SKYLANDS CAPITAL, LLC®

2024年4月6日

ハーバー米国株式ファンドの投資家の皆様へ

2024 年第 1 四半期のレビュー

ハーバー米国株式ファンドは今四半期に 3.6%上昇しました。このパフォーマンスは、ラッセル 2000(中小企業 2000 社を追跡する指数)と S&P500 の両指数に劣後しましたが、2022 年と 2023 年の 2 年間は、両指数を上回りました。

	2024 年 1Q	2023 年通年	設定来年率
ハーバー米国株式ファンド（クラス A）	+3.6%	+25.1%	+9.6%
S&P500 指数	+10.4%	+26.3%	+13.7%
ラッセル 2000 指数	+4.7%	+16.9%	+9.4%

当ファンドのパフォーマンスは、前営業日である 24 年 3 月 27 日の原資産に基づき、24 年 3 月 28 日時点の 1 口当たり NAV で算出。

インフレの緩和が金利低下につながるとの期待から、米国の株式市場は昨年 10 月以来堅調です。巨額の政府支出と供給不足が重なり、2022 年にインフレが 40 年ぶりの高水準に急上昇したことを思い出してください(ピークは 9.1%)。それは、あまりに多くのお金が、あまりに少ない商品を追いかけるという典型的なケースでした。それ以来、サプライチェーンは正常化し、FRB は過去 40 年以上で最も積極的な引き締めサイクルで金利を 11 回引き上げ、5.3%としました。金利の上昇は、特に金融に依存するセクターにおいて需要を抑制し、望ましい効果をもたらしています。例えば、住宅価格（収入の中央値と住宅ローン支払額の中央値との関係）が 1980 年代以来最悪の水準にあるため、中古住宅販売は 28 年ぶりの低水準となっています。しかし、連邦政府の支出は衰えることなく実行されており、インフレを引き起こし続けています。ちなみに、今年の支出は 2019 年を 55 パーセント上回っており、バイデン大統領が発表したばかりの 2025 年予算案では支出が 6 パーセント増加しています。こうした要因が重なり、昨年秋にはインフレ率が３％強に低下し、クレジット市場やＦＲＢ当局者らは金利低下を示唆しました。３カ月前、先渡し金利曲線では短期金利が３分の１低下し、今年は 3.6%となりました。2 つのことがこの過熱感を和らげました。1 つ目は、直近の月間インフレ率が 3.2 パーセントにまで上昇したこと、もう 1 つは経済/雇用対策が依然として健全であることです。現在市場では、12 月の金利は 4.5%までしか低下しないと予想されています。主な結論は、（第二次世界大戦を除けば）前例のない政府の支出拡大が経済（と企業利益）を下支えしているものの、インフレを抑制するという FRB の責務を悪化させているということです。経済成長は民間部門の活力によってもたらされることが望ましい。過去 1 年間の新規雇用の 61%が政府および教育/ヘルスケア(主に政府によって資金提供および指導されている部門)であったことは当惑させられます。経済の回復力の原動力は理想的ではありませんが、結局のところ、投資家は主に利益と金利に興味を持っています。そして、どちらも現時点ではポジティブです。今年の企業利益は 10%を超える成長が見込まれており、これまで考えられていたよりも低いとはいえ、金利は低下するはずです。この見通しが投資家の熱意を高め、株価の上昇につながりました。

昨年と同様に、S&P 500 はほとんどの株式市場指数を上回りました。少数の大型ハイテク株が指数を押し上げています。現在注目を集めているのは半導体企業の NVIDIA です。同社の時価総額 2 兆 3000 億ドルで、S&P500 指数の 5%以上を占め、同社株価は前四半期に 82%という驚異的な上昇を見せました。過度に単純化すると、NVIDIA とその同業他社を所有していた投資家はおそらくアウトパフォームしており、そうでない投資家はおそらく出遅れていると思われます。当社には好成績を収めたハイテク株もありますが、これら市場の寵児への全体的な配分は S&P500 の主要銘柄をはるかに下回っています。これが過去 15 か月間にわたる当社の課題でした。

1200 North Mayfair Road, Suite 250 • Milwaukee, Wisconsin 53226
T 414.256.3380 • F 414.256.3395

人工知能をめぐる市場の高揚感と、その恩恵を最も受けやすい企業は、インターネット黎明期の 1990 年代後半を思い出させます。現在、NVIDIA は、第一世代の人工知能アプリケーション向けの主要な半導体チップを供給しています。25 年前、インターネットの運営に使用される機器の主要サプライヤーであるシスコシステムズに投資家が殺到しました。今日の NVIDIA と同様に、シスコの株価も非常に好調でした。2000 年 3 月のハイテクバブルのピークまでの 2 年間で、シスコの株価は 5 倍以上に上昇しました。同様に、NVIDIA の株価は過去 2 年間で 277%上昇しました。先ほどの例では、投資家がインターネットとシスコに高い期待を寄せていたのは当然でした。2000 年以来、シスコの収益は 3 倍に増加し、利益は 425%増加しました。しかし、シスコの株価は現在、24 年前の最高値を 38%下回っています。歴史上、投資家の熱狂が有望な新産業をも上回った例がたくさんあります。数年前、投資家は電気自動車メーカーの株価評価を非常に高い水準に引き上げました。現在、テスラ（TSLA）の株価は 2021 年のピークを 58%下回っています。小規模なライバルであるフィスカー（FSRN）とリビアン（RIVN）の時価総額は合わせて 101 億ドルで、最近のピークから 93%減少しています。NVIDIA の 2 兆 3000 億ドルの市場評価額には、長年にわたる力強い成長が必要です。人工知能はインターネットに次ぐ生産性の大きな原動力となることが期待されていますが、NVIDIA が引き続き大きな恩恵を受けるかどうかは不明です。歴史的に、新しいテクノロジーのサイクルが昨日のリーダーを時代遅れにすることで、半導体企業は互いに成長してきました。新しい半導体生産に対して 2,800 億ドルもの補助金を与える連邦政府の 2022 年 CHIPS および科学法を考慮すると、このリスクは特にタイムリーである可能性が高いです。新しい生産能力がオンラインになると、半導体チップが供給過剰になる可能性が高く、市場リーダーのランキングが変わる可能性があります。

対照的に、当社のポートフォリオ構築は、魅力的な利益を生み出し、持続可能な競争上の優位性を持つ確立されたビジネスを優先します。その一例が、当社の鉄道への長年にわたる投資です。鉄道は収益性が高いです。そして、持続的な競争優位性という観点から見ると、競合する鉄道が新たに建設される可能性はありません。もちろん、私たちは景気循環の恩恵を受ける企業だけでなく、若い高成長の機会にも投資します。しかし、これらへの配分は、組み込まれたリスクに応じて調整される傾向があります。最後に、新しい技術の進歩は、それを市場に投入する企業だけでなく、経済全体に利益をもたらす傾向があります。ほぼすべての業界や企業は、製品の認知度、顧客サービス、生産性を向上させるためにインターネットを導入しています。私たちは、人工知能も同様の導入と影響を与えると考えています。利益を得るために最先端のテクノロジー企業に賭ける必要はなくなります。

ポートフォリオ・レビュー

当ファンド資産の約 50%を占める今四半期末の上位 10 銘柄の収益（配当金を含む）は以下の通りです。

社 名	2024 年 第 1 四半期	2023 年 通年	業種
アルファベット・クラス A	+8.0%	+58.3%	ネットサービス
SBA コミュニケーションズ	-13.7%	-8.2%	通信基地局
イリジウム	-35.8%	-19.1%	通信衛星
メタ・プラットフォームズ	+39.7%	+194.1%	ネットサービス
ジョンソン・アウトドアーズ	-13.7%	-17.5%	レジャー用品
ハイデルベルグ・マティアリアルズ	+22.9%	+63.7%	建設資材/セメント
アーチ・リソーシズ	-1.2%	+25.9%	冶金用石炭

コヒレント	+39.9%	+24.0%	レーザー
T-モバイル	+1.5%	+15.0%	通信サービス
ウォルト・ディズニー	+34.0%	+4.3%	エンタテインメント
平均	**+8.2%**	**+34.1%**	

堅調な株式市場の恩恵を受け、当社の投資のほとんどは今四半期に好調な成績を収めました。しかし、例外や注目すべき企業特有の進展もありました。SBA Communications が当社の上位保有株の中で最も下振れに寄与した銘柄です。SBA は無線通信塔を所有し、運営しています。彼らは、AT&T、Verizon、T-Mobile などのモバイルプロバイダーのためにタワー上のスペースをリースしています。これらは不動産投資であるため、金利の上昇はその評価に大きな悪影響を及ぼしています。彼らは予想される金利低下の大きな受益者となるはずです。イリジウムは、同社の比較的堅牢な衛星通信ネットワークが、イーロン・マスクのスターリンクサービスに顧客を奪われるのではないかと投資家が懸念し、36%の下落に見舞われました。経営陣は方向性の違いを理由に、このリスクは小さいと断固として主張しています。評価の向上と積極的な自社株買いプログラムにより見通しは強化されます。最後に、ジョンソン・アウトドアーズの株価は、景気循環の低迷により前四半期に 13%下落するなど低迷しています。同社は、漁船や魚群探知機用のトロールモーターなどのアウトドア機器を製造しています。私たちがこの株を気に入っているのは、資産から負債を差し引いた純資産価値を 4%下回って取引されているからです。さらに、経営は良好で、年間利益は現在通常時を下回っていますが、現在時価総額の 4 分の 1 に達する同社の多額の現金備蓄に支えられています。

良い面としては、コヒレントは 39%上昇し、特に電気自動車や人工知能アプリケーションで使用されるエレクトロニクスの構成要素である炭化ケイ素ユニットの見通しは明るいです。1 株当たり利益は 2024 年に 2 倍になると予想されています。メタ(Facebook の親会社)は、堅調な収益成長とコスト削減の改善に支えられて、好調な利益軌道を続けています。株価は前四半期に 37%上昇しました。最後に、ディズニーの株価は回復しつつあります(前四半期は 36%上昇)。ディズニーは、テーマパーク、豊富な映画ライブラリ、ESPN などの貴重な資産を有する象徴的な企業です。しかし、財務実績は 10 年以上期待外れであり、経営陣は物言う株主によって業績改善に目覚めました。

アメリカ経済・市況展望

当社の見通しは、引き続きバランスが取れていると見ています。企業利益の改善と金利低下への期待は前向きです。しかし株価はすでに期待感から上昇しています。当社は、株価と事業の本質的価値が最終的に収束することを前提とした個別銘柄の選択に最大のチャンスがあると考えています。これが私たちの投資選択へのアプローチ方法です。しかし、投資家が特定の銘柄と別の銘柄の属性を区別するのではなく、株価指数を購入するインデックス投資の人気が急速に高まっているため、バリューベースの投資が困難になっています。インデックス投資では、投資家は最も価値のある企業をより多く購入します。そして、個別の株価が上昇すればするほど、インデックス投資家はその後の投資を行う際に、その銘柄への配分をさらに大きくすることになります。これは、価格が低いほど投資の魅力が高まるという投資の基本原則に反します。この現象のため、私たちは配当や自社株買いプログラムが充実している企業をますます好むようになります。これらにより、株価が企業の基本的価値を反映するまでに時間がかかる場合でも、投資家は利益を得ることができます。

当ファンドに投資していただき、ありがとうございます。

敬具

1200 North Mayfair Road, Suite 250 • Milwaukee, Wisconsin 53226
T 414.256.3380 • F 414.256.3395

チャールズ A. パケレット, CFA

A. フィリップ グリグラス, CFA

本資料は、運用会社であるスカイランド・キャピタル社が作成したパーインベストSICAV－ハーバーUSエクイティの四半期レポートを、投資家への情報提供のみを目的としてキャピタル・パートナーズ証券株式会社が翻訳したものです。英文と翻訳文の解釈等に相違があった場合には、英文に基づく解釈等が優先されます。英文の原文が必要な投資家は、お気軽に当ファンドまでご請求下さい。

販売会社の概要

■商号等	キャピタル・パートナーズ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第62号	■加入協会	日本証券業協会、 一般社団法人 第二種金融商品取引業協会
■本社・本店所在地	〒101-0047 東京都千代田区内神田 一丁目13番7号 四国ビル	■資本金	1,000百万円
		■主な事業	金融商品取引業
		■設立年月日	1999年12月27日
		■連絡先	03-3518-9300（本店代表）又は支店まで

1200 North Mayfair Road, Suite 250 • Milwaukee, Wisconsin 53226
T 414.256.3380 • F 414.256.3395