ。

産業界も投資に及び腰で、習主席による民間セクターへの規制強化を恐れている。資産運用会社マッシュューズ・アジアのショーン・テイラー最高投資責任者（CIO）は、わずか2～3年前に起業家を駆り立てていたスタートアップ企業の熱意は後退したと語る。

テイラー氏は、当局が中国の新規雇用の90%を生み出している民間セクターを安心させるようなコメントを出せば、景況感の改善に大きく近付くだろうと語る。テイラー氏は「中国は依然として、自給

自足を実現し、イノベーションとテクノロジーの競争力を高めることを目指している。民間セクターの関与を強めなければ、こうした目標を達成することはできない」と指摘する。

エコノミストは、中国政府が景況感を好転させるために、より消費者向けの景気刺激策を導入することを望んでいるが、中国の政策決定者は供給サイドの施策を好んでおり、再生可能エネルギー、電池、半導体などの戦略的分野を強化するための積極的な支出を実施している。

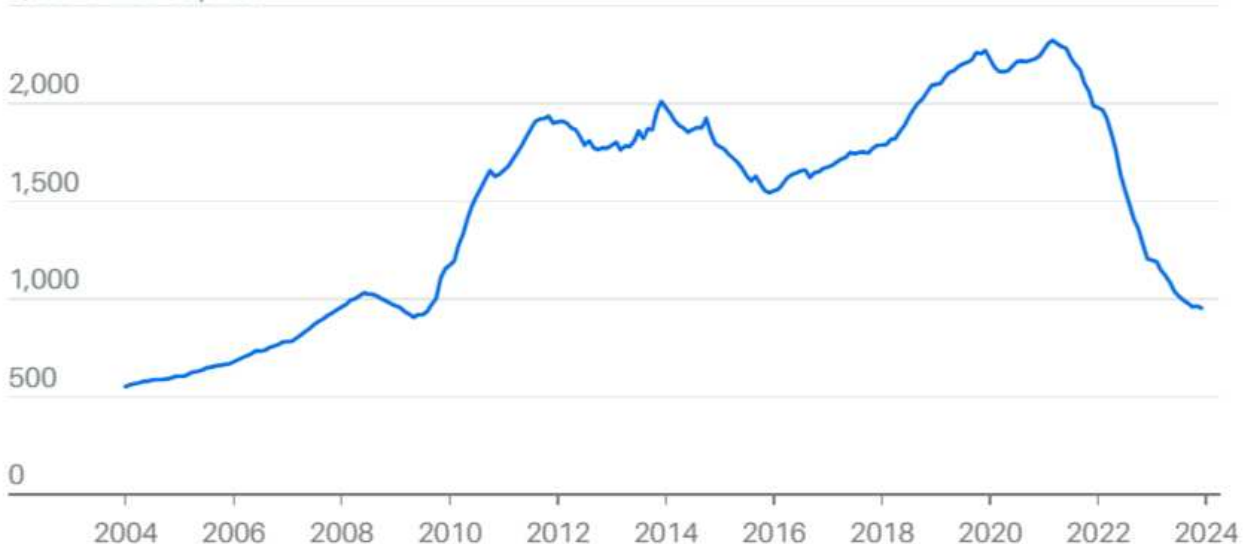
中国は、安価な製品を供給する「世界の工場」から、自動車、タービン、通信機器などの高度な製品の製造国へと変わり、他国にとってより重要な存在になるとともに、他国への依存度を引き下げることを目指している。これは、米国や同盟国が中国による先進技術の利用を制限している中で、二重の意味で重要である。

過剰生産がさらなる貿易戦争のリスクに

Housing

— 12-Month Rolling Housing Starts

2,500 million sq. feet



Source: Autonomous Research

しかし、この支出は過剰生産につながる。欧米がインフレに苦しむ中で、中国はデフレ寸前だ。中国の1月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比マイナス0.8%で、15年ぶりの低下幅となった。

中国の過剰設備と過剰生産は、中国だけでなく、海外の競合他社にもリスクをもたらす。例えば、太陽光パネルだ。中国政府は国有企業に対して、2025年までにエネルギーの50%を再生可能エネルギーとすることを義務付けている。これは太陽光パネル生産の堅調な伸びに貢献するだろう。しかし、太陽光発電機器やパネルの価格は急落している。コンサルティング会社ユーラシア・グループは、今後2～3年間で太陽光発電関連会社の60～70%が破綻するか、買収される可能性があるかと推定している。

中国は過剰生産した製品の一部を輸出しようとしているが、他国も対抗し、安価な製品を市場にあふ

れさせ、自国企業の競争力が低下することを防いでいる。例えば、欧州連合（EU）は、中国の電気自動車（EV）メーカーが国からの補助金によって不当な利益を得ていないか調査を開始した。これはさらに幅広い貿易戦争の発端となり、世界の経済成長を妨げかねない。

一方で、グローバル企業は中国への投資を削減し、利益を再投資するのではなく本国に還流させる割合を高めている。これらの企業は、中国における賃金の急上昇をきっかけに、何年も前から他の投資先を探していた。

トランプ政権下で始まった貿易戦争や、コロナ禍とロシア・ウクライナ戦争による混乱で、サプライチェーン（供給網）を集中させることのリスクが浮き彫りになった。さらに、バイデン政権は、中国による重要なテクノロジーへのアクセスを制限し、半導体生産の米国内への回帰を後押ししている。

中国の自給自足に向けた取り組み、不透明な改正反スパイ法や、昨年米国にデューデリジェンス会社ミンツ・グループの従業員が拘束されたことも、海外企業や投資家の不安感を高めている。

上海の米国商工会議所が最近実施した調査によると、中国政府が自国製品の購入を奨励しているため、米国企業と中国企業の競争が激化している。調査対象企業のうち、製造拠点や調達拠点を移転したか、移転を検討している企業の割合は約4分の1で、前年より上昇している。資本財、テクノロジー、研究・開発など、米中間の戦略的な対立の中心となっている業界では、この割合が特に高かった。

過半数の企業は中国にとどまっているが、コンサルタントは新規投資が中国以外へ向かっていると語る。アップル<AAPL>はインドにおけるiPhone（アイフォーン）の組み立てを増やしており、アルファベット<GOOGL>傘下のグーグルはスマートフォン「Pixel（ピクセル）」の一部をベトナムで生産している。資本財大手ハネウェル・インターナショナル<HON>とEV大手テスラ<TSLA>はメキシコの拠点を拡大している。昨年、米国によるメキシコからの輸入額は中国からの輸入額を20年ぶりに上回った。

株主還元 to 積極的な企業に注目

一方で、中国に対する投資家のセンチメントは軟化している。一部の投資家は、中国への投資は不可能だと判断し、化石燃料銘柄と同様に中国企業を回避している。その理由は、習近平主席の一段と強い地政学的な姿勢や、人権侵害の疑い、不透明感の高まり、米議会などによる中国投資への規制強化の懸念など、さまざまだ。

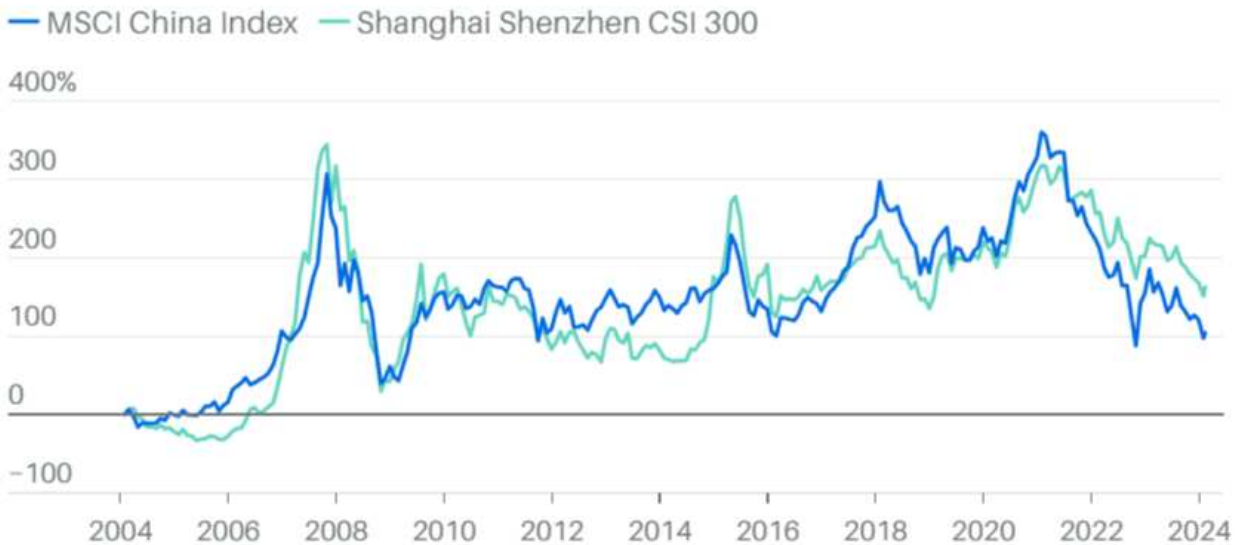
中国人投資家の間では不安が広がっている。資産運用会社が中国のクライアントとミーティングをすると、クライアントの悲観的な見方が海外投資家のセンチメントよりも深刻であることに気付く。テイラー氏は、中国人投資家すら中国以外に資本を配分しようとしており、新たな動向だと語る。

しかし、多くの弱気派の投資家は底打ちが近いとみている。中国は世界で最も割安な市場の一つであり、株価収益率（PER）は9倍弱だ。中国は、取引制限を撤廃し、国有企業に株式の購入を促すなど、株価のさらなる下落を防ぐための改革に取り組んでいる。

アリエルのフィルポッツ氏は、「市場が機能するには、物事が改善する必要はなく、悪い部分が減れ

Stocks

Chinese stocks have plummeted in recent years as foreign investors grow concerned about the market.



Source: Bloomberg

ば良い」と語る。フィルポッツ氏は中国のウエートを増やしており、中国政府が家庭に支給する住宅買い替えの奨励金が活用されることで不動産市場の一部が安定化すると予想している。ただし、フィルポッツ氏は「投資戦略は変わった」と付け加える。

売上高の成長に投資するのは、もはや有効ではない。フィルポッツ氏などの投資家は、コスト削減と利益率の向上や、自社株買いと配当を通じた株主への還元重点を置く企業を探している。

フィルポッツ氏の見解では、家電メーカーの美的集団（ミデア・グループ）〈000333.中国〉と自動車メーカーの長城汽車（グレート・ウォール・モーター）〈2333.香港〉はそのような企業に含まれる。両社共に、成長見通しが改善している新興国市場などの海外で成長を模索している。

マッシュューズのテイラー氏も、配当や自社株買いを通じて株主にキャッシュを還元している企業を好む。ファストフードレストランチェーンのヤム・チャイナ・ホールディングス（百勝中国控股）〈YUMC〉とアリババは自社株買いを強化している。マッシュューズ・チャイナ・ディビデンド・ファンズ〈MCDFX〉はこの種の企業に投資する手段の一つだ。

中国に関して、投資家はより機敏になる必要がある。中国企業の競争が激しくなっているだけでなく、中国政府は業界を支配する一握りの企業に対する姿勢を厳格化している。

テイラー氏は、「中国では、米国の巨大テクノロジー企業のような銘柄を見つけて5年間保有し続ける、といったバイ・アンド・ホールドのアプローチは通用しない」と語り、比較的小規模な都市の中流階級をターゲットとしたエンターテインメント企業や消費者向け企業に投資機会があるとみている。

テイラー氏が言うには、かつて高成長市場だった中国は、今やバリュー投資家のための市場だ。これも中国が過去と変わった点の一つである。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

4. 今日のマーケットは昔日のマーケットとは違う。そこにチャンスあり [フィーチャー] The Market Isn't What It Used to Be. Why That's Good for You. カバレッジ低下で非効率性見いだせればリターンも大きい

株式アクティブ戦略からPEやインデックスファンドへ



ILLUSTRATION BY JUSTIN METZ

年金基金や他の機関投資家の投資戦略が変化したため、株式市場に非効率性が生まれた。割安な株式を探し求める投資家にとってはチャンス到来だ。

ファンドマネジャーは何年にもわたり銘柄選択重視の株式アクティブ戦略からプライベートエクイティ（PE）やインデックスファンドのようなパッシブ投資へ資金を移してきた。その結果、一部企業では、カバーするウォール街のアナリスト数が減少した。セルサイドが注目しない銘柄の株価は適正でない可能性がある。

BオブAグローバル・リサーチの株式・クオンツ戦略責任者サビタ・スブラマニアン氏は「私が見るところ、上場株式のアクティブ運用からプライベートエクイティやパッシブ投資へ頭脳流出が起きている。投資家は長期的なファンダメンタルズに対するエクスポージャー価値を求めてプライベートエクイティの成長性に手を伸ばすかあるいはS&P500指数のエクスポージャーを得るための低コストのパッシブ・インデックスファンドを選好しており、上場株式戦略は押し出される格好になっている」と語る。

優秀なファンドマネジャーの「頭脳が流出」した結果、ウォール街の個別株調査が手薄になり、S&P500指数構成銘柄のバリュエーション格差が拡大している。スブラマニアン氏は「現状、上場株式市場は相当非効率になっているにもかかわらず、個別銘柄を発掘する腕利きのファンドマネジャーが必ずしも調べ上げる状況になっていない」と指摘する。

スブラマニアン氏によれば、2000年には、年金基金は株式の80%をアクティブ運用上場株式戦略に配分していたが、それが今では株式への全配分の3分の1にまで低下し、代わりにプライベートエクイティとパッシブ投資がそれぞれ約3分の1まで増えている、とのことである。

ミューチュアルファンド業界でも大きな変化が起きている。BオブAグローバル・リサーチの調査では、2013年以来、米国のロングオンリーの大型株ファンドの数は40%減少している。

銘柄選択の衰退は、大型銘柄を含め注目されない銘柄が増えることになる。その結果、株式市場において株価差が生じることになる。これは、割安に放置された株式はバリュエーション投資の機会にもなり得ることを意味する。

投資サービス会社ブリークリー・フィナンシャル・グループの最高投資責任者（CIO）、ピーター・ブックバー氏は「関心が薄まればバリュエーションは低下し、バリュエーションが低下すればさらに関心が低下する、スパイラル的現象だ」と語る。

カバーするアナリスト減少と投資機会の増大

ビーオブエーによれば、S&P500指数構成銘柄を調査するセルサイド・アナリストの、1銘柄当たりの平均的な数は1990年初頭のピーク時から15%減少している。

BオブAはS&P500指数構成銘柄のアナリストのカバレッジを追跡しているが、銘柄選択戦略が威力を発揮するのはアナリストによる調査が手薄な銘柄であるとしている。カバレッジの低い銘柄として、生命科学業界向けに機器などを提供するバイオ・ラッド・ラボラトリーズ<BIO>や倉庫不動産投資信託（REIT）最大手のプロロジス<PLD>、ガスパイプライン事業者であり肥料生産企業であるCFインダストリーズ<CF>といった銘柄が挙げられる。

BオブAのストラテジストはS&Pの産業グループをアナリスト予想の数の中央値を上回る銘柄と下回る銘柄に分けて、カバレッジの低い銘柄リストを作成した。ビーオブエーは低カバレッジ銘柄群で、株価売上高倍率（PSR）に基づきバリュエーションが割安な銘柄と資本利益率（ROC）が高い銘柄を抽出した。

BオブAによれば、低カバレッジ銘柄群のどちらの戦略も均等加重のベンチマークのS&P500指数を過去10年にわたり年間3%ポイント上回った。同じ戦略をS&P500指数を構成する全銘柄に適用した場合、バリュエーションが割安な銘柄は程度は劣るものの、それでも年間2.6%ポイントアウトパフォームし、高い資本利益率（ROC）銘柄は同期間に年間0.8%アウトパフォームしたとのことである。

アリエル・インベストメンツの副会長で投資グループ責任者のチャールズ・ボブリンスコイ氏も同様のトレンドを確認している。ボブリンスコイ氏は「情報が多いほど市場の効率性が高まるが、その逆もまた然りで、情報が少ないほど市場は非効率になり、市場で観察される価格と公正価格との乖離が大きくなる」と語る。

小型株に特に妙味があるのは、小型株の多くはカバレッジが薄く、トレーダーにも好まれないからだ。ボブリンスコイ氏は「単にアナリストのカバレッジの問題だけではない。もしトレーダーが資金を投資しなければ、価格は下がり、それを拾うチャンスが生まれるということだ」と語る。

しかし、ボブリンスコイ氏は、投資家は自分が何を買っているかを知る必要がある、と付言する。小型株は流動性が低く、カバレッジが薄い点にリスクがあると言う。ボブリンスコイ氏のお気に入りの銘柄の一つが、商用車及び産業用途向けの統合コンポーネント及びシステムの開発、設計、製造を行うフィニア<PHIN>である。「フィニアは自動車部品メーカーのボルグワーナー<BWA>からスピノフした銘柄で、買いの評価を付けているアナリストは1人だけだ。非常に割安で、楽しい銘柄だ」と話す。

ブックバー氏は現状、商業用造園サービスを提供するブライト・ビュー・ホールディングス<BV>を保有する。「米国最大の商業造園企業で、時価総額は8億ドルに過ぎないが、今年の売上高は約30億ドルに達する見込みだ。カバーしているアナリストは6名」と語る。

ブックバー氏は、アナリストが、ウォール街が無視してきた企業を発掘した時の見返りは大きい、と話す。ブックバー氏は「ウォール街が無視してきたのがひっくり返るのは、企業がもっと成功して、もっと利益をあげ、次の段階へ進む時で、その時になってようやく変化に気づくポートフォリオマネージャーが増えてくる」と指摘する。

優良株が誰もが気づく場所に隠れているとしたら、現在の強気相場はまだ上値を迫るはずだ。それこそが、投資家が見つめる努力をした上で愛することのできる非効率性なのである。

筆者は外部の寄稿者で、エミー賞受賞の金融ジャーナリスト。

By Patti Domm
(Source: Dow Jones)

5. 株式市場はメルトアップ状態にあり、短期の調整に備えるべきだ

[米国株式市場]

The Stock Market Is Melting Up. Prep for a Drop.

利下げ期待が後退する中、企業業績が市場をけん引できるかどうか重要

インフレ懸念で一時急落



DREW ANGERER/GETTY IMAGES

利下げがなくても問題ない。少なくとも株式市場にとってはそのようだ。

それまでの15週間のうち14週間が上昇という、上昇しすぎていた市場にとって、先週は最悪の週となるはずだった。1月の二つのインフレ率が予想以上に強かったことを受けて連邦準備制度理事会（FRB）が期待していたほど早期かつ頻繁には利下げを行わないとの現実投資家は目を覚まさざるを得ず、一方で、二つの小売関連指標は景気が思ったほど強くないことを示した。

それでも株式市場に対する影響は大きなものではなかった。S&P500指数は先週0.4%下落して5005.57で引けたが、15日には史上最高値を記録した。ダウ工業株30種平均は0.1%安の3万8627ドル99セントとなり、ナスダック総合指数は1.3%安の1万5775.65で引けた。小型株のラッセル2000指数は1.1%上昇して2032.74となり、債券利回りは上昇した。

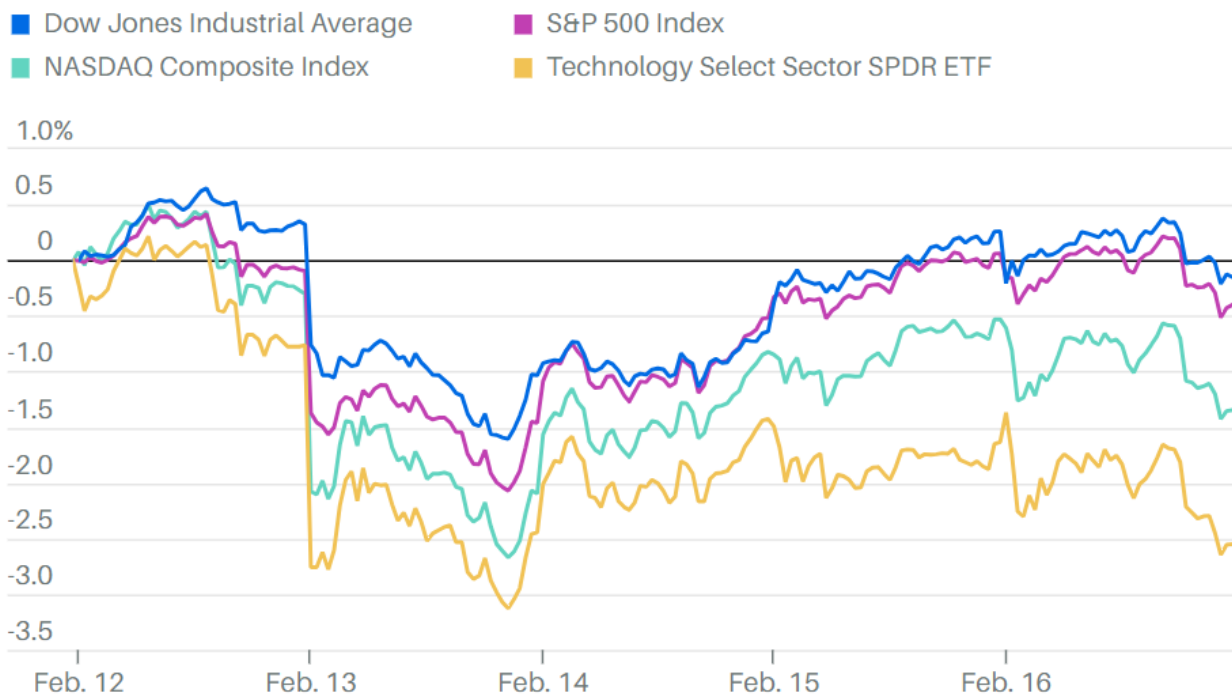
ハラハラする瞬間もあった。1月の消費者物価指数（CPI）の前月比が予想を0.1%ポイント上回る0.3%の上昇、前年同月比が3.1%の上昇となったことを受けて、13日にS&P500指数は1.4%下落した。

食品とエネルギーを除いたコアCPIの前月比は0.4%の上昇となり、前年同月比は12月と同じ3.9%の上昇で、約1年続いていた低下トレンドが破られた。16日発表の生産者物価指数も同様に予想を上回った。

これらのインフレ指標は、FRBが金融緩和を行うにはまだ物価の方向性に不確実性が高過ぎることを示唆している。市場は現在、FRBが3月と5月の会合で利下げに踏み切る可能性は低いと織り込んでおり、利下げサイクル開始の新たなコンセンサスは6月となっている。BオブA・セキュリティーズのエコノミストは、「1月のインフレ指標はFRBの様子見姿勢を裏付けるものだ。インフレが持続的に2%の目標値に戻りつつあると確信するために、FRBは根強いサービス・インフレの進展を見極めたいはずだ」と16日に書いていた。

2024年に利下げがない可能性も

Market Snapshot



Source: FactSet

たとえ1月のインフレ率の急上昇が単なる一時的なものであったとしても6月の利下げ開始見通しが楽観的であることが今後の4カ月で証明されるかもしれない。先月の小売売上高は期待外れの結果だったが、第1四半期の国内総生産（GDP）は年率3%の成長率を達成する勢いであり、労働市場では引き続き雇用が増加して失業率は4%を下回っている。DWSグループの米州担当最高投資責任者（CIO）であるデービッド・ビアンコ氏は、「投資家は、マクロ的な状況がすぐに利下げを正当化するものではなく、現在の就業者数の増加が続けば、今年は合計で2回か3回の利下げしかないことに気づき始めている」と書いている。

ドイツ銀行の米国担当チーフ・エコノミスト、マシュー・ルゼッティ氏によると、投資家は2024年に利下げが行われない可能性さえ考慮した方がいいかもしれない。そうなるためには三つの条件が必要となるが、まずFRBによるいわゆる中立金利の推定値が3.5%程度まで引き上げられる必要がある。次

に失業率が引き続き4%を下回り、他の経済データが堅調であること。最後に、FRBが選好する指標である個人消費支出（PCE）のコアインフレ率が年末時点で2.7%以上となるように、インフレが固着する必要がある。

このうち2番目と3番目の条件は1月のトレンドが継続すれば満たされるが、1番目の条件には議論の余地がある。金融政策が経済成長を加速も抑制もしない長期の中立金利を3.5%とする点に関して、12月にFRBから示された最新の経済予測では、既に3人のFRB高官がそうした見方を示していた。ルゼッティ氏は、2024年にインフレと労働市場の強さがさらに高まれば、他の当局者もこの見方に傾く可能性があるとしており、「こうしたインフレの条件は当社の基本シナリオからは程遠いものだが、最近のデータからすると、このような結果になる可能性は瑣末なものではないかもしれない」と書いている。

■ エヌビディア決算が市場センチメントの試金石

ただし、好調な経済と堅調な労働市場が企業の売り上げと利益に好影響を与えさえすれば、市場は少ない利下げにも耐えられるかもしれない。S&P500指数がCPI発表後の下落分を取り戻したことに加え、シカゴ・オプション取引所（CBOE）の「恐怖指数」とされるボラティリティ指数（VIX指数）が14ポイント強と、週初を小幅上回る水準で終わったことも、「利下げがなければ急落」という市場ではないことを示唆している。

ネッド・デービス・リサーチのチーフ・グローバル・インベストメント・オフィサーであるティム・ヘイズ氏は、「もし恐怖感（インフレ再燃の恐怖）が高まったことで株式市場が下落していたのであれば、こうした回復は見られなかっただろう。強気のタイミングに対する疑念は、インフレの再燃や経済成長の急降下といった弱気なものに対する恐怖とは区別すべきだ」と書いている。

投資家は満足感の中にあるのだろうか？そうかもしれない。先週のインベスターズ・インテリジェンスのセンチメント調査では、2021年夏以降で最も高い「強気」の割合が示された。複数の市場ストラテジストがS&P500指数の年末の目標値を引き上げている。CBOEの株式プット・コール・レシオは歴史的に見ても低い水準にあり、株価上昇を見込む投資家が下落を見込む投資家よりも多いことを示唆している。S&P500指数の12カ月先の予想株価収益率（PER）が20.5倍という割高な水準にもかかわらず、資金の流れは好調だ。

さらに、BオブA・セキュリティーズの2月のグローバル・ファンドマネジャー調査では、世界経済の成長期待が過去2年間で最も高くなり、現金残高が減少し、米国株への配分が2021年後半以降で最高となった。およそ2年ぶりに景気のソフトランディングがコンセンサスとなり、回答者の過半数が今後12カ月以内に世界的な景気後退はないとみている。ただし、インフレ上昇が最大のテールリスクと考えられている。

株価のメルトアップと行き過ぎた強気心理は、直近の高値から10%程度の下落という浅い調整が数週間以内に起こる可能性を示唆している。特に21日に予定されている半導体大手エヌビディア<NVDA>の四半期決算は、決算発表に対する市場センチメントの試金石であり、簡単に調整のきっかけになり得る。

そうなったとしても軽い調整局面で終わりそうだ。利下げが近くないということでS&P500指数のバリ

ュエーションは正当化されないかもしれないが、平均を上回る利益成長見通しがあれば正当化されるかもしれない。リフィニティブのアナリスト・コンセンサスによると、S&P500指数の1株当たり利益（EPS）は今年9%超、2025年にはさらに13%増加すると予想されている。

UBSウェルス・マネジメントでマルチアセット戦略責任者を務めるエヴァン・ブラウン氏は「堅調な経済見通しが上向き、企業が安定した利益成長を実現できるとの確信を投資家が高める時にリスク選好とバリュエーションが上昇する。現在の投資環境がまさにそれだ」と書いている。

こうした環境であれば、株価は上昇し、右肩上がりになるはずだ。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

6. メディア企業IACは過小評価されている

[ハイテク]

This Tech Stock Bargain Is Waiting to Be Found. Just Bring a Calculator.
SOTP分析は20%の上値余地を示唆

40年にわたり事業再編を繰り返しながら成長



GAMMA-RAPHO/GETTY IMAGES

このところのハイテク企業の決算発表で明らかになったことが一つある。それは、ウォール街が明らかに過小評価している銘柄が存在するということだ。

その銘柄とは、子会社を通じてインターネットおよびメディアサービスを提供する持株会社IAC<IAC>だ。資産ごとに評価額を算出し、それらを積み上げて企業価値を評価するサム・オブ・ザ・パーツ（SOTP）分析を適用すると、企業価値は現在の時価総額を優に上回る。

IACは、パラマウント映画や20世紀フォックスの会長兼最高経営責任者（CEO）を歴任し、映画界の大物として知られるバリー・ディラー氏によって創業されてから40年近くにわたり、事業再編を繰り返して現在に至っている。1986年にシルバー・キング・ブロードキャスティングとして設立された当初はショッピング専門番組を放送するテレビ局を所有していたが、その後ケーブルTV放送網を買収して社名をUSAネットワークスに変えた。さらに、事業の中核をインターネット事業に移行させる中で社名をUSAインタラクティブ、インタラクティブコープ、IAC/インタラクティブ、そして現在のIACへと変えてきた。

時価総額には手元現金と保有証券しか反映されていない

IACは、プライベートエクイティ企業、ベンチャー企業、ミューチュアルファンドで構成される珍しい形態の企業グループだ。かつてその傘下にあった企業には、オンライン旅行予約サイトのエクスペディア<EXPE>やトリップアドバイザー<TRIP>、マッチングアプリのマッチ・グループ<MTCH>、チケット販売会社のチケットマスター、動画共有サイトを運営するヴィメオなどがある。

2015年6月にIACのCEOに就任したジョーイ・レビン氏は株主宛ての書簡を四半期ごとに公表している。最新の書簡で、IACの株価が低過ぎる理由について次のような説得力のある主張をしている。「当社の時価総額は依然として、保有する現金と上場有価証券の合計額とほぼ同等です。これは実質的に、IACの他のすべての資産には価値がないことを示唆しています」。

IACが保有する最大の資産はリゾート運営会社MGMリゾート・インターナショナル<MGM>の株式で、持ち分比率は20%だ。この持ち分の現在の株価に基づく価値は28億ドルで、IACの時価総額である48億ドルの約54%に相当する。

IACはホームサービス会社アンジー<ANGI>の株式の84%も所有する。この持ち分は12億5000万ドルに相当する。上記二つの資産の価値を時価総額から差し引くと残りは約8億ドル。これはIACの手元流動性をやや上回る額だ。つまり、レビン氏が言うように、上記の三つを除いた資産の価値はないに等しい。

幾つかの有望な完全子会社を抱えている

IACが100%所有する企業の中で最も規模が大きいのは、週刊情報誌のピープル、家庭雑誌のベター・ホームズ・アンド・ガーデنز、金融情報サイトのインベストペディアなどの印刷物およびデジタル出版物を発行するドットダッシュ・メレディスだ。IACはドットダッシュ・メレディスの2024年通期の増収率を10%、調整後利払い・税引き・減価償却前利益（EBITDA）を最大3億ドルと見込んでいる。パイパー・サンダーのアナリスト、トーマス・チャンピオン氏によるドットダッシュ・メレディスの控えめな評価額は2025年予想EBITDAの3～5倍だが、それでも19億ドルと高い。

IACは他にもカーシェアリングサービスのトゥーローに3億5000万ドルあまりを投資し、株式の約30%を取得している。トゥーローは証券取引委員会（SEC）への新規株式公開（IPO）申請を数カ月間にわたって更新している。チャンピオン氏によるトゥーローの評価額は4億6500万ドルだ。

だが、チャンピオン氏によると、トゥーローは基本的に民泊仲介サービス大手のエアビーアンドビー<ABNB>の自動車版であり、エアビーアンドビーの株価/売上高倍率は約7倍だ。トゥーローの2024年の売上高は10億ドルを超える見通しであり、エアビーアンドビーのバリュエーションをトゥーローに適用すると、IACの持ち分には20億ドル以上の価値があると考えられる。

チャンピオン氏はさらに、IACの「新規およびその他の事業」のカテゴリの価値を6億9300万ドルと評価している。その大半は介護者マッチングサービスのケア・ドットコムの評価額である。さらにチャンピオン氏はIACの不動産価値を3億ドルと予想する。その大半はニューヨーク本社によるものだ。

チャンピオン氏の推定評価額の中央値を使用してすべての資産の価値を合計すると、IACの企業価値は

59億ドルとなり、時価総額48億ドルに対してかなりのプレミアムがあることになる。

チャンピオン氏はIACの企業価値を1株当たり68ドルと評価している。これは、直近の株価に対して20%の上値余地があることを示唆している。チャンピオン氏はできるだけ保守的に評価していると言う。IACは長期的にはすべての資産を売却するだろう。そしてより多くの掘り出し物を手に入れるためにM&Aを仕掛けるだろう。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

7. 株価が天文学的な水準に達した理由とは Stock Prices Are Astronomical. How They Got So Costly. 株式分割の減少が一つの要因

[コラム]

ネバー・ランディング経済



TAYLOR GLASCOCK/BLOOMBERG

われわれは皆、1) 金利は長期にわたり高止まりするだろう、2) 米連邦準備制度理事会 (FRB) は5月に利下げを (すべきではないが) するかもしれない、そして3) もしかしたら、パウエル議長とFRBが (NFLのカンザスシティ・チーフスとそのクォーターバックのパトリック・マホームズのように) 形勢を逆転させ、経済は下降 (ハードランディング) を免れたかもしれないということを、受け入れられるだろうか。実際、現在の経済状況については「ネバー・ランディング (着地はしない)」という以外に適切な表現が見当たらない。2月13日に発表され

た1月の消費者物価指数 (CPI) は前年同月比3.1% (コア指数同3.9%) の上昇となり、直近 (2023年第4四半期) の国内総生産 (GDP) 成長率も前期比年率で3.3%だったからだ。

われわれは間もなく、そうした経済のプラスの面とマイナスの面の両方を経験することになるかもしれない。ピーターパンの話に登場する空想の島と響きの似た「ネバー・ネバー・ランド」 (それは、米半導体大手エヌビディア<NVDA>の株価が毎日10ドル上昇するような場所だ) のような経済シナリオを回避するには、幸運が必要だ。2月13日、消費者物価が予想を上回り、エアポケット (下降気流) 入りしたにもかかわらず、株価は上昇した。S&P500指数は史上最高値を更新し、年初来で5.4%、過去1年間で21.2%上昇した。S&P500指数の実績株価収益率 (PER) は1年前の19.97倍から22.37倍へ上昇し、一方、配当利回りは1.63%から1.44%に低下している。金融データ会社マルトプルのジョシュ・スタイガー氏によれば、市場の株価純資産倍率 (PBR) は4.61倍で過去最高を更新してはいない (2000年3月は5.06倍だった) が、平均の3.01倍を大幅に上回っている。

株価の相対的な水準だけではなく、住宅建設会社NVR<NVR>の株価が7535ドル、メキシコ料理チェーンのチポトレ・メキシカン・グリル<CMG>が2618ドル、エヌビディアが727ドルに達するなど、

絶対的な水準としても高い。この鼻血が出そうな株価の背景には何があり、なぜ懸念する必要があるのか。いずれの答えも株式分割の衰退に影響し、投資家にとって重要な意味を持っている。

■ 端株取引の普及

最近まで、株価が3桁になるかあるいは3桁に近づくと、最高経営責任者（CEO）は株式分割を実施したものだだったが、今日ではそうした必要性を感じていない。これは、3桁の株価で取引される巨大ハイテク企業だけでなく、今では製薬大手のイーライリリー<LLY>やチョコレート大手のハーシー<HSY>、医療保険会社のユナイテッドヘルス・グループ<UNH>の場合も同様だ。

確かに、「マグニフィセント・セブン（M7）」（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>、エヌビディア、電気自動車（EV）メーカーのテスラ<TSLA>）が株式分割を完全に回避するようになったわけではない。1度も株式分割を実施したことがないメタ（直近株価473.32ドル）と最後の株式分割が2003年にさかのぼるマイクロソフトを除き、2022年に1対20の大規模な株式分割を実施したアルファベットとアマゾンを含め、他の5社はすべて最近分割を実施している。

さらに、その上には株価1000ドル超のグループがある。チボトレとNVR以外では、自動車部品小売りチェーンのオートゾーン<AZO>、不動産運用会社のテキサス・パシフィック・ランド<TPL>、オンライン旅行会社のブッキング・ホールディングス<BKNG>などがあり、いずれもここ数年にS&P500指数を軽くアウトパフォームしている。株価4桁の銘柄には特別なステータスがあり、そうした銘柄の実績を際立たせる効果がある。もちろん、高株価の元祖はウォーレン・バフェット氏のバークシャー・ハサウェイだ。A株<BRK.A>は先週60万ドルの壁を突破し、現在の株価は60万7000ドル、株価が低いB株<BRK.B>でさえ403ドルだ。

S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスのシニア指数アナリスト、ハワード・シルバーブラット氏によれば、株価の高さは単なる根拠のないものではなく、データの裏付けもある。S&P500指数構成銘柄の平均株価は現在204.28ドルで、うち約73%（281銘柄）が株価100ドル超、9銘柄が1000ドルを超える。これに対し40年前は、平均株価39.06ドルで、株価100ドル越えはわずか約4%（9銘柄）、1000ドル越えはゼロだった。

1983年の平均株価39.06ドルはインフレ調整後の現在の価値では120.30ドルに相当する。株価の上昇はそれだけでは説明できないが、株式分割の急激な減少で恐らく説明できるだろう。シルバーブラット氏によれば、S&P500指数構成企業のうち株式分割を行なったのは、1983年が90社だったのに対し、昨年はわずか4社だった。

シルバーブラット氏は「かつては、人々が投資しやすい株価にしたいと常に考えていた。100株単位で買うため、株価が高いと手が届かなかったからだ」と話す。株式分割は、企業の時価総額に影響しないにもかかわらず、市場を動かすイベントだった。シルバーブラット氏は「株式分割が発表された時にその株式を買えるように、ポケットベルを持たされていたものさ。株式分割は企業側の自信の現れであり、株価の下支えとなるという確信があった」などと語る。シルバーブラット氏とS&Pにとっては残念なことに、株式分割は減少した。

理由の一端は株式分割のコストにあるが、より重要な要因はテクノロジーだ。端株取引が登場したことで、今やどんな株式でも、その100ドル相当分を電話で購入できる。端株取引の成長は緩やかだった。最低20ドルの投資で端株の購入を可能にしたバイアンドホールド・ドットコムは2000年のITバブル崩壊で破綻した。フィンテック企業のソーファイ・テクノロジーズ<SOFI>、ネット証券会社のインタラクティブ・ブローカーズ・グループ<IBKR>やチャールズ・シュワブ<SCHW>、大手資産運用会社のフィデリティ・インベストメンツなどが端株取引を可能にしたのは、その20年後だ。端株取引は、人々が自宅にこもり株式取引やオンライン・ギャンブルばかりしていた「ミーム株」時代の到来でブームを迎え、プリンストン大学のバートン・マルキール名誉教授（『ウォール街のランダム・ウォーカー』の著者）が端株を「悪魔の道具」と呼ぶに至った。

株式分割反対派の増加

さて、バフェット氏に話を戻そう。大昔にバークシャーの株式は決して分割しないと断言したバフェット氏だったが、1990年代半ばに株価が2万ドルに達し、分割に関する質問が増加した。1995年の年次株主総会で質問を受けたバフェット氏は「可能な限り投資志向の株主を引き付けたいと考えている。

（株式を分割すれば）今のような水準の洗練された、目的を一にする株主基盤を維持できなくなる」と回答したが、バークシャーの高株価が相続計画や贈与を「厄介ないし不利なもの」にしていることを認めた。それから間もなく、バフェット氏は株式分割ではなく、株価を下げたB株の提供を決定した。1996年の年次報告書でバフェット氏は「バークシャーに似せたユニットトラストが設立され、他の企業には決して再現することができないバークシャーの過去の実績を利用して善良な投資家を誘い込み、高い手数料を請求することになる懸念への対処だ」と説明した。バフェット氏は、そうした商品が増殖し、バブルにつながることを恐れていた。

株式分割をしないことについて、長い間、バフェット氏に続く動きはほとんどなかったが、次第にシリコンバレーで普及するようになった。その端緒となったのは、恐らくグーグルの共同設立者ラリー・ページ氏およびセルゲイ・ブリン氏とバフェット氏との間の会話だったのだろう。ニューヨークタイムズのリポーター、マイク・アイザック氏は著書『スーパーパンプト／Uber - 破壊的ビジネスを創った男』で、ブリン氏とページ氏は会社の経営権を失うことを恐れ、株式公開に消極的だったが、バフェット氏がバークシャーには2種類の種類株があると説明したことで、考えを変えたと書いている。ページ氏とブリン氏はバークシャーの有名なオーナーズ・マニュアルまで真似て、2004年の新規株式公開（IPO）のグーグル株主向け『オーナーズ・マニュアル』で「長期的な株主となり、利益目的でグーグルの株をIPO直後に売却するようなことは期待しないで欲しい」と述べている。グーグルの共同設立者はバフェット氏の株式分割嫌いも採用した。グーグルは10年にわたり株式分割を行わず、その間に株価は10倍になった。

株式分割は、ダウ工業株30種平均（NYダウ）にとっては、今でも大きな影響がある。S&P500指数は企業の時価総額で加重されているが、NYダウは株価で加重されており、株価が上昇すれば指数に占めるウエートも増加する。現在、ユナイテッド・ヘルス（株価521.55ドル）とマイクロソフト（同404.06ドル）のウエートが最も大きい。もしNYダウ構成企業が株式分割を行えば、当該企業のウエートが下がるだけでなく、波及効果も起こり得る。例えば、アップルが2020年に1対4の株式分割を行ったが、アップルのウエートが10%から2.7%に低下しただけでなく、NYダウに占めるハイテクセクターの比率も低下した。それが顧客情報管理（CRM）サービス大手セールスフォース<CRM>がNYダウに追加された理由だとみる向きもある。

NYダウ構成銘柄で次に株式分割を予定しているのは、2月26日に1対3の分割を行う小売大手のウォルマート<WMT>だ。ダグ・マクミロンCEOは、株式分割について、「（創業者の）サム・ウォルトンは、端株ではなく1株の株価を全従業員の手が届く水準に維持することが重要だと考えていた。当社の成長と将来の計画を踏まえ、株式を分割し、将来にわたり当社従業員の参加を促す好機と判断した」と語った。

アップルの株式分割の時と同様に、ダウはウォルマートの株式分割をNYダウの構成を見直す好機と捉え、薬局チェーン大手のウォルグリーン・ブーツ・アライアンス<WBA>を外し、会員制量販大手のコストコ・ホールセール<COST>や、アルファベット、あるいはアマゾンに指数に加えるかもしれない（最後の2社は1対20の株式分割を最近実施している）。

最後に、シルバブラット氏の話に戻り、ウォルマートについて考えてみたい。マクミロンCEOは、株価に近い将来大幅に下げると考えていたら、従業員に勧めたり、創業者のサム・ウォルトン氏を引き合いに出したりしただろうか。

By Andy Serwer
(Source: Dow Jones)

8. なぜ投資家は米国市場に賭けるべきなのか Why the U.S. Stock Market Is the World's Best Bet グロース株重視で他の株価指数を凌駕

[米国株式市場]

この1年でS&P500指数を上回ったのは日経平均だけ



MICHAEL M. SANTIAGO/GETTY IMAGES

あなたが（「オズの魔法使い」の）ドロシー・ゲイルであれ、一人の米国株式投資家であれ、我が家に勝るものはないことは真実だろう。

現時点で、米国株のパフォーマンスの良さを思い出す必要はないはずだ。S&P500指数は過去1年間で28%のリターンを上げた。同じ期間に、ストックス欧州600指数のリターンは8%、カナダのS&Pトロント総合指数は6%、英国のFTSE 100種総合株価指数（FTSE100）はマイナス1%、中国の上海総合指数に至ってはマイナス10%だ。

日本銀行が政策金利の目標をゼロ%以下に抑え、円が対米ドルで下落する中、日経平均株価だけがこの1年でS&P500指数をアウトパフォームした。しかし、日経平均が34年前につけた史上最高値をまだ2%ほど下回る一方、米国株式市場は過去最高値を頻繁に更新している。

日経平均のアウトパフォームを受け、多くの専門家は米国の例外的状況の終りが近いと論じている。現在、S&P500指数の2024年予想株価収益率（PER）は21倍である。これに対して日経平均は20倍、ストックス欧州600は13倍、FTSE100は11倍となっている。しかし詳しく見ると、米国以外の株式は

見た目ほど割安ではない。

バリュエーションの差と最近のリターンの差は、各取引所でどのような企業が取引されているか、また株価指数の構成に大きく関係している。S&P500指数はグロース株比率が高く、時価総額の約37%をテクノロジーセクターが占めている。株価指数の構成上位を占めるのは少数の割高な超大型銘柄だ。

時価総額の28%をハイテクが占める日経平均は、ハイテクセクターが最近アウトパフォームしているためバリュエーションが高くなっている。ところが、ストックス欧州600のトップセクターは金融（19%）、次いでヘルスケア（14%）、インダストリアル（13%）だ。FTSE100も同様で、金融が17%に対してハイテクは6%にすぎない。米国よりもバリュー株と景気敏感株に対するエクスポージャーが多く、バリュエーションの差を説明するのに大いに役立つ。

力強い経済も米国株の強み

これは、米国株が他の先進国株に対して優位を保ち続けることを正当化する環境である。そもそもS&P500指数は、他の先進国の株価指数に見られない人気のグロース株が中心であり、そうした傾向が変わらない限りアウトパフォームし続けるだろう。

JPモルガンのチーフ・マーケット・ストラテジスト、マルコ・コラノビッチ氏は、「市場が狭く過度に集中し、ハイテク株主導であり続ける限り、米国はユーロ圏に対して優位に立ち続ける可能性が高い。われわれは、サイクリカルバリュー株よりもクオリティグロース株を引き続き選好している。このこと自体がユーロ圏よりも米国を引き続き選好していることを意味する」と記している。

しかし、投資家の選好が変わったとしても、米国は引き続きアウトパフォームするはずだ。というのも、金融やインダストリアル、その他セクターが上手くいくためには力強い経済が必要であり、2023年の国内総生産（GDP）が前年比2.5%成長した米国は、最も健全な成長を遂げているからである。世界第4位と第6位の経済大国である日本と英国は2023年下半期に2四半期連続でマイナス成長となり、リセッション（景気後退）入りと見なされるようになった。また、ユーロ圏の2023年の成長率はプラス0.1%にとどまっている。

米国では米連邦準備制度理事会（FRB）による高金利の長期化に話題が移っているが、欧州と英国では経済が低迷する中でインフレ率が低下しているため、中央銀行はより早期の利下げの軌道にあるとみられる。こうした結論により、米国以外の株価指数は52週高値圏を維持しているが、状況は明らかに複雑だ。

しかし、経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）の相違は、米国企業による基本的で持続的なアウトパフォームを示唆し、バリュエーション上昇の支えとなっている。時には米国志向であることも意味があるようだ。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

9. アップルの軌跡をより速く進むエヌビディア Nvidia Is Playing the Same Game as Apple, Just Faster 四半期決算発表を控え市場の期待高まる

[投資戦略]

時価総額で米企業3位に、指数好調もけん引



COURTESY OF NVIDIA

筆者は先週、ある強気筋から「半導体大手のエヌビディア<NVDA>は人工知能（AI）界のアップル<AAPL>だ」と説明されたが、これは好意的に捉えていいらしい。株式分割調整後の株価が5年間で約18倍に上昇し、データセンターの売上高が過去1年間で推定3倍になったエヌビディアには、前向きな予想をさらに上回る余地がまだあるかもしれないという意味だからだ。

エヌビディアは時価総額でアマゾン・ドット・コム<AMZN>とグーグル親会社のアルファベ

ット<GOOGL>を抜き、今月、S&P500指数構成企業でアップルと現在トップに位置するマイクロソフト<MSFT>に次ぐ第3位に浮上した。時価総額1兆8000億ドルは指数全体の4%超に相当し、株価の上昇が指数のリターンに及ぼす影響は大きい。S&P500指数の過去1年間のリターン（22%）にも大きく貢献した。筆者には、指数上位20社のうち、エヌビディアが成し遂げた1年で224%の株価上昇に匹敵する可能性を秘める企業が思いつかない。ホームセンター大手ホーム・デポ<HD>には不安材料が多い。JPモルガン・チェース<JPM>は、最高経営責任者（CEO）のジェイミー・ダイモン氏でさえ、そうは思わないだろう。

エヌビディアは21日の引け後に第4四半期の決算発表を控えているが、前述の強気筋によれば、その際、「針に糸を通す」必要があるという。気になるところだが、針の話の前にアップルについて話そう。

アップルに強気なメリウス・リサーチのアナリスト、ベン・ライツェス氏は、UBSに勤務していた2004年1月にアップルの投資判断を「中立」から「買い」に引き上げた際のレポートのコピーを額に入れて今でも持っている。2004年はiPhone（アイフォーン）がデビューする何年も前になるが、ライツェス氏はiPod（アイポッド）の勢いや小売りの収益性の高さなどに基づき「買い」と評価し、目標株価は株式分割調整後で17セントとした。

アップル推しのアナリストが太鼓判

ライツェス氏は10カ月前にメリウスに入社し、最初の仕事はエヌビディアのカバレッジを「買い」で開始することだった。そのレポートの準備には3カ月を要し、その間も株価は上昇を続けた。ライツェス氏の現在の目標株価は最近の水準に24%上乗せした920ドルで、エヌビディアは「30/30の時期」に突入していると説明する。これは、数年後には1株当たり利益（EPS）が30ドルを超え（昨年の予想の2倍超に相当）、株価はEPSの30倍まで上昇することを意味する。

アップルとエヌビディアの第一の類似点は、最終市場が従来の予想よりも拡大している点だ。iPhoneはカメラ、ビデオカメラ、留守番電話、PDA（パーソナルデジタルアシスタント）に取って代わり、スマートフォンは日常に欠かせない遍在的（ユビキタス）な存在の地位を得た。エヌビディアは、AIアプリに必須のサーバー高速化を可能にする半導体の製造を担う。AIの強みの一つは膨大なデータの海から自身を有用にする新しい方法を見出すことであり、AIアプリは着実にソフトウェアやサービスに入り込んできている。

ここですべて、あるいはほぼすべてのサーバーが将来、高速化の必要に迫られるのかという疑問が生じるが、ライツェス氏は「高速化されていないサーバーは、10年以内にデータセンターの従来型携帯電話（ガラケー）的な存在となるだろう」と言う。12月、エヌビディアのライバルである半導体大手のアドバンスト・マイクロ・デバイシズ（AMD）＜AMD＞は、メモリーを含むAIアクセラレーターの2027年の獲得可能な最大市場規模（TAM）の予想を、その半年前に示した1500億ドルから4000億ドルに引き上げた。この数字は、両社とも成功するための十分な余地があることを意味する。

リードタイムが大幅に短縮

第二の類似点は、エヌビディアが開発した画像処理装置（GPU）プログラム開発プラットフォームの「CUDA」にある。インターネットのパイオニアであるマーク・アンドリーセン氏は2011年のコラムで「ソフトウェアが世界を飲み込んでいる」と語ったが、なぜ今、半導体企業がS&P500指数の上位を占めているのか不思議に思う人もいるだろう。しかしエヌビディアは実はアップルと同じソフトウェア企業であると言える。CUDAは、エヌビディアの半導体を最適化し、顧客がアプリケーションを構築できるようにするソフトウェアのプラットフォームだ。そのモデルライブラリや専門家から成るネットワークは、簡単に真似できるものではない。筆者は自身のiPhoneのプロセッサ速度やピクセル数には疎いのだが、これまで3年ごとにiPhoneを買い替えても、2万3000枚の家族写真や4300本の動画を新しい機種に移行する必要はない。データサイエンティストらがエヌビディアの印象的な半導体スペックについていかに感じているか、控えめに言っているつもりだが、皆さんには分かっていただけるはずだ。

第三の類似点は、アップルがアプリの販売やサブスクリプションで利益を得るのと同様に、エヌビディアのソフトウェアは、継続的なサービス提供により売上高拡大を可能にしている点だ。ライツェス氏は「アップルは20年を要したが、エヌビディアは2年でアップルに例えられるようになった」と語る。

さて、ここからは針の穴に糸を通す話になるが、ウォール街のコンセンサス予想では、エヌビディアの第4四半期の売上高は203億ドルで、うち、データセンター事業が168億ドル、ゲーム事業が27億ドルと大半を占める。エヌビディアは過去3四半期とも予想を二桁上回る結果を示しており、各アナリストは直前になって予想を引き上げている。UBSのアナリスト、ティモシー・アーキュリ氏は先週、208億ドルから230億ドルに予想を引き上げたが、顧客と議論した結果、エヌビディアの半導体のリードタイムが「大幅に改善された」との結論に至ったとしている。

製品が顧客の手元に届くまでの所要時間を示すリードタイムの長期化は厄介だ。製造段階の遅れが原因になることもあれば、旺盛な需要が引き起こす場合もある。エヌビディアの場合はその両方だ。ここで詳しく説明はしないが、台湾積体回路製造（TSMC）＜TSM＞や他のメーカーでは、半導体の先進パッケージング技術（CoWoS）の極度の生産能力不足が続いていたが、ここへ来て新しい生産能力

が稼働し、リードタイムが崩壊した（大幅に短縮化された）と考えられている。

しかしエヌビディアは、これが悪い意味ではなく、良い意味での崩壊であることを針孔に糸を通すように投資家に注意深く説明する必要がある。UBSは第1四半期の売上高を250億～260億ドルと予想している。われわれのインデックス・ファンドの未来のためにも、エヌビディアが巨大なTAMと収益性の高いサービスについて高らかに語ってくれることを期待したい。

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]

Stocks Fuel a Rare Win for Small Over Big in Endowments
株高が小規模大学基金の好成績を後押し

資産運用における意外な展開



ILLUSTRATION BY ELIAS STEIN

若き羊飼いだビデが巨人ゴリアテを打ち破ることはまれである。しかし、2023年6月30日までの12か月間、資産額が5000万ドル未満の大学基金は平均9.8%のリターンを上げ、平均2.8%だった50億ドルを超える基金よりも高い成績を収めた。この期間におけるS&P500指数のリターンは19.6%だった。

ここでS&P500指数を持ち出すのは公平ではない。株式は基金全体のわずか12.5%を占めるにすぎず、基金規模が大きくなるほど、より流動性の低いオルタナティブ戦略（プライベートエ

クイティ、ヘッジファンド、ベンチャーキャピタル）に多くの資金が投入される可能性が高い。2023年、これらの戦略のリターンはゼロかややマイナスになった。小規模基金は比較的多くを株式に配分する傾向がある。全米大学実務者協会（NACUBO）と共に調査を行った資産管理会社コモンファンドの最高経営責任者（CEO）マーク・アンソン氏は、「上場株式に配分した割合が多いほど、収益が上がった」と述べている。

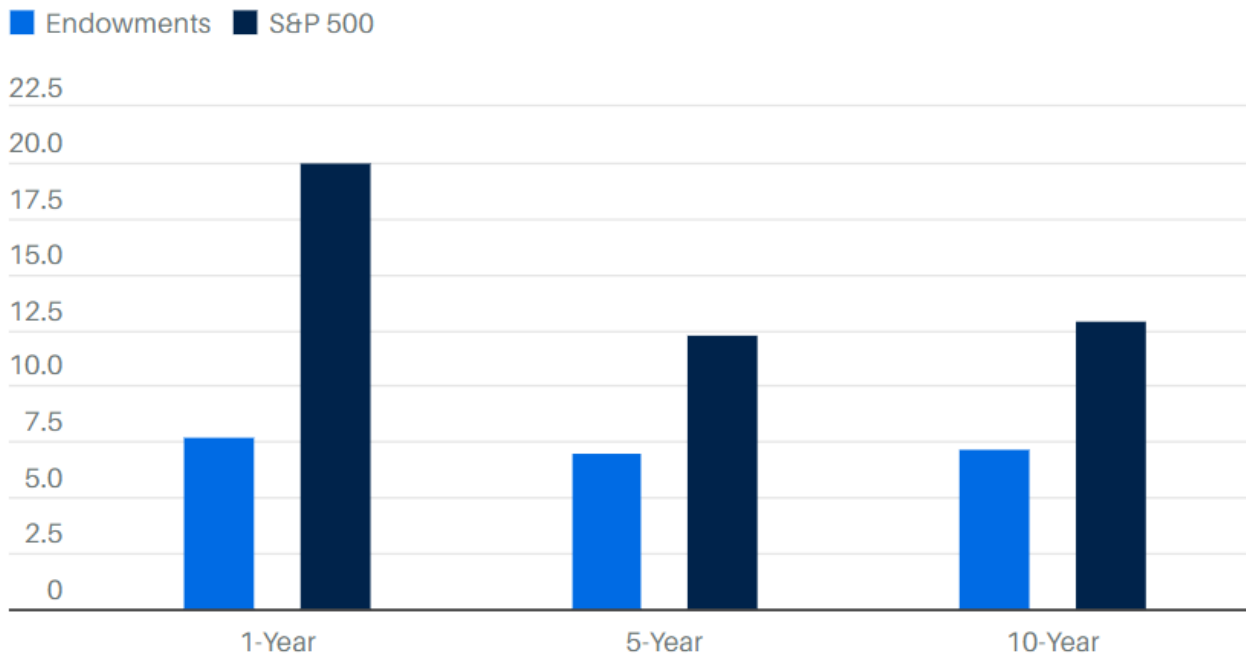
資産額507億ドルのハーバード大学はこの期間、2.9%の収益を上げた。これはA評価ではないが、落第でもない。オルタナティブ戦略はしばしば後で上場市場のパフォーマンスに追いつく傾向にある。過去10年間にわたるの大規模基金の平均リターンが9.1%であるのに対し、すべての基金の平均リターンは7.2%であった。

しかし、これらすべての基金は共通して、奨学金や助成金などの経済支援を中心とした費用の増加という問題を抱えている。教育機関はこの期間に基金から前年比8.4%増加の284億ドルを引き出した。その一方で寄付金は142億9000万ドルから133億ドルに減少した。

先週の出来事

No Match

University endowments' performance lags behind the S&P 500



Sources: National Association of College and University Business Officers, Commonfund

株式市場

先週は人工知能（AI）分野で評価されている半導体大手エヌビディア＜NVDA＞が時価総額でアマゾン・ドット・コム＜AMZN＞を上回ったことに始まり、英半導体設計大手アーム・ホールディングス＜ARM＞は一時、前日比67%まで上昇した。暗号資産（仮想通貨）ビットコイン（BTCUSD）は、5万ドルと突破した。英国と日本が景気後退に陥った。2024年1月の消費者物価指数（CPI）上昇率は前年同月比3.1%で、市場予想の同2.9%を上回った。エネルギーと食品を除くコア指数は同3.9%と昨年12月から変わらず。株価は急落し、その後反発したが、2024年1月の米生産者物価指数（PPI）の急上昇で再び下落した。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は0.11%、S&P 500指数は0.42%、ナスダック総合指数は1.34%それぞれ下落した。

企業動向

アクティビスト（物言う株主）として知られるカール・アイカーン氏が米格安航空会社ジェットブルー・エアウェイズ＜JBLU＞の株式10%を取得し、取締役を送り込むことを求める可能性がある。米配車サービスのリフト＜LYFT＞の決算報告書に誤りがあり、2024年の予想利益率が過大に報告された。米配車サービス大手ウーバー・テクノロジーズ＜UBER＞、同業のリフト およびオンデマンドフードデリバリーサービス大手ドアダッシュ＜DASH＞のドライバーらが、報酬に抗議するためにバレンタインデーにストライキを行った。エンターテインメント・メディア大手のパラマウント・グローバル＜PARA＞は、記録的な視聴率となったスーパーボウル放送後に800人を解雇した。バークシャー・ハサウェイ＜BRK.A＞は、パラマウント・グローバルと最大の保有株であるアップル＜AAPL＞の株式売却を発表。ネットワーク機器大手のシスコシステムズ＜CSCO＞は、従業員の5%に当たる4000人の人員削減を発表した。

M&A（合併・買収）等

・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＞は同業のエンデバー・エナジー・パートナーズを株式と現金合計260億ドルで買収することで合意した。両社とも主要な石油・天然ガス産地であるパーミアン盆地で操業している。・プライベートエクイティのEQT＜EQT＞を含む投資家グループは、仏新興デジタル音楽会社のビリーブ＜BLV.パリ＞を16億4000万ドルで買収することで合意した。

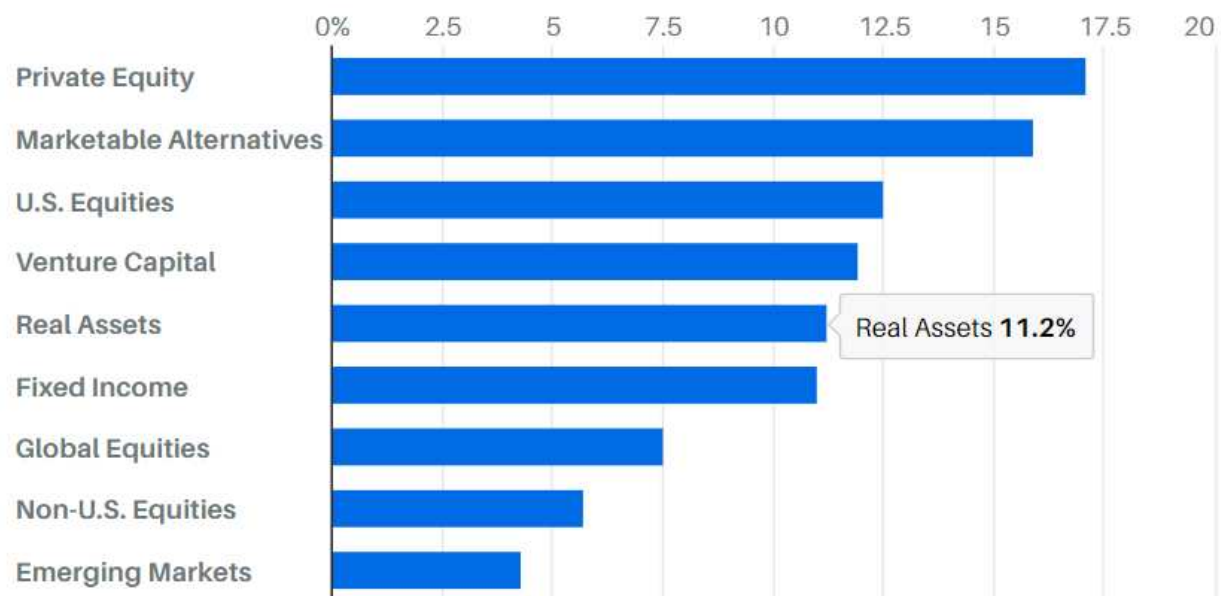
・ウォール・ストリート・ジャーナルによると、小売り大手ウォルマート＜WMT＞はテレビメーカーの米ビジオ・ホールディング＜VZIO＞の約20億ドルでの買収に向け交渉中である。

・米製薬会社ギリアド・サイエンシズ＜GILD＞は、肝臓疾患専門のバイオ医薬品企業であるシマバー・セラピューティクス＜CBAY＞を43億ドルで買収すると発表した。

今週の予定

Going Private

Average asset allocations of university endowments favor private investments



Note: data as of fiscal year ended June 30, 2023.

Source: National Association of College and University Business Officers, Commonfund

2月19日（月）

米株式市場および債券市場は大統領記念日の祝日で休場。

2月20日（火）

ホームセンターチェーン大手のホーム・デポ＜HD＞とウォルマートが寄り付き前に2024年度第4四半期の決算を発表。

2月21日（水）

米連邦準備制度理事会（FRB）は1月下旬に行われた米連邦公開市場委員会（FOMC）会合の議事要旨を公表。会合では、フェデラルファンド（FF）金利を5.25～5.50%の数十年来の高水準で据え置く と決定。FRBは公表されたFOMC参加者による経済予測サマリー（SEP）で、2024年末までに0.25%

ずつ3回の利下げを予想している。トレーダーはFOMC前に0.25%ずつ最大6回の利下げを織り込んでいたが、現在は4回未満に減っている。

エヌビディアが2024年度第4四半期決算を発表。S&P500指数の過去1年間の上昇の大半が、AIの喧伝と期待によるものだったために、恐らく年初来で最も重要な決算発表となる。AIの代表銘柄であるエヌビディアの株価は2023年に239%急騰した後で、年初来で既に47%上昇している。コンセンサス予想は、四半期売上高が204億ドル、同1株当たり利益（EPS）は4.59ドル。

By Mary Romano
(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』 2024/02/18

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