

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/06/21

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 所得格差拡大による悪影響 - The High Cost of Income Inequality [カバーストーリー]
支出抑制と社会分断が株価の重荷に P.2
2. 二極化するハイテク株で儲けるには - How to Profit From the Growing Divide in Tech Stocks [ハイテク]
将来性のある割安銘柄 P.6
3. ヘルスケア新時代の医療関連銘柄 - A Stockpicker on the Reshaping of Health Care [インタビュー]
高リターンのファンドのマネジャーに聞く P.9
4. FRBの声明がコロナ懸念に勝つ - Dow Finishes Week Higher as Fed Trumps Coronavirus Fears [米国株式市場]
投資家自らが「プット」 P.12
5. 社会的問題と憶測で意外な銘柄が上昇 - Unlikely Stocks Soar as Societal Issues and Speculation Collide [コラム]
アフリカ系米国人関連株にデイトレーダーの買い P.14
6. アップルのソフトウェア開発者会議を占う - Apple WWDC Starts on Monday. Why It Could Get Awkward for Tim Cook & Co. [ハイテク]
App StoreめぐるEU調査への対応は？ P.16
7. ファクターETFに予想外のリスク - Why Your Factor ETF Could Carry More Risk Than You Expect [ETF]
同じ運用でもアプローチの違いが反映 P.17
8. 経済指標のビッグサプライズは明るい兆候 - Good Omen for Markets: Recent Big Economic Surprises [米国経済]
投資家信頼感を改善できるか P.20
9. コロナ、三つの治療法 - Three Early Contenders in the Fight Against Covid-19 [ヘルスケア]
英では副腎皮質ステロイド P.21
10. 今週の予定 - Breakfast Had Been a Strength at McDonald's. Then Came the Pandemic [経済関連スケジュール]
マクドナルドの強みだった朝食メニュー、新型コロナで状況一変 P.23

※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。

Copyright © 2020 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. 所得格差拡大による悪影響 - The High Cost of Income Inequality

[カバーストーリー]

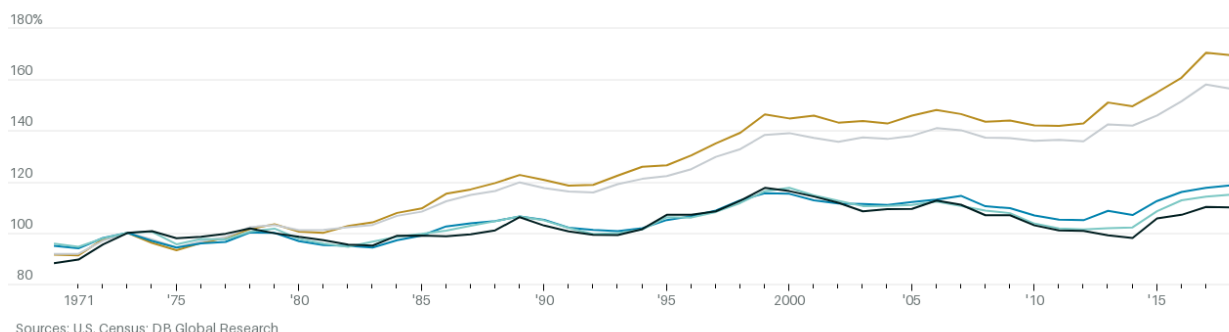
■ パンデミックと景気低迷で格差さらに拡大

Stagnating Wages

Real wages for lower-income families have barely budged over the last 20 years, while higher-income families have seen much stronger increases.

Real family income between 1970 and 2018, as % of 1973 level

■ 10th Percentile ■ 20th Percentile ■ 50th (Median) ■ 90th Percentile ■ 95th Percentile



過去数十年で最悪の健康に対する危機と景気低迷のワンツーパーチによって、同じく数十年にわたって一触即発の状態にあった問題が表面化した。その問題とは、米国における所得と資産の格差の拡大である。格差の拡大は、経済に長期的な影響を及ぼし、株式市場の回復の持続可能性を脅かす。

米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は先週の議会証言で、現在の景気低迷が「全ての米国人に等しい影響を与えているわけではない」と述べ、これまでに発生した失業と経済への悪影響を抑え、元に戻すことができない場合、「景気低迷によって経済的な幸福度の格差が一段と拡大する可能性がある」と警告した。

これは投資家にとって重要なことだ。人口の多くが経済的な苦境にある時、こうした人々の支出は限られる。支出は経済、企業利益、ひいては株式市場を動かす主要な要因である。また、経済格差は深刻な分断を生み出す。これは政治リスクを高め、企業利益の重荷となる税制・規制の変更につながる可能性がある。所得と資産の格差の拡大が景気回復の強さにとって重要な役割を果たすという見方は、広く共有された見解となりつつある。

市場は目先のことにしか見ておらず、格差のような慢性的な問題はなおさら無視されやすい。2050万人の失業者、新型コロナウイルスによる11万5000人超の犠牲者、黒人死亡事件に対する抗議デモにもかかわらず、株価は3月の底値から40%上昇した。資産運用会社GMOのジェームズ・モンティエール氏は、「市場は長い時間をかけてゆっくりと進行するこの種の問題に反応しないが、システムの脆弱（ぜいじゃく）性につながる。下位90%の人々の支出が減少し、長期的な停滞を引き起こし、金利、株式のバリュエーション、長期リターンに影響を及ぼす」と語る。

直近のリセッション（景気後退）以降、低所得層の労働者の賃金はほとんど増加していない。上位1%の所得層は米国の総所得の20%を占めるが、下位50%は同13%を占めるにすぎない。上位10%の貯蓄率は過去30年間で上昇したが、残り90%の貯蓄率はマイナスとなった。その結果、下位の所得層は投資資産をほとんど所有しておらず、債務を負っていることが多い。米国の世帯の半数以上は確定拠出年金制度（401k）などを通じて株式に投資しているが、わずか10%の世帯が株式全体の84%を保有している。つまり、大部分の米国人は直近の強気相場による恩恵を受けていない。

新型コロナのパンデミック（世界的流行）は、こうした問題を深刻化し、浮き彫りにした。失業者

のうち、所得が10万ドル以上だった人は13%だが、4万ドル未満だった人は約40%に上る。米国は複数の指標において、先進国の中で資産の格差に関して例外的な位置にある。米国の中流階級が総人口に占める割合は約50%で、中流階級が60%超の日本、フランスやドイツよりもロシアやトルコといった国々に近い。

経済格差は数十年にわたって積み重なり、米国の教育、金融、医療制度に内在する構造的な人種差別と不平等によって悪化している。さらに、ノースウエスタン大学のロバート・ゴードン教授によれば、1980年代以降の株主至上主義も格差拡大に寄与した。株主を何よりも優先した結果、過去数回の強気相場において、株式を保有する米国人が過剰に大きな恩恵を受けた。こうした米国人の過半数は白人で、比較的裕福である。

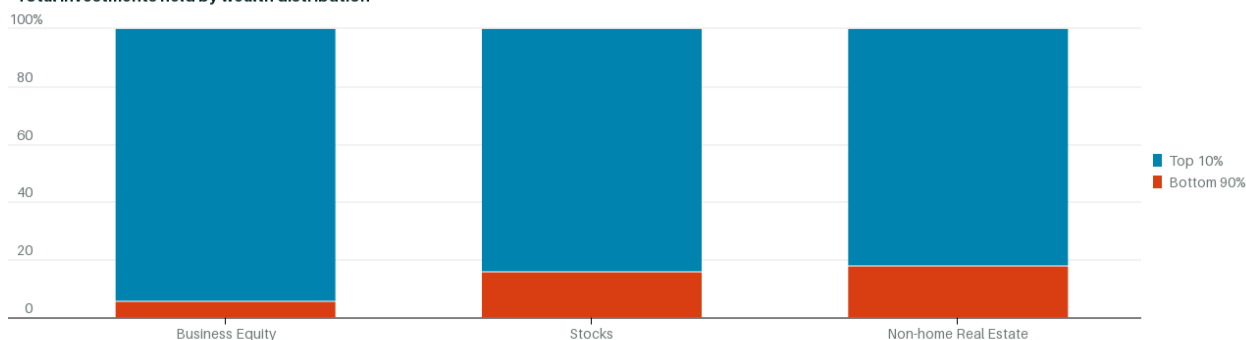
人種別にみると格差は一段と大きい。世帯主が大卒の黒人家族世帯の平均所得は、世帯主が大卒でない白人世帯の平均所得を30%下回った。上位10%の黒人の所得は、上位10%の白人の所得の約5分の1だった。資産は投資やキャリアにおいてリスクを取る際のセーフティーネットになる。ブルッキングス研究所のアンドレ・ペリー氏は、「資産は資産を生み出す。資産がなければショックに耐えられない」と語る。

■ 格差が景気回復に及ぼす影響

Lopsided Wealth Creation

The top 10% of households own the majority of business equity, stocks, and investment real estate. When it comes to stock ownership, the top 10% own 84% of the market.

Total investments held by wealth distribution



Sources: Survey of Consumer Finances; DB Global Research

投資家は景気回復がV字型か、U字型か、あるいはW字型かを見定めようとしている。しかし最近、K字型という選択肢が加わった。一部のエコノミストは景気の道筋が二つに分かれると予想している。一つ目はほぼV字型のように力強く回復する道筋だ。これに該当するのは、在宅勤務が可能で、現在は家具や自動車にお金を費やしており、健康上の懸念が後退すればさらに支出を増やす人々である。

職や所得を失った人々はKのもう一方の脚に該当する。こちらの道筋は大幅に厳しい。レイオフ（一時解雇）は低所得層にとって大きな打撃となり、約半数が失業や賃金削減に直面した。レジャー、輸送、小売りなどの特に打撃が大きなセクターでは、パートタイムや低賃金の労働者が非常に多い。こうした労働者には通常、有給休暇、医療、貯蓄制度などのセーフティーネットが存在せず、雇用の多くは戻らない可能性がある。

消費主導の経済において、低所得世帯は経済成長に欠かせない。なぜなら、こうした世帯は追加的な所得を支出に回す可能性がより高いためである。シカゴ連銀のワーキングペーパーによれば、毎月の給料を使い切る生活をしている人々は2週間で1200ドルの政府給付金の3分の2以上を使った一方、貯蓄率が高い人々は4分の1未満しか使わなかった。ゴールドマン・サックスのアビー・ジョセ

フ・コーエン氏は、「歴史的に見て、ほとんどの国で景気拡大が最も堅調で持続的だったのは中流階級が増加していた時期だ」と語る。

しかし、米国では中流階級が縮小しており、他の先進国に比べて社会に占める割合が小さい。また、所得階層の上昇移動もより困難になっている。ドイツ銀行と経済協力開発機構（OECD）のシミュレーションによると、低所得層の家族に生まれた人が中所得層へ上昇するには5世代かかる。

新型コロナは社会階層の移動を一段と減らす可能性がある。ハーバード大学のラジ・チェティ氏らが遠隔学習プログラムのデータを調査した研究によれば、高所得地域の子供の学習量は一時的に減ってもすぐに回復したが、低所得地域の子供の学習量は依然として通常の水準を50%下回っている。

FRBは、雇用や社会階層の移動を促進するため、数年前に景気が過熱し始めても低金利を維持した。そのため、今後も当面は低金利を維持するとみられる。これはしばらくの間、株価を支え、株式投資家にとってのセーフティネットとなるかもしれない。しかし、格差による分断を低金利が解決できる部分は少ない。

では何が解決策となるのか。一言でいえば、税金である。データトレック・リサーチのニコラス・コラス氏は、「税金なしで物事が変わるとは考えにくい。格差の行方は革命か租税政策のどちらかだ」と語る。同氏は革命が起きるとは予想していない。暴動が起きるのは通常、ジニ係数（格差の指標）が高く、人口の平均年齢が低い場合である。同氏は「米国の格差は大きい、平均年齢も高い。そのため、何らかの政治的問題は起きるだろうが、大規模な暴動は発生しないだろう」と話す。

他にも多くのストラテジストやエコノミストが、最大のリスクは政治であると考えている。ドイツ銀行のトルステン・スロク氏は、「医療、所得や資産の格差の面で負け組となる人が増えた場合、平均的な有権者が社会のあるべき姿について異なる考え方を持つようになる可能性は高まる」と指摘する。

社会認識が変わることで、再分配をより重視した政策（株価を押し上げた2017年の法人税減税の撤廃など）や、富裕層に対する増税（所得税や相続税の増税など）を求める声が高まるかもしれない。オハイオ州立大学のトレボン・ローガン教授は、税制以外の措置を通じた変化が起きる可能性もあると述べる。例えば、インフラ投資、雇用の回復を特に必要とする業界における投資インセンティブ、幅広い労働者を対象とした賃上げや有給休暇にひも付いた政府刺激策などである。同氏は「経済を復活させる魔法のつえは存在しない。非常に多くの物事が複雑に絡み合っている一方、政府が対処してきた問題は非常に少ない」と語る。

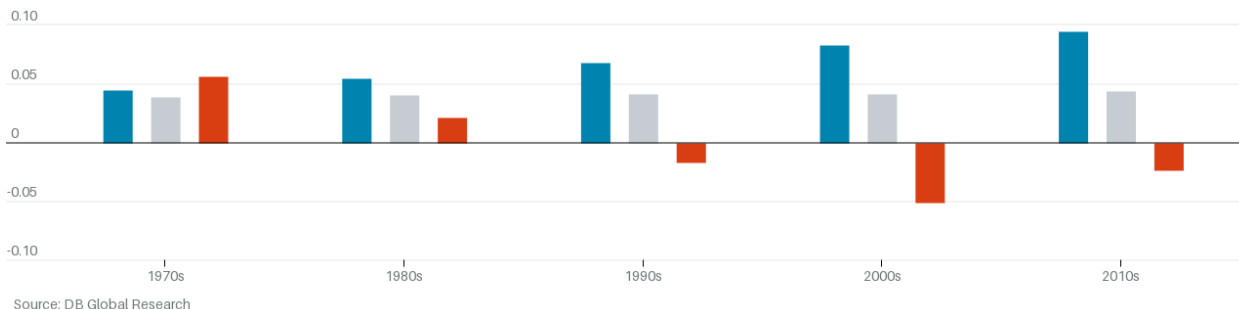
■ 格差がポートフォリオに及ぼす影響

Savings Gap

While the top 10% of families by income saw average savings rates increase for the last three decades, the bottom 90% of families by income saw negative savings rates, contributing to higher debt levels.

Net saving by wealth class (scaled by national income)

■ Top 1% ■ Next 9% ■ Bottom 90%



賢い長期投資家は数十年間にわたるトレンドにいつも注意を払っており、経済格差も同様の目で見ることができるはずだ。米国がパンデミックを抜け出すに当たり、格差は投資家が最も大きな関心を持つ要素にとって重しとなる。その要素とは、景気回復の範囲と速度、企業利益の成長見通し、租税政策や規制環境などへの政治的影響である。

格差がポートフォリオにどのような形で表れるかについて、投資家が最初に考えるべきポイントは税制である。具体的には、税制面での分散投資の強化だ。これは財政赤字の急増や、資産格差を是正する機運の高まりを踏まえると賢明な策だろう。投資家は税制優遇口座や節税効果のある戦略を数多く利用すべきである。

財政赤字の増加はインフレや金利上昇につながる可能性がある。しかし今のところ、金利は低水準にとどまる見込みだ。資産運用会社ヌビーンでチーフ投資ストラテジストを務めるブライアン・ニック氏は「インカム収入を求める投資家は、米国債では目的を実現できなくなる」と話す。資産クラスの間接性が高まるため、分散投資も難しくなる。つまり、投資家はリスクの高い戦略を強いられるように感じるかもしれない。ニック氏は「分散投資の問題を解決する特効薬は存在しない」と語る。

パンデミック後の企業の見通しは明暗が分かれており、銘柄選択に長けた投資家が輝くとみられる。コラス氏は、「今回の景気後退は中小企業不況だ」と話す。同氏の隣人の多くはニューヨーク市のミッドタウンを離れ、セカンドハウスや賃貸住宅で在宅勤務している。こうした人々はオンラインショッピングを利用しているため、支出はあまり減っていないかもしれない。しかし、都市の実店舗に依存する中小企業は売り上げがなくなり、事業主は雇用や支出を削減している。

こうした乖離（かいり）はポートフォリオにも表れている。資産運用会社ロンジュア・グローバル・アドバイザーズのマネーマネジャーの責任者であるローラ・ゲリッツ氏は「モメンタム株がグロース株に投資する場合、資産格差が投資テーマとなるのは避けられない」と話す。強気相場の際の最大の勝者は、スポーツウエア大手ルルレモン・アスレティカ＜LULU＞、フィットネスサービス大手ペロトン・インタラクティブ＜PTON＞、化粧品大手エスティローダー＜EL＞、富裕層向けの高級品小売店、FANG（フェイスブック＜FB＞、アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞、ネットフリックス＜NFLX＞、アルファベット＜GOOGL＞傘下のグーグル）などだ。大衆の反動や規制の強化があった場合、これらの企業が打撃を受ける可能性が最も高いとゲリッツ氏は指摘する。

人種差別や格差についての意識が高まったことで、企業の対応がブランドの評判に、ひいてはバリュ

エーションに波及する可能性がある。企業の経営者がこうした問題について語る機会は増え、企業慣行に対する監視の目は厳しくなり、バリュエーションにも影響を及ぼすとベアリングス投資研究所のクリストファー・スマート氏は指摘する。

投資家にとって、格差を予想に織り込むのは簡単ではない。スロク氏は「財務的な観点から定量化できないリスクが存在する場合、突然の出来事によって、経済や利益の予想にとって非常に重要な要素が変化することに注意すべきだ」と語る。

このような不確実性に現在のバリュエーションが加わると、予想される長期リターンは低調になる。GMOのモンティエール氏は、割高なバリュエーションが続く場合、楽観的なケースであっても株価の長期リターンはいつまでも3.5%付近にとどまる可能性があると言う。同氏は「格差とそれが生み出す脆弱性は、予想長期リターンを一段と押し下げる」と話す。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

2. 二極化するハイテク株で儲けるには - How to Profit From the Growing Divide in Tech Stocks 将来性のある割安銘柄

[ハイテク]

■ クラウド関連株はどこまで上昇



Illustration by Michael Glenwood

長年、デジタル・トランスフォーメーションは不可避との考えから、投資家はハイテク株の価格を競り上げてきたが、新型コロナウイルスでその考えの正しさが証明された。マイクロソフト<MSFT>の最高経営責任者（CEO）サティア・ナデラ氏は、「2年分のデジタル・トランスフォーメーションが2カ月で実現された」と語っている。しかし、「まだ成長の余地はあるのか」「株価は全てを織り込んでいるのか」など、疑問も生まれている。S&P500指数が年初来で4%下落したのに対し、ナスダック総合指数は12%上昇している。月刊情報誌ハイテク・ストラテジストの編集者フ

レッド・ヒッキー氏は、「20年前のITバブルの時を除けば、過去40年以上で、これほどハイテク株が高騰したことはない」と言う。金融データ会社ファクトセットによれば、ナスダック総合指数の予想株価売上高倍率（PSR）は現在3.4倍で、過去10年平均の2.3倍を大きく上回っている。

投資家にとって厄介なのは、ハイテク株にはファンダメンタルズがあまり当てはまらない点だ。パンデミック（世界的流行）の最中に高値のハイテク株に投資した投資家は大きな利益を手にした。ウルフ・リサーチのハイテク分野ストラテジスト、スティーブ・ミルノビッチ氏によれば、年初にPSRが10倍以上だったハイテク株は年初来で35%上昇している。現在はモメンタム投資が優勢だ。一般的なバリュエーション指標は株価収益率（PER）だが、ハイテク株は成長期に利益が出にくいことから、PSRを使用することが多い。

ミルウォーキーを拠点とする投資会社ベアードのハイテク分野ストラテジスト、テッド・モートン

ソン氏は、クラウドコンピューティング、電子商取引、および遠隔ヘルスケアの加速と、次世代通信規格「5G」や新世代半導体の登場で、現在は1990年代後半以降で最も強力なテクノロジーの統合的成長サイクルの中にあり、バリュエーションの高さには正当な理由があると主張する。他の産業分野の成長余地が限られる中、ハイテク分野の潜在的な成長力は大きいと、成長性重視の投資家が投資するのだという。

しかし、同氏はリスクも認識している。次の決算発表シーズンに期待外れの業績を発表するクラウド企業があれば、株価が大きく反落する可能性もある。同氏は、多くの知識労働者が失業しており、そうした失業が定額制ビジネスモデルに与える影響を投資家は織り込んでいないのではないかと懸念しており、請求金額や、契約期間、成約に要する時間などの二次的データにも注意を払うべきだと語る。年度後半になれば定額制クラウドサービスの更新サイクルが活発化する。

■ 業績好調で割安なハイテク株

The Great Tech Divide

The tech sector continues to drive the market higher, driven largely by the increased demand for cloud services. But there are still cheap tech stocks, if you know where to look.

Name	Market Value (\$bln)	Price/Sales*	Description
Cheap Tech			
Western Digital / WDC	13.1	0.8	Disk drives and memory chips
CACI International / CACI	6.2	1.1	Government IT services
Leidos Holdings / LDOS	14.2	1.1	Government IT services
Seagate Technology / STX	13.1	1.2	Disk drives
Amdocs / DOX	8.3	2.0	Customer and monetization management software
Ciena / CIEN	8.2	2.2	Optical networking hardware
Accenture / ACN	130.7	2.9	IT consulting
MKS Instruments / MKSI	6.0	3.0	Chip-making tools
Intel / INTC	256.1	3.5	Microprocessors
F5 Networks / FFIV	8.5	3.7	Application delivery networks
Pricey Tech			
DraftKings / DKNG	29.5	61.5	Online sports betting
Datadog / DDOG	24.9	46.2	Data analytics
Zoom Video / ZM	66.8	39.4	Cloud-based videoconferencing
Zscaler / ZS	13.9	35.2	Cloud-based security software
Coupa Software / COUP	16.9	35.0	Cloud-based business spend management
Okta / OKTA	24.2	32.1	Cloud-based identity management
Cloudflare / NET	10.9	28.6	Cloud-based security software
CrowdStrike / CRWD	21.3	28.3	Cloud-based security software
Atlassian / TEAM	43.6	27.6	Cloud-based software development tools
Veeva Systems / VEEV	34.4	24.7	Cloud based life-sciences software

*Based on current fiscal year's estimated revenue
Source: FactSet

こうしたリスクが高まれば、再びバリュエーションが重要になるかもしれない。そこで、本誌は割安なハイテク株を探してみた。米国のハイテク株のうち時価総額が50億ドル以上で、今年度の売り上げが増加中の銘柄を選別し、今年度の売上高予想額に基づいて計算したPSRの順にランク付けしてみた。高PSR銘柄は、在宅勤務関連で馴染みのある銘柄が多く、代表的なクラウド関連企業がリストされている。こうした企業の業績は素晴らしいが、バリュエーションはもはやファンダメンタルズと結びついてはいない。

一方、見てすぐに分かるように、成長を続けているハイテク株にもまだ割安な銘柄が残っている。ディスクドライブメーカーのウェスタン・デジタル<WDC>のPSRは1倍を下回り、ライバルのシーゲイト・テクノロジー<STX>は1.2倍だ。ITコンサルティング企業のアクセンチュア<ACN>は2.9倍、インテル<INTC>と半導体製造装置メーカーであるMKSインスツルメンツ<MKSI>は3.5倍未満、ソフトウエアのオンライン配信を支援するF5ネットワークス<FFIV>の予想PSR

は3.7倍だ。

ウェスタン・デジタルは、2016年に190億ドルでサンディスクを買収した際の借入金返済に充てるため、四半期配当を停止すると5月に発表したため、株価に影響が出ている。しかし、買収は高くついたものの、超高速ソリッドステートドライブ（SSD）市場に進出する上で賢明な多角化戦略だと言える。ミルノビッチ氏は、フラッシュメモリの価格は今年後半には回復が予想され、同社はその恩恵を受けるはずだとみている。また、他の老舗ハイテク企業とは違い、ウェスタン・デジタル（およびシーゲート）は、クラウドが中心となる世界でも重要な位置を占めている。クラウドコンピューティングやストレージにも両社のドライブが必要だ。

割安銘柄のうち3銘柄は、ITコンサルティング関連だ。CACIインターナショナル＜CACI＞とレイドス・ホールディングス＜LDOS＞の2社は、政府関係のITサービス業務を請負っており、両社とも売り上げは年10%以上増加している。残る1社は、より幅広いコンサルティングサービスを提供するアクセンチュアだ。クライアントの現場でサービスを提供することが多く、業務も株価も控えめだが、いったん経済が回復を始めれば、デジタル・トランスフォーメーションの進展により同社の業務量は増加し、株価も上昇する見込みだ。

インテルのような長年ハイテク業界を代表してきた銘柄が割安リストに載るのは意外かもしれない。同社はアドバンスト・マイクロ・デバイス＜AMD＞に市場シェアを侵食され、製造プロセスに問題が生じたこともあって苦戦している。アップル＜AAPL＞が一部Mac用のプロセッサ（CPU）を自社設計する態勢を整えたことなど、インテルにネガティブな報道も増えている。しかし、同社製CPUはサーバー用で95%、PC用で80%以上のシェアを依然占めており、コンピュータ業界の将来に投資するのであれば無視できない銘柄だ。キーバンク・キャピタル・マーケットは先週、データセンター、人工知能（AI）、5G、モノのインターネット（IoT）など、PC用CPU以外の市場への進出強化を評価し、同社の投資判断をオーバーウエートへ引き上げた。

F5ネットワークスは、今回の割安銘柄リストの中では小型銘柄の一つだ。同社は、ウェブアプリケーションのパフォーマンスとセキュリティを強化するソフトウェアを開発しており、定額サービス方式のビジネスモデルへ移行中だ。こうした移行は短期的にはマイナスに働くが、通常は時間の経過とともに投資家に利益をもたらす。投資銀行エバーコアISIのアナリスト、アミット・ダリャナー氏は先日クライアントに宛てて、経常的売上高モデルへの移行により、F5の株価は大幅に上昇する可能性があるとしている。

一方、MKSインスツルメンツは、長年半導体装置業界の企業だったが、光学部品へも事業を拡大している。先週、投資銀行ニーダムのアナリスト、ジェームズ・リッチューティ氏は同社を取り上げ、「買い」の投資判断を与えている。同氏は、同社がM&A（合併・買収）を成功させる、まれな企業だと主張する。レーザーなど光学部品分野への進出により、同社事業の景気循環度は低下している。

クラウドの登場で打撃を被った企業でさえ今やクラウドに大きく関与しているのは、ハイテク株の皮肉な側面の一つだ。インテル製CPUはクラウドサーバーで使用され、ウェスタン・デジタルやシーゲートのドライブはクラウドストレージで使用されている。F5は、クラウドスタイルのビジネスモデルに進化しつつある。また、シエナ＜CIEN＞のネットワークコンポーネントは、アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞、フェイスブック＜FB＞、アルファベット＜GOOGL＞のグーグルなど、クラウド業界をけん引する企業から強い需要がある。クラウドは今や至る所に存在しており、最も割安なハイテク株でさえ、いずれクラウドによって株価が上昇する可能性がある。

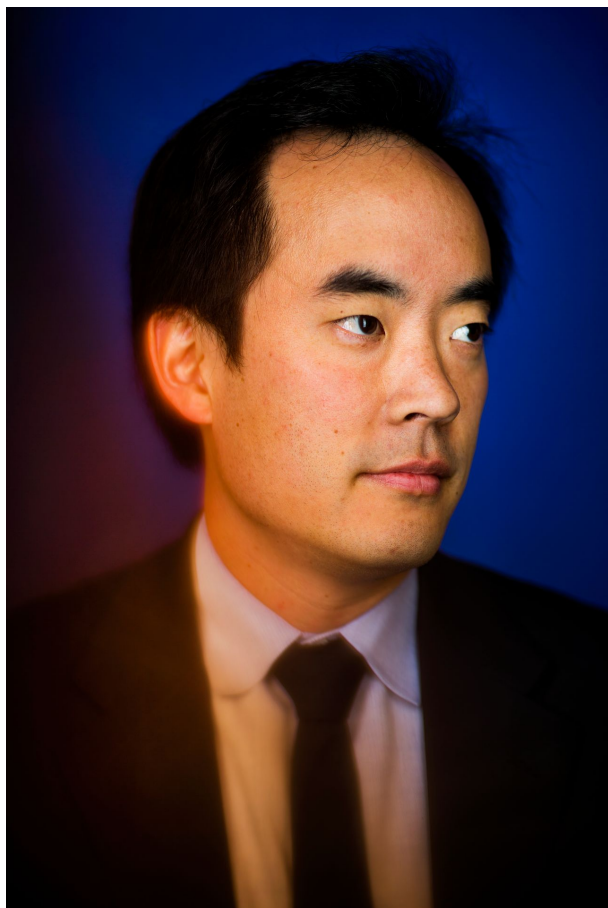
By Eric J. Savitz

(Source: Dow Jones)

3. ヘルスケア新時代の医療関連銘柄 - A Stockpicker on the Reshaping of Health Care 高リターンのファンドのマネジャーに聞く

[インタビュー]

■ 医療テクノロジー、デジタル医療、保険で革新



Photograph by Adam Glanzman

エディー・ユン氏が運用するフィデリティ・セレクト・ヘルスケア・ポートフォリオ・ファンド〈FSPHX〉の過去10年間の年率リターンは18.4%と、平均的なヘルスケア関連のミューチュアルファンドを3.5%ポイントも上回っている。ヘルスケアセクターの銘柄選びで最高を目指す同氏に話を聞いた。

本誌：経済活動再開と抗議行動とが相まって感染拡大が見込まれる中、今後この危機はどうか？
ユン氏：第一段階は感染者数急増のピークを過ぎて横ばいになるまでの間を何とかしのぐ段階だったが、どうやらそれは過去のものになった。第2波にも配慮しなければいけない。検査は3月のような急増が近づく前に察知する役に立つだろう。われわれは第二段階の初期にあり、コロナウイルスと共に生きる方法を模索しなければならない。抗議活動など屋外での感染状況は今後の検査で明るみに出るだろう。暑い地方でも感染が拡大することから温度に対するウイルスの感応度にも疑問が残る。第三段階は集団免疫の獲得と世界中の人々へのワクチン接種だ。国の公衆衛生関係者の関心は、特定地域での感染者数急増による医療システムへの過剰負荷を防ぐことにある。

Q：秋から冬にかけてはどうなりそうか？

A：次のインフルエンザの流行期は第4四半期に始まり、来年第1四半期まで続く。最終的に集団免疫が獲得できればと願っているが、新型コロナウイルスは人類にとって比較的新しいため、自然免疫を持っている人は多くない。ワクチン開発が臨床試験の段階にあり、来年の今頃には市場で販売されるかその直前となり、集団全体に影響を及ぼすだろう。多くのワクチン開発計画が大きなスケールで進行中のため希望が持てる。

Q：モデルナ〈MRNA〉はワクチン開発レースの先陣を切っているようだが、保有していないのはなぜか？

A：上場バイオテクノロジー企業は300以上ある。3月末時点で保有していたのは50銘柄未満だ。投資するときは、何かユニークで、耐久性があり、差別化されたものを持っているかどうかを探そうにしている。確信のレベルによって保有するかどうかを決める。ハイリスク・ハイリターンの分野だ。

Q：ヘルスケアで今投資機会があるのはどこか？

A：バイオテクノロジーは興味深い、技術革新は非常に広い範囲で起きていることが見落とされがちだ。特に医療テクノロジー、デジタル医療、医療保険で革新が起きている。ヘルスケアは米国の国内総生産（GDP）の約20%を占める。ヘルスケア関連の支出額約4兆ドルのうち約15%は医薬品で、85%は病院、医師、インフラ等に支払われる。過去には、症状に対する処置や外科手術などのサービスに対する手数料ベースで料金が病院に支払われてきた。現在、ヘルスケアの方向転換が起きており、患者を中心に据えたシステムになろうとしている。メディアでは患者にとっての「バリューベースのヘルスケア」といった議論がされている。ヘルスケアの三大ステークホルダーである医療保険、医療提供者、患者のインセンティブがうまく一体化され、消費者にとってはヘルスケア体験の向上につながり、医療コスト削減に非常に抜本的な効果をもたらす可能性がある。一部の州では既にうまく機能しているが、問題は国全体での実施だ。このようなことは長期的な投資であり、まだ今は初期段階にある。今後10年間にわたるユニークな投資機会となるだろう。さらに、デジタル医療革新がある。ヘルスケア分野におけるハイテクの影響はまだ始まったばかりで、患者側の体験と医療コスト削減の両方への貢献も始まったばかりだ。2018年に実行されたドラッグストアチェーン大手CVSヘルス<CVS>による医療保険大手のエトナの買収のような業界の垂直統合は、医療コスト全体へのソリューションを提供しようとしているためだ。新型コロナはこの変革を加速させている。

■ヘルスケアセクターで注意すべき点

Q：投資家は何を避けるべきか？

A：病院のように固定費の割合が高い事業は、待機手術の中止による逆風に直面している。短期的には医療機器産業にも悪影響が及んでいる。新型コロナ感染症の流行期間にもよるが、手術件数の回復は経済の他の分野の回復よりも早いと私は確信している。医療的に必要なことだからだ。私は病院や研究所などのヘルスケア施設に投資はしていない。病院での医療は地域社会にも影を落としている。外来患者は遠隔診療になっていく可能性があり、医療費が低下している。失業率上昇で、医療保険を失う人もいるが、その人たちはメディケイド（低所得者医療保険制度）を利用するようになるだろう。65歳になれば、メディケア（高齢者向け医療保険制度）の対象者になる。一般に、政府系の保険の医療費支払額は民間の保険会社よりも低い。

Q：今年は大統領選挙の年だが、政治的なリスクはあるか？

A：人口が高齢化し、病気の人が増えているため、コストを抑えて治療する方法を考案する必要がある。現在、最大の健康上のリスクは一時中断されている手術だ。パンデミックの間、適切な治療を受けられずに慢性的な病気を抱えた患者の問題はパンデミック後にも残る。現在の医療システムの問題点はアクセスと対処可能範囲だ。医療施設へのアクセスを増やし、将来のパンデミックに対して十分に堅牢な医療システムを確保したいと願うのは党派にかかわらない。生産性、効率性、患者体験の改善を推進する企業に集中的に投資するなら、政治的環境の変化にかかわらず、勝利の方程式となるだろう。

Q：企業のグローバル化が進むにつれて、サプライチェーンは変化するのだろうか？

A：新型コロナのおかげで、サプライチェーンの多くが米国に回帰し、米国に高度なハイテク生産拠点が建設されるだろう。粗利益への影響は大幅というより徐々に生じ、利益率の低い製品ほど影響が大きくなるだろう。

■10年で年率10%以上のリターン目標

Q：保有銘柄のパフォーマンスはどうか？

A：1株当たりフリーキャッシュフローを中心とした枠組みで目標株価を設定している。大型の多国

籍企業は長期にわたり年率2桁台で利益が成長する可能性がある。これらの企業は耐久力があるため、適切な株価で買った場合、株価収益率（PER）が上昇する可能性もあるため二重のリターンを得られる可能性がある。12年前に私は、次の10年でベンチマークを上回る年率10%のリターンを得たいと最高投資責任者（CFO）に言った。現在のヘルスケア銘柄のPERは過去に比べてかなり割安だ。

■ アストラゼネカ

Q：新型コロナのワクチン候補を持っているアストラゼネカ＜AZN＞を多く保有しているが。

A：アストラゼネカの投資テーマは新型コロナウイルスとは関係ない。医薬品会社の収益性は良好だが、特許期限に起因する「崖」問題が生じると、利益が大幅に減少する。そういう時期に企業はコスト削減で利益を高めようとするものだが、アストラゼネカは過去6年間に特許の崖を乗り越える中でも投資を継続しており、パイプラインの中から成果が表れ始めている。ポートフォリオの上位10銘柄の中にはアストラゼネカ以外にも、ロシュ・ホールディング＜ROG.スイス＞、イーライ・リリー＜LLY＞も入っている。これらの企業の革新的パイプラインは今後数年間のパフォーマンスをけん引するような医薬品を生み出し始めている。アメリカ臨床腫瘍学会でアストラゼネカの腫瘍学のパイプラインの一つ、タグリッソの素晴らしいデータが発表されていた。これは非常に大きな市場を対象とした革新的な医薬品であり、その他にも独自のPD-1免疫治療プログラムを持っており、両者相まってアストラゼネカの増収をけん引するだろう。

■ ユナイテッドヘルス・グループ

Q：現在企業医療保険に混乱が生じている。医療保険・管理医療サービス大手ユナイテッドヘルス・グループ＜UNH＞を選好する理由は？

A：医療保険、医療提供者、患者のインセンティブの一体化という話をしたが、ユナイテッドヘルスはメディケア・アドバンテージを通じて新たなビジネスモデルを可能としている。慢性的な病気になる前の予防的な段階を長くすることで、医療システムのコストや保険料を支払う企業の負担も減らすことができる。例えば、自宅内にいる老人に薬や食料品を宅配することで新型コロナの感染リスクを減らし、緊急治療室を使わなくて済むようになる。傘下の薬剤給付管理や医療サービスのオプタムも遠隔医療サービスによりコスト削減を支援し、やはり緊急治療室の使用を減らすことができる。ユナイテッドヘルスは、ヘルスケアの垂直統合を活用する態勢が良い。参入が早く、ヘルスケア分析やオプタムのサービスがあり、薬剤給付管理や医療保険事業も行う。長期的な節減は驚異的な水準になるだろう。

■ リジェネロンとバイオンテック

Q：有望な治療方法を持っている企業について話を聞きたい。

A：個別銘柄について話すのは好きではないのだが、バイオ医薬品大手のリジェネロン・ファーマシューティカルズ＜REGN＞の加齢黄斑変性症治療薬アイリーアは成長率が高いわけではないが、多くのキャッシュをもたらしており、安定して強い基盤となっている。その他にもアレルギー性皮膚炎治療薬デュピクセントは年間20億ドルの収入をもたらしている。さらに、素晴らしい抗体研究を行っており、腫瘍マーカー検査試薬の発見につながっているほか、がん治療薬や自己免疫性疾患治療薬の発見の可能性だけでなく、新型コロナ治療のための中和抗体の発見が可能になるという希望もある。今年下半期にデータが公開される予定のため、その時にはかなりの確実性を得られる。

Q：モデルナ同様、RNA研究に強いドイツ企業バイオンテック＜BNTX＞はどうか？

A：バイオンテックは新型コロナのワクチンの研究で医薬品大手ファイザー＜PFE＞と提携している。非上場企業の時から投資していたが、今や上場企業だ。バイオンテックのワクチン研究はモデ

ルナにそう大きく遅れをとっているわけではない。がんに関するmRNA研究はモデルナより進んでいる。モデルナの時価総額はバイオンテックの2倍ある。今後12～18カ月の間に重要な治験データが発表される見込みだが、明らかにハイリスク・ハイリターンに分類される銘柄だ。

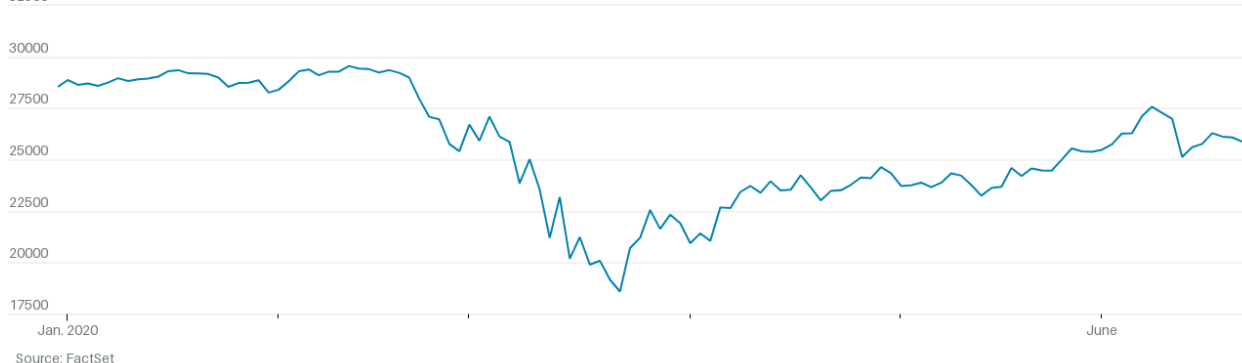
By Leslie P. Norton
(Source: Dow Jones)

4. FRBの声明がコロナ懸念に勝つ - Dow Finishes Week Higher as Fed Trumps Coronavirus Fears 投資家自らが「プット」

[米国株式市場]

■ ハイテク株を買い

Dow Jones Industrial Average
32500



投資家は株式市場で自らが「プットオプション」を演じつつあるようだ。

市場におけるプットとしては「FRBプット」がよく知られている。株式市場の下落は、米連邦準備制度理事会（FRB）が市場を支える目的で金融政策によって介入するため、そこまでしか続かないという概念だ。先週見られたケースもそれに当たる。インデックス採用の社債を購入するとFRBが発表したことで、株式市場は先週火曜日に6月11日の急落分の一部を回復した。

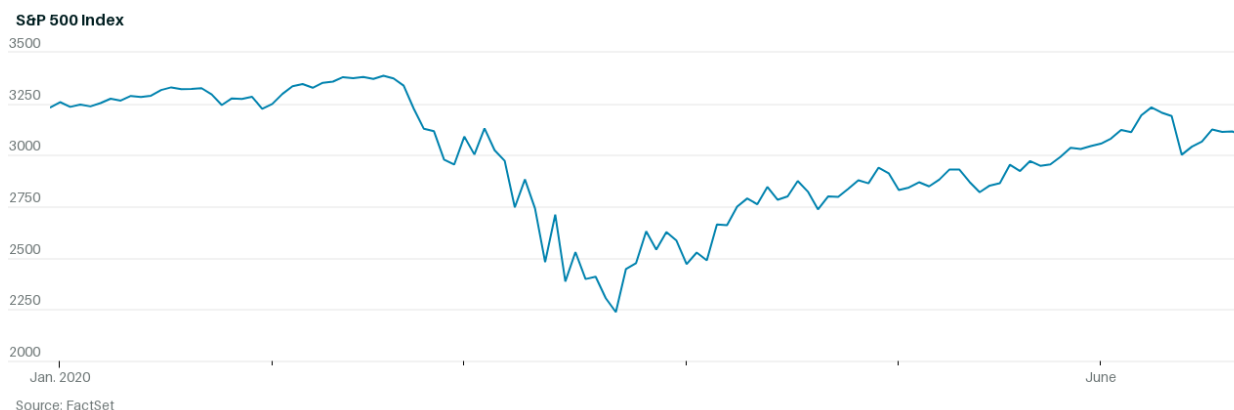
こうしたこともあり、先週のダウ工業株30種平均（NYダウ）は1.0%上昇して2万5871ドル46セントとなり、S&P500指数は1.9%高の3097.92で引けた。ハイテク株の多いナスダック総合指数は3.7%の上昇で9946.12となり、小型株のラッセル2000指数は2.2%高の1418.63で週末を迎えた。

しかし、市場を下支えしているのはFRBだけではなく、ハイテク株に安全性を求める投資家の需要もあるようだ。一部の投資家、おそらくドットコムバブルの記憶がある人は、ハイテク株はリスクが高いと考えていた。だが、既にそのようなことはなく、現在のハイテク株は、強固なバランスシートとほぼ全ての経済環境に耐え得るビジネスモデルで武装した、生活必需品や他の従来型のディフェンシブなセクターよりも安心感のある市場の新たな安全銘柄となっている。

このことが株式市場に奇妙なダイナミズムを生み出しており、押し目買いの心理を強化している。市場が3月の安値から反発を始めたとき、まず上昇したのは大型ハイテク株だった。しかし、市場の上昇につれて投資家に安心感が広がってリスクのより高い銘柄に物色対象が移り、実態がかなり疑わしいと思われる銘柄さえも上昇するようになった。その後、何らかのきっかけで市場は急落したものの、投資家が再びハイテク株を買い始めたため、下落期間は長く続かなかった。

これが6月11日の急落以降の市場の動きだ。6月11日にNYダウは6.9%下落し、ナスダック総合指数は5.3%下落した。しかし、その後にナスダック総合指数は4.8%、NYダウは3%上昇した。プルデンシャル・ファイナンシャルのチーフ・マーケット・ストラテジストであるクインシー・クロスビー氏は「ハイテク株にはディフェンシブな性質がある」と述べ、「投資家が最初に戻ってくるのはハイテク株だ」と指摘する。そうすることで投資家は市場の下値を確認し、ダメージを最小限に抑えることができる。

■ FRBの動きと実体経済次第



もちろん上記はFRBプットなしでは成り立たず、FRBプットは大きな支えとなっている。国債や住宅ローン担保証券から社債の上場投資信託（ETF）や独自の個別債券インデックスまで購入対象を拡大したため、FRBのバランスシートはわずか数カ月で4兆ドルから約7兆ドルに増加した。その結果、市場は下落するものの5%~7%のような急落はなくなったと、投資レター、ミッチェル・マーケット・レポートの著者であるマーティン・ミッチェル氏は指摘する。「特にFRBが手当たり次第に資産を購入しているので押し目は浅いものとなり、投資家は小幅な下落には耐えられるようになった」と述べる。

しかし、本当に持続可能な上昇基調となるためには、経済指標と新型コロナウイルスへの取り組みの両方で改善が続く必要がある。その一端が先週の金曜日に見られた。金曜日にアップル<AAPL>が、新型コロナウイルス患者が急増したフロリダ、アリゾナ、ノースカロライナ、サウスカロライナの各州で計11店舗を閉鎖すると発表した後、NYダウが前日比371ドル高から209ドル安に転じたからだ。また、FRBは銀行に対するストレステストの最新ラウンドを実施しているが、銀行の配当金が新型コロナの影響を受ける可能性があるとのランダル・クオールズ副議長（金融規制担当）のコメントは、状況の悪化につながった。これらによる急落場面があれば、上記のプットが役立つかどうかの試金石になるかもしれない。

それでも、景気回復に向かっていることは確かだろう。5月の小売売上高は4月から17.7%増加し、予想の2倍以上の伸びを示した。コンファレンスボードの景気先行指数は3月の7.5%、4月の6.1%の低下の後、5月には2.8%上昇した。それでも1年前と比べて10.6%低下した水準にあるが、サンディアル・キャピタル・リサーチのトロイ・ボンバルディア氏は、前年同月比で10%超の下落にもかかわらず、前月から少なくとも0.5%上昇している状況は、過去の経験則から株式市場にとって良いことだと指摘する。1975年、1980年に加えて2009年には4カ月連続でこうした状況になり、これらの6回とも、6カ月後に市場は上昇した。

歴史が繰り返すのであれば、FRBのプットであろうとその他のプットであろうと、投資家は必要としなくなるかもしれない。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

5. 社会的問題と憶測で意外な銘柄が上昇 - Unlikely Stocks Soar as Societal Issues and Speculation Collide

アフリカ系米国人関連株にデイトレーダーの買い

[コラム]

■ 世論を反映



株式市場は企業が発行した株式の売り買いを通じて、それが存在する世界や、群衆の叡智が精製されたものを反映するはずだ。エコノミストのケインズは市場を、参加者が写真から最も美しい顔を選ぶ美人投票になぞらえた。勝者は、投票の中で最も人気がある顔を選んだ人で、その顔は、選択者が最も魅力的と判断した顔ではないかもしれない。同様に株式市場の短期的な勝者を選ぶことは、どの銘柄が人々の想像力をかき立てるかを想像することにかかっている。

Andrew Harrer/Bloomberg

これは一般には、テクノロジーや暗号通貨などの新しいものに飛び付くことを意味するだろう。または、社会の傾向に参加するための投資の場合もあり、それは、アフリカ系米国人がオーナーだったり黒人社会にサービスを提供してたりする超小型株の株価急騰に表れているようだ。株価急騰は、米国の人種関係に対する世論の著しい変化の中で起こっている。AGFインベストメンツのチーフ米国ストラテジストであるグレッグ・バリエール氏は、「35年間の世論調査の中で、世論がこれほど急速かつ根本的に変化したことはなかった。われわれは、30日前とは違う世界にいる」という、共和党のベテラン世論調査員のフランク・ルンツ氏の言葉を引用する。

米国企業は最近の抗議活動に対応して策を講じており、それにはホットケーキミックスのアント・ジェミナやお米のアンクル・ベン（共に、パッケージに黒人が描かれている）をスーパーの商品棚から撤去することを含んでいるが、黒人がオーナーである一部銘柄の株価は熱狂的に押し上げられている。

このような状況も、筆者が約1カ月前に書いたように、ロビンフッドなどのプラットフォーム上で株式市場に最近参入したデイトレーダーが主導しているようにみられる。例えば、マルチメディア企業のアーバン・ワン<UONE>は、主にアフリカ系米国人のリスナーをターゲットにラジオを放送しているが、株価は過去1週間で36.30ドルへ約20倍に上昇した。出来高は、1カ月前までは1日平均1万株未満だったが、18日には7500万株へ急増した。同社のK株<UONEK>の出来高はそれ以上に急増し、株価も1週間前の88セントから19日の終値は4.15ドルとなった。両シリーズの株式は、ロビンフッドの売買を追跡しているウェブサイトであるRobintrack.netの人気銘柄リストのトップに位置してきた。

■ デイトレーダーの影響力大

Robintrack.netは、ヘッジファンドと個人の投機家に等しく注目されるようになった。19日のリストの1位は、黒人がオーナーのロサンゼルス銀行持ち株会社であるブロードウェー・ファイナン

シャル<BYFC>だ。株価は前週比で95%上昇し、週間出来高は以前はいつも数万株だったところから、先週が1億7000万株となった。同様に、貯蓄貸付持ち株会社でニューヨークのアフリカ系米国人を相手にしているカーバー・バンコプ<CARV>も出来高の急増を伴って、株価は前週比6倍へ上昇した。

これらの大きな動きは、アフリカ系米国人に影響を及ぼしている経済的格差に対する、現実の、長く見過ごされてきた懸念を幾分か反映しているのだろうか。あるいは、時代精神における変化から利益を得ようとする、投機家の夢を反映しているのだろうか。前者であってほしいものだが、後者である可能性の方が高い。

アプリを使ったデイトレーダーの株式市場全体に対する影響については議論の余地があるものの、彼らが好む銘柄への効果は明らかなだ。そして、筆者が本コラムで詳細を述べたレンタカー持ち株会社のハーツ・グローバル・ホールディングス<HTZ>の奇妙なストーリーほど明確なものはない。破産申請した同社は無価値の普通株式の増資を望んで投機家がそれに応募したが、証券取引委員会（SEC）が審査を始めてから増資計画は撤回された。KDPインベストメント・アドバイザーズのアナリストであるマイケル・カザヨー氏は、増資計画が「既存の自己資本を強化して破綻から抜け出そうとする誠実な取り組みではなく、ロビンフッドの資金をあてにした努力に過ぎない」ことを示唆していると語る。

デイトレーディングは悲慘な結果を招くこともある。フォーブス誌によると、20才の学生が、口座の赤字が73万ドルとなっているのを見て自殺した。損失は複雑なオプション取引が原因とみられている。同誌によると、自殺した学生の遺書には、なぜそうなったのか「全く分からない」と書かれていた。

少なくとも、普段はスポーツに賭けている人々によって賭けの対象となっている銘柄の極端な株価変動は、株式市場における投機熱の盛り上がりを示唆している。とはいえ、先週の主要株価指数は、新型コロナ感染者数増加による懸念にもかかわらず、過去5週間のうち4回目の上昇となった。当面は、それが群衆の叡智だ。しかし現状、群衆の投機熱には筆者は神経質になっている。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

6. アップルのソフトウェア開発者会議を占う - Apple WWDC Starts on Monday. Why It Could Get Awkward for Tim Cook & Co. App StoreめぐるEU調査への対応は？

[ハイテク]

■ 5G対応iPhoneのソフト披露へ



Courtesy Apple

アップルは<AAPL>今年の世界開発者会議（WWDC）を初めてオンラインで開催する。6月23日からの会議の冒頭を飾るのは、最高経営責任者（CEO）のティム・クック氏の基調講演だ。

WWDCは、今年後半のより大きなイベントである最初の5G対応iPhone（アイフォーン）の前触れとなる可能性が濃厚だ。同社は例年、携帯電話をはじめとするハードウェアの新製品を秋に発表し、WWDCは同社のエコシステムに加わるソフトウェアを披露する機会として利用され

る。WWDCは、iPhoneやMac向けのアプリケーションソフトを開発するすべての開発者にとって大事なイベントである。

■ 独禁法の観点からApp Storeに調査

ところが今年のWWDCは、アップルとその開発者コミュニティにとって複雑な時期に開催される。アプリを販売するApp Storeの売上高に対してアップルが30%の手数料を課していることに規制当局がより大きな関心を寄せているからだ。

調査会社のセンサー・タワーによると、App Store（アップストア）の今四半期の売上高は前年同期比30%増の158億ドルとなる見通しだ。好調なのは、自宅待機を強いられた消費者がアプリ、サブスクリプション、その他のエンターテインメントへの支出を増やしているからだ。

先週、欧州連合（EU）がApp Storeの調査を開始した。欧州委員会のマルグレーテ・ベステアー副委員長は、「アップルが他のアプリ開発者と競合する市場での競争が同社のルールによって歪められることのないようにする」必要があると主張している。追い打ちをかけるように、マイクロソフト<MSFT>のプレジデントであるブラッド・スミス氏は規制当局に対し、「App Storeの性質、実施されているルールの内容、価格とそこから抜き出される手数料、独占禁止法に本当に抵触していないのかどうか」を精査するよう要求した。

■ ソフト開発者の重要性を主張か

CEOのクック氏が今週のWWDCの基調講演でこの議論に立ち入る可能性は低いですが、アップル向けソフトウェアの開発者に、彼らはアップルにとって重要なんだということを思い起こさせる可能性はある。同氏はしばしば、開発者がApp Storeを通じてどれだけ収益を上げたのかを指摘してきた。

実際、アップルは先週、App Storeのエコシステムにおける請求額と売上高が2019年だけで5190億ドルに達したことを示す新たな調査結果を発表した。この調査の売上高の定義は幅広く、アプリ内広告やアプリを介した商品の販売に加え、ライドシェアリングや食品配達宅配サービスなどのアプリが含まれている。

投資会社ニューバーガー・バーマンのハイテク調査担当シニアアナリスト、ダニエル・フラックス

氏は、アップルの開発者が依然として重要な役割を果たしていると考えている。その理由は、Appleの製品を差別化するのが多くの場合はアプリケーションであるからだという。「アップル・ウォッチは2015年に発売されたとき、市場から失敗作と見なされていた」が、アップルが戦略を修正してフィットネスや健康向けの新しいアプリケーションを投入するにつれ、販売の勢いが増した。

投資会社ウェドブッシュのアナリスト、ダン・アイブズ氏は、6月23日のイベントで次世代iPhoneの基本ソフトであるiOS 14のプレビューが行われ、同OSに仮想現実に関する機能が含まれると予想している。

ジェフリーズのアナリスト、カイル・マクニーリー氏は6月19日付のレポートで、アップルの投資判断を「買い」に据え置き、5G対応iPhoneに対する高い期待から目標株価を370ドルから405ドルに引き上げた（現在の株価は約350ドル）。他にもアップルの目標株価を引き上げているアナリストは多い。ところが19日の午後、同社が新型コロナウイルス感染者数の急増を理由に四つの州で11店舗を閉鎖することを決定したことを受け、株価は下落して引けた。アップルにとってさえ、世界が正常からほど遠い状況にあることを思い起こさせる出来事だった。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

7. ファクターETFに予想外のリスク - Why Your Factor ETF Could Carry More Risk Than You Expect

同じ運用でもアプローチの違いが反映

[ETF]

■ ポートフォリオが大幅に変化



Karen Ducey/Getty Images

新型コロナウイルスの感染拡大で、ポートフォリオには大きな変化があったか、これから起ころうとしているはずだ。株価の動きを説明するファクターに基づいて組成される上場投資信託（ETF）は特に要注意だ。銘柄選定基準があるが故に、株価、バリュエーション、あるいは事業ファンダメンタルズの変化に敏感に反応することがある。

一例を挙げれば、運用資産が95億ドルで、株価のモメンタムに焦点を当てるiシェアーズ・エッジMSCI米国モメンタム・ファクターETF <MTUM>がある。ヘルスケアの構成比は2020

年初めには11%だったが、5月末には33%となり、MSCI米国インデックス指数の15%の2倍以上になった。

ブラックロックの米国ファクターETF部門を率いるホリー・フラムステッド氏は、「この環境下、明らかにセクターの組み入れ比率やファクターの指標値が変動した。最も大きく動いたのはモメンタムの指標値だ」と語る。iシェアーズETFのセクター組み入れ比率が変動するのと同時に、組み入れられるヘルスケア株も変化した。新型ウイルス感染症治療に関連した製薬会社とバイオテクノロジー企業を増やし、医療機器・器具の比率を下げたと同氏は言う。

驚くような変化が起こったのは、低ボラティリティ株に投資するETFだろう。運用資産85億ドルのインベスコS&P500ロー・ボラティリティETF<SPLV>は、S&P500指数採用銘柄のうち、過去1年間のボラティリティが低い100銘柄に投資し、四半期ごとに見直す。有価証券データベースのモニタリングスター・ダイレクトによれば、同ETFは年初に公益事業を28%、不動産を21%、金融サービスを18%、組み入れていた。5月末までに公益事業の組入比率が6%、不動産が2%、金融サービスが7%に低下する一方、ヘルスケアは3%から26%に、生活必需品が9%から24%に、テクノロジーが3%から9%に上昇した。

■ コロナがもたらした懸念

Factor ETF Sector Moves

ETF / Ticker	Factor Style	YTD Sector Rotation through May (% of Portfolio Weight)	YTD Return
Invesco High Yield Equity Dividend Achievers / PEY	Dividend	21.7%	-19.7%
Invesco S&P 500 Low Volatility / SPLV	Low Vol	56.4	-13.5
iShares Edge MSCI Min Vol USA / USMV	Low Vol	4.0	-5.8
iShares Edge MSCI USA Momentum Factor / MTUM	Momentum	45.4	3.2
Vanguard Growth / VUG	Growth	3.8	10.4
Vanguard Value / VTV	Value	6.1	-13.9

Note: Returns through June 17
Sources: FactSet; Morningstar

新型コロナの感染拡大によって、「不動産と公益事業に懸念が広がった。消費者は買い物に行けず、賃料の回収は難しくなるだろう。経済活動の停止で、商業、工業用電力需要も減少が見込まれる」とインベスコのエクイティETFストラテジスト、ニック・カリバス氏は語る。

組み入れ銘柄が入れ替わってもアンダーパフォームを回避することはできず、S&P500指数が年初来で4%の下落にとどまった一方で、インベスコS&P500ロー・ボラティリティETFは14%下落している。同ETFがディフェンシブ、低リスクを意図することから見れば、痛恨の極みである。予想もしなかったセクターへの集中投資は、ヘルスケアの構成比が高い他のファンドを保有する投資家にとってはリスクを増幅させる。

投資情報プロバイダーのファクトセットでETF調査の責任者を務めるエリザベス・カシュナー氏は、「前もってファクターETFの良し悪しを見分けるのは非常に困難であり、常に正しい選択をするのはほとんど不可能だ」と話す。

そのため同氏は、投資家に対して、特定のセクターに大きく投資するファクターETFに注意を払うよう助言する。ファクトセットの分析によれば、表向きは同じファクターで運用するETFでも、ファクターへのアプローチの違いでセクターの入れ替えや銘柄の売買には大きな開きがある。インベスコS&P500ロー・ボラティリティETFは年初からの5カ月間にポートフォリオの56%を別のセクターに入れ替えたが、低ボラティリティ銘柄に投資するiシェアーズ・エッジMSCIミニマム・ボラティリティ米国株ETF<USMV>はわずか4%だった。同ETFはセクターの組み入れ比率を、市場全体のセクター構成比プラス・マイナス5%以内にとどめる。これによって入れ替えや、市場の動きとの差が抑えられる。結果的に同ETFは今年6%の下落にとどまっている。

■ バリュエーターETF、ポートフォリオ見直しも

ファクターによっては、まだ大規模なセクターの入れ替えが起きていない。バリュエーター、グロース、配当およびクオリティなどのファクターで、四半期ごとに公表される事業の基調的な情報に基づくためだ。

モーニングスターでETF調査の責任者を務めるベン・ジョンソン氏は、「ほとんどのバリュエーターでは、構成銘柄が目立った変更はない。遅れて出てくるデータを待っているからだ。この数カ月間に株価を動かした要因は、損益計算書やバランスシートにまだ表れていない」と語る。この状況は、第2四半期の決算発表で変化するだろう。

ファンダメンタルズのファクターにおいて最初に警告を発するのは、配当かもしれない。新型コロナウイルスの影響で、多くの企業が四半期配当を減らすか停止した。インベスコ・ハイ・イールド・エクイティ・ディビデンド・アチーバーズETF<PEY>は、高配当利回りの配当株50銘柄を組み入れるが、今年セクターの入れ替えは22%だった。

新型コロナウイルスの感染拡大以前に成績が良かったセクターはハイテクに象徴されるグロース株で、悪かったセクターは銀行やエネルギーに代表されるバリュエーター株であり、感染拡大後もこの相対パフォーマンスは変わっていない。

ファクターに基づく運用を行うリサーチ・アフィリエイツのパートナー、ビタリ・カレンスニク氏は、「バリュエーターセクターはさらに割安となった。1960年代以降、バリュエーターとグロースのバリュエーション差がこれほど開いたのは見たことがない」と語る。

グロース株の上位5銘柄は変わっていない。マイクロソフト<MSFT>、アップル<AAPL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、フェイスブック<FB>とアルファベット<GOOGL>である。運用資産565億ドルと最大のファクターETFであるバンガード・米国グロースETF<VUG>の35%をこの5銘柄が占める。6月17日までに、同ファンドは年初来で10%以上上昇した。

By Lewis Braham
(Source: Dow Jones)

8.

経済指標のビッグサプライズは明るい兆候 - Good Omen for Markets: Recent

[米国経済]

Big Economic Surprises

投資家信頼感を改善できるか

■ 迅速な景気回復の兆候にも弱気



Andrew Caballero-Reynolds/AFP via Getty Images

最近の経済指標のポジティブサプライズは、低迷する実体経済と上昇を続ける米国株式市場の間のギャップを狭めつつある。しかし皮肉なことに、投資家の不安感は強まってきている。

過去1週間に行われた二つの信頼感調査が良い例だ。バンク・オブ・アメリカが6月に実施したファンドマネジャー調査によると、回答者の過半数が、（弱気市場がテクニカル指標でみれば終わっているにもかかわらず）直近の株価上昇を依然弱気市場における一時的な反発と捉えている。一方、全米個人投資家協会（AAII）による週次調査では、

今後6カ月間で株価が下落するという予想が、上昇するという予想をおよそ2対1で上回った。

市場が3月の安値からどれだけ早く戻したかについて、投資家が懐疑的なのは無理もない。2000万人を超える米国民が依然失業状態にあり、企業利益は急減し、新型コロナウイルスの感染者数は増加を続けている。しかし一方で、住宅ローン申請件数は2008年以来の最高水準に達し、小売売上高は過去最速のペースで増加し、5月に雇用を800万人削減すると予想されていた米国企業は、逆に250万人雇用を増やした。過去2週間に発生した、このような経済的ポジティブサプライズは、株式市場の回復が部分的にであれファンダメンタルズの改善への期待に基づくものであったことを示している。

■ 企業業績予想に影響も

経済指標の改善という事実が重要なのではない。それは経済活動の再開に伴い当然起こることだ。重要なのは、ウォール街の予想に対するサプライズの大きさの方だ。シティが算出する米国経済サプライズ指数は、経済指標の対予想比を毎日反映しているが、現在は約75と、5月初めのマイナス140から上昇して2018年初頭以来の最高水準に達している。

ルーソルド・グループのジム・ポールセン氏は、このような大きな経済的サプライズが企業業績予想を短期間で押し上げると見込んでいる。

ポールセン氏は、利益見通しの☒ 今後の上昇が既に織り込まれている可能性を認めるものの、ウォール街の利益予想の回復は、米国経済が景気拡大を再開しており、直近の株価上昇が新たな強気市場の始まりであるという信頼感を広げることになるだろうと述べる。これにより、株式市場が大幅に過大評価されているという中心的な恐怖が緩和されるだろうと同氏は指摘する。

ポールセン氏は過去30年間のS&P500指数の株価収益率（PER）を調査し（過去12カ月の平均利益と12カ月後の予想利益の両方を考慮したPERを使用）、現在のPERは、1992～1993年、2002年、そして2009年後半から2010年初頭にかけての直近3回の景気回復の開始時と比べて、それほど高くないことを発見した。「各時期のPERは非常に高かったが、実際には格好の買い場だった」と述べ、現在の市場を、景気後退時に利益が落ち込み、バリュエーションが高過ぎるように見える景気循環

株に例える。景気循環株のPERが低くなるのを待って購入し利益を得られることはほとんどない、と同氏は付け加える。

この考え方は、米連邦準備制度理事会（FRB）による大規模な介入と、金利が2023年までゼロ近辺に保たれるとの見通しに大きく関係している。同時に、良いニュースが悪いニュースとなる場合もあり、現在の予想を上回る経済指標は、米国議会によるさらなる財政刺激策の承認を難しくするという点を見落とすべきではない。失業給付の強化策が期限を迎える7月末に何が起こるかは、景気回復の持続可能性にとって極めて重要な点だ。

今のところ、エコノミストが予想したよりもはるかに速く経済が回復していることは明らかだ。ウォール街のアナリストがこのような大きな経済的サプライズに合わせて業績予想を修正する中、投資家は、経済と市場の断絶のように見えた状態を以前ほど心配なくなり、今後多少の変動が避けられないとしても、さらなる上昇の見通しについてより楽観的になっていくかもしれない。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

9. コロナ、三つの治療法 - Three Early Contenders in the Fight Against Covid-19 英では副腎皮質ステロイド

[ヘルスケア]

■ 「併用で死亡率低下」



Gina Sanders / Dreamstime

この1週間、新型コロナウイルス感染症の治療法について新たなニュースが入ってきた。16日には、英国の研究者が、デキサメタゾンと呼ばれる安価で広く入手可能な副腎皮質ステロイドが、重症の入院患者の死亡率を低下させることが示されたと発表した。この薬には、ウイルスに対する体の反応によって生じる炎症を抑える働きがある。

先週初めには、米食品医薬品局（FDA）が、クロロキンとヒドロキシクロロキンの緊急使用許可を取り消し、「新型コロナウイルス感染症の治療に有効である可能性は低い」とした。言い方を変え

れば、抗マラリア薬は、新型コロナには使えなかったということだ。

SVBリーリンクのアナリストで医師でもあるジェフリー・ポージェズ氏によると、今のところ新型コロナには効果が証明された3種類の治療法がある。その中でもバイオ医薬品メーカー、ギリアド・サイエンシズ＜GILD＞のレムデシビルは、ウイルス複製を阻害することで作用する広範な抗ウイルス薬であり、入院期間を短縮できることが臨床試験で示された。

副腎皮質ステロイドのデキサメタゾンと、レムデシビルを比較すると、両者は異なる働きをする全くの別物と言える。しかし、ポージェズ氏の枝葉を落とした分かりやすい解説によれば、レムデシビルの効果レベルは30～40%で、デキサメタゾンでは25～30%となる。

第3の治療法は、回復期血漿療法であり、回復した患者の血液成分を病気の患者に移すやり方だ。

ポージェズ氏は、回復期血漿療法の効果レベルを30～60%としており、上記3種の治療法の併用も可能と思われるという。「レムデシビルとデキサメタゾンと回復期血漿療法を併用した場合、薬の追加効果によって、死亡率の低下幅を3～4割から、6～7割まで上げられる可能性もある」と同氏は言う。

■ 集団免疫・ワクチン獲得は22年か

新型コロナウイルス感染症の治療に関する研究は現在も継続中だ。ギリアドのダニエル・オデイ最高経営責任者（CEO）は、現在は病院で注射によって投与されるレムデシビルについて、患者へのより迅速な投与方法を探っていると語った。「レムデシビルの吸入型を提供できるかもしれない。吸入型のほうが身体への負担が少なく、外来患者の場合にはより効果的だ」と同氏は言う。

これらの治療法は新型コロナ以前から存在しており、今また装いを新たに用いられている。この病気に特化した新薬を開発している企業もあり、こうした手法はより効果的になる可能性がある。今月に入って、リジェネロン・ファーマシューティカルズ<REGN>が、そのような企業として初めて臨床試験を開始した。ポージェズ氏によると、臨床試験の結果は9月までに発表される可能性があるが、その結果が仮に良いものであっても、薬が広く利用可能となることを期待できるのは来年前半だという。同氏によれば、ワクチンと集団免疫を手にするのは、2022年となる可能性が高いとのことで、その主な理由は、ワクチンの検査には非常に時間がかかるためだ。

それは理にかなっている。重症患者に最後の望みの薬を与えることは、それほどリスクが高くない。一方で、健康な人を含む全ての人に注射するとなると、そうはいかない。だから、規制当局はワクチンの承認には、特に厳しく臨む必要があるのだ。しかし、規制当局は、まずは看護師など、必要性の高い人向けに承認して、その後一般向けに承認するというような段階的ステップを踏むかもしれない。

■ ギリアドに上値余地

希望の兆しは見えてきた。ポージェズ氏はリジェネロンとギリアドの両方に強気だ。しかし同氏はギリアドについて、レムデシビル期待で値上がりしたものの、今では予想株価収益率（PER）が12倍にまで落ちてきたため、かなり割安になっており、より上値があると見ている。

一般論として言うと、パンデミック（世界的流行）治療薬は巨大な収益源とはなり得ないため、ギリアドの運命は、昨年からCEOを務めているオデイ氏が他の成長手段を見つけられるかどうかにかかっている。同社は、今後10年間で期限切れになるエイズウイルス関連の主要な特許を有している。また、かつては同社の稼ぎ頭だったが、今では収益が下り坂になっているC型肝炎関連薬もある。この薬はよく効いたことから、かえってギリアドの成長可能性を抑制してしまい、さらには今では競合薬も出てきた。エイズウイルス薬から多角化を図り、新たな成長をもたらすために、オデイ氏は抗炎症薬の開発に向けた外部提携を結び、がん治療薬の開発会社も買収した。

ギリアドのオデイ氏や、より広範には製薬業界が、多くの突破口を開いてくれることを願おう。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - Breakfast Had Been a Strength at McDonald's. Then Came the Pandemic [経済関連スケジュール]

マクドナルドの強みだった朝食メニュー、新型コロナで状況一変

■ 需要回復には時間



Illustration by Elias Stein

ファストフード大手マクドナルド<MCD>は、米国内の5月の既存店売上高が前年同月比マイナス5%だったと発表した。テレワークのトレンドが続いていることを考えると、堅調な結果だと言える。しかし朝食メニューがなければ、結果はさらに良いものになっていたかもしれない。

同社は好評な朝食メニューを終日提供していたが、それが落ち込んだ。「米国内においては現在、日中に提供する朝食メニューの売り上げ減少が、既存店売り上げ減少の半分以上を占めている。昼食と夕食の売り上げは、ほぼ横ばいだったので、朝

食が既存店売り上げの足を引っ張ったことになる」と、ケビン・オザン最高財務責任者（CFO）は、6月16日のコンファレンスコールで投資家に語った。

原因は、新型コロナウイルス大流行にある。ロックダウン（都市封鎖）下であって、どんな理由であれ外出するには配慮や計画が必要となる。毎朝マクドナルドでコーヒーやマックマフィンをテイクアウトする習慣があった人も、失業やテレワーク、あるいはマスクが見つからないなどの理由で来店回数が大幅に減っている。

同社としては、朝食を諦めた訳ではないが、喫緊の問題としているわけでもない。「朝食は習慣的なものだ。一度その習慣が崩れてしまうと、再び立て直すのには時間がかかる」と、クリス・ケンプチンスキー最高経営責任者（CEO）は、コンファレンスで語った。

スターバックス<SBUX>とダンキン・ブランズ<DNKN>の株価が年初来で約13%下落するなど、朝食の割合が大きな外食チェーンは他社よりも苦戦している。一方で、通常は朝食には食べないピザのチェーンを展開するドミノ・ピザ<DPZ>は年初来29%上昇と、レストラン銘柄では最高のパフォーマンスを挙げている。同業のパパ・ジョンズ・インターナショナル<PZZA>が2位で27%上昇、メキシコ料理チェーンを展開するチボトレ・メキシカン・グリル<CMG>が3位で22%上昇となっている。ちなみにマクドナルドの株価は年初来4%下落している。

■ 今週の予定

6月22日（月）

- ・製薬大手ブリストル・マイヤーズ・スクイブ<BMJ>がバーチャルでの投資家向け説明会を開催。ジョバンニ・カフォリオ最高経営責任者（CEO）をはじめとする経営陣が、がん免疫療法を中心に、同社の開発パイプラインについて説明する。

- ・全米不動産協会（NAR）が5月の中古住宅販売件数を発表。コンセンサス予想は、季節調整済み年換算で420万戸と、4月の430万戸から下落。4月は前月比17.8%減と、2010年7月の22.5%減に次ぐ下落幅となった。

- ・シカゴ連銀が5月の全米活動指数を発表。エコノミスト予想はマイナス10と、4月のマイナス16.7から上昇。4月の指数は、統計開始以来53年間で最低となった。

6月23日（火）

- ・調査会社IHSマークイット<INFO>が四半期決算発表。
- ・大手鉄道持ち株会社カンザス・シティー・サザン鉄道<KSU>がウェブキャストで、パトリック・オッテンスマイヤーCEOによる投資家向け説明会を開催。
- ・IHSマークイットが6月の購買担当者景況指数（PMI）を発表。コンセンサス予想は製造業PMI、サービス業PMIともに44。5月は製造業が39.8でサービス業が37.5だった。
- ・5月の新築住宅販売件数発表。コンセンサス予想は、季節調整済み年換算で64万5000戸と、4月から3.5%増加。住宅価格は比較的堅調で、中央値は31万ドルと、2017年終わりに記録したピークの34万3000ドルから10%の下落にとどまる。

6月24日（水）

- ・連邦住宅金融庁（FHFA）が4月の住宅価格指数を発表。第1四半期の住宅価格は前年比5.7%上昇で、西部の伸びがより大きかった。
- ・キャンピングカー・メーカーのウィネベゴ・インダストリーズ<WGO>が四半期決算発表。

6月25日（木）

- ・アイルランドのコンサルティング企業アクセンチュア<ACN>、外食大手ダーデン・レストランズ<DRI>、調味料大手のマコーミック<MKC>、スポーツ用品大手ナイキ<NKE>が四半期決算発表。
- ・米国の第1四半期の国内総生産（GDP）確定値が発表。予想成長率は年率換算マイナス5%と、5月末に発表された改定値と変わらず。
- ・5月の耐久財受注発表。前月比9.8%増の1860億ドルの予想。3月は16.6%減、4月は17.7%減だった。

6月26日（金）

- ・米商務省経済分析局が、5月の個人所得・消費支出統計を公表。個人所得は6%減を予想。4月は10.5%増となったが、これには政府によるさまざまな景気刺激策を通じた支出が反映されている。消費支出は8.6%増を予想（4月は13.6%減）。

By Teresa Rivas
(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』 2020/06/21

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。

Copyright © 2020 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます