

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/02/26

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 予想外の過熱が続く米国経済 - What Everyone Got Wrong About the Economy. [カバーストーリー]
金融引き締め強化のリスクも P.1
2. 今どう投資し、後退局面にどうするか - How to Invest Right Now-and When a Slowdown Comes. [フィーチャー]
機動的に投資するための注目銘柄 P.5
3. バイオ後続品の薬価が下がりず、高額生物製剤が優勢を維持する理由 - Biosimilar Pricing Looks a Mess. Why Costly Drugs Prevail. [バイオ医薬]
薬剤給付管理のインセンティブ構造に課題 P.7
4. ジェフリーズのサイモン・パウエル氏に聞く - A Trend Spotter Sizes Up China's Baby Bust. [インタビュー]
中国のメガトレンドに起因するリスクに注意 P.11
5. 大手ハイテック株が再び失速 - Tech Carried This Upturn, and Now It's Taking the Market Down With It. [コラム]
金利上昇の長期化見通しが足かせに P.14
6. どの角度から見ても株式はまだ割安には見えない - Any Way You Slice It, Stocks Still Don't Look Cheap. [米国株式市場]
ファンダメンタルズ面では袋小路で、テクニカル指標面でも難しい局面が続く P.16
7. 米国株が「デスゾーン」に入中、高配当株に注目 - Stocks Are in the 'Death Zone.' How Dividends Can Play Sherpa. [投資戦略]
高配当株は不況期に強い P.18
8. 金利低下の期待が薄れる中、継続する根強いインフレ圧力 - Hopes for Lower Interest Rates Fade as Inflation Doesn't. [コラム]
インフレ圧力による金利上昇に対応した投資戦略を P.20
9. ヘッジファンドはどの銘柄を買い、売っているのか - Hedge Funds Bought Activision and Dominion Energy. [米国株式市場]
ゴールドマン・サックスによるヘッジファンド動向調査 P.22
10. 今週の予定 - How the Ohio Derailment May Power a Company. [経済関連スケジュール]
オハイオ州の列車脱線事故は、鉄道安全に貢献した企業の好材料となるか P.24

※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 © 2023 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. 予想外の過熱が続く米国経済 What Everyone Got Wrong About the Economy. 金融引き締め強化のリスクも

[カバーストーリー]

金融引き締め強化のリスクも



Illustration by Itchi

約1年前、ロシアのウクライナ侵攻によって原油価格が高騰し、米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げを開始したことを受けて、経済予測の専門家は、米国経済が急降下する寸前であると熱心に警告し始めた。2022年3月、ゴールドマン・サックスのエコノミストは、12カ月以内に景気が縮小する確率を20～35%とする経済見通しを発表した。6月には、JPモルガン・チェースのジェイミー・ダイモン最高経営責任者（CEO）が経済の「ハリケーン」に備えるべきだと述べた。その翌月、バンク・オブ・アメリカのチームは年末までに緩やかなリセッション

（景気後退）が起きると予測した。9月にはFRBの政策担当者が年間の経済成長率をわずか0.2%と予想した。

しかし、実際にはリセッション（景気後退）は起きなかった。個人消費は拡大が続き、失業率は新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）前の底を下回っている。政府が1月に発表した2022年第4四半期の国内総生産（GDP）成長率は前年同期比プラス1%で、つい数カ月前にFRBが予測した水準の5倍だった。

米国経済がなぜリセッションを回避できたのかは、予測専門家の間で議論的となっている。また、一つの経済指標で相場が乱高下する不安定な経済環境が生まれており、企業は将来の計画を立てるのに苦労している。エコノミストは、地政学的緊張、インフレ圧力、金融引き締めが重なっているにもかかわらず、過去の事例や従来の常識に比べて経済への影響ははるかに小さい理由の検証を強いられている。

FRBにとっての危険も高まっている。FRBはすでに、リセッションを招くことなく景気を減速させるという困難な責務を負っていたが、前例のない環境を乗り切るという使命も加わった。ウェルズ・ファーストのチーフエコノミストであるジェイ・ブライソン氏は、「FRBは目隠しをされたまま手探りで進もうとしている」と語る。

過去1年間の景気の堅調さや、それを促進した要因を理解することは、今後の経済の行方を占う上で必要不可欠だ。単純な回答は、コロナ禍によって経済が完全かつ恒久的に変化したため、古いルールは当てはまらないというものだ。しかし、本誌がより詳細な説明を求めて、10人ほどのトップクラスの研究者やエコノミストにインタビューした結果、複数の要因が関係していることが明らかになった。

例えば、財政刺激策は、予想よりもはるかに長い期間にわたり景気を支えている。消費者の過剰貯蓄と労働市場の活況は、旅行、外食などのサービスの需要を押し上げており、これらのセクターへの支

出にはまだ拡大の余地がある。さらに、米国の圧倒的多数の家計は、長年にわたる低金利の時代に借り入れた固定金利住宅ローンにより、FRBの利上げの影響から守られている。こうした要因により、経済はインフレ減速を目的とした政策措置に対してまだ十分に反応していない。

最近、好調な経済指標が次々に発表されたため、ハードランディングでもソフトランディングでもなく、景気の拡大が続く「ノーランディング」シナリオへの期待が高まっている。しかし、より現実的な見通しとしては、根強いインフレを抑えるために金利が長期間にわたって高水準に維持され、その過程で少なくとも緩やかな下降局面が訪れる公算が大きい。

KPMGのチーフエコノミストであるダイアン・スウォンク氏は、「FRBにとって、金融引き締めของ ギアを明確に上げたにもかかわらず、景気が依然として過熱気味であるのは不安だ。深刻な不景気は望ましくないが、過熱状態も困る。われわれは現在、板挟みになっている」と語る。

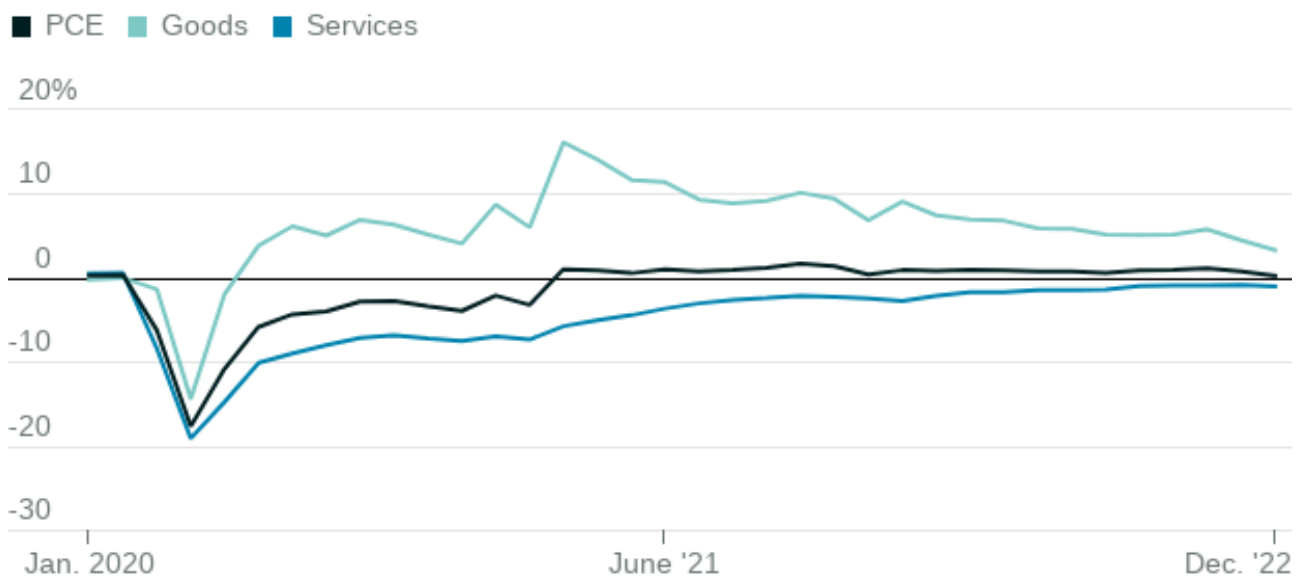
つまり、リセッションのリスクはまだ残っており、ほとんどの予測専門家は来年、景気が下降局面に入る可能性が高いとみている。しかし、これらの予測専門家は、景気後退が始まる時期を先延ばしにしている。今のところ、景気の底堅さは困惑するほどであり、現在の状況が前代未聞であることを浮き彫りにしている。

住宅ローンは固定金利のため利上げの影響を受けず

Services Strength Remains

As of December, services spending remained 1% below its prepandemic trend, suggesting potential room left to grow.

Percent Change in Personal Spending Compared to 2010-19 Trend



Source: Wells Fargo analysis of personal consumption expenditures data.

FRBの利上げは、物価高によって、消費者と企業の経済活動、ひいてはインフレを減速させることを目的としている。住宅や自動車などの高額商品は、ローンの金利が上昇するため、コストが高くなる。しかし、2022年の独特の経済構造によって、FRBの政策ツールの力は弱まっている。

住宅ローンについて考えてみよう。モルガン・スタンレーのチーフ米国エコノミストのエレン・ゼン

トナー氏によると、2008～2009年の金融危機以前、住宅ローンの約40%は変動金利だったため、FRBの利上げは返済額を押し上げ、家計の消費を抑制する効果があった。しかし、現在では変動金利のシェアはわずか10%で、住宅所有者の圧倒的多数は30年の固定金利ローンを借りているため、利上げによって大きな影響を受けない。学生ローンや大部分の自動車ローンも同様に固定金利だ。

負債の性質が変化した結果、パンデミック初期の財政刺激策により依然として潤沢な現金を保有している消費者は、サービスを中心とする高水準の消費を維持することができている。米国人はコロナ禍によるロックダウン期にモノへの支出を増やしていたが、それがサービスに移行している。サービスの消費は、金利が上昇しても、高額商品ほど大きな影響を受けない。

繰り延べ需要も個人消費の押し上げ要因の一つだ。これはサービス消費を抑制していたパンデミックの脅威や規制が後退したことが一因になっている。ウェルズ・ファーゴの分析によると、昨年12月時点で、サービス消費はパンデミック前を1%下回る水準にとどまっており、さらなる増加の余地があることを示唆する。

パンデミック対応の財政刺激策などによる過剰貯蓄（通常の貯蓄率を上回る貯蓄）も消費を促進している。米国政府の財政刺激策は、規模が膨大（米国のGDPの約4分の1）で、その大部分が個人への直接給付だったため、最初の法案の可決後数年が経ったにもかかわらず景気を刺激し続けている。一部の制度はようやく縮小されつつあるが、グリーンインフラ投資などのイニシアチブは開始されたばかりだ。

サービス業は労働集約的であるため、消費者の需要の急増に対して、雇用者は従業員を増やした。これにより、一部のエコノミストが景気回復の好循環と呼ぶ現象が起きた。つまり、雇用の拡大によって総所得が増加し、それがさらなる消費を促進し、その結果としてさらに雇用が拡大した。

また、労働力の供給が縮小しており、雇用が困難になっているため、一部の雇用者は通常なら解雇していたかもしれない労働者を保持しているようだ。住宅の供給不足や、連邦政府のインフラへの新規投資により、建設業界は住宅ローン金利の急上昇にもかかわらず活況だ。投資家の楽観的な見方も昨年秋以降の金融環境の緩和に寄与しており、FRBが景気を減速させるのはますます難しくなっている。

こうした各要因が、高インフレと急速な金融引き締めが悪影響を受けにくい経済を生み出すことに寄与している。これはほとんど誰も予想していなかったことだ。ゼントナー氏は「FRBは過去にないほど積極的に金融引き締めを実施しているが、それでも景気は減速していない」と語る。

「ノーランディング」シナリオの盲点

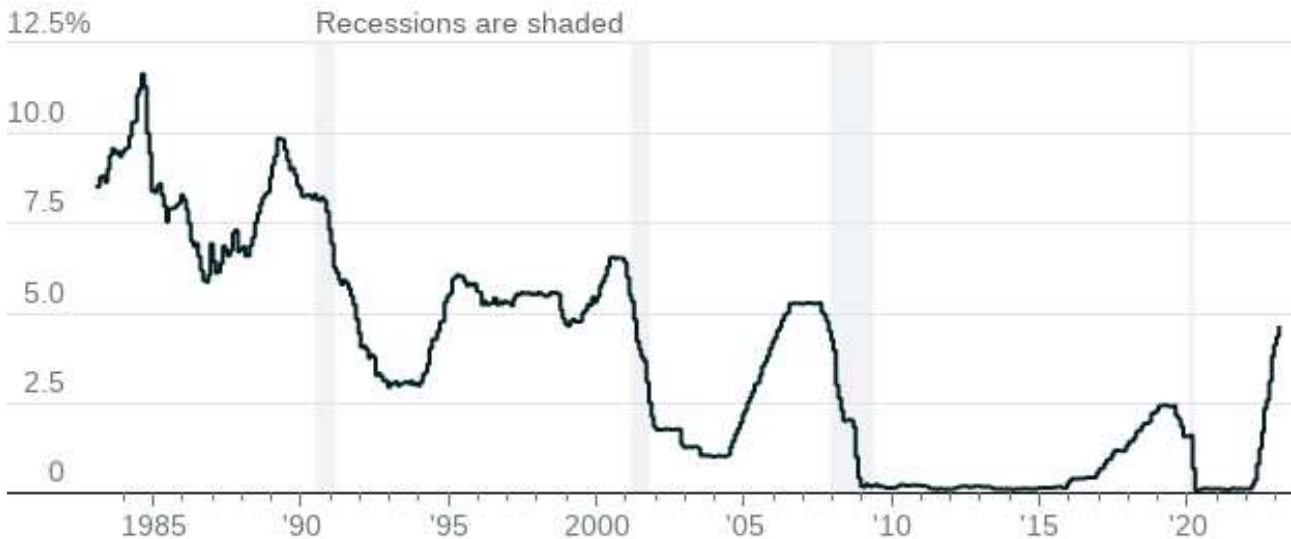
堅調な景気が続いているため、過去数週間で、投資家の関心は「ハードランディングによるリセッション」の懸念から、経済成長率が低下しない「ノーランディング」のシナリオへの期待に移りつつある。とはいえ、経済のあらゆるセクターが非常に好調というわけではない。例えば、製造業セクターは3カ月連続で縮小している。小売売上高は1月に急増したものの、おおむね横ばいで推移している。金利の影響を受けやすい住宅セクターも落ち込んでいる（ただし、峠を越した可能性もある）。

しかし、経済の大部分は驚くほど好調だ。多くのファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）が、ノー

Rate Hikes Before Recessions

Since the late 1980s, the Federal Reserve's decisions to lift rates and make borrowing more expensive generally have foreshadowed a recession.

Federal Funds Effective Rate



Source: Board of Governors of the Federal Reserve System via the Federal Reserve Bank of St. Louis

ランディングの見方を支える根拠となっている。消費は総じて堅調を維持している。過剰貯蓄はやや減少しているものの、モルガン・スタンレーの推定によれば、低所得層については今年上半期まで、中所得層については来年末まで消費を促進し続けるだろう。労働市場にはほぼ減速の兆しがなく、雇用者数は1月だけで50万人以上増えている。

だが、ノーランディングのシナリオが見落としているのは、堅調な景気が続くこと自体に、FRBのさらなるインフレ抑制措置を促すリスクがあるということだ。最新の消費者物価指数データは、インフレとの闘いの進展が遅れていることを示している。例えば、FRBがインフレ指標として注目しているPCEデフレーターは、1月にコンセンサス予想を大幅に上回った。サービス業購買担当者景況指数（PMI）も、FRBの金融引き締めにもかかわらず上昇が続いている。

「ノーランディング」のシナリオは、言い換えれば、インフレ率が低下するまで中央銀行が金融引き締めを継続し、景気後退が遅れるだけのことだ。インフレ率が急落して景気の縮小を招くか、2%まで緩やかに低下するかはまだ分からない。後者の可能性は依然として存在する。一部の予測専門家は、最近の一連の経済指標を踏まえ、インフレ率が緩やかに低下する可能性は小幅に上昇しているという。しかし、流れが反対方向に向かうのではないかという見方もある。中央銀行が景気の減速に努めるほど、政策ミスによってリセッションが起きるリスクも高まる。

経済政策研究センター（CEPR）のシニアエコノミストで共同創設者であるディーン・ベイカー氏は、2023年に下降局面が訪れるとは予想していない。しかし、過熱気味の雇用統計をはじめとする最近の経済指標によって、FRBが過剰反応する可能性が高まることを懸念している。ベイカー氏は「FRBがパニックに陥った場合はリセッションが起きるだろう。彼らが『完全にコントロール不能だ。ブレーキを思い切り踏み込まなくては』と考えることが最大のリスクだ」と指摘する。

今のところ、景気は過去にないほど底堅いが、ほとんどの予測専門家が予想している結末をFRBが確実に回避するには十分ではない。しかし、もし予測専門家が正しければ、そもそも現在の景気はもっと軟調だったはずだ。

By Megan Cassella
(Source: Dow Jones)

2. 今どう投資し、後退局面にどうするか

[フィーチャー]

How to Invest Right Now-and When a Slowdown Comes.

機動的に投資するための注目銘柄

インフレ・金利上昇に引き続き警戒を



Pau Barrena/Getty Images

2023年中頃までに景気は後退局面に入るという予測が、昨年是一般的だった。しかし、ここ数カ月の米国労働市場の逼迫（ひっばく）や堅調な個人消費を示す予想以上に好調な経済指標のおかげで、こうした見方は影を潜めつつある。

景気後退への懸念が薄れ、トレーダーが米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げの終了に賭け始めると、株価は上昇した。市場では、よりリスクの高い、より投機的な銘柄のパフォーマンスが最高となった。

市場が楽観的だからといって、インフレ率が2%に戻り、国内総生産（GDP）が2%を超える成長を続け、FRBが金利を引き下げるなどと期待するのは、希望的観測というものだ。テキサス州に拠点を置くパースタイリング・キャピタル・マネジメントのディレクター、ロバート・フィップス氏は、「そんな金融政策は、空母にボーイング747を着陸させるようなものだ」と言う。

投資家は、短期的にはインフレと金利の上昇を伴うより強い経済成長を見込んでおく必要がある。経済成長によって、景気循環型企業の売上高は、昨年の大方の予想よりも長い期間にわたって成長を続けるだろうが、同時に費用も増加する。

価格決定力で利益率に差

有利なのは、コスト上昇分を顧客に転嫁できる、価格決定力のある企業だ。直近の第4四半期決算に、前年同期比で営業利益率を増やせた企業は、S&P500指数構成企業の5社に1社にとどまっている。ブルームバーグのデータを使ってスクリーニングしたところ、この5分の1に入った企業には、建設用機器のレンタル会社ユナイテッド・レンタルズ<URI>、農業機器・建設機器メーカーのディア<DE>、電子制御システムおよび自動化機器メーカーのハネウェル・インターナショナル<HON>、米国大手航空会社のデルタ航空<DAL>、国際的産業用ガスメーカーのリンデ<LIN>、油田探査および各種油田探査用計測機器の開発・製造企業のシュルンベルジェ<SLB>、統合型カジノリゾートの開発、運営を手掛けるウィン・リゾート<WYNN>といった景気循環型企业も含まれていることが分かった。

出遅れグロース株に注目

しかし、企業の売上高を引き上げている景気の上昇気流は、長くは続かない。景気減速時には、グロース株へのシフトに備えたい。昨年は、テクノロジー関連株とグロース株が、エネルギーなどの景気循環株に出遅れ、大きく値を下げた。経済が減速していたにもかかわらず、である。

利上げをいったん停止する前に、FRBが0.25%の利上げをあと数回行う可能性はあるが、総利上げ幅は2022年ほど大きくはならないだろう。そうなると、グロース株が人気を取り戻す可能性がある。同時に、長期化する金利上昇という環境は今後、コロナ前の10年間に株価を上げた「何があっても成長する企業」がすべてではなくなることを意味する。資本調達コストが上昇すれば、経費抑制と利益がより重要になる。となると、今買うべき銘柄は、適度なバリュエーションで、非循環的なグロース株で、短期的に利益が見込め、バランスシートから判断して資本市場から資金を調達する必要がない企業ということになる。

アルファベット割安感

オハイオ州に拠点を置くオーク・アソシエイツの共同最高投資責任者（CIO）、ロバート・スティンプソン氏は、その例としてグーグル親会社のアルファベット<GOOGL>を挙げる。グーグルの独壇場である検索エンジンにおける人工知能（AI）を搭載したチャットボットとの競合懸念から、2022年の株価は39%下落し、2023年は同業他社に出遅れている。

このため、株価収益率（PER）は今後1年間の予想利益の約17倍と、2013年以来の最低水準にある。過去5年の平均が約25倍近いことを考えると、割安だ。また、他の巨大ハイテク企業や、S&P500指数の1.9倍という予想PERと比べても、割安感がある。

スティンプソン氏は、AIチャットボットとして人気のチャットGPTに関する懸念を一蹴し、「アルファベットはAIにも投資していて、マイクロソフト<MSFT>などと競争していく一方、当面は、検索事業から多くの売上高とフリーキャッシュフローを得るだろう」と言う。

金融データ及びソフトウェア会社ファクトセットのデータによると、2023年のアルファベットに対するアナリストの平均予想では、フリーキャッシュフローは2022年から24%増加の740億ドルが見込まれている。

注目すべきグロース株は？

スティンプソン氏はまた、医療機器メーカーにも注目している。医療機器メーカーの非循環的な成長特性は、マクロ経済が失速した時に、大きな強みとなるだろうし、バリュエーションも保険や製薬銘柄より割安である。特に注目すべきは、整形外科、歯科、脊椎再生用インプラント等外科用品メーカー大手のジンマー・バイオメット・ホールディングス<ZBH>と手術用および医療製品の開発・製造・販売を行うストライカー<SYK>だという。

上場投資信託（ETF）のアメリカン・センチュリーUSクオリティー・グロース<QGRO>が求めるのは、収益性、利益変動、レバレッジの点で評価の高いグロース企業だ。その上位銘柄には、オンライン旅行会社のブッキング・ホールディングス<BKNG>や小型一般貨物を中心とした貨物輸送会社の

オールド・ドミニオン・フレイトライン<ODFL>、ソフトウェア関連の設計、コンサルティングを手掛けるケイデンス・デザイン・システムズ<CDNS>、PCソフトウェアとマルチメディアツールを手掛けるソフトウェアメーカーのオートデスク<ADSK>、資金決済処理サービス大手のマスターカード<MA>などが入っている。

債券については、短期債の魅力的な利回りがしばらく続くと考えられる。1年前にはほとんど予想もできなかったが、現在1年物財務省短期証券（TB）の利回りは5.1%である。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

3. バイオ後続品の薬価が下らず、高額な生物製剤が優勢を維持する理由

[バイオ医薬]

Biosimilar Pricing Looks a Mess. Why Costly Drugs Prevail.

薬剤給付管理のインセンティブ構造に課題

アッヴィのヒュミラが特許切れ

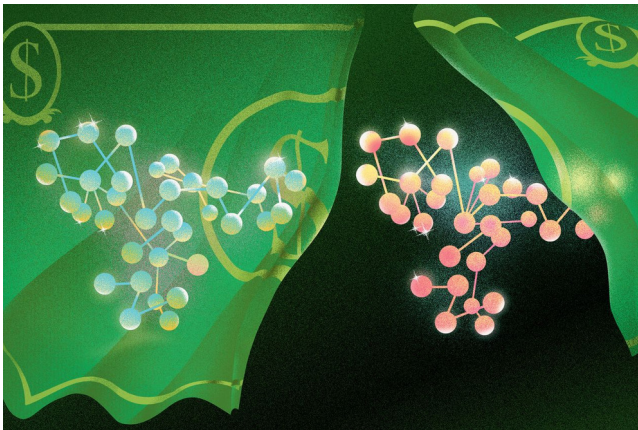


Illustration by Sandro Rybak

今年は、史上最大のブロックバスターとなったバイオ医薬品大手アッヴィ<ABBV>の関節炎治療薬ヒュミラ（年間費用9万ドル）による高額の医療費負担から、医療システムが解放される年になるはずだった。20年以上にわたり同社のドル箱を保護していた特許が2023年初頭に切れ、ヒュミラと競合する多くのバイオシミラー（バイオ後続品）に門戸が開かれた。既に1月にはアムジェン<AMGN>からアムジェビタ（一般名アダリムマブ）が発売されており、年内にさらに七つのバイオシミラーが市場に投入される可能性がある。

10年前、米連邦議会がバイオシミラーの承認手続きを新設する法案を可決した時、その目的は高価な生物製剤の薬価を抑制する手段を整備することだった。ヘルスケア関連のデータ会社IQVIAによると、入手可能な最新の統計である2017年時点で生物製剤が処方されたのは全体のわずか2%であったが、今や全米医薬品支出の46%を生物製剤が占めている。しかし、驚いたことに（アッヴィの株主にとっては朗報、医療改革推進者には凶報だろうが）、競争によってヒュミラの独占が終わり、薬価が低下するという仮説は崩壊しつつあるようだ。

アッヴィの直近の予測は、保険会社側の代理人である薬剤給付管理業者（PBM）との交渉が、アッヴィについては極めて順調だが、バイオシミラーにとってはかなり不調であることを示唆している。アッヴィは2月上旬に、ヒュミラの2023年の売上高が米国では37%の減少となり、世界全体では2022年の212億ドルから137億ドルに減少する見込みであると発表した。従来の見通しでは最大55%減少する可能性があるとしていたため、投資銀行パイパー・サンダーのアナリスト、クリストファー・レイモンド氏は「これ以上は望めないほど明るい」見通しだと語る。

アッヴィにとって朗報なのは確かだが、医薬品市場や医療全体にとっても大きな意味合いがある。向こう数年間でバイオシミラーとの競合にさらされることになる、これまでヒットした一連の高額生物製剤にとって、ヒュミラの運命が試金石になると考えられているからだ。その中で最も重要なのがメルク<MRK>のがん治療薬キイトルーダ（2022年の売上高209億ドル）で、2028年に特許切れとなる見込みだ。ヒュミラと適応症が一部重なるジョンソン・エンド・ジョンソン（J&J）<JNJ>のステラール（2022年の売上高97億ドル）は今年、リジェネロン・ファーマシューティカルズ<REGN>の眼病薬アイリーア（2022年の売上高63億ドル）は2024年に特許切れとなる。

バイオシミラーが市場の獲得に失敗すれば、製薬会社が新たなバイオシミラーの開発に投資をしなくなる可能性がある。そうなれば生物製剤を最初に開発したメーカーが独占を続け、米国の医薬品支出の半分弱を今後もむさぼり続けるだろう。

苦戦する既存のバイオシミラー

AbbVie (ABBV / NYSE)

\$200

180

160

140

120

100

80

60

2021

'22

'23

Source: FactSet

バイオシミラーの競合に直面するのはヒュミラが最初ではない。米国では他に12の生物製剤が既に少なくとも一つのバイオシミラーと競合している。しかし、従来のジェネリック医薬品（後発薬）の場合、米食品医薬品局（FDA）の研究によれば複数の競合薬が市場に同時に投入され、95%以上の値下げが可能だが、バイオシミラーについては価格決定力にばらつきがある。IQVIAによると、既存のバイオシミラーとそのターゲットとなる生物製剤の、バイオシミラー発売後の単位当たりコストのこれまでの低下率は18~50%だ。

同様に、市場シェア獲得の成功度にもばらつきがある。IQVIAによると、医師主導で投与されるJ&Jの自己免疫疾患治療薬レミケードには三つのバイオシミラーがあり、合計で44%の市場シェアを獲得している。アムジェンのレポートによると、最初のバイオシミラーが発売されて以降、レミケードの薬価は57%下落しており、J&Jは売上高が2016年の70億ドルから2022年は2

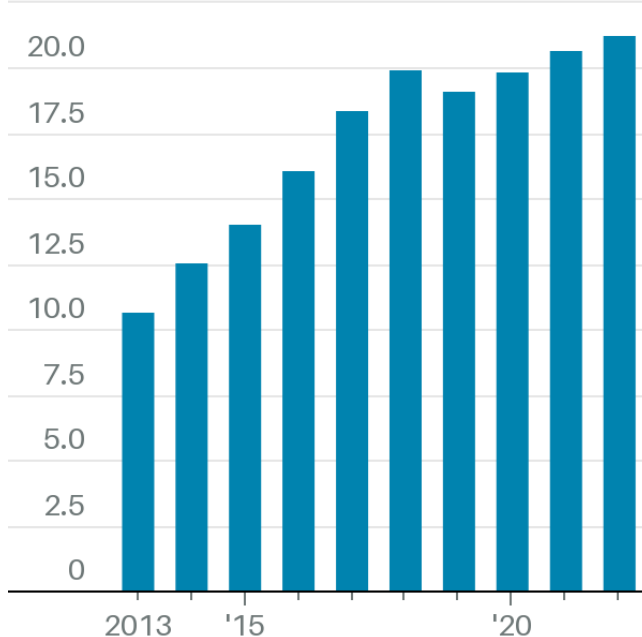
3億ドルまで減少したとしている。それほど大きな影響を受けていない治療薬もある。フランスの製薬大手サノフィ<SNY>のインスリン製剤ランタスに対するバイオシミラーの市場シェアは28%、別タイプのインスリン製剤であるイーライリリー<LLY>のヒューマログのバイオシミラーの市場シェアはわずか8%だ。ヒュミラの競合薬にとって、こうしたインスリン製剤の前例は特に気がかりだ。医師主導で投与される必要がある医療給付ではなく、ヒュミラと同様に保険会社の薬局給付の対象となる唯一のバイオシミラーだからだ。

PBMのリベート問題

AbbVie's Cash Cow

Annual sales of Humira

\$22.5 billion



Sources: FactSet; company reports

薬局で調剤される薬については、コストと入手可能性を決定する上でPBMが極めて大きな役割を果たしており、バイオシミラーの場合は、薬価が比較的高い水準に維持される結果となっている。アムジェンのヒュミラ競合薬であるアダリムマブを例にとると、製薬会社はPBMに米国内の定価を年間約8万5000ドルと年間約4万0500ドルの2種類提示する（現在の薬価は年間約9万ドル）。直感に反するが、大半のPBMは高コストの方を選択すると予想される。薬価が高くなれば、製薬会社との交渉で決まるリベートをより高額にできるからだ。こうした取り決めの詳細は内密にされ、PBMはリベートの一部を手にすることが可能だ。

バイオシミラーにとって問題なのは、既存薬の方がより高額のリベートを提供できることだ。投資銀行カウエンのアナリスト、ヤロン・ワーバー氏は、アッヴィはヒュミラの値引きとして90億ドルを支払っており、その中にはメディケイド（低所得者医療保険制度）など他のチャン

ネルに対する値引きだけではなく、PBMに対するリベートも含まれていると指摘する。これはPBMには、保険適用となる薬剤リストのうち、最初に開発された生物製剤を優先し、後発の競合薬よりも高い市場シェアを維持できるような位置付けを与えるインセンティブがあることを意味する。アッヴィによると、米国人が保有する保険の90%がヒュミラを保険対象としている。一方、大手PBMは、ヒュミラのバイオシミラーについては、恐らくすべてではなく、一部のみを採用するだろうと語る。

PBMがヒュミラのバイオシミラーの保険対象リスト収載に同意したとしても、患者が使用するかは不明だ。医療保険会社のシグナ<CI>とユナイテッドヘルス・グループ<UNH>はバイオシミラーをヒュミラと同一カテゴリーに入れるとしている。つまり、患者にとって安くはならない。ドラッグストアチェーンのCVSヘルス<CVS>は本誌に対し、自社のPBMはアムジェンのアダリムマブを「非優先専門薬」として収載し、ヒュミラの優先的な位置付けを変更しないだろうと語った（CVSの広報担当者は、大半の消費者にとって、両薬剤間で自己負担額に「ほとんど差はない」としている）。CVSは、他のバイオシミラーの扱いについては、発売された時点で決定するとしている。経済的なインセンティブがなければ、医師や患者がバイオシミラーを選択すると考える理由はほとんどない。カリフォルニア州のリウマチ専門医で、州リウマチ学団体連合会の会長を務めるゲーリー・フェルドマン医師は、「経済面で、われわれがバイオシミラーを処方する動機となり得るのは患者の自己負担額だけだ」と言う。

開発過程もバイオシミラーが抱える問題を増幅させる。競合する医薬品の完全な複製である一般的なジェネリック医薬品とは異なり、バイオシミラーはその名の通り、極めて近い模造品であり、製造が極めて複雑でコストもかかる。FDAも時間と費用がかかる臨床試験の実施をメーカーに要求してい

る。こうした障害によって、現世代のバイオシミラーが利益を出せる市場シェアを獲得できなければ、この医薬品分野の将来、そして究極的には生物製剤と医療費に対するその巨大な影響に対抗する手段が失われると専門家は懸念する。

一般的にアナリストや業界関係者の間では、ヒュミラのバイオシミラー市場の再編が完了するにはある程度時間がかかるとみられている。一方、バイオシミラーメーカーは困難が明らかになる中、期待の緩和に努めているようだ。パイパー・サンドラーのレイモンド氏は本誌に対し、「アムジェンは間違いなく、アダリムマブを以前ほど売上高成長の原動力として強調しなくなっている」と語った。

ポジション確保の年

Here Comes the Competition

Humira biosimilars expected to launch this year in the U.S.

Company / Ticker	Product	Expected launch date
Amgen / AMGN	Amjevita	January 31
Organon / OGN	Hadlima	July 1
Boehringer Ingelheim	Cyltezo	July 1
Coherus BioSciences / CHRS	Yusimry	July 1
Viatris / VTRS	Hulio	July
Novartis / NVS	Hyrimoz	July
Pfizer / PFE	Abrilada	Second half of the year
Fresenius Kabi	Idacio	July
Teva Pharmaceutical Industries / TEVA	AVT02	July 1, pending FDA approval

Sources: Cardinal Health; company reports

バイオシミラーメーカーの一部にとって、今年はポジション確保の年だ。保険対象リストに掲載され、市場シェア獲得に向け、長い戦いを始めることが目標だ。ヒュミラのバイオシミラーを製造するコヒーラス・バイオサイエンシズ<CHRS>でチーフ・コマーシャル・オフィサーを務めるポール・リーダー氏は「2024年以降にプレーヤーでありたいければ、2023年に参入すべきだというのが当社の考えだ」と語る。

そして、バイオシミラーメーカーも製薬業界の他の企業と同様、メディケア（高齢者向け医療保険制度）に一定の薬価交渉を認めるインフレ抑制法の行方を、不安を抱えながら見守っている（交渉による薬価が最初に発効するのは2026年）。一部のアナリストは、インフレ抑制法がバイオシミラーに追い風になる可能性があるとする。競合薬のある生物製剤は交渉を免除されるため、生物製剤メーカーにはバイオシミラーメーカーと協力し、競合品の発売を早めようとするインセンティブが働く可能性

があるからだ。

製薬会社（そして医療システム全体）にとって、ヒュミラの競合薬や他の近い将来登場する予定のバイオシミラー開発薬の成功は数千億ドルを左右する問題だ。IQVIAの1月のレポートによると、バイオシミラーによるコスト削減効果は、今後5年間だけで1800億ドルを超える可能性がある。しかし、それはバイオシミラーが市場を獲得できるかどうかにかかっている。カウエンのワーバー氏は、最終的には獲得できるとみており、「オリジナルの生物製剤は完全に消えはしないだろうが、市場シェアを譲り、薬価を下げざるを得なくなるだろう」と言う。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

4. ジェフリーズのサイモン・パウエル氏に聞く A Trend Spotter Sizes Up China's Baby Bust. 中国のメガトレンドに起因するリスクに注意

[インタビュー]

メガトレンドによるリスク



Photograph by Olivia Harris

ジェフリーズのテーマリサーチを率いるサイモン・パウエル氏は、香港駐在のおかげで、人口減少や地政学的リスクなどの、中国で生まれつつあるトレンドの最前線に立っている。パウエル氏は、アジアの人口が若く増加傾向にあるという、投資家が長く抱いてきた見解は改める必要があると言う。また、投資家が目先の投資決定に影響を及ぼすにはメガトレンドは長期的過ぎるとして無視してきた一方で、パウエル氏は、中国の人口動態や米中関係の緊張の高まりなどに注意を払うべきと主張する。

本誌はパウエル氏に、中国の少子化の影響、電気自動車（EV）用バッテリーが中国と欧米の次の戦いの前線になる理由、台湾をめぐる潜在的リスクを緩和する方法などについて聞いた。

人口が減少へ

本誌：どのメガトレンドを一層注視すべきか。

パウエル氏：投資家は人口動態を無視しがちだ。中国の人口は2050年までの間にピークに達して、今の約14億人から今世紀末には7～8億人まで減少するだろう。多くの人々は、出生率、人口動態および人口構成における過去20年間の変化を理解していない。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）がトレンドを強化した。世界中の熟練労働者不足は、人々が静かに早期リタイアする一方、新たに労働力となる人々が減少していることを浮き彫りにした。それは経済成長だけではなく、賃金上昇の形で企業利益にも影響を及ぼしている。投資家は中国の長期的な国内総生産（GDP）成長率を、はるかに低い水準で織り込む必要がある。



Photograph by Olivia Harris

Q：中国の人口動態における課題の背景は。

A：1980年ごろに導入された一人っ子政策が中国の現在の状況を生み出した。1994年に出生率が人口置換水準を下回り、2022年に人口が減少に転じた。一人っ子政策は2015年に廃止されたが、出生時男女比の大きな不均衡を生み出した。1983年から最近にかけて生まれたのは圧倒的に男児で、それは25年後の婚姻率に影響を及ぼすことになり、婚姻率がピークを打った理由だ。人々は女兒が生まれた場合には教育を施し、中国全土で男女間の教育のミスマッチを引き起こした。平均的な男性よりも女性の教育水準の方が高いため、女性は結婚に見合う男性を

見つけられないと言う。

Q：この人口動態の問題は、中国株式市場の回復とどのように関係しているのか。

A：中国株式市場の最大の問題の一つは、政府が不動産市場を活性化できるか否かだ。その際は、新たな買い手が現れるかという問題がある。世帯形成は7年前にピークに達した。日本の不動産市場は1999年にピークに達したが、それは人口減少が見られた時期と一致する。中国では、今年は政府に支援策を講じる余地が十分にあるために、不動産市場は下落しないだろう。日本では、東京を除くすべての地域で不動産価格が下落した。中国でも、不動産価格は1級都市と2級都市で横ばいの一方、それ以外の都市では下落しており、日本と同様になる可能性がある。

また人口減少は、投資家からの人気が高い、ファストフードレストランチェーンのヤム・チャイナ・ホールディングス（百勝中国控股）＜YUMC＞、乳製品大手のチャイナ・モンニュウ・デイリー（中国蒙牛乳業）＜2319.香港＞、ビール会社のチャイナ・リソーシズ・ビール・ホールディングス（華潤啤酒控股）＜0291.香港＞と青島ビール＜168.香港＞などの生活必需品銘柄を慎重に見るべきだと示唆している。1桁の株価収益率（PER）を割安とみる向きもあるかもしれないが、割安なものには理由がある。

投資すべきセクターとして優れているのは口腔（こうくう）、眼およびひざ治療などの高齢化関連セクターだが、十分な利益率を備える企業を見つける必要がある。そのような企業はあまり大きな価格決定力を持っておらず、例えば政府はことあるごとに眼鏡の価格が高過ぎると述べている。歯科用品大手のモダン・デンタル・グループ（現代牙科集団）＜3600.香港＞や眼科クリニック大手のユーロアイズ・インターナショナル・アイ・クリニック（德視佳国際眼科）＜1846.香港＞といった大規模フランチャイズは先進国には存在するが、中国では始まったばかりだ。

中国の労働人口は、人々が予想する以上に早く減少するため、ロボットと人工知能（AI）も高齢化の恩恵を受ける。中国は既に、産業用ロボットの大口の買い手だ。一方で、企業のトップは新規製造ラインの自動化に対する設備投資を真っ先に削減するために、産業用ロボット企業は景気に敏感だ。中国の自動化関連企業である、ウーシー・リード・インテリジェント・エクイップメント（無錫先端智能裝備）＜300450.中国＞、シェンヂェン・イノバンス・テクノロジー（深圳市匯川技術）＜300124.中国＞、エスタン・オートメーション（埃斯頓自動化）＜002747.中国＞、リーダー・ハーモニアス・

ドライブ・システム（蘇州緑的諧波伝動科技）＜688017.中国＞、シャンハイ・バオサイト・ソフトウェア（上海宝信軟件）＜600845.中国＞などが検討に値する。

Q：中国の指導者は、人口動態の危機に今後どのように対処するだろうか。

A：政府が、子供がいないと昇進できないような政策を実行すると私は予想している。女性の権利は弾圧されている。オーストラリアなどでは子供を持つと現金が支給されるが、共産党は現金のばらまきを退廃的とみなしている。

中国政府は、人口動態の時限爆弾に気が付いている。それは政策の背景となっており、例えばテンセント・ホールディングス（騰訊控股）＜0700.香港＞の株価暴落を引き起こした、2018年と2019年のビデオゲームの締め付けがある。習近平主席はビデオゲームを、人々の結婚を抑制する可能性がある反社会的要素であるとみなしている。私は、ビデオゲーム関連銘柄を慎重にみている。

Q：政策の変更で留意すべき他の分野は。

A：教育関連銘柄にも注意が必要だ。株価は、政府が塾を締め付けた際の暴落から回復した。しかし、中国の平均的な家庭にとって、生活費が上昇しているせいで子供を持たない可能性があるため、中国政府は生活費を引き下げようとする意向を変えないと私は考えている。

中国を偉大な国へ戻すという習近平主席の目的を踏まえると、政府は、人口動態が広範囲にわたる影響を及ぼすことを理解している。習近平主席が軍事力を強大にしたいと望んだとしても、中国軍に投入する十分な国民はいるのだろうか。

地政学的状況

Q：地政学も、もう一つのメガトレンドだ。それは投資家にとって、何を意味するのか。

A：中国の偵察気球の状況がどれほど深刻かを、投資家は過小評価している。それは米国政府による既に否定的な態度に拍車をかけ、反中国的なさらなる政策と法制度につながる可能性がある。結果的に、企業はサプライチェーンをすぐに放棄しなければならないかもしれない。それは、太陽光パネルや半導体に限らない。自動車会社のような大型多国籍企業は、既にリスク軽減に動いているが、中小企業は事態が沈静化すると考えている。沈静化するかどうか、私には定かではない。

米国政府に助言するとすれば、人々が理解している以上に中国の経済的・人口動態的状况が悪いため、中国の経済的脅威は米国政府が考えているほど大きくないと言いたい。しかし、指導者が自国内に困難を抱えている時は、他国を責める方が簡単だ。

Q：それは、台湾に関連するリスクの上昇を意味するのか。

A：その通りだ。地政学的状況は、投資家が考える以上に長期にわたって混乱するだろう。中国のゼロコロナ政策と習近平主席の政治的方向性が理由で、ロングオナーの多くの投資家が2021年から2022年にかけて中国から撤退した。中国の経済再開が理由で最近資金が戻っているが、多くの投資家は中国の「保有」をやはり望んでおらず、単に資金を「貸している」と述べている。長期的な投資から戦術的なアプローチを取る方向へ、構造的にシフトしている。

Q：台湾関連のリスクを、いかに軽減すべきか。

A：中国をオーバーウエートせず、防衛関連銘柄をオーバーウエートし、台湾関連のイベントでどの銘

柄が恩恵を受ける可能性があるか考えるべきだ。ポートフォリオを紛争から完全に守ることは困難だが、リスクの一部を軽減できるかもしれない。

例えば、危機の際には重大な経済制裁が予想でき、中国のサプライチェーンからの離脱がみられる公算が大きい。自動車メーカーのBYD（比亚迪）＜1211.香港＞は、販売台数ベースで世界最大のEVメーカーだ。EV、バッテリー、液晶パネル、半導体は、今後5年間の先進国市場にとって重要だ。中国は、EV用バッテリーにおいて、石油業界のサウジアラビアになりつつある。欧米はそうなることを許すのだろうか。インフレ抑制法は許さないと言っている。

Q：バッテリーは、米中冷戦における新たな賭けのチップか。

A：自動車用電池メーカーのコンテンポラリー・アンペレックス・テクノロジー（寧徳時代新能源科技）＜300750.中国＞とBYDの株価バリュエーションをみると、中国が戦いに勝ち、市場を追い詰めたかのように見える。ウォーレン・バフェット氏率いるバークシャー・ハサウェイ＜BRK.A＞は保有するBYD株の一部を売り始めた。欧米が中国の支配を許さないというシナリオにおいては、売却は賢明な行動のように思える。

中国ではEVに莫大（ばくだい）な成長機会があるが、中国企業からシェアを奪おうとする代替的な新興勢力にも目を向けたい。米国政府が中国からのバッテリー調達を禁止するという、地政学的シナリオが生じる可能性もある。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

5. 大手ハイテク株が再び失速

[コラム]

Tech Carried This Upturn, and Now It's Taking the Market Down With It.
金利上昇の長期化見通しが足かせに

金利上昇長期化と景気後退への懸念が市場の重し



Spencer Platt/Getty Images

長短金利が引き続き上昇するとの観測が浮上したことを受け、先週1週間でS&P500指数は2.67%下落し、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は2.99%下落した。ナスダック総合指数の下落率は3.33%で、金利上昇の脅威が特にバリュエーションの高いハイテク株に重くのしかかった。

株式などのリスク資産の状況を悪化させているのはさらなる金利上昇の可能性だけではない。同時に景気が勢いを失いつつあることが拍車をかけている。こうした事態を経験したことのあつ投資家は少ない。

ウェルズ・ファーゴの元チーフエコノミストで、現在はダイナミック・エコノミー・ストラテジーを率いるジョン・シルビア氏によると、実質最終需要（国内総生産＝GDP＝から在庫変動を差し引いた

額)の鈍化が株式と不動産にバリュエーションの問題を引き起こしている。要は、業績の悪化と株価収益率(PER)または収益還元率(キャップレート)への圧力が相まって、株式と不動産の両方に悪影響を及ぼしている。

シルビア氏は、目下の景気減速は2005~2009年と2020年に経験した景気減速とは異質のものと付け加えた。これらの過去の局面では、金利の低下が成長の鈍化を相殺するのに役立った。今回違うのは、金利がほぼゼロの水準からスタートしたことだ。金利が歴史的な標準に似通った水準に戻るにはさらに上昇しなければならない。

■ 年初来の上げ相場は大手ハイテク株に依存していた

現在の状況は、ビアンコ・リサーチの経営者であるジェームス・ビアンコ氏が先週のクライアントとのウェブキャストで指摘したように、株式市場がハイテクセクターの大型グロース株にいかに依存してきたかを物語っている。ブルームバーグによると、年初来から2月22日までのS&P500指数の上昇率3.81%のうち3.05%ポイントがFAANGおよびMNT銘柄、すなわちメタ<META>(旧フェイスブック)、アップル<AAPL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、動画配信大手のネットフリックス<NFLX>、アルファベット<GOOGL>、マイクロソフト<MSFT>、半導体大手のエヌビディア<NVDA>、電気自動車大手のテスラ<TSLA>によるものだった。

一方、S&P500指数を構成する他の492銘柄の株価は基本的に横ばいとなっている。つまり、金融緩和にけん引された2021年と同様の相場が展開された。しかもS&P500指数の年初来上昇率は、金利が再び上昇し始める前の2月2日に付けたピークの8.10%から半分未満に縮小している。

■ 2月の雇用統計と小売売上高およびインフレ統計が焦点に

雇用統計は通常、毎月第一金曜日に発表されるが、2月の雇用統計は3月3日ではなく3月10日に発表される。したがって、雇用統計とそれが金利に与える影響をめぐる狂乱は3月10日に持ち越されることになる。

1月の雇用統計と小売売上高が極めて好調だったこと、さらには1月のインフレ統計が高水準だった理由が、厳冬期の季節調整幅を拡大させた異常気象のせいだったのかどうかを確認するため、投資家は2月の統計を待たねばならない。連邦公開市場委員会(FOMC)の会合は3月21~22日に予定されている。2月1日に終了した前回の会合(その後発表された1月の好調な統計データに世界は衝撃を受けた)と異なり、関連する統計データの大半を手にした状況で開催される。

今のところ、景気先行指数の構成要素である週間新規失業保険申請件数は20万人を下回り続けており、労働市場が依然として堅調であることを示唆している。このことは、ハイテク企業がレイオフを実施したことを伝えるニュースよりも重要だ。多くのハイテク企業は金利が低いかほぼゼロのときに雇用を活発化させるからだ。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

6. どの角度から見ても株式はまだ割安には見えない

[米国株式市場]

Any Way You Slice It, Stocks Still Don't Look Cheap.

