バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2024/12/08

THIS WEEK'S MAGAZINE

1. **国際ラウンドテーブルの4人の専門家が選ぶ12銘柄** - International Roundtable: 4 Experts, 12 Stock Picks [ラウンドテーブル] P.1
米国株だけでなく、海外株にも成長とバリューがある

2. **ウォール街のルールに従わず成長を続けるマイクロストラテジー** - MicroStrategy Is Winning by Breaking Wall Street's Rules. [フィーチャー] P.11
回避するのが賢明なカルト銘柄

3. **退職口座にビットコインを組み入れるべきか** - Bitcoin in Your Retirement Account? A Little Wouldn't Hurt. [フィーチャー] P.15
少額の保有を勧めるアドバイザーもいる

4. **FRB議長よ、追加利下げは断念すべきだ** - Powell, Hold the Line. The Inflation Fight Isn't Over. [フィーチャー] P.18
インフレとの戦いは終息していない

5. **米雇用急回復、12月利下げ確実** - Jobs Data Should Cement a Rate Cut. [経済政策] P.20
不確実なことばかりの2025年

6. **サンタクロース・ラリーを邪魔するのは何か** - How the Stock Market's Santa Rally Could Be Stolen by a Grinch [米国株式市場] P.23
消費者物価指数がインフレ懸念を計る上で注目される

7. **ビットコインなど暗号資産に「夏」到来。チャンスを逃すな** - Trump Is Ready to Unleash Bitcoin and Other Cryptos. [コラム] P.25
トランプ政権は暗号資産にとり追い風

8. **最高経営者（CEO）交代で復活を図る大手企業** - CVS, Intel, Boeing, and More of the Ugliest Turnaround Attempts [投資戦略] P.29
CVS、インテル、ボーイング、ステランティスの業績回復は期待できるか

9. **本物の株の目利きを見つけるには** - How to Find True Stockpickers Among Active ETFs [ファンド] P.31
多くのアクティブETFは「着飾った」インデックス投資

10. **ナスダック100指数12月恒例の銘柄入れ替え** - How the Nasdaq 100 Remakes Itself Every December [経済関連スケジュール] P.33
ナスダック100指数の採用候補は6銘柄

※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。

Copyright © 2024 Dow Jones & Company, Inc.
本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. 国際ラウンドテーブルの4人の専門家が選ぶ12銘柄 [ラウンドテーブル]

International Roundtable: 4 Experts, 12 Stock Picks

米国株だけでなく、海外株にも成長とバリューがある

米国株のリターンは今後10年間で低下、分散投資がプラスに

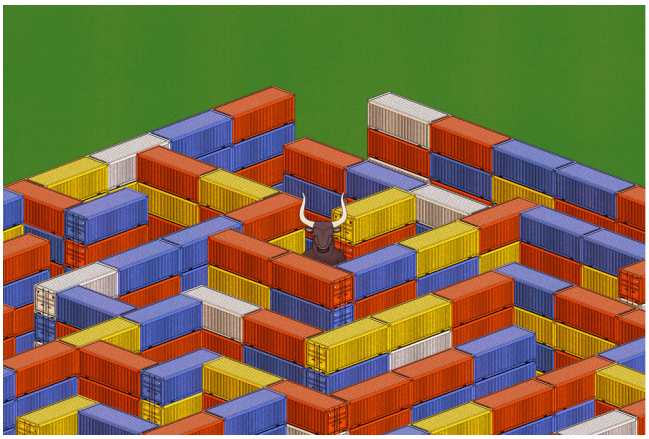


Illustration by Álvaro Bernis

投資家は現在、米国株だけに注目しており、危険な死角が生じている。新年が近づく中、米国以外の地域を無視することのリスクは高まっている。また、米国の強気相場を後押しする企業と同じタイプの企業に、より安く投資する機会を逃すことにもなる。

海外株投資を勧めるのは難しい。中国経済は低迷しており、政府の景気刺激策は期待外れである。中国の経済成長が輸出に依存していることは、保護主義の波を生み出すきっかけとなり、各国が自国産業を守ろうとする中で貿易フローの再編が起きている。さらに、海外株のリターンは低迷している。S&P500指数の過去10年間の平均年率リターンは13%で、MSCI EAFE指数の2倍超に上り、MSCIエマージング・マーケット指数の2.6%を大幅に上回っている。

しかし、米中関係のほころび、中国経済の変遷を原因とする新たな関税の脅威、ウクライナと中東の戦争の余波といった海外の地政学的要素や経済的要素の変化は、巨大グローバル企業に課題を突き付けている。良いニュースは、こうした課題によって新たな勝者が生まれていることだ。

本誌は11月21日に4人のグローバル市場ウオッチャーを招き、国際ラウンドテーブルを開催した。世界を股に掛けて銘柄を選別する専門家の見通しは比較的前向きだ。この記事では、12の推奨銘柄と、あらゆる種類のポートフォリオに影響を及ぼす顕著な変化について紹介する。

パネリストは、資産運用会社ベイリーギフォードのパートナー、グローバル上場株および非上場株マネジャー、スコテッィシュ・モーゲージ・インベストメント・トラスト＜SMT.英国＞のマネジャーであるトム・スレーター氏、資産運用会社アリエル・インベストメンツでアリエル・エマージング・マーケッツ・バリュー戦略とアリエル・エマージング・マーケッツ・バリュー（除く中国）戦略のマネジャーを務めるクリスティン・フィルポッツ氏、調査会社グローバルデータTSロンバードの中国担当チーフエコノミスト兼アジアリサーチ責任者のローリー・グリーン氏、資産運用会社ロッククリーク・グループのマネジングディレクターで新興国市場担当のアルベルト・ファッシノッティ氏である。

編集後の議論は以下の通り。

本誌：過去10年間のパフォーマンスに鑑みて、なぜ投資家は海外株に目を向ける必要があるのか。
フィルポッツ氏：新興国市場では、ここしばらく株価が割安な状態が続いている。バリュー投資家としては興味深い。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

しかし、それ以外にも注目すべき点がある。各国のバランスシートは過去数十年で最も堅固で、財政政策を活用して国内の経済成長を促進する余裕がある。企業も国内の機会を活用して成長を加速させている。これには、市場シェアの拡大、株主還元の増加や、M&A（合併・買収）に対する姿勢を一層思慮深くすることが含まれる。その結果、1株当たり利益（EPS）の成長率は国内総生産（GDP）成長率を上回り始める可能性がある。さらに、株価収益率（PER）は依然として1桁だ。

ファッシノッティ氏：EPSの伸びがGDP成長率を上回ることは重要だ。両者は長年、逆の関係にあった。中国がそうだったように、GDP成長率は往々にして株式市場のパフォーマンスに反映されていなかった。ウォール街は今後10年間のS&P500指数のリターンが過去10年間に比べてごくわずかになると予想している。従って、分散投資は投資家の利益になる。

グリーン氏：米国は過去10年にわたって「テクノロジー」、特にソフトウエアを支配し、それが米国株のアウトパフォームをけん引してきた。今後は中国、次いで北東アジアが技術ハードウエアのイノベーションをリードするプレーヤーに変わるだろう。この変化は、クリーンエネルギーへの移行やモノのインターネット（IoT）といった社会全体の変化とともに、新興国市場に大きな機会をもたらす。

関税は新興国市場にとってシェア拡大の好機

Tom Slater/ Photograph by Robert Ormerod

Q：地政学的変化は投資機会にどのような影響を及ぼすか。
スレーター氏：私は地政学的変化と、中国に対するセンチメントの低迷に関係があると考えている。市場は大局的な視点を失っている。誰もが中国の景気刺激策によって不動産市場と消費が復活することに期待しているが、推測にすぎない。真の投資テーマは、中国が国家的に重要な分野のハイテク産業を成長させようとしていることにある。

中国は電気自動車（EV）、サプライチェーン（供給網）、半導体、先進製造業の分野で大きな進歩を遂げている。現在の国際政治の動向は、この進歩に対する直接的な反応の結果として生じている部分もある。

グリーン氏：中国は既に世界の製造業の30%のシェアを占めており、今や先進国並みの技術力と新興国並みの低コストを両立している。さらに、こうした産業には国からの莫大（ばくだい）な支援がある。習近平国家主席のスピーチを読むと、テクノロジーの話題ばかりだ。テクノロジーセクターには膨大な資金が投じられている。中国はバリューチェーンの上流に上りつつあり、EVは氷山の一角にすぎない。

中国の競争力は高過ぎる。国際貿易に占めるシェアは過去最高の17%で、ドナルド・トランプ氏が最初に大統領に当選した時よりも高い。米国などの他国は関税引き上げによって対抗している。国家安

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

全保障の観点から見ると、関税はさらに引き上げられるだろう。これは貿易と製造業の再編を後押しするとみられる。

Q：ポートフォリオにとってはどのような意味があるか。
フィルポッツ氏：関税に関する議論では、すべての新興国市場が十把一からげに扱われ、全体として悪影響を受けると見なされている。しかし、企業は脱グローバル化ではなく脱集中化を志向しており、新興国市場がシェアを拡大する機会となっている。

サムスン電子＜005930.韓国＞は自社のスマートフォンの約50%をベトナムで生産している。ベトナムは韓国や台湾に倣い、製造業主導の輸出による経済成長という戦略を取っている。ベトナム、メキシコ、モロッコといった国々や一部の企業は、米国と欧州連合（EU）がサプライチェーンを現地化するための構成要素となっている。そのため、アリゾナ州では半導体製造大手の台湾積体電路製造（TSMC）＜TSM＞の工場が誘致され、韓国のバッテリーメーカーは米国で生産を拡大し、EUは中国企業に現地工場の建設を奨励している。

Q：こうしたトレンドは貿易政策にどのような影響を及ぼす可能性があるか。
ファッシノッティ氏：中国は第一次トランプ政権の時期と同様に、米国とEU以外のパートナーと提携し、グローバルサプライチェーンをさらに強化するだろう。当時、中国は高いパフォーマンスを上げ、ブラジルは中国へのコモディティー（商品）輸出によって好景気を享受した。あおりを受けたのは米国の農家だ。

こうしたトレンドは、中国とそれ以外の国の関税率の差、中国が関税の回避に成功するかどうか、そしてメキシコの状況次第で、さらに顕著になるだろう。トランプ氏は以前、米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）を強力に支持していた。現在、トランプ氏はメキシコとカナダの関税引き上げに言及しており、USMCAの一部が実質的に無効化される可能性がある。当社はトランプ氏の発言を、譲歩を引き出すための脅しとみている。世界経済は依然として中国が提供する価値に依存している。誰にとっても交渉がまとまることが望ましい。

フィルポッツ氏：関税に関しては、当社は中国の自動車会社、長城汽車（グレート・ウォール・モーター）＜2333.香港＞を保有している。長城汽車の販売台数の40%はグローバルサウス（新興・途上国）などの新興国市場を中心とする海外で販売されており、それが関税によって減少することが懸念されている。しかし、長城汽車が製品を輸出している国々は、国内に守るべき自動車産業が存在しないため、自動車に対する関税が最低限かほぼゼロだ。こうした国々における利益率は非常に高い。

さらに、グローバルサウスでは、貿易関係や地政学的関係を再検討する機運が高まっており、米国やEUを除いた二国間や多国間の協議が増えている。こうした関係の再編による勝者と敗者を考えることは非常に重要になるだろう。

中国の規制強化は最悪期を過ぎたとみられる

グリーン氏：中国の価格競争力が高まったことで、EVなどの高度な製品の価格が十分に低下し、新たなタイプの消費が生まれている。工場労働者がフォードの「モデルT」を買えるようになったことと似ている。これが格安スマートフォンや格安航空などにつながっている。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

貿易関係と投資関係の再編という観点では、中国は第1段階の「一帯一路」構想でインフラや建設能力の余剰を輸出していた。現在の段階では、関税の回避という目的もあり、製造業により大きな重点を置いている。中国企業にとって、自国の経済成長は減速しており、競争も激しいので、海外で成長できるならそれが望ましい。政府もそれを後押ししている。新興国の経済成長率は先進国よりもはるかに高く、その傾向は第二次トランプ政権下で加速するだろう。

Christine Phillpotts/ Photograph by Laurel Golio

スレーター氏：中国は完成車の純輸入国から純輸出国へ変わった。中国のEV市場はどの国よりも速く成長しており、今や新車販売の約50%がEVだ。競争の激しさと製品の洗練性は他国を大幅に上回っており、価格は大幅に下回っている。

これは海外自動車メーカーの劇的なシェア低下に表れている。ドイツの自動車大手フォルクスワーゲン＜VOW.ドイツ＞は前四半期の利益が42%減少したと発表した。中国の自動車メーカーは国内とグローバルサウスで市場シェアを拡大しつつある。

Q：その傾向は他の産業にも広がるか。
スレーター氏：テクノロジー業界では、世界は米国と中国の影響下に二分されつつある。その結果、それ以外の国はどちらの勢力に入るのかという疑問が生じている。例えば、インドで成功するのはアマゾン・ドット・コム＜AMZN＞だろうか、それとも中国の電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）＜BABA＞だろうか。

テクノロジーのエコシステムを独自に発展させ、企業を育てることに成功している国は非常に少ない。中国は、米国以外で民間の起業家が本格的な規模で事業を運営できている国の一つだ。

Q：中国政府は2～3年前に大手テクノロジー企業に対する締め付けを強め、アリババなどの巨大インターネット企業の時価総額は半分になった。この動きはもう終わったのか。
スレーター氏：中国の政府と規制機関は物事をややこしくしている。しかし、大企業は中国の戦略にとって重要な存在だ。

規制強化に関しては、多くのデータは最悪期が過ぎたことを示している。注目すべき大きなシグナルは、フィンテック大手アント・グループの海外における新規株式公開（IPO）が再開されるかどうかだ（2020年、中国政府はアリババ創業者のジャック・マー氏が創設したアントのIPOを差し止めた。このIPOは世界最大規模となるはずだった）。

ファッシノッティ氏：中国が国内経済と消費者に関する問題を解決できなければ、過去の経済成長率のほんのわずかでも取り戻すことはできないだろう。テクノロジー企業と習主席が互いに譲歩している理由の一つは、技術プラットフォームが今後も発展することが全員の利益になると認識しているか

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

らだ。

当社は手頃な価格のホテルチェーンを展開するアトゥール・ライフスタイル・ホールディングス＜ATAT＞を保有している。直近四半期には売上高を47%増加させ、新たに140件のホテルをオープンした。アトゥールは、独自のテクノロジーを活用して商品やサービスをパーソナライズし、ホテルの客室を没入性の高いショールームに変えている。

中国の課題

Q：中国経済が直面している課題に話を戻そう。状況はどの程度悪いのか。
グリーン氏：構造的な問題として、債務、デカップリング、人口動態がある。2021年以降、中国の債務と不動産の結び付きが経済成長の主な重荷となってきた。中国の不動産は、ピーク時にはGDPの約28%を占めていて、家計の富の重要な源泉で、地方政府の収入の主な原動力であり、銀行のバランスシートにおける最大のエクスポージャーとなっていた。習主席が不動産セクターの締め付けを開始したときに現在の縮小傾向が始まり、経済全般に対する多大な波及効果をもたらした。

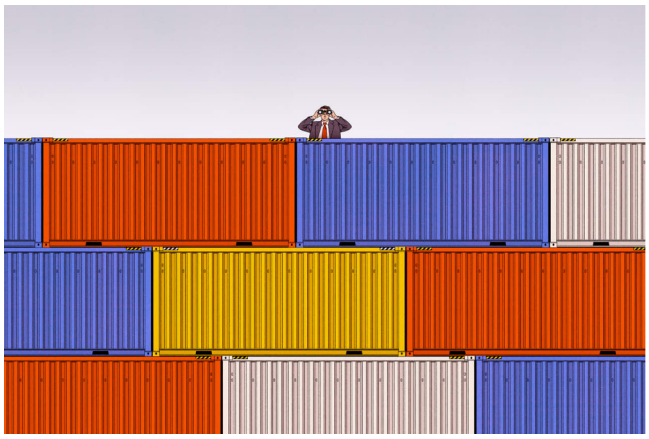


Illustration by Álvaro Bernis

新型コロナウイルスのロックダウンに加えて、経済はバランスシートの縮小段階にあって、借り入れ、消費または投資に対する人々の意欲は低い。習主席が目標とする、（内需主導を目標とする）経済のリストラはほぼ5年目となっている。これは、経済の管理された移行で、多大な痛みを伴うが経済の崩壊ではない。われわれは来年のGDP成長率を4.5%と予想している。

Q：投資家は中国に対して臆病になっている。その状況を変えるのは何か。
フィルポッツ氏：われわれは、4月に中国のエクスポージャーを増やし始めた。不動産需要の先行指標を見た限り、状況が懸念ほどは悪くなかったためだ。需要は依然として減少傾向だが、減少ペースは減速している。とはいえ、需要と新規住宅着工件数は2021年のピーク比で65%減少している。

市場は、不動産市場が崩壊し、中国でシステミックリスクが生じることを織り込んでいいるが、われわれはそうは考えていない。中国の資本勘定が閉鎖的なことが主因だ。他国との幾つかの違いによって、中国政府は不動産需要減少のペースを管理できる。例えば、ローン・トゥ・バリュー・レシオは平均約50%で推移しているのに対して、危機に見舞われた他の市場は100%かそれ以上となっている。

企業面では、経営陣の行動や資本配分が改善している。主要企業は競合企業の不振によって、経済環境が低迷する中で市場シェアを高めている。われわれは、多くの企業固有のカタリストが理由で、さらに強気になっている。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

課題を乗り越えられる銘柄

スレーター氏：中国投資のリスクは変化した。地政学的リスク、貿易リスク、中国の規制または政府の行動によるリスクがある。リスクを取るとしたら、投資が数倍になる機会を捉えたい。生活必需品は、投資を取り戻すために長期間が必要で、その間に何が起こるか分からないために選択対象ではない。私は、指数関数的に成長できる企業を探している。

Alberto Fassinotti/ Photograph by Lexey Swall

中国の超巨大企業、つまりアリババやインターネットサービス大手のテンセント・ホールディングス（騰訊控股）＜00700.香港＞の状況は厳しかった。両社ともに、10年前よりも規模が大きくなったが、規制環境は厳しくなった。そのような大企業への投資がどのように報われるかを判断するのは相対的に困難だ。

われわれは、中国の多国籍電子商取引（eコマース）会社であるPDDホールディングス＜PDD＞を保有している。最近の増収率は80%で、経営陣は非常に多くの機会を狙った有能な経営者であることを示した。PDDは、在庫を抱えている企業に対して、超低価格の時間限定セールを提供することで、消費者と結び付けている。ライバルでアリババ傘下のタオバオ（淘宝網）を抜いて、日用品の分野でコストが最も低いプラットフォームとなった。PDDには大規模で儲かる事業があり、国内経済の発展にとって重要な要素になるだろう。輸出事業（Temu=テム）も成長している。

Q：Temuは、貿易の抜け道を利用して出荷しているために、米国で調査対象となっている。そのリスクは。
スレーター氏：それはリスクになるかもしれないが、グローバルサウス、東南アジア、欧州などの市場ではどうだろうか。また、利益はすべて中国で計上されている。

ファッシノッティ氏：米国の機関投資家の間には反中国のセンチメントがあり、ベンチマークから中国を排除した投資家もいる。そのような投資家は、中国への投資を完全に排除していないが、中国に投資するなら、大幅にアウトパフォームできる企業であることを必須条件としている。ハードルは非常に高く設定されており、流動性は低下している。

Q：高いハードルを超えられるのはどのような企業か。
ファッシノッティ氏：水力発電会社の中国長江電力＜600900.上海＞は、負債が少なく、一貫した投下資本利益率（ROIC）を計上している。人々の生活にとっても、製造業にとっても電力供給は必要だ。このような企業は、軍事転用できる製品のメーカーや、文化戦争の一部となっているTikTok（ティックトック）の親会社である字節跳動（バイトダンス）のように、政府や投資家が不満を表明する企業ではない。

スレーター氏：電子商取引プラットフォームの美団（メイトゥアン）＜3690.香港＞は、中国国内の売

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

上高が約20%で成長しており、大規模な事業運営が可能なことを示し、消費者にとって経済性の面で非常に魅力的な商品を提供している。美団は、これまでの経験を中国国外で活用することをますます狙っている。中国の自動車メーカーのBYD＜1211.香港＞の増収率は40%で、資本利益率（ROC）は20%超だ。BYD製自動車は、他国の企業が勝てない競争力があり、自動運転を考慮に入れなくても獲得可能市場は巨大だ。中国における自動運転は他国のどこよりも急速に発展するだろう。それが、EV大手のテスラ＜TLSA＞が中国に重点を置いている理由だ。

Q：テスラのイーロン・マスク最高経営責任者（CEO）とトランプ次期大統領との密接な関係は、米中関係とテスラ自体にとって何を意味するのか。
スレーター氏：テスラは、人々が好む自動車を開発し、それを量産して継続的に改良し、誰よりも早く行動することで成功してきた。多くの欧米企業は中国進出に対して神経質で、知的所有権が盗まれるのではないかと懸念していた。テスラは異なったアプローチを取り、中国が競争的な市場になると判断した。中国は、世界最大の自動車市場で、進出しなければならず、安くて質の高い自動車で勝たなければならない。それは、ロボタクシーやサイバーカーなどの自動運転プラットフォームといった次世代自動車にも当てはまる。テスラは中国に進出したおかげで、他国における競争でも優位に立っている。

Q：投資家は以前は、グローバルな多国籍企業を通して中国の機会に投資していた。
スレーター氏：中国の消費者に対する認識は変化した。国内ブランドは5年前と比較して質が改善しており、国内ブランド志向が高まっている。

高級品は一つの例外で、ブランドの伝統が製品を差別化している。高級品メーカーのエルメス・インターナショナル＜RMS.フランス＞を例に取ると、2023年末までの20年間で利益は21倍、売上高は11倍に成長しており、成長の相当部分がアジアの消費者によるものだ。中国の人口1人当たり高級品支出額は米国のわずか5分の1で、エルメスにとって中国は次の成長市場だ。

フィルポッツ氏：エルメスにとってはそうかもしれないが、同じ理由で中国での成長が続くと予想しながら失敗した多国籍企業を見てきた。自動車は好例で、ポルシェ＜P911.ドイツ＞、メルセデス・ベンツ＜MBG.ドイツ＞、BMW＜BMW.ドイツ＞などはいずれも、中国メーカーが台頭する間もプレミアムブランドとしての認識に長期にわたって依存してきた。しかし極めて急速に市場シェアが大幅に低下した。プレミアムブランドが難攻不落という認識の背後に、金額、デザイン、技術面で価値を提供する現地ブランドが忍び寄ってきた。

グリーン氏：スマートフォンももう一つの好例だ。サムスン電子の中国市場のシェアは、一時は20%だったが、今や1%に満たない。メーカーや耐久消費財では慎重になる必要がある。

ロシア・ウクライナ問題

Q：世界の紛争に話を移そう。ロシアとウクライナの間で浮上した停戦の市場への影響は。
ファッシノッティ氏：それは詳細次第だ。恐らく、領土に関する譲歩はあるだろうが、ロシアはその見返りとして制裁解除を求める公算が大きい。ロシアは何らかの形で欧州に再統合されるだろうが、制裁解除は無理な注文だ。

停戦は短期的にみると、リスクセンチメントと市場、特にコモディティーにとっては良いことだろ

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

Rory Green/ Photograph by Jillian Edelstein

う。ロシア産原油と鉄鉱石の最大の顧客であるインドにとっては良いニュースでない可能性がある。

フィルポッツ氏：われわれは中東欧で最大の商業・個人向け銀行であるOTPバンク＜OTP.ハンガリー＞を保有している。特にウクライナ国内の復興活動の恩恵を受けるだろう。

ファッシノッティ氏：制裁後に停戦合意が得られると中国が判断すると、中国は台湾への侵攻を検討する可能性がある。

グリーン氏：われわれは、今後10年間の台湾侵攻リスクは非常に低いとみている。中国政府は、東側諸国が台頭して西側諸国が沈み、中国は20年待てばさらに強力なプレーヤーになると考えているため、急ぐ必要はない。いかなる侵攻も軍事的および経済的に極めて困難で、中国共産党にとっても非常に大きなリスクだ。

Q：それは、欧州にとって何を意味するのか。
スレーター氏：欧州での戦争がなくなれば良いことだろう。しかし、欧州の課題は、大規模な新規事業を支えられる規模と厚みを持つ資本市場を確立することだ。時価総額が1兆ドル以上の企業は、米国には8社あるが欧州には1社もない。そのような成功に向けた適切な環境を構築できなかったことは、最大の課題となってきた。欧州は、新たな投資アイデアを創造することが難しい市場と判断している。

有望な投資対象

Q：新たな投資アイデアはどこにあるか。
グリーン氏：中国株式の中でインフラ関連をトップピックとしている。中国は、経済成長を安定化させるために必要ならば何でも行うスタンスを示している。インフラ投資の先行指標は、これまでで最も好調な部類に入る。インフラが来年は重要な役割を占め、関連銘柄が恩恵を受けると考えている。

長期的な観点でテクノロジーについて多くを議論してきたが、EVは氷山の一角だ。中国が世界で今後競争するのは、ロボットと航空機の2分野で、今後3～4年はセクターごとの上場投資信託（ETF）が投資対象だ。

フィルポッツ氏：ベトナムで家電と食品の小売りを手掛けるモバイル・ワールド・インベストメント＜MWG.ベトナム＞のEPSは2桁台のペースで成長すると考えている。

アラブ首長国連邦（UAE）の政府系不動産開発会社のエマール・プロパティーズ＜EMAAR.UAE＞はドバイの成長の恩恵を受けている。多くの人々が、ドバイの成長の要因を戦争によるロシア人の移住と考えているが、成長はむしろ構造的なものだ。人口は移民だけではなく家族の増加にもけん引され

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

ており、消費が増加する余地をもたらしている。エマールは、ショッピングモールを保有する大手の1社だ。

ファッシノッティ氏：メキシコの建設会社であるプロモトラ・イ・オペラドラ・デ・インフラエストルクトゥーラ＜PINFRA.メキシコ＞を保有している。韓国、中国およびその他の多国籍企業が米国とメキシコの国境付近に生産拠点を移していることを背景に好調だ。

インドでは、保有対象を金融から消費関連企業へ移している。例えば、ファストフード向けにビスケットやパンを製造するミセス・ベクターズ・フード・スペシャリティーズ＜BECTORFOOD.インド＞だ。可処分所得や消費増加に関連した典型的な銘柄で、インドの消費者の状況は今年と来年にさらに改善すると考えられる。

Q：注目度が不十分な海外のテーマを一つ挙げるとしたら。
スレーター氏：多くの新興国で中産階級が増加して消費をけん引している。それらの市場において、確立された小売りの物理的インフラがないために、顧客の期待は完全にオンラインにけん引されている。ブラジルのメルカドリブレ＜MELI＞、韓国と台湾のクーパン＜CPNG＞、東南アジアのシー＜SE＞といったeコマースプラットフォームは消費者に対して、以前に想定されていたよりもはるかに広範囲の商品を安価で提供している。そして、これらすべての企業は、経済および地政学的に厳しい環境で成功を収めている。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

Foreign Stocks Have Fallen Out of Favor. 12 Worth a Look.

Alberto Fassinotti

Managing director at RockCreek Group, responsible for emerging markets

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (billion)	2025E P/E
Atour Lifestyle Holdings / ATAT	$26.55	$3.7	21.5
Mrs. Bectors Food Specialties / BECTORS.India	INR1,914.85	1.4	74.0*
Promotora y Operadora de Infraestructure / PINFRA.Mexico	MXN183.71	3.8	10.5
China Yangtze Power / 600900.China	CNY28.45	95.8	19.2

Christine Phillpotts

Manager of the Ariel Emerging Markets Value and Ariel Emerging Markets Value ex-China strategies

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (billion)	2025E P/E
Emaar Properties / EMAAR.UAE	AED9.63	$23.2	6.7
Great Wall Motor / 2333.Hong Kong	HK$13.10	27.2	7.3
Mobile World Investment / MWG.Vietnam	VND58,100	3.3	15.9
OTP Bank / OTP.Hungary	HUF21,640	15.4	5.9

Tom Slater

Baillie Gifford partner, global public and private-equity manager, and manager of Scottish Mortgage Investment Trust

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (billion)	2025E P/E
BYD / 1211.Hong Kong	HK$260.40	$106.5	14.7
Hermès International / RMS.France	€2,200.00	244.7	46.7
Meituan / 3690.Hong Kong	HK$165.20	129.1	17.8
PDD Holdings / PDD	$98.71	137.1	7.5

Note: E=estimate; *Fiscal year ends in March

Source: Bloomberg

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

2. ウォール街のルールに従わず成長を続けるマイクロストラテジー [フィーチャー]

MicroStrategy Is Winning by Breaking Wall Street's Rules.
回避するのが賢明なカルト銘柄

正念場を迎える株価の動向

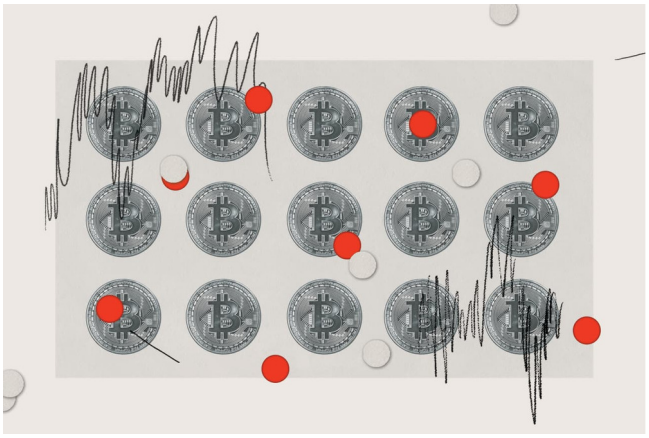


Illustration by Barron's; Dreamstime (2)

マイケル・セイラー氏は突飛なアイデアを900億ドルの企業に変身させたが、ビットコインの価格が10万ドルを超えた今、そのアイデアが試されることになるだろう。セイラー氏は、自身が支配株主で会長を務めるマイクロストラテジー＜MSTR＞を、小規模なビジネスソフトウエア会社から、この4年間で世界最大のビットコイン保有企業（発行済みビットコインの2%、時価400億ドル超を保有）に成長させた。ビットコインの購入資金は株式と転換社債の発行で賄われた。マイクロストラテジーの時価総額から債務（70億ドル）とソフトウエア事業の価値（約10億ドル）を差し引いた後の企業価値は、保有するビットコインの時価総額の約2.5倍にもなる。このギャップが議論の的となっている。

セイラー氏は、マイクロストラテジーの使命は、債券や株式、オプションを求める伝統的な資本市場と暗号資産（仮想通貨）経済の橋渡しをすることであり、そのためにビットコインを使用する、としている。この主張は個人投資家から大きな支持を得ており、マイクロストラテジーの株価は年初来で500%上昇し、395ドルに達している。最近では、株式、オプションともに出来高が増え、オプション取引は米半導体大手のエヌビディア＜NVDA＞や電気自動車（EV）大手のテスラ＜TSLA＞に匹敵する出来高となることもある。

しかし、あまりにも割高であり、特に、米大統領選後に45%上昇し10万1000ドルを付けたビットコインの価格が下落に転じた場合、株価が下落する危険性が大きい。投資家は実質的に、マイクロストラテジーが保有する40万2100枚のビットコイン1枚当たり、市場価格の2倍を大幅に上回る約24万ドルを支払っていることになる。

もう一つのリスクは、ビットコイン価格がさらに上昇しても、バリュエーションが低下した場合には、マイクロストラテジーの株価が追随できないケースだ。ビットコインが高値を更新しているにもかかわらず、株価は既に11月21日の高値543ドルから25%下落している。

インデックスファンドなどを除き機関投資家の保有率が低い中、マイクロストラテジーの戦略の成功は、上場投資信託（ETF）などのより安価な暗号資産へのアクセス手段があるにもかかわらず、保有するビットコインの価値に大幅なプレミアムを上乗せして株式を購入してくれる投資家を見つける能力にかかっている。カナダの投資会社アクセルレートのジュリアン・クライモチコ最高経営責任者（CEO）は「セイラー氏には、保有するビットコインの価値の2、3倍の価格で株式を購入するカルト的な信者を集める伝道師としての能力がある。真のビットコイン信者は自分でビットコインを購入し保有する」と話す。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

信仰を支える教義

本来、マイクロストラテジーは暗号資産の保有会社ではなく、ビジネス分析ソフトウエアを販売していたが、セイラー氏が2020年にビットコインの購入を始めた。発行上限2100万枚、発行済み約2000万枚で、残る採掘可能枚数わずか5%のビットコインは最高のコモディティー（商品）であり、今後も年率50%のリターンが見込めるというのがセイラー氏の見方だ。

株価に大幅なプレミアムが上乗せされるようになったのは今年に入ってからだ。2022年から2023年末までは保有するビットコインとほぼ等価であり、2024年初めに30%のプレミアムが上乗せされた。暗号資産に好意的なトランプ氏の大統領選勝利で、ビットコインが勢いづいた。暗号資産推進派のポール・アトキンス氏を米証券取引委員会（SEC）の新委員長に指名するトランプ氏の動きも後押しし、ビットコイン価格は先週、初めて10万ドルを超えた。

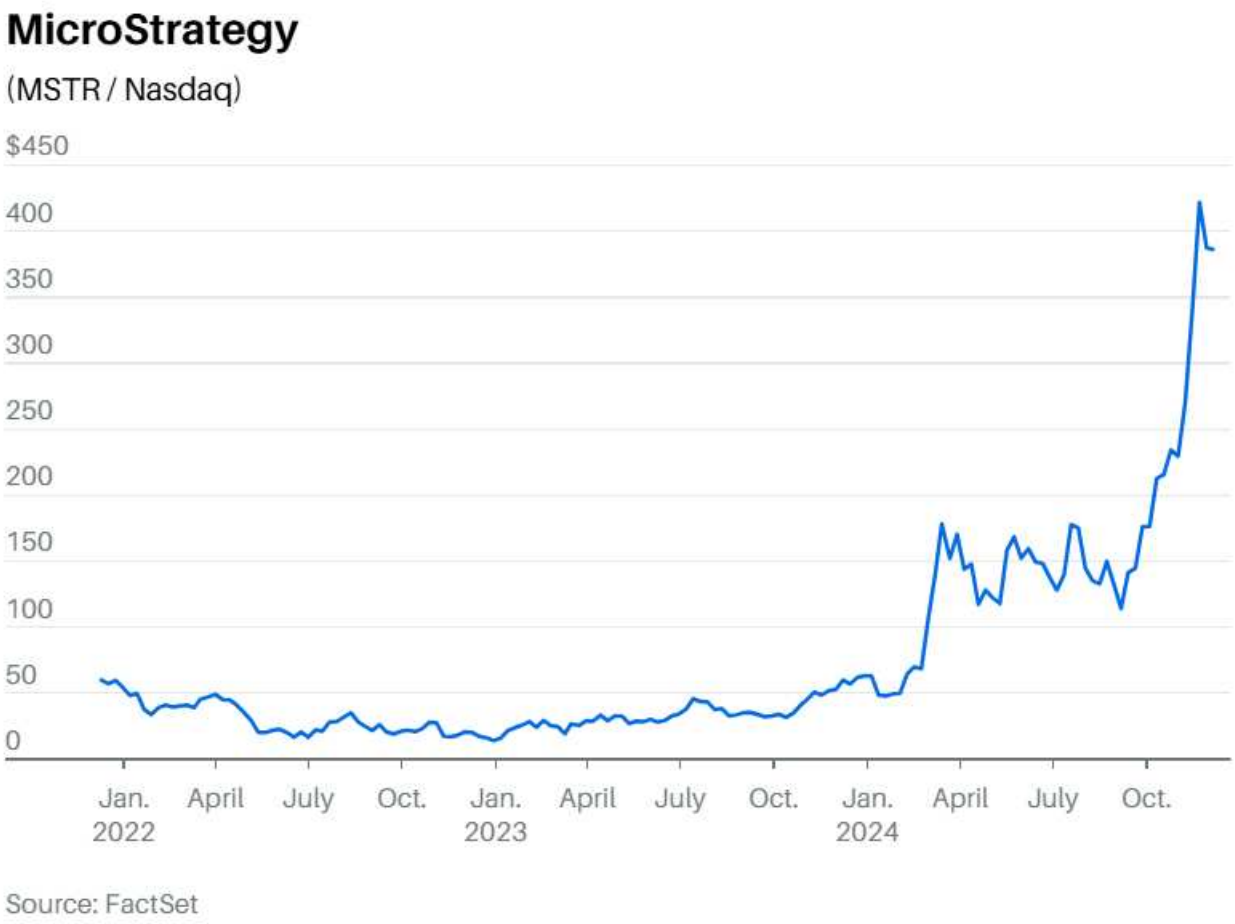
マイクロストラテジーは、「必要でない限り、既存株主持分の希薄化は回避する」という株式発行に関する代表的な企業原則を覆した。ビットコイン購入に充てるため、2027年までに株式を210億ドル、債券を210億ドル発行する計画を10月末に発表して以降、新規株式発行に奔走している。既に株式を約105億ドル、転換社債を30億ドル発行済みであり、早ければ来年にも目標調達額を達成する勢いだ。

9月30日以降、ビットコインの保有量を60%上乗せし、高値で買い進めたため、平均取得価格は3万9000ドルから5万8000ドルに上昇した。著名な空売り投資家のジム・チャノス氏はX（旧ツイッター）への投稿で、マイクロストラテジーのビットコイン購入は価格が低かった2022年には9000枚を下回ったが、現在は最高値水準で大量購入していると指摘した。この件に関し、セイラー氏は本誌の最近のインタビューで「210億ドルの増資を発表すると、既存株式の希薄化を懸念するのが従来の考え方だろうが、価値を増大させるというのがわれわれの計画だ」と語った。

マイクロストラテジーは本アプローチによる価値増大の尺度として「ビットコイン利回り」という概念を考案した。これは本来の意味の利回りではなく、1株当たりのビットコイン保有量の変化を計測するものだ。1000株当たりのビットコイン保有量が0.9枚から1.5枚に増加しているため、年初来のマイクロストラテジーのビットコイン利回りは60%超となる。

また、自社株のボラティリティー（変動率）をプラス要因（セイラー氏は、S&P500指数の約10倍と指摘）として強調し、それによって、魅力的な価格で転換社債を発行し（値動きの激しい株式が好まれる）、株式調達を補完することが可能になっている。直近の起債では金利ゼロで転換価格は発行時の市場価格に対して55%を上乗せした672ドルだった。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc



増大するリスク

しかし、負債の増加はリスクを伴う。2022年にビットコイン価格が2万ドルを下回った時に投資家が懸念したのはマイクロストラテジーの負債返済能力だった。債券価格は額面の5割を下回った。

セイラー氏は、株式や債券の発行によってビットコインを購入すること（セイラー氏は「財務活動」と称している）による価値の創造についても語っている。投資家が資産価値を大幅に上回る価格で株式を購入してくれるのであれば、大量の株式を発行するのは正しいアプローチだ。マイクロストラテジーの株式は、証券会社9社から成る引受グループが投資家に直接販売するアット・ザ・マーケット（ATM）オファーリングで販売される。米ブルームバーグ通信によると、8社のアナリストがマイクロストラテジーをカバーしており、その全てが引受グループに属し、投資評価を「買い」としている。これまでのところ、これらアナリストの楽観的な見方は正しかった。

アクセルレートのクライモチコ氏は、アナリストや投資家が「基本的にはクローズドエンド型のファンドである資産保有会社の株式をこれほど水増しされた価格で購入することを正当化」しているのは行き過ぎだと考えている。クローズドエンド型ファンドが発行する株式の株価は純資産を下回るのが通常だ。

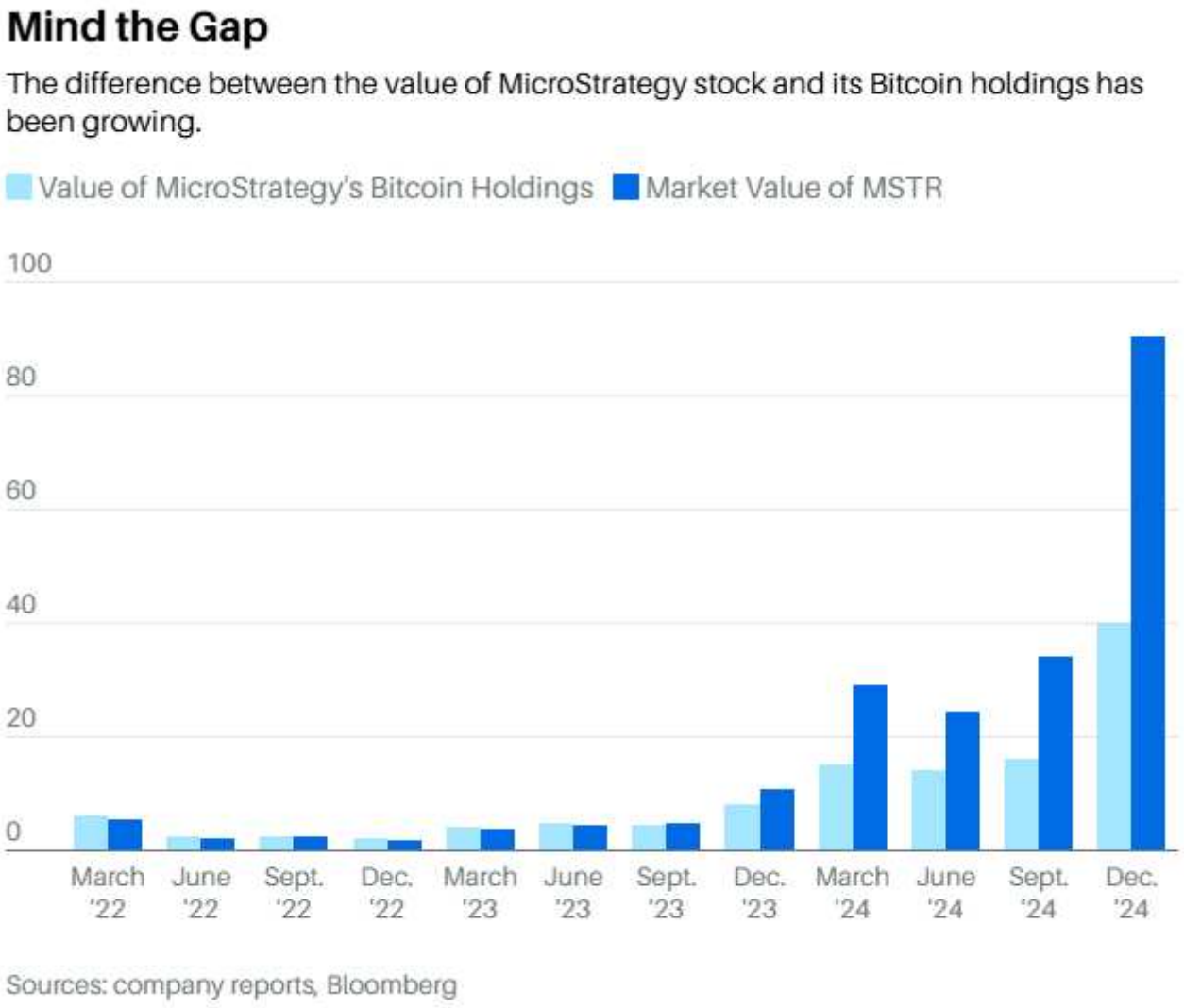
投資銀行ベンチマークのアナリスト、マーク・パーマー氏は最近のリポートで、保有するビットコインの価値を上回る株価（ましてや、その3倍近い株価）に疑問を呈する「否定論者」がいるが、それは資本市場から資金を調達し、ビットコイン保有量を拡大することにより創出される株主価値の軽視だとし、こうした財務活動の価値を1000億ドル超、投資判断を「買い」、目標株価を650ドルとした。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

さらなるリスク要因が、マイクロストラテジーに投資する2本のレバレッジ型ETF、ディファイアンス・デイリー・ターゲット2倍ロングMSTR ETF＜MSTX＞とティーレックス2倍ロングMSTRデイリー・ターゲットETF＜MSTU＞の存在だ。総資産は40億ドルを超えている。マイクロストラテジーの株価が下落し、投資家がこれらのETFから資金を引き揚げる場合、ETFは保有資産売却に追い込まれる。

また、マイクロストラテジーは、規模は大きいものの、その本質は継続的な収益事業というよりもビットコインの保管場所にすぎず、S&P500指数に組み入れられる可能性は低い。ただ、12月13日に発表される次の年次見直しで、ナスダック100指数に組み入れられる可能性はある。

こうした危険性を踏まえ、ビットコインを選好する投資家は、iシェアーズ・ビットコイン・トラストETF＜IBIT＞のような経費率が低いETF（運用資産500億ドル、年間手数料0.25%）を検討すべきだ。マイクロストラテジーは約400億ドルの資産を裏付けとする時価総額1000億ドル近くのカルト銘柄であり、投資家を待っているのは良い結末ではない可能性がある。



By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

3. 退職口座にビットコインを組み入れるべきか [フィーチャー]

Bitcoin in Your Retirement Account? A Little Wouldn't Hurt.

少額の保有を勧めるアドバイザーもいる

ビットコインの急騰

Illustration by Anuj Shrestha

ビットコインの急騰は、やっかいな疑問を惹起（じゃっき）する。退職口座に暗号資産（仮想通貨）を組み入れるべきだろうか。時価総額で最大の暗号資産であるビットコインは、年初来142%急騰した。トランプ氏は大統領選で、自らを暗号資産に優しい候補者と位置付けた。共和党主導の新政権が暗号資産を受け入れ、米財務省が暗号資産を購入する可能性さえあるという期待もあり、トランプ氏の大統領選における勝利以来、ビットコインは48%上昇し、10万3000ドルを突破した。

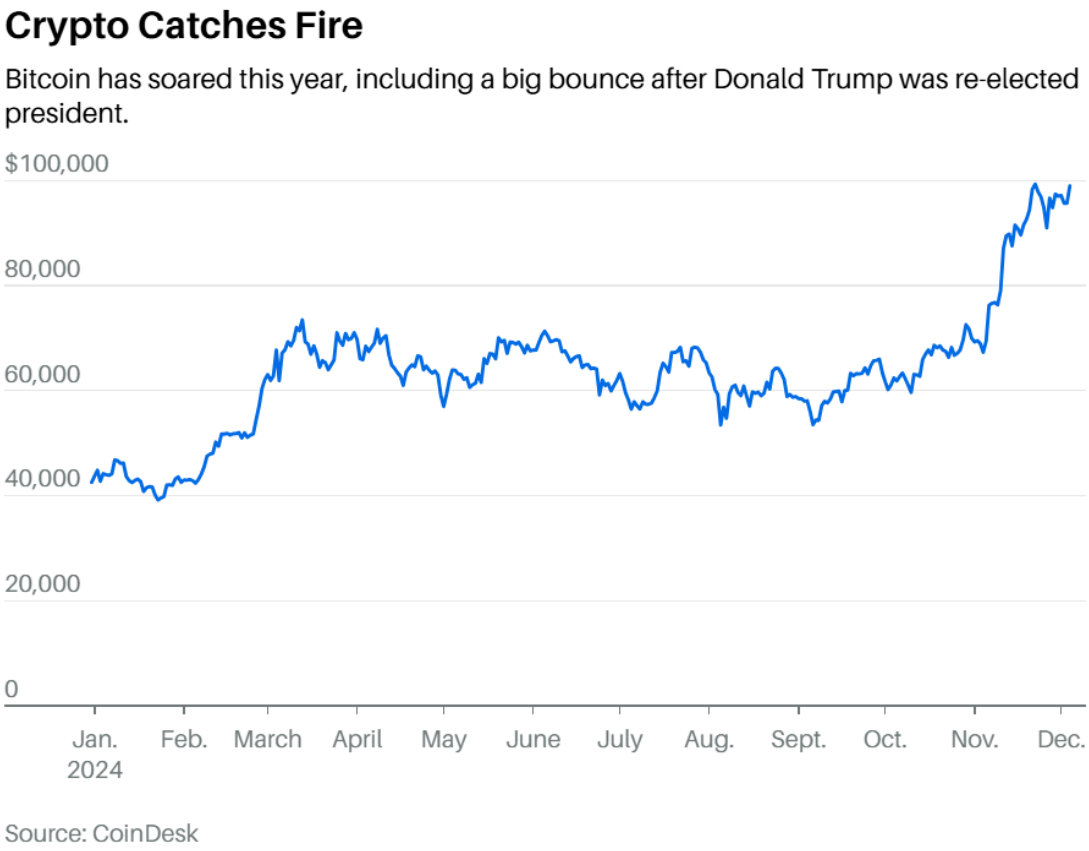
多くのアドバイザーやその他の専門家は、ビットコインを投資ではなく投機資産と見ており、依然慎重だ。とはいえ、ビットコインを少々持っていても損はないだろう。ただ、やりすぎは禁物で、多くのリスクがあることを念頭に置く必要がある。モーニングスターの個人金融・退職プランニング担当ディレクター、クリスティン・ベンツ氏は、「ほとんどの退職者にビットコインが必要だとは思わない。ある程度保有するなら、マッド・マネー（予想しがたい不合理で常軌を逸した動きをする先に投資する資金）としてポートフォリオに入れよう」と話す。

暗号資産の急騰を傍観していたなら、投資機会を取り逃がす恐怖を感じないわけがない。ビットコインやイーサのような暗号資産は年初から急騰している。その結果、企業としては最大のビットコイン保有者であるソフトウエア企業のマイクロストラテジー＜MSTR＞や暗号資産取引所を運営するコインベース・グローバル＜COIN＞のような企業に大きな利益をもたらした。世界のトークンの時価総額は現在3兆7000億ドルに達し、暗号資産関連の起業家は大きく資産を増やした。その中には、最近バナナを銀色のダクトテープで壁に貼り付けたアート作品に620万ドルを支払った暗号資産関連の起業家もいる。冷静な退職者にとっては、ビットコインは副次的な賭けに過ぎない。貯蓄の不足を補うことや、確実なリターンを期待してはいけない。

ビットコインの保有は、投資か投機か

WSFS銀行のチーフ・ウェルス・オフィサー、ジェイミー・ホプキンス氏は、ビットコインが出現して17年近く経過しているが、さまざまな市場シナリオにおけるパフォーマンスについて評価する良いモデルはないと話す。暗号資産は、ワシントンの友好的な情勢変化から最近急騰したことを別にすれば、マクロ経済要因にあおられることが多い。2021年後半から2022年にかけて金利が急上昇した際、ビットコインは株式や債券とともに暴落した。過去10年間、暗号資産にはわずかな配分で十分と推奨してきたホプキンス氏は、「ビットコインを含めたほとんどの暗号資産投資は、そうではないことが証明されるまでは投機的なカテゴリーにとどまる」と語る。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc



アドバイザーの中には、ビットコインは長年の市場サイクルとマクロ経済情勢を通じて、投機でないことが証明されたと主張するものもいる。早くから暗号資産を取り入れたファイナンシャル・アドバイザーであるボーン・ファイド・ウェルス社長のダグラス・ボーンパース氏は「現実には、ビットコインは退職口座にとどまるべき資産クラスだ。懐疑的な見方が薄れ、退職口座の主流になるまでに、あと何回感謝祭の夕食会が開かれればいいのだろうか」と語る。

金融資産としてのビットコインは、実際の実用性を持つものとは分けて考えることが重要だ。2009年に出現したビットコインは、独自のガバナンスと発行システムを持つ分散型デジタル通貨として登場し、金融機関という中間業者を排除した取引を可能にした。しかし、ビットコインはボラティリティー（変動率）が極めて高いため、日常的な買い物のための通貨としては実用的ではない。第三者を介さずに取引を行えるため、銀行や伝統的な決済アプリを利用することに何の問題もなく、法に従うことが当然と考える人々よりも、犯罪者にとって有用であることが証明されている。

政府や通貨が不安定な発展途上国市場では、より利用価値がある。TIAAウェルス・マネジメントのディレクター、ダグ・オーンスタイン氏は、「中央銀行がデジタル通貨を受け入れるかどうか注目している。もしデジタル通貨が金融政策の一翼を担うことになれば、それは大きな進展であり、これまで避けてきた立場を見直すきっかけになるだろう」と話す。

トランプ氏の大統領選勝利をきっかけに、ビットコインが米政府の後押しを受けて主流になるとの期待が高まっている。トランプ氏は今年の夏に開催されたビットコイン会議において、刑事事件やその他の手続きで押収されたデジタル資産を含む「戦略的国家ビットコイン備蓄」を呼び掛けた。ビットコイン法と呼ばれる上院法案は、米財務省に戦略的ビットコイン備蓄を指示し、政府が暗号資産を購入し保有できるようにするものだ。暗号資産投資会社キャッスル・ファンズのピーター・エベール社

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

長は、「共和党の支持はあるものの、上院法案が可決される可能性は依然として小さい。しかし、この法案が議論されているという事実自体、面白いことだ」と語る。

ビットコインへの投資手段とポートフォリオへの配分

投資家がビットコインに投資する最も簡単な方法は、上場投資信託（ETF）だ。iシェアーズ・ビットコイン・トラスト＜IBIT＞はETFで最大の保有者で、480億ドルのビットコインを実際に保有している（先物契約を通じて投資し、高い手数料を取るファンドとは異なる）。経費率は0.25%と低く、資産規模が大きいため取引コストも最小限に抑えられる。

投資家は他にも、ビットコインを購入し、コインベースやフィデリティのような証券会社を通じてデジタル・ウォレット（電子財布）に保有することもできる。これらの証券会社では通常、年間費用は掛からないが、トークンの取引には手数料が掛かり、売買注文の際に証券会社が若干の手数料を取る可能性がある。

ビットコインに投資するなら、少額で始めるべきだ。ホプキンス氏は、ポートフォリオ全体の1%の配分を推奨している。もちろん、ビットコインの価格が高騰を続け、その1%が5%以上に膨れ上がったらどうするかという問題はある。ポジションを縮小する場合、米内国歳入庁（IRS）は暗号資産を株式、債券、その他の資産と同様にキャピタルゲイン課税対象として扱うことを念頭に置いておく必要がある。

ビットコインは宝くじのようなものだと考えるべきだ。最終的に100万ドルに達すると見るアナリストもいるが、数カ月で75%暴落する可能性もある。そのボラティリティーを考えると、特に日常的な支出をポートフォリオからの収入に頼っている場合は、ビットコインは頼るべきものではない。エベール氏は、「この先2年、3年、4年、あるいは5年と生活していくための資金なら、投資するにはリスクが高過ぎるだろう。もしあなたが眠れなくなり始めたら、ビットコインへの配分が大き過ぎるということだ」と話す。

By Elizabeth O’Brien
(Source: Dow Jones)

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

4. FRB議長よ、追加利下げは断念すべきだ [フィーチャー]

Powell, Hold the Line. The Inflation Fight Isn't Over.
インフレとの戦いは終息していない

「利下げを急ぐ必要はない」というパウエル議長の見方は正しい

Illustration by Alexander Glandien

米連邦準備制度理事会（FRB）ウオッチャーにとっての問題は、FRBが追加利下げを行うかどうかではなく、それがいつ行われるかである。12月の連邦公開市場委員会（FOMC）会合で利下げが決定される可能性はあるが、FRBのパウエル議長はまだ熟慮していると述べている。パウエル議長は最近、「経済は利下げを急ぐ必要があるというシグナルを送っていない」と指摘した。

利下げを急ぐ必要はないというパウエル議長の見方は正しい。FRBは依然として物価上昇との長期にわたる戦いに直面しているからだ。次回のFOMC会合に限らず、利下げは提案されるべきでない。超低金利の時代に逆戻りすれば、経済は再び危険な道のりをたどることになる。

インフレが高止まりすると考えられる理由とは

バイデン大統領の下で抑制されたとされているインフレが脅威となり続けている理由は何か。

第一に、連邦政府が今後4年にわたり借入と支出を効果的に抑制すると考える根拠は全くない。確かにトランプ次期大統領は支出を削減、規制を緩和すると約束した。しかし、財政引き締めを支持する選挙民はいない。連邦政府の誰もが、無駄な予算は削減すべきだと考えているが、自分の管轄下の予算となれば話は別だ。既存産業は、規制が競争を遮断するのに役立つなら、それほど悪くないと考えている。

一方で、国防費の増額を求める圧力が加わることが予想される。しかも、連邦予算では総額1兆6000億ドルの学生ローンの大部分が返済されることが想定されているが、その見方は夢物語だ。多額のローンの返済が免除されたり滞ったりすれば、財政赤字を膨らませ、インフレを加速させる。

連邦政府の財政支出拡大だけでなく、他の要因もインフレを加速させるだろう。その一つは、世界貿易が活発だった時代は終わったことだ。中国が「世界の工場」になった背景には、政府の政策が大きかったが、低コストの労働力が世界的な物価下落をもたらしたことがある。だが、中国は変化しつつある。中国の労働者の賃金はもはやそれほど低くなく、高齢化に伴って労働力人口は減少しているのだ。

トランプ次期大統領は保護主義的な関税の導入を再び検討しているが、驚くほど多様な人々がもはやそれを常識外と見なさなくなっている。米国民の間では、製造業の基盤がなければ、自国を守ること

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

はおろか、十分に質の高い雇用を創出することさえできないという認識がようやく広がりつつある。そのため、輸入品だけでなく米国産の代替品の価格も上昇すると予想される。

FRBなら事態の悪化を食い止められる

恐らく米国は、どの大統領の下でも債務を積み上げ続けるだろう。したがって、われわれができる最善のことは、希望をFRBに託すことだ。金融政策は万能ではないが、事態を悪化させるような過ちを回避するのに役立つことは間違いない。

そのため、FRBは追加利下げのプランを放棄し、金利を現状の水準に維持しなければならない。そうしなければ、インフレが加速するだけでなく、人為的な低金利に伴うインフレ以外の過小評価されていたあらゆる問題が進行する。一つの問題は、割安なマネーは最も裕福な人々の資産を膨らませるため、上位1%の富裕層への富の移転が続くことだ。

FRBに利下げを停止する分別があるのなら、潜在的なインフレ再燃と戦う以上のことができるだろう。過度の低金利は魅力的だが、それがもたらす割安なマネーは資産バブルを発生させ、株式と債券および不動産の価格をとてつもなく上昇させる麻薬のようなものだ。資産バブルの後には「金融不安定性」を伴う。

超低金利は、貯蓄から無リスクで妥当な水準のリターンを獲得できない退職者やつつましい生活を送る労働者からさらに奪い取る。その一方で、価値が上昇する資産の大半を所有する金持ちに恵みを与える。住宅購入希望者は金利引き下げを求めるかもしれないが、住宅供給を増やすことができない（または増やさない）場合、住宅ローン金利が低くても住宅価格は下がらないだろう。

割安なマネーは、実業界で不健全な再編を促す。さらに、イノベーティブな新興企業を犠牲にして既存の企業を延命させる。

要するに、割安なマネーを好むのは銀行家とプライベートエクイティ会社で、その他の者はほとんど得るところがない。

FRBは低金利の弊害を認識すべきだ

それにもかかわらず、FRBは本能的に低金利への回帰を目指している。10年にわたる低金利と量的緩和（QE）への固執は、経験的な証拠ではなく、理論モデルと未検証のアカデミックな教義に基づいていた。残念なことに、実質金利が非常に低い水準にあることと低成長が関連しているという現実世界の証拠に対してFRBはいまだに否定的である。

筆者は2011年に、超低金利が長期成長に与える影響に関する研究論文を共同執筆した（この論文は専門家による査読を受けた）。当時、エコノミストとFRBの間では、短期金利がゼロまたはそれに近い状態にあることが経済を刺激するというのが一般的な見方だった。つまり金利が低ければ低いほど、良いことだった。これに対してわれわれの研究は、超低金利が成長を刺激するどころか、景気拡大を大幅に遅らせることを示した。そして、金利が過去における実質的な基準である3%を下回れば下回るほど、悪影響は大きくなる。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

インフレが鎮静化からはほど遠い状況にあることを示す兆候は既にある。9月には、FRBが好むインフレ指標であるコア個人消費支出（PCE）価格指数の月間上昇率が4月以降で最大を記録した。10月のコアPCEはさらに上昇した。FRBが利下げを継続すれば、インフレがさらに加速することになる。

＊筆者はマイケルソン・キャピタル・パートナーズの最高投資責任者（CIO）である。

By John Michaelson
(Source: Dow Jones)

5. 米雇用急回復、12月利下げ確実 [経済政策]

Jobs Data Should Cement a Rate Cut.
不確実なことばかりの2025年

予想通りに急回復を見せた非農業部門就業者数

Bing Guan/Bloomberg

11月の米雇用統計の結果は、今月中に米連邦準備制度理事会（FRB）がさらなる利下げを行う可能性を確実にしたものの、2025年の金融政策の見通しを明確にするには至らなかった。

労働市場は冷え込みつつあるが依然として底堅い米国経済、根強いインフレ、そして恐らくは非合理なほど過熱した金融市場など、FRBは数々の未知の要素に直面することになるだろう。これには、トランプ次期政権による関税引き上げのタイミングや規模といった未知の要素、さらには2025年に待ち受けるその他の不確実性は含まれていない。

11月の非農業部門就業者数は、10月の天候不順とストライキの影響による落ち込みから予想通り急回復した。一方、失業率は若干上昇したが、これは主に数値の四捨五入処理や高齢化する人口構成などの技術的要因を反映したものだ。

発表された数字を見ると、11月の非農業部門就業者数は22万7000人増と、市場予想の22万人増をわずかに上回った。ハリケーンや米航空機大手のボーイング＜BA＞のストの影響で落ち込んだ10月（修正後の3万6000人増）から大幅に回復した。また、9～10月の増加数は合計で5万6000人の上方修正となった。

11月の失業率は10月の4.1%からわずかに上昇し4.2%となったが、これは小数点以下2桁目を四捨五入するという慣例があるためだ。11月の失業率は4.246%で、10月は4.145%だ。もし4.150%以上であれば、失業率は4.2%となった可能性がある。

年齢に関して言えば、失業率データにおいて懸念材料の一つになりそうな要因である。11月の労働参

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

加率は、10月の62.6%から62.5%へとわずかに低下した。ジェフリーズのチーフエコノミストであるトーマス・サイモンズ氏は、この低下は多くの人々が65歳以上のカテゴリーに移行した結果であると指摘する。

急速に拡大するこの65歳以上のカテゴリーでは、労働参加率が20%から19.3%に低下した（株式市場の好調により資産が増加し、多くの人が引退を決断した可能性がある）。一方、プライムエイジ（25～54歳）の労働参加率は83.5%と引き続き健全な水準を維持しており、2000年7月以降の最高水準となった7月の84%に近い。

今後のFF金利の動向

ほぼ予想通りの雇用統計を受けて、CMEのフェドウォッチによれば、フェデラルファンド（FF）金利先物市場は、17～18日にかけて開催される米連邦公開市場委員会（FOMC）で、政策金利の誘導目標が現在の4.5～4.75%から0.25%引き下げられる確率を85.1%とみている。

この確率は、11日に発表される次の重要指標である11月の米消費者物価指数（CPI）が予想を上回らないことを前提としている。エコノミストのコンセンサス予想では、総合CPIは前月比0.2%の上昇、食料品とエネルギーを除くコアCPIは同0.3%の上昇となっており、いずれも10月と同じ伸びが見込まれている。

ハイ・フリークエンシー・エコノミクスのチーフエコノミストであるカール・ワインバーグ氏によると、雇用統計は年率5%という健全なペースで所得が増加していることを示している。これは、就業者と労働時間の増加および平均時給の伸びが寄与した結果である。特に平均時給は年率4%の伸びを示しており、インフレを2%の目標まで抑え込もうとするFRBの政策当局者にとっては懸念材料となる可能性がある。

しかし、ワインバーグ氏は、トランプ次期政権による関税引き上げがインフレ指標を押し上げる前に、FRBが2025年にFF金利の誘導目標を引き下げたいと考えるだろうとみている。ワインバーグ氏はインタビューで、関税引き上げによる一時的な物価上昇の影響と、継続的なインフレを区別した。それでも、たとえCPIの上昇が一時的な物価上昇の影響であったとしても、数値がインフレを示しているように見える場合には、FRBが利下げを実施するのは困難になると思われ、FRBは先手を打とうとするだろう。

同様に、野村証券のエコノミストは、FRBが2025年に利下げを一時停止するまでに、0.25%の利下げが2回だけ行われると予測している。これに対し、バンク・オブ・アメリカのエコノミストは、来年には0.25%の利下げが3回行われると予測しており、これは、FF先物市場の予測と一致している。J.P.モルガンのエコノミストは、合計で1%となる4回の利下げを予測しており、これは9月のFOMCで発表された経済見通し（SEP）の中央値と一致する。

ワインバーグ氏は、1%の利下げがSEPの中央値ではあるが、FOMCメンバー間のばらつきは大きいと指摘する。また、インフレ率の低下に伴い、インフレ調整後の実質政策金利が結果として上昇することをFRBとしては避けたいのだろうとみている。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

利下げを急がないFRB、トランプ次期大統領の理解を得られるか

パウエルFRB議長は先週、経済が好調である限り、利下げを急ぐつもりはないという見解を改めて強調した。一方、他のFRB当局者は大幅利下げの必要性について、より率直に反対する姿勢を示している。

FRB理事のミシェル・ボウマン氏は先週、「金利が現在、景気抑制的であるとは考えにくい」との意見を述べた。これは、株価指数が史上最高値を更新し、社債利回りのスプレッドが歴史的な低水準にあり、ビットコインが先週10万ドルを突破したという状況と一致する。クリーブランド連銀のベス・ハマック総裁は6日、就任後初の政策演説で「利下げペースを減速させるのが妥当な時期に達しているか、あるいはその時期が迫っていると思う」と述べた。

AGFインベストメンツのチーフ米国政策ストラテジストであるグレッグ・バリエール氏は、5日の顧客向けメモで「来年、パウエル議長とトランプ次期大統領との間で衝突が起こる可能性がある。パウエル議長が利下げを遅らせるような動きを見せれば、トランプ次期大統領はパウエル議長を解任できないだろうが、追い出そうと試みる可能性がある」と述べた。

11月の雇用統計を受けて今月のFOMCでのFRBの政策見通しは明確になっている。しかし、来年に目を向けると、数多くの不確定要素が存在している。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

6. サンタクロース・ラリーを邪魔するのは何か [米国株式市場]

How the Stock Market's Santa Rally Could Be Stolen by a Grinch

消費者物価指数がインフレ懸念を計る上で注目される

投資家は楽観的

Timothy A. Clary / AFP / Getty Images

株式市場は史上最高値の水準で2024年のラストスパートを迎えている。先週の主要株価指数の動きを見ると、S&P500指数は1.0%高の6090.27、ナスダック総合指数は3.3%高の1万9859.77となり、両指数とも史上最高値で引けた。ダウ工業株30種平均は0.6%安の4万4642ドル52セントとなり、小型株のラッセル2000指数は1.1%下落して2408.99で週末を迎えた。

市場関係者は2025年の市場と経済の見通しについて楽観的で、あえて言えば舞い上がっている状態だ。雇用市場は引き続きかなり堅調で、来年の企業業績は好調だとみられている。米連邦準備制度理事会（FRB）は金利を引き下げている。そしてホワイトハウスと上下両院を共和党が押さえたことで、市場は減税、規制緩和による企業の合併の増加、財政刺激策による成長率のさらなる上昇を見込んでいる。

しかし投資家に水を差すリスクとして、この見事なサンタクロース・ラリーをインフレが台無しにする可能性がある。市場の専門家は、FRBが望む2%の水準までインフレが後退するのに時間が掛かっていることを若干懸念している。物価上昇圧力は依然として根強い。

注目されるCPIの発表

ウォール街が12月11日に発表される11月の消費者物価指数（CPI）に注目しているのはそのためだ。エコノミストの予想では、前年同月比の物価上昇率は総合で2.6%、食品とエネルギーを除いたコアで3.3%となっている。これは10月と変わらないが、2023年12月の総合で3.4%、コアで3.9%の上昇は下回る。しかし目標の2%に程遠いことから、FRBが来年の利下げペースを減速させる可能性もある。

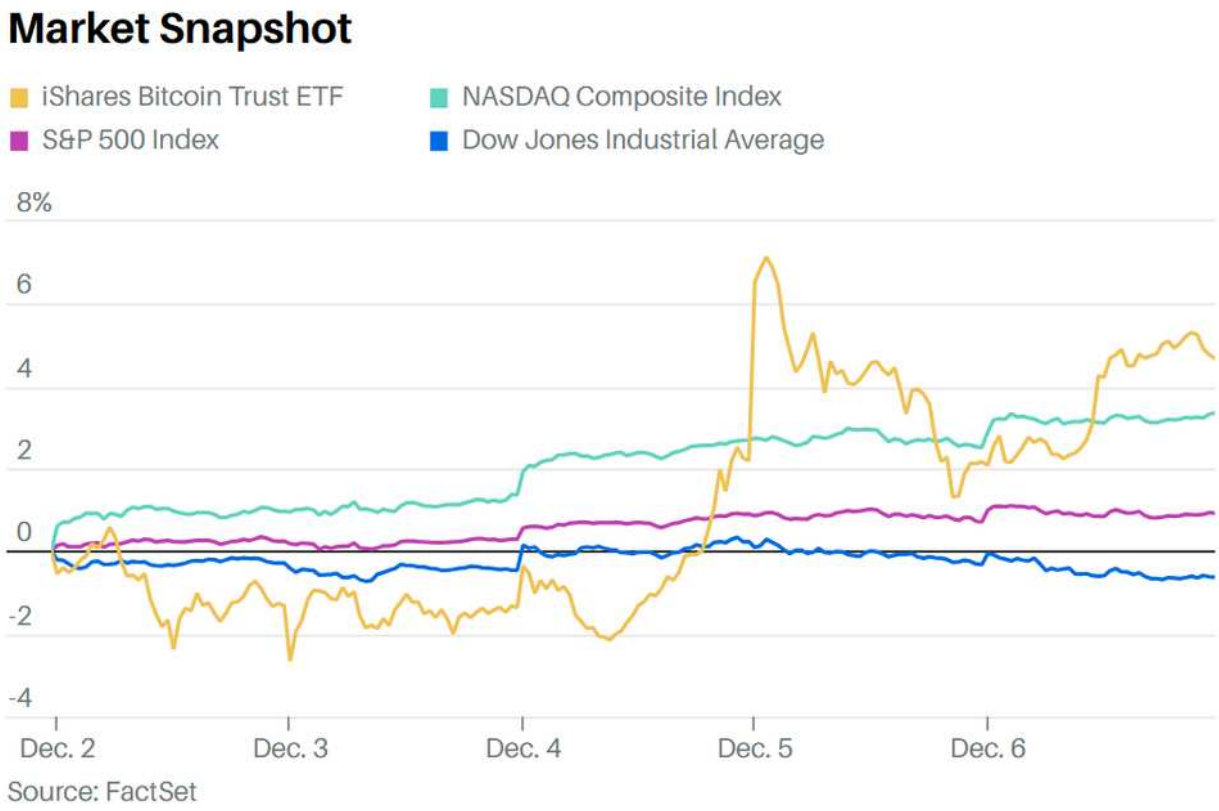
ヌビーンの最高投資責任者（CIO）であるサイラ・マリク氏は、金利に関しては長期的に上昇するとみており、「執拗なインフレと好景気が続く可能性がある。今年の市場ではインフレが許容できる程度に減速していると楽観視されていたが、FRBは最終段階で手間取ることになりそうだ」と話す。

政治情勢も懸念材料だ。首都ワシントンにおける「赤い波（共和党の圧倒的勝利）」は、財政刺激策によるインフレの加速につながる可能性がある。また、トランプ次期大統領が米国の貿易相手国ほぼ全てに課すと脅していた関税が現実のものとなれば、インフレ懸念が再び勢いを増す可能性がある。

ルーミス・セイレスのポートフォリオマネジャーで、フル・ディスクレッション・チームの責任者を務めるマット・イーガン氏は「トランプ氏の政策を額面通りに受け取れば、財政赤字が大幅に増加す

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

る懸念がある。それに関税もインフレに拍車を掛ける可能性がある。FRBの想定とは逆になり、利下げを続けるのは難しいかもしれない」と語る。



慎重ながらも強気

それでも、トランプ氏の強気な発言が口先だけにとどまることを期待する声もある。JPモルガン・アセット・マネジメントのチーフ・グローバル・ストラテジストであるデービッド・ケリー氏は、「トランプ氏が吠えるほどに、かみつく力は強くはないだろう」と語る。ケリー氏は、ワシントンで大幅な政策の変更がない限り「2025年は2024年と同じような展開になるはずで、それは株式にとって良い外部環境だ」と指摘する。

ケリー氏は、S&P500指数が来年度の予想利益に対して22倍の水準で割高なことは認めているが、必ずしも気にしておらず、「確かに米国株は割高だが、もっと高くなる可能性もある」と話す。

すべては、トランプ政権の経済政策（トランプノミクス）の「良い」側面が、インフレを押し上げる可能性のあるマイナス面を上回るかどうかにかかっている。アライアンス・バーンスタインの株式部門の責任者であるネルソン・ユー氏は、投資家は引き続き米国は例外だとの考えに乗れるとみており、規制緩和と減税はすべての企業の利益を押し上げるはずで、マグニフィセント・セブン（壮大な7銘柄）のような巨大企業だけでなく、上昇銘柄の幅をさらに広げることにつながると話す。S&P500指数の「その他の493」銘柄や中小型株も恩恵を受けるはずで、ユー氏は「より広範な分野で企業のパフォーマンスが上向くきっかけは多くある」と指摘する。

言い換えると、投資家は視野を広げなければならないことになる。ノースウェスタン・ミューチュアル・ウェルス・マネジメントの株式チーフ・ポートフォリオ・マネジャーのマット・スタッキー氏は

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

「不確実性に対する最良の処方箋は、分散投資を受け入れることだ」と話す。どのような市場環境においても言うまでもないことだが、今はさらに重要なことかもしれない。

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

7. ビットコインなど暗号資産に「夏」到来。チャンスを逃すな [コラム]

Trump Is Ready to Unleash Bitcoin and Other Cryptos.
トランプ政権は暗号資産にとり追い風

トランプ氏勝利でビットコイン10万ドル突破

Paul Yeung/Bloomberg

わずらわしい規制から解き放たれて、自由を謳歌（おうか）できるとしたら、ビットコインを始めとする暗号資産（仮想通貨）に何が起きるか。読者のみなさん、儲（もう）け損なわないように、しっかりと聞いてほしい。

先月、トランプ氏が大統領選で勝利して以来、ビットコインの価格は10万ドル（約1500万円）の大台を突破した。12月4日午後の取引時間中には10万3259ドルを付けた。11月5日から約50%上昇しているが、トランプ次期大統領が暗号資産の熱狂的な支持者であると考えられていることが大きい。それだけで十分な説明になっているが、これはもっと広がりのある、画期的な潮流（ちょうりゅう）の始まりに過ぎないのだ。重要な点は、米国で初めて暗号資産を臆面もなく擁護する政権による統治が始まろうとしていることだ。連邦政府に妨害されるのではなく、暗号資産の世界はトランプ氏と業界の関係が強く、暗号資産に対する思い入れの強い政権運営チームによりけん引されるのだ。

暗号資産の伝道師で、同資産を大量保有するソフトウエア企業のマイクロストラテジー＜MSTR＞のマイケル・セイラー会長は「トランプ政権から暗号資産に対する規制は終わりという約束を取り付けたのだ。デジタル資産は、道なき道の先に訴訟が待ち構えていたところが、道が整備され、180度転換したわけだ」と語る。暗号資産の冬、つまり2019年～2020年および2022年～2023年の暗黒の時代に、ビットコインが急落したことを覚えているだろうか。今度は打って変わって、暗号資産の夏を迎えることになるのだ。

まだ十分に認識されていないが、影響は途方もなく大きく、考えただけでめまいがしそうだ。デジタル通貨や暗号資産の上場投資信託（ETF）の投資家やセイラー氏の謎めいた企業のような秘密主義的な集団にとって無視できないだけでなく、伝統的な証券が犠牲になり、暗号資産へ資金が流入し、取り残されて、デジタル資産の世界へ足を踏み入れるべきか迷っている伝統的な投資家にとっても他人事ではないのだ。暗号資産の束縛を解き放つことは、ドルや税金、連邦規制、米国債、金、その他にも広く影響が及ぶのだ。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

必ずしもこれがすべて素晴らしいと言っているわけではない。実際、バークシャー・ハサウェイ＜BRK.B＞のウォーレン・バフェット氏の盟友、故チャーリー・マンガー氏は「暗号資産は殺鼠剤（さっそざい）」だと言ったが、筆者は同意したい。次の暗号資産の上昇の炎がどこかの時点で、ヒンデンブルグ・リサーチが空売りをしてもそれを飲み込むほどに燃え上がっても、筆者は特に驚かない。筆者が言いたいのは、次の上昇は既に始まっており、その点が過小評価されているということだ。

暗号資産の影響は伝統資産に及ぶ

第一に、トランプ氏の言葉に注意を払ってみよう。トランプ氏は去る7月に、今年最大の暗号資産カンファレンスで「規則を作るのは業界を愛する人々であって、業界を嫌う人々ではないのだ」と語った。米紙ウォール・ストリート・ジャーナルによれば、トランプ氏はカンファレンスで「戦略的な国家ビットコイン備蓄」を創設し、暗号資産の大統領諮問委員会を設立し、暗号資産慎重派の証券取引委員会（SEC）のゲリー・ゲンスラー委員長を解任すると述べた。ゲンスラー委員長が（トランプ氏が就任する）来年1月20日に退任することを申し出たため、最後の点は任務完了となった。4日には、後任として暗号資産推進派で、前SEC委員のポール・アトキンス氏が指名された。アトキンス氏は主要な暗号資産業界の業界団体役員を務めており、トランプ氏は「アトキンス氏は、デジタル資産とその他のイノベーションがアメリカを偉大にするのに不可欠であることを認識している」と記した。

アトキンス氏のデジタル資産関連の権限は拡大すると見込まれている。トレーディング・ビューによれば、上位125の暗号資産の総額に基づく暗号資産業界全体の時価総額は、現在3兆6000億ドルで、その内約2兆ドル、全体の55%超がビットコインである。年初来124%上昇しており、過去5年間で上昇率は1720%以上となっている（注意：ビットコインは2021年9月から2022年11月にかけて71%以上下落していることも明記しておく）・

伝統的な投資を通じた暗号資産への間接投資は、比較的小規模だが、拡大傾向にある。米JPモルガン・チェース＜JPM＞によれば、ビットコインやイーサリアムのETFへの最近の資金流入はそれぞれ総資産額1500億ドル、110億ドルで過去最高だった。よく知られたブラックロック＜BLK＞やフィデリティ、フランクリン・リソーシズ＜BEN＞、インベスコ＜IVZ＞、バン・エックに加えて、グレイスケールやビットワイズといった新興の運用会社も手掛けている。

暗号資産のオプションも急拡大中だ。個人向け金融サービスプラットフォームのロビンフッド・マーケッツ＜HOOD＞は株価が年初来213%上昇している。その一因は暗号資産取引に対する楽観論で、11月に報道されたところでは、暗号資産の名目取引高が300億ドル以上と10月に比べ400%以上増加した。ロビンフッドのブラッド・テネフ最高経営責任者（CEO）は「まだ、暗号資産の成長段階は最初期に過ぎない。暗号資産はいま、人々が投資している伝統的な金融資産に優先されるようになっていくのだ。取引コストは低下し、顧客経験も劇的に改善する」と筆者に語った。

また、ビットコインのマイニングを手掛ける米国上場企業は14社を数える。代表的な銘柄としては、マラソン・デジタル・ホールディングス＜MARA＞やコア・サイエンティフィック＜CORZ＞、ライオット・プラットフォームズ＜RIOT＞があり、14社の時価総額は合計362億ドルで、11月は52%上昇した。2022年から2023年の暗号資産冬の時代には、時価総額は50億ドルを下回っていた。

トランプ次期大統領自身を含めて、トランプ政権の暗号資産業界との結び付きについて深堀りしてみよう。トランプ氏のシリコンバレーのリバタリアン（自由至上主義者）的な考え方との同士愛では、

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

暗号資産支持派の自称ファーストバディのイーロン・マスク氏との関係が強調されるが、トランプ氏の暗号資産に対する心変わりに負うところが大きいことを思い出してもらいたい。トランプ氏は暗号資産嫌いだったが、変わったのは、2022年に非代替性トークン（NFT）のトレーディングカードを販売を開始して以降のことだ。現在も販売を続けており、トランプ氏は「私のことをみな、暗号資産大統領と呼ぶ」と語っている。もちろん、マスク氏の政府歳出削減計画がドージ（政府効率化省）と名付けられたのは、マスク氏お気に入りの暗号資産ドージコインにちなんだもので、かつては風刺的な取るに足らない暗号資産だったが、今や時価総額は600億ドルに上る。

暗号資産を保有するトランプ氏と一族、閣僚候補

米ブルームバーグ通信の報道によれば、トランプ氏は少なくとも100万ドル相当のイーサリアムなどの暗号資産を保有している。恐らくはトランプ氏はビジネス的な利害から、暗号資産に対するより多くのエクスポージャーを有しているようだ。例えば、トランプ氏のＳＮＳ「トゥルース・ソーシャル」を展開するトランプ・メディア・アンド・テクノロジー・グループ＜DJT＞は先月、仮想通貨決済サービス「トゥルースファイ」の設立手続きを行った。また英紙フィナンシャル・タイムズは、トランプ・メディアが仮想通貨サービス企業であるバックト・ホールディングス＜BKKT＞の買収に関心を示していると報じた。バックトの前CEOは元ジョージア州上院議員で、トランプ氏が前政権で中小企業庁長官に指名したケリー・レフラー氏だ。レフラー氏はニューヨーク証券取引所（NYSE）を運営するインターコンチネンタル取引所＜ICE＞のCEO、ジェフリー・シュプレッチャー氏の配偶者でもある。

さらに、トランプ氏とその息子たち（ドン・ジュニア氏、エリック氏、バロン氏）が昨年夏に設立した仮想通貨取引所「ワールド・リバティ・ファイナンシャル」も注目される。具体的な計画は不明だが、仮想通貨販売を目指しているとみられる。ワールド・リバティ・ファイナンシャルのウェブサイトには、「伝統的な金融機関の抑圧を解き放ち、権力を本来あるべき場所、つまり皆さんの手に取り戻すことで金融革命を先導する。Be DeFiant（反抗的であれ）」と書かれている。

また、トランプ次期政権の閣僚候補であるトゥルシー・ギャバード氏、ピート・ヘグセス氏、ロバート・F・ケネディ・ジュニア氏、そして次期副大統領のJ.D.バンス氏のいずれもが、仮想通貨を所有していることを認めていることも忘れてはならない。そして、次期商務長官に指名されるとみられるハワード・ラトニック氏と「ステーブルコイン」大手事業者であるテザーの関係だ（訳注：ステーブルコインは、円やドルなどの法定通貨などに連動している仮想通貨で、テザーはドルと連動）。ウォール・ストリート・ジャーナルは先月下旬、ラトニック氏がCEOを務める投資銀行カンター・フィッツジェラルドはテザーと密接な関係にあり、テザー保有の米国債1300億ドルを管理していると報じた。なお同紙は以前、テザーが制裁措置違反とマネーロンダリング（資金洗浄）防止規則違反の疑いで捜査対象となっていると報じている。

税制改革とビットコイン備蓄構想

それでは、この新たに力を得た仮想通貨の世界が経済にどのような影響を与える可能性があるのかについて、まずは税金面から見てみよう。暗号資産の研究者の一部からは、トランプ氏が米企業発行の仮想通貨へのキャピタルゲイン課税を廃止する可能性が指摘されている。この政策が実現すれば、株式市場から仮想通貨への投資流入が加速するだろう。さらにサクソバンクのストラテジスト、ジョン・ハーディ氏は先週のメモで、トランプの関税（引き上げ）により、仮想通貨を含むドルの代替手

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

段を求める国々が出てくる可能性があると指摘している。市場に与える潜在的な影響として「仮想通貨市場は4倍になるだろう」と述べている。

仮想通貨を見据えた企業の動向

多くの企業がこの新しい市場に向けた動きを加速させている。J.P.モルガンのアナリスト、ケン・ワージントン氏は先週、「トランプ政権下で仮想通貨に寛容な環境が整う可能性を見据え、多くの企業がこの市場への参入を加速させている」と述べた。例えば、大手銀行ゴールドマン・サックス＜GS＞はデジタル資産プラットフォームの分社化を検討しており、世界最大の資産運用会社ブラックロック＜BLK＞はトークン化されたマネー・マーケット・ファンド（MMF）の拡大を進めている（ブラックロックは最近、ビットコインETFのオプション取引を大々的に開始し、初日に約19億ドルの想定元本分のオプションが取引された）。さらに、マイクロソフト＜MSFT＞はブラジルでデジタル通貨プロジェクトに取り組んでおり、またエルサルバドルは、米財務省短期証券（TB）を裏付けとするトークン（USTBLとして知られる）を初めて発行し3000万ドルを調達した。

2023年10月中旬時点で、SECは2013年以来、仮想通貨に関する233件の執行措置を講じており、その大半は過去4年間に集中している。米国最大の仮想通貨取引プラットフォームであるコインベース・グローバル＜COIN＞に対する訴訟や、決済ネットワークを運営するリップルに対する訴訟は注目を集めている。しかし、こうした動きが間もなく風と共に去ったとしても驚くことではない。11月5日以来、コインベースは62%上昇しており、またリップルETFは179%も大幅に上昇している。

（現実世界が）冬に向かっているにもかかわらず、仮想通貨市場は「夏」を迎えているようだ。もちろん、一部の投資家が損失を被る可能性も否定できない。映画『クレイジー・ハート』でジェフ・ブリッジズが歌った曲『フォーリング・アンド・フライング（Fallin' & Flyin'）』の一節「落ちると飛んでいるように感じる、ほんのしばらくの間だけ」を思い起こさせる。

By Andy Serwer
(Source: Dow Jones)

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

8. 最高経営者（CEO）交代で復活を図る大手企業 [投資戦略]

CVS, Intel, Boeing, and More of the Ugliest Turnaround Attempts

CVS、インテル、ボーイング、ステランティスの業績回復は期待できるか

2024年の「最も醜い復活劇」ランキング

David Paul Morris/Bloomberg

ランキングトップの有力候補は、半導体大手のインテル＜INTC＞だ。半導体製造技術の話ではなく、その面ではインテルは相変わらず後れを取っている。パット・ゲルシンガー最高経営責任者（CEO）が1日に突然退任し、株価が年初来の52%下落しているインテルは、2024年の「最も醜い復活劇」ランキングの筆頭に挙げられるのだ。僅差で2位に付けているのは自動車大手のステランティス＜STLA＞で、同じく先週CEO退任というサプライズがあり、株価は年初来47%下落している。他には、株価が年初来39%下落している航空機大手のボーイング＜BA＞や、同25%下落している薬局チェーン大手のCVSヘルス＜CVS＞があり、この両社も今年に入ってCEOが交代している。なおここに挙げる企業は、有力なブランドを持ち、依然として相当な株式時価総額を保ち、破産保護を求めていない企業に限定する。

打開策の見えないインテル

インテルの抱える問題は、互いに絡み合っているように見える。インテルは半導体の設計と製造を行っているが、この二つは実際には全く異なる事業である。インテルは、かつて独占していたサーバーとパソコンの市場シェアを、製造の負担なく半導体を設計する米半導体大手のアドバンスト・マイクロ・デバイシズ＜AMD＞と、巨大な規模により最先端の半導体製造にかけては比類ない能力を有するファウンドリー（受託生産）世界最大手の台湾積体電路製造（TSMC）＜TSM＞の組み合わせに奪われている。

状況を打開するためにインテルが立てた計画は、TSMCと半導体受託生産で競合するための新工場の建設、そしてAMDからリードを奪い返すために独自の新しい半導体設計を急ぐことだった。しかし、そのコストにより、2020年までの2年間で380億ドルのフリーキャッシュを生み出していたインテルは、昨年から今年にかけて250億ドル近くを失ってしまった可能性が高い。また、半導体設計におけるインテルの競合が、インテルへの製造委託に前向きになるかは定かではない。インテル自身、最新製品については依然としてTSMCを使用している。そして、インテルが設計においてAMDに追い付く見込みであるならば、ゲルシンガー氏が勝利を前にして退任する理由は何だろうか？

インテルの次期CEOは、損失を食い止めるために製造事業を切り離すわけにはいかない。なぜなら最近、国内の半導体生産強化に向けて、米政府から80億ドル近い助成金を得たばかりだからだ。一方で、インテルは20年前にビデオゲーム向け半導体メーカーであった米半導体大手エヌビディア＜NVDA＞を200億ドルで買収する機会を断ったが、エヌビディアの時価総額は現在3兆ドル超えている。ゲームのピクセル単位の描画に使用される高度な並列処理が、人工知能（AI）向けに最適である

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

ことが判明したからだ。インテルのAI用半導体はほとんど売れておらず、半導体史上最大の収益機会にありながら、インテルの株式時価総額は2020年のピーク時の2750億ドル超から、直近では1050億ドルにまで減少している。

さらに、インテルは依然としてパソコンに大きなエクスポージャーを有しているが、ビーオブエー・セキュリティーズが2日に出したリポートによると、パソコン業界の見通しは厳しい。また、パソコン機器には今後、スマートフォン用の半導体が搭載されることが増えていく可能性があるが、インテルは数年前にこの市場から撤退している。

高級路線が裏目に出たステランティス

ステランティスは、フランスのプジョーとイタリア・米国のフィアット・クライスラーが統合してできたオランダに本社を置く企業であり、最近までポルトガル人のカルロス・タバレス氏（日産の立て直しに携わった経歴で知られる）がCEOを務めていた。タバレス氏はコスト削減を進め、昨年ステランティスは過去最高の売上高と利益を達成した。しかし、突如として売り上げ、利益とも急減している。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）が引き起こした供給不足の中、ステランティスは高価格の車種に焦点を絞り、中には10万ドルを超えるモデルも発売された。しかし、自動車の供給不足は既に解消し、金利上昇と自動車保険のコスト高が購買力を減退させている。いまや、重要な利益センターである北米のステランティス販売代理店は、売れない在庫を抱えて苦しんでいる。

いま市場に必要なのは、より安価な車だ。しかし、ステランティスの供給車種には高価格帯の電気自動車（EV）ばかりが控えている。EVに対する税制優遇措置は、トランプ政権下で縮小する可能性がある。いずれにしても、販売動向からすると、顧客は当面はハイブリッド車を選びそうだ。2024年の落ち込んだ利益予想に基づく予想株価収益率（PER）は4倍となっている。

ボーイングは寡占市場に救われるか

ボーイングは先月、労働者との合意に達し、ストライキを終結させた。今残されているのは、それ以外のほぼすべての問題を解決することだ。墜落事故により主要モデルが運航停止となり、生産が縮小し、何年にもわたって資金が流出した。今年発生した機械的な不具合により、資金流出は再来している。ボーイングは今年の夏に新しいCEOを任命し、最近、資金調達のために大規模な増資を実施した。

ボーイングがこのランキングで上位に入っていない理由は二つある。長距離大量輸送には、ジャンボジェット機に代わる手段がない。そして市場はボーイングと欧州のエアバス＜AIR.フランス＞が支配しており、エアバスの受注状況は10年先まで埋まるほどひっ迫している。中国の中国商用飛機（コマック）が製造するジャンボジェット機は主に自国市場向けで、ブラジルのエンブラエル＜ERJ＞が製造するのは域内便用のナローボディジェット機だ。従って、ボーイングの業績回復は遠い未来のことのように思えると同時に、必然であるようにも考えられる。ボーイングをカバーするアナリストの53%が「買い」と評価しているのに対し、ステランティスでその割合は40%、インテルでは11%にとどまっている。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

医療保険事業の利益率回復が期待されるCVS

CVSは66%のアナリストが「買い」と評価しており、ここで取り上げる中では人気銘柄のように見える。CVSは長年にわたり、患者を薬局内のクリニックに呼び込んで治療を提供することを目指してきたが、この戦略は行き詰まっている。CVSは比較的伝統的なクリニックを買収しているが、この事業で競合するユナイテッドヘルス・グループ＜UNH＞と比較すると、その規模は依然はるかに小さい。ドラッグストア業界の動向も芳しくない。しかし、米金融大手モルガン・スタンレーによれば、バイデン政権よりもトランプ政権の方がメディケア・アドバンテージの利益上有利であると見込まれるため、CVSの医療保険事業エトナの利益率は回復する可能性が高い。CVSは10月に新CEOを任命した。フリーキャッシュフローは半分以下に減少したが、それでもプラスを堅持しており、今年は60億ドル近くになると予想されている。CVSのPERは11倍となっている。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

9. 本物の株の目利きを見つけるには [ファンド]

How to Find True Stockpickers Among Active ETFs
多くのアクティブETFは「着飾った」インデックス投資

アクティブ投資の基本はインデックス戦略

Dreamstime

一般的な見方では、アクティブ運用型の上場投資信託（ETF）市場は近年、爆発的な成長を遂げている。しかし、水面下をのぞいてみると、事態は見た目と異なるようだ。

最近のモーニングスターのリポートによると、1619本のアクティブ運用型ETFのうち、82%は2020年以降に上場したものである。これに対し、同期間にインデックス連動型ETFの29%が上場した。しかし、これらのアクティブ運用型ETFの多くは、伝統的なミューチュアルファンド投資家がアクティブと考えるようなものではない。アクティブETFの総運用資産7730億ドルの約4分の1は、ディメンショナル・ファンド・アドバイザーズとアバンティス・インベストメンツが運用している。基本的にはインデックス戦略であるものに、小さいながらも重要なアクティブな調整を加えた、いわゆる「システマティック戦略」を採用している。

モーニングスターによれば、運用資産340億ドルで人気のディメンショナル・USコア・エクイティ2ETF＜DFAC＞はアクティブETFのはずだが、2664銘柄を保有している。バリューや他のファクターへの適度な傾斜はあるものの、そのリターンはバンガード・トータル・ストック・マーケットETF＜VTI＞のようなトータル・マーケット・インデックス・ファンドと強い相関性を持つことになる。

ほとんど見られないのは、アナリストチームを採用し個別企業を深く調査している運用会社が提供す

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

るETFだ。残念ながら、モーニングスターにはシステマティック戦略を排除し、そのような伝統的なストックピッカー（銘柄選別者）を見つけるスクリーニングツールがまだない。それでも、ほんの一握りながら存在しており、ストックピッカーを見つける一つの方法は、評判だ。ティー・ロウ・プライス、フィデリティ、キャピタル・グループ、フランクリン・リソーシズ、JPモルガン・チェース＜JPM＞は、銘柄選別を重視したミューチュアルファンドや同様のETFでよく知られている。

ETFの保有銘柄数を判断材料にすることもできる。旧来の大半のアクティブマネジャーは、定量的なスクリーニングで選ばれた数百の銘柄ではなく、アナリストが最も推奨する銘柄だけを保有したいと考えるのが一般的だ。昨年6月に上場したティー・ロウ・プライス・キャピタル・アップリシエーション・エクイティETF＜TCAF＞は通常、100銘柄を保有している。運用を行うのは、最高のアクティブマネジャーの一人、デービッド・ジルー氏だ。ジルー氏が運用するより古い運用資産670億ドルのミューチュアルファンド、ティー・ロウ・プライス・キャピタル・アプリシエーション・ファンド＜PRWCX＞は新規投資の募集を終了しているが、モーニングスターのモデレート・アロケーション・ファンドのカテゴリーの中で過去15年間、上位1%に位置している。PRWCXが債券も保有しているのに対し、TCAFの保有対象は株式だけだ。

保有していない銘柄が重要なことも

TCAFの保有銘柄数はPRWCXより少ないが、ジルー氏によれば、保有している銘柄だけでなく、保有していない銘柄から見ても、TCAFは非常にアクティブなファンドだ。ジルー氏は「時には、保有する銘柄よりも保有しない銘柄の方がパフォーマンスにとって重要なこともある」と語る。ジルー氏が特に注目しているのは、企業の資本配分（戦略的支出決定、配当、自社株買い、買収）だ。TCAFのアナリストは現場での調査において先見的な視点に立っており、定量的な運用を行うアクティブファンドが分析する過去のデータでは得られない企業情報を見つけ出している。

そのため、マイクロソフト＜MSFT＞や米半導体大手エヌビディア＜NVDA＞など、インデックス投資の主力銘柄を幾つか保有する一方、アメレン＜AEE＞、センターポイント・エナジー＜CNP＞、ニーソース＜NI＞、エクセロン＜EXC＞など、一見退屈そうな公益企業を大幅にオーバーウエートとしている（S&P500指数構成銘柄全体の2.5%に対し、TCAFの保有銘柄全体では7.4%）。ジルー氏は、人工知能（AI）システムの稼動に必要な追加の電力を生み出すにあたり、公益事業がいかに重要であるかを早くから理解していた。

保有銘柄が44しかないパトナム・フォーカスド・ラージキャップ・バリューETF＜PVAL＞も、同様の伝統的なスタイルを採用している。PVALのシニア・クライアント・ポートフォリオマネジャー、キャロライン・エドワーズ氏は「アルファ（リスク調整後のアウトパフォーム）の主な源泉は、個別銘柄について差別化された先見的な見解を生み出す大規模なアナリストチームだ」と語る。パトナムの運用者は銘柄調査のために30人以上のアナリストにアクセスすることが可能で、その勤勉さが成果をもたらしている。PVALの3年間の年率15%のリターンは、大型株バリュー・ファンドのカテゴリーの中で上位1%に位置している。

By Lewis Braham
(Source: Dow Jones)

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

10. ナスダック100指数12月恒例の銘柄入れ替え [経済関連スケジュール]

How the Nasdaq 100 Remakes Itself Every December

ナスダック100指数の採用候補は6銘柄

定期入れ替えは12月13日に発表される

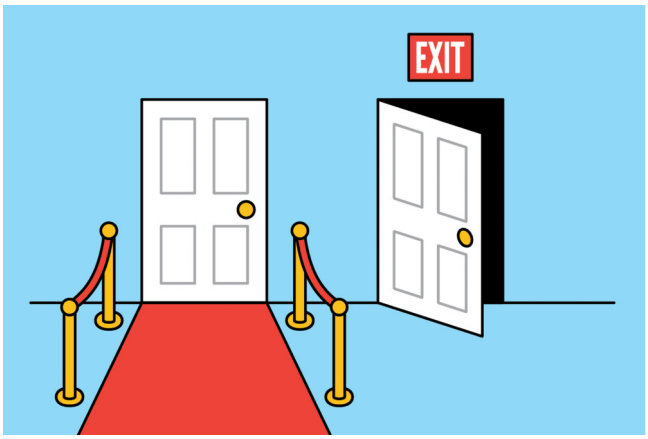


Illustration by Elias Stein

人工知能（AI）を活用したソフトウエアを手がけるパランティア・テクノロジーズ＜PLTR＞は、ソフトウエアのマイクロストラテジー＜MSTR＞、データセンター大手エクイニクス＜EQIX＞、取引所運営のCMEグループ＜CME＞、電子ブローカーのインタラクティブ・ブローカーズ・グループ＜IBKR＞、暗号資産（仮想通貨）交換業者コインベース・グローバル＜COIN＞など、ナスダック100指数（構成銘柄の時価総額合計26兆ドル）に組み入れられる可能性がある6社のリストの筆頭にある。ナスダック上場企業は、毎年11月の最終取引日（今年は11月29日）の株価に基づく時価総額でランク付けされ、入れ替えがある場合は12月の第2金曜日（同12月13日）に発表される。パランティアは11月26日にニューヨーク証券取引所からナスダックに移った。ナスダック100指数への組み入れの可能性があることを理由に挙げていた。パランティアの時価総額は11月29日時点で1520億ドルである。ナスダック100指数に連動する上場投資信託（ETF）やインデックス商品は、S&P500指数に連動するそうした商品には規模では遠く及ばないものの、注目を集める。ナスダック100指数に組み入れられる銘柄は、インデックスファンドやETFの運用担当者が買うため、組み入れ情報をきっかけに上昇することがある。

時価総額、収益性、業種などの基準に基づいて構成銘柄の入れ替えが行われるS&P500指数とは異なり、ナスダック100指数の銘柄入れ替えは、時価総額に基づいて行われる傾向がある。時価総額が最も小さいナスダック100指数構成企業は除外対象になりやすい。これらの企業の時価総額は166億～238億ドルとなっており、同指数の時価総額合計に占める割合は0.1%未満である。昨年12月の銘柄入れ替えでは、新たに7銘柄が採用され、7銘柄が除外された。

定期の銘柄入れ替え以外にも変更はあり得る。例えばソフトウエアのアップラビン＜APP＞は11月中旬、ディスカウントショップのダラー・ツリー＜DLTR＞に代わって同指数に加えられた。当時、アップラビンは同指数に採用されていないナスダック上場銘柄で時価総額が最大だった。（こちらの記事は12月3日配信の「ナスダック100の採用・除外候補各6銘柄」のアップデート版となります。）

先週の出来事

株式市場

韓国では、尹錫悦（ユン・ソンニョル）大統領が宣布した非常戒厳を国会が覆し、大統領の弾劾に至る手続きを開始するまで、6時間の非常戒厳下にあった。ミシェル・バルニエ首相率いるフランス内閣は、不信任決議案が可決され総辞職した。トランプ次期米大統領が米証券取引委員会（SEC）の次期委員長に暗号資産推進派のポール・アトキンス氏を指名したことを受けて、ビットコインの価格は10

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

万ドルを突破した。11月の非農業部門就業者数は前月比22万7000人増加した。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は0.6%下落し、S&P500指数は1%上昇、ナスダック総合指数は3.3%上昇した。

企業動向
・米国は中国向けの半導体関連輸出規制を新たに設け、これに対し中国もレアメタル（希少金属）の米国向け輸出を禁止した。
・ドイツの自動車メーカー、フォルクスワーゲン（VW）＜VOW3.ドイツ＞では労働者がドイツ全土でストライキに突入。
・経営不振に陥っていた多国籍自動車メーカー、ステランティス＜STLA＞の最高経営責任者（CEO）、カルロス・タバレス氏が退任。
・半導体大手インテル＜INTC＞はパット・ゲルシンガーCEOが在任4年で退任し、取締役を退くと発表。
・米デラウェア州の裁判所は、米電気自動車（EV）メーカー、テスラ＜TSLA＞がイーロン・マスクCEOに付与した560億ドルの報酬パッケージについて、株主総会で承認されたにもかかわらず、無効との判断を示した。
・米控訴裁判所は動画投稿アプリTikTok（ティックトック）禁止法を支持。
・米医療保険・医療サービス大手、ユナイテッドヘルス・グループ＜UNH＞の保険部門ユナイテッドヘルスケアのブライアン・トンプソンCEOがマンハッタンで銃撃された。警察は「標的を絞った犯行」としている。容疑者は逃走中。

M&A（合併・買収）など
・トランプ次期米大統領は、日本最大手の鉄鋼メーカー日本製鉄＜5401＞による米総合製鉄会社USスチール＜X＞の買収に対して改めて反対すると表明した。
・米資産運用会社ブラックロック＜BLK＞は、プライベートクレジット会社HPSインベストメント・パートナーズを買収することで合意した。全額株式による取引で、買収額は約120億ドル。

マイルストーン
ニューヨーク証券取引所のUBSフロアオペレーション部門のディレクターであり、長年CNBCのマーケット・コメンテーターとして活躍したアート・カシン氏が亡くなった。83歳。

今週の予定

12月9日（月）：閑散とした決算発表の週だが、大型株4社が決算を発表する。ソフトウエア会社オラクル＜ORCL＞は9日引け後に、同じくソフトウエア会社のアドビ＜ADBE＞は11日にそれぞれ四半期決算を発表する。半導体メーカーのブロードコム＜AVGO＞と会員制倉庫型スーパーのコストコ・ホールセール＜COST＞は12日に決算を発表する。
12月11日（水）：米労働統計局が11月の消費者物価指数（CPI）を発表する。エコノミストは、CPIが前年同月比で2.7%上昇し、10月より0.1%ポイント拡大すると予想している。変動の大きい食品とエネルギー価格を除いたコアCPIは同3.3%の上昇と予想されており、これは10月と同じ。CPIの前年同月比変動率は4カ月連続で3%を下回っているが、米連邦準備制度理事会（FRB）が目標とする2%は程遠い。
12月12日（木）：欧州中央銀行（ECB）が金融政策の決定内容を発表する。ECBは中銀預金金利を0.25%引き下げ3%にするとの予想が多い。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

不信任投票によりフランス政府が崩壊したこともあり、エコノミストたちは、既に苦境に陥っているユーロ圏経済を下支えするため、2025年中に0.25%の利下げが最大5回行われると予想している。

統計と数字

370万人：2023年の欧州連合（EU）加盟27カ国における出生数。前年比5.5%は過去最大の減少幅。
51%：11月に「新しい仕事をチェックしている、または探している」と答えた労働者の割合。2015年以来最高。
38.4%：世界の自動車生産における中国の2023年の市場シェア。1998年の1.4%から上昇。かつて第1位だった日本のシェアは11.4%。
54万4000人：投資信託大手フィデリティにおいて、第3四半期に確定拠出年金（401k）口座の残高が100万ドルを超えた人数で過去最高。平均残高も最高を記録。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

『バロンズ・ダイジェスト』

発行
Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信
時事通信社

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

『バロンズ・ダイジェスト』 2024/12/08
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、米バロンズ編集部による記事執筆時点の値である場合があります。

Copyright © 2024 Dow Jones & Company, Inc.
本誌記事の無断転載・複写を禁じます