



2024年1月17日

ハーバー米国株式ファンドの投資家の皆様へ

2023年第4四半期のレビュー

今四半期のハーバー米国株式ファンドは11.0%上昇しました。10月は下落しましたが、11月と12月は大幅に上昇しました。2つの主要ベンチマーク、S&P500指数、ラッセル2000指数ともに好調でした。年間では、当ファンドの25.1%上昇はラッセル2000指数を8%以上上回りましたが、S&P500指数には1%強及びませんでした。結果として、私たちがベンチマークとしている両指数の統合指数を3.5%上回りました。

ご存知の通り、S&P500指数は500銘柄の加重平均指数なので、ほんの数銘柄の超大型株の動向が指数に大きく反映される傾向があります。一方で、ラッセル指数は2,000銘柄の中小型株の動きを表す単純平均指数であることから、典型的な株式の動向を知るには良い指数とされています。

	2023年4Q	2023年初来	設定来年率
ハーバー米国株式ファンド（クラスA）	+11.0%	+25.1%	+9.5%
S&P500指数	+11.7%	+26.3%	+13.1%
ラッセル2000指数	+14.0%	+16.9%	+9.2%

当ファンドのパフォーマンスは、前営業日である23年12月29日の原資産に基づき、23年12月31日時点の1口当たりNAVで算出。

今四半期は2つの重要なポジティブな進展がありました。まず経済は、私たちを含む多くの運用担当者が予想していたよりも回復力があることが証明されました。第3四半期のGDPは4.9パーセント（10月26日公表）、通年のGDP予想は2.4パーセントで、いずれも大幅な利上げに伴う景気後退懸念を余裕で上回っています。近年の連邦政府支出の大規模な拡大は、これまでのところ民間部門の金利上昇による負担を十分に相殺しているようです。背景として、連邦政府の支出（今年の目標は6兆9000億ドル）は、新型コロナウイルスによる歪みがなかった最後の年である2019年を55パーセント上回っています。マイナス面としては、FRBが過去40年間で最も積極的な金融引き締めで、政策金利を5.3パーセントまで11回引き上げたことが挙げられます。金利の上昇は、住宅や自動車など、融資を受けるあらゆるものに悪影響を及ぼします。例えば、昨年の中古住宅販売は28年ぶりの低水準に落ち込みました。しかし、景気の底堅さは、ほぼ横ばいであった2023年から今年は2桁の成長が見込まれるほど企業収益を支えてきました。第二に、インフレの状況は、今サイクルの追加利上げのリスクを軽減するのに十分です。実際、9月のインフレ統計（10月12日公表）が株式市場の年末に向けた上昇を引き起こすきっかけとなりました。2023年のインフレ率は3.4パーセントで、2022年6月の直近のピークである9.1パーセントから大幅に低下しました。重要なのは、FRB当局者の最近のコメントは、（先物金利曲線に組み込まれた）市場の見方と一致していることです。金利の低下は経済と企業業績の見通しを改善するでしょうし、市場は前四半期と同様、予想される展開を先読みするでしょう。

幸いなことに、前四半期の株式市場の好調なパフォーマンスは広範囲にわたりました。これは、7つの大企業（アルファベット、アマゾン、アップル、メタ、マイクロソフト、エヌビディア、テスラ）がS&P500指数の年初来リターンをほぼ全てを担っていた9月末の状況とは対照的です。これは歓迎すべき変化ではありますが、2023年のこれら7社の並外れたパフォーマンス（昨年は平均で112パーセント上昇）により、S&P500指数における加重が増加しました。これは、これら7社のパフォーマンスが指数全体のリターンを支配する可能性があることを意味します。この観点では、昨年、S&P500指数は26.3パーセント上昇しましたが、500銘柄すべてを同じ加重として算出したS&P500指数の上昇率はわずか13.8パーセントでした。

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	2023 年 第 4 四半期	2023 年 年初来	業種
アルファベット・クラス A	+6.8%	+58.3%	ネットサービス
SBA コミュニケーションズ	+27.2%	-8.2%	通信基地局
メタ・プラットフォームズ	+17.9%	+194.1%	ネットサービス
カイデル・オーソ	+0.9%	-14.0%	医療診断
CSX コープ	+13.1%	+13.5%	鉄道
GE ヘルスケア	+13.7%	+32.6%	医療技術
チャールズ・シュワブ	+25.9%	-16.0%	金融サービス
イリジウム	-9.2%	-19.1%	衛星通信
ウォルト・ディズニー	+11.8%	+4.3%	エンタテインメント
T-モバイル	+15.0%	+15.0%	通信サービス
平均	+12.3%	+26.1%	

前四半期では、投資のほとんどが好調に推移しました。実際、当社の保有銘柄上位 10 銘柄のうち 9 銘柄が上昇しました。堅調な株式市場が大きな要因となりましたが、注目すべき銘柄特有の動きがいくつかあります。

まず、SBA Communications は年初の低調な業績から反転し、素晴らしい四半期となりました。SBA は、米国のモバイル通信塔のほとんどを所有する 3 社のうちの 1 社です。モバイル通信塔業界は、モバイル通信の長期にわたる力強い成長により、ファンドの設立以来、優れた投資となってきました。しかし、過去 18 か月間の業績は期待外れでした。原因は 2 つあります。金利の上昇と業界の再編です。この業界は資本構成において平均以上の負債を使用しているため、金利の上昇は財務モデルに悪影響を及ぼします。業界の統合は、より少ないアンテナでネットワークを最適化できる通信事業者が少なくなるため、業界にも悪影響を及ぼします。最近の T モバイルとスプリントの合併は成長の足かせになっています。ここでの良いニュースは、主要なモバイル通信事業者が 3 社しか残っておらず、独占禁止法上の懸念により、さらなる統合が行われる可能性が非常に低いということです。最近の金利低下も後押しとなるはずですが。

第二に、フェイスブックの親会社であるメタは、同四半期に 18 パーセント上昇し、2023 年には 194 パーセント上昇しました。この上昇は、マーク・ザッカーバーグ CEO の支出拡大の決定により、同社の仮想現実への取り組みにおける利益を圧迫し株価が 64 パーセント下落した 2022 年からの反転です。昨年、経営陣が支出計画を抑制して利益見通しを押し上げ、投資家が人工知能のリーダーとして有利な立場にある企業を追い始めたため、株価は好調でした。一般的に、進んだ人工知能ベンダーの主要な構成要素は、コンピューティング能力と広範なデータベースです。これらはアルゴリズムを完成させるために必要であり、メタは両方の特性を備えた数少ない企業の 1 つです。世界の広告市場も 2023 年に回復し、収益は約 15 パーセント増加し、EPS（一株当たり利益）は 28 パーセント増加しました。

最後に、チャールズ・シュワブはこの四半期で好調なパフォーマンスを示し、26 パーセント上昇しました。3 月のシリコンバレーバンコブ危機で株価が急落したとき、私たちは好機と見てシュワブを購入しました。バランスシートに対する懸念が金融業界全体に波及し、株価はわずか 3 日で 40 パーセント以上下落しました。シュワブは、主に米国国債を中心とした高格付け債券のポートフォリオを持っています。金利の上昇によりポートフォリオの価値

は下落しましたが、同社は一時的な損失を吸収することができました。金利の変化により利益予測は若干下がりましたが、同社は市場で堅固な地位を築いており、現在の水準から利益を大幅に伸ばすことが可能と予想しています。

トップ 10 の保有銘柄以外で、昨年最も好成績を収めた銘柄群の 1 つは回復局面にあるものです。自動車愛好家向けのアフターマーケット部品を製造する小規模企業ホーリーは 130 パーセントの上昇でした。ホーリーは、時には新車用の新しい部品を開発したり、小規模なライバルを買収して自社の広範な流通ネットワークに製品を追加したりすることで、熱心な顧客のニッチ市場にサービスを提供しています。ホーリーは、時には買収によって、時には政府の景気刺激策による需要の急増によって、近年急速に成長しました。かつての経営陣は急速に成長する地理的に分散したビジネスを管理するという任務に耐えられず、株価は急落しました。2022 年はひどい年でした（株価は 84 パーセント下落）が、昨年取締役会が経営陣を交代したとき、新たな投資家にとっては素晴らしい機会となりました。同社の財務実績は回復傾向にあり、昨年の上昇後もバリュエーションは依然として魅力的です。

もちろん、たとえ良い年であっても、失望することはあります。昨年最悪の銘柄の 1 つは、リアル グッド フード カンパニーでした。これは、大規模小売店で販売される高タンパク質、低炭水化物の冷凍食品を製造する小規模な会社（売上高は 1 億 5,600 万ドル）です。株式は 2021 年に 1 株あたり 12 ドルで公開され、昨年当社は 2 回に分けて 3.77 ドルと 2.10 ドルで株式を購入しましたが、2023 年の終値は 1.52 ドルでした。私たちは、2021 年の IPO からの急落を受けて魅力的な水準になったことと、コストコとウォルマートからの今後の大規模な注文に魅力を感じてポジションを取りましたが、残念ながら成長の機会は現実的であるにもかかわらず（9 月四半期の売上高は 48 パーセント増加）、経営陣はコスト構造に苦戦し、成長を支えるために必要な資本の額を誤算してしまいました。当社はこの株式にはポートフォリオの 0.25 パーセントしか当てておらず、投資のメリットを再評価中です。

もう 1 つ残念だったのはジョンソン・アウトドアーズです。昨年株価は 17 パーセント下落しました。私たちはこの地元企業と長年にわたって断続的に関わってきました。ジョンソン・アウトドアーズは、一連のアウトドアレクリエーション製品を製造しており、最も注目に値するのは釣りに使用されるトロリング モーター (Minn Kota) です。同社は過去数年間の業績が非常に好調だったことで、現在は少し難しい局面に直面しています。しかし、同社は現在 PBR1 倍近辺で取引されており、無借金の上に資本金のほぼ 30 パーセントを現金で保有しており、堅実な収益を上げています。故に現在の株価水準ではリスクリターンバランスが非常に魅力的です。

アメリカ経済・市況展望

利下げは経済、企業業績、株価に追い風となるでしょう。住宅などの重要な産業は活性化され、資金調達コストの低下と経済力の強化によって企業業績は恩恵を受けるでしょう。さらに、金利が低下すると、債券と比較して株式の相対的な魅力が向上するでしょう。現在、マネーマーケットファンドと CD（譲渡性預金）には 8 兆 8000 億ドルが眠っています。金利が低下すれば、この一部は株式に流れることとなります。これらは予測可能であり、歴史的に裏付けられた傾向です。また注目すべきは、このサイクルにより、資金調達コストの上昇という想定を超えた損害を引き起こす可能性のある経済または金融市場の事件や事故がこれまでのところ回避されていることです。たとえば、2008 年の景気後退はリーマン ショックの影響でさらに悪化しました。昨年春にシリコンバレーバンク銀行が破綻したとき、このサイクルは危機一髪でした。シリコンバレーバンク銀行を悩ませた問題、すなわち金利の急上昇によって引き起こされる投資ポートフォリオの含み損は、全米のほとんどの銀行に存在しました。幸いなことに、FRB は、昔ながらの取り付け騒ぎで預金者が逃亡するのを防ぐために、すべての銀行預金を効果的に保証することで、このリスクをすぐに解消しました。

ただし、この強気の背景はいくつかのことで弱まっています。まず、金利低下を期待して株価はすでに大幅に反発しています。S&P500 指数などの主要指数の株式市場のバリュエーションは、予想 PER が 19.6 倍で高水準となっているようです。さらに、将来の金利フォワードレートに織り込まれている利下げの予想ペースは、私たちにとって楽観的すぎるように思えます。今後 1 年間で短期金利は 3 分の 1 程度低下し、3.6 パーセントになると予想されています。インフレは最近のピークからは鈍化しているものの、長期的なインフレ見通しは安心できるものではありません。過去 50 年間のインフレ率は平均 3.9 パーセントであり、今後の推移は多くの要因によって悪化するでしょう。経済に占める記録的な連邦支出の割合（戦後平均 19.8 パーセントに対して 24.5 パーセント）が一例です。グリーンエネルギーへの転換、軍備の維持（軍事支出は GDP の 3 パーセントで、戦後平均の約半分）、高齢化する人口動態（人口の中で退職者の割合が増加している）、関税など貿易障壁の増加などもあります。さらに、連邦支出の 3 分の 2 はインフレに連動しています。これにより、インフレを助長するループが形成されます。もちろん民間部門は、生産性の向上と価格の引き下げを目的とした長年のイノベーションを継続していくでしょう。農業の機械化、鉄道、内燃機関、ジェット飛行機、半導体チップ、そして最近ではインターネットなど歴史上の大きなイノベーションには、強力なデフレ効果がありました。人工知能と自動運転車は、次の大きな経済成長の原動力となる可能性があります。民間部門の進歩がインフレを抑制するのに十分であるかどうかは未解決の疑問です。最後に、FRB 当局者は、大統領選挙シーズンの真っ最中に大幅な政策調整を行うことに消極的になる可能性があります。

当社は、株式の短期的な見通しはバランスが取れていると考えていますが、一連の機会をすべて捉えているわけではありません。株式市場の指数と評価は、比較的少数の大企業の目覚ましい業績を反映しています。米国市場には数千の投資対象企業があり、その多くは明るい見通しを持っており、魅力的なバリュエーションで購入できます。私たちは、積極的な銘柄選択に最大のチャンスがあると信じています。優れた財務指標が素晴らしい長期リターンを生み出すというのが私たちの長年の見解ですが、投資家はパフォーマンスが良かった銘柄に群がる傾向があるため、短期的には株価の上昇がさらなる上昇を生み出すことが多いのも事実です。現在のサイクルはテクノロジー株が優勢だった 1990 年代後半を彷彿とさせます。これらの企業の見通しは明るい一方で、株価バリュエーションは維持できなくなり、私たちのようなバリュエーションに敏感な投資家にとっては、大幅なアウトパフォーマンスの時期となりました。ターニングポイントを正確に特定することは困難ですが、同様の市場展開が実現する条件は整っています。最後に、大統領選挙の年は投資家にとって良い傾向にあります。S&P500 指数ができて初めての 1928 年の選挙以来、選挙の年に市場は平均で 11.6 パーセント上昇しました。選挙のない年の平均は 9.3 パーセントでした。

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



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