ファンダメンタルズ面では袋小路で、テクニカル指標面でも難しい局面が続く

株価下落につながる袋小路



Spencer Platt/Getty Images

経済と金融政策の行方に関する投資家の議論が続く憂鬱（ゆううつ）な2月相場の中、株式市場は週間ベースで先週も下落した。ファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）の観点からは、強気と弱気の指標が同じくらい発表されており、市場の見通しは明らかに混迷している。

同じ情報であっても、受け手の状況や時間軸によって、好材料にも悪材料にも解釈され得る。このことは、経済が現時点で好調ならば米連邦準備制度理事会（FRB）による一層の引き締めにつながり、後にもっと厳しい不況に陥る可能

性があるという見方の背景になっている。

トゥルーイスト・アドバイザー・サービスの共同最高投資責任者（CIO）であるキース・ラーナー氏は、これを「逆テッパー・トレード」と呼んでいる。この呼び方の由来は、ヘッジファンドマネジャーのデービッド・テッパー氏が2010年に出した強気の予想に由来する。その中でテッパー氏は「景気回復かFRBによる緩和か、いずれの場合でも相場を押し上げる」と予想した。

現在の選択肢は、景気が弱くなってインフレ率が低下する一方で企業収益が悪化することで資産価格が下落するか、経済が強くなってインフレ抑制のためにFRBがさらに引き締めを余儀なくされ、これも資産価格の下落につながるという、これらの中のどちらかだ。

経済指標とテクニカル指標

先週発表された経済指標を見ると、投資家が不安になるものが数多くあった。企業の購買担当者景況指数（PMI）は予想を上回り、1月の個人所得と個人消費支出は急増し、消費者心理は1年以上ぶりの高水準となった。そしてFRBが重視する個人消費支出（PCE）のコア物価指数伸び率は、1月の数値が市場予想を上回り、12月の数値は上方修正された。

こうした経済指標を受けて、主要株価指数は下落した。ダウ工業株30種平均は週間ベースで4週連続の下落となり、3.0%安の3万2816ドル92セントとなった。S&P500指数は2.7%安の3970.04、ナスダック総合指数は3.3%安の1万1394.94で引けた。小型株のラッセル2000指数は2.9%下落して1890.49で週末を迎えた。

ファンダメンタルズ面で多くの裏付けがない場合、チャートに示されるテクニカル指標をチェックすることは価値ある行動だ。2023年に入ってからS&P500指数は1月に9%近く上昇して、2022年10月中旬の安値からの上昇率が17%の大幅高となった。これは、利上げが早期に終了すると短期筋が見込

Market Snapshot



Source: FactSet

んで債券利回りが低下した時期と同じだった。

その後、雇用とインフレが強い状況にあることが示され、債券利回りが再び上昇し始めた。S&P500指数は2月に入ってから5%以上の下落となり、24日の終値の3970は、200日移動平均線が位置する約3940のすぐ上だ。200日移動平均線は上昇相場では下値支持線、下落相場では上値抵抗線になる重要なテクニカル指標であり、公認テクニカルアナリストのラーナー氏は、S&P500指数がこれを割り込むと次の支持線は3800前後になると述べる。

バリュエーションと金利動向

S&P500指数は過去1カ月間で5%下落したが、それでも予想利益に基づく株価収益率（PER）は約17.5倍にとどまっている。年初来の上昇はすべてバリュエーションの拡大によるもので、予想利益は同じ期間に下方修正されている。現在のPERは過去10年の平均とほぼ同じ水準だが、現在では不確実性がかなり高く、金利も上昇している。

一方、10年物国債の利回りはチャート上で上昇トレンドを維持している。24日の10年国債の利回りは3.95%だったが、2023年の早い時期に200日移動平均線で2回反発し、2022年10月に付けた4.23%の高い水準をほどなくして再トライする可能性がある、ラーナー氏は指摘する。その場合、株式バリュエーションに対する圧力はさらに強まりそうだ。

ファンダメンタルズとテクニカル指標は一致しているようだ。現在の水準では、S&P500指数はそれほど魅力的ではない。ただし、時価総額が小さな銘柄にはバリューがあるかもしれない。中型株や小型株の指数はまだ50日移動平均線を上回っており、バリュエーション面でも割安な水準だ。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

7. 米国株が「デスゾーン」に入る中、高配当株に注目 Stocks Are in the 'Death Zone.' How Dividends Can Play Sherpa. 高配当株は不況期に強い

[投資戦略]

並外れて低い株式リスクプレミアム



Dreamstime

先週、ウォール街のトップ・ストラテジストが米国株は「デスゾーン」に入ったと書いた。私には弱気な気配が感じられた。「デスゾーン」は、登山家が、人間が長く生存できないほど酸素濃度が低い高所を表現するために使う言葉だ。生き残るには、迅速に動くか酸素補給が必要だと言われている。

投資家にとって、この高山病の警告の意味をもっと理解するために、私はその記事を書いたモルガン・スタンレーの最高投資責任者（CIO）、マイク・ウィルソン氏に連絡を取った。

ウィルソン氏は、不運な運命をたどったエベレスト遠征を取り上げた1997年に出版された本、『空へ：エベレストの悲劇はなぜ起きたか』について語り、酸素不足に陥った登山家が自分の見たものに惑わされたように、流動性に溺れた投資家は今、惑わされていると言う。ウィルソン氏によると、その最たる証拠は並外れて低い「株式リスクプレミアム（ERP）」だ。

株式リスクプレミアムは、投資家が直感的に知っていることを数学的に表現したものだ。リスクの高い株式は安全な債券よりもリターンが高くなければならない。どの程度高くなるかははっきりしないが、数式で表現することで、少なくとも経済学者は「他の人は間違っている」と主張することができる。モルガン・スタンレーは、S&P500指数の株式リスクプレミアムを約1.6%ポイントとしているが、過去10年間の大半はその2倍超の数字だ。

株価は上昇するが、利益予想は低下

株価は今年上昇し、利益予想は低下している。国債の利回りが上昇し、その魅力が増している。ウィルソン氏は登山用語に例えつつ、「統計的には株価はハイリスクゾーンからデスゾーンへまっすぐ進んでいる。S&P500指数は3900で今年を終えるだろうが、それは上半期に3000～3300のレンジまで下落した後だ」と予測する。S&P500指数は、直近では4000前後で推移している。

デフレーションの中で金利が低下した1990年代と2000年代初頭を含め、株式リスクプレミアムが低下したり、マイナスになったりしたことはある。ウィルソン氏は「今後5年の間に10年物米国債利回りが大幅に低下するということに違和感がないと言うのは大変難しいことだ。利回りは高くなるかもしれない。実質マイナス金利や金融抑圧など、過去20～30年の間に行ってきたことに戻るとは思えない」と言う。

米国企業のコストの伸びは最近、売上高の伸びを上回っている。S&P500指数の1株当たり利益（EPS）の2023年のコンセンサス予想は、昨年5月の250ドルをピークに222ドルまで低下している。ウィルソン氏は、この予想は、個別企業の利益を用いたボトムアップ予測によるコンセンサスよりも大きな転換点への反応が早い、消費者信頼感や住宅着工といったマクロ要因を用いたトップダウン予測に基づく、10～20%高過ぎると指摘する。

ウィルソン氏は、「われわれは、最安値を狙うためにここにいるのではない。われわれが試みているのは、最悪の時期にリスクを追加することから投資家を守ることであり、それは投資家がこれまで行ってきたことだ」と言う。株式投資家は、ヘルスケアや消費財などのディフェンシブセクターや、小売業などの効率的な事業者を選好すべきだ。モルガン・スタンレーのフレッシュ・マネー・パイ・リストには、ノン・アルコール飲料の世界最大メーカーであるコカ・コーラ<KO>、エネルギー大手のエクソンモービル<XOM>、通信大手のベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>が含まれている。

■ 増配予想の中、注目銘柄はこれらだ

配当はどうだろうか。半導体大手インテル<INTC>は先週、配当金を3分の2減らすと発表した。これは高配当株にとって悪い兆候に思える。しかし、UBSはモルガン・スタンレーと同様、今年の米国企業の利益は減少すると見ている一方、配当は若干増加すると予想している。UBSの株式ストラテジスト、アラスター・ピンダー氏は、「配当の伸びと利益の伸びをグラフにした場合、配当の伸びの方がずっと変動が少ない。不況期には高配当株は数%アウトパフォームする傾向があり、現在は市場に対して15～20%割安だ。また、高配当株は配当性向が低く、自社株買いに対する新しい税制を考慮すると、増配する可能性がある」という。

また、ピンダー氏は、健全な自己資本利益率（ROE）、底堅い利益率、柔軟な負債構造といった企業のクオリティーを評価する指標を見つつ、配当の伸びが期待できるが、現在の配当利回りは中程度の企業を探すべきだと言う。最近のUBSのスクリーニングでは、配当利回り3.2%の通信半導体大手ブロードコム<AVGO>、3.6%のバイオ医薬品大手アムジェン<AMGN>、2.6%の日用品大手プロクター・アンド・ギャンブル（P&G）<PG>、4.1%の不動産投資信託（REIT）のエクストラ・スペース・ストレージ<EXR>が含まれる。

フェイスブックとインスタグラムを傘下に持つメタ<META>（旧フェイスブック）は、メタ・ベリファイドというサービスをテストすると発表した。スマートフォンアプリ利用者向けに月額14.99ドルで提供される。その特徴は、「認証済みバッジ」、「成り済ましのアカウント監視」、「必要な時のヘルプ」、「人目に触れやすくするビジビリティの向上」などだ。一看すると、レンタカーにプレミアムガソリンを入れるのと同程度の見返りだが、ビーオブエー・セキュリティーズは、ユーザーの0.4%がこのサービスを選択すれば、メタの利益に3%程度上乗せできると指摘する。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

8. 金利低下の期待が薄れる中、継続する根強いインフレ圧力

[コラム]

Hopes for Lower Interest Rates Fade as Inflation Doesn't.

インフレ圧力による金利上昇に対応した投資戦略を

再評価される景気と金利見通し



Getty Images

2月の米連邦公開市場委員会（FOMC）の後、経済や金利の見通しに関する再評価が広く行われている。多数の指標が季節的に見合わない強い景気状況を示しており、インフレも収まる様子が見えないからだ。

FOMCが終わった2月1日以降、米連邦準備制度理事会（FRB）の主要政策目標金利であるフェデラルファンド（FF）金利のターミナルレートを反映する先物市場から、2～10年物の米国債まで、金利は0.5%超上昇した。金利上昇によって、昨年12月にFRBが予想したより低い水準

でFF金利が早期に天井を打つという、それまでの楽観的な見方は逆転した。FOMC後の会見でFRBのパウエル議長が威勢よく「ディスインフレ」について語ったことで勢いづいていた強気の見方は、完全に覆された。

堅調続く景気指標

ビアンコ・リサーチを率いるジェームズ・ビアンコ氏が先週の顧客とのウェブキャストで指摘した通り、パウエル議長が述べた政策の基礎である経済データは、物価上昇の圧力や伸び率の低下を示していない。たとえ異例に暖かい1月の天候が季節調整済みの数字を押し上げたとしても、非農業部門就業者数が51万7000人も増加したのは驚くべきことであり、インフレ率はFRBの目標である2%を大きく上回り続けている。

このことは、2月24日に発表された、FRBが重視するインフレ指標である1月の個人消費支出（PCE）物価指数によって裏付けられた。この指数は、総合指数および食品とエネルギーを除くコア指数ともに、前月比で0.6%上昇した。また、コア指数は前年同月比で4.7%上昇し、低下する様子はない。

確かに、単月のデータだけを重視するべきではない。しかし、シティグループのチーフ・グローバル・エコノミストであるネイサン・シーツ氏はリサーチレポートの中で、「経済が非常に堅調に推移しているのは明らかであり、金融環境も改善している。FRBの急激な利上げが景気を壊してしまう懸念は、根拠がなかったようだ」と指摘した。

しかし、これこそが株式や債券に強気の投資家が切望している点だ。なぜなら、たとえインフレ率が2%の長期目標まで低下しなくとも、FRBは現在の政策を転換する可能性があるからだ。しかし、物価上昇率が賃金上昇率を上回る中で、FRBがインフレとの闘いを弱めることを支持するのは「自分たちの株式ポートフォリオを心配して文句ばかり言っている連中だ」とビアンコ氏は苦々しく主張した。

「ベース効果」でCPIは低下するが、インフレ期待は上昇

ビアンコ氏はさらに、インフレのトレンドは、単に「ベース効果」により次第に穏やかになっていくはずだと見ている。つまり、2022年の2月～6月に消費者物価指数（CPI）が大きく上昇したため、今年の同期間の前年同月比伸び率は比較的控えめな数字になるということだ。ビアンコ氏は、仮に向こう数カ月間はコロナ後のインフレトレンドが続いたとしても、前年同月比のCPI伸び率は1月の6.41%から6月には3.29%へと低下すると予想する。

好材料はこれくらいかもしれない。通常、原油価格とインフレ期待は軌を一にするが、ビアンコ氏によると、原油価格は急落しても、インフレ期待は2月初旬から急速に高まったという。1年のブレイク・イーブン・インフレ率（1年物米国債と同年限のインフレ指数連動国債=TIPS=の利回りの差）は、2月3日時点で2.07%にとどまっていたが、22日時点では3.18%へと急上昇した。この間、原油先物は1バレル約80ドルから約74ドルに下落している。

債券投資家は1960年代後半の悪夢に要注意

CPIの前年同月比上昇率は、昨年9月の9%を超える40年来のピークからは低下したが、その主因は財の価格が下落したことだ。一方、ビアンコ氏の見立ては、CPIの61.8%を占めるサービスは、今年1月まで前年同月比7.6%の上昇を続けており、まだピークに達していない。さらにビアンコ氏は、かつての同僚で現在チャート・ストアの社長であるロナルド・グリース氏のデータを引用し、このパターンは1965～69年にかけてのインフレサイクルをそっくり想起させるものだとしている。

アメリカン・エンタープライズ公共政策研究所のシニア・フェロー、ポール・H・カピク氏の調査によると、1963年末～1973年初めに10年物米国債を買い持ちした人は、インフレに押しつぶされてしまった。10年債の実質金利は、当時の最新の12カ月CPIに基づくプラスだったが、当該債券の満期10年の間にインフレが高進したため、実質金利はマイナスになったのだ。

米国債金利は上昇するのみか

ビアンコ氏の分析によれば、目先の米国債利回りは最近の急上昇の後でも、さらに大きく上がる可能性がある。ビアンコ氏によれば、どのサイクルにおいても、2年債利回りはFF金利誘導目標のピークレートを上回っている。24日の時点で、FF金利先物市場は、9月か10月に5.40%でピークを迎えることを示している。現在の目標レンジ4.50～4.75%の中間値である4.63%、あるいは2月初旬時点の先物市場の予測、すなわち7月までに4.88%でピークアウトとは比べ物にならない。

もしFRBが市場の期待通りに3月、5月、6月の3回で0.25%ずつ利上げを実行し、FF金利誘導目標レンジを5.25～5.50%に引き上げた場合、国債利回りはさらに上昇する公算が大きい。ビアンコ氏が引用した先例に従えば、2年債利回りは24日時点の4.81%から5.40%程度になる。24日時点の2年債利回りは11月に付けた直近の最高値4.70%を上回り、2007年以降で最も高かった。

さらにビアンコ氏は、イールドカーブが平行移動し、10年債利回り2年債利回りが同じ幅で上昇すると予想している。すると10年債利回りは約4.60%（24日は3.95%）となり、昨年10月に付けた今のサイクルのピークである4.25%を上回る。

債券投資家にはTビル、マネーマーケットファンド、TIPSがお勧め

どのシナリオも債券や株式の投資家にとっては心もとない。とりあえずの待避所は米財務省短期証券（Tビル、24日の6カ月物利回りは5.09%）、マネーマーケット・ミューチュアル・ファンド（最もパフォーマンスが良いものは利回り4.5%超）、あるいは短期債だ。

先週のBCAリサーチの債券戦略レポートでは、TIPSが従来の米国債に比べヘッジ機能が付加されていることから、推奨されている。ただし、24日時点の10年物TIPS価格から導かれたブレイクイーブン・スプレッドによると、TIPSが織り込んだ今後10年間のCPIインフレ率の見通しは2.39%にとどまっており、直近のレンジ2.3~2.5%の下限にある。2月に入ってから展開を振り返ると、このインフレ予測は上振れする可能性が高い。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

9. ヘッジファンドはどの銘柄を買い、売っているのか

[米国株式市場]

Hedge Funds Bought Activision and Dominion Energy.

ゴールドマン・サックスによるヘッジファンド動向調査

ヘッジファンドのスタイル・セクター動向



Daniel Acker/Bloomberg

ヘッジファンドは、昨年の第4四半期に景気敏感株とバリュー株から離れてグロースセクターに傾斜し、2023年年初の力強い出足に備えた。ラッセル3000グロース指数が年初から7%超上昇した一方で、同指数のバリュー指数は2%の上昇にとどまった。

ゴールドマン・サックスのストラテジストのベン・スナイダー氏は先週、第4四半期に「ファンドは一般消費財へのウェイトを正味で3.3%ポイント引き上げたが、これは全セクターで最大の変化で、コミュニケーション・サービスと情

報テクノロジーの比率も高めた。対照的に、ヘッジファンドはエネルギー、資本財、素材と金融の比率を引き下げた」と書いた。

第4四半期に特に大きく売られたのがエネルギー株で、ヘッジファンドは全体として同セクターの比率を2.2%ポイント引き下げた。2022年それまでのエネルギー株は60%超のリターンを上げていたが、今年に入ってから4%の下落になっている。

ヘッジファンドは各四半期末から45日以内に、証券取引委員会（SEC）に届け出様式13Fによりポートフォリオ保有状況を報告しなければならない。ゴールドマンのレビューには今年初めの運用資産額が合計で2兆3000億ドルに及ぶヘッジファンド758本の保有銘柄が含まれている。

ヘッジファンドの間ではグロース株保有の人气が高まっているが、ラッセル3000指数に対しては、ヘッジファンド全体でヘルスケアを最もオーバーウエートとしていた。2022年末の時点における同セクターのウエートは、ベンチマークの15%に対し、ヘッジファンドの保有では約20%だった。なお資本財セクターは、第4四半期にポジションが減少したものの、約4%ポイントのオーバーウエートで第2位を維持している。

ヘッジファンドが最も資金を配分しているのがテクノロジーだが、ラッセル3000指数の同セクターのウエート24%を下回る21%近くになっている。最もアンダーウエートしているのは生活必需品で、ラッセル3000指数に比べて4%ポイント少ない。

個別銘柄の保有動向

個別銘柄では、その銘柄を保有しているヘッジファンドの数の増加から判断した第4四半期最大の新規購入銘柄は、合併裁定対象でゲームソフト会社のアクティビジョン・ブリザード<ATVI>だった。ヘッジファンドは、このアクティビジョンの株価と、マイクロソフト<MSFT>が買収価格で合意した1株当たり95ドルとの乖離（かいり）が縮小することに賭けている。アクティビジョンの株価は第4四半期に70ドル台で推移しているが、この買収は米国と諸外国で反トラスト法の精査を受けることになっている。

ゴールドマンのアナリストが「ライジングスター」と呼ぶ2022年最後の3カ月間におけるヘッジファンドのその他の上位購入銘柄は、ソフトウェア会社のクーパ・ソフトウェア<COUP>、エネルギー持ち株会社のドミニオン・エナジー<D>、電子署名大手のドキュサイン<DOCU>およびスポーツ用品小売企業のディックス・スポーティング・グッズ<DKS>である。ゴールドマンによると、2002年以降、このバスケットの銘柄は次の四半期に各セクターを平均で0.59%ポイント、アウトパフォームしてきた。

逆のトレードも機能した。ある四半期にその銘柄を保有するヘッジファンドの数が最も減少した銘柄は、次の四半期には各セクターの同業他社を平均で0.60%ポイント、アンダーパフォームした。第4四半期におけるそうした「フォーリングスター」には、バイオテクノロジー企業のアルナイラム・ファーマシューティカルズ<ALNY>、大手ホームセンターチェーンのホームデポ<HD>、大手金融持ち株会社のJPモルガン・チェース<JPM>、マイクロソフト、およびアマゾン・ドット・コム<AMZN>がある。

とはいえ、最後の2銘柄はヘッジファンド保有上位10銘柄の中に最も頻繁に現れるゴールドマンの「ヘッジファンドVIP」バスケットの上位にとどまっている。マイクロソフトとアマゾンの後には、メタ<META>（旧フェイスブック）、アルファベット<GOOGL>、クレジットカード会社のビザ<V>、配車サービスのウーバー・テクノロジーズ<UBER>とアップル<AAPL>の馴染み深い5銘柄が続く。

これらの銘柄は最近好調なパフォーマンスを示してきたが、アルファベットだけは今年に入って市場をアンダーパフォームしている。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

How the Ohio Derailment May Power a Company.

オハイオ州の列車脱線事故は、鉄道安全に貢献した企業の好材料となるか

電子制御空気ブレーキが注目。ワブテックに好材料



Illustration by Elias Stein

鉄道は、発明されて以来脱線事故に悩まされ、それが変化を促す契機ともなってきた。2月3日、大手鉄道持ち株会社ノーフォーク・サザン<NSC>鉄道の貨物列車がオハイオ州イーストパレストアインで脱線して有害物質が流出した。それを受けて21日にはブティージェッジ米運輸長官が列車乗務員数の引き上げ、タンク車の安全性強化、罰金の引き上げ、そして電子制御空気ブレーキ（ECP）の導入計画などの鉄道安全対策強化を発表した。

1869年、ペンシルベニア州の技師、ジョージ・ウェスチングハウスが空気ブレーキを発明した。これにより、車両ごとではなく、圧縮空気を利用して機関車で列車をより迅速に減速・停止させることが可能となった。そしてウェスチングハウス氏は、ウェスチングハウス・エア・ブレーキを設立した。2019年、彼の後継者はGEロコモティブと合併して、ECPなど鉄道車両技術の小規模コングロマリット、ウェスチングハウス・エア・ブレーキ・テクノロジーズ（ワブテック）<WAB>を設立した。

ECPはエレクトロニクスを使ってさらにブレーキ性能を向上させている。ウェルズ・ファーゴのアナリストであるアリソン・ポリニアック・キュージック氏は、ECPブレーキは停止距離を50%超縮めることが可能だと述べる。2013年にカナダ、ケベック州のラック・メガンティックで起きた列車事故では、47人が死亡した。ECPはそれを契機に注目を浴びるようになった。鉄道安全性法案が2015年に議会で可決され、同法の下でECPは段階的に導入されるはずだったが、トランプ政権下で撤回されることになる。業界はECPの信頼性と、1両当たり5000～8000ドルかかるコスト（全体で90億ドル）に疑問を投げかけた。

ポリニアック・キュージック氏は、歴史的にみると、列車事故は人為的ミスを防ぐポジティブ・トレイン・コントロール（PTC）などの新たな安全技術に対する反対意見を抑えてきたと述べ、ECPに対する支持は拡大していくと考える。これは、ここ1年間で株価が11%上昇し104ドルとなっているワブテックにとって好材料だ。ポリニアック・キュージック氏はワブテックの投資判断を「買い」とし、目標価格を125ドルに設定している。

今週の予定

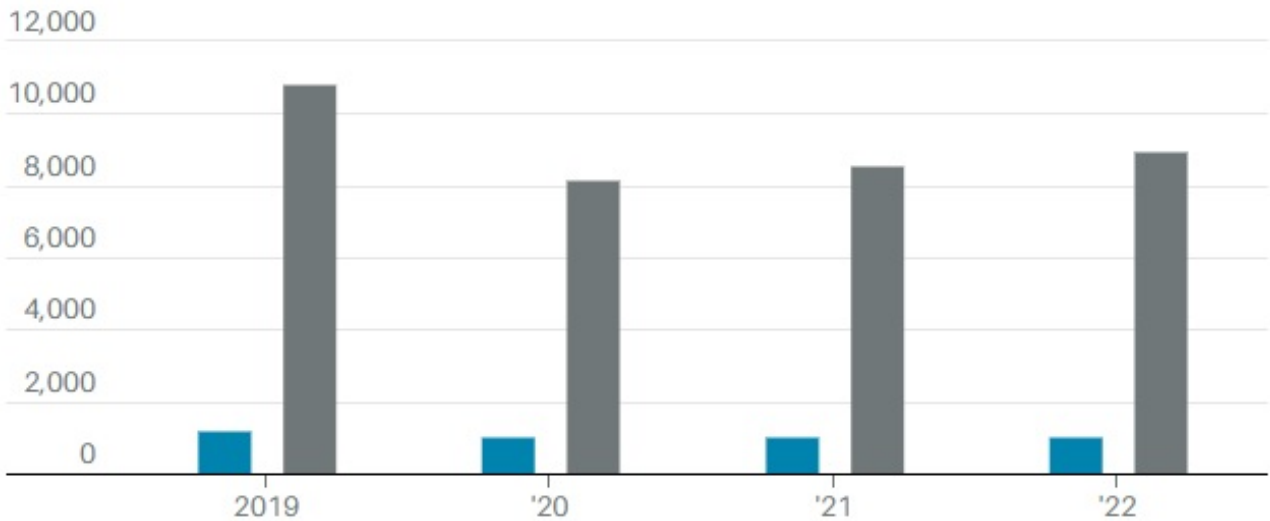
2月27日（月）

・ エネルギー大手オキシデンタル・ペトロリアム<OXY>、企業向け人事・財務ソフトウェア会社ワークデイ<WDAY>、オンライン会議サービスのズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>が四半期決算を発表。

Off the Track

Train derailments and accidents occur regularly, often rising and falling with the freight economy.

■ Derailments ■ Total Accidents/Incidents



Note: 2022 data through November

Source: Federal Railroad Administration

- ・米国勢調査局が1月の耐久財受注を発表。耐久財受注額のエコノミスト予想は前月比3%減の2780億ドル。

2月28日（火）

- ・自動車部品小売りチェーンのオートゾーン<AZO>、化学分析機器メーカーのアジレント・テクノロジー<A>、カナダの銀行大手モントリオール銀行<BMO>、カナダのノバスコシア銀行<BNS>、パソコン大手HP<HPQ>、エナジードリンク大手モンスター・ビバレッジ<MNST>、クルーズ船運航大手のノルウェー・クルーズ・ライン・ホールディングス<NCLH>、ディスカウント小売り大手ロス・ストアーズ<ROST>、電力・ガス会社センブラ・エナジー<SRE>、大手ディスカウントチェーンのターゲット<TGT>、が決算発表。
- ・エネルギー大手シェブロン<CVX>と金融大手ゴールドマン・サックス・グループ<GS>が2023年投資家向け説明会を開催。
- ・コンファレンス・ボードが2月の消費者信頼感指数を発表。コンセンサス予想は109.2と1月の数値をわずかに上回る。同指数は2022年7月を底に、逼迫（ひっぱく）する労働市場に支えられ反発している。1月の調査では半数近くが「仕事は豊富にある」と回答し、「仕事はなかなかない」と答えたのは11.3%にとどまった。
- ・S&Pコアロジックが、12月のS&Pケース・シラー住宅価格指数を発表。コンセンサス予想は前年同月比4.9%上昇（11月は同7.7%の上昇）。年率に換算した住宅価格の上昇率は2022年3月の20.8%をピークに、毎月減速している。
- ・米サプライ管理協会（ISM）が2月のシカゴ購買部協会景況指数（シカゴPMI）を発表。コンセンサス予想は45と1月からほぼ横ばい。同指数は5カ月連続で50を下回っており、景気後退を示している。一方で2022年第4四半期の米国内総生産（GDP）は季節調整済み年率で前期比プラス2.7%と、こちらは景気後退を示すものではない。

3月1日（水）

- ・電気自動車（EV）大手テスラ＜TSLA＞がテキサス州オースティンのギガファクトリーで2023年投資家向け説明会を開催。イーロン・マスク最高経営責任者（CEO）は、車体と電池の大量生産を実現するための「マスタープラン3」について説明を行う。アナリストは、マスク氏が3万ドルを下回る価格設定もある廉価モデルを発表すると予想している。
- ・ディスカウント・ストアのダラー・ツリー＜DLTR＞、大手ホームセンターチェーンのロウズ＜LOW＞、カナダ金融サービス大手ロイヤル・バンク・オブ・カナダ＜RY＞、顧客管理ソフトウェア大手セールスフォース・ドット・コム＜CRM＞、ビッグデータの保管・分析を手掛けるスノーフレーク＜SNOW＞が決算発表。
- ・ISMが2月の製造業購買担当者景況指数（PMI）を発表。エコノミスト予想は製造業PMIが47.9で1月とほぼ同じ。同指標は2022年11月から景気拡大と縮小の境目となる50を割り込み続ける。

3月2日（木）

- ・ビール大手アンハイザー・ブッシュ・インベブ＜BUD＞、家電量販大手ベスト・バイ＜BBY＞、通信半導体大手ブロードコム＜AVGO＞、会員制量販店チェーンのコストコ・ホールセール＜COST＞、ITサービス持ち株会社デル・テクノロジーズ＜DELL＞、コンピューター・IT大手ヒューレット・パッカード・エンタープライズ＜HPE＞、パッケージ食品メーカーのホーム・フーズ＜HRL＞、スーパーマーケットチェーン大手クロガー＜KR＞、半導体メーカーのマーベル・テクノロジー＜MRVL＞、カナダ銀行大手トロント・ドミニオン銀行＜TD＞が決算コンファレンスコールを開催。

3月3日（金）

- ・ISMが2月の非製造業購買担当者景況指数（PMI）を発表。コンセンサス予想は54.5と、1月から約1ポイント低下。非製造業は、新型コロナ規制による繰延需要があることで、製造業よりも堅調に推移している。

By Bill Alpert
(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』 2023/02/26
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。

※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 © 2023 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます