

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2022/08/14

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

- | | |
|--|--------------|
| 1. <u>減量薬が大ヒットする可能性 - Weight-Loss Drugs That Actually Work. They Could Be Blockbusters</u> | [フィーチャー] |
| 多様な疾患を予防 | P.1 |
| 2. <u>流動性リスクがある7銘柄 - 7 Companies at Risk of Liquidity Squeeze</u> | [スクリーニング] |
| 現金残高が不足し、業績も悪化傾向にある企業 | P.5 |
| 3. <u>中国は超大国と新興国市場の両面を併せ持つ - China Is a Superpower and an Emerging Market</u> | [インタビュー] |
| アリアンツ・グローバル・インベスターズのメゾンヌーブ氏に聞く | P.8 |
| 4. <u>インデックスファンドが衰退する可能性 - Commentary: Why Index Funds Could Fade</u> | [フィーチャー] |
| マイナス要素をよく理解することが重要 | P.10 |
| 5. <u>弱気相場に安らかな眠りを。兆候は買い増しを指し示す - R.I.P., Bear Market. For Now, Signs Point to More Buying</u> | [コラム] |
| サマーラリーは続き、好材料が並び、民主党にも追い風 | P.13 |
| 6. <u>株式市場はインフレがピークを付けたように反応 - The Market Is Acting Like Peak Inflation Is Over. Not So Fast.</u> | [米国株式市場] |
| インフレが早く収まったという前提の投資はリスクが大きい | P.14 |
| 7. <u>原子力発電の意外な将来性 - Nuclear Power Has a Surprising Future</u> | [投資戦略] |
| デューク・エナジーCEOのビジョン | P.17 |
| 8. <u>半導体株への投資を諦めるな - Don't Give Up on Chip Stocks-There Are Bargains to Be Had</u> | [ハイテク] |
| 株価が下落した今、割安な優良銘柄は豊富 | P.18 |
| 9. <u>インフレは根強く構造的 - Inflation Is Sticky, Structural and Hard to Solve. The Party is Premature.</u> | [経済政策] |
| 勝利宣言は時期尚早 | P.20 |
| 10. <u>今週の予定 - Tesla Readies a 3-for-1 Stock Split for Aug. 24</u> | [経済関連スケジュール] |
| テスラ、1対3の株式分割へ | 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。

※記事中の株式やファンドの価格は、米バロonz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 © 2022 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. 減量薬が大ヒットする可能性

[フィーチャー]

Weight-Loss Drugs That Actually Work. They Could Be Blockbusters

多様な疾患を予防

課題は保険適用

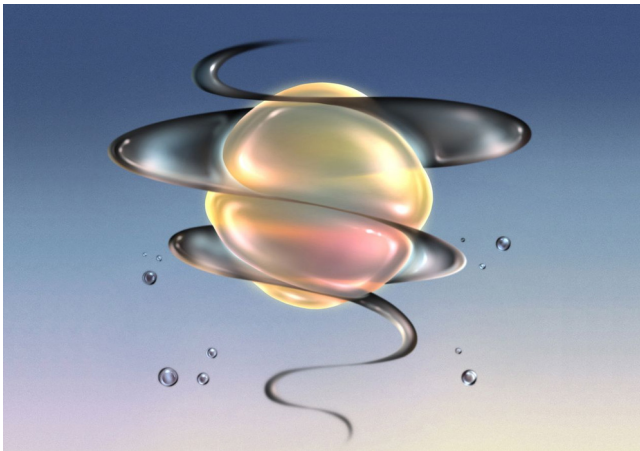


Illustration by Shuhua Xiong

これまでさまざまな種類のダイエット、サプリメント、エクササイズが流行したが、ついに安全で効果的な減量薬が誕生しようとしている。これは今のところ、米国で1億人、世界で5億人の生命を脅かす肥満を食い止めるための最大の希望だ。

新たな減量薬はインクレチンと呼ばれる。研究によれば、インクレチンは体重の20%超を安全に減らすことができる。インクレチンを開発した医薬品会社のノボ・ノルディスク<NVO>とイーライリリー<LLY>にとって史上最大のヒット薬となる可能性がある。

肥満の米国人全員が現在の価格でインクレチンによる治療を受けた場合、インクレチンの年間市場規模は1兆ドルとなるだろう。もちろん、このコストは保険会社の手に負えないため、利用は厳しく制限されている。しかし、値下げの余地は大きく、値下げされてもノボとイーライリリーの株主に恩恵をもたらす。

ノボとイーライリリーは当初、2型糖尿病の治療のためにインクレチンを開発した。しかし、インクレチンは減量も促進することが判明した。ノボは昨年、「ウェゴビー」というブランド名で、肥満治療用の注射薬セマグルチドを米国で販売する承認を得た。セマグルチドの需要は非常に強く、株価は1年間で50%上昇し、今年に入ってから約122ドルの高値を記録した。株価収益率（PER）は同業他社を約70%上回る。

イーライリリーも同じく注射薬のチルゼパチドで後に続いた。チルゼパチドは、6月に発表された研究結果によると、平均で21%の減量を実現する。減量薬としてはまだ承認されていないが、ウォール街がイーライリリーを選好する理由の一つとなっている。直近の株価は約300ドルで、今後12カ月のコンセンサス予想利益に対するPERは34倍と、セクター平均の倍である。

投資家の評価は、インクレチンの年間売上高が2030年代初めまでに500億ドルか600億ドルを上回る可能性があるという推定に基づいている。医薬品は通常、年間売上高が10億ドルを上回ればブロックバスター（超大型新薬）とみなされる。現在、世界で最も売れている医薬品はアッヴィ<ABBV>の関節リウマチ治療薬「ヒュミラ」で、年間売上高は200億ドル超だ。

過去60年間で米国の成人に占める肥満の割合は13%から43%へ上昇した。米国だけで肥満が1億人以上増加したことになる。米国人男性の平均体重は1960年の166ポンド（約75キロ）から200ポンド（約91キロ）に増加した。女性の平均体重も140ポンド（約64キロ）から171ポンド（約78キロ）に増加して

いる。

肥満は多くの悪影響をもたらす。糖尿病、心血管疾患、がんのリスクを高め、睡眠や仕事などの日常的な活動を妨げる。肥満の原因は肉体労働の減少や安価で高カロリーの食品かもしれない。しかし、この病を抑えるには適切な食事と運動以上のものが必要だ。

インクレチンは有望だが、投資家は幾つかの問題の見通しがはっきりするまで期待し過ぎてはならない。第一に、ノボはセマグルチド以外に有力なブロックバスターをあまり保有しておらず、当面はセマグルチドに将来を左右される。対照的に、イーライリリーは多くの医薬品を多角的に手掛けており、アルツハイマー病、自己免疫疾患、がんの有望な治療薬の候補を有する。

第二の問題はノボとイーライリリーの両方が打破しなければならない。それは高価な減量薬が保険会社と政府の医療保険プログラムの対象となることだ。インクレチンは肥満を軽減できるが、完全に治療することはできない。これまでのデータによれば、患者は薬を永続的に服用しなければならないだろう。医療費を支払う保険会社や政府は、そのコストを負担する準備ができていない。

内分泌内科医のマリア・セシリア・アスニス氏によれば、ノボのウェゴビーが保険の対象とならなかった場合、患者にとって平均で毎月1000～1500ドルの負担となる可能性がある（アスニス氏はいかなる製薬会社からも報酬を受け取っていない）。一方、医療保険の対象となる際に、保険会社と製薬会社の交渉によって価格が割引かれたとしても、保険会社はウェゴビーに年間約1万ドルを支払う必要があるだろう。

肥満の治療は糖尿病や心臓病を予防し、それに伴う医療費を節約するという証拠がある。しかし、ノボとイーライリリーがそのメリットを証明し、インクレチンへの何百億ドルもの支出が医療費の削減によって相殺されることを保険会社に納得させるには、治験を完了しなければならない。

■ 糖尿病治療薬がきっかけに

研究者がインクレチンに最初に気付いたのは35年前である。当時、食後に腸からグルカゴン様ペプチド1（GLP-1）というホルモンが放出されることが発見された。GLP-1は血液中のインスリン濃度を高め、食欲を減退させるが、血中ではわずか数分しか持続しない。医薬品業界は、2型糖尿病の注射薬として、GLP-1と同様の効果を持ち、持続期間が長い製品を開発することを目指した。

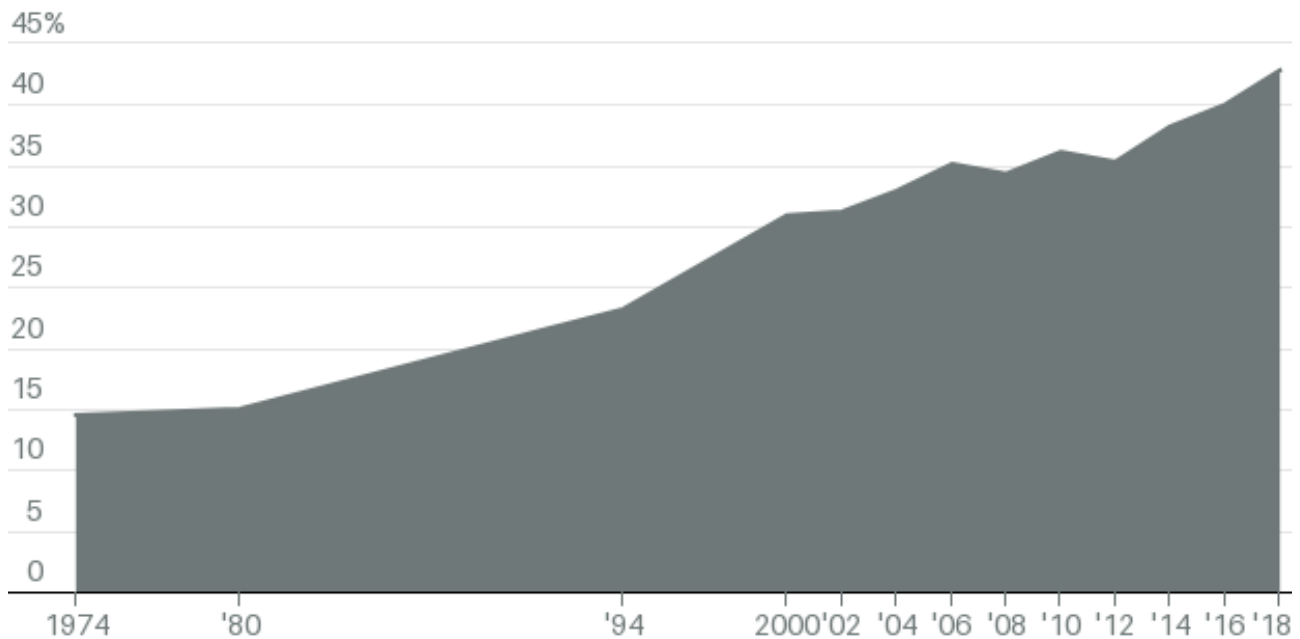
GLP-1薬を服用した糖尿病患者は体重が減少した。そこでノボは、糖尿病ではないが肥満の人などを対象としてGLP-1薬の成分の試験を開始した。この試験を通じて、GLP-1薬が患者の体重を5～8%減らす助けとなることが示された。ノボは2014年、初のインクレチン減量薬を「サクセンダ」というブランド名で販売することについて、米食品医薬品局（FDA）から承認を得た。

インクレチン薬は改良を続けてきた。2017年、ノボは週1回注射の糖尿病治療薬オゼンピックを発売した。この製品はGLP-1の一種であるセマグルチドをベースとしている。オゼンピックは糖尿病患者の血糖値を正常化する一方、他の承認済みのあらゆるGLP-1よりも大幅に体重を減らすことができた。人間は脳を含む多くの臓器にGLP-1受容体を持っている。セマグルチドは他のGLP-1よりも脳の受容体に届きやすく、食欲を抑える。

The Problem

The share of Americans considered obese has nearly tripled since 1974.

U.S. Obese Adults, Ages 20-74



Source: National Center for Health Statistics

2021年6月、ノボは米国でセマグルチドをウェゴビーというブランドで販売するための承認を得た。処方件数は週2万件をすぐに上回った。しかし12月、ノボは社外の製造業者の問題が供給の制約になっていると発表した。この問題は今年末までに解消するとされている。

イーライリリーはセマグルチドに対抗してチルゼパチドという医薬品を開発した。チルゼパチドはGLP-1受容体を標的とするだけでなく、GIPという別のホルモンの働きも促進する。イーライリリーは、2型糖尿病患者を対象としたセマグルチドとの対照試験で、チルゼパチドがセマグルチドよりも血糖値のコントロールに優れ、セマグルチドに比べて患者の体重を大幅に減らす効果があったと報告している。

今年4月、イーライリリーはチルゼパチドの減量効果に関する初の治験結果を発表した。投与量が最も多かった患者は72週間後に体重が平均で21%減少した。5月、チルゼパチドは糖尿病治療薬として「マウンジャロ」というブランド名でFDAから承認を取得した。イーライリリーは、減量効果を検証する治験を追加で実施した後、2023年終盤に減量薬として申請を行う予定だった。しかし、経営陣は直近の決算説明会で、糖尿病治療の治験と最近発表された肥満治療の治験のデータを組み合わせることで、予定より早く申請を行うことが可能かどうかFDAと話し合うと述べた。

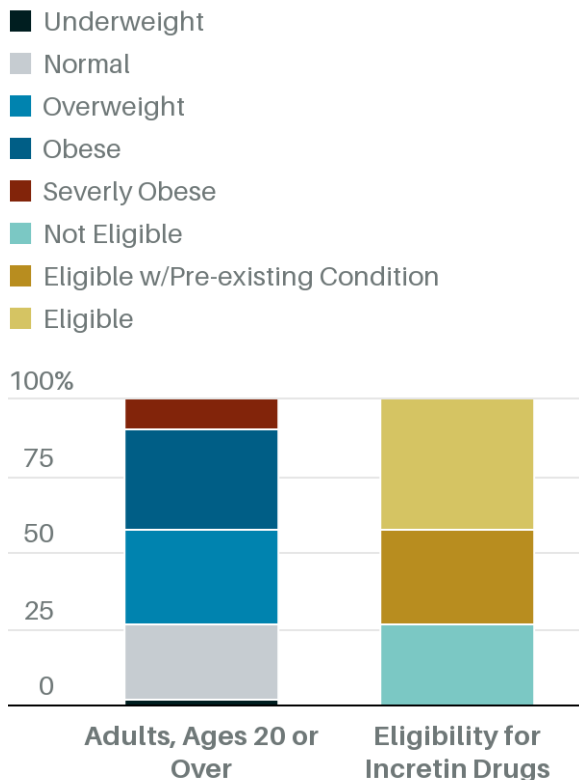
インクレチン以前の減量薬は、心臓に悪影響を及ぼす可能性があるだけでなく、効果もあまり高くなかった。アスニス氏は「インクレチンの利点は、心臓にとって安全であるのみならず、心臓に良い効果をもたらすということだ」と語る。とはいえ、ノボとイーライリリーの医薬品に副作用がないわけではなく、多くの患者は投与量が増加するにつれて吐き気や下痢を経験する。しかし、アスニス氏によれば、こうした症状は次第に和らぐか、あるいは吐き気止めで抑えることができる。アスニス氏が

治療してきた何千人もの患者のうち、副作用が理由でインクレチンの服用を止めたのは一握りにすぎない。

どちらの株式が有望か

Who Can Get the Drugs?

Incretins are for adults who are either obese or simply overweight but have preconditions like high blood pressure.



Sources: company reports; J.P. Morgan; National Center for Health Statistics

アスニス氏は、患者が服用を止める理由は、保険が適用されないからというケースの方が多いと語る。ノボとイーライリリーはいずれも、保険会社と政府に肥満治療の医療費を支払うことを納得させるために、減量が他の疾患を予防することを証明するための治験を実施している。ノボは1万7500人の肥満患者を対象として、セマグルチドによる治療が心臓発作、脳卒中、心臓突然死の発生率を引き下げたかを検証する治験を順調に進めている。イーライリリーも同様の治験の被験者を募集する予定だ。

ウォール街はインクレチンに関して楽観的である。6月初め、JPモルガンのリチャード・ボッサー氏はノボのインクレチン製品の予想売上高を2倍に上方修正し、投資判断を中立からオーバーウェイトに引き上げた。ボッサー氏はセマグルチドとその併用療法による売上高がイーライリリーの製品を上回り、2030年の予想売上高400億ドルのうち270億ドルを占めると考えている。ノボの直近の株価は100ドルだが、来年には127ドルに達する可能性があると言う。

これに反対するのはUBSのマイケル・ロイヒテン氏だ。ボッサー氏による投資判断引き上げの数週間後、ロイヒテン氏はノボの投資判断を中立から売りに引き下げた。ロイヒテン氏はイーライリリーのインクレチン薬が効果と売上高の面でノボを上回り、ノボには割高な株価を正当化するほどの増収余地がないと考えている。

ロイヒテン氏はノボのインクレチン薬の売上高が増加するという見解には同意する。しかし、今後数年間でセマグルチド関連製品が売上高全体の約60%を占める可能性がある点が気がかりだと言う。ロイヒテン氏はノボが売上高の集中を避けるために研究開発費を増やす必要があると考えている。

UBSのアナリスト、コリン・ブリストー氏によれば、イーライリリーが糖尿病治療薬・減量薬市場でノボより大きな市場シェアを獲得することも考えられる。しかも、インクレチンが売上高全体に占める割合は依然として40%以下だ。ブリストー氏はイーライリリーの2030年予想売上高520億ドルのうち約220億ドルをインクレチンが占める可能性があると考えている。ブリストー氏の考えでは、イーライリリーのインクレチン薬は今後も業界最高の水準を維持するものの、その点は株価に織り込まれていることになる。投資判断は中立だ。

イーライリリーとノボが製品を改良・発売する過程で、投資家はUBSのアナリストの見解が慎重過ぎるかを判断するための機会を何度も得られるだろう。肥満の医療上のコストと社会的コストが増大し、注目されるようになれば、インクレチン市場は誰も予想しなかったほど大規模になる可能性もある。

By Bill Alpert
(Source: Dow Jones)

2. 流動性リスクがある7銘柄 7 Companies at Risk of Liquidity Squeeze 現金残高が不足し、業績も悪化傾向にある企業

[スクリーニング]

金利上昇の悪影響



Illustration by Bill Butcher

金利上昇と与信市場逼迫（ひっばく）化の中で、バランスシートが脆弱（ぜいじゃく）な企業は借入れコストの上昇に苦しめられようとしている。

クルーズ会社のロイヤル・カリビアン・グループ<RCL>がまさに好例だ。6月末時点で、55億ドルの短期債務に対して、現金はわずか21億ドルだった。短期債務の一部を借り換えるために11億5000万ドル相当の転換社債を最近発行して、償還を2023年から2025年へ先送りした。しかし、借り換え前の債務の金利が4.25%と2.875%だったの

に対して転換社債の金利は6%と、利払い負担は重くなる。ロイヤル・カリビアン・グループの営業キャッシュフローは前四半期に黒字に転じ、最高経営責任者（CEO）のジェイソン・リバティー氏は、バランスシートを新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）前の水準へ戻す計画であると述べた。本誌はロイヤル・カリビアン・グループにコメントを数回求めたが、回答は得られなかった。

米連邦準備制度理事会（FRB）はインフレに対抗するために、フェデラルファンド（FF）金利誘導目標を3月以降に2.25%引き上げた。それは、借り換えか、借入れ増額が必要なリスクの高い発行体にとってはトラブルを意味する可能性がある。S&Pグローバル・レーティングスのアナリストであるエバン・ガンター氏は最近のレポートで、「リスクの高い発行体は、資金調達の選択肢が比較的少ないだけでなく、市場が乱高下して金融情勢が急速に変動する環境でリスク回避の機運が高まる中、借り換えリスクがさらに高まり、資金調達コストが上昇する可能性がある」と書いている。

格付けが投資不適格の債券（ジャンク債）発行額は、2022年上半期に75%減少している。スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）によると、ジャンク級の格付けで利回りが米国債を10%上回るディストレスト債務の額は、ほんの2カ月前の260億ドルから7月には1160億ドルへ急増した。それは、与信市場が債務返済に対してますます不安になっていることを示唆している。

景気が悪化すれば、企業の利益が圧迫されてキャッシュフローが減少する可能性がある。融資を受け

られない企業は増資を強いられて、株主の権利が希薄化されるかもしれない。最悪のシナリオでは企業が破綻する可能性もある。

現金と利益が減少する中で、債務返済と賃料支払い

Liquidity Watch

Rising interest rates and tightening credit conditions could spell trouble for higher-risk issuers that need to refinance debt or borrow more.

Company / Ticker	YTD Change	Cash Balance (mil)	Cash Balance One Year Ago (mil)	Short- Term Obligations (mil)	Last- 12- Month Ebitda (mil)	Data as of
Royal Caribbean Group / RCL	-45.7%	\$2,102	\$4,307	\$5,538	-\$1,884	06/30/2022
Bed Bath & Beyond / BBBY	-27.1	108	1,132	335	-121	05/28/2022
Party City / PRTY	-75.0	39	85	350	95	06/30/2022
Rite Aid / RAD	-28.0	56	119	579	411	05/28/2022
Wolverine World Wide / WWW	-21.2	149	346	533	290	07/02/2022
Caleres / CAL	31.2	34	98	424	310	04/30/2022
Express / EXPR	-31.8	37	84	200	96	04/30/2022

Note: YTD change through Aug. 11.

Sources: FactSet; Bloomberg

本誌は、流動性が逼迫するリスクのある企業を見つけるために、まず保有現金が1年前から半分以下へ減少した企業をスクリーニングした。その中で、有利子負債と固定家賃を含む短期債務が、保有現金と年間利益の合計額を上回っている企業を探した。

さらに絞った結果、次の7社が特定された。ロイヤル・カリビアン・グループ、パーティー関連グッズ

メーカーのパーティー・シティ・ホールドコ<PRTY>、生活用品小売りチェーンのベッド・バス・アンド・ビヨンド<BBBY>、ドラッグストアチェーンのライト・エイド<RAD>、紳士・婦人服専門チェーンのエクспレス<EXPR>と、靴メーカーのウルヴァリン・ワールド・ワイド<WWW>とカラレス<CAL>だ。

小売業界は痛みを感じている。ビーオブエー・セキュリティーズでローン戦略を率いるネハ・コーダ氏は、小売企業は消費者需要に大きく依存しており、コスト上昇を消費者に転嫁するための価格決定力を往々にして欠いていると言う。

ベッド・バス・アンド・ビヨンドでは、インフレ下で個人消費が減少する中で売上高が減少し、赤字を計上している。5月末の現金は1億800万ドルで、1年前の11億ドルから減少した。ベッド・バス・アンド・ビヨンドの負債の大半は2024年まで償還期限を迎えないものの、来年には3億3500万ドルの賃料を支払う必要がある。バンク・オブ・アメリカのアナリストであるジェイソン・ハース氏は、納入業者が商品に対する支払期間の短縮を要求すれば、ベッド・バス・アンド・ビヨンドは流動性の危機に直面するかもしれないと警告した。ベッド・バス・アンド・ビヨンドには10億ドルの回転信用枠があり、担当者は本誌に対して電子メールで、「当社は、設備投資を当初計画比で1億ドル超減らすなど、多くの面で既に策を講じている」と述べた。

パーティー・シティの6月末時点の現金は3900万ドルで、1年以内に返済する債務と支払う賃料は3億5000万ドルだ。過去12カ月の利益は9500万ドルで、前年同期比20%減少した。最高財務責任者（CFO）のトッド・ボーゲンセン氏は最近の決算説明電話会議で、「当事業に影響するマクロ経済的要因にもかかわらず、現在の流動性に問題はなく、事業を継続する上で十分と感じている」と語った。ボーゲンセン氏は、パーティー・シティは、回転信用枠に加えて、設備投資の削減やプロジェクトの先送りによって、1億5700万ドルの資金が利用可能であると述べた。また、現在の債権者から2200万ドルを調達する計画だ。

ライト・エイドは、2025年までに返済を迎える債務はほとんどないが、5億7400万ドルのリース債務があり、5月末時点の5600万ドルの現金を大幅に上回っている。過去12カ月の利益は、前年同期比18%減少した。マシュー・シュローダーCFOは最近の決算説明電話会議で、「当社にとって債務返済が最優先事項だ」と語った。ライト・エイドは、自社保有の店舗の売却・リースバックの拡大を模索しており、年内に売却資金の入手を予想している。ライト・エイドはまた、発行済み債券をディスカウントで買い戻すために、17億ドルの回転信用枠のうちの最大1億5000万ドルの利用を計画している。ライト・エイドによると、回転信用枠の金利の方が低いため将来の利払いを節約できることになる。

エクспレス、ウルヴァリン・ワールド・ワイドおよびカラレスも、短期債務が現金を上回っているが、3社共に利益は最近改善傾向にある。3社は、コメントを拒否したか、コメント要請に対応しなかった。

米国がリセッション（景気後退）入りすれば、さらに多くの企業が圧力に直面するだろう。ガンター氏は、「金融引き締め期間が長引けば、脆弱な発行体、地域またはセクターが圧迫を受けるリスクが高まる」と言う。

By Evie Liu
(Source: Dow Jones)

3. 中国は超大国と新興国市場の両面を併せ持つ

[インタビュー]

China Is a Superpower and an Emerging Market

アリアンツ・グローバル・インベスターズのメゾンヌーブ氏に聞く

中国はそれ独自で資産クラスとみるべき



Photograph by Harry Mitchell

アリアンツ・グローバル・インベスターズのマネージング・ディレクター兼株式部門のグローバル最高投資責任者（CIO）であるビルジニー・メゾンヌーブ氏に話を聞いた。パリに住んでいた5歳の頃から中国に興味を持っており、中国語の学位を取得し、投資家になり、世界中で働くようになった。中国でのキャリアは、北京にあるフランス外務省のコンサルタントとしてスタートし、その後、ピムコ、シュローダー、ステート・ストリート・リサーチなどの企業でポートフォリオマネジメントのポジションやCIOを歴任し、中国をはじめ、環境、社会、

ガバナンス（ESG）投資の分野における投資のパイオニア的存在となっている。

本誌：ペロシ米下院議長の台湾訪問によって米中間の緊張が一層高まる中、台湾情勢の今後をどう見るか。

メゾンヌーブ氏：台湾は、中国にとってデリケートな問題だ。特に、習近平主席が3期目の総書記に再任される可能性が高い第20回党大会も近い。中国はその軍事力を世界に誇示し、言動一致の意欲を見せた。台湾をめぐる物理的な衝突が起こることは、中国にとっても米国にとっても利益にはならない。投資家の観点からは、テクノロジー、特に半導体など、特定のセクターにおける台湾の強さは依然として変わらない。仮に地政学的な緊張からバリュエーションが大きく低下した場合、投資家はその機会を利用してポートフォリオに積み増すべきだろう。

Q：中国への資産配分をどう考えるか。

A：中国の経済と資本市場の規模を考えると、投資家は中国を独自の資産クラスとして考える必要があると思う。中国はもはや標準的な新興国市場ではなく、新興国の特性と超大国の特性を併せ持つハイブリッドな存在だ。また、5カ年計画で経済運営されている中国は、ポートフォリオに分散化効果をもたらす。例えば、現在、世界が金融引き締めに動いている中で、中国は逆に金融緩和に動いている。中国が資産クラスであるといっても、投資家が常に中国に固定的または恒常的にエクスポージャーを持つべきということではなく、アジア地域や世界の他の市場とは別に考える必要があるということだ。

Q：iシェアーズMSCIチャイナETF<MCHI>は年初来約22%の下落だが、そろそろ買い時か。

A：中国株は、ボラティリティは高止まりすると思われるものの、バリュエーションと長期的な収益力を考慮すると、魅力が増していく可能性がある。中国政府は最近になって、国内総生産（GDP）成長率目標は厳格な目標ではなく、「最大限の努力目標」との姿勢を示したが、それでも中国のGDP成長は、特にイノベーション、経済のグリーン化、インフラなど、現在外国人が過小評価している分野で

投資家に機会を提供するだろう。また、中国の中央銀行は現在、世界の潮流である引き締めではなく、緩和を行っているため、これが資本市場を支える可能性が高い。

■ ポートフォリオ構築の4本の柱

Q：高インフレ、金利上昇、景気後退の可能性など、油断のならない環境での投資のアドバイスを。

A：投資家は4本の柱から成る分散型ポートフォリオから恩恵を受けることができると考えている。第一に、健全な配当を持つ優良バリューストック株は、金利上昇局面では投資家からプレミアム価格を得られる可能性がある。二つ目は、強固なバランスシートを持つ優良グロース株。三番目は、エネルギー安全保障、水、食料安全保障など、地政学的な不確実性により脆弱（ぜいじゃく）性が高まっており、長期的でインパクトの大きいテーマ。また、人工知能（AI）、サイバーセキュリティ、気候変動に関する「緩和」と「適応」などの分野でインパクトのあるイノベーションを起こす企業も、この柱に含まれる。第四に、明確なリスク管理プロセス。四つの柱を貫くテーマは、サステナビリティとESGだ。気候変動という背景を考えると、ESGはポートフォリオにとって「ニューノーマル」だと考えている。

Q：「優良バリューストック」の定義とは。

A：私は、ディープバリューストックを、バリュエーションが非常に低い株式と考える。優良バリューストックは、バリュエーションだけでなく、バランスシートの質にも着目しており、ポートフォリオに安定性をもたらす。理想的なのは、そうした銘柄が配当、すなわちインカム面での助けになることだ。ボラティリティの高い環境では、レジリエンスを買うことが非常に重要だ。

Q：ESGが重要な理由は。

A：長期的に見ると、企業は、例えば、エネルギーをどこで調達しているのか、あるいは、ガバナンスや持続可能性、環境におけるベストプラクティスは何かを理解する必要がある。これらはすべて、企業が生き残り、成功するための長期的なビジネスモデルを構築するのに役立つ。

Q：今年はESG投資に対する批判が多かったが、批判は行き過ぎだと思うか。

A：行き過ぎだと思う。ウクライナ情勢や新型コロナウイルス感染症のパンデミック（世界的大流行）後の景気回復を背景にした原油や石炭の価格高騰を受けて、ESG投資の有効性について一部の投資家が疑念を抱いたのも無理ないと思うが、これは短期的な現象だ。

ESGが長期投資家のニューノーマルである理由は幾つかある。第一に、気候変動のため、炭素排出、環境に関する各種の枠組み、水使用などに関する世界的な規制が強化され、企業が活動する場である生態系への圧力が高まり続ける。第二に、地球の資源に対するストレスに関する意識の高まりと、ポピュリスト的傾向の高まりを背景にしたグローバルな政治的インフラやシステムに対する圧力の高まりが相まって、包摂的資本主義がより重視されるようになる。これらの要因と年金基金や個人を含む顧客の要求が組み合わさることで、財務的リターンは依然として最重要課題であるものの、ESG、持続可能性、ポジティブな成果など、他の要因もますます重要になることを意味している。

「デジタルダーウィニズム」

Q：米中貿易戦争の本質は、中国の技術開発のスピードに対する米国の懸念と以前に発言しているが。

A：私は、テクノロジーと連動した生産と競争力の次の波を、「デジタルダーウィニズム」と捉えている。中国はイノベーションにおいて、巨大な局面に踏み出そうとしていると私は信じているが、世界はそれを過小評価している。中国のバイオテクノロジー企業数は米国より多い。だからといって、すべての企業の製品が良いわけではないが、30年前と比較すると、まさに驚くべきことだ。中国は、コロナ禍、ロックダウン（都市封鎖）、不動産セクターの問題、ハイテクセクターをめぐる規制の変革という嵐の中を通過し、ある意味、新しい中国になっている。

Q：「デジタルダーウィニズム」とは。

A：米中の緊張関係の核心は、デジタルダーウィニズムの進行であり、気候変動に脅かされる世界において、テクノロジーとAIの統合に基づく数十年にわたる世界的なパワーをめぐる闘争だ。

Q：デジタルダーウィニズムというテーマへの投資方法は。

A：さまざまな方法で投資することができる。第一に、ハイテクセクターを通じて直接投資する。第二に、デジタルの進化を支えるインフラやハードウェア、あるいはメタバースなどの実現手段を通じる方法がある。そして三つ目は、恩恵を受ける企業を通じて投資する。恩恵を受ける企業はテクノロジー企業である必要はない。実際、新しいビジョンと新しいツールを受け入れ、これまでとは異なるやり方を実行する従来型企業は強力な変化を遂げることができるが、バリュエーションにはまだ反映されていないこともある。

変化はすべてのセクターに浸透しつつあり、ディスラプション（創造的破壊）のトレンドは急速に波及し、それが機会を生み出している。重要なのは、テクノロジーとビジョンによって、特定のセクターの競合他社に対して競争力を発揮できるようにする方法を理解することだ。

By Lauren Foster
(Source: Dow Jones)

4. インデックスファンドが衰退する可能性

[フィーチャー]

Commentary: Why Index Funds Could Fade
マイナス要素をよく理解することが重要

堅調なインデックスファンド

インデックスファンドは素晴らしい実績を残してきた。モーニングスターによると、インデックスファンドは2022年3月末までに個人投資家から8兆5000億ドルの資金を集めた。これは全てのアクティブ運用ファンドの運用総額よりも多い。このようにインデックスファンドは支配的な投資手法となった。

しかし、最近の株式市場の弱気相場入りは、これらの人気ファンドに新たな疑問を投げかけている。インデックス運用は回復し、さらに成長し続けるのか。それとも、インデックスファンドの長所とともに短所を考える時期に来ているのだろうか。

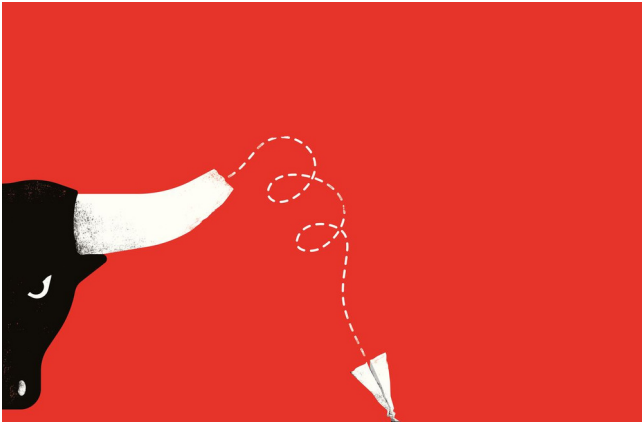


Illustration by The Project Twins

長所の理解は簡単だ。インデックス運用はシンプルな戦略であり、通常は手数料も安い。エール大学の投資責任者で伝説的な投資家だったデービッド・スウェンセン氏も、バークシャー・ハサウェイ<BRK.A>のウォーレン・バフェット氏も、こうした理由でインデックスファンドを支持している。

昨年、著名な投資家であるチャールズ・エリス氏は、10～30年の投資期間であれば、「インデックスファンドに投資することで、上位4分の1の運用成績を得ることが保証されている。確実に

に勝者になることができる」と主張した。スウェンセン氏、バフェット氏、そしてエリス氏のいずれも間違っているのだろうか。答えはイエスだ。特にエリス氏について言える。それはなぜか。

投資銘柄が集中するリスク

理論的には、インデックスファンドの投資は非常に分散されている。しかし、実際には、インデックスファンドは時価総額加重型であり、その時点の人気銘柄に資金が流れ込む。インデックスファンドの投資家からの人気と、人気銘柄を好んで投資するインデックス構築上の特性が組み合わさることで、より多くの資金がより少ない銘柄に流れ込むというわけだ。

過去1年にわたり、S&P500指数のインデックスファンド資金の25%がたった5銘柄に投資されている。すなわち、アップル<AAPL>、マイクロソフト<MSFT>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、電気自動車（EV）メーカーのテスラ<TSLA>、そしてアルファベット<GOOGL>だ。2022年第2四半期末時点では、アップルだけでインデックスファンド資産の7.1%が投資されていた。

株価指数は人間が提供しているため、少数の割高な銘柄への集中をさらに高める傾向がある。S&P500指数を管理する指数委員会が構成銘柄を頻繁に変更し、その過程で株価収益率（PER）が除外された銘柄の2倍超の銘柄を追加する傾向があることが一例だ。

時価総額加重型の株価指数への投資は、株価が上昇した銘柄にはより多くの新規資金が流れ込み、株価が下落した銘柄にはあまり流れ込まないことから、「モメンタム」投資でもある。ここに皮肉がある。インデックス投資の考え方は、株価に利用可能な全ての情報が織り込まれる「効率的な市場」を反映するものとされている。モメンタムアプローチは、効率的な市場では機能しないはずだ。市場の効率性を支持する学者は、モメンタム投資の成功例を説明のつかない例外、あるいは運の良かった例として扱う。

インデックスファンドの構築には、他にも矛盾があるように思われる。株価が長期的リターンの主要な決定要素を反映しているという議論の余地のない原則を無視していることに加え、インデックス運用は他の多くの要素をも無視しているのだ。

ニュースレター「グラント・インタレスト・レート・オブザーバー」の創設者で編集責任者であるジェームズ・グラント氏は2018年、大手インデックスファンドの全てがヘルスケア企業であるマイメデ

ックス・グループ<MDXG>の株式の23%を購入し、経営陣が辞任または解雇されて過去の財務諸表が撤回された後もそのまま買い続けたことを指摘した。グラント氏は、「これこそがパッシブだ」と皮肉交じりにみている。

■ ストックオプションや自社株買いにも注意

インデックスファンド、企業経営者のストックオプション、そして自社株買いの間に、あまり理解されていない共生関係があることも重要なマイナス要素だ。

インデックスが時価総額加重型のためにインデックスファンドで構成比率の高い大企業は、経営トップへの報酬支払いの方法としてストックオプションに大きく依存する傾向がある。過去において、ストックオプションは現金報酬に比較して会計上の費用を削減でき、その結果、会計上の利益を増やし、株価を上昇させた。

この制度の起源は、1990年代に議会が現金報酬を潜在的に割高にし、また米財務会計基準審議会（FASB）がストックオプションを完全費用化することを思いとどませたことにあると考えられている。

企業の自社株買いは、ストックオプション制度の重要な一部である。自社株買いは、自社株への需要を喚起してストックオプションのイン・ザ・マネー化（行使した場合に利益が出る状態になるようにすること）を促進するだけでなく、ストックオプションの行使に通常伴う利益の希薄化を覆い隠す。1株当たり利益（EPS）は、ストックオプションの行使によって減少するどころか、買い戻し額が行使額を上回れば、増加する。さらにうれしいことに、EPSと株価の上昇により、時価総額加重型のインデックスファンドによる買い付けがさらに進むのだ。

株式相場が下落する中、ストックオプション報酬に依存する米国企業はジレンマに直面する。そうした企業は、ストックオプション報酬が割高になる可能性のある代替オプションを発行するか、あるいは主要な従業員を失うかのどちらかだ。

さらに、ストックオプションの行使に直接関係しない企業の自社株買いに1%の連邦税が新たに課されることや、最高経営責任者（CEO）などへの巨額なストックオプション付与をターゲットにするアクティビスト（物言う投資家）が圧力を強めていることなどにより、複雑な状況が生み出されている。

米国の規模の小さいハイテク企業は、費用計上が過小で行使価格が市場価格よりも高くなっているストックオプションがあることが顕著だ。しかし、株価指数で大きな割合を占める大型成長企業も同様のことが言える。これらの銘柄とそれらが支配する株価指数については、「気を付けろ」としか言いようがない。

著者は投資顧問会社ハンタールイスのCEOであり、ケンブリッジ・アソシエイツの共同設立者かつ元CEOである。米国の主要大学の投資戦略に関する助言で知られる。

By Hunter Lewis
(Source: Dow Jones)

5. 弱気相場に安らかな眠りを。兆候は買い増しを指し示す

[コラム]

R.I.P., Bear Market. For Now, Signs Point to More Buying

サマーラリーは続き、好材料が並び、民主党にも追い風

インフレはピークアウト？



David Swanson/Reuters/Alamy

先週の株式市場はインフレ率が予想を下回ったことを好感し、S&P500指数は3.3%上昇し、4週続伸のサマーラリーとなった。その原動力は、インフレをめぐる明るいニュースである。7月の米消費者物価指数（CPI）は前月比でコンセンサス予想の0.2%上昇に対して横ばいとなった。前年同月比では依然として8.5%上昇しているが、投資家はインフレがピークに達し、年末には4%近くになる可能性があると考えているようだ。

株価指数は好調

S&P500指数は、6月中旬の安値から50%以上回復し、年初来では10.2%という比較的小幅な下げにとどまっている。8月12日には下げの50%戻しとなる4232を上回った後、4280.15で引けた。

ダウ工業株30種平均（NYダウ）の年初来下落率は7%にとどまり、国際石油資本のシェブロン<CVX>や、製薬大手のメルク<MRK>、バイオ医薬品メーカーのアムジェン<AMGN>、飲料大手のコカ・コーラ<KO>などのディフェンシブ銘柄の株価上昇が支援材料となっている。

ナスダック総合指数は年初来16.6%下落しているが、6月の安値からは20%以上回復しており、投機的な銘柄が動意づいている。代表格はキャシー・ウッド氏率いる上場投資信託（ETF）のアーク・イノベーションETF<ARKK>で、保有上位銘柄には電気自動車メーカーのテスラ<TSLA>やデジタルメディア製品製造のロク<ROKU>がある。アーク・イノベーションは6月中旬から約40%上昇している。

サマーラリーは終わるか

論点のポイントは、ラリーはこれまでかどうかだ。懐疑派は、労働需給の逼迫（ひっばく）もあってインフレは抑制されておらず、米連邦準備制度理事会（FRB）は今後も短期金利を積極的に引き上げるだろうと見ている。CME（シカゴ・マーカンタイル取引所グループ）のフェドウォッチは、フェデラルファンド（FF）金利が現在の2.25～2.5%から年末までに3.5～3.75%でピークをつけることを示している。

強気派の支援材料は多い

独立系投資リサーチ会社ルーソルド・グループの最高投資ストラテジスト、ジム・ポールセン氏は1カ月前、本誌に「かなり良いラリーが始まるかもしれない」と語っていた。当時、S&P500指数は現在の水準をほぼ10%下回っていた。先週、ポールセン氏はまたも楽観的な見方を本誌に示した。ポールセン氏が7月上旬に強気だったのは、FRBが7月の利上げ後に金融引き締めに抑制的になると考えたからであり、現在市場は「新たな緩和サイクルの一手手前」にあるかもしれないと述べている。

ポールセン氏は、FRBの年内の利上げ幅は市場の予想より小さいと見ている。ドル安、住宅ローン金利の低下、ジャンク債市場の強さなど、最近の緩和的な要因を挙げ、「株式投資家として、これから始まる緩和サイクルを見過ごしたいのか」と問い掛ける。

独立系投資リサーチ会社、ファンドストラットのリサーチ責任者、トム・リー氏も強気だ。リー氏はラリーに懐疑的な見方が広がっていることに対して、騰落率の上昇、最近の小型株のアウトパフォームなど、強気のテクニカル要因を指摘している。

物価の沈静は民主党にプラスか

今年11月の中間選挙では、共和党が下院で決定的な勝利を収めて主導権を握り、場合によっては上院も制するというのが年初来の大方の見方だった。しかし、投資運用会社AGFインベストメンツのチーフ米国政策ストラテジスト、グレッグ・バリエール氏は、このシナリオの可能性が低くなりつつあると見ている。

ガソリン価格の低下とインフレのピークアウトの可能性、最高裁の中絶判決に対する反発、一部の共和党の上院候補が非力であることなどが、民主党に追い風となっている。バリエール氏は8月12日に、ワシントンの政治アナリストの大半が共和党の勝利の潮流を予測していると記しているが、本人はその一人ではなく、「目下のところ、共和党は下院を僅差で支配し、民主党が上院での多数派を維持できていると考えている」と付け加えている。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

6. 株式市場はインフレがピークを付けたように反応 The Market Is Acting Like Peak Inflation Is Over. Not So Fast. インフレが早く収まったという前提の投資はリスクが大きい

[米国株式市場]

消費者物価指数に対する前のめりの反応

先週、ウォール街は好材料に恵まれた。しかし、少しばかり先走り過ぎたようだ。

米労働省が10日に発表したデータによると、7月のインフレ率は鈍化した。7月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比で8.5%の上昇だったが、エコノミストが予想した8.7%や6月の9.1%の上昇をいずれも下回るものだった。



Drew Angerer/Getty Images

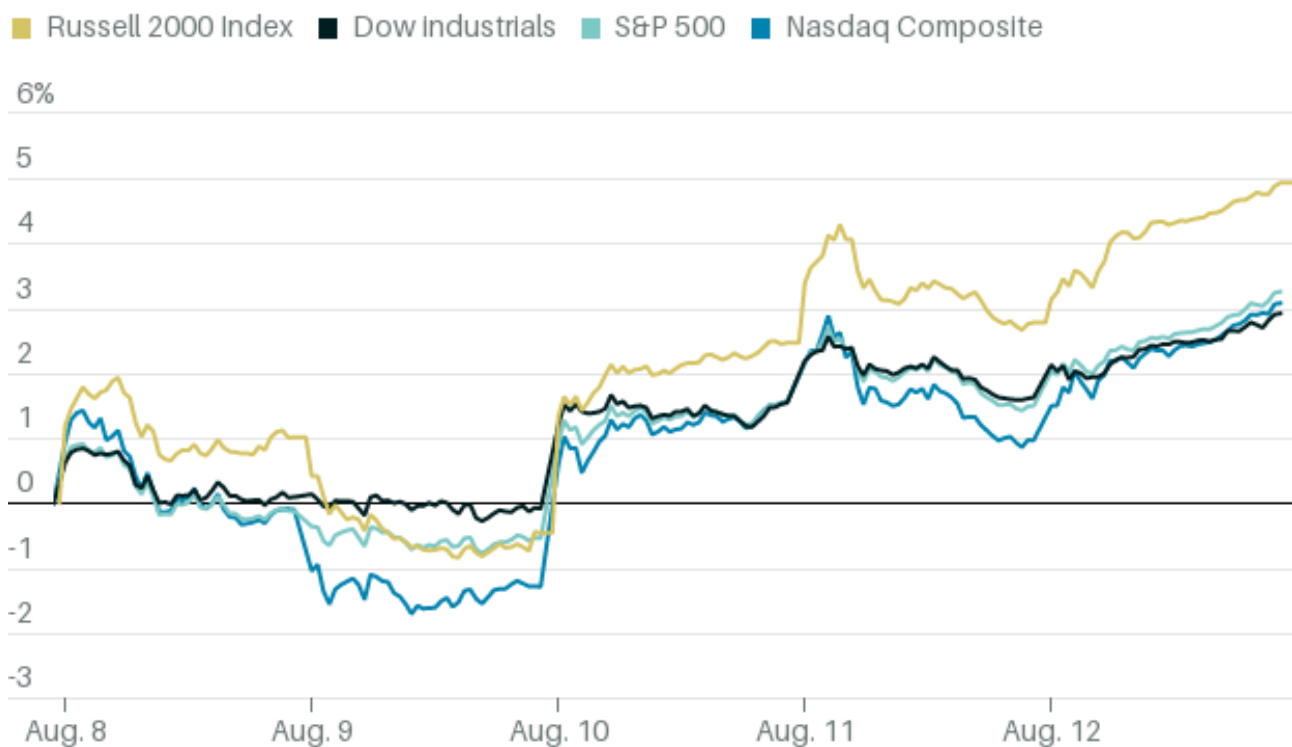
この発表を受けて10日のS&P500指数は2.1%上昇し、ハイテク株のウエートが高いナスダック総合指数は強気相場入りした。主要株価指数は、S&P500指数が前週末から3.3%高の4280.15となり、ダウ工業株30種平均は2.9%高の3万3761ドル5セントで引けた。ナスダック総合指数は3.1%上昇して1万3047.19となり、小型株のラッセル2000指数は4.9%高の2016.62で週末を迎えた。

物価上昇が緩やかになったことを投資家が喜ぶのは当然だ。しかし、シャンパンの栓を抜くのはまだ早いかもしれない。

インフレ率は8.5%と、米連邦準備制度理事会（FRB）が目標とする2%にはまだ程遠く、FRBはインフレが落ち着くまで引き締めを続けそうだ。

高いインフレ率が続く公算

Market performance



Source: FactSet

また、インフレ率がピークに達したとしても、しつこく高い水準にとどまる可能性が高い。リチャード・バーンスタイン・アドバイザーズの最高経営責任者（CEO）であるリチャード・バーンスタイン氏は、本誌に「1度だけ指標が良かったからといって、FRBのやり方が変わるわけではない。FRBが一番避けたいのは、ブレーキから足を離し、インフレが急激に戻るからだ」と語った。

インフレが数十年来の高水準よりは低いままだとしても、しつこいインフレ状態が続くと考えられる理由は幾つかある。つまり、年末にかけて投資家は、市場のボラティリティーが高まる中になることにな

りそうだ。10日に上昇が目立ったのはハイテク株や暗号資産（仮想通貨）などの投機的な資産で、引き締めサイクルの中で上昇すると考えられる銘柄ではなかった。

バーンスタイン氏は「ハイテク株の上昇が続くと思うほど、FRBが引き締めを続けなければならないと考えざるを得ない」と指摘する。これは、投機的な投資家心理が、他の経済指標が示しているような景気減速と相いれないからだ。

一方、7月の雇用統計はエコノミストの予想と大きく異なり、労働力に対する需要が引き続き堅調であることを示した。これは従業員を引き留めたり新規に採用したりするために、企業が依然として賃金を引き上げなければならないことを意味している。しかし、賃上げがインフレを引き起こし、結局元通りだと気づくまでは、誰も賃上げが嫌なわけではない。

一方、中国の幾つかの都市が新型コロナウイルス感染対策のために封鎖され、世界第2位の経済大国である中国からの需要が減少していることも、この明らかな景気減速の一因となっている。

バーンスタイン氏は、中国がまだゼロコロナ政策を実施しているため、コモディティーに起因するインフレに対して勝利宣言するのは難しいと警告し、「中国経済が6気筒か8気筒のエンジンで動き、コモディティーの動きが遅れているのなら問題ないはずだ。しかし今の中国経済は1気筒か2気筒で動いているだけだ」と指摘する。実際、この一週間、商品価格は上昇した。ブレント原油は先週1バレル100ドルに迫り、銅価格は上昇を続けている。

不安定な市場での戦略

BTIGのチーフ・マーケット・テクニシャン、ジョナサン・クリンスキー氏は、市場が不安定な中では上昇した後に反落する傾向があることを考えると、現時点で株式に夢中になることのリターンは、リスクと比較して低いと指摘する。

利上げとインフレの影響が経済に浸透するにつれて市場がしばらくの間不安定になると予想される中、FRBの引き続き積極的な引き締めと増益率の低下を基本シナリオとした方が良いでしょう。好材料が出た場合に投機的な銘柄に魅力を感じるかもしれないが、投資家は生活必需品、公益事業、ヘルスケアなど、安定した成長をもたらすディフェンシブなセクターにこだわった方が良いでしょう。

これらのセクターにもボラティリティーはあるかもしれないが、景気が下降局面になっても需要が劇的に減少することはないだろう。

By Carleton English
(Source: Dow Jones)

7. 原子力発電の意外な将来性 Nuclear Power Has a Surprising Future デューク・エナジーCEOのビジョン

[投資戦略]

「インフレ低減法」による税制支援



F. Carter Smith/Bloomberg

私は、ウランの燃料棒を設置するなら自宅にあるバスケットボールのゴールのそばだろうと考えた。隣の庭のホースで供給する水を冷却材および中性子の減速材として使用し、連鎖反応を持続させる。そう、標準的な軽水炉だ。だが、2022年インフレ低減法の税額控除の対象となる原子力発電所は既存の設備のみであると判明した。まあ、核分裂に関する私の知識はエネルギー省のウェブページにある説明を斜め読みした程度に過ぎないし、くだんのホースは妻がトマトの水やりに使っているもので、それでもかまわない。しかし、クリーンエネルギー関連の税額

控除の目的は通常、建設や購入を促進することであるにもかかわらず、今回の税額控除の対象が既存の稼働設備のみであるのはなぜだろうか。これには答えられるかもしれない。

私はマンハッタンのミッドタウンから北に40マイル近く行った、木々と小道が多く、そして172基の緊急サイレンが設置されている地域に住んでいる。かつてニューヨーク市の電力の4分の1を供給していた近隣の村の原子力発電所は昨年永久停止されたが、その後も四半期ごとにサイレンのテストが行われている。環境団体を含め多くの反対者がいたこの原発の閉鎖に伴い、天然ガス火力発電所で電力を補わざるを得なくなったが、それにより地域の二酸化炭素排出量は増加した。ガス価格の急騰に伴い、電気料金も急騰した。

全米に90カ所以上ある原子力発電所が米国のクリーンエネルギー源に占めるシェアは圧倒的だが、その主な脅威となるのは地元の反対ではなく競争だ。原子力発電は天然ガス掘削における革命と風力発電および太陽光発電のコスト低下の挟み撃ちを受けている。民間には原子力発電所を新たに建設する意欲はほとんどないし、米国には計画中の原子力発電プロジェクトは存在しない。これに対し、中国では17件、インドでは6件のプロジェクトがある。

米国の原子力発電所の平均運転期間は典型的な許可年数である40年に近づいているが、許可を延長すれば、はるかに長期の運転が可能だ。近所の原発は59年間運転され、さらに4年間の運転が許可されていた。米国最大の原子力発電事業を運営するデューク・エナジー<DUK>は、自社の原子炉を80年間運転する方針だ。最高経営責任者（CEO）のリン・グッド氏は、南北カロライナ州から多大な支援を受けていると語る。両州でデューク・エナジーが供給する電力の半分は原子力発電によるものだ。グッド氏は、「税額控除の意図は、これらの発電所を今後9年間にわたり支え、低炭素社会への移行において重要な役割を担っていることを明確にすることだ。時期尚早に閉鎖しないようにすべきだ」と言う。

長期成長のストーリー

原子力の復活はまだ期待できない。業界は、主に工場内に設置し、コストを抑制することが可能な小型モジュール炉（SMR）や、出力を短時間で増減させ、太陽光発電や風力発電のギャップを補うことが可能な先進的な設計の炉の開発を行っている。グッド氏は、この10年は開発期、次の10年が実用期であり、立地については、「運転を停止した石炭火力発電所は、既存の送電インフラを活用できることから素晴らしい立地となる。当社の大規模原子力発電所の敷地も安全設備が整っており、選択肢だ」と語る。

デューク・エナジーは、直近の第2四半期決算の発表の際、風力・太陽光発電事業の「戦略的見直し」、すなわち価格が折り合えば売却することを発表した。デューク・エナジーは米風力・太陽光発電業界の上位10社の1社だが、利益に占める再生可能エネルギーの割合は5%に満たない。グッド氏は「資本配分の問題であり、選択肢の一つに過ぎない」と語る。コンソリデテッド・エジソン<ED>およびアメリカン・エレクトリック・パワー<AEP>も再生可能エネルギー事業を売却中だ。

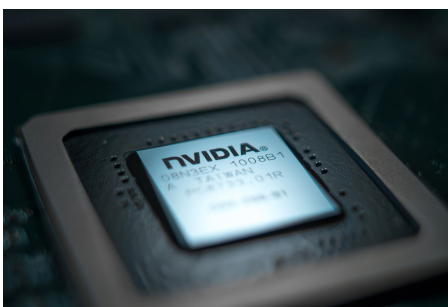
再生可能エネルギー事業の売却は債務削減や、電力事業への投資の際の新規借り入れ回避に役立つ可能性がある。大手金融機関UBSの予想によると、事業売却により来年度の利益はわずかながら減少するが、売却代金の再投資により、翌年度はわずかながら増加する。配当利回りは3.7%であり、デューク・エナジーは1株当たり利益（EPS）を長期的に年率5〜7%で成長させる方針である。デューク・エナジーのサービス提供エリアは人口の流入が続いており、電気自動車（EV）など、他の電力需要の増加要因となる税制上の刺激策もある。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

8. 半導体株への投資を諦めるな Don't Give Up on Chip Stocks-There Are Bargains to Be Had 株価が下落した今、割安な優良銘柄は豊富

[ハイテク]

半導体大手が業績見通しをさらに引き下げている



Dreamstime

半導体業界を取り巻く現在の状況は厳しい。消費者向けハイテク製品への需要は低迷しており、PCと周辺機器、Androidスマートフォン、ビデオゲームの販売は低調だ。しかも、需要がより底堅いと考えられていた自動車、資本財、データセンターなどの市場でも需要鈍化の兆候が現れている。

先週は大手半導体メーカー2社が業績見通しを引き下げた。画像処理半導体のエヌビディア<NVDA>は8月8日、5〜7月期の売上高が従来予想の81億ドルを大幅に下回る67億ドルにとどまる（前年同期比増収率は3%）と警告した。ビデオゲーム機向け画像処理半導体の売上高が同33%減に落ち込んだほか、データセンターの向け半導体の売上高も予想を下回っているという。

その翌日にはメモリー半導体大手のマイクロンテクノロジー<MU>がわずか6週間前に発表した従来

ガイダンスを引き下げた。従来ガイダンスでは既にウォール街の予想を下回る見通しが示され、PCおよびスマートフォン向けの販売が軟調なものになると示唆されていたのに対し、最高財務責任者（CFO）のマーク・マーフィー氏は先週の投資家説明会で、弱い需要がさらに悪化しており、販売の減速が自動車や産業の顧客に広がっていると述べた。

こうした需要の弱さに対処するため、マイクロンは半導体製造装置への投資を削減しており、2023年度の投資額は2022年から「大幅に減少する」見通しを明らかにした。このニュースを受けて半導体銘柄と半導体製造装置銘柄の株価は軒並み下落した。

だが、投資家が半導体セクターで引き続き投資機会を見いだすことは可能だ。株価が6カ月前よりも大幅に下落しているからだ。

■ 安値買いの選択肢は多い

皮肉にも、マイクロンの業績警告は、バイデン大統領が「CHIPSおよび科学法」に署名したのと同じ日に発せられた。同法は、半導体製造工場の建設に527億ドルの資金を提供するなど、半導体製造における米国の競争力向上を目的とした法律だ。

コロンビア・セリグマン・テクノロジー・アンド・インフォメーション・ファンド<SLMCX>のポートフォリオマネジャー、ポール・ウィック氏は、「ここ数年、データセンター向けハードウェアへの膨大な需要、力強いPC市場、自動車における半導体使用量の増加、高速大容量規格「5G」無線通信の登場など、多くのことが全て同じ方向に進んでいた」にもかかわらず、2021年末から今年初めにかけ多くのポジションを手仕舞いしたと言う。エヌビディアもアドバンスト・マイクロ・デバイゼス<AMD>も割高過ぎると考えられるため同氏は所有していない。インテル<INTC>については、受託製造への進出による見返りが得られるのはまだ数年先になるため、投資家は非常に忍耐強くなる必要があると指摘する。

その一方でウィック氏は多くの安値買いの選択肢を見いだしている。その一つが半導体設計会社ランバス<RMBS>で、同社のメモリー半導体特許事業は引き続き「予測可能で健全」とみている。また、Androidスマートフォンの需要が低調であることを理由に利益予想を最近引き下げた無線通信半導体メーカーのホルボ<QRVO>も選好銘柄の一つだ。「底」の利益予想に基づく2023年度予想株価収益率（PER）は12倍で、株価は割安に見えると言う。

ウィック氏は自動車および資本財セクター向け半導体を製造するマイクロチップ・テクノロジー<MCHP>にも強気だ。ここ最近の四半期決算が予想を下回っていないにもかかわらず予想PERは12倍と低いことが理由だ。さらに同氏は、予想PERがやはり12倍の自動車向け半導体サプライヤー、NXPセミコンダクター<NXPI>にも前向きだ。決算が好調であるにもかかわらず株価は年初来で20%超下落しているからだ。また、アナログ・デバイゼス<ADI>とブロードコム<AVGO>に対しても強気な見方をしており、ファンダメンタルズは「堅実に見える」と述べている。

ウィック氏の基本的な見解は、「市場参加者は、半導体業界に打撃を与える可能性のある今年下半期から来年にかけての潜在的な景気後退に注目しているが、それより先の2〜3年後を見据えていない。その頃には業績が良くなっている可能性が高い」というものだ。

米国半導体製造装置銘柄に強気な見方を維持する理由

ウィックの同僚のアナリストであるシェカール・プラマニック氏は、市場は半導体製造銘柄に対して弱気過ぎると考えており、ラム・リサーチ<LRCX>、アプライドマテリアルズ<AMAT>、KLA<KLAC>に対して強気だ。いずれも、受注残を消化する中で、需要が鈍化した場合でも来年は成長に転じはずだと同氏は指摘する。

折しも、世界は中国が台湾に侵攻した場合に世界的な半導体供給が直面するリスクを懸念している。だがウィック氏は、米国の半導体製造装置メーカーからの設備、スペア部品、サービスが途絶えれば中国と台湾の半導体生産は止まると主張する。「ラム、アプライド、KKAは世界で最も戦略的な企業だ。中国は自前で露光装置を開発するために資金を注ぎ込んでいるが、開発のめどは全く立っていない」からだ。

米国の最も強力な武器は半導体製造装置市場に対する完全な支配かもしれない。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

9. インフレは根強く構造的

Inflation Is Sticky, Structural and Hard to Solve. The Party is Premature.

勝利宣言は時期尚早

[経済政策]

構造的要因でインフレが長期化



David Paul Morris/Bloomberg

7月のインフレ率が鈍化したことは、良い知らせであるが、多くのエコノミストや市場の反応が示すほど良い話ではない。

7月の消費者物価指数（CPI）は、前年同月比8.5%上昇した。40年ぶりの上昇率を記録した6月の9.1%から鈍化し、市場に明るいサプライズを与えた。さらに、卸売物価指数（PPI）が予想外に前月比で低下したことを受け、ついにインフレがピークに達したとの楽観的な見解が広がった。しかし、安心するのはまだ早い。その理由は、総合インフレ率が依然として高いとい

うだけでなく、現在のインフレは、構造的な問題を抱えているためである。

まずは、いわゆる「執拗（しつよう）なインフレ」について見ていこう。マクロ・コンパス・ニューズレターの著者であるアルフォンソ・ピカティエロ氏は、サービス価格、特に家賃の上昇がインフレ圧力を高めている主因と指摘する。エネルギーを除くコアサービス価格はサイクルの後半に上昇し高い水準を強固に維持するため、最も執拗な指標であり、財やエネルギー、コモディティーの価格より低下しにくい。ピカティエロ氏は、そのため、この先のCPIの大幅な改善はハードルが高いと指摘する。シティのエコノミストは、7月のCPIの細目は基調的なインフレが鈍化していないことを示し、医療サービスなど、PPIのサービス価格は驚くほど高いと警鐘を鳴らす。

クリーブランド連邦準備銀行が先週公表したデータは、極端な上昇率と低下率を除くことで基調的な

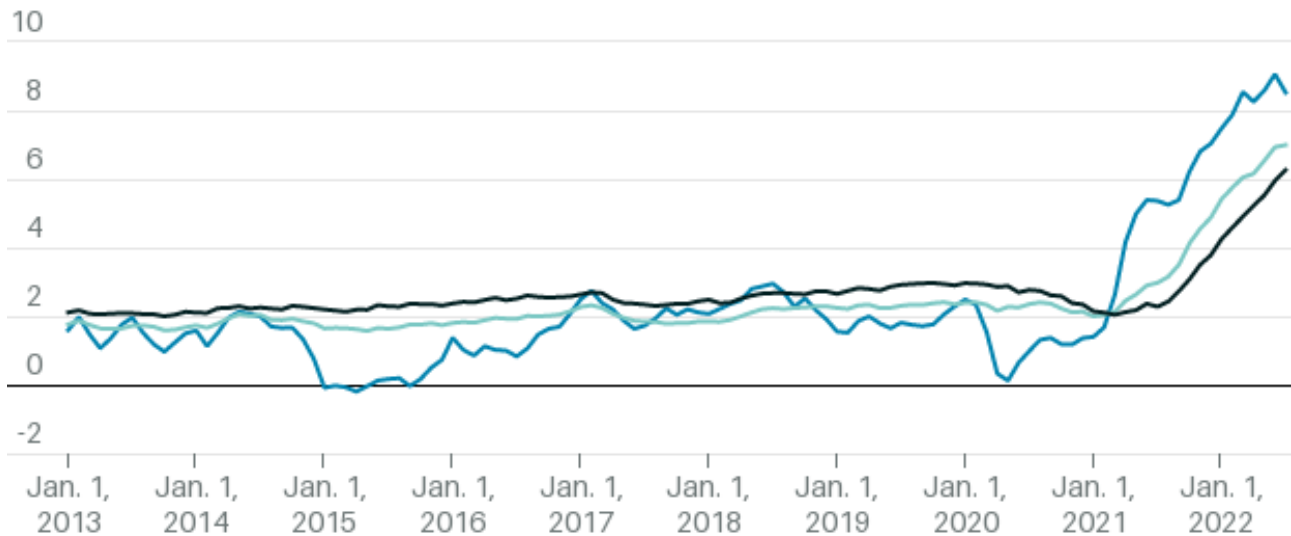
インフレ率を捕捉しようと試み、インフレの執拗さを浮き彫りにしている。7月のCPI上昇率の中央値と、極端な数値を除いたトリム平均の上昇率は、それぞれ前年同月比6.3%と同7%であり、両者ともに前年同月比で過去最高を記録した。

労働力、エネルギー、信頼が不足

Sticky and Structural

July's headline inflation cooldown is good news, but not that good.

■ Median CPI ■ 16% Trimmed-Mean CPI ■ CPI



Note: Median CPI reflects the 50th percentile of price changes. Trimmed-Mean CPI reflects the 8th through 92nd percentiles of price changes.

Source: Federal Reserve Bank of Cleveland

ますます粘着性を増すインフレ率の背後に何があるのか。ストーンXグループのグローバル・マクロ・ストラテジーのディレクターであるビンセント・デルアード氏は、現在のインフレは三つの不足の結果であると指摘する。すなわち、労働力、エネルギー、信頼の不足である。これらは、リセッション（景気後退）により緩和されるものではなく、投資家、ひいては米連邦準備制度理事会（FRB）の理解を上回るインフレ率が構造的にもたらされる可能性がある。

まずは、労働力である。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）前の水準と比較して、米国の労働市場は依然として約700万人不足しており、デルアード氏の概算によれば、米国の労働人口のうち12%が恒久的に欠けている。その内訳は早期退職が2%、ギグワーカー（単発で仕事を請け負う労働者）への転身または長期就労不能が4%、新型コロナウイルスへの感染が3%、現在の職を退職したか新しい職に向けて研修中の労働力が残りの3%を占める。こうした状況で不都合な人口動態を考慮すると、サービス価格のインフレ率がとりわけ根強い理由は明らかである。

二つ目はエネルギーである。デルアード氏はメリットとは別に、グリーン（再生可能）エネルギーに移行するには、歴史上初めてエネルギー密度を低下させる必要があり、すなわちグリーンエネルギーへの移行は同じ物を生産するのに、より多くのエネルギー資源を消費することを意味すると語る。この説と7月のインフレ統計を結び付けてみよう。7月の総合CPIとPPIの低下は、ガソリン価格の下落によるものだった。一部のアナリストは、ガソリン価格の低下は、政府が戦略石油備蓄（SPR）を放出

したことによる一時的なものであると警告する。リン・オールデン・インベストメント・ストラテジーの創業者であるリン・オールデン氏は、「SPRの取り崩しがこの秋にも止まれば、原油価格に対する下押し圧力は消えるだろう」と語る。運用会社ナインポイント・パートナーズのポートフォリオマネジャーであるエリック・ナットール氏は、日量100万バレルのSPR放出が約80日で終了すれば、市場での需給逼迫（ひっばく）がより明らかになるだろうと述べる。そして、それは政府がSPRを再補充するために、原油の購入を開始する前に当たる。

デルアード氏が指摘するように、経済の全てのことがエネルギーと労働力に回帰する。デルアード氏は「この二つの価格で起こっているのは、物価上昇を癒やすのは物価上昇であるという伝統的な格言がかつてのようにあてはまらなくなっていることだ」と語る。この説は価格に対する需給の感応度は想定よりも低下しているということであり、リセッションは物価を引き下げるのに十分ではないとみられることを意味している。

■ 中途半端な勝利宣言はインフレを長期化させる

デルアード氏が明らかにした三つ目の不足はより抽象的であり、潜在的にはさらに重要である。デルアード氏は、インフレは一国の市民の間の信頼度に反比例し、高インフレ国では公的機関への信頼度が乏しいと語る。デルアード氏はインフレを病気に例えて説明する。インフレは、経済が内包する信頼度低下という根本的な病気を告げる熱であり、その熱は身体を衰弱させ、全てが悪化する。デルアード氏は安定した標準的な生活への期待が社会的契約の核心だとすれば、インフレは夜間に襲ってくる強盗のように感じられると語り、ミルトン・フリードマンの見解を修正して、インフレは長引けば長引くほど問題が悪化する「常に、どこでも心理的な現象」と呼んでいる。

デルアード氏は最近の総合インフレ率の減速と、それ自体が物価の行方に影響を与える調査に基づく一部のインフレ期待指標を指摘し、リスクはインフレ率が依然として5%前後の段階で市場と政策担当者が時期尚早に勝利宣言を行い、経済モデルがコロナ禍以前の経済に基づいているためコロナ禍後の新たな経済を認識するのに適切でない構造的勢力に支持されることだと語る。デルアード氏によれば、5%前後というインフレ水準は金融の安定と同じくらい社会の安定を脅かし始め、さらに高水準のインフレ第2波の到来を可能にする。

デルアード氏はこの状況を乾燥した夏の森に例え、「マッチで火を付ければすぐに燃え広がる。インフレ率が高まれば高まるほど、最初のマッチを手に入れる可能性が大きくなる」と語る。

利上げを前倒ししようとするFRBの試みは、国民の信頼を取り戻し物価の安定を回復するための試みの一つである。しかし、経済モデルと現実の間にはミスマッチが残っており、演説からは消えたが精神的には残っている「一時的」という議論の延長線に行き着く。

その結果、投資家とFRB自身が、インフレ抑制のためにFRBが何をしなければならないかと同時に、インフレ率が長期にわたって2%をはるかに上回る水準で推移する確率を過小評価しているかもしれない。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

Tesla Readies a 3-for-1 Stock Split for Aug. 24
 テスラ、1対3の株式分割へ

■ 前回の株式分割発表後には株価が急騰したが、今回は疑わしい

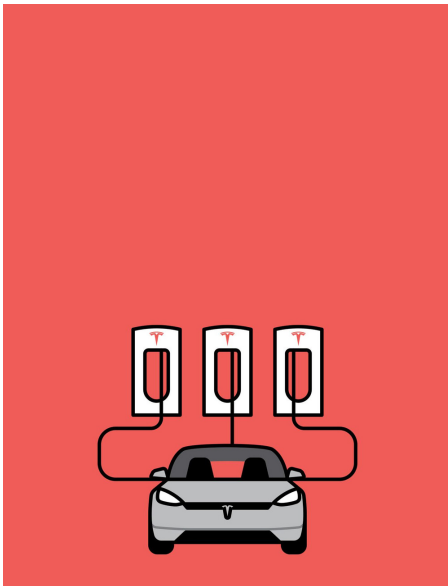


Illustration by Elias Stein

投資家は、電気自動車（EV）メーカーのテスラ＜TSLA＞の1対3の株式分割を心待ちにしている。8月24日の取引終了後、テスラの株主は新株2株の「配当」を受けることになる。そして25日には、前日の3分の1の価格で取引開始となる。

株式分割は、ピザをさらに多くのスライスに切るにすぎないかもしれないが、個人投資家は決まって一口サイズの小さなパイを好む。ある研究によると、株式分割を発表した銘柄は、その後12カ月間で市場を16%上回るパフォーマンスを上げているという。

テスラ株の分割に魅力があることは明らかだ。先日860ドルだった株価は、分割で約285ドルとなる。個人投資家にとっては大きな違いだ。

個人投資家はテスラにとって重要だ。取引可能な株式の約46%は、機関投資家以外の株主が保有しているのだ。ちなみにアルファベット＜GOOGL＞の同じ割合は15%である。

それ以上に重要なのは、株式分割は経営陣が将来を楽観していることを示唆するということだ。下落が予想される株式を分割しようとする企業はない。

テスラは前回2020年8月に、1対5の株式分割を行った。分割発表から分割調整後の価格で取引が開始されるまでに、株価は81%急騰した。

だが、同じことが再び起こるとは考えにくい。説明しておく、投資家は数カ月前から分割について知っており、株価は過去1カ月で25%近く、5月に記録した52週安値から40%上昇している。

とはいえ、テスラ株に次に何が起こるか、予想できる投資家はいない。

■ 今週の予定

8月15日（月）

- ・ 全米住宅建設業協会（NAHB）が8月の住宅市場指数を発表。コンセンサス予想は53と、7月の55からやや低下。住宅市場指数は今年に入り低下が続いている中、7月には12ポイント低下して、統計開始以来2番目の急落となった。住宅建築各社は、購買力と生産側のボトルネック、さらにインフレが市場の逆風になっていると語る。
- ・ ニューヨーク連銀が8月の製造業景気指数を発表。予想は7月から6ポイント低下の5。

8月16日（火）

- ・小売り大手ウォルマート＜WMT＞が2023年度第2四半期決算を発表。前回5月の決算発表時に利益予想を引き下げたことを受けて株価は11.4%下落し、1日の下げ幅としては1987年10月以来、最大の下げ幅を記録した。
- ・化学分析機器メーカーのアジレント・テクノロジー＜A＞、ホームセンターチェーン大手のホーム・デポ＜HD＞が四半期決算を発表。
- ・米国勢調査局が7月の住宅着工件数を発表。エコノミスト予想は季節調整済み年率換算153万戸と、6月から約3万戸減少。着工件数は年初と比べて約10%減少している。

8月17日（水）

- ・包装資材メーカーのアムコア＜AMCR＞、アナログ半導体メーカーのアナログ・デバイセズ＜ADI＞、パーソナルケア製品のバス・アンド・ボディー・ワークス＜BBWI＞、ネットワーク機器大手のシスコシステムズ＜CSCO＞、大手計測器メーカーのキーサイト・テクノロジーズ＜KEYS＞、大手ホームセンターチェーンのロウズ＜LOW＞、半導体設計用ソフトウェア開発会社シノプシス＜SNPS＞、大手ディスカウントチェーンのターゲット＜TGT＞、ディスカウント衣料小売りチェーンのTJX＜TJX＞が決算を発表。
- ・米連邦公開市場委員会（FOMC）が7月下旬に行われた金融政策会合の議事要旨を公表。7月会合では、政策金利の誘導目標を0.75%引き上げて2.25%～2.5%と決定している。
- ・米国勢調査局が7月の小売売上高を発表。コンセンサス予想は前月比0.2%増（6月は同1%増）。自動車を除く数値は横ばい（6月は同1%増）。40年ぶりの高水準を記録するインフレにもかかわらず、過去最高の水準で活況を呈する労働市場に支えられて、消費支出は底固い推移を続ける。

8月18日（木）

- ・半導体製造装置メーカーのアプライド・マテリアルズ＜AMAT＞、化粧品大手エスティ・ローダー＜EL＞、ディスカウント小売り大手ロス・ストアーズ＜ROST＞、高級衣料・服飾品メーカーのタペストリー＜TPR＞が決算コンファレンスコールを開催。
- ・コンファレンス・ボードが7月の景気先行指数を発表。コンセンサス予想は、前月から0.3%低下（6月は0.8%低下）。コンファレンス・ボードの経済調査担当シニア・ディレクター、アタマン・オジルディリム氏は、「景気先行指数は4カ月連続で低下している。リセッション（景気後退）リスクが高まる中で、経済成長は直近でさらに鈍化しそうなことが示唆されている」としている。
- ・全米不動産業者協会（NAR）が7月の中古住宅販売件数を発表。エコノミスト予想は6月から27万戸減少の季節調整済み年率換算で485万戸。中古住宅販売は5カ月連続で減少している。

8月19日（金）

- ・農機・建機大手のディア＜DE＞が2022年度第3四半期決算を発表。

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』 2022/08/14
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onz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 © 2022 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます