

# バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2024/07/07

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. フォードが戻ってきた、今が買い時だ - Ford Is Making a Comeback. It's Time to Buy the Stock. [注目銘柄]  
米自動車メーカーが株主還元に注力 P.1
2. 驚くほど強いドル、投資家が知るべきことは - The Strong U.S. Dollar Spells Opportunity for Investors [フィーチャー]  
S&P500指数に投資するだけで二重取り P.4
3. エヌビディアの株価高騰に乗じる安全な投資法 - These Funds Made Heady Gains. Thank Nvidia. [ファンド]  
第2四半期に大幅に値上がりしたファンドに注目 P.7
4. ミューチュアルファンドと上場投資信託のパフォーマンス対決 - The Great Fund Face-Off [ファンド]  
大型株ではETF、小型株や債券ではミューチュアルファンドが優位 P.9
5. テスラなどの、創業者が経営する企業を選好 - This Growth Investor Scores with Tesla, Spotify, and Founder-Led Firms [インタビュー]  
バロン・キャピタルのデービッド・バロン氏に聞く P.16
6. 米政治的激震と財政不安が生み出すもの - This Is What Happens When Political Turmoil Meets Fiscal Worries [コラム]  
インフレ沈静化と利下げに集まる期待 P.20
7. レッド（共和党）とブルー（民主党）とホワイトハウスの物語 - Red, Blue, and the White House: Handicapping Postelection Market Movers [投資戦略]  
米大統領選挙後の市場を予測する P.22
8. マグニフィセント・セブンも永遠ではない - The Mag 7 Aren't Unique and They Aren't 'the Market' [コラム]  
歴史の教訓は、現在の勝ち組が未来の勝ち組であることを保証しない P.24
9. 株価上昇のカギは銀行の決算 - Bank Earnings Hold the Key to More Gains [米国株式市場]  
景気次第で銀行株や市場全体に波乱も P.26
10. 映画の興行収入全体は昨年以下だが、「インサイド・ヘッド」の人気は圧倒的 - In a Down Box-Office Year, Disney's 'Inside Out 2' Dominates [経済関連スケジュール]  
今年前半6カ月の米国内興行収入は2023年を19%下回っている P.28

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

# 1. フォードが戻ってきた、今が買い時だ Ford Is Making a Comeback. It's Time to Buy the Stock. 米自動車メーカーが株主還元に注力

[注目銘柄]

## GMとの違いは株主還元策



ROLF VENNERBERND/DPA/GETTY IMAGES

株式市場がレースなら、フォード・モーター<F>は負けている。しかし、ゼネラル・モーターズ（GM）<GM>との差を縮める準備はできているかもしれない。

フォードの株価は年初来5.6%上昇しているが、GMの30%上昇とS&P500指数の16%上昇には及ばない。両自動車メーカー2社に大きな差はない。販売台数はどちらも伸びている。2024年および25年の営業利益合計で、フォードは約220億ドル、GMは260億ドルがそれぞれ見込まれている。両社とも電気自動車（EV）の販売台数を

市場全体よりも早く伸ばしている。

両社の大きな違いは、株主への資本還元計画だ。GMは23年11月29日に当初100億ドルの自社株買いを発表したが、その後、約160億ドルの自社株買いを発表、そして完了させた。これは、GMの時価総額の約30%に相当する。フォードは配当金にこだわり、四半期ごとに1株当たり15セントを支払い、3月には1株当たり18セントの特別配当を支払った。

米国の2大自動車メーカーのどちらか一方が、他方に対してアンダーパフォームすることはあまりない。モルガン・スタンレーのアナリスト、アダム・ジョナス氏は最近のレポートで、そうなった場合、たいていアンダーパフォームした方が、その差を縮めると指摘している。きっかけが必要なのだ。フォードの場合、それは簡単だ。EV事業への投資を減らし、品質を向上させ、株主還元に集中することだ。ジョナス氏は「資本規律を大きく変えることで、フォードがGMとの差を縮めるチャンスはあると見ている」と書いている。

## 期待される株価対策

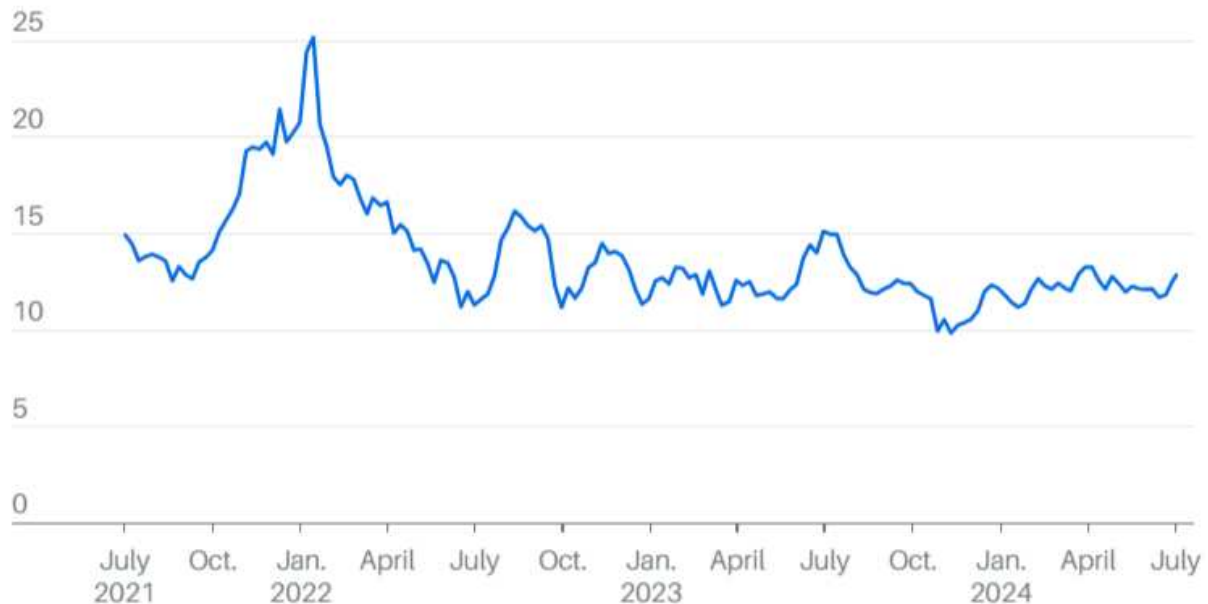
フリーダム・キャピタル・マーケットのアナリスト、マイク・ウォード氏は、フォードにGMのような自社株買いを期待するべきではないと言う。創業家のフォード一族は依然としてフォード株の議決権の40%を握っており、ビル・フォード氏が取締役会会長を務めている。フォードの現在の計画は、年間フリーキャッシュフローの40～50%を特別配当として分配することだ。

特別配当はさらに増えるはずだ。フォードは今後3年間で210億ドルのフリーキャッシュフローを生み出す可能性がある。その50%を配当すれば、1株当たり最大2ドル60セント、つまり現在の株価の20%を追加で支払うことになる。この配当金は、四半期ごとの15セントの通常の配当金に加算される。しかし、株式市場は納得していないようだ。フォード株は過去12カ月で16%下落している。ウォード氏は、フォードが株主総利回りに重点を置いていると述べつつ、希望を持ち続けている。

# Ford Motor

(F / NYSE)

\$30



Source: FactSet

かつて経営陣のボーナスは、株価動向、資本利益率、利益率、フリーキャッシュフローの目標の組み合わせに基づいて決定されていた。しかし、業績向上が必ずしも株価上昇につながるとは限らない。ここ10年間のフォードの営業利益率はその前の10年間と比べて約4%ポイント上昇している。その結果はどうか。フォードの株価は1987年と同水準だ。ジョン・ローラー最高財務責任者（CFO）は6月の投資家会議で、現在経営陣は株主総利回りに応じて報酬を得ていると述べた。

それでも、フォードは配当金支払いや自社株買い以上の措置を取る必要がある。フォードの利益率はGMを下回っており、フォードは20億ドルのコスト削減を計画している。このコスト改善の一部は品質から始まる。フォードの保証費用は毎年売上高の約3.5%に達し、GMの3%、トヨタ自動車 <7203>の1%より高い。競合他社のレベルまで改善すれば、年間営業利益がさらに10~20億ドル増加することになり、これは24年に110億ドルの営業利益を見込む企業にとっては相当な金額だ。ジム・ファーリー最高経営責任者（CEO）は4月、フォードにとって品質がいかに重要かを認め、22年型の車より23年型の品質は10%改善し、現行モデルではさらに10%向上していると述べた。

その上、大型運搬車部門であるフォード・プロは他の事業とは異なる。企業向けにトラック、乗用車、バンの販売およびサービスを手掛けるフォード・プロの第1四半期の営業利益率は16.7%だった。この業績を受けて米金融業界では、フォードがこの部門をスピナウト（分離・独立）や新規株式公開（IPO）によってどのように収益化できるか問う動きが出た。いずれも可能性は低い。フォード・プロ部門の役割は、不況下でも利益がなくなることはない投資家に確信させることだ。

## EV事業への支出削減に注目

### Key Data

| Ford Motor (F)             | Auto maker      |
|----------------------------|-----------------|
| Headquarters               | Dearborn, Mich. |
| Recent Price               | \$12.87         |
| YTD Change                 | 5.6%            |
| Market Value (billion)     | \$51.38         |
| 2024E Sales (billion)      | \$180.8         |
| 2024E Net Income (billion) | \$8.0           |
| 2024E EPS                  | \$1.95          |
| 2024E P/E                  | 6.6             |
| Dividend Yield             | 4.7%            |

E=estimate

Source: FactSet

しかし、フリーキャッシュフローの最大の改善は、フォードのEV事業からもたらされなければならないだろう。「モデルe」と称するフォードのEV部門は、従来の自動車事業とフォード・プロが合計39億ドルの利益を生み出したにもかかわらず、13億ドルの損失を計上した。モデルeは、安定した利益を生み出すだけの規模とコスト構造を満たしていない。フォードはEV事業を捨てたわけではないが、その損失を縮小しなければならない。それはEV事業への支出削減を意味する。第1四半期決算を発表した際、フォードは24年の設備投資ガイダンスの上限の範囲を80億～95億ドルから80億～90億ドルに引き下げた。これは見逃されたかもしれないが、EV事業への支出を減速させることになる。

また、好調な自動車市場はフォードを支援するかもしれない。米国の新車販売台数は、23年の約1550万台から24年には1600万台に増加するペースだ。ビーオブエー・セキュリティーズのアナリスト、ジョン・マーフィー氏は、販売台数が28年ごろに1700万～1800万台のピークに達すると見ている。フォード株を買い推奨するマーフィー氏は、市場がこうしたピークに向かう間にフォードが市場シェアを拡大すると予測している。同社は競合他社よりも品ぞろえが新しくなると見込まれる。マーフィー氏は、目標株価を現在の株価の60%超上昇の水準である21ドルとしている。

以上をまとめると、資本支出予算の削減はフォードが株価について本気で考えている最良の兆候かもしれない。投資家もそのように考えるべきだろう。

By Al Root  
(Source: Dow Jones)



## 2. 驚くほど強いドル、投資家が知るべきことは The Strong U.S. Dollar Spells Opportunity for Investors S&P500指数に投資するだけで二重取り

[フィーチャー]

### 株価指数と通貨指数の両方で強いドル



ILLUSTRATION BY RICARDO TOMAS

給料の一部を米国株のシンプルなインデックスファンドにつぎ込んでいる普通の貯蓄家の皆さん、おめでとう。この人たちは最近、株式市場の達人のように見えるだけでなく、為替にも精通しているように見える。S&P500指数は年初から約17%上昇している。この指数は時価総額の大きい企業の比重が高いのだが最近、これらの企業は偶然にも上昇率が高い。例えば、半導体大手エヌビディア<NVDA>が年初から100%超、メタ<META>（旧フェイスブック）が同40%超、アルファベット<GOOGL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>は同30%超、そ

れぞれ上昇している。

S&P500指数を勝利に導いた巧妙な方法に目を向けてみよう。S&P500指数や他の米国株投資は、間接的にドルに賭けており、ドルは年初来で上昇している。それを測る一つの方法は、米ドル指数と呼ばれるものだ。ドルに対して六つの取引通貨（ユーロ、スイスフラン、円、カナダドル、英ポンド、スウェーデンクローナ）を対象とする。米ドル指数の今年の上昇率は4%と、外国為替取引の世界ではかなり高い。

米ドル指数は半世紀以上前に作られた古いもので、意味のある変更を行ったのは一度しかない。1999年にドイツマルク、フランスフラン、ベルギーフラン、イタリアリラ、オランダギルダーに代わってユーロが導入されたときだ。現在、米ドル指数の対象は欧州に偏り過ぎている。中国人民元やメキシコペソを入れることは可能なのだ。ドルの強さは今年、これらの通貨も圧倒している。米国との取引関係の大きさに加重された、より広範な通貨の指数では、ドルが約5%上昇している。

### 米国人の日本滞在費が5年で3分の1減少

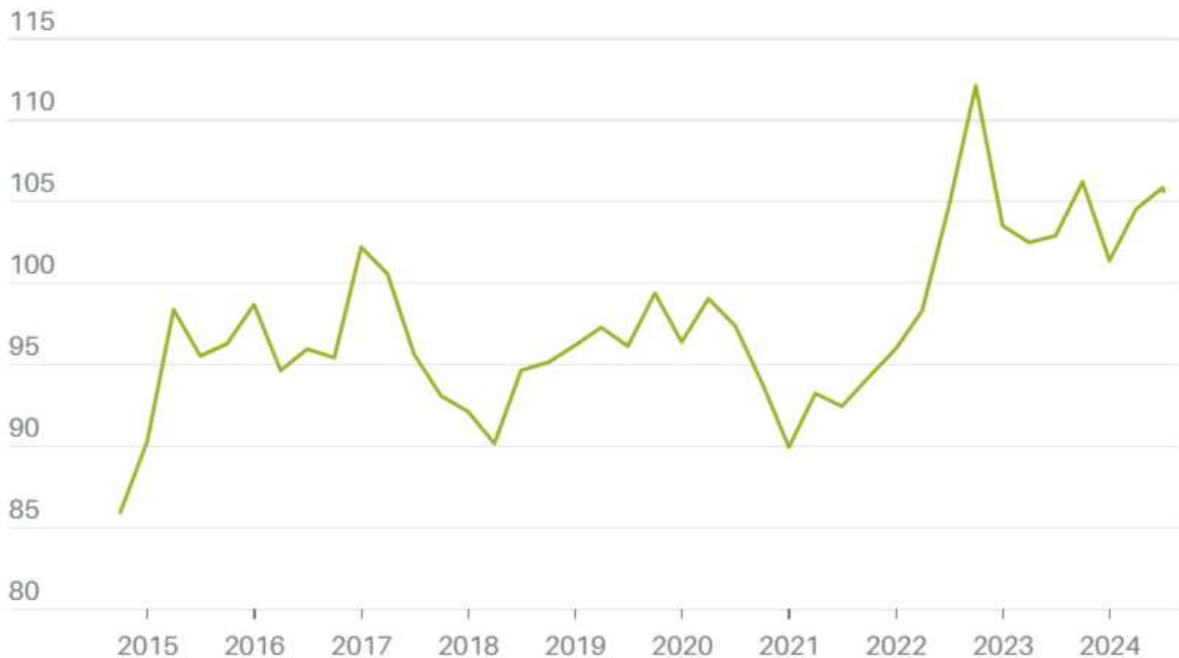
典型的なドル貯蓄者はドルでの支払者でもあるため、夏の旅行計画の場所によってはドル高の恩恵を感じないかもしれない。ただ、円は対ドルで38年ぶりの安値を付けたため、米国人旅行者の東京での1週間の滞在費は、5年前と比べて実質的に3分の1減少した。米国から日本への旅行はにわかに活況を呈しており、航空会社は直行便を増便している。

間接的にドル高は大半の消費者に有利にはたらいっている。ドル高によって輸入品が割安になり、インフレが相殺されているのだ。裏を返せば、ドル高が進み過ぎれば、米国の一部の輸出業者とそこで働く労働者は苦境に立たされることになる。こうしたことが、ドル相場が今後どうなるのか、投資家はどんな準備をするべきなのか懸念を抱かせる。それを知るためには、今年起こっていることについての説明が必要だ。

## Going Strong

The dollar's strength, shown here against a basket of currencies, is a boon for overseas travelers but hurts some U.S. exporters.

### U.S. Dollar Index (DXY)



Source: FactSet

先進国の多くは現在、経済成長を促すために金利を引き下げている。日本は例外で金利を引き上げているが、マイナス金利と比べてほとんど違いが感じられないレベルだ。米国は、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を5.25～5.50%のレンジに据え置いている。

### 利下げ後もドルは強い

ここ数年、為替投資家の間では、新興国市場のキャリートレードで簡単に利益を得る方法があった。それは、安全で成長が緩やかな国の通貨を安く借り、リスクはあるものの改善しつつある国の高利回り通貨を買うというものだ。最近、一部の新興国通貨はより不安定になっている。メキシコとインドでの予想外の選挙結果は、両国の通貨と株式市場の急落につながった。

現在注目を集めているのが、G10キャリーと呼ばれる新しい為替取引だ。この名称は国際通貨基金（IMF）における先進10カ国グループ（G10。発足は10カ国だったが、後にスイスが参加し、現在は11カ国。ただし、名称は当初から変わらず）にちなむ。先進国市場内で利回り差がこれほど大きいのであれば、あえて新興国に投資することはないという考え方で、これによる米国買いがドル高を後押しした。

米連邦準備制度理事会（FRB）は今年後半に利下げに踏み切るとの予想は大勢を占めており、そうなれば、世界の中央銀行の78%が第4四半期に利下げを実施するとみられている。つまり、利回りが低下しても利回り差はそれほど縮小しない可能性がある。JPモルガンの通貨ストラテジストは、FRBが2025年末までに5回の利下げを実施した場合でも、ドルの利回りは依然として世界の半分以上の通貨より

高い状態を維持すると見込んでいる。

JPモルガンはドルの価値が高騰しているとしながらも、当面はこのまま、あるいはさらに上昇すると予測している。ドルの価値の低下には、米国の利下げだけでなく、海外の経済成長率の加速が必要だ。大統領選での勝利の確率が上昇しているトランプ前大統領は前回の任期中に関税を導入したが、新たな関税政策ではそれを拡大し、その資金で減税を行うと主張している。関税が拡大すれば、短期的にはドル高が進行する可能性がある。

## 米株式投資よりも債券投資

一般投資家はどうするべきか。株式市場において、為替をテーマにした上値余地の小さい株式投資は避けるべきである。確かに、フランスで製造し、米国で販売している高級ハンドバッグメーカーは、利益が押し上げられるかもしれない。しかし、市場シェアを獲得しているか、他の市場ではどうかなど、他にも注目すべき要素はたくさんある。

ジャナス・ヘンダーソン・インベスターズの債券部門のグローバル責任者であるジム・シエリンスキー氏は、ここからドル相場が大きく動くことはないと予想。「ドルはまだ大丈夫だ」との認識を示す半面、「現在では上昇余地はほとんど残っていないだろう」と語る。シエリンスキー氏は、米国債の利回りが最新のインフレ率を上回り、FRBが近いうちに利下げに踏み切る可能性が高いことから、投資家は価格上昇の可能性を待つだけで十分に利益を得ていると指摘し、「忍耐強さが必要で、しばらくはレンジ相場になるかもしれない」と見ている

満期までの期間がより長期の債券を選ぶ投資家にとって、現在の米国債の逆イールドは、例えば5.5%の3カ月物から4.4%の10年物に金利が下がることを意味する。シュワブ金融リサーチセンターのチーフ債券ストラテジストであるキャシー・ジョーンズ氏は、現在、高格付け社債（イールドカーブが横ばいから上昇に向かっている）や、住宅ローン担保証券（MBS）を選好しており、どちらも利回りは5%強となっている。

## ドル高へのけん制

ケストラ・インベストメント・マネジメントのカーラ・マーフィー最高投資責任者（CIO）は、ドルの上昇が続く可能性は低いと考え、各国の中銀がドルの優位性を下げようとしている兆候を注視している。目立つのは金価格の高騰で、マーフィー氏は中銀の金購入に起因していると考えている、「必ずしも、短期的な地政学的リスクからではなく、『米ドルの支配から抜け出したい』という長期的な視点によるものだ」と言う。

マーフィー氏は、米国のアウトパフォームが長期的に続いているものの、海外の株式市場への分散を推奨。米国内では、S&P500指数の大型グロース株への偏りを相殺するために、小型株とバリュー株を推奨している。マーフィー氏によれば、利回りがそれほど高くないため、債券保有を海外に分散させることは米国の投資家にとって妙味がない。米国の債券では、典型的な債券インデックスよりも短期の債券が推奨される。長期債には、長引くインフレが利下げを制限するリスクと、財政赤字拡大と国債の利払いコスト上昇の双方による悪影響が懸念される。



マーフィー氏は「これまでの債券市場は『問題はあるが、それほど心配していない』という状況だ。だが、債券市場、具体的には米国債市場において、苦境に陥る兆候を見極めたい」と話している。

By Jack Hough  
(Source: Dow Jones)

### 3. エヌビディアの株価高騰に乗じる安全な投資法

[ファンド]

These Funds Made Heady Gains. Thank Nvidia.

第2四半期に大幅に値上がりしたファンドに注目

#### エヌビディア株を組み入れたファンドがアウトパフォーム



DHIRAJ SINGH/BLOOMBERG

米AI（人工知能）半導体大手のエヌビディア＜NVDA＞の時価総額は2024年第2四半期に3兆ドルを超えた。過去3カ月間および1年間の株価上昇率はそれぞれ37%、約200%に達した。エヌビディア株を組み入れたファンドを運営するファンドマネジャーにとって、目下の問題は、エヌビディアの株価急騰がバブルか否かである。

第2四半期のファンドのリターンを比較すると、エヌビディアなどのAI関連銘柄への資産配分を回避していたファンドやアンダーウエート

としていたファンドの大半はアンダーパフォームし、逆にオーバーウエートとしていたファンドがアウトパフォームしたことが分かる。

銘柄別にみると、ミューチュアルファンドの中で第2四半期のパフォーマンスが最も良好だったのは、エヌビディアをはじめとする半導体株へのエクスポージャーに対するレバレッジを2.5倍としている（基準価額の変動幅が元の投資対象の2.5倍になるようにデリバティブ取引を使って運用している）プロファンズ・セミコンダクター・ウルトラセクター＜SMPIX＞だった（第2四半期は31%上昇、年初来では108%上昇）。最近のエヌビディアの株価上昇に鑑みれば、これは当然の結果である。一方、上場投資信託（ETF）で第2四半期のパフォーマンスが最も良好だったのは、エヌビディアへのレバレッジを2倍としているディレクション・デリーNVDAブル2倍シェアーズ＜NVDU＞だった（第2四半期は69%上昇、年初来では300%超上昇）。

#### エヌビディア株への資産配分比率がパフォーマンスを左右

著名なファンドにおけるエヌビディアへの資産配分をみると、配分を増やしたファンドもあれば減らしたファンドもある。モーニングスターによると、バランスファンドであるバンガード・ウェリントン・ファンド＜VWELX＞（資産総額1110億ドル）は今年3月に初めてエヌビディア株を保有した。資産配分比率は1.5%だが、資産を分散させているために保有上位10銘柄に属する。バンガード・ウェリントンの株式部分を管理するダニエル・ポーゼン氏は、従来のバリュー重視の戦略からの脱却に努めている。



一方、ティーロウ・プライス・キャピタル・アプリケーション・ファンド<PRWCX>は24年第1四半期にエヌビディアへの資産配分を26%削減した。昨年12月に発行された最新の年次報告書の中でファンドマネジャーのデビッド・ジルー氏は次のように述べている。「現在、当ファンドはエヌビディア株を保有しているが、この株式がもたらす可能性のある投資成果の範囲は極めて幅広い。われわれの見解では、これからAIの波に乗る上で、エヌビディア株の保有はリスクを勘案した最良の手段ではない」。ジルー氏は、競合他社がエヌビディアの利益率を削ることを懸念している。同ファンドが直近で開示したエヌビディアへの資産配分比率は1.9%。ティーロウ・プライス・キャピタル・アプリケーション・ファンドの年初来の値上がり率は7.1%と同じカテゴリーの平均水準を上回っているが、バンガード・ウェリントンの8.2%を下回っている。

## AIブームの最大の受益者は「大型グロース株」

分散株式ファンドにおけるAIブームの最大の受益者は、第2四半期に平均で4.9%、年初来で同17.6%上昇している大型グロース株のカテゴリー（カテゴリー分類はモーニングスターによる）だ。このカテゴリーでパフォーマンスが最も良好だったのはミューチュアルファンドのHCMタクティカル・グロース・ファンドだ<HCMGX>（11.6%上昇）。ただし、経費率が2.63%と高く、ナスダック100指数の日次変動率に高い倍率で連動する投資成果を目指すプロシエアーズ・ウルトラQQQ<TQQQ>などのETFを利用して株式エクスポージャーにレバレッジを利かせることが多い。大半の投資家にとってはリスクが過度に高く割高だ。

より興味深いファンドが、第2四半期のリターンが10.4%だったフィデリティOTCポートフォリオ<FOCPX>（資産総額320億ドル）だ。エヌビディアに対する資産配分比率が4月30日時点の8.7%から5月31日時点に10.8%へ引き上げられた。この比率は、ナスダック100指数に連動するインベスコQQQトラスト<QQQ>（資産総額2850億ドル）におけるエヌビディアへの資産配分比率（7.9%）を上回っている。フィデリティOTCは、長期的にインベスコQQQトラストと張り合える数少ない大型グロース株ファンドの一つだ。年初来の値上がり率は24.9%で、インベスコQQQトラストの17.3%を上回っているが、10年間の年率換算リターンは17.9%で、インベスコQQQの18.7%を下回っている。

## 資産配分比率が高い割安なグロースETFがお勧め

フィデリティOTCよりも魅力的と思われるのが、ラージ・ブレンドのカテゴリーに分類されているバンガード・プライムキャップ・ファンド<VPMCX>（資産総額760億ドル）だ。エヌビディアへの資産配分比率は1.8%にすぎないが、糖尿病治療薬オゼンピックにより株価が急上昇しているイーライリリー<LLY>への配分比率が12.7%と高いため、このところのパフォーマンスは好調だ。

バンガード・プライムキャップ・ファンドは、フィデリティOTCと同様、魅力的な長期ファンドとなっているが、リターンはインベスコQQQトラストを下回っている。モーニングスターによると、プライムキャップ・ファンドの過去1年間の資金流出額は35億ドルに上る。

エヌビディア株を選好する投資家であれば、エヌビディアに対するエクスポージャーはインベスコQQQトラストを保有するだけで十分かもしれない。他にも、iシェアーズ・ラッセル・トップ200グロース<IWY>（エヌビディアへの資産配分比率は11.9%）や、より多様な銘柄を保有するバンガード・グロース<VUG>（同10.6%）といった他の割安なグロースETFも選択肢に入る。

投資家はエヌビディア株式を直接購入することもできるが、一つの銘柄に恋をしてはいけないというのは、米金融業界のプロフェッショナルがよく口にする警句の一つだ。おそらく投資家もエヌビディア株にほれ込むべきではない。他にも好調なファンド・カテゴリーがあるが、エヌビディアのような銘柄に対する分散投資先としては、公益事業株ほど適したものはないと考えられる。

By Lewis Braham  
(Source: Dow Jones)

#### 4. ミューチュアルファンドと上場投資信託のパフォーマンス対決

[ファンド]

The Great Fund Face-Off

大型株ではETF、小型株や債券ではミューチュアルファンドが優位

##### ミューチュアルファンドからETFへ資金流入



ILLUSTRATION BY ALBERTO MIRANDA

上場投資信託（ETF）は伝統的なミューチュアルファンドから資産を奪い続けている。しかし、パフォーマンスの観点から見ると、両者は思ったよりも互角である。

モーニングスターによると、5月31日までの12カ月間で、ETFに7650億ドルが流入した一方で、ミューチュアルファンドからは4670億ドルが流出した。これを当然の報いだという人もいるだろう。従来のファンドが投資家に過大な手数料を請求してきたのに対して、ETFはより安く、税効率が高いからだ。しかし、ミューチュ

アルファンドの構造の方が有効な投資戦略は確かに存在する。

ETFへの資金の大部分は低コストのインデックスファンドに流入しており、過去1年間の流入額は約5790億ドルに上る。しかし、もはやアクティブ運用とパッシブ運用のどちらが良いかという単純な話ではない。現在、1465本のアクティブ運用ETFが存在し、1850億ドルの新規資金が流入している。

ETFは経費が安く、税効率が高い。これはETFの構造上、「指定参加者」（ETF運用会社との間で現物株とETFのやりとりを直接行うことができる証券会社）がETF持ち分の解約を通じて、キャピタルゲインに課税されることなく、値上がりした株式をファンドのポートフォリオから取り除けることによるものだ。

対照的に、ミューチュアルファンドは、アクティブ運用マネジャーが最高の投資アイデアを秘密にしたい場合、流動性の低い証券に投資したい場合、運用資産額が大きくなり過ぎないようにコントロールしたい場合に適している。

一部の、特に大規模なアクティブ運用ミューチュアルファンド会社は、既存のミューチュアルファンド戦略のETF版を提供し始めている。ティー・ロウ・プライス・グループ<TROW>のエリック・ベ

イエル最高投資責任者（CIO）は「より低コストで、より便利に、あるいは、より税効率が高い方法で、同じマネジャーの運用サービスを受けられるなら、ミューチュアルファンドからETFに乗り換えるのは非常に合理的だ」と語る。

例えば、ティー・ロウ・プライス・ブルー・チップ・グロース・ファンド<TRBCX>とティー・ロウ・プライス・ブルー・チップ・グロースETF<TCHP>はほとんど同じだ。これらは大型株ファンドで、流動性が高い優良株に投資するため、ETFの構造が有効である。ティー・ロウ・プライスは、ETFとの構造の違いを理由に、一部の特に優れたミューチュアルファンドのETF版を設定しない可能性が高い。

戦略によっては、従来のミューチュアルファンドが勝ち続けているケースもある。この状況はETFの拡大とともに変わるだろう。以下では、モーニングスターの主要カテゴリーにおいて、ミューチュアルファンドとETFのどちらが勝っているかを紹介する。なお、本誌は過去のパフォーマンスのみを勝敗の基準とせず、将来の最適な選択肢は何かという観点を重視している。

## 大型米国株ファンド

### Splitting the Difference

While index ETFs dominate large-cap strategies, actively managed mutual funds often make more sense in less-liquid investments.

| Fund / Ticker                          | Morningstar Category | 5-Yr Return | Winner | Reason                                                                                                                                                           |
|----------------------------------------|----------------------|-------------|--------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Large-Cap U.S. Stocks                  |                      |             |        |                                                                                                                                                                  |
| GQG Partners US Select Quality / GQEPX | Large Blend          | 18.9%       | ETF    | GQG is an excellent fund, but large-cap active funds have difficulty delivering persistent performance. S&P 500 ETFs have lower fees and are more tax-efficient. |
| vs.                                    |                      |             |        |                                                                                                                                                                  |
| Vanguard S&P 500 ETF / VOO*            | Large Blend          | 15.0        |        |                                                                                                                                                                  |
| Fidelity Growth Company / FDGRX        | Large Growth         | 23.3        | ETF    | Fidelity Growth Company is terrific, but will it keep being so against this dominant index fund? It's also closed to new investors.                              |
| vs.                                    |                      |             |        |                                                                                                                                                                  |
| Invesco QQQ / QQQ                      | Large Growth         | 21.5        |        |                                                                                                                                                                  |

最大手クラスの大型株インデックスETFの成功は否定しがたい。例えば、運用資産額5410億ドルのSPDR S&P500 ETF<SPY>、そのライバルのiシェアーズ・コアS&P500 ETF<IVV>、バンガードS&P500 ETF<VOO>などだ。

しかし、ミューチュアルファンドのGQGパートナーズ米国セレクト・クオリティー・エクイティ・ファンド<GQEPX>の過去5年間の年率リターンは18.9%で、S&P500指数ETFの15%を上回り、モーニングスターの大型株ブレンド型ファンドカテゴリーでトップに立っている。さらに、経費率は0.7%でアクティブ運用ファンドとしては控えめだ。

GQGファンドの共同マネジャーであるブライアン・カースマンク氏は、約30の高クオリティー銘柄に集中投資するポートフォリオを運用している。ファンドの年間売買回転率は148%と高い。ほとんどのETFが保有銘柄を毎日報告するのに対し、ミューチュアルファンドの報告は四半期ごとである。

少数のポジションを盛んに取引するアクティブ運用マネジャーは、模倣者による「フロントランニング」のリスクにさらされている。これは、マネジャーがポジションの構築や解消を終える前に株式を売買するというもので、マネジャーにとっては取引コストの増加やリターンの低下につながる。

カースマンク氏は「当社にとって最も貴重な財産は知的財産であり、常に目を光らせている」と語り、ファンドのクローンとして透明性の高いETFを設定すべきだとは考えていない。

GQGのアウトパフォームは続くのかという疑問は妥当だ。S&P500指数をアウトパフォームするのは困難であり、過去にアウトパフォームしたファンドがその後もアウトパフォームを続けることはまれだ。

S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスは毎年、過去にさまざまなカテゴリーで上位のパフォーマンスを上げたファンドが同カテゴリーのファンドをアウトパフォームし続ける割合を発表している。直近の2023年の報告書によると、2019年に大型株カテゴリーで上位25%に入った179本のファンドのうち、59.2%は2020年も上位25%に入った。しかし、この割合は2021年には6.7%に低下し、2022年と2023年は0%だった。一方で、過去10年間に於いて、バンガードS&P500 ETFは大型株ブレンド型ファンドの90%をアウトパフォームした。

S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスの米国インデックス投資戦略責任者、アヌ・ガンティ氏は「データを見る限り、アウトパフォームし続けるのは困難であり、その要因はスキルではなく運である可能性が高い」と語る。

大型グロース株ファンドや大型バリュー株ファンドのカテゴリーでも、アクティブ運用の成功率は高くない。有名なインデックスETF、例えばグロース株ではインベスコQQQトラスト・シリーズ1 ETF<QQQ>やバンガード・グロースETF<VUG>、バリュー株ではバンガード・バリューETF<VTV>が手ごわい競争相手となっている。

従って、GQGなどの大型株ミューチュアルファンドは、ポートフォリオの分散には非常に役立つかもしれないが、主力として保有すべきはS&P500指数ETFである。

## ■ 小型米国株ファンド

小型株に関しては、ミューチュアルファンドの状況は悪くない。モーニングスターのマネジャーリサーチ担当アナリスト、アダム・サバン氏は「小型株については、ミューチュアルファンドは幾つかの理由で優位に立っているかもしれない。その一つは、ETFは募集を停止できないということだ」と語る。小型株は流動性が低く、取引が困難な場合がある。そのため、小型株ファンドマネジャーは運用資産額が大きくなり過ぎると、新規投資家の募集を停止することが多い。

もう一つの要因は、アナリストが無数の小型株を包括的にカバーしていないことだ。そのため、小型株インデックスETFは良い企業から悪い企業まであらゆる小型株に追随しており、ミューチュアルファンドにとってはアウトパフォームしやすい。モーニングスターによると、過去10年間でアクティブ運用の小型株ファンドがパッシブ運用のインデックスファンドをアウトパフォームした確率は大型株ファンドの2倍以上に上り、小型株のバリューで25%、ブレンド型で26%、グロースで41%となってい



| Small-Cap U.S. Stocks                  |              |      |             |                                                                                                                                        |
|----------------------------------------|--------------|------|-------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Aegis Value / AVALX                    | Small Value  | 18.6 | Mutual Fund | Active funds can beat index funds in small-caps, and ETFs reveal too much portfolio information and struggle with illiquid securities. |
| vs.                                    |              |      |             |                                                                                                                                        |
| Invesco S&P SmallCap 600 Revenue / RWJ | Small Value  | 15.1 |             |                                                                                                                                        |
| Hennessy Cornerstone Growth / HFCGX    | Small Blend  | 17.5 | Mutual Fund | The largest small-cap index ETF can't keep up with this active mutual fund. Nor can active ETFs in the category.                       |
| vs.                                    |              |      |             |                                                                                                                                        |
| iShares Core S&P Small-Cap / IJR       | Small Blend  | 8.0  |             |                                                                                                                                        |
| Needham Aggressive Growth / NEAGX      | Small Growth | 23.3 | Mutual Fund | Needham, despite high fees, trounces the best-performing Small Growth ETF performance-wise by a huge margin.                           |
| vs.                                    |              |      |             |                                                                                                                                        |
| Invesco S&P SmallCap Momentum / XSMO   | Small Growth | 10.9 |             |                                                                                                                                        |

る。

パフォーマンス上位のイーグリス・バリュー・ファンド<AVALX>は、わずか約60銘柄の小型株と超小型株しか保有していない。マネジャーのスコット・バービー氏は「当社は長年にわたってETF市場を観察してきたが、当社の運用をETFとして実現するのは極めて困難だという結論に至った」と語る。

バービー氏はフロントランニングだけでなく、超小型株のETF持ち分の設定と解約が可能な指定参加者が乏しいことも懸念している。バービー氏は数十年かけて、流動性の低い株式の取引を専門とするブローカーとの関係を築いており、最良の価格で取引をすることができる。ほとんどの指定参加者は優良株に重点を置いている。

他のパフォーマンス上位の小型株ファンドマネジャーも、流動性、運用資産額、透明性について同様の懸念を表明している。ニーダム・アグレッシブ・グロース・ファンド<NEAGX>のマネジャーであるジョン・バー氏は、「ETFの提供は新規投資家のためにならないと思う」と話す。同ファンドの過去5年間の年率リターンは23.3%で、小型グロース株のベンチマークをアウトパフォームしている。

モーニングスターの小型株ファンドカテゴリーで上位のヘネシー・コーナーストーン・グロース・ファンド<HFCGX>とヘネシー・コーナーストーン・ミッドキャップ30ファンド<HFMDX>の共同マネジャーであるライアン・ケリー氏も、フロントランニングを懸念している（モーニングスターは後者を小型バリュー株ファンドに分類している）。

インベスコS&Pスモールキャップ600レベニューETF<RWJ>のように、高いパフォーマンスを上げる小型株ETFもある。しかし、こうしたETFのポートフォリオは分散度が高いか、流動性が高い株式の比率が大きいはずだ。そのため、流動性や運用資産額は問題にならない。この勝負はミューチュアルファンドの勝ちだ。

## 債券ファンド

| Bonds                                      |                             |     |             |                                                                                                                                           |
|--------------------------------------------|-----------------------------|-----|-------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Leader Capital High Quality Income / LCTRX | Intermediate Core-Plus Bond | 5.3 | ETF         | Leader Capital has terrific performance, but its fees are high, and it's unclear whether it can keep beating lower-cost active core ETFs. |
| vs.                                        |                             |     |             |                                                                                                                                           |
| Fidelity Total Bond / FBND                 | Intermediate Core-Plus Bond | 0.9 |             |                                                                                                                                           |
| Fidelity Capital & Income / FAGIX          | High-Yield Bond             | 6.7 | Mutual Fund | High-yield bonds can be illiquid, so even the best-performing ETFs—like this one—can't keep up with mutual funds.                         |
| vs.                                        |                             |     |             |                                                                                                                                           |
| iShares Fallen Angels USD Bond / FALN      | High-Yield Bond             | 5.1 |             |                                                                                                                                           |

規制上の制約により、債券ETFには完全な透明性が必要だ。さらに、ETFの税制上有利な構造は、（地方債を除いて）通常は課税対象となる債券のインカムを求める投資家にとっては無価値である。

多くの大手運用会社はアクティブ債券ETFを設定している。しかし、これらの多くは、さまざまなセクターの債券に分散投資する「コア」ETFである。例えば、バンガードは昨年12月、バンガード・コア債券ETF<VCRB>とバンガード・コア・プラス債券ETF<VPLS>の2本のアクティブ債券ETFを設定した。

バンガードのポートフォリオレビュー部門責任者であるダン・レイエス氏は、2本のETFの元となった戦略が、流動的な米国債、住宅ローン、社債に投資しており、「アウトパフォームのための複数の要因を持っている」ため、ETF化することが可能だと結論付けた。

より特殊な戦略になると状況は変わってくる。ETFのブラックロック・フレキシブル・インカムETF<BINX>とミューチュアルファンドのブラックロック・ストラテジック・インカム・オポチュニティーズ・ファンド<BASIX>を見てみよう。ブラックロックの米国ウエルス部門で商品責任者を務めるジョン・ディオリオ氏は、「ストラテジック・インカム・オポチュニティーズはアンコンストレインド債券ファンドに近いファンドとして設計された。流動性が比較的低い債券やプライベート資産にも投資できる。ETFではそのようなことはしない」と語る。

小型株と同様に、債券の流動性が低くなるほど、ETF化は難しくなる。過去5年間でトップのパフォーマンスを上げたハイイールド債ミューチュアルファンドであるフィデリティ・キャピタル・アンド・インカム・ファンド<FAGIX>とブランディワイングローバル・ハイ・イールド・ファンド<BGHAX>は、競合するハイイールド債ETFを大幅にアウトパフォームしている。年率リターンは、フィデリティが6.7%、ブランディワインが6%で、運用資産額170億ドルで最大のハイイールド債ETFであるiシェアーズiBoxx米ドル建てハイイールド社債ETF<HYG>の2.8%の2倍以上だ。

ユニークなコア債券ミューチュアルファンドもある。例えば、リーダー・キャピタル・ハイ・クオリティ・インカム・ファンド<LCTRX>は、金利上昇期に高クオリティーの変動金利債券に投資したことで、モーニングスターの中期コアプラス債券カテゴリーで他ファンドをアウトパフォームしている。マネジャーのジョン・レカス氏は「（ETF化して）保有銘柄を毎日公表したくはない」と語る。

低コストのコア債券ETFとの競争が激化する中で、リーダー・キャピタルの特殊なコア債券ファンドは、補完的な保有銘柄としての合理性を増している。対照的に、ハイイールド債ではミューチュアルファンドがETFに勝利している。

## バランス型ファンド

| Balanced                              |                                  |      |             |                                                                                   |
|---------------------------------------|----------------------------------|------|-------------|-----------------------------------------------------------------------------------|
| Disciplined Growth Investors / DGIFX  | Moderately Aggressive Allocation | 13.8 | Mutual Fund | A dearth of available balanced ETFs makes mutual funds the clear choice.          |
| vs.                                   |                                  |      |             |                                                                                   |
| WisdomTree U.S. Efficient Core / NTSX | Aggressive Allocation            | 11.4 |             |                                                                                   |
| vs.                                   |                                  |      |             |                                                                                   |
| Fidelity Puritan / FPURX              | Moderate Allocation              | 11.4 | Mutual Fund | Fidelity Puritan mops the floor with the best-performing Moderate Allocation ETF. |
| vs.                                   |                                  |      |             |                                                                                   |
| ClearShares OCIO / OCIO               | Moderate Allocation              | 7.3  |             |                                                                                   |

株式と債券の両方に投資するバランス型ETFは数が少なく、全体的に見栄えがしない。多くのETF投資家はファイナンシャルアドバイザー経由であり、アドバイザーは別々の株式ETFと債券ETFを利用して資産配分の意思決定を自ら行うことを好むからだ。

ティー・ロウ・プライスのベイエール氏は「大半のアドバイザーはポートフォリオをカスタマイズすることで顧客に『付加価値を生んでいる』と思われたい。顧客に『このティー・ロウ・プライス・キャピタル・アプリケーション・ファンド<PRWCX>というバランス型ファンドは最高だ。これに投資するだけでいい』とは言いたくない」と指摘する。

残念なことに、ティー・ロウ・プライス・キャピタル・アプリケーションは新規投資家の募集を停止している。しかし、投資家を募集中の素晴らしいミューチュアルファンドは他にも存在する。これらのファンドは多額の資金流出に見舞われており、例えばバンガード・ウェリントン・ファンド<VWELX>、バンガード・ウェルズリー・インカム・ファンド<VWINX>、アメリカン・ファンズ・キャピタル・インカム・ビルダー・ファンド<CAIBX>からは、5月31日までの12カ月間でそれぞれ70億ドル以上の資金が流出した。

流出の理由はアドバイザーの関心の薄さだけではない。投資家の予定退職日に基づいて資産配分を決定するターゲット・デート・ファンドが、確定拠出年金（401k）制度においてバランス型ファンドに取って代わっているのだ。モーニングスターのアナリスト、ライアン・ジャクソン氏は「バランス型ファンドは全体的に低迷している」と語る。

それでも、バランス型ミューチュアルファンドの上位2本、すなわちディシプリンド・グロース・インベスターズ・ファンド<DGIFX>とフィデリティ・ピューリタン・ファンド<FPURX>の過去5年間の年率リターンは、資産配分が同等のターゲット・デート・ファンドとバランス型ETFを大幅に上回っている。

ディシプリンド・グロースのマネジャーは資金フローのコントロールを極めて重視しているため、ET

F版が設定されることはないだろう。しかし、過去1年間で22億ドルが流出したフィデリティ・ピューリタンはETF化の可能性がある。これについて、フィデリティのETF運用・戦略責任者であるグレッグ・フリードマン氏は「当社がETF化したいファンドは多いが、もちろん具体的な名前は言えない」と述べた。

バランス型はミューチュアルファンドの勝利だ。今のところは、だが。

## 海外株ファンド

| International                                  |                              |      |             |                                                                                                                              |
|------------------------------------------------|------------------------------|------|-------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Goldman Sachs GQG Partners Intl Opp. / GSINX   | Foreign Large Growth         | 12.0 | Mutual Fund | Markets are less efficient overseas and there are fewer competing ETFs. GQG runs this excellent mutual fund.                 |
| vs.                                            |                              |      |             |                                                                                                                              |
| Invesco S&P Intl Developed Momentum / IDMO     | Foreign Large Growth         | 12.0 |             |                                                                                                                              |
| Brandes International Small Cap Equity / BISAX | Foreign Small/Mid Value      | 13.5 | Mutual Fund | Foreign small-caps are illiquid and inefficiently priced. The best-performing ETF in this category still can't win.          |
| vs.                                            |                              |      |             |                                                                                                                              |
| Cambria Foreign Shareholder Yield / FYLD       | Foreign Small/Mid Value      | 8.6  |             |                                                                                                                              |
| Matthews EM Small Companies / MSMLX            | Diversified Emerging Markets | 12.8 | Mutual Fund | Mutual funds do better with small-caps, but will the new Matthews Emerging Markets Discovery Active ETF prove the exception? |
| vs.                                            |                              |      |             |                                                                                                                              |
| iShares MSCI Emerging Markets Small-Cap / EEMS | Diversified Emerging Markets | 9.3  |             |                                                                                                                              |

海外株ファンドでは、過去5年間でパフォーマンスが最も良かったのは小型バリュー株ファンドだ。しかし、海外株では小型株ETFの流動性と透明性の問題に拍車が掛かる。規制当局は大部分の海外株について、透明性が不十分なETFへの組み入れを認めていないため、フロントランニングは常に可能である。さらに、ほとんどの海外株指数は多くの銘柄を除外しており、これらの銘柄は往々にしてアナリストの誰もカバーしていない。そのため、アクティブ運用マネジャーにとっての投資機会が生じている。

ミューチュアルファンドのブランデス・インターナショナル・スモール・キャップ・エクイティ・ファンド<BISAX>の共同マネジャー、マーク・コスタ氏は「大きな漁場に漁師が少ししかいない。海外の小型株は約7000銘柄あるが、パッシブETF戦略はベンチマークに固執しており、ベンチマークには約3000~3500銘柄しか組み込まれていない」と述べる。

ブランデスの過去5年間の年率リターンは、海外株ファンドとしては最高の13.5%だ。海外小型株ETFでリターンが最も高いのはiシェアーズ米ドルヘッジMSCI EAFE小型株ETF<HSCZ>の9.6%だが、これはおおむねドル高によるものだ。海外大型株ファンドで特にパフォーマンスが高いのは、通貨ヘッジありのETF以外だと、アルチザン・インターナショナル・バリュー・ファンド<ARTKX>（募集停止済み）やゴールドマン・サックスGQGパートナーズ・インターナショナル・オポチュニティー



ズ・ファンド<GSINX>など、主にミューチュアルファンドである。

コスタ氏は海外小型株ファンドのETF版を設定する意向はないが、ブランドスは大型株に投資するブランドス・インターナショナルETF<BINV>を設定している。これはコスタ氏が、十分な流動性があると考えたためである。

新興国市場カテゴリーで最もパフォーマンスが高いのはマシューズ・エマージング・マーケット・スモール・カンパニー・ファンド<MSMLX>とJOHCMエマージング・マーケット・ディスカバリー・ファンド<JOMEX>で、やはり小型株ファンドである。ただし、マシューズは同戦略で透明性が高いマシューズ・エマージング・マーケット・ディスカバリー・アクティブETF<MEMS>を1月に設定している。マネジャーのビベク・タンネル氏は、ミューチュアルファンドとETFはどちらも中型株にも投資しており、十分な流動性があると述べた。

モーニングスターによると、ファンド運用会社で運用資産額が約80億ドルのマシューズ・アジアは、過去1年間で42億ドルの資金流出に見舞われている。このような環境では、たとえミューチュアルファンドの方が良い選択肢であっても、ETF設定のプレッシャーは極めて大きい。

By Lewis Braham  
(Source: Dow Jones)

## 5. テスラなどの、創業者が経営する企業を選好

[インタビュー]

This Growth Investor Scores with Tesla, Spotify, and Founder-Led Firms  
バロン・キャピタルのデービッド・バロン氏に聞く

### 創業者経営企業を好む



PHOTOGRAPH BY JONAH ROSENBERG

19本のファンドで総額約430億ドルを運用するバロン・キャピタルは、ニューヨークの5番街に位置するゼネラル・モーターズ・ビルの高層階にオフィスを構えている。窓の外に広がるニューヨークの眺望はめったに見られるものではなく、バロンのような資産運用会社もそれほど多くない。同社は創業者が率いる成長企業の4~5年後の資産価値を試算し、割安で取引されている場合に大きく投資することが多い

電気自動車（EV）メーカーのテスラ<TSLA>は、バロンの投資を代表する一社だ。バロンは1720万株（発行済み株式の0.5%）を保有しており、最近の株価に基づく評価額は約42億ドルとなる。

デービッド・バロン氏は、バロンの創業者ロン・バロン氏の長男で、弟のマイケル氏とともに同社の経営を担う。マンハッタンで育ち、アトランタのエモリー大学に入学、投資銀行ジェフリーズでアナリストとして働いた後、コロンビア・ビジネス・スクールで経営学修士号（MBA）を取得した。バロンには2005年に入社し、現在は共同社長兼ポートフォリオマネジャー。運用資産14億ド

ルのバロン・フォーカスト・グロース・ファンド<BFGFX>を共同運用している。

バロン・フォーカスト・グロース・ファンドのパフォーマンスは、過去3年、5年および10年にラッセル2500グロース指数を優に上回っている。バロン・フォーカスト・グロースに1996年の設定時に1000ドルを投資していれば、現在価値はほぼ3万1000ドルになっている。S&P500指数の場合は、投資した1000ドルの現在の価値は約1万3000ドルだ。

本誌は最近、バロンの投資哲学と、テスラ、英国の履物大手ビルケンシュトック・ホールディング<BIRK>、ルクセンブルクに拠点を置くデジタル音楽ストリーミングサービスのスポティファイ・テクノロジー<SPOT>といった選好銘柄について話を聞いた。

本誌：現在の株式市場について、どのように感じているか。

バロン氏：市場は過去最高水準にあり、人々はこれ以上上昇できないと考えているが、私の考えは違う。待機資金の額は莫大（ばくだい）だ。来年にかけて金利が低下すれば、プライベート・エクイティ（PE、未公開株）投資が戻って来るだろう。資産運用会社のブラックストーン<BX>は、2000億ドルの投資用資金を抱えており、同業のアポロ・グローバル・マネジメント<APO>は1000億ドルを用意している。2社だけでもそれほどの額に及んでおり、プライベート・エクイティ会社は投資機会を待ち望んでいるに違いない。

多くの銘柄には10～15%の下値リスクがあるかもしれないが、20～30%の上値余地もある。リスクとリターンは好ましい状態にある。

Q：どのように企業を評価するのか。

A：企業が将来どのようになるかを見極めようと試みている。4年後または5年後の価値に対して50%割安と判断できれば、われわれは投資する。

Q：どのように価値を判断するのか。

A：ディスカウントキャッシュフロー（DCF）分析は行わない。変数が多過ぎるためだ。損益計算書や貸借対照表を含めた完全な業績予想モデルを用意し、4～5年内の利益が何倍に増えれば妥当を想定する。市場は10年ごとに2倍のリターンを目指すが、われわれは4～5年で2倍を目指す。

## ■ スペースX

Q：スペースXは、航空宇宙関連で最も価値の高い企業の一社だが、非上場会社のため株を保有している人々は多くない。どのように関与したのか。

A：17年に投資を開始した。具体的には、イーロン・マスク氏およびテスラと関係があったためだ。マスク氏が単に株式を譲渡したわけではなく、われわれは調査した上で優良な投資先と判断した。

スペースXの市場機会は極めて大きい。世界で25億人が、インターネット・サービスを十分利用できずにいる。スペースXは、インターネット・サービスであるスターリンクの加入者を、100万人から約300万人へと3倍に増やした。スペースXは、数十億ドルを投資した後もキャッシュフローは黒字だ。

Q：スペースXは、なぜそれほど特別なのか。

A：スペースXの競争優位性は、ロケットが再利用可能な点にあり、それによって費用が競合他社より

70%低くなる。テスラの毎年3万人の求人に対して300万人が応募している。テスラとスペースXには最高の人材が集まっている。

Q：テスラの株価は最近上昇しているが、EV市場の競争は激化する一方だ。テスラ株の上値余地はどの程度か。

A：テスラは、生産コストの抑制に伴ってEV販売価格を継続的に引き下げるだろう。自動車保険や自動運転のソフトウェアも販売する点も併せると、成長が続く余地は大きい。競争については、市場に全ての参加者を受け入れるだけの大きさがある。勝者総取りの市場ではなく、テスラはまだリーダーの立場にいる。

Q：四半期決算や自動車販売台数の点で、米金融業界の動向に追い付いていないように見えるが。

A：テスラへの投資は、10年前の破綻寸前よりも現在の方が簡単だ。現在のテスラは、300億ドルの現金によってバランスシートは持続可能で、年間数十億ドルのフリーキャッシュフローを生み出している。現金で車を買う人はいないため、金利が低下すれば成長は再加速するだろう。25年には販売台数が増加するとみている。過去の年率50%の増加率ではないにせよ、15~25%にはなるだろう。

## ■ オン・ホールディングとビルケンシュトック

Q：あなたのポートフォリオで、スペースXが9%、テスラが約8%を占めている。残る83%、特に履物会社2社について話してほしい。

A：昨年、スイスのスポーツ用品会社のオン・ホールディング<ONON>への投資を始めた。われわれはそのイノベーションを好んでいる。オン・ホールディングは常に投資しており、スニーカーをどのように改善するかを考えている。テニスやライフスタイルのシューズへと事業を拡大している。アパレルが事業に占める割合は、現在は5%だが将来的には10~15%になり得る。オン・ホールディングは創業者が率いており、複数の共同最高経営責任者（CEO）が株式の約20%を保有している。彼らの利益はわれわれの利益と一致している。

売上高は、2021年は8億ドルだったが2023年には20億ドルになり、利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）マージンは15%だった。売上高を今後3年間で2倍へ増やす新たな計画もあり、それが達成されればEBITDAは7億~8億ドルになるだろう。EBITDA倍率が25~30倍になってもおかしくない（現在は、2024年予想に基づく21倍）。スポーツ用品メーカーのナイキ<NKE>は成長していないが、EBITDA倍率は17倍だ。

Q：ビルケンシュトックを選好した理由は。

A：ビルケンシュトックはサンダルで有名だが、つま先を覆う靴への参入機会が大きい。ビルケンシュトックのブランドは知名度が高く、愛されており、価格が割高でも売れる。ビルケンシュトックのEBITDAマージンは30%だが、同業他社は10%台の半ばから後半だ。

## ■ スポティファイ

Q：他に、期待している投資対象は。

A：スポティファイは、22年に収益性が懸念されて株価が暴落した。同社は音楽ストリーミング事業で30%の市場シェアを持っている。確かに、アップル<AAPL>やアマゾン・ドット・コム<AMZN>と競争しているが、スポティファイはストリーミング専業で、常に改善を模索している。現在の会員

数は6億人おり、約2億3000万人が有料会員で、残りは無料サービスの利用者だ。会費の値上げにも反対の声はない。加入者は、10億人まで成長する可能性がある。

Q：スポティファイは、創業者による経営というテーマにも合致する。

A：その通りだ。創業者兼CEOのダニエル・エク氏が大量の株式を保有しており、エク氏とわれわれの利益は一致している。事業の粗利益率は長期的にみて30%に達するだろう（23年は26%）。株主還元が1年以内に実施されると、われわれは考えている。

## ■ ショップファイ

Q：インターネットインフラストラクチャーを提供するショップファイ<SHOP>の選好理由は。

A：ショップファイの経営の歩みは素晴らしい。電子商取引への移行は、ショップファイにとって大きな意味を持つ。同社は自社のプラットフォームを利用する販売業者（マーチャント）の商品を流通させるために、ディスカウントストアチェーンのターゲット<TGT>と提携したばかりだ。

ショップファイの関心は、マーチャントと、マーチャントが商品を販売して新規顧客を獲得するための最良のプラットフォームになることにある。売上高は年率20%で成長している。マーケティングに投資していて、他社が投資を手控えている時に積極的に投資する。創業者のトビアス・リュトケ氏が、株式の7%を保有している。

## ■ ハイアット・ホテルズ

Q：インターネット以外では、ホスピタリティー企業のハイアット・ホテルズ<H>を保有している。魅力は。

A：ハイアットの事業内容は大きく変化した。売り上げに占める手数料収入は、10年前は25%だったが、今年末には85%になる見込みだ。

ホテルなどの宿泊施設の運営会社であるマリオット・インターナショナル<MAR>とホスピタリティー企業のヒルトン・ワールドワイド・ホールディングス<HLT>の客室は合計で280万部屋になるが、ハイアットは両社と比較すると客室数が少ない。ハイアットはホテルを増やす計画で、今後3~4年以内に稼働すれば、客室数は40%増加する。客室数を年6~7%増やし、料金を2~3%引き上げられる見込みだ。利益率が多少でも上昇すれば、EBITDAは2桁台前半の割合で増加することになる。キャッシュフローは、自社株買いを通じて株主に全額還元されている。

トーマス・ブリツカー会長は株式の20%を保有しており、取締役会がブリツカー会長に変わって議決権を行使している。

## ■ フィグス

Q：保有銘柄のうちの一社は不可解だ。フィグスはどのような会社か。

フィグス<FIGS>は、ヘルスケア衣料品のメーカーで、医療従事者が着用する衣服（スクラブ）などを生産している。競合他社が、破綻を申請したばかりだ。売上高は5億ドルで、世界の市場機会は800億ドルになる。株価は年初来で下落しているのは、フィグスの中核顧客がメディカルスクールの学費の債務により、金利上昇やコスト上昇の影響を受けやすいためだ。顧客は若年層で、マクロ環境の変



化の影響を受けやすい。同社のEBITDAマージンはコロナ禍前に25%だったが、現在は10%となっている。

Q：見通しは。

A：在庫の状況は改善している。海外の成長機会は非常に大きい。スクラブのアウトウエアにも事業機会がある。また、スポーツの分野に参入しつつあり、イングランドのサッカーチームのエバートンと、試合中の救急救命士用のウエアで提携した。この分野は今後5～7年で、数十億ドル規模の事業になる可能性がある。フィグスも創業者が経営し、共同創業者の2人が株式の15%を保有しており、現在の株価で買い増している。

By Al Root  
(Source: Dow Jones)

## 6. 米政治的激震と財政不安が生み出すもの

[コラム]

This Is What Happens When Political Turmoil Meets Fiscal Worries  
インフレ沈静化と利下げに集まる期待

### 国債利回り上昇をもたらした米財政赤字



JOE RAEDLE/GETTY IMAGES

「債券における最も明白なテーマ」は、ここ1週間ほどの米国の政治的激震の中で一層鮮明になった。

バンク・オブ・アメリカの金利ストラテジストは、バイデン米大統領が精彩を欠いた先の大統領選のテレビ討論会の後、市場の注目を集めた米国の財政状況こそがそのテーマだと説明する。世論調査でトランプ前大統領のリードがさらに広がり、6月28日に長期国債の利回りは短期国債利回りよりも上昇した。

現在の政治シーズンのかかなり前に、債券市場では長期利回りが急上昇した。昨年夏に米財務省が財政赤字を補うために中期国債と長期国債の発行を増加させると発表した後だ。その結果、指標となる10年物国債の利回りは、2023年8月初めの4%から10月下旬には4.9%台へと大幅に上昇した。この過程で、S&P500指数は同期間に約10%下落した。

その後、米政府は、利付きの中期国債や長期国債ではなく、短期国債で歳入の不足分を補う方向にかじを切り、中期および長期国債市場のストレスを軽減した。アポロ・グローバル・マネジメントのチーフエコノミスト、トーステン・スロック氏は「過去1年で短期国債の供給量は2兆ドルも増加した。中期および長期国債の需要不足に対する懸念が、短期国債発行の増加の主な理由と考えられる」と電子メールでコメントしている。

米連邦準備制度理事会（FRB）がバランスシートを縮小して保有する国債を減らしたにもかかわらず、大量に供給された短期国債は市場で吸収されている。米投資信託協会（ICI）のデータによると、

短期国債の需要の大部分は、資産が6兆1500億ドルに膨れ上がったMMF「マネー・マーケット・ファンド」からのものだ。

しかし、既に債券市場の20%以上を占める短期国債へのシフトには限界がある。スローク氏は「結局、中・長期国債を再び増やさなければならいだろう」と述べ、「要するに、財務省にとって増大する債務状況の管理がますます難しくなってきたということだ。金利市場には、現在のトレンドが続けば、今年後半に何かが必然的に起こるという警戒感がある」と付け加えた。

## 注目のFRB議長の議会証言

FRBが利下げに転換するとの観測の高まりは、この警戒感をある程度打ち消している。5日に発表された6月の雇用統計を受けて、利下げ期待はさらに高まった。非農業部門就業者の増加数は20万6000人と市場予想（19万人）をまた上回ったが、過去2カ月（4、5月）合計の増加数は11万1000人下方修正された。家計調査に基づく6月の失業率は、前月の4%から4.1%に上昇した。

しかし、雇用統計の他の項目の数字は良好であった。総合失業率の上昇は、労働力人口の増加も一因だった。U6、いわゆる不完全雇用率（完全失業者、正社員を希望しているパート労働者、働く意欲はあるが職探しをやめた人を加味した広義の失業率）は、経済的理由によるパートタイム雇用の減少で小動きだった。エバーコアISIのエド・ハイマン氏は、労働需給の緩和が見られるものの、労働時間×平均時給の積から算出される労働者の賃金は、前年から「堅調に」5.1%増加していると指摘する。

この賃金増加率はインフレ率を大幅に上回ることになるだろう。エコノミスト予想によると、11日に発表される注目の6月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比3.1%の上昇、食品とエネルギーを除くコアCPIについては同3.4%の上昇がそれぞれ見込まれている。

CMEフェドワッチによると、金利先物市場は5日時点で、9月にフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標（現在5.25～5.50%）が0.25%引き下げられる確率を83%織り込んでいる。パウエルFRB議長は、9日に上院、そして10日には下院で半期に一度の議会証言を予定しているが、その際に利下げの可能性や雇用とインフレの数字について厳しく追及されるのは確実である。また、財政赤字と選挙がそれに与える影響についてもコメントを求められるのは間違いなく、パウエル氏は最善を尽くして追及をかわすことだろう。

By Randall W. Forsyth  
(Source: Dow Jones)

## 7. レッド（共和党）とブルー（民主党）とホワイトハウスの物語 Red, Blue, and the White House: Handicapping Postelection Market Movers 米大統領選挙後の市場を予測する

[投資戦略]

### 市場全体への影響予想



CHIP SOMODEVILLA/GETTY IMAGES

本誌編集者に、政治および今年の米大統領選に対する投資家としての対処法に関する短い記事を依頼された。ここで、前置きを二つ。第一に、私には答えが全く分からないので、もっぱら、尊敬されている米金融業界のストラテジストを中心に意見を集めたこと、第二に、ストラテジスト自身、答えを知らないことだ。政治を材料とする投資には統計的な弱点が伴う。

サンプル数から見てみよう。歴代大統領の数は46人にすぎない。米造幣局のウェブサイトには子供向けのコイントス・ゲームがある。筆者は

46回試して、表が17回、裏が29回出たが、この結果でギャンブル戦略を立てるのはお勧めできない。また、景気サイクルや強気相場とは異なり、政治家の任期は始めと終わりが恣意（しい）的に決められ、戦争、新技術、政党支持の変化といった数多くの隠れた変数がある。相場に織り込み済みの仮定を見極めるというやっかいな仕事も欠かせない。

学術的な研究によれば、投資家は自分の政党が政権を握っている時に株式を選好する。金融大手のUBS<UBS>のストラテジストは最近、「こうした党派的なバイアスは、特に政治的な対立が先鋭化した選挙の年には、投資家にとって危険因子となる」とした上で「米国の選挙結果は世界経済の成長や金融市場のリターンの最大の原動力などでは決してない」との認識を示し、投票と投資ポートフォリオを併せて考えないことを推奨した。

オンライン証券大手チャールズ・シュワブ<SCHW>の最高投資ストラテジスト、リズ・アン・ソンドース氏は、今年まとめたレポートでこうした投資家心理を数値で表した。1961年に1万ドルをS&P500指数に投資し、共和党の大統領の時にのみ保有した投資家は10万2292ドルの利益を、民主党の大統領の時にのみ保有した投資家は50万0476ドルの利益を上げたが（サンプルが少な過ぎ、隠れた変数がある点に注意）、どちらの党が政権を握ろうと保有を続けた投資家は511万9511ドルの利益を上げた。

### 個別銘柄に影響を及ぼす四つのシナリオ

個別銘柄レベルの具体的な推奨はさらに面白くなる。金融大手JPモルガン<JPM>は大統領と連邦議会議員の選挙結果によって四つのシナリオを構築した。

大統領が民主党（ブルー）、連邦議会が上下両院とも民主党またはねじれ議会となる場合（現在の状況）。JPMは、最も市場中立的な結果になるとする。優遇される企業は、米国内半導体産業の再活性化を目指す「半導体法」や、米国企業が海外に移した製造拠点を国内に戻す「リショアリング」の対象となる半導体大手のインテル<INTC>や試薬や研究機器のサーモ・フィッシャー・サイエンティフ



ィック<TMO>、児童税額控除の恩恵を受ける玩具大手のハスブロ<HAS>やマテル<MAT>、シリアル食品を販売するWKケログ<KLG>だ。

トランプ氏（共和党、レッド）が大統領に返り咲き、連邦議会が上下両院とも民主党またはねじれ議会となる場合。関税引き上げ、気候関連規制の削減、エネルギー許可証の発行など、大統領は迅速に実施可能な政策に固執する。これはアップル<AAPL>や電気自動車（EV）メーカーのテスラ<TSLA>など、売上高に占める中国の比率が高い企業には厳しい展開となり得る。一方、石油大手のエクソンモービル<XOM>などは、地政学的なリスクに対して優位に立ち、エネルギー事業許可の恩恵を受ける見込みだ。

大統領、連邦議会上下両院とも共和党が押さえる場合。太陽光発電大手のファースト・ソーラー<FSLR>や米電力・エネルギー最大手のネクステラ・エナジー<NEE>など、インフレ抑制法のグリーン条項の恩恵を受ける企業には警戒が強まる。一方で、航空機エンジンメーカーのGEエアロスペース<GE>や防衛関連大手のノースロップ・グラマン<NOC>など、連邦予算の影響を受けやすい防衛関連企業には恩恵が及ぶ可能性がある。

大統領、連邦議会上下両院とも民主党が押さえる場合。最近の世論調査から可能性は低く、JPMは「テールシナリオ（可能性の低いシナリオ）」と呼んでいる。医療制度改革や薬価制度改革の影響が及ぶ企業、例えば大手製薬会社のほぼ全てにとって逆風になるかもしれない

以上がJPMの見方だ。

## トランプ氏が返り咲く場合

トランプ氏の勝利を予想する声が高まっている。バイデン大統領にとって6月27日のテレビ討論会は、高齢過ぎるという主張に反論する機会だと捉えられていたが、不首尾に終わり、世論や賭けのオッズはトランプ氏優勢に変わった。バイデン氏の大統領選撤退の話も出ているが、本人は否定している。民主党が別の候補を立てる場合、ハリス副大統領を選挙する可能性が高い。世論の支持はバイデン氏と大差ないが、現在ナンバー2で、最初の女性大統領、2人目の非白人大統領となる可能性のあるハリス氏を他の候補者が差し置いて、自分が候補者となるべき理由を党の重鎮らに説明するのは困難だろう。

投資銀行レイモンド・ジェームズは、トランプ氏の勝利を、「シェブロン法理」（法律が曖昧な場合、行政府の解釈を尊重する法理）として知られる40年前の判例を連邦最高裁が無効化したことと併せて考えるべきだとする。それによって、連邦政府の規制に対する異議申し立てが成功する可能性が高まり、ヘルスケア業界やエネルギー業界に利益をもたらす可能性がある。

トランプ氏が返り咲いた場合の米連邦準備制度理事会（FRB）の独立性を懸念する声も聞こえるが、UBSは政治のあからさまな介入は市場の速やかな反発を招くとして、懸念していない。いずれにせよ、FRBは既に利下げする方向に向かっており、政治家が利下げを迫る必要もない。

16年の大統領選でトランプ氏が勝利した後、最もパフォーマンスが良かったのは小型株と優良ではない景気循環株だ。モルガン・スタンレー<MS>のストラテジストによれば、選挙結果よりも景気サイクルの方が重要だ。現在は景気拡大の最終局面にあり、大型株や優良株の方が有利だ。それに、時期尚早でもある。同社は、選挙関連のボラティリティーは9月まで上昇しない傾向があると指摘する。



UBSは、9月に予定されている2回目のテレビ討論会は開催されない可能性があるとしている。先の討論会ではゴルフの腕前を巡って罵り合いになり、「50ヤードも飛ばせない」と言われたバイデン氏は「ドラコン（どれだけ遠くに飛ばせるかを競うコンテスト）をやってもよい」と反論した。討論会とどちらが良いのか判断しかねるが、ゴルフ対決になればゴルフ用品メーカーのトップゴルフ・キャロウェイ・ブランド<MODG>に追い風が吹くかもしれない。

By Jack Hough  
(Source: Dow Jones)

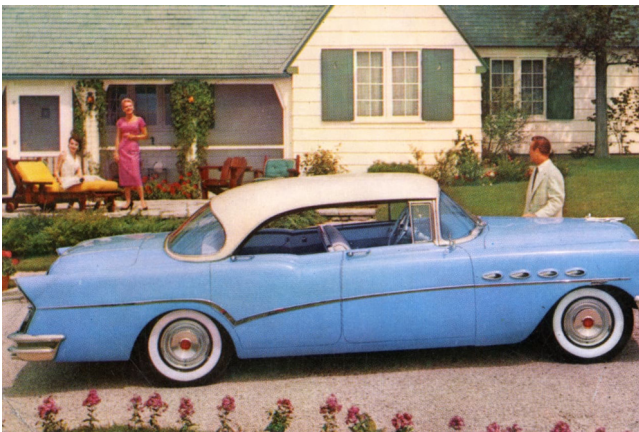
## 8. マグニフィセント・セブンも永遠ではない

[コラム]

The Mag 7 Aren't Unique-and They Aren't 'the Market'

歴史の教訓は、現在の勝ち組が未来の勝ち組であることを保証しない

### 圧倒的なパフォーマンスを見せるM7



TRANSCENDENTAL GRAPHICS/GETTY IMAGES

最近、投資の世界ではいわゆるマグニフィセント・セブン（M7）以上に注目を集める話題はないようだ。読者はおそらく、そんなことは承知していると言うに違いない。

念のために記すと、ダウ・ジョーンズ・マーケット・データ・チームの同僚によれば、これら超大型の米国ハイテク株は、年初来7月2日までのS&P500指数の時価総額の増加額6兆2100億ドルのうち、4兆1800億ドルを占めるのだ。

これらマグニフィセント・セブン銘柄は時価総額加重平均の株式ベンチマークのなかで桁外れに重要になっているため、パイパー・サンドラーのストラテジストは3日にレポートで「S&P500指数を調査対象から外した」と書いた。米金融業界特有の表現で、負け組の株式の調査を止めることを指すもったいぶった言い回しだ。顧客向けレポートでより重要な点として強調されたのは、これらの銘柄の影響があまりにも大きく、S&P500指数がもはや「市場」を代表するとは言い難くなっていることだ。

### 歴史を振り返る

しかし、一握りの銘柄が巨大な影響力を発揮するというのは歴史的には珍しいわけでもなければ、永久に続くこともない。調査会社リサーチ・アフィリエイトの創設者で会長のロブ・アーノット氏は、原題が同じ1960年の映画『荒野の七人』で、主な登場人物7人のうち4人は死んでしまうのだ、と鋭く指摘する。2000年にバブルがはじけた際に、ドットコム時代を謳歌（おうか）し時代の花形ともてはやされたかなりの数の企業も、同じ運命をたどった。

実際、10年ごとに市場を支配する勝ち組企業が現れる。資本主義とテクノロジーこそが創造的破壊につながることを考えれば、一時代を築いた企業もやがてその地位を追われることになるのだ。ブリッ

ジウオーター・アソシエイツがまとめた興味深い調査「米国市場の歴史」によれば、イノベーターと直面し、支配的な地位を維持できた企業や業界はほとんどないという。

20世紀初頭、鉄道は依然として支配的な交通手段だったが、1920年代以降は自動車や飛行機にその座を徐々に脅かされるようになった。化学コングロマリットは30年代から60年代まで市場で圧倒的な存在だった。1967年の映画『卒業』の有名な台詞「言いたいことはたった一つだ。プラスチックだ（プラスチックにはとてつもない未来がある）」は、化学産業の最盛期を反映した。

自動車は20年代から60年代まで市場の支配者だったが、それもデトロイトのビッグスリーが市場を日本の自動車メーカーに席巻（せっけん）されるまでの話だった。通信も旧AT&T<T>の独占が84年に解体されるまで市場を支配していた。石油企業は原油価格が70年代のインフレ期に高騰（こうとう）したため、80年代には市場で最も評価された株式だった。（面白いことに、エクソンモービル<XOM>とその前身の企業は1900～2010年まで、10年単位で常に時価総額上位10銘柄に名を連ねていた。）

もちろん、ハイテク株はドットコムブームが2000年に頂点に達したときに圧倒的な勝ち組だった。ドットコムブームの時代は往々にしてマグニフィセント・セブンの時代と比較される時期だ。際立つのは、マイクロソフト<MSFT>がドットコムバブルを生き抜いてマグニフィセント・セブンに名を連ねる唯一のハイテク株であることだ。かつてのドットコム時代の覇者であったネットワーク機器大手シスコシステムズ<CSCO>や半導体大手インテル<INTC>は現在、時価総額上位銘柄にその名を見出すことはできない。マグニフィセント・セブンのうちの2銘柄、アップル<AAPL>と米半導体大手エヌビディア<NVDA>は、ドットコムバブル期なら中型株に分類されていただろう。

さらに印象的なのは、マグニフィセント・セブンの中に、ドットコムブームの時代にはまだ存在していなかったか、まだ創業初期だった企業も含まれることだ。アルファベット<GOOGL>のグーグル検索エンジンやメタ<META>（旧フェイスブック）のソーシャルメディアは存在すらしておらず、アマゾン・ドット・コム<AMZN>は単なる書籍とCD（コンパクトディスク）を販売する店舗に過ぎず、アマゾンのクラウドサービス部門であるアマゾン・ウェブ・サービス（AWS）がサービス開始をするのはまだ何年も先のことだった。

過去の時代と同様に、今日のマグニフィセント・セブンのほとんどは（実現する確約のない）将来に対する約束が大きな原動力になっている。直近の話題はもちろん、人工知能（AI）を巡る将来である。アーノット氏が先週のインタビューで語ったように、市場はテクノロジーの潜在性を正しく評価してきたが、その時代に人気のあった銘柄に投資すればうまく行ったかと言えば必ずしもそうとは言いきれないのだ。

## 歴史が語る未来

歴史の教訓は、今日の市場のチャンピオンが必ずしも未来を支配するわけではないことだ。将来の勝ち組はまだ誕生さえしていないかもしれないし、特に最近では上場していないかもしれない。そのため、リスクは、S&P500指数のような時価総額加重平均型株価指数の時価総額上位の大型株は将来見通しが強気になったり、指数化の仕組みから価格が吊りあげられたりすることだ。パッシブ型のインデックス投資では必然的に、大半の資金が過大評価されている株式に振り向けられる。

ブリッジウォーターの調査レポートによると、その結果、典型的な米国の時価総額加重ポートフォリオの3分の1以上が、現在の「王者」に資金配分される。同社の定義によると、マグニフィセント・セブンのほか、米半導体大手ブロードコム<AVGO>や製薬大手イーライリリー<LLY>、米金融大手JPモルガン・チェース<JPM>が該当する。米国の上位10銘柄でグローバルポートフォリオの約20%を占め、シェアがここ50年余りで最大となっている。

ブリッジウォーターは「対立仮説として、過去1世紀におよぶ創造的破壊の威力を考えれば、イコール・ウェートのポートフォリオのリターンは時価総額加重ポートフォリオを上回り、より安定していた」と述べる。上場投資信託（ETF）は今やイコールウェートポートフォリオ戦略を実行する安価かつ簡便な手段を提供する。例として、インベスコS&P500イコール・ウェートETF<RSP>がある。より広範なエクスポージャーを考えるのであれば、600銘柄に投資するiシェアーズMSCI米国イコール・ウェーテッドETF<EUSA>やインベスコ・ラッセル1000イコール・ウェートETF<EQAL>がある。

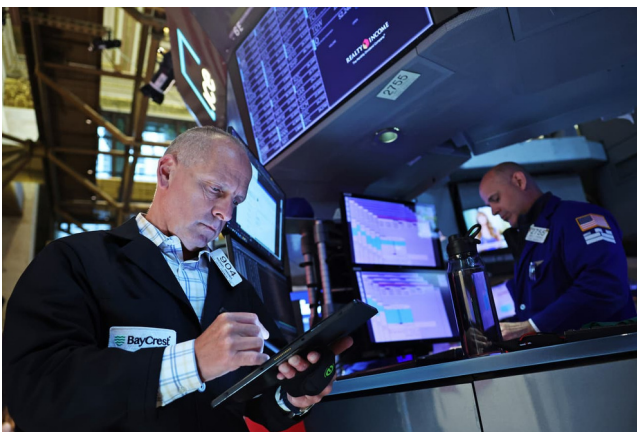
強気相場でのパフォーマンスを求めて、多くの投資家が時価総額加重指数のファンドに殺到している。もしマグニフィセント・セブンが少しでもマグニフィセント（壮大）でなくなった場合、集中戦略は単純なイコール・ウェート戦略にかなわないだろう。

By Randall W. Forsyth  
(Source: Dow Jones)

## 9. 株価上昇のカギは銀行の決算 Bank Earnings Hold the Key to More Gains 景気次第で銀行株や市場全体に波乱も

[米国株式市場]

### 上昇が続く株式市場で銀行株に注目



MICHAEL M. SANTIAGO/GETTY IMAGES

S&P500指数とナスダック総合指数は最高値の更新を続けている。先週の主要株価指数を見ると、S&P500指数は2.0%上昇して5567.19と史上最高値を更新して引けた。ナスダック総合指数は3.5%高の1万8352.76と、こちらも史上最高値となった。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は0.7%高の3万9375ドル87セントで引けたが、小型株のラッセル2000指数は1.0%安の2026.73で週末を迎えた。

このように上昇している株式市場だが、今後もし上昇が続くかどうかは、第2四半期の業績と今

後発表されるインフレ率次第だ。決算発表は今週から始まり、7月11日には飲料・食品大手のペプシコ<PEP>と航空大手のデルタ航空<DAL>、12日にはJPモルガン・チェース<JPM>、ウェルズ・ファース<WFC>、シティグループ<C>、バンク・オブ・ニューヨーク・メロン<BK>などの大手銀行が発表する。ファクトセットによると、S&P500指数全体では第2四半期の増益率は8.8%と推計されているが、金融セクターは4.3%にとどまると予想されている。



もちろん投資家がより気にかけているのは将来のことであり、長期化する高金利状態と根強いインフレに直面して、消費者や企業の借入れ需要がどうなるかを注視している。一方、明るい兆しもある。アナリスト予想では、2024年第4四半期の金融セクターの増益率は40%超に急上昇し、25年上半期も好調な伸びが続くと見込まれている。

投資信託を運用するパーマネント・ポートフォリオ・ファミリー・オブ・ファンズの社長であるマイケル・クギノ氏は、金融株は一段と魅力が高まり始めたと話す。それでも投資家は慎重を期すべきであり、融資の利ざや収入だけではなく、手数料ベースの事業から堅調な収益を得ている銀行を探すべきだとしている。

「金融セクターは興味深いが少し注意が必要であり、事業の多角化が進んでいる銘柄を選好している」と語るクギノ氏は、モルガン・スタンレー<MS>、チャールズ・シュワブ<SCHW>、ビザ<V>、ステート・ストリート<STT>を保有している。

## 地方銀行株に割安感

### Market Snapshot



商業用不動産ローンの価値急落の懸念で打撃を受けた地方銀行も魅力的かもしれない。上場投資信託（ETF）のSPDR S&P リージョナル・バンキングETF<KRE>は年初来7%下落しており、予想利益に対する株価収益率（PER）は、金融セレクト・セクターSPDR ETF<XLF>が16倍なのに対して11.6倍となっている。23年にいくつかの地方銀行が破綻し、今年初めにはニューヨーク・コミュニティ・バンコプ<NYCB>が破綻寸前まで追い込まれたとはいえ、大手地方銀行のバランスシートは依然として健全だ。

バリュー投資運用会社NFJインベストメント・グループのジョン・モウリー最高投資責任者（CIO）



は、南東部やサンベルト地域州などの経済的に好調な市場を本拠とする、信用力の高い銀行は持ちこたえるはずだとの主張だ。モウリー氏は、スーパーリージョナル銀行のPNCファイナンシャル・サービス・グループ<PNC>、トゥルースト・ファイナンシャル<TFC>、U.S.バンコープ<USB>と、テキサスの小規模銀行ファースト・ファイナンシャル・バンクシェアーズ<FFIN>を保有しており、「各地域でのローンへのエクスポージャーは重要だ。これらの銀行は、米国全体の強力なマイクロ経済と結びついている」と指摘する。

## 景気次第だが波乱含みの展開も

しかし、経済全体の力強さはどの程度なのだろうか。6月の雇用統計は、労働市場が軟化している兆候を示した。投資家と米連邦準備制度理事会（FRB）は、引き続き6月のインフレ率にも注目している。食品とエネルギーを除いたコア消費者物価指数(CPI)とコア生産者物価指数（PPI）が年率3%に近づく動きが続けば、今年利下げが実施される可能性が高まるだろう。

保険・年金サービスのコニング・ノース・アメリカのCIOであるシンディ・ボーリュー氏は、FRBは12月に利下げを行う可能性があると言う。利下げ時期はもっと早いかもしれない。6月の雇用統計発表後、市場はFRBが9月の会合で緩和に踏み切る確率を75%と織り込んでいた。インフレの動向がより明確になるのを投資家が待つことから、株価は今後数カ月間不安定になる可能性があるが、それ自体は良いことかもしれない。

ボーリュー氏は「値動きが大きくなることを覚悟しなければならないが、それが買い場となる可能性もある。押し目があれば、買いのチャンスかもしれない」と指摘する。

もしかすると、結果的に、株価の上昇は一部の大型ハイテク株から広範な銘柄に広がろうとしているのかもしれない。

By Paul R. La Monica  
(Source: Dow Jones)

## 10. 映画の興行収入全体は昨年以下だが、「インサイド・ヘッド」の人気 [経済関連スケジュール] は圧倒的

In a Down Box-Office Year, Disney's 'Inside Out 2' Dominates  
今年前半6カ月の米国内興行収入は2023年を19%下回っている

### 全体の興行収入は昨を下回るものの、『インサイド・ヘッド』の滑り出しは記録的

米ウォルト・ディズニー<DIS>傘下のアニメ制作会社 ピクサーの『インサイド・ヘッド2』は大ヒットを記録し、2024年のチケット売り上げは19日間で10億ドルを突破した。米視聴データ測定・分析会社、コムスコア<SCOR>のシニア・メディア・アナリスト、ポール・ダガーベディアン氏によると、これはアニメーション映画として記録的であり、ワーナー・ブラザーズ・ディスカバリー<WBD>配給の『バービー』以来の好調な興行成績だ。

コムスコアの推定では、『インサイド・ヘッド2』は6月30日までに米国とカナダだけで4億6930万ドルの興行収入を得た。映画の興行成績分析サイトのボックス・オフィス・モジョによれば、16年のアカ



ILLUSTRATION BY ELIAS STEIN

デミー賞長編アニメ賞を受賞したヒット作の続編である『インサイド・ヘッド2』は米国外で5億4550万ドルの興行収入を記録し、全世界で10億ドルを達成した11番目のアニメーション作品となった。

6月最後の週末の興収は、『インサイド・ヘッド2』が5740万ドルと、多数の新作を抑えて首位に立った。これらの新作には、パラマウントの『クワイエット・プレイスDAY 1』があり、これは18年と20年の同名映画の前日譚ホラー

ー・ブラザーズの『Horizon: An American Saga Chapter 1（原題）』はケビン・コスナーが監督・主演を務める南北戦争時代の大作で、興収は1100万ドルだった。

『Horizon』は3334館で公開され、『インサイド・ヘッド2』の4440館、『クワイエット・プレイス』の3708館と同数に近いが、コムスコアによれば、1館あたりの平均チケット販売額は『Horizon』は3299ドルなのに対し、『インサイド・ヘッド2』は1万2928ドル、『クワイエット・プレイス』は1万4293ドルだった。

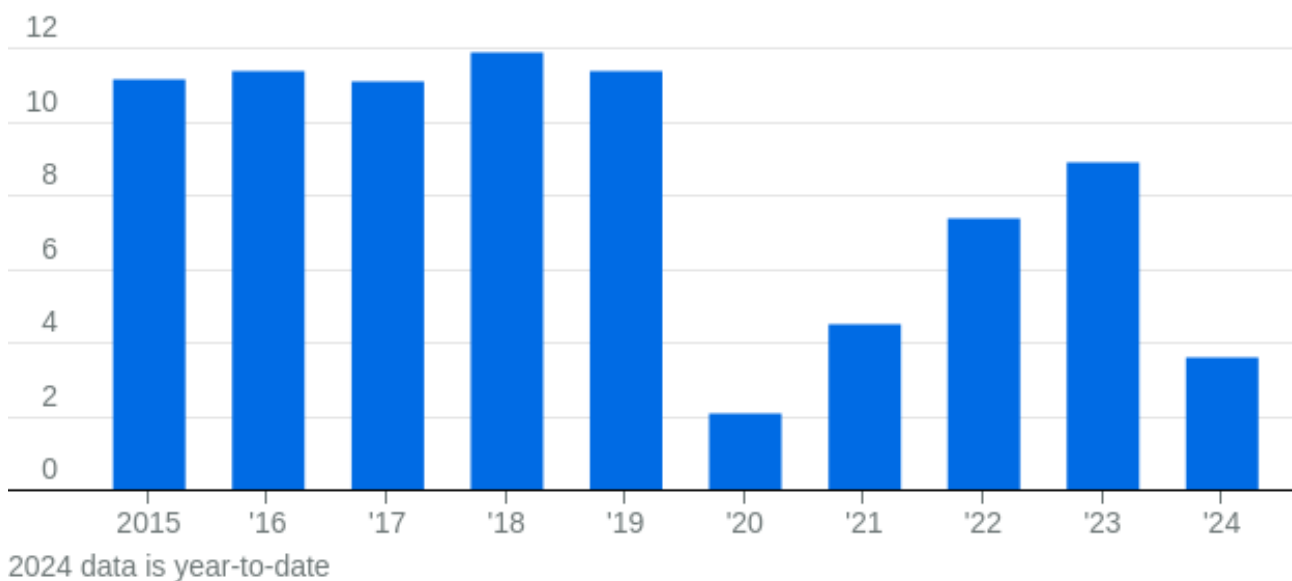
今年6月30日までの米国内興行収入は全体で36億1000万ドルとなり、2023年を19%下回っている。

## 先週の出来事

### Paddling Upstream

Domestic box offices have struggled since the pandemic, particularly against the rise of streaming.

\$14 billion



## 市場動向

米国債利回りは、最高裁がトランプ前大統領の免責特権を認める判断を下したこと、および討論会の影響を受けて急上昇した。フランスでは国民議会選挙の第1回投票で右派の国民連合が過半数を割り込み、英国ではキア・スターマー氏率いる労働党が保守党を政権から追い落とした。米電気自動車（EV）大手テスラ＜TSLA＞の第2四半期の販売台数は予想を上回り、株価を押し上げた。ビットコインの価格は低迷し、6月の雇用統計は予想を上回った。先週は祝日により営業日が短縮されたが、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は0.7%上昇し、一方S&P500指数とナスダック総合指数はそれぞれ2%および3.5%上昇し、最高値を更新した。

## 企業動向

- ・米司法省は、米航空機大手ボーイング＜BA＞が2件の墜落事故を巡って、詐欺罪で訴追する方針を固めた。
- ・米連邦政府は鳥インフルエンザワクチン対応のため米バイオ医薬品大手のモデルナ＜MRNA＞に1億7600万ドルの支援金を給付した。
- ・米食品医薬品局（FDA）は米製薬大手イーライリリー＜LLY＞の新しいアルツハイマー病治療薬を承認した。
- ・英フィナンシャル・タイムズ紙は、欧州連合（EU）がメタ＜META＞（旧フェイスブック）をデジタル市場法違反で告発すると報じた。
- ・ロイター通信は、フランス当局が米半導体大手エヌビディア＜NVDA＞を独占禁止法違反で告発すると伝えた。

## M&A（合併・買収）など

- ・ボーイングは米航空機メーカー、スピリット・エアロシステムズ＜SPR＞を株式交換と負債によって、総額47億ドルで買収することで合意した。欧州航空宇宙企業エアバス＜AIR＞は、自社機の部品を製造するスピリットの一部の部門を1ドルで買収し、補償として5億5900万ドルの報酬を受け取った。
- ・米資産運用大手のブラックロック＜BLK＞は英国のデータプロバイダー、プレキンを32億ドルで買収する。
- ・ウォール・ストリート・ジャーナル紙は、米映画制作会社スカイダンス・メディアがシャリ・レッドストーン氏が保有するナショナル・アミューズメントを17億5000万ドルで買収し、米マスメディアコングロマリットのパラマウント・グローバル＜VIACA＞と合併する予備合意に達したと報じた
- ・米高級品チェーン百貨店サックス・フィフス・アベニューの親会社HBCは、米百貨店のニーマン・マーカスを26億5000万ドルで買収することで合意した。アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞は少数株主として出資した。

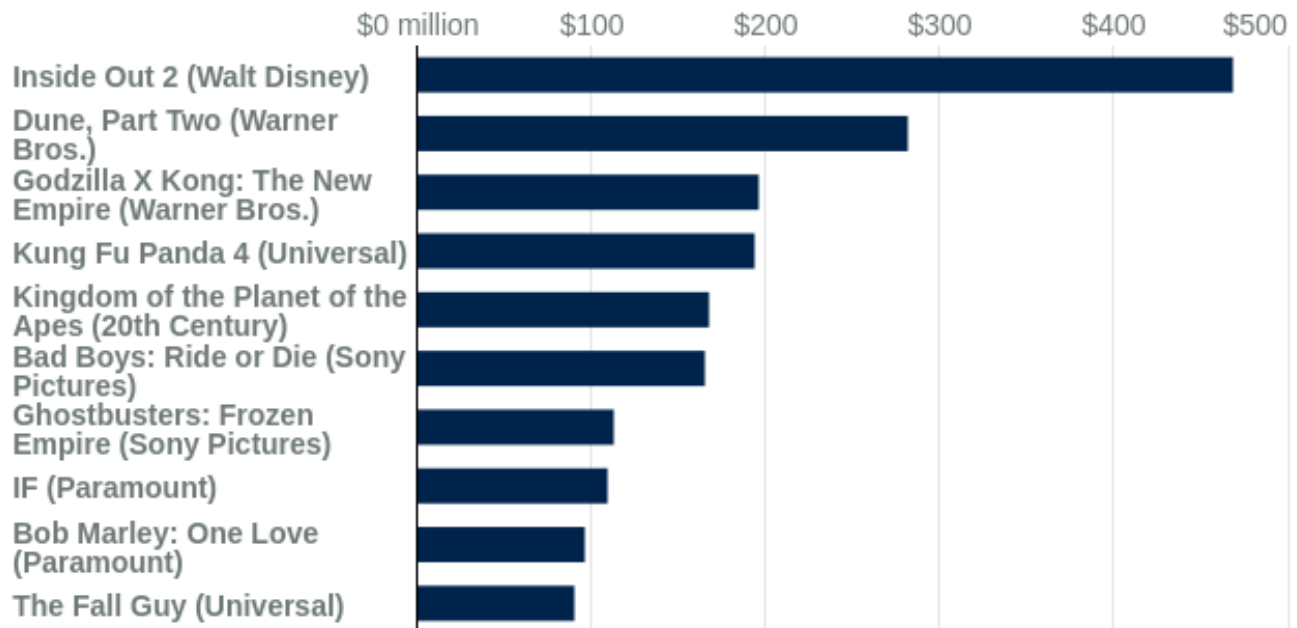
## 今週の予定

7月9日（火）：米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は9日、上院銀行住宅都市委員会で、半期に一度の金融政策報告の一環として議会証言を行う。10日には下院金融サービス委員会で2日目の証言を行う。パウエル議長は、最近のインフレや雇用統計について政策当局がどのように考えているかを説明する可能性がある。

7月11日（木）：米労働統計局（BLS）が6月の消費者物価指数を発表。コンセンサス予想は、5月が横ばいであったのに対し、6月は0.1%の上昇。前年同月比の上昇率は3.1%と、5月より0.2%ポイント低

## Battle of the Box-Office

Disney's *Inside Out 2* has produced double the domestic ticket sales of its closest rival, *Dune, Part Two*.



下すると予想されており、24年の利下げを支持する向きには歓迎すべき数値である。FRBは年率2%のインフレ目標を掲げている。

7月12日（金）：第2四半期決算シーズンの幕開けを迎え、複数の大手米銀が決算を発表。バンク・オブ・ニューヨーク・メロン<BK>、シティグループ<C>、JPモルガン・チェース<JPM>、ウェルズ・ファーゴ<WFC>が四半期決算を発表。ウォール街のアナリストのコンセンサス予想では、S&P 500指数の1株当たり利益は8.8%増。

### 統計と数字

453ドル：7月1日（月）の木材先物価格（1000ボードフィート当たり）。3月中旬以来27%下落。

35.1%：第2四半期の平均賃金に占める住居費の割合で、07年以来最高。

40%：中国の航空運賃の昨年からの上昇幅。理由は中国のオンライン小売業者シーインとテム。

300万人：6月23日に米運輸保安庁（TSA）の空港保安検査を通過した航空旅行者数で、過去最高。

By Janet H. Cho  
(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』 2024/07/07

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