

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/07/26

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 電気トラック関連銘柄は大胆な投資家向け - Electric Trucks Are the Future. The Stocks Are for the Bold. [カバーストーリー]
業界の注目企業を紹介 P.2
2. 水素燃料電池株にバブル発生 - There's a Bubble Forming in Hydrogen Fuel-Cell Stocks [フィーチャー]
環境に優しいエネルギー源に対する期待は過熱気味 P.6
3. 鎌状赤血球貧血症の治療薬を開発する企業 - These Companies Are Seeking a Cure for Sickle Cell [ヘルスケア]
ゲノム編集で新たな光明 P.8
4. パンデミックによって起きる金融市場の恒久的変化 - How the Pandemic Will Change Financial Markets Forever [インタビュー]
JPモルガンの著名アナリストに聞く P.10
5. マクドナルドの株価、ドライブスルーで追い風を受ける可能性 - McDonald's Stock Could Get a Boost From the Drive-Through Window [一般消費財]
厳しいマクロ経済状況下で商品の位置付けに強み P.0
6. ハイテク大手5銘柄がふらつけば、株式市場は沈む - If the Big Five Falter, Rest of Stock Market Could Be Deep-Sixed [コラム]
急がれる追加経済対策 P.14
7. ドル安がハイテク株下落の要因? - Why Did Tech Tank? Blame It on the Dollar [米国株式市場]
ドル安が続くと過去10年の投資環境が大きく変わる可能性も P.16
8. 四半期決算発表が示唆するハイテクバブルの終焉 - As Tech Earnings Roll In, Air Is Coming Out of the Bubble [ハイテク]
巣ごもり需要一巡、クラウド銘柄でさえ期待外れの決算となる可能性 P.18
9. 米連邦議会が失業給付拡大を延長すべき3200万の理由 - 32 Million Reasons Congress Must Extend Enhanced Jobless Benefits [米国経済]
失業給付受給者が米消費のV字回復支える P.20
10. 今週の予定 - Even as Indy Goes Autonomous, the Race to True Self-Driving Has Been Long [経済関連スケジュール]
自律走行車のレースが行われるが、完全自動運転への道のりは長い P.21

※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. 電気トラック関連銘柄は大胆な投資家向け - Electric Trucks Are the Future. [カバーストーリー] The Stocks Are for the Bold. 業界の注目企業を紹介

■ 各社の将来は強弱まちまち



Photograph by Jesse Rieser

電気トラックの未来は明るいが、電気トラック関連銘柄の株価は明らかに強弱まちまちだ。バッテリーと水素燃料電池を動力源とするトラックの生産を目指すニコラ<NKLA>や、配達用電気バンに特化したワークホース・グループ<WKHS>の株価は年初来で急上昇している。これは、投資家が未来のトラックが乗用車と同様にガソリン不要になると確信しているためだ。ハイリーオンは、トラックの電気モーターを稼働させる手段として、天然ガス発電機によって充電されるバッテリーを利用しようとしており、一部の投資家から強い関心を集めている。ただし、同社の株式を直接購入する手段は今のところ存在しない。

熱狂をあおっているのは、トラック業界の電気自動車大手テスラ<TSLA>に相当する存在を、時価総額が巨大になる前に探し出したいという夢だ。しかし、投資家は気を付けなければならない。成功をうらやむのは簡単だが、再現するのは難しい。

大型トラック市場は、数兆ドル規模の自動車市場ほど大きくはないが、それでも依然として巨大だ。2019年、大型トラックとエンジンのメーカー大手6社によるトラック関連の売上高は約1600億ドルだった。新規参入企業が業界に破壊的変革をもたらすかは不明だ。RBCキャピタル・マーケットのアナリストであるジョー・スパック氏は、ニコラに存在するのは実際の事業ではなく事業計画だけだと指摘する。もちろん、これは10年前のテスラにも当てはまる。

テスラは2010年6月28日に公開価格17ドルで上場した。当時購入して現在まで保有を続けた場合、年率リターンは50%を超える。しかし、このリターンは安定しておらず、株価は劇的に変動した。今年一時的に800%上昇したニコラも、同じ道を歩むかもしれない。

大型トラックは乗用車とは違う。消費者がテスラの自動車を買うのは、電気自動車（EV）は環境に良いから、あるいは見た目や加速性能が気に入ったからなどの理由である。商用トラックの購入はビジネス上の意思決定だ。運送会社が最優先するのはコスト、効率性、信頼性であり、条件を満たさないトラックは売れない。これは特に、現在のように市況が低調な時に当てはまる。新型コロナウイルス感染症のパンデミック（世界的流行）が発生する前、アナリストは今年大型トラックの販売台数を前年比約30%減の25万台ほどと予想していたが、現在は17万台になる可能性が高いとみられる。

大型トラックの平均価格は10万ドルを超える。購入に当たっては、初期費用だけでなく燃費と予想メンテナンス費も重要だ。全体として、大型トラックを1マイル運転するのに掛かるコストは約1.8ドルで、ドライバーの報酬や保険料を除くと0.9~1ドルとなる。電気トラックメーカーはこの目標を下回らなければならない。メーカーは全体的なコスト、とりわけ燃費の面で優位性があると述べる。テスラの主張によれば、同社のトラック「セミ」と従来型のディーゼルトラックの所有・運転

コストを比較すると、稼働期間全体での節約額は最大20万ドルに上り、2年で元が取れる。

どちらにせよ、トラック業界は新時代の入り口に立っていると言える。以下では電気トラック業界のプレーヤーを紹介する。

■ ニコラ



ニコラは大型電気トラック業界のテスラになることを望んでいる。同社が動力源として期待するのは水素だ。創設者のトレバー・ミルトン氏は、トラックの製造と燃料補給ネットワークの保有・運営を目指しており、燃料とメンテナンス込みでリース期間7年、走行距離70万マイルのトラックリースサービス、すなわち「トラック・アズ・ア・サービス」の提供を計画している。推定コストは、ドライバーの報酬と保険料を除いて1マイル当たり95セントである。

ニコラはトラックに燃料電池を搭載しようとしている。燃料電池は、燃料がなくなると限り電池切れにならず、その燃料である水素は発電時に温室効果ガスではなく水を排出する。水素を供給するため、ニコラは自社の燃料ステーションを建設する予定である。

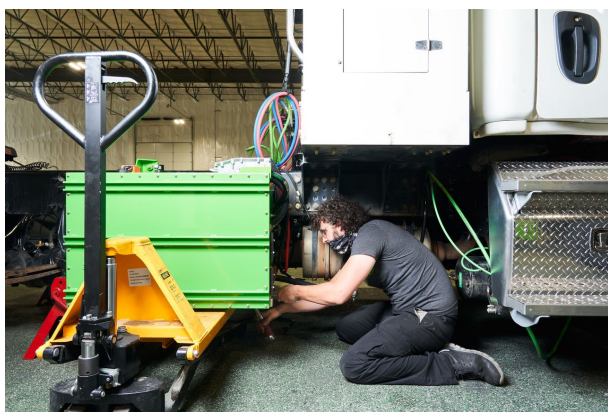
水素は安価ではなく、簡単に採掘できるものでもない。しかしミルトン氏は、ニコラが水素コストを引き下げ、競合するディーゼルトラックに対して明確なコスト上の優位を生み出すため、同社のトラックが販売しやすくなることに自信を持っている。ニコラは水素を1キロ当たり4ドル未満で生産することを目指しており、これは現在の一部の分野における生産コストの4分の1に相当する。水素コストは同社の株価にとって最大の脅威である。

テスラとは異なり、ニコラは組み立てを外注し、水素と燃料電池の生産に注力する。燃料ステーションのコストは1基当たり1500万～2000万ドルで、燃料電池自体のコストは企業秘密となっている。同社は商業化までの事業を支える7億ドル以上の手元現金を保有しているが、フリーキャッシュフローがプラスとなるまでに追加で最大25億ドルが必要な可能性が高い。1カ月当たりの現金燃焼額は、直近では600万～700万ドルだが、確実に増加するだろう。

ニコラには売上高も利益もないため、企業価値を測ることは難しい。水素を動力源とするトラックは、2023年まで発売されない見込みだ。しかし、それでも一部のアナリストは上値余地の予測を止めない。カウエンで代替エネルギー業界を担当するアナリストのジェフリー・オズボーン氏は、2027年までにニコラが232基の燃料ステーションを保有し、約5万台のトラックを稼働させ、100億ドルの売上高を計上すると予想している。同氏の目標株価は直近株価の2倍以上の79ドルで、この場合の時価総額は280億ドルを超える。

いずれにせよ、ニコラは気弱な人向けの銘柄ではない。過去52週間の高値は93.99ドル、安値は10.16ドルだ。20日には、早期投資家に発行された新株予約権の行使期間の満了が売り圧力を生むとの懸念から、21%超下落して38.45ドルとなった。さらなる圧力が生じる可能性は大きい。株価が25ドル未満に下落すれば、安全余裕域を求めるグロース投資家にとって良い買い場となりそうだ。

■ バラード・パワー・システムズ



Photograph by Justin Calhoun

ニコラのような株価の変動は、燃料電池業界では目新しいものではない。ナスダックに上場して25年になる同業のバラード・パワー・システムズ<BLDP>を見てみよう。2000年のハイテクバブルのピーク時には、同社の株価は145ドルだったが、2019年末時点では7.18ドルだ。最近では、ウォール街が水素テクノロジーをめぐって再び熱狂しており、株価は約16ドル付近にある。

バラードの燃料電池は主にトラックとバスで利用される。最大の顧客は、同社の持ち分18.9%を保有する中国の大型機械メーカー、ウェイチャイ・パワー<HK:2338>である。年間売上高は過去5

年間で平均して年間約9%増加しており、2019年には1億600万ドルに達した。悪くないが、懐疑派を説得できるほど良くはない。

2021年と2022年の予想売上高に対する株価売上高倍率はそれぞれ25倍と20倍で、過去10年間で最も高い。にもかかわらず、ウォール街は同社を好んでいる。同社をカバーするアナリスト8人中5人が投資判断を「買い」としており、平均目標株価は19ドル近辺で2021年予想株価売上高倍率は30倍、直近株価を3ドル上回る。これは割高に思える。同社の株価がこれほど上昇すると予想した人はおらず、その水準にとどまると期待すべきではない。

■ ワークホース

電気トラックメーカーの中でも、ワークホースは毛色が違う。1998年設立の同社は、かつては個人向けヘリコプターの製造で有名だったが、昨年12月にヘリコプター事業を売却し、現在は配達用電気バンに重点を置いている。株価は最近、1カ月間で約230%の急上昇を遂げ、直近では15ドルとなっている。

ワークホースの見通しは興味深い。2018年、同社は貨物運送大手ユナイテッド・パーセル・サービス(UPS)<UPS>との間でバンの設計と製造に関する提携を行った。両社は最終的に、UPSの3万5000台のガソリン車とディーゼル車の多くを置き換えることを望んでいる。提携以後、UPSには350台が納品されており、走行距離は何百万マイルにも及ぶ。

パンデミックに妨害されない限り、ワークホースは今年300台のバンを製造する予定で、2021年には月間200台への増産を見込む。ターゲットとする購入者には、企業や消費者に製品を配送する企業が含まれる。こうした企業はパンデミックの中で増えつつある。

複数のカタリストがワークホースの株価を押し上げ、14億ドルの時価総額を実現している。第一に、同社は先月ラッセル3000指数に組み入れられた。そのため、同指数に連動する運用を目的とするミューチュアルファンドや上場投資信託(ETF)は同社株を購入せざるを得ない。

第二に、米国郵便公社は16万3000台の配達車両を買い替える予定だ。同社の車両の多くは25年の耐用年数を過ぎている。ワークホースは供給契約の入札に参加しており、同社のファンは落札を期待している。今年秋には入札結果が出る可能性がある。

第三に、同社が持ち分10%を保有する小型トラックメーカーのローズタウン・モーターズが、特別買収目的会社（SPAC）に買収されて上場する見込みである。ロス・キャピタル・パートナーズのアナリストであるクレイグ・アーウィン氏は、「ローズタウンの買収は、ワークホースにとって3億～4億ドルの価値がある」と語る。同社はローズタウンがトラックを1台製造するたびにロイヤリティー収入も得られる。アーウィン氏は投資判断を「買い」、目標株価を27ドルとしている。

■ ハイリーオン

ハイリーオンの創設者であるトーマス・ヒーリー氏の野心は、ニコラのミルトン氏ほど大きくない。同氏は、ハイリーオンを次のテスラではなく、次のディーゼルエンジン大手カミンズ＜CMI＞にしたいと考えている。

カミンズは1世紀以上にわたってエンジンの製造を続けている。時価総額は280億ドルで、2021年予想株価収益率（PER）は18.1倍だ。過去10年間の年率リターンは約12%で、S&P500指数のリターンと同程度で、同業他社の7%の2倍弱である。

ハイリーオンは、軽量の天然ガス発電機を搭載した電気トラックの製造を計画している。これにより、バッテリーパックのサイズを縮小し、重量を削減することで性能が改善される。このシステムは、人間がスマートフォンのポータブル充電器を持ち歩くのに似ている。

天然ガスはディーゼル燃料よりも環境に優しい。さらにハイリーオンは、埋め立て地から自然発生して大気に放出されている天然ガスの収集を計画している。こうしたガスを利用すれば、連邦政府による大気汚染防止関連の税額控除の恩恵を受けられるだろう。同社は、自社のバッテリーと発電機によるシステムが、トラックの運転コストを1マイル当たり最大45セント削減できると主張している。

ハイリーオンはトラックの電気モーターと運転システムも販売しており、レンタルトラック大手ライダー・システム＜R＞や輸送サービス大手ペンスキーなどと契約を締結している。それでも、1か月当たりの現金燃焼額は100万～200万ドルに上る。

ハイリーオンに投資するには、SPACのトータス・アクイジション＜SHLL＞の株式に投資するしかない。同社の直近の株価は約20ドルだ。しかし、両社は6月に合併を合意しており、今四半期中に完了する見込みである。これにより、ハイリーオンは新たな資金として約5億6000万ドルを獲得し、新会社のハイリーオン・ホールディングス（ティッカーはHYLNの予定）が誕生する。

新会社の株価はどれほどだろうか。同社が5～7年以内にカミンズの利益の10%相当の利益を獲得する場合、将来の企業価値は約30億ドルに上る。割引率を保守的に20%と想定すると、現在の株価は約34ドルとなる。しかし、これは簡単なことではない。カミンズ自身もハイブリッドのパワートレインを製造しており、水素燃料電池やストレージに投資している。水素と電動化の新時代が始まる中、古参企業が「穏やかな夜に身を任せる」ことはないだろう。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

2. 水素燃料電池株にバブル発生 - There's a Bubble Forming in Hydrogen Fuel- Cell Stocks 環境に優しいエネルギー源に対する期待は過熱気味

[フィーチャー]

■ 水素に熱狂するウォール街



Courtesy of Plug Power

ウォール街は今年、水素に目を向けた。水素は約130億年前から存在しているが、グリーンエネルギー事業に巨額の資金が割り当てられ、水素燃料電池で走るトラックの開発を目指す企業の株式が新たなブームを起こしていることで、このありふれた気体に関わるあらゆるものが、投資対象として注目が高まっている。

水素燃料電池メーカーのプラグ・パワー<PLUG>、カナダのバラード・パワー・システムズ<BLDP>、ブルーム・エナジー<BE>などの株式もそこに含まれる。最初に挙げた2社の株価は過去12カ月で4倍に上昇している。これは予想

キャッシュフローの50倍以上にあたり、いずれ失望につながる水準のように見える。

燃料電池バブルの背景には、太陽光や風力が電力を供給できない重量物輸送、バックアップ電源、産業用途などの分野において、将来的に水素がグリーンエネルギーを提供するだろうというコンセンサスの高まりがある。欧州連合（EU）は今月、2050年までにエネルギー源の相当な割合を水素に移行するための技術に数千億ユーロを投資する計画を発表した。このニュースがきっかけで、水素ガス販売大手のリンデ<LIN>とエアー・プロダクツ&ケミカルズ<APD>の株価が上昇し、水素専門のプラグ、バラード、ブルームの株価にも火が付いた。

地球温暖化の食い止めが急がれる中、水素発電の実現は早ければ早いほど良い。しかし、環境に優しい水素が天然ガスと競争できる価格になるまでには10年かかる可能性がある。さらに、小規模な企業は中国の国策企業や資金力のあるエンジン関連企業のカミンズ<CMI>などの大手メーカーに対抗しなければならない。

■ 水素産業の確立に期待大

燃料電池とは、水素ガスと酸素を反応させて発電し、フォークリフト、列車、データセンターなどに電力を供給するバッテリーのような装置である。燃料電池が電気以外に排出するのは熱と水だけなので、ガソリンエンジンやディーゼルエンジンのような内燃機関よりもはるかに環境負荷が低い。現在、水素のほとんどは天然ガス由来で、二酸化炭素を排出するプロセスで生成されている。気候変動の解決策となるには、排出する二酸化炭素と吸収する二酸化炭素を同じにするカーボンニュートラルな方法で水素を製造する必要がある。

産業ガスメーカーのエアー・プロダクツとエア・リキード<FR:AI>は、それぞれ売上高の約24%と10%を水素から得ている。リンデの場合は約5%だ。水素事業者は暫定的な解決策として、排出した二酸化炭素を捕捉して地下に隔離しているが、将来的に水素生産の大半を太陽光発電または風力発電でまかなうことが目指している。つまりこれらの再生可能エネルギー源が、電解槽（燃料電池の逆のプロセスで、電気を使用して水を水素と酸素に分解する装置）の動力源になるということだ。

EUは7月8日、2024年を目途に欧州全体で最低6ギガワット（GW）相当の再生可能な水素電解槽を設置することを求める計画を発表した。現在欧州における電解槽の規模は1GW（10億ワット）である。EUは2050年までに500GWを目指しており、中国、日本、韓国も野心的な水素目標を設定している。

太陽光、風力、電気自動車関連の産業を生み出したような政府のインセンティブや義務化が水素でも進めば、カミンズのニュー・パワー部門、NEL<NO:NEL>、ITMパワー<UK:ITM>などの電解槽メーカーは恩恵を受けるだろう。各社は長年、ささやかな売上高と赤字のキャッシュフローに耐えてきた。水素に注目が集まり出すまで、こうした企業の株式は無視されてきた。

■ 燃料電池メーカーの黒字化はこれから

赤字続きの歴史にもかかわらず、最も上昇しているのが燃料電池株である。ブルーム・エナジーの株価は最近、新しい水素イニシアチブを受けてここ1カ月で2倍となり18ドルまで上昇した。450メガワット（MW）の燃料電池を設置したブルームの2019年売上高は7億8600万ドルだったが、3億200万ドル（1株当たり2.63ドル）の赤字を計上した。

ブルームの燃料電池は天然ガスを使用する。7月15日、同社は2022年に1MWの水素燃料電池を韓国のSKグループに供給する契約を発表した。ブルームは来年電解槽の導入も計画しているが、顧客はまだ開示していない。ブルームの戦略的開発担当役員のエド・キム氏は、「韓国でこれらのパイロット事業を行っている理由の一つは、同国の政府が非常に積極的なスケジュールと基準を有しているためだ」と述べている。

プラグ・パワーは、6月に液体水素の生産者と電解槽のメーカーを買収した。ウォルマート<WMT>やアマゾン・ドット・コム<AMZN>などの顧客は、4万台以上のフォークリフトにプラグの燃料電池を使用しており、買収により同社はそこで使用される水素にかかる利益を獲得できることとなる。アンディ・マーシュ最高経営責任者（CEO）は、これらの燃料電池はコロナウィルス危機の間に米国の小売食品の25%以上を動かしたと述べている。プラグの昨年の売上高は2億3000万ドルだったが、最終損益は8600万ドル（1株当たり0.36ドル）の赤字だった。

プラグ・パワーの垂直統合と最近の資金調達により、マーシュCEOは、同社が2024年には年間売上高12億ドルで、利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）は少なくとも2億5000万ドルを達成できると確信している。同氏は、プラグの環境に優しい水素事業が、大企業の化石燃料関連資産に対してコスト競争力を持つようになる予想している。

プラグ・パワーをはじめとする水素関連の新興企業は正しい道を進んでいるが、それは長い道のりだ。先月プラグの時価総額が2倍に増加して35億ドルに達した後、パークレイズ・キャピタルでアナリストを務めるモーゼス・サットン氏は、同社の評価を買い推奨からホールドに引き下げた。同氏の7月9日のレポートによると、水素の精霊は投資家の望みをかなえてくれたが、プラグの株価は現在、同氏が算出した2021年予想売上高の10倍、予想EBITDAの95倍となっている。同氏はプラグが2024年までは利益を出さないと予想し、適正株価を10ドルとしている。直近の株価は9ドル前後となっている。

By Bill Alpert
(Source: Dow Jones)

3. 鎌状赤血球貧血症の治療薬を開発する企業 - These Companies Are Seeking a Cure for Sickle Cell ゲノム編集で新たな光明

[ヘルスケア]

■ 鎌状赤血球貧血症治療



米国では10万人が鎌状赤血球貧血症に苦しんでいる。バイオ医薬品企業のCRISPRセラピューティクス<CRSP>やバーテックス・ファーマシューティカルズ<VRTX>の治療薬は臨床試験段階にあり、ブルーバード・バイオ<BLUE>の遺伝子治療薬は2022年までに上市される可能性がある。

これら3社それぞれにとって、鎌状赤血球貧血症の遺伝子治療薬は、年間数十億ドルの売上高をもたらす可能性がある。バンク・オブ・アメリカ・セキュリティーズは最近のレポートで、鎌状赤血球貧血症の新治療薬の売上高が2028年までに60億ドルを超えると予想した。どの規模の企業にとっても意味があるが、特に上記3社にとっては重要だ。なぜなら、2019年の売上高は、CRISPRセラピューティクスはゼロで、ブルーバードは4500万ドルと少なく、バーテックスでも40億ドルからだ。一層重要なことに、鎌状赤血球貧血症の治療薬は、他の数十の疾患の治療に対して遺伝子治療の道を開く可能性がある。

投資家も納得しているもようだ。CRISPRの株価は最近の高値の97ドルまで3倍に上昇しており、医薬品が開発段階にある同社の時価総額を60億ドル超と評価している。バーテックスの株価はザラ場で306ドルの過去最高値に達して時価総額は750億ドルを超え、ブルーバードの時価総額は42億ドルとなっている。

鎌状赤血球貧血症が注目されたことは、遺伝性疾患を無視してきた製薬業界にとっての転換点だ。鎌状赤血球貧血症は、米国の黒人や、貧しいアフリカ諸国の住民を主に苦しめている。米国の新生児の中では遺伝性疾患と診断される最も一般的な疾患だが、それほど一般的でない他の遺伝性疾患と比べると投入される資金は少なかった。例えば、米国の嚢胞（のうほう）性線維症患者は鎌状赤血球貧血症患者の3分の1だが、デューク大学の調査によると患者当たりでは7倍以上の研究開発費が投入されてきた。

今年2種類の鎌状赤血球貧血症治療薬が市場に投入され、ブルーバードは来年中には米食品医薬品局（FDA）に対して新薬承認を申請する予定だ。CRISPRとバーテックスも、遅れることなく新薬承認の申請をする意向だ。鎌状赤血球貧血症薬の当初の価格は、10万ドルから100万ドル超の範囲で予想されている。

鎌状赤血球貧血症にかかると、相当な痛みや臓器の損害、さらには感染症に苦しみ、治療しなければ平均寿命は5年だ。現在利用可能な治療薬を服用しても生涯痛みが消えることはなく、寿命は50歳だ。

■ 既存薬

鎌状赤血球貧血症治療で最初に承認されたのは1998年のヒドロキシ尿素だ。症状の軽い患者の半数は、同薬に加えて抗生物質や輸血で充実した生活を送れる。ヒドロキシ尿素の特許は失効しており、1日当たりの費用は1ドル未満だ。それでも貧困国では手が届かない。スイスの大手製薬会社のノバルティス<NVS>はガーナ政府と共同で、ヒドロキシ尿素の入手を支援している。同社はまた、鎌状赤血球貧血症治療において、過去数十年で初の画期的新薬の一つとしてFDAから2019年11月に承認されたモノクローナル抗体であるアダクベオ（クリザンリズマブ）の、ガーナとケニアにおける臨床試験も計画している。静脈注射のアダクベオの今年上半期の売上高は3600万ドルだったが、アナリストは2025年までに米国と欧州での年間売り上げが10億ドルから20億ドルに達する可能性がある」と期待している。

FDAは昨年11月にアダクベオの前に、バイオ医薬品企業のグローバル・ブラッド・セラピューティクス<GBT>によるオキシブリタも承認した。同薬はグローバル・ブラッド・セラピューティクスにとっての初の医薬品で、同社の1-3月の売上高は1400万ドル、損失は7300万ドルとなった。グッゲンハイム・セキュリティーズのアナリストは、オキシブリタの売り上げが数年後に17億ドルに達し、同社の1株当たり利益（EPS）が約13ドルになると予想する。それによって、株価が現在の72ドルから115ドルへ上昇すると、同アナリストはみている。

■ 開発状況と株価への影響

ブルーバードは、遺伝性赤血球疾患であるベータセラサミア用のベティ・セル遺伝子治療でもフェーズIIIを開始している。同疾患の患者は貧血が理由で、年間十数回の輸血が必要となる。最近のオンラインコンファレンスで同社は、ベティ・セル遺伝子治療の結果、患者の約90%で1年間、輸血が不要だったと述べた。また同社のレンティグロビンという鎌状赤血球貧血症治療では、14人の患者において血管閉塞の事例が99.5%減少した。

RBCキャピタル・マーケッツは、ブルーバードの鎌状赤血球貧血症治療薬の売り上げが年間20億ドルに達し、株価が最近の66ドルから100ドルに上昇するとみている。

CRISPRでは新薬の開発も順調で、株価上昇のおかげで増資を通じて4億5000万ドルを調達した。ジェフリーズのアナリストは、鎌状赤血球貧血症治療が、2030年までに年間50億ドルの売上高の3分の1に寄与する可能性がある」と予想しており、そうなればEPSは30ドル超となる。株価は、同アナリストの目標株価の82ドルを突き抜けた。

その他、サラセミアと鎌状赤血球貧血症の治療では、バイオ医薬品企業のサンガモ・セラピューティクス<SGMO>、ライフサイエンス企業のエディタス・メディシン<EDIT>とインテリア・セラピューティクス<NTLA>といったゲノム編集に携わる企業も続いている。次世代のゲノム編集技術を用いて鎌状赤血球貧血症とサラセミアの臨床前開発を行っているバイオテクノロジー企業のビーム・セラピューティクスによる新規株式公開（IPO）は、今年最も成功を取めたIPOのうちの一つである。

これら企業の鎌状赤血球貧血症治療に成果が見られれば、ブルーバードやCRISPRが製品化した後に、市場シェアを奪われる可能性がある。一方で、製薬大手がゲノム編集のノウハウを求めているため、買収される可能性もある。

By Bill Alpert

(Source: Dow Jones)

4. パンデミックによって起きる金融市場の恒久的変化 - How the Pandemic Will Change Financial Markets Forever JPモルガンの著名アナリストに聞く

[インタビュー]

■ 世界的な債券利回り低下



Photograph by Heather Sten

JPモルガン・チェース<JPM>のグローバルリサーチ部門を率いるジョイス・チャン氏は、今やウォール街の最も有名なアナリストの一人だ。同氏のリサーチチームは過去2年間に世界の金融市場に影響を与えるパラダイムシフトを特定し、大局的な判断を行ってきた。

本誌：今年後半の金融市場の見通しは？

チャン氏：中央銀行にあらがってはいけな時期の一つだ。中央銀行は金融市場で圧倒的なけん引役を担ってきた。3月に米国で新型コロナウイルス危機が始まって以降の世界中の財政措置は11兆ドル、主要10カ国・地域（G10）諸国の中銀のバランスシートの拡大は6兆ドルに上る。しかもまだ終わりではない。米議会は会期終了までにさらなる財政措置を可決するとわれわれは考えている。秋に第二波が来るのかについては分からない。最悪のシナリオに備えておくべきだ。米連邦準備制度理事会（FRB）は新たな政策も始めた。株式市場に一層の資金流入が見られ、株式60対債券40の従来の資産配分から80対20への移行につい

ての議論が再燃することだろう。JPモルガン先進国国債指数内のマイナスの利回りの債券が30%増加し、70%相当の32兆ドルの利回りは0.5%未満だ。こんなことは誰も想定していなかった。このベンチマークを保有した場合の現在の利回りは1.3%で、過去最低を更新した。44年間の平均は6.4%だ。

Q：株式でも高いリターンを見込めないと予想しているが。

A：その通りだが、ある程度のリターンは得られるだろう。株式と債券の比率を60対40とする従来型の配分のリターンは過去40～50年は年率10%だったが、今や3.5%に低下した。株式への配分を増やした場合でも10%は難しい。5%未満程度になるだろう。利回りゼロの世界では80対20にした方が良いのかとの疑問が生じる。ハイイールド債やローン、ローン担保証券（CLO）、商業不動産担保証券（CMBS）、転換証券、不動産投資信託（REIT）とモーゲージREITなどの証券は株式同様のリターンが得られる。新興国市場の債券も今後利回りが低下せざるを得なくなると私は思っている。中国は今年JPモルガン・グローバル債券指数に組み入れられる予定で、長期的には中国も利回りゼロに近づくとわれわれは予想する。

Q：中国はこれまでさまざまな問題を成長で乗り越えてきたが。

A：中国の債務は今年に入って既に12%増加しており、通年で25%増加するだろう。われわれは中

国の今年の経済成長率は2%と、過去と比べて低い水準を予想している。中国の成長率目標は6%だが、中期的に4.5%程度になるとわれわれは考えている。人口の高齢化に伴い全面的に深刻な問題を抱えている。先進国の多くで労働力はピークを越えた。従って、長期的投資家や戦術的投資家は、ある程度のリターンを上げるためにどうすべきかについて考えるべき重大な局面にある。

■ 四つのパラダイムシフト（1）金融市場の構造変化

Q：市場に大きな影響を持つ四つのパラダイムシフトが新型コロナウイルスの感染によって加速するとの考えだが。

A：今後5年で起きると予想していたことが3カ月で起きた。1月のレポートで米国債利回りが2~4年でゼロになると述べていたが、結局3月に起きた。今回の危機は前回の金融危機を超えるものだ。将来に金融市場の歴史を振り返る時、9.11のテロ攻撃や2008年の金融危機以上に今回の危機について語られることだろう。

2008年の危機は金融市場の構造を変えた。低金利のため社債発行額は過去最高になり、世界の債券市場の規模は危機前の36兆ドルから60兆ドルに拡大した。上場投資信託（ETF）も同様に7000億ドルから6兆1000億ドルへと大幅に増加した。しかし、流動性は大幅に低下した。規制のため銀行は証券の在庫を保有できなくなった。さらにパッシブ投資の増加もあった。当社のストラテジストは、株式のパッシブ投資が出来高に占める割合は2008年以降に2倍の60%に増加し、一方で単一銘柄の出来高は市場の10~15%にすぎないと考えている。

米国債市場は世界で最も流動性の高い市場で、19兆2000億ドルの規模がある。3月13日に起きたことは市場の厚みの急減で、取引が成立したのはわずか1200万ドルだった。そのためFRBが介入せざるを得なくなった。市場の厚みは90%も減少した。第一のパラダイムシフトは、市場構造の変化に伴う市場の流動性の低下だ。投資家や企業からの流動性への要求は機械やアルゴリズム取引、電子取引で満たすことができなかった。ボラティリティは過去最高に跳ね上がり、各国中央銀行が防御の最前線に立たされることになった。

■ 四つのパラダイムシフト（2）非伝統的金融政策

Q：第二のパラダイムシフトは各国中央銀行による非伝統的金融政策だが、これらの政策に限界はあるのか？

A：これらの政策は当面変化しそうにない。少なくとも、中央銀行の役割が、従来の金融政策よりも、緩和的な金融情勢を維持し、金融の安定を促進することに傾いたのかという点に関して、もっと包括的な政治的議論への道が開かれた。インフレは喫緊の脅威ではないようだ。今回は近年の中央銀行の歴史上最も積極的な市場の下支えを行っている。わずか3カ月でバランスシートは国内総生産（GDP）比20%ポイントも拡大し、これは前回の金融危機の3倍に相当する。出口戦略を誰も明確に語れない。金融政策の責務は金融の安定を確保することだけになりつつある。負債と財政的負担は全く前例がない水準だ。FRBの介入は異例のペースで、買入額はGDPの8%、公的債務の11%に上る。われわれは、今年の米国債の発行額は4兆7000億ドルと予想している。世界的な財政赤字はGDPの13.8%に上るとわれわれは予想する。

Q：格付け機関が米国を一層格下げすると予想しているか？

A：米国債のこれ以上の格下げはないと思う。財政赤字の拡大は世界的現象でもあり、米国債での資金調達も可能な状態だ。米ドルが準備通貨である点も有利だ。高格付けからジャンク債に格下げされた社債は年初来1450億ドルに達しており、通年では2150億ドルに達するとわれわれは予想している。

■ 四つのパラダイムシフト（3）：中国との関係

Q：第三のパラダイムシフトは米中二大国の競争だが。

A：われわれは競争と協調を意味する「コーペティション」と呼んでいる。切り離すことはできない。企業は中国を除外することを望んでいない。反中国の企業でも中国市場は利用したい。中国が有利な点もある。世界最大の市場で、これだけのインフラを持つ国はなく、高付加価値の仕事をしよう訓練された労働力を有する。STEM（科学・技術・工学・数学）系の大学の卒業生は年間140万人もいる。さらに中国政府は特定のセクターにかなりの支援を行っている。製造業の666のサブセクターの全てで生産が可能な国は中国しかない。ハイテクや医療用品、医薬品、個人防護用具（PPE）などの戦略的分野ではデカップリングが起きているかもしれない。しかし、大半の分野では米中企業の不愉快な均衡は保たれるだろう。米中は自国の利益に基づき、選択的に協力し合うことになる。市場参加者はこれらの問題に関して明確な考えを持つべきで、単純化やスローガンの発言は避けるべきだ。

中国を除外しないが依存し過ぎないための「チャイナ・プラス・ワン」戦略についてよく耳にする。中国にも問題はあり、人口動態は特に問題が多い。2050年までに中国の平均年齢は11歳も上昇する。米国では同期間にわずか4歳半しか上昇しない。中国は協力を必要としている。米国商工会議所の調査や似たような欧州の調査によると、企業の84%が中国にとどまると述べている。中国が回復すればするほど、より魅力が増す。しかし今後中国以外にも製造拠点を持つチャイナ・プラス・ワン戦略に関する議論は一層高まり、他の貿易相手を見つけて多角化することが可能か否かに注目が集まるだろう。

■ 四つのパラダイムシフト（4）脱グローバリゼーションとポピュリズムの台頭

Q：第四のパラダイムは脱グローバリゼーションとポピュリズムの台頭だ。パンデミック中にポピュリズムの訴求力は低下したのではないか？

A：その通り。2月以降、ポピュリストのリーダーたちの支持率は5～15ポイント低下した。パンデミックのような問題が二度と起きないような戦略の立案と、ポピュリストが危機時に必要な措置を十分実現できるか否かという点に人々の関心が移ったが、所得格差や移民問題、保護主義に関する関心も依然として高い。

Q：今魅力的な取引は何か？

A：債券と株式の間のハイブリッド証券という資産クラスへの注目が強まるだろう。株式同等のリターンが得られる。債券投資家はもっと株式の保有を増やし、新興国市場やハイイールド債やローンを組み入れる必要があると発言するようになるだろう。より戦術的な投資家は、回復が速く、いわゆる第二波の抑え込みもより効果的に行えている北アジアの株式に注目するだろう。リスク資産のヘッジとして、また中銀の流動性注入の恩恵を受けるため、金をオーバーウエートに据え置く。

By Leslie P. Norton
(Source: Dow Jones)

5. マクドナルドの株価、ドライブスルーで追い風を受ける可能性 -

[一般消費財]

McDonald's Stock Could Get a Boost From the Drive-Through Window

厳しいマクロ経済状況下で商品の位置付けに強み

■ 輝きを取り戻すマクドナルド



REMKO DE WAAL/ANP/AFP via Getty Images

マクドナルド<MCD>のロゴマークであるゴールデンアーチは、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）の初期段階にはその輝きを失ったが、7月28日の決算発表を迎え、同社の株価が再び輝きを取り戻す時が来たようだ。

マクドナルドはパンデミックの初期段階で、店舗の4分の1は閉店を余儀なくされ、売り上げは激減し、新型コロナ危機で経営が行き詰まったフランチャイズ加盟店を救済しなければならなかった。市場全体が2月19日の高値から3月23日の安値まで下落する間に、同社の株価は36%下落した。そして市場が回復してきたにもかかわらず、株価は出遅れている。同社の最近の株価は2月19日のピーク時から7.3%低い198.72ドルになっているが、この間のS&P500指数は、結果的にほぼ横ばいだ。

さらに悪いことに、メキシコ料理チェーンを展開するチポトレ・メキシカン・グリル<CMG>やピザ・チェーンを展開するドミノ・ピザ<DPZ>といった競合他社は、アプリがけん引するデリバリービジネスを展開しており、株価が急上昇している。

しかし、次はマクドナルドの番だ。ファストフード全般に、そしてとりわけマクドナルドに、状況が大きく改善したことを示す兆候が出ている。多くのアメリカ人は運転を再開したが、まだレストランでの食事には気が進まない。そんなときにはドライブスルーが最適だ。同社の四半期決算発表は、回復基調の業績を示すよい機会になるだろう。

誤解しないでほしいのは、業績自体は芳しくないだろうということだ。ファクトセットによると、マクドナルドの1株当たり利益（EPS）は74セント（前年同期の2.05ドル比63%減）、既存店売上高は米国で8%減、世界で20%減となる見通しだ。今回の第2四半期には最も打撃を受けた4月や、そしてこれまたひどかった5月が含まれており、そこは割り引いて見る必要がある。それと同時に、マクドナルドの朝食メニューはまだ回復しておらず、そして欧州は依然として厳しい状況にある。

■ 状況が変わってきた兆し

しかし、大いなる改善の兆候が見られる。ゴールドマン・サックスの最近の調査によると、人々は外食しても大丈夫だと思い始めており、31%の人が持ち帰りの注文を増やしていると答えているが、この数字は3月初めには6%にすぎなかった。また、多くの消費者は自炊に疲れてきており、自炊が増えていると答えたのは54%で、6月末の64%からは減少した。とは言っても、パンデミック以前の43%と比べるとまだ多い。さらに良いことに、ハンバーガーの需要は回復の兆しを見せている。スタيفェルの推計によると、ピザは依然として強いが、ファストフード・バーガーの市場シェアは昨年第2四半期の42%から拡大しているという。

これら全ての要因は、マクドナルドの業績を押し上げるのに役立つだろう。スタيفェルのクリス・

オカル氏は、マクドナルドの米国内の既存店売り上げが第2四半期に7.5%減少すると予想しているが、これは市場予想の8.3%減少よりも小幅で、6月と7月の売り上げは恐らく増加している。利益も容易に予想を上回る可能性がある。投資家は足元の景気動向に特に注目しており、良いニュースを耳にするかもしれない。例えば、ゴールドマンのキャサリン・フォガティ氏は、マクドナルドのオペレーションスコア（品質、サービス満足度、全般的な一貫性の変化を示す独自の測定基準）が、1年ぶりに競合他社を上回ったことに言及している。フォガティ氏は、マクドナルド株を買い推奨している。

■ ブランドの位置付けの強み

マクドナルドには、これらの他にも提供できる優れた価値が備わっている。毎週の新規失業保険申請件数が100万件を超え、増額された失業給付の期限が切れる状況下では、消費者は支出に慎重になる可能性が高い。しかし一方で、消費者は自炊にも飽きているわけで、そうなるとマクドナルドはスイートスポットに入ってくる。「同社のブランドの強力な位置付けを考えると、消費者にとって厳しいマクロ経済状況下では、同社がシェアを増やしていく態勢にある」とRBCのアナリストであるクリストファー・キャリル氏は解説する。

マクドナルドの予想株価収益率（PER）は27.9倍で割安ではないが、37.4倍のウェンディーズ＜WEN＞よりは割安で、68.4倍のチポトレよりはるかに割安である。株価はこの3カ月間で7.4%の上昇にとどまっており、S&P500指数の上昇率14%に届いていないが、200ドルを少し超えた水準にある上値抵抗線を突破できれば、出遅れを取り戻すことも可能だろう。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

6. ハイテク大手5銘柄がふらつけば、株式市場は沈む - If the Big Five Falter, Rest of Stock Market Could Be Deep-Sixed 急がれる追加経済対策

[コラム]

■ ハイテク5社の時価総額シェアは過去最高に



Elif Ozturk/Anadolu Agency via Getty Images

ニクソン大統領の経済諮問委員会（CEA）議長であったハーバート・スタイン氏の名前で知られるスタインの法則に、「永遠に続くことができれば、いつかは止まる」という一節がある。これは、見た目には止められないトレンドにも限界があることを思い起こさせる。

直近で当てはまるのは、巨大ハイテク株の圧倒的なアウトパフォームだ。他の株価上昇を先導しただけでなく、S&P500指数のような時価総額の加重平均で算出される株価指数を大きく左右した。

時価総額の大手5社、すなわちフェイスブック＜FB＞、アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞、アップル＜AAPL＞、マイクロソフト＜MSFT＞、アルファベット＜GOOGL＞が、2月の最高値まであと5%に迫る水準までS&P500指数を押し上げたのは明るいニュースだが、反面、この集中度合いをみると、巨大企業のアウトパフォームが永遠

には続かなかった過去のピーク時を思い起こす。

デービッド・コスティン氏率いるゴールドマン・サックスの戦略チームは、先週公表したレポートで5社をFAAMG株と名付けたが、2020年の記録的な厳しい景気後退と新型コロナウイルスの感染拡大期に、5社の時価総額は33%を超える増加となった。レポート公表時点で、5社の株価上昇によりS&P500指数が年初来2%の上昇となる一方、残る495社は時価総額の加重平均で5%低下した。結果として上位5社の集中度は過去数十年で最高になった、とレポートは続ける。

現在上位5社の時価総額はS&P500指数の22%を占め、1年前の16%、ITバブルピークの18%を上回る。興味深いのは、顔触れの変化だ。20年前もトップ5にあったのはマイクロソフトだけで、ネットワーク機器大手のシスコシステムズ<CSCO>、ゼネラル・エレクトリック<GE>、エクソン・モービル<XOM>、インテル<INTC>の栄光の日々は過ぎ去った。

■ 影響力が大きいためのリスクも

ゴールドマン・サックスは、簡単な数字が5社のアウトパフォームを制約すると述べる。多くのポートフォリオマネジャーは、1銘柄の保有が5%までに制限されるからだ。レポートでは、大型のミューチュアルファンドの平均では、既にマイクロソフトを5%、残る4社についても約4%のポジションを取っていると指摘する。

FAAMGの強みは、ファンダメンタルズと経済環境に支えられ、経済の低成長下で財務、経営面での優位性に恵まれたことにある。しかし、景気見通しの改善は、グロース株から景気循環バリュー株への乗り換えをもたらす。業界のトップ企業にとっては、反トラスト法の脅威もリスクになる。

5社の計り知れない影響力は、指数の下落圧力にもなりかねない。レポートでは「例えばFAAMG株が10%下がれば、指数の水準を維持するためには、S&P500指数の下位100社の合計時価総額が90%増える必要がある。この力関係によって、過去的大幅な相場下落の前に、狭いレンジでの保ち合いが先行した」と述べる。

株式市場は先週木曜日に、そのことを示唆した。大手ハイテク株の下げによって、S&P500指数に連動する上場投資信託（ETF）であるSPDR S&P500 ETF<SPY>が1.19%下げた一方、S&P500指数構成銘柄に均等に投資するインベスコS&P500イコール・ウェイトETF<RSP>はわずか0.16%の下げにとどまった。

新型コロナウイルスに対するワクチンや治療薬の期待で、バイオテクノロジー株も上昇相場に加わった。しかしiシェアーズ・ナスダック・バイオテクノロジーETF<IBB>は先週月曜日に52週高値を付けたものの、週間では5.2%下げた。

■ 迫る財政の崖にどう対応するのか

とてつもなく高い株価バリュエーションの根拠は、依然として歴史的な低金利にあり、将来の株価上昇を魅力的にする。指標となる10年国債利回りは先週、3月9日引けの過去最低である0.569%をわずかに上回って終わったが、3、5、7年国債の利回りは過去最低を更新した。恐らく、より重要なのは名目利回りからインフレ率を除いた実質利回りが、2012年以来最大のマイナス水準になったことだろう。

マイナスの実質金利は、資産価格を押し上げる。中でも金は、先週1オンス1900ドルという記録的な高値で取引された。対照的にドルは売られ、米ドル指数（DXY）は過去2年間の最安値近くで引

けた。

今週の連邦公開市場委員会（FOMC）でも、何も変わらないだろう。米連邦準備制度理事会（FRB）が、歴史的な低金利政策を続けるのはほぼ確実である。政策金利である翌日物フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標をゼロ近辺に維持し、証券買い入れも継続される。しかしもっと重要なのは、物価上昇率が高まり、失業率が下がるまで金利を最低位水準に保つことを含め、先行きの見通しを表明することだろう。

より深刻な問題は、コロナウイルス支援・救済・経済保障（CARES）法に基づく失業給付金の上乗せが7月31日に切れ、新たな「財政の崖」が迫る中で何をすべきかである。一方でトランプ政権と議会は、第4段階の景気対策をめぐって論争している。交渉は、感染拡大の第2波や記録破りの年率30%減と予想される第2四半期国内総生産（GDP）の発表で始まるだろう。

外出や旅行など人々の移動、空港のセキュリティーチェック通過者数、レストラン予約サイトのオープンテーブルでの予約件数といったリアルタイムのデータを見ると、「新型コロナウイルス感染者数の急増に伴って過去2カ月半の景気回復の勢いが急速に失われている」と、カリフォルニア州を本拠とするバンク・オブ・ザ・ウエストのチーフエコノミスト、スコット・アンダーソン氏は述べる。

連邦政府はそうしたサインを無視し続けるかもしれないが、スタインの法則に従うならば、優柔不断も永遠に続かないはずだ。株式市場の急落を受けて、政治家たちは自己防衛しか考えていないようだ。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. ドル安がハイテク株下落の要因？ - Why Did Tech Tank? Blame It on the Dollar ドル安が続くと過去10年の投資環境が大きく変わる可能性も

[米国株式市場]

■ ハイテク株の下落



Mark Wilson/Getty Images

ドルが要因だった。

これから書くのはハイテク株が先週売られたことだが、これは先週木曜日と金曜日にナスダック総合指数が2日連続で下落した要因となった。また、2日続けて同指数が下落したのは5月12、13日以来のことだった。ドル安だけがナスダック市場の下落要因ではないが、ハイテク株のウエートが大きい同指数の下落要因として考えられるものの中で、ドル安は最も注目度が低かった。

先週の主要株価指数の中でナスダック総合指数は1.3%安と最も下落して1万363.18となった。

ダウ工業株30種平均は0.8%安の2万6469ドル89セント、S&P500指数は0.3%だけ下落して3215.63で引けた。小型株のラッセル2000指数は0.4%安の1467.55で週末を迎えた。

先週の下落には多くの理由が考えられる。アリゾナ州やテキサス州などで新型コロナウイルスの感染者数の増加が続いていること、上院が財政刺激策に合意できなかったこと、直近の雇用に関する経済指標が市場予想を下回ったことなどだ。また、マイクロソフト<MSFT>、仮想化アプリケーションのシトリックス・システムズ<CTXS>、電気自動車のテスラ<TSLA>など人気の高いハイテク企業が発表した業績は好調だったものの、大きく上昇した株価に織り込まれた期待には応えられなかった。上場投資信託（ETF）のテクノロジー・セレクト・セクターSPDR<XLK>は1.2%下落した。

■ ドル安のもたらす影響

ここからはドルの話だ。先進国通貨のバスケットに対するドルの強さを示す米ドル指数（DXY）は、先週1.7%下落して2018年以降の最低水準である94.36となった。ただし今回の下落は米ドルに異変が起きているということではなく（少なくとも現時点では）、米国外で物事がうまくいっていると考えべきだ。特に欧州では製造業やサービス業の景況感が好調だったほか、復興基金案が合意に達したことでユーロ高となった。

それがハイテク株とどのような関係があるのだろうか。ドル安は外国製品の価格上昇につながり、米国人にとって外国製品が高価になる。これは景気動向に敏感なシクリカル銘柄にとっては朗報だ。エバーコアISIのストラテジストであるデニス・デブシャー氏は「米ドルが下落しているのは、金融政策や財政政策のテールリスクと関係ない正当な理由があるからだ。米ドルの下落はインフレ期待の高まりを後押しし、シクリカル銘柄とリスクオン要因をサポートする」と述べる。

もちろんドル安が続く必然性はなく、実際、過去の経緯からはそうならない可能性が示唆されている。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ドルの楽観度バロメーターが25を下回ったことに注目しており、これは極端な悲観の兆候だと指摘する。一方、金の楽観度バロメーターは25を超えており、極端な楽観のサインである。そして、この組み合わせが発生するとドルはその後の3カ月で、これまで77%の確率で上昇した。

一方、ドル安の圧力が続く理由を探すのは難しくない。例えば、ゲイブカル・ルイ・ゲイブ氏は、米ドル不足の解消、米ドルの代替としてのユーロの出現の可能性、米国のようには経済を活性化させないという中国の決断、米大統領選挙の結果に対する不確実性などを挙げている。「ドルを支えていたダムが決壊し始めたように見える。ダムが決壊すると、過去10年間に広がっていたものとは劇的に異なる投資環境が出現する可能性がある」と同氏は述べる。

■ ドル安による資金動向の変化の可能性

特に世界市場が連動して動かなくなると、投資家は出遅れていた他の地域（新興国市場を含む）への投資に回るため、ドル安の継続はさらに大きな影響を与える可能性がある。ジェフリーズ・ストラテジストであるショーン・ダービー氏は「リスク選好度が高く、株式市場間の相関が頂点に達しているため、これ以上の米ドル安は資産配分の大転換に拍車を掛けるだろう」と述べる。

この10年間人気のなかった欧州のバリュー株への需要が復活する可能性もある。こうしたバリュー株には銀行、通信、公益事業などの内需に敏感でユーロ高の恩恵を受けやすい銘柄が含まれると、ストーンXのストラテジストであるビンセント・デルアード氏は述べる。

エネルギー株や素材株の上昇も見込まれるが、これは、通常、ドル安がコモディティ価格を押し上げるためだ。ドルが50日移動平均線と200日移動平均線を下回った場合、MSCI欧州バリュー株指数は平均で約17%上昇している。これらの移動平均よりもドルが上にある場合、同指数は4.4%

下落したとデルアード氏は指摘する。

米連邦準備制度理事会（FRB）は、7月28日と29日に開かれる連邦公開市場委員会（FOMC）でドルの方向性について言及するかもしれない。ドル安はトランプ大統領がFRBのパウエル議長に実現を望んでいたものだが、新型コロナウイルスがその代わりを果たした。ただし、パウエル議長が多くを語ると期待してはいけない。

RBCのアナリストであるキャサル・ケネディ氏は「パウエル議長がFRBのスタンスをリアルタイムで伝えてきたことを考えると、今回の会合ではマクロ的な観点から何か画期的なものがもたらされる可能性は低い」と書いている。

ドルがもたらさない限り。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

8. 四半期決算発表が示唆するハイテクバブルの終焉 - As Tech Earnings Roll In, Air Is Coming Out of the Bubble [ハイテク] 巣ごもり需要一巡、クラウド銘柄でさえ期待外れの決算となる可能性

■ 波乱の幕開け



JASON REDMOND/AFP via Getty Images

ハイテク企業の決算シーズンは波乱の幕開けとなっている。

誤解のないように言っておくと、この波乱は基本的に投資家が自らつくり出したものだ。ハイテク株は新型コロナウイルス感染症の大流行、世界的な景気後退、失業率の急上昇、社会不安をよそに、わが世の春を謳歌（おうか）し、多くの銘柄の株価が30%、50%、100%、またはそれ以上に上昇した。ウォール街のアナリストはそれと歩調を合わせるように業績予想と目標株価を徐々に引き上げた。

ところが、第2四半期の決算発表シーズンに入って2週間が経ち、明らかとなっていたハイテクバブルにほころびが生じている。以下、何が起きつつあるのか検証してみよう。

■ 巣ごもり需要が一巡

動画配信大手のネットフリックス<NFLX>の4-6月期決算は好調で、加入者純増数は1010万人となり、1-3月期の1580万人に続いて加入者数を大きく伸ばした。ところが同社は、これら2四半期にわたる大幅な成長が需要の前倒しであることはほぼ確実だと警告し、第3四半期の加入者純増数見通しをコンセンサス予想の半分に満たない250万人とした。

ネットフリックスにとって、パンデミック（世界的流行）による底上げは終わった。これは厳しい現実であり、家庭用フィットネス機器の新興企業のペロトン・インタラクティブ<PTON>、ビデ

オ会議プラットフォームのズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>、オンラインショップ構築のショップファイ<SHOP>、遠隔診療サービスのテラドック・ヘルス<TDOC>といった他の巣ごもり銘柄を支持している投資家は、パンデミック景気の終了がこれらの銘柄にも当てはまるのかどうかを知りたいと思っているはずだ。

■ IT関連サービス売上高は景気後退の影響を受ける

IBM<IBM>の4-6月期決算は予想を上回る内容で、中でもクラウド事業は30%成長して売上高全体の3分の1を占めるようになった。しかし他の事業は停滞している。多くの産業が業績・財務への圧力に直面する中、IBMのサービス部門の売上高は急減し、今後さらに減少するのはほぼ確実である。こうしたIBMの決算から言えるのは、情報技術サービスとソフトウェアの販売に依存する企業が今後発表する決算は景気後退と無縁でないということだ。

■ クラウド銘柄でさえ失望的な決算となる可能性

マイクロソフト<MSFT>の株価は最近、Azure（アジュール）とOffice 365を含むクラウド事業に関する楽観的な見方に支えられ、過去最高値を付けた。しかも同社が発表した4-6月期決算は、Surface PCやXboxゲームなどの消費者向け部門の驚くべき成長により、コンセンサス予想を大きく上回った。ところが利益率は2~3%ポイント低下した。しかもAzureの為替調整後増収率は50%となり、1-3月期から11%ポイント低下した。アマゾン・ドット・コム<AMZN>とアルファベット<GOOGL>は決算を今週発表する。今回の予想外のAzureの異変は、これら2社のクラウドサービスが期待外れとなるリスクを高めている。

■ 投資家は将来の業績に投資

インテル<INTC>の四半期決算も好調だった。だが、同社は7ナノメートル（nm）プロセス技術の取り組みが大幅に遅れていることを明らかにした。この発表は、かつては優れた製造能力を理由に尊敬されていた企業が今や台湾積体回路製造（TSMC）<TSM>をはじめとするより有能な半導体受託製造会社への生産委託の拡大を検討しているとの観測を引き起こしている。そしてこれは、ライバルであるアドバンスト・マイクロ・デバイス<AMD>にとって当惑の種にもなり、恩恵にもなる。ここでの教訓は、投資家は過去の実績ではなく将来の業績に投資するということだ。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

9. 米連邦議会が失業給付拡大を延長すべき3200万の理由 - 32 Million Reasons

[米国経済]

Congress Must Extend Enhanced Jobless Benefits

失業給付受給者が米消費のV字回復を支える

■ CARES法による失業給付拡大の経済的効果



Stephanie Keith/Getty Images

来たる週、米国の失業保険受給者3200万人に対する給付額が1カ月当たり数千ドル減額されるが、これは失業者だけではなく、その支出に依存してきた事業者やその雇用者にとっても災難となるだろう。今年は選挙の年でもあり、新型コロナウイルスによるパンデミック（世界的流行）に苦しむ労働者の救済策を連邦議会とホワイトハウスは見出せると期待したいが、この時点でまだ合意が成立していないのは兆候としては良くない。もし何も手を打たなければ、あるいは不十分な対応に終われば、5月以降の経済の回復が台無しになる可能性もある。

コロナウイルス支援・救済・経済保障（CARES）法の最も優れている点は、パンデミック失業補償（PUC）として通常の失業給付に毎週600ドルが上乗せされることだ。平均的な失業者の収入を完全に補填（はてん）するために採用されたこの不格好な方法により、生活に不可欠な食料品店で働く従業員の収入を失業者の収入が上回るという奇妙な事態が生じたのは確かだ。さらに、データはないが、失業者が失業給付より収入の少ない職に就くのを嫌い、企業の採用が困難になっている可能性もある。だが、こうした指摘はパンデミック中に家計の収入と支出を支える上でPUCが果たす役割と比べればささいなことだ。

PUCによる追加収入や、フリーランス労働者および自営業者に受給資格を拡大し、失業給付受給者数を約2倍に拡大したパンデミック失業支援（PUA）がなければ、就業者および失業者が給与および通常の失業給付として5月に受け取る収入の総額は2月比で6%のマイナス、すなわち大恐慌以来、最大の減少となっていたはずだ。しかし、実際には5月の給与および失業給付の総額は2月比で3.5%増加している。

失業給付の拡大により直接恩恵を受けているのは3200万人の失業者とその家族だが、この政府による支援を金のある者から金のない者への単なる所得移転と考えるのは誤りだ。コロナ禍以前の国内総生産（GDP）の4%に相当する給付が毎週行われることによって、職を失っていない者も同じように恩恵を受けている。われわれの収入は誰かの支出によって賄われており、経済のどこかで消費が萎縮すれば、政府が借入れを増やし歳出を増大させてその穴埋めをしない限り、最終的には弁護士やソフトウェア企業、メディアといった業界も含め、経済のあらゆる分野に影響が及ぶ。

政府のこれまでの取り組みは理想的とまでは言えないが、何もしないよりはましだった。消費者のサービス支出は依然としてコロナ禍以前の水準を大幅に下回っているが、財の支出におけるV字回復は、低所得層における大幅な収入増があったからこそ可能となった。高所得者層の支出回復率ははるかに低い。

シンクタンクであるJPモルガン・チェース・インスティテュートとシカゴ大学のエコノミストによれば、消費回復の大部分は失業者の支出によるもので、就業者の支出水準は依然としてパンデミッ

ク以前の水準を大幅に下回っているという（理由の一端は、就業者の多くが給与や勤務時間を削減されていることにある）。さらに、手続きの遅れですぐに給付を受けられなかった失業者は消費支出を20%削減していることから、CARES法による失業給付の拡大がなければ何が起こったか想像がつく。エコノミストたちは、「600ドルの追加給付を撤廃すれば消費支出が大幅に減少し、経済活動全体に悪影響を及ぼしかねない」と警告する。

■ 給付拡大措置の終了と今後の政府対応

残念ながら、本記事を読者の皆様が目にする頃には600ドルの上乗せ措置は終了しているだろう。米労働省は、PUCの給付は「2020年7月31日までに終了する週」が最後と述べており、カリフォルニア州、テキサス州、フロリダ州、ニューヨーク州、イリノイ州、ペンシルベニア州、オハイオ州など、全米人口の約半分を占める多くの州で、その運用上、この週末で給付は終了している。

5月に下院が可決した案を含め緊急給付を継続する提案は幾つかあるが、これまでのところ上院が阻止している。週600ドルを週100ドルに削減したいという意見がある一方で、合意が成立するまで現行の給付措置を暫定的に延長してはどうかと主張する（明らかに期限が終了したことに気付いていない）者もいる。現時点で可能な最善の合意は、期限切れとなった給付拡大プログラムを再開し、期限終了時にさかのぼって失業給付を実施することだが、それでも消費支出の大幅な減少を食い止めることはできないだろう。

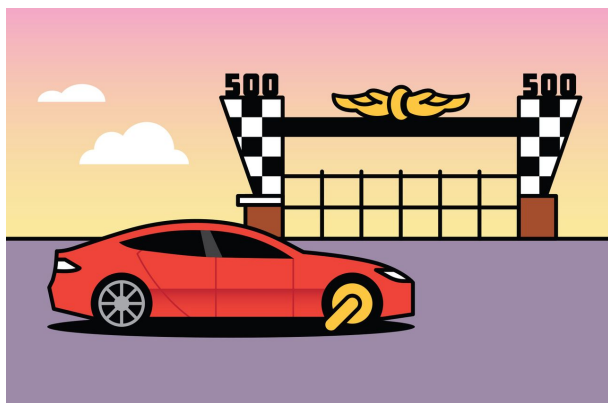
連邦政府は早い段階で、パンデミックを抑制できるまでは従業員の雇用を維持する限り、その費用を全て補償すると全事業者に約束すべきだった。しかし、そうした措置は取られず、3200万人の失業者が発生し、拡大された失業給付によって生き延びている。全体としては、こうした失業給付で失業による減収は全て補填されたことで、ウイルスによる経済的なダメージが緩和されている。連邦議会が今行動しなければ、今後より多くの米国人が、拡大給付であれ通常給付であれ、何らかの失業給付を必要とすることになりかねない。

By Matthew C. Klein
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - Even as Indy Goes Autonomous, the Race to True Self-Driving Has Been Long [経済関連スケジュール]

自律走行車のレースが行われるが、完全自動運転への道のりは長い

■ 自律走行技術への投資はまだ収益化されず、一歩先を行くテスト



インディアナ州にある、インディアナポリス・モーター・スピードウェイで毎年5月に開催されるモータースポーツ・イベント、インディアナポリス500は有名だが、同スピードウェイで2021年10月、無人の自律走行車によるレース・イベント、インディ・オートノマス・チャレンジ（インディアナポリス50）が開催される予定となっている。既に多くの大学が参加登録をしており、ダラーラ社製のレーシング・カーを自動走行させるためのソフトウェアを開発し、1位賞金100万ドルを競う。1周2.5マイルのトラック20周を25分間以

Illustration by Elias Stein

内、つまり平均時速120マイル以上で走行することが条件となる。これはドライバーなしでは難しいものだ。

自律走行車レースといえば、2004年に国防高等研究計画局（DARPA）によって開催されたDARPAグランド・チャレンジが元祖となるが、自動運転機能を量産車に搭載するまでの道のりが、いかに長いものかを思い知らされる。

電気自動車メーカーのテスラ＜TSLA＞はインディアナポリス50には参加しないが、イーロン・マスク最高経営責任者（CEO）は、完全自動運転は間もなく実現すると主張する。すでに同社製の車にはオートパイロット機能が搭載されているが、自動運転には不十分なものだ。一方ドイツは、オートパイロットという言葉が、完全な自動走行を示唆するとして、この言葉の使用を禁じた。マスク氏は、「オートパイロット」は航空宇宙の業界用語であり、主体となって操縦するのはあくまでパイロットだと語っている。

6月にバーチャルで開催された自律走行車サミット後、ニューストリート・リサーチのアナリスト、ピエール・フェラグ氏は、ロボタクシー（無人タクシー）や自律走行車の実用化は難しいことを認めた。そこで業界が注目するのは、自動運転の長距離トラックだ。「自律走行をシンプルに利用した形で、ある倉庫から別の倉庫へ移動するのに、各地点の運転手が最初と最後の一部を運転するものだ」と、同氏は記している。

フェラグ氏は、この状況でもテスラは手堅いポジションに就いていると考える。同社はソフトウェアのアップグレードに課金することで、プログラム開発を収益化している。同氏は、車およびテクノロジー業界各社は、自動走行技術に180億ドルを費やしていると試算するが、まだ売り上げにつながるものはほとんどないとする。それまでは、インディのようなレースで人目を集めることになるだろう。

■ 今週の予定

7月27日（月）

- ・ ソフトウェアのオンライン配信を支援するF5ネットワークス＜FFIV＞、玩具メーカーのハズブロ＜HAS＞、大手ソフトウェア会社SAP＜SAP＞が四半期決算発表。
- ・ 6月の耐久財受注発表。前月比5.5%増の2050億ドルの予想。5月は同15.7%増だった。
- ・ ダラス連銀が、7月のテキサス州製造業景況指数を発表。エコノミストは、3月、4月の過去最低値から改善が続き、わずかながらプラスになると予想。

7月28日（火）

- ・ 化学・電気素材メーカー大手3M＜MMM＞、半導体大手アドバンスト・マイクロ・デバイス＜AMD＞、たばこ・ワイン製造持ち株会社アルトリア・グループ＜MO＞、バイオ医薬品大手アムジェン＜AMGN＞、オークションサイト運営のイーベイ＜EBAY＞、ファストフード・チェーン大手マクドナルド＜MCD＞、金融サービス企業MSCI＜MSCI＞、飲食品メーカーのモンデリーズ・インターナショナル＜MDLZ＞、製薬大手ファイザー＜PFE＞、航空機関連機器メーカーのレイセオン・テクノロジーズ＜RTX＞、金融サービス会社のS&Pグローバル＜SPGI＞、コーヒーチェーン大手スターバックス＜SBUX＞、クレジットカード大手ビザ＜V＞が決算発表。
- ・ 7月のコンファレンス・ボード消費者信頼感指数発表。コンセンサス予想は95.5で、6月の98.1からやや低下。

7月29日（水）

・ 米連邦準備制度理事会（FRB）が連邦公開市場委員会（FOMC）で金融政策決定を公表。FRBは政策金利をゼロ付近に据え置き、2022年まで維持するとみられる。

・ 無線通信インフラ運営・リースのクラウン・キャッスル・インターナショナル<CCI>、フェイスブック<FB>、大手複合企業ゼネラル・エレクトリック<GE>、大手鉄道持ち株会社ノーフォーク・サザン<NSC>、オンライン決済サービス会社ペイパル・ホールディングス<PYPL>、半導体大手のクアルコム<QCOM>、仏製薬会社サノフィ<SNY>、カナダのコマース・プラットフォーム企業ショッピファイ<SHOP>が四半期決算を発表。

・ 全米不動産協会（NAR）が6月の中古住宅販売戸数を発表。エコノミストは、前月比5.4%増の105を予想（5月は44.3%増と、過去最高の上昇幅を記録）。

7月30日（木）

・ グーグルの親会社であるアルファベット<GOOGL>、オンライン小売大手アマゾン・ドット・コム<AMZN>、基地局運営の不動産投資信託（REIT）のアメリカン・タワー<AMT>、アップル<AAPL>、ケーブルテレビ大手コムキャスト<CMCSA>、総合石油エネルギー企業コノコフィリップス<COP>、ビデオゲーム大手エレクトロニック・アーツ<EA>、製薬大手イーライ・リリー<LLY>、自動車大手フォード・モーター<F>、バイオ製薬会社ギリアド・サイエンシズ<GILD>、格付け会社ムーディーズ<MCO>、鉱山会社のニューモント<NEM>、防衛大手のノースロップ・グラマン<NOC>、日用品大手プロクター・アンド・ギャンブル（P&G）<PG>、貨物運送大手ユナイテッド・パーセル・サービス<UPS>が決算コンファレンスコールを実施。

・ 米商務省は2020年第2四半期国内総生産（GDP）速報値を発表。成長率は、第1四半期の年率換算マイナス5%からマイナス34%になると予想される。四半期ベースでこれまで成長率が最も低かったのは、1958年1～3月期のマイナス10%だった。これにより、2009年6月から続いた史上最長の景気拡大期が終わると見られる。

7月31日（金）

・ バイオ医薬品企業アッヴィ<ABBV>、建設機械メーカー大手キャタピラー<CAT>、ケーブルテレビ・携帯電話サービスのチャーター・コミュニケーションズ<CHTR>、石油大手シェブロン<CVX>、消費財メーカーのコルゲート・パルモリブ<CL>、石油大手エクソンモービル<XOM>、医薬品大手メルク<MRK>、大手エネルギー会社フィリップス66<PSX>、スポーツ用品メーカーのアンダーアーマー<UAA>が決算発表。

・ 7月のシカゴ購買部協会景況指数（シカゴPMI）発表。コンセンサス予想は42と6月の36.6から上昇だが、昨年9月以降、好不況の分かれ目となる50を下回り続けている。

・ 米商務省経済分析局が、6月の個人所得・消費支出統計を公表。個人所得は前月比3%減（5月は同4.2%減）、消費支出は前月比6%増を予想（5月は同8.2%増）。

By Al Root
(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』 2020/07/26

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