

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/09/24

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIIJI PRESS



DOW JONES

1. 肥満治療薬、米医療制度破壊の恐れも - How Ozempic and Wegovy Could Break the Healthcare System [カバーストーリー] P.1
高額な薬価で保険者の負担急増
2. 中国の諸問題、一部の人が考えるほど深刻ではない - China Is in Trouble, but It's Not as Bad as Some Think [フィーチャー] P.6
新たな景気刺激策の可能性、不動産市場のコントロールが依然カギ
3. 米銀トゥルイストに投資妙味 - This Busted Bank Merger Is Fixing Itself. Its Stock Is Worth Buying [注目銘柄] P.9
コスト削減や不採算事業からの撤退で反転狙う
4. 肥満治療薬成功の真の敗者は医療機器メーカー - Medtech Makers Are Real Losers From Obesity Drugs [フィーチャー] P.12
バリュエーションがさらに変動する可能性
5. 米国債利回り、さらに上昇 - Treasury Yields Are Headed Higher. Stocks Won't Like It. [コラム] P.16
株式市場に下押し圧力
6. 先週の株価下落率、3月以降で最悪 - Stock Market Drop Worst Since March. [米国株式市場] P.18
通常の9月相場なのか、もっと悪いことが起きる前触れ前兆なのか、それとも…
7. 金利低下はまだ先だが、株式と債券に投資する好機 - Higher Rates Aren't Coming Down Soon. [投資戦略] P.20
高金利の投資環境に適したアプローチとは
8. IPO市場の復活迫る - IPOs Are Coming Back but the Early Returns Aren't Great. [ハイテク] P.22
ただし本格化は数四半期先か
9. 米国債利回り上昇時にも有力な投資機会 - Treasury Yields Are Up, but There Are Better Income Opportunities. [コラム] P.24
債券利回り上昇の影響と投資機会を再考する
10. 先週の出来事と今週の予定 - TikTok Loves Fall Retail. Target and Starbucks Stock Need the Help. [経済関連スケジュール] P.26
ターゲットとスターバックスの株価に注目

※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、米バロンズ編集部による記事執筆時点の値である場合があります。

1. 肥満治療薬、米医療制度破壊の恐れも

[カバーストーリー]

How Ozempic and Wegovy Could Break the Healthcare System

高額な薬価で保険者の負担急増

長期的にはメリットも、目先の財政逼迫は不可避



ILLUSTRATION BY KELSEY DAKE

デンマーク製薬大手のノボルディスク <NVO>と米同業イーライリリー <LLY>は新たな肥満治療薬によって年間数百億ドルの売り上げを得ようとしている。一方で、薬の料金を支払う企業や政府機関は大きな困難に直面するかもしれない。

新薬の「GLP-1受容体作動薬」(GLP-1薬)は、体重を最大20%減らすだけでなく、心臓発作や脳卒中のリスクも低下させる可能性があり、史上最も有効で安全な減量薬と目されている。そのため、これらの医薬品に対する需要は

巨大だ。さらに、供給が増え、より多くのGLP-1薬が米食品医薬品局(FDA)に承認されるにつれて、需要は一段と増加すると予想されている。

しかし、GLP-1薬への支出は、保険会社、雇用主、政府の医療保険制度にとって大きな負担となり、医療危機が到来する恐れがある。こうした医療保険の財政逼迫(ひっばく)は、GLP-1薬がメディケア(高齢者向け医療保険制度)の対象になり得る2025年から、一部のGLP-1薬の薬価が下がり始める可能性がある2027年にかけてピークを迎える見込みだ。

GLP-1薬への支出による膨大な負担は、二次的な影響をもたらすかもしれない。例えば、メディケアの処方薬に関する保険給付の縮小、州のメディケイド(低所得者医療保険制度)予算に対する圧力、納税者の負担増、雇用主と従業員が法人向け医療保険に支払う保険料の増加などだ。

GLP-1薬による困難は二つの要素に分けられる。第一に、患者数の多さだ。米国の成人に占める肥満の割合は40%超で、20年前の30%から上昇している。第二に、価格の高さだ。ノボルディスクのGLP-1薬「ウゴビー」の定価は年間1万6000ドルを超える。

保険会社は莫大(ばくだい)な金額の支払いを求められる可能性がある。JPモルガンのアナリストは、米国における肥満治療用のGLP-1薬への支出額が2030年までに約500億ドルに達すると予想している。これは2021年の米国における外来処方薬全体(4210億ドル)の約10%に相当する。

もちろん、肥満が抑制されれば、医療制度全体で膨大なコストが削減される可能性がある。南カリフォルニア大学シェーファー医療政策経済センターの最近の論文によると、肥満治療薬が保険対象となることで、メディケアにとって30年間で7000億ドル超の節約になるという。しかし、仮にそうだとした場合でも、目先の危機を緩和する助けにはならない。

薬価に関する著作が多いカリフォルニア大学のロビン・フェルドマン教授は、「医療保険は肥満治療

薬を保険対象にせよという患者からの極めて大きな圧力にさらされるだろう。しかし、長期にわたって膨大な数の患者のために高額な薬価を支払い続けられる保険会社は存在しない」と指摘する。

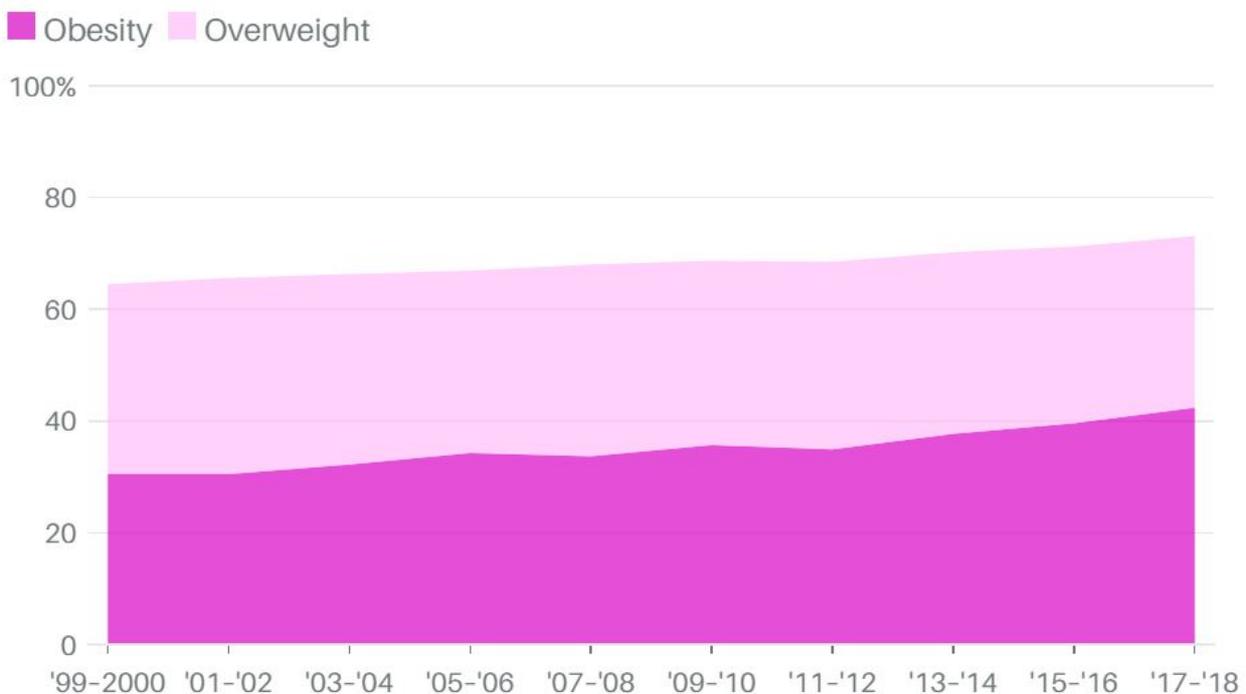
既に新たなGLP-1薬が2型糖尿病治療薬として承認されており、保険会社の負担となっている。今のところ、肥満治療薬としてFDAに承認されたGLP-1薬はウゴービのみだ。今後より多くの製品が承認されるにつれて、糖尿病と肥満の両方でGLP-1薬への支払いが必要になり、元々苦しい状況にある米国の医療制度の一部を崩壊させる可能性さえある。

以下では、三つの主要な医療保険主体と、その加入者である患者に対して、GLP-1薬を巡る危機がどのような影響を与えるかを探っていく。

メディケア

Charting an Epidemic

The share of U.S. adults with obesity is rising.



メディケアの処方薬保険給付（メディケア・パートD）には約5000万人の高齢者が加入している。現在、肥満は疾患ではなく生活習慣に起因するとして、メディケアが減量薬を対象とすることは法律で禁止されている。この扱いが変わるかどうかは、新たな肥満治療薬の未来にとって最大の焦点かもしれない。

ノボノルディスクは8月、ウゴービは減量に貢献するだけでなく、心臓発作や脳卒中のリスクも低減すると発表した。これにより、議会がメディケアの対象を拡大するかもしれないという期待が高まった。仮にそうなれば、コスト負担は膨大だ。「ニューイングランド・ジャーナル・オブ・メディスン」に掲載された論文では、メディケアに加入している肥満患者のわずか10%がGLP-1薬を利用しただけでも年間268億ドルのコストがかかると推定されている。これは2021年のパートD全体の支出額の約20%に相当する。

メディケアは以前も同様の事態を乗り越えたことがある。2013年、米バイオ製薬会社ギリアド・サイエンシズ<GILD>は一連の治療に8万4000ドルかかるC型肝炎治療薬を発売した。その結果、パートDの受給者1人当たりの支出額は、2014年に8.6%、2015年に8.3%と大幅に増加した（2013年はわずか1.9%増）。

C型肝炎治療薬の危機は、競争によって時とともにコストが低下したことで解決した。最終的には、減量薬についても同じことが起きるだろう。だが、それは目先の財政逼迫を緩和する助けにはならない。最初に薬価を引き下げる機会が訪れるのは2027年だ。新法に基づき、メディケアがウゴービの薬価について交渉することが可能になるためである。

しかし、別の問題もある。昨年可決された法案では、2025年以降、パートDの医薬品に対する患者の自己負担額の上限を年2000ドルとし、年間の保険料の引き上げ幅を最大6%とすることが定められた。そのため、パートDを提供する法人向け医療保険は、コストを抑えるための手段に限られる。

多くのパートDプランは、法律上の最低要件よりも内容を拡充している。肥満治療薬のコストが大幅に増加した場合、保険会社は給付を削減することで埋め合わせをする可能性がある。医療政策調査を手掛ける非営利組織KFFのジュリエッテ・クバンスキ氏は「これは加入者へのコスト転嫁を意味する」と指摘する。

専門家は、メディケアが肥満治療薬を保険対象とすることが認められるかどうかは、全く明らかではないと語る。議員らは莫大なコストを相殺する方法を見つける必要があるだろう。また、肥満は疾患であり、治療のために納税者に負担を求めることが妥当かということについて、合意に達するのも難しいかもしれない。

しかし、議会での問題は、メディケアがGLP-1薬を保険対象とする妨げにはならない可能性がある。イーライリリーは、成人の約20%が罹患（りかん）している睡眠時無呼吸症候群の治療について、GLP-1薬の臨床試験を実施しており、結果は来年発表される予定だ。もし成功すれば、早ければ2025年には、FDAによって適応が承認され、糖尿病患者以外もメディケアを通じてGLP-1薬を利用できるようになる可能性がある。

なお、ノボノルディスクは「肥満という深刻な慢性疾患に対処しないこと（治療の選択肢にアクセスできないことを含む）は、経済にとって大きなコストになる。肥満を治療するためのコストは、それよりもはるかに安い」と指摘、肥満治療薬は長い目で見ればコスト削減につながると主張している。

■ メディケイド

メディケイドの加入者は約8700万人で、米国の人口の4分の1ほどに相当する。メディケアとは異なり、各州のメディケイドでは肥満治療薬を保険対象とすることが認められている。

メディケイドは製薬会社から多額のリベートを受けており、その代わりにFDAが承認したすべての医薬品を対象とすることを義務付けられている場合が多い。しかし、減量薬はこの対象に含まれておらず、ウゴービを保険対象とする州はごくわずかだ。それでも、新たなGLP-1薬への支出は増加している。KFFが9月に発表したレポートによると、ノボノルディスクとイーライリリーの四つの承認済みG

Blockbusters in the Making

Wall Street analysts expect Novo Nordisk and Eli Lilly's sales to roughly double by 2028, driven by the new GLP-1 drugs.

Projected sales



Source: FactSet

LP-1薬（ウゴビーは減量、その他は糖尿病治療）に対するメディケイドの支出額は、2021年の5億4700万ドルから2022年には11億ドルへ急増した。

メディケアと同様に、イーライリリーのGLP-1薬の睡眠時無呼吸症候群への適応が認められれば、保険対象としなければならないだろう。州は厳格な要件を設定し、利用を制限しようとするかもしれないが、法的な課題に直面する可能性がある。C型肝炎の新薬のケースでも、多くの州のメディケイドは当初、極めて重症の患者のみに利用を制限しようとしたが、裁判所によってほぼ却下された。

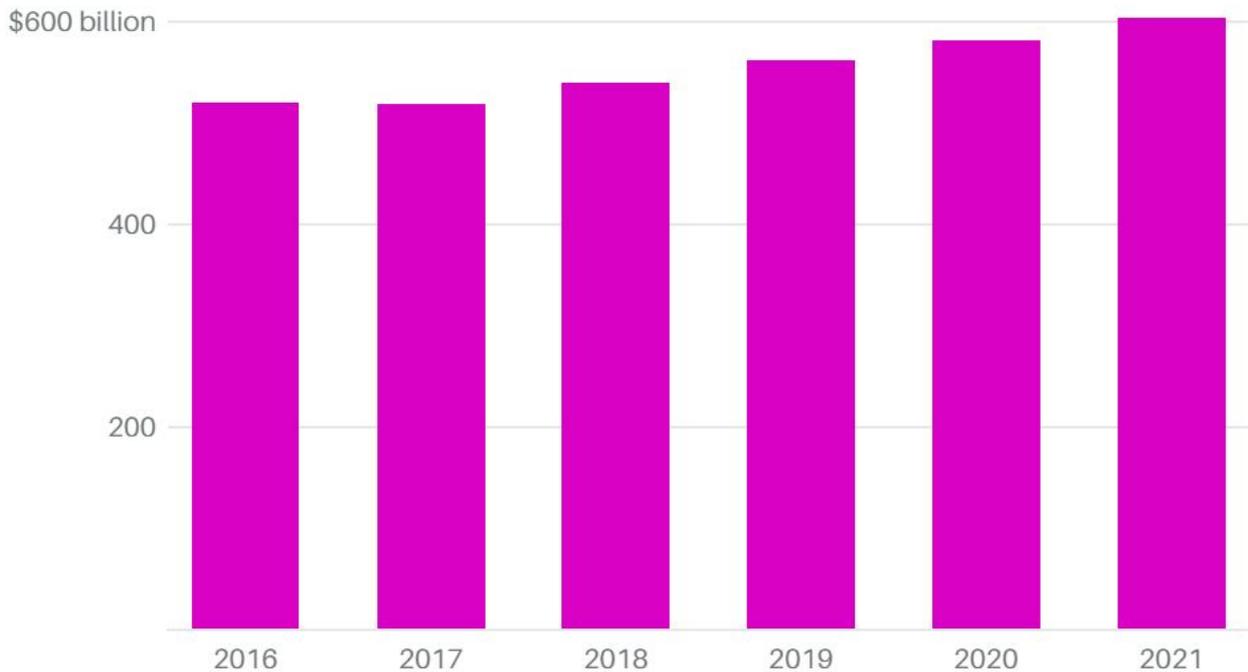
雇用主が提供する医療保険

雇用主が提供する医療保険では、競争力のある給付を提供することと、保険料を手頃な水準に抑えることのバランスを取らなければならない。新たな肥満治療薬は、この緊張関係に拍車を掛けている。保険販売会社エーオン<AON>の国内薬局実務責任者であるトレーシー・スペンサー氏は「中小企業だけでなく大企業も、どうすればGLP-1薬の料金を支払えるのか悩んでいるようだ」と語る。

Prescription Pain

U.S. spending on medications is up 16% since 2016.

Total U.S. prescription drug expenditures



政府の医療保険制度とは異なり、民間の保険会社は、どの医薬品を保険対象とするかを決定する上で大きな裁量が認められている。問題は、肥満治療薬を保険対象にしないと決めたとしても、加入者に受け入れられない可能性があることだ。肥満治療薬はただの医薬品ではない。大々的な広告キャンペーンに支えられ、社会現象の域に達している。

製薬会社は保険対象を拡大すべきだと主張している。イーライリリーは、まだFDAの承認を受けていない肥満治療薬のコストについてコメントを拒否する一方、「医療制度には、肥満の人々の生活や、治療の選択肢にアクセスすることを妨げる多くの障壁がある」と強調した。

エーオンは、GLP-1薬のコスト管理を目指す保険会社向けに助言を提供している。その内容は、GLP-1薬を肥満治療に利用する患者に対して、最初の3か月間は食事・運動プログラムを義務付けるというものだ。また、特定の医師のみがGLP-1薬を処方できるようにすることや、肥満度の指標であるBMI指数や過去の減量の試みを記載した文書を提出させることも推奨している。

保険会社はコストの抑制に取り組んでいるが、成功する保証はない。カリフォルニア大学のフェルドマン氏は「薬価交渉において解決策が見つからなければ、加入者全員の保険料が大幅に上がることは十分にあり得る」と指摘する。

メディケア、メディケイド、法人向け医療保険、その加入者である患者にとって、肥満治療薬の長期的なメリットはいずれコストを上回るかもしれない。しかし、その転換点が訪れるまでの間、押し寄せる需要の高まりを抑えるための手段は限られている。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

2. 中国の諸問題、一部の人々が考えるほど深刻ではない

[フィーチャー]

China Is in Trouble, but It's Not as Bad as Some Think

新たな景気刺激策の可能性、不動産市場のコントロールが依然カギ

経済問題を抱える中国



ILLUSTRATION BY BEN SHMULEVITCH

中国の過去20年間の成長を支えた原動力は、停止または逆転に至った。それは良いニュースではないが、中国または中国以外の世界にとって大惨事でもない。

金融および地政学的圧力が高まる中、中国経済は数十年来で最悪の状況にあり、政治家は消費者と企業に対し、景気減速から脱するために支出を促すことに苦慮している。同時に、中国の専門家は、世界2位の中国経済は、世界の金融崩壊のスパイラルにつながる「リーマン・モーメント」には直面してはおらず、また、日本の

ような数十年に及ぶデフレスパイラルに向かってもいないと強調する。

中国を見限ろうとしている人々は、中国の政治家が持つ手腕と14億人の人口を擁する18兆ドルの経済の威力を過小評価しており、企業や各国の中国経済との分断という主張は、中国と諸外国との深い結び付きを無視している。

中国における、3年にわたる厳格なコロナ規制後の軟調な景気回復と、不動産および民間セクターに対する圧力が、企業景況感と消費者信頼感を悪化させたことは間違いない。そして、習近平国家主席の、国家財政の健全性向上に向けた債務削減に対する注力は、不動産市場および経済全般の安定化を困難にしている。

エコノミストは今回の困難の後でさえ、中国経済の成長率が、パンデミック（世界的大流行）前の10年間のおよそ半分である年率3~4%になると見ている。調査会社ローディウム・グループの中国リサーチ担当ディレクターのローガン・ライト氏によると、中国の労働人口は減少傾向で、成長の原動力となった前代未聞の与信および投資の増加は半減し、不動産市場は不健全で将来的に規模は大幅に縮小する公算が大きい。

景気減速に加え、習主席による経済への介入拡大と、海外に対する好戦的なスタンス（台湾を想定した軍事演習や外国企業に対する捜査を含む）が相まって、米国の企業経営者と投資家が長らく懸念していた問題がさらに浮き彫りになった。ピーターソン国際経済研究所のシニアフェローで中国経済の専門家であるニコラス・ラルディ氏は、企業が利益を再投資するのではなく本国へ送還しているため、中国に対する海外直接投資が5年前の1四半期当たり1000億ドルから50億ドルへ減少していると説明、「これは中国が投資に適した素晴らしい場所と考えられていた時代からの顕著な変化だ」と述べ

る。

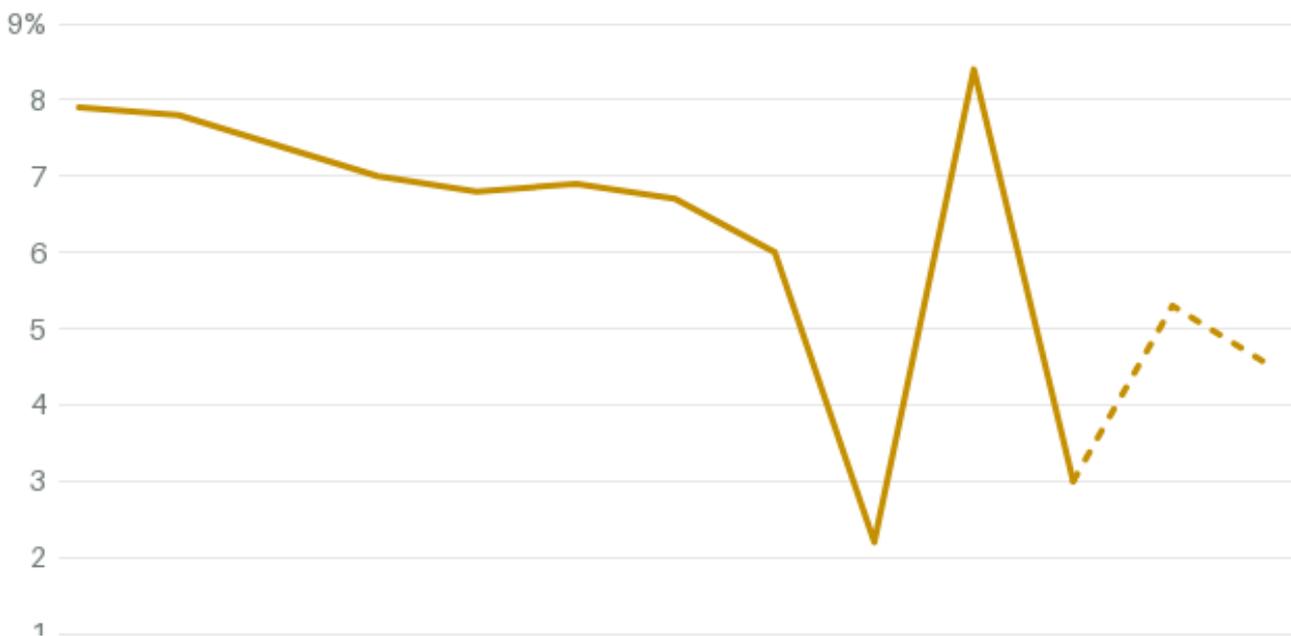
MSCI中国指数は2021年2月のピーク以来54%下落しており、時価総額は2兆ドル近く減少している。米国による中国のプライベート・エクイティやベンチャー企業に対する投資は、2019年以降で50%超減少した。

■ 災い転じて…

Slowdown

Even after it recovers, China's economy will be running far below its previous pace.

GDP growth (Annual %)



悪いニュースは良いニュースにつながり得る。当面の経済状況が悪くなればなるほど、中国政府が経済安定化を目的とした刺激策によって介入し、株価がいずれ底打ちすることに、マネーマネジャーとエコノミストは確信を深めることになる。

TSロンバードの中国およびアジアのリサーチを率いるロリー・グリーン氏は、中国経済が崩壊するという懸念について、「中国政府が常に介入し、経済を米国型の崩壊に陥ることなく、緩やかな減速に確実にとどめるために問題を先送りすることを見落としている。中国政府には、望めば活用できる多くの手段がある」と言う。

中国の景気減速を存亡の危機とする人はいるが、ベテラン投資家は経済の広がりや規模を指摘する。GMOの33億ドルの新興国株式戦略全般を監督するアージュン・ディベチャ氏は、「国内総生産（GDP）成長率がマイナス10%となって人々が不満を漏らしているのではなく、成長率が8%から4%へ低下しただけだ」と述べる。

ディベチャ氏は、現在の経済問題が政治不安に発展することではなく、また国家主義へのさらなる転換

が台湾との紛争のきっかけにはならないと考えており、「中国共産党の最終目標は権力の座にとどまることで、それは国民を幸せな状態に維持することを意味する」と語る。

不動産市場の管理が極めて重要

不動産市場のさらなる崩壊はその目標とは相いれず、家計の富の大部分を減少させる。不動産販売は2021年のピーク比で約40%減少しており、住宅着工件数は同60%減少しているが、価格の下落は約33%にとどまっており、中国政府は価格低下を抑制できている。

しかし、チャイナ・エバーグランデ・グループ（中国恒大集団）〈3333.香港〉の破綻から2年を経て、カントリー・ガーデン・ホールディングス（碧桂園）〈2007.香港〉は小規模都市での住宅購入者の獲得に苦戦しており、デフォルト（債務不履行）の瀬戸際にある。カントリー・ガーデンの問題は、負債に苦しむ地方政府にとってさらなる負担となる可能性がある。

政治家には依然として、状況がシステミックな問題にならないように保つ選択肢がある。調査会社シカゴ・ページ・ブックのマネジング・ディレクターであるシェザード・カジ氏は、具体的には、2件目以降の住宅購入者に対する制限を含む、近年実施された制限を緩和したり、銀行に対して低い住宅ローン金利の提供を強制したりするといった選択肢があると言う。そのような努力が失敗すれば、習主席が家計を対象とした刺激策の回避を見直すきっかけになるかもしれない。

中国政府は既に、借入れと住宅購入を活性化するために、銀行の預金準備率引き下げや住宅購入時の頭金要件の引き下げなどの追加策を導入している。10月に予想される中国共産党中央委員会総会で、改革と政策の方向性がさらに明確になる可能性がある。

不動産の混乱は、それ以外の分野で見られる改善の兆候を覆い隠している。夏場の消費に関するデータは好調で、8月の小売売上高は予想を上回り、上半期の1人当たり消費は8.4%増加し、伸び率は1人当たり可処分所得の6.5%増を上回った。ラルディ氏は、中国の家計がパンデミック下で積み上げた貯蓄を取り崩していることを示唆していると述べ、中国におけるセンチメントはウォール街ほど悪くないと付け加える。

起業家の間で信頼感が回復し、投資が再び活発になれば、投資家の不安感も払拭（ふっしょく）される可能性がある。都市部の雇用の約90%を占める民間企業のセンチメントは極めて重要だ。しかし、中国政府の不安定で時に厳格なコロナ対策に加え、電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）〈BABA〉やインターネットサービス大手テンセント・ホールディングス（騰訊控股）〈0700.香港〉などのインターネット大手に対する締め付け、エバーグランデに支援の手を差し伸べずにデフォルトさせた決断は、企業を神経質にさせている。

政治家は、規制をさらに明確にすると表明したが、信頼感の修復には時間がかかるだろう。過去の危機では、経済活動が安定して消費が回復し始めるまでに2四半期を要したが、グリーン氏は、今回のショックの大きさを考えると、好転までにさらに時間がかかる可能性があり、ひいては、向こう3四半期の経済指標が精彩を欠くものになるかもしれないと予想する。

その先も、中国経済が過去の好調な水準に回復する公算は小さい。中国の銀行は2008年から2016年にかけて資産を約27兆ドル増やし、それがインフラと建設ブームに投入されて不動産バブルにつなが

り、政治家はその沈静化に数年を費やした。今回の回復力は同じではなく、今年の与信の伸びは9%と前回の半分となっている。

ディベチャ氏のような慎重な投資家は、習主席がテクノロジーの活性化に取り組む中で恩恵を受ける企業や、中国政府がクリーンエネルギーにおける世界的なリードを広げ、海外のサプライヤーへの依存度の引き下げに焦点を当てながら投資の増加から恩恵を受ける企業を選好している。

JPモルガンのエコノミストは、カントリー・ガーデンの問題が、不動産開発業者や地方政府に貸し付けている理財商品に波及し、ひいては商業銀行に広がった場合、システム的なデフォルトに対して脆弱（ぜいじゃく）になる可能性があるという警告をする。

とはいえ、中国の金融システムの大部分が政府によってコントロールされているため、世界金融危機のような大問題になる公算は小さい。カジ氏は「例えば地方当局が介入して、銀行（または資産運用会社のような新たに設立した他の金融機関）に対して、破綻する貸し手を取り込むよう強制するだろう」と語る。

日本との比較

日本のバランスシート不況は、負債を抱えた企業セクターで発生し、不動産価格と株価を暴落させ、企業は負債返済に利益を充当せざるを得なくなった。それが、日本の経済成長を長年にわたって抑制した。

中国の問題はそこまで悪化していない。政治家が不動産価格の下落を抑制する一方、中国の債務問題が日本ほど深刻でないことが一因だ。中国の都市化の度合いと1人当たりGDPは当時の日本より低く、改善の余地と成長のきっかけを提供している。中国の主な問題は、消費者が支出を行うほど楽観的でないことだ。エコノミストは、日本のようなデフレを回避するためには、政治家が経済見通しを改善することが必要だと指摘する。

政治家が景気安定化のためにどれほどのことを求められるかは、政治家がどれほど迅速かつ効果的に行動するか、そして、投資家、消費者および企業が諦める前に行動できるかに懸かっている。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

3. 米銀トゥルイストに投資妙味

This Busted Bank Merger Is Fixing Itself. Its Stock Is Worth Buying
コスト削減や不採算事業からの撤退で反転狙う

[注目銘柄]

銀行危機で株価は大きく下落

米銀行業界には厳しい2023年となっているが、中でも銀行持ち株会社のトゥルイスト・ファイナンシャル<TFC>は最もダメージを受けてきた。しかしトゥルイストは株価で勝者となり得る大きな改革を進めている。



Scott McIntyre/Bloomberg

2023年3月のミニ銀行危機はトゥルイストを直撃し、大打撃を与えた。株価は2023年2月初旬の高値から43%下落し、上場投資信託（ETF）であるSPDR S&P リージョナル・バンキングETF<KRE>の同期間の下落率34%を上回った。これは、ローン需要の鈍化、金利上昇による利ざやの圧迫、預金の流出など、すべての銀行が直面している問題だけでなく、トゥルイスト固有の問題も反映している。ノースカロライナ州シャーロットを拠点とするトゥルイストはBB&Tとサントラスト・バンクスの合併で生まれたが、2019年末に実現した合併時の約束は果たされていない。

良いニュースもある。トゥルイストはようやく、もっと上手に仕事をこなす必要があることを認識した。不採算事業の売却や閉鎖、従業員数の削減によってコストを削減している。同時に、保険など手数料ベースの事業の多くが今年成長していることもあり、収益、利益率、利益成長率は同業他社よりも持ちこたえられそうだ。にもかかわらず、バリュエーションは銀行セクターの中で最下位に近く、一方で配当は反転を待つ投資家にとって十分な水準だ。

合併不調で利益押し下げ

トゥルイストの株式を保有する米運用会社ジーグラ・キャピタル・マネジメントで、シニア・ポートフォリオ・マネジャーを務めるゲーリー・ハールバット氏は「株価は魅力的だ。コスト削減が進めば、少し買い増しするだろう」と語る。

銀行名が信頼を意味する割には、確かに信頼が不足している。BB&Tとサントラストの合併は、経営陣が2021年までにすべてのシステムを完全に統合すると約束する中で盛大に行われた。しかし、それは実現しなかった。

二つの銀行がうまく統合されなかったため、コストが売上高を食いつぶし、利益を押し下げた。しかも、過去20四半期で11回も利益がコンセンサス予想を下回っている。同じ期間に、他の銀行の70%以上がコンセンサス予想を上回っていた。また、アナリストらは2024年の一般的な地方銀行の純利益が2019年から2%増加すると予想しているのに対し、トゥルイストは2024年の1株当たり利益（EPS）が3.66ドルと、2019年の3.76ドルを下回るとみられている。

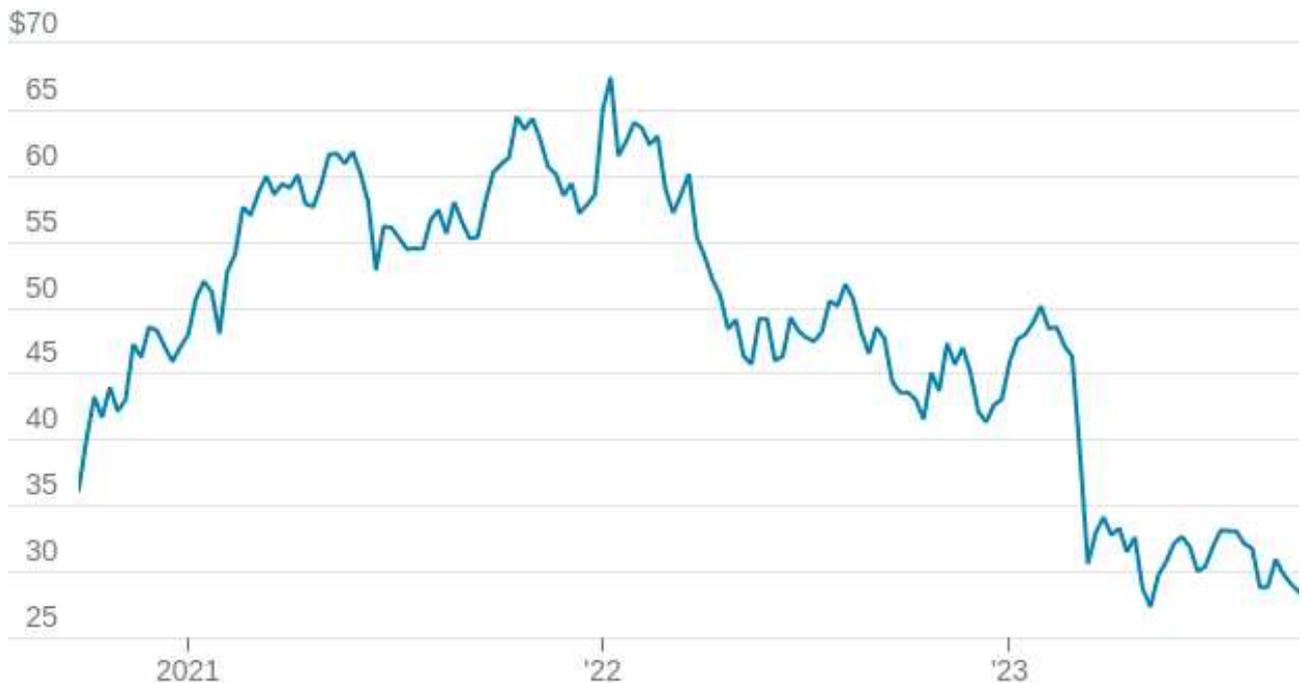
CEOが7億5000万ドルのコスト削減を明言

問題を解決する前に、それを認める必要がある。トゥルイストはついにそれを実行した。9月初めの銀行業界のコンファレンスで、ウィリアム・ロジャース最高経営責任者（CEO）が、不本意な業績が続いていると認めた上で、反転に向けた措置を発表したのだ。

最初のステップとして、今後12～18カ月で営業費用を7億5000万ドル削減する。その内訳は、人員削減が3億ドル、事業再編が2億5000万ドル、融資と資産管理をサポートするテクノロジーの導入で2億ドル

Truist Financial

(TFC / NYSE)



である。

UBSのアナリスト、エリカ・ナジャリアン氏によると、これらの措置で経費が減ることはないという。ただ、2024年の経費の予想増加率は2023年の前年比7%から低下し、前年比横ばいから1%増程度となる。ナジャリアン氏は顧客向けレポートで「見通しの改善により、株価の圧迫要因が解消されることを期待している」と書いた。

トウルイストの構造転換

トウルイストの変革はコスト削減にとどまらない。経営管理体制を簡素化し、間接自動車ローン（銀行が自動車ディーラー等から買い取る自動車ローン）や他の単品ベンチャー事業などの不振事業、不採算の債券トレーディングからの撤退を実行している。50億ドル相当の学生ローンのポートフォリオを削減し、今年早い時期にトウルイスト・インシュアランス・ホールディングスの少数株持ち分を売却した結果、Tier 1 自己資本比率が大きく改善した。一連の施策はすべてトウルイストが戦略を絞り込んだ収益性の高い組織へ転換することを意図したものである。

レイモンド・ジェームズのアナリスト、マイケル・ローズ氏は「経営陣の戦略的絞り込みによる効率性改善の努力は2024年に向けて成果が表れ始めると期待している」とリサーチレポートに記し、2024年のEPSは2023年比ほぼ横ばいの3.65ドルを予想している。

変化には時間がかかる。2023年の総収入見通しは約236億ドルで、前年比約1.5%増となる見込みだが、2024年には同2.6%減の230億ドルと減収が予想されている。利益率も来年1.2%ポイントの低下が見込まれている。

しかしながら、変革の成果が表れ、2025年にはすべてが上向き始める。アナリスト予想では2025年には純利息収入が前年比約5億ドル増加し、140億ドルをやや上回り、総収入は約239億ドルと過去最高を更新するとみられている。米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げを止めれば、短期借り入れコストが安定化し、利ざやも拡大するだろう。コストは要チェックながら、2025年にはEPSが2024年比15%増の4.10ドルになると見込まれる。

ゴールドマン・サックスのアナリスト、ライアン・ナッシュ氏は、総じて「このコスト削減プログラムはコストをほぼ横ばいで維持するのに有効だ」と語る。ナッシュ氏は2025年のEPSが3.80ドルと、2024年の3.70ドルから増加すると見ている。

還元余力と株価の上値余地

何事にも忍耐が求められるが、頭に入れておきたいのは、トゥルイストが現状、四半期配当0.52ドルを支払っており、9月20日の終値28.37ドルに基づく配当利回りは7.3%と、かなりの水準にある点である。配当の持続性もあるだろう。総配当支払額は年間28億ドルをわずかに下回っており、来年度の純利益48億ドルで十分に賄うことができる。仮に決算が失望する内容であっても、株主還元用の現金は潤沢である。

事業がうまく回れば、トータルリターンは一層大きくなるだろう。現状、トゥルイストの1年先のEPSに基づく株価収益率（PER）はわずか8.2倍で、SPDR S&Pリージョナル・バンキングETFの9.1倍を下回っている。EPS3.66ドルに基づきPER9.1倍で計算すれば、株価は33.31ドルとなり、17%の上値余地がある。年間配当2.08ドルを勘案すると、トータルリターンは約25%となる。2025年の予想EPSにPER9.1倍を掛けると株価は32%の上昇が見込まれる。

ヘネシーファンドのポートフォリオマネジャー、デビッド・エリソン氏は「喜んで、お手並み拝見だ。うまく行くか見てみよう。少なくとも配当は確保できるので、待つことも可能だ」と語る。

トゥルイストの潜在的な収益力を考えれば、さほど待つ必要はないはずだ。

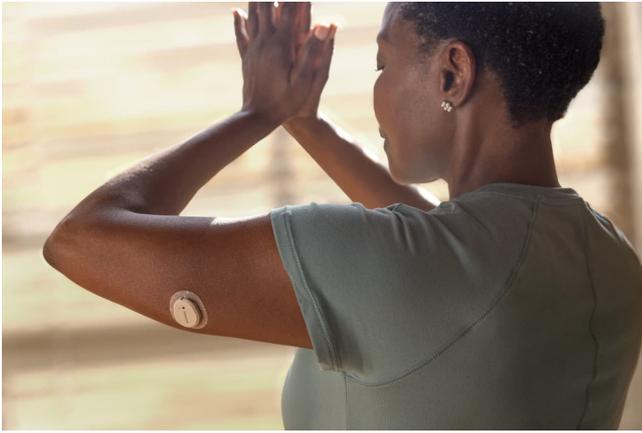
By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

4. 肥満治療薬成功の真の敗者は医療機器メーカー Medtech Makers Are Real Losers From Obesity Drugs バリュエーションがさらに変動する可能性

[フィーチャー]

GLP-1薬の成功で明暗

この数十年で平均寿命が伸びたにもかかわらず、健康寿命はそこまで伸びていない。その主たる原因は肥満とその合併症だ。肥満による医療コストは、米国だけで年間数千億ドルに上ると推計されている。米製薬大手イーライリリー<LLY>とデンマーク同業ノボルディスク<NVO>が体重を15~20%減少させる薬（GLP-1薬）を開発するまで、肥満は制御不能と考えられていた。米調査会社ビジブル・アルファによると、ウォール街は両社の肥満治療薬の年間売上高が2020年代末までに400億ドルを超えると見ている。GLP-1薬が世界をまん延する肥満から救ってくれると確信する投資家が殺到し、



COURTESY DEXCOM

両社は世界の製薬会社で最も時価総額が大きい2社となった。

GLP-1薬を巡るお祭り騒ぎの外では、米国人のウェストサイズとともに成長してきた企業の株価に暗雲が立ち込めている。インスリンポンプ・メーカーのインスレット<PODD>とタンデム・ダイアベティス・ケア<TNDM>の株価は年初来でそれぞれ40%と50%下落し、血糖値測定器大手のデックスコム<DXCM>の株価は16%下落している。睡眠時無呼吸症候群を治療する「CPAP」と呼ばれる機器で独占的な地位

にあるレスメド<RMD>の株価は30%、別の睡眠時無呼吸症候群治療機器を販売するインスパイア・メディカル・システムズ<INSP>の株価は18%下落している。肝疾患治療薬を開発するマドリガル・ファーマシューティカルズ<MDGL>は40%の下落となっている。GLP-1薬が舞台の中央に躍り出る前、これらの企業は、売上高成長率の高さから、市場で最もバリュエーションが高い銘柄に属していたが、今や投資家は、肥満症や睡眠時無呼吸症候群の患者が将来減少すると見て株を売却している。

肥満の傾向が変わるまでには長い年月を要し、引き続き多くの患者がこうした企業の支援を必要とする見込みだ。しかし、株価下落後もデックスコムやインスレットなどの株価収益率（PER）は3桁に近い水準にあり、GLP-1薬の売上高が増加するにつれ、これらの銘柄のPERは低下する可能性がある。

流れは医療機器銘柄売り

春先に、GLP-1薬の世界への影響がヘッジファンドの間で話題になり、デックスコムやマドリガルなどの銘柄から資金を引き揚げ、そしてショートポジションを取るファンドが出始めた。

市場全体が注目し始めたのは夏のことだ。7月20日、手術支援ロボットメーカーのインテュイティブ・サージカル<ISRG>が決算発表の場で、患者がGLP-1薬をまず試すため、減量手術を延期していることに言及した。減量手術は、ロボット使用手術に占める割合は低いものの、インテュイティブの成長要因の一つだった。8月8日、ノボノルディスクが、自社のGLP-1薬「ウゴビー」を投与した肥満患者は、減量後に脳卒中と心臓発作が20%少なかったとする研究結果を発表した。この二つの出来事によって、投資家は、GLP-1薬によって肥満関連の疾病と、その治療方法の市場が減少する可能性があること確信し始めた。JPモルガンの医療技術担当アナリスト、ロビー・マーカス氏は「そこから一気にGLP-1薬へと傾いた」と話す。

肥満関連の医療機器メーカーの株価下落はまだ続いている。投資銀行ジェフリーズでヘルスケア戦略担当アナリストを務めるウィル・セブッシュ氏は「誰もがGLP-1薬を材料とした医療機器銘柄売りに積極的になっている」と語る。

インスリンポンプ・メーカーのインスレットとタンデムは、自己免疫疾患である1型糖尿病の患者向けの販売が既に好調であり、次の成長分野として、肥満が最も一般的な原因である2型糖尿病に目を向けている。インスリン注射を必要とするほど悪化した2型糖尿病を患っている米国人は数百万人に上り、そのほとんどはポンプを使用していない。しかし、GLP-1薬によって、そうした機会が縮小する可能性

がある。投資銀行ベアードのアナリスト、ジェフ・ジョンソン氏が25人の内分泌専門医を対象に調査したところ、GLP-1薬を投与することで、2型糖尿病患者の半数がインスリン注射への移行を遅らせることができる可能性があることが明らかになった。ジョンソン氏は売上高予想を下方修正し、インスレットの目標株価を320ドルから219ドルに、投資判断をアウトパフォームからニュートラルに引き下げた。

Weight-Loss Losers

If GLP-1 drugs stem obesity's rise, these firms could have fewer customers.

Diabetes Devices					
Company/Ticker	Recent Price	YTD Change	Market Value (bil)	% of Shares Sold Short	12-Month Forward P/E
DexCom / DXCM	\$95.00	-16.2%	\$36.5	16	67.6
Insulet / PODD	167.33	-43.2	11.7	4	88.1
Tandem Diabetes Care / TNDM	22.90	-49.0	1.4	12	NM
Apnea Devices					
Company/Ticker	Recent Price	YTD Change	Market Value (bil)	% of Shares Sold Short	12-Month Forward P/E
ResMed / RMD	\$144.75	-30.5%	\$21.5	1	20.5
Inspire Medical Systems / INSP	205.60	-18.4	6.0	3	NM
Liver Drugs					
Company/Ticker	Recent Price	YTD Change	Market Value (bil)	% of Shares Sold Short	12-Month Forward P/E
Madriral Pharmaceuticals / MDGL	\$168.60	-41.9%	\$3.1	11	NM
Akero Therapeutics / AKRO	51.80	-6.6	2.9	17	NM
89bio / ETNB	17.05	33.9	1.3	40	NM

NM=not meaningful
Source: AlphaSense

過剰反応の可能性も

ベアード主催のヘルスケア・コンファレンスで、インスレットのジェームズ・ホリングスヘッド最高経営責任者（CEO）は、インスレットは前年比40%成長しており、GLP-1薬によって影響を受けていないと述べ、GLP-1薬は保険適用を受けることが難しく、大半の患者が2年未満で投与をやめると説明した。

ベアードのジョンソン氏は、GLP-1薬によってデックスコム製の2型糖尿病市場における成長が減速するとは見ておらず、目標株価を153ドルから130ドルに引き下げたものの、投資判断はアウトパフォームに据え置いた。証券会社レイモンド・ジェームズのアナリスト、ジェイソン・ベドフォード氏も今月のレポートで、糖尿病患者はGLP-1薬と血糖値測定器を併用するだろうと主張した。

こうした見方は、血糖値測定器は2型糖尿病におけるGLP-1薬の使用を補完するものであるというデックスコムの本誌に対する説明とも一致している。デックスコムは、健常者にもダイエットや運動の際に血糖値の数値を把握するニーズがあり、市場は糖尿病患者に限定されないとしている。

デックスコムがGLP-1薬投与の始まった2型糖尿病患者の間で自社の血糖値測定器の使用率が上昇したことを示唆する保険データを公表したことを受け、デックスコムの株価は今月、数日にわたり上昇した。しかし、これは古い数値であり、GLP-1薬の投与が拡大する中で、血糖値の測定が必要な患者数が

減少するかどうかを判断する手掛かりとはならない。株価はすぐに下落基調に戻ったが、PERは現在70倍であることから、投資家はGLP-1薬によってデックスコムの実業機会が縮小することはないと見ていることになる。

睡眠時無呼吸症候群治療機器を販売するレスメドとインスパイア・メディカルも自社の市場に対するGLP-1薬の影響はないとしている。インスパイアのIR担当者は本誌に対し、インスパイアの神経刺激装置は肥満度の高い患者には推奨されておらず、「GLP-1薬によって当社の獲得可能な最大市場規模が拡大すると考えている」と語った。レスメドのミック・ファレルCEOも本誌に対し、GLP-1薬による肥満治療が増加すれば、睡眠時無呼吸症候群に対する意識や、診断、治療への道が開かれるとの見方を示した。

多くのアナリストが、GLP-1薬がもたらすわずかな影響に対し、睡眠時無呼吸症候群の治療機器関連銘柄の株価は下げ過ぎだと見ている。投資銀行ニーダムのアナリスト、マイク・マットソン氏が今月、レスメドの投資判断を「買い」に引き上げたのもこれが理由だ。

これに対し、ジェフリーズのセブッシュ氏は、睡眠時無呼吸症候群の患者は大半が肥満であり、減量手術を受けた患者に関する研究で、多くの患者が睡眠時無呼吸症候群から解放されたことが示されていると指摘し、「肥満が原因なのは明らかであり、GLP-1薬は睡眠時無呼吸症候群に関わるすべてのものに影響するだろう」と話す。

NASH治療薬にも影響

GLP-1薬に関する朗報で影響を受けたセクターがもう一つある。肝臓疾患治療薬だ。6月、イーライリリーの開発薬「レタトルチド」が体重を24%減少させるだけでなく、肝臓内の高水準の脂肪を除去することが研究により示された。その結果、マドリガル・ファーマシューティカルズなど、非アルコール性脂肪性肝炎（NASH）として知られる肝臓疾患の治療薬を開発中の企業の株価が下落した。NASHは肝臓を破壊する可能性があり、承認済みの治療薬が存在しないため、ウォール街はマドリガルやアケロ・セラピューティクス<AKRO>、89バイオ<ETNB>など、NASH治療薬の開発企業を高く評価していた。

マドリガルはCEOが交代したばかりであり、コメントを控えた。89バイオのローハン・パレカーCEOは、GLP-1薬の投与でNASHの症例が減少を始めるまでに10年かかる可能性があり、その間、患者はNASH治療薬を必要とすると語った。ハーバード大学ベス・イスラエル・ディーコネス・メディカル・センターのNASH専門家であるネザム・アフドール氏は、若年層と中年層の膨大な数の人々が肥満に起因する肝疾患を患っていると述べ、GLP-1薬は肝脂肪を減らすかもしれないが、NASH治療薬のように、肝臓の致命的な癒痕（はんこん）組織を減少させることは示されていないと指摘する。

JPモルガンのマークス氏は、デックスコム、インスレット、インスパイアの投資判断をオーバウエートに据え置き、GLP-1薬後の世界でも良好なパフォーマンスを示すと考えている。しかし、投資家がGLP-1薬に関する夢の世界を受け入れれば、医療機器銘柄にとって悪夢のシナリオを採用することになると懸念し、「プラスサイドで極めて大きな夢を見ている場合、マイナスサイドにも極めて大きなものを予想しかねない」と述べた。

By Bill Alpert
(Source: Dow Jones)

5. 米国債利回り、さらに上昇 Treasury Yields Are Headed Higher. Stocks Won't Like It. 株式市場に下押し圧力

[コラム]

10年物米国債、4.5%の利回りは通常の水準



Chen Mengtong/China News Service/VCG/Getty Images

金利は昔に逆戻りしている。

指標金利の10年物米国債利回りは先週、一時4.5%の大台を突破した。2007年以来の高水準となったことが広くニュースで取り上げられ、何か特別なことのように感じるかもしれないが、実際には通常の水準に戻ったにすぎない。

この4.5%は、米国債の利回りを1790年までさかのぼって計算した平均値と同じなのだ。計算をしたのは、ドイツ銀行のグローバル・ファンダメンタル・クレジット戦略の責任者であるジム・リード氏だ。

投資価値が戻ってきた国債

リード氏はいつも有益な情報を提供してくれる「本日のチャート」の中で、「ある意味、これは懸念材料と言えるかもしれない。なぜなら、インフレは依然高止まりしており、平時としては過去最高の財政赤字がこの先何十年も続くと予測されているにもかかわらず、10年物米国債の利回りは歴史的に見ればまだ平均的な水準でしかないからだ」とコメントし、「良いニュースは、少なくとも国債の価値が戻ってきたことだ。過去10年間の大半で損失を被ってきた長期投資家は、さらに損をすることはないと考えるようになる」と付け加えた。

しかし、それは「無リスク」のはずの国債の価格が驚くほど下落した後の話だからである。中には価格が額面の50%以下の国債もある。例えば、2050年5月15日満期のクーポン（表面利率）1.25%の30年物米国債は21日の終値が額面1ドル当たり48.186セントと、3年余り前の発行時の半額未満になっている。

今後のFF金利の動き

しかし、まだ底値（利回りの最高水準）には到達していないのではないかという疑問は残る。米連邦準備制度理事会（FRB）は先週の連邦公開市場委員会（FOMC）で、市場の予想通りフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を5.25～5.5%に据え置くことを決めた。また、この先長期間にわたりFF金利を高い水準で維持する意向も確認した。

パウエルFRB議長が強調したように、政策決定者は慎重な姿勢を崩さないだろう。FOMCが今回発表した経済見通し（SEP）によると、FF金利の誘導目標は今年中にさらに0.25%引き上げられる可能性があり、中央値で5.6%と予想されている。2024年については、年末までの利下げ幅の見通しが前回1%だったが、今回は0.5%（恐らく0.25%刻みで2回の引き下げ）で、年末の予想中央値は5.1%となった。

この変更は、前回発表した2024年のSEPに比べて、実質GDP（国内総生産）成長率、インフレ率、そして失業率の改善を前提にした経済予測に基づくもので、この予測が達成されるには幸運が必要だ。JPモルガンのチーフエコノミストであるブルース・カスマン氏はブルームバーグ・テレビのインタビューで、「楽観的な予測だ」とコメントしている。

さらに上昇が見込まれる10年物利回り

2024年のFF金利が継続的に5%台であるとすれば、10年物米国債が先週付けた4.5%の利回りは、まだ最終的な到達点ではなさそうだ。独立系グローバル・マクロ・リサーチ&トレーディング・アドバイザーのストレイ・リフレクションズの創設者でマネジング・エディターのジャワード・ミアン氏によると、歴史を振り返ると、FF金利と10年物米国債利回りは同じ水準でピークを迎える傾向があるという。

ミアン氏は「今回の利上げサイクルで過去と違うのは、FRBのこれまでの量的緩和による長期国債の購入によって、いわゆるターム・プレミアム（長期債券は期間が長くリスクが高くなるため、利回りにプレミアムがつくこと、株でいうリスクプレミアムのようなもの）が恐らく1%ほど低下していることだ。議会予算局の試算によると、連邦政府は今後10年間で18兆8000億ドルの財政赤字に直面するが、同時にFRBが国債保有額を削減するため、ターム・プレミアムが上昇し、利回りは上昇するはずだ」と顧客向けノートに書いている。

ストラテガスのテクニカル・マクロ・リサーチ・チームの責任者であるクリス・ベローン氏は、10年物米国債の利回りが前回のピークである4.36%を上抜けた後、5.1~5.2%まで上昇する可能性があるとしている。さらにベローン氏は、株式市場が利回りの水準に不安を感じ始めているとの見方を示す。

高金利時代の投資

ベローン氏は顧客向けノートで「景気敏感株がディフェンシブ株をアウトパフォームする動きはこの1カ月止まっている。（時価総額加重平均型の）S&P500指数は、マグニフィセント・セブンと呼ばれる大型ハイテク7銘柄に支えられ、8月の安値と200日移動平均線を大きく上回っているが、S&P500均等加重指数はこの二つを割り込んでいる」と指摘している。

歴史的な低金利に慣れ親しんだ投資家は、インフレ率を加味すればゼロかマイナスになりかねない金融資産をどう運用するかを考えなければならない。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

6. 先週の株価下落率、3月以降で最悪

[米国株式市場]

Stock Market Drop Worst Since March.

通常の9月相場なのか、もっと悪いことが起きる前触れ前兆なのか、それとも…

FRBの金利見通しを受けて下落



Michael M. Santiago/Getty Images

秋分の日には均衡をもたらすとされているが、市場はバランスを欠いているように感じられる。ありがたいことに、10月に入れば市場の薄気味悪い季節は終わるかもしれない。

たしかに、株価指数を見るとそうした感じはしない。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は先週1.9%下落して3万3963ドル84セントとなり、S&P 500指数は2.9%安の4320.06で引けた。ハイテク株中心のナスダック総合指数は3.6%下落して1万3211.81となった。S&P500指数とナスダック総合指数は、週間の下落率としては3月以降で最も大きかった。小型株のラッセル2000指数

は3.8%安の1776.50で週末を迎えた。

下落は米連邦準備制度理事会（FRB）のせいに行うことができる。FRBは政策金利を据え置いたが、政策担当者の見通しを示すドット・プロットを見ると、来年の利下げ回数は2回にとどまり、従来の4回から減少した。これはタカ派的な姿勢と捉えられ、FRBのパウエル議長は声明の中でバランスを取ろうとしたが、効果はなかった。

金利上昇で調整局面が長引くか

政策金利の高い状態がより長期間続くとの見通しが米国債市場での金利上昇要因となった。10年物米国債の利回りは16年ぶりの高水準となる4.5%近くまで上昇した後、22日は4.438%で取引を終了、これを受けて株式市場は下落した。金利上昇はFRBがソフトランディングを達成するのを難しくしており、パウエル議長もソフトランディングは基本シナリオではないと認めた。

トゥルイスト・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、特にS&P500指数は先週下落に転じる前に17.5%上昇していたことから、FRBの姿勢が不安定な取引につながる可能性があるほか、市場には株価を上昇させるきっかけが見当たらないと述べる。ラーナー氏は「当社のリサーチは、今回の調整が日柄と値幅の点でまだ先があることを示唆している。ただし現時点では、まだ不安定な取引レンジの中にあると見ている」と書いており、S&P500指数は先週4330付近で推移し、4200の水準を試したと指摘した。

Market Snapshot

■ Dow Jones Industrial Average ■ S&P 500 Index
■ NASDAQ Composite Index ■ SPDR S&P Bank ETF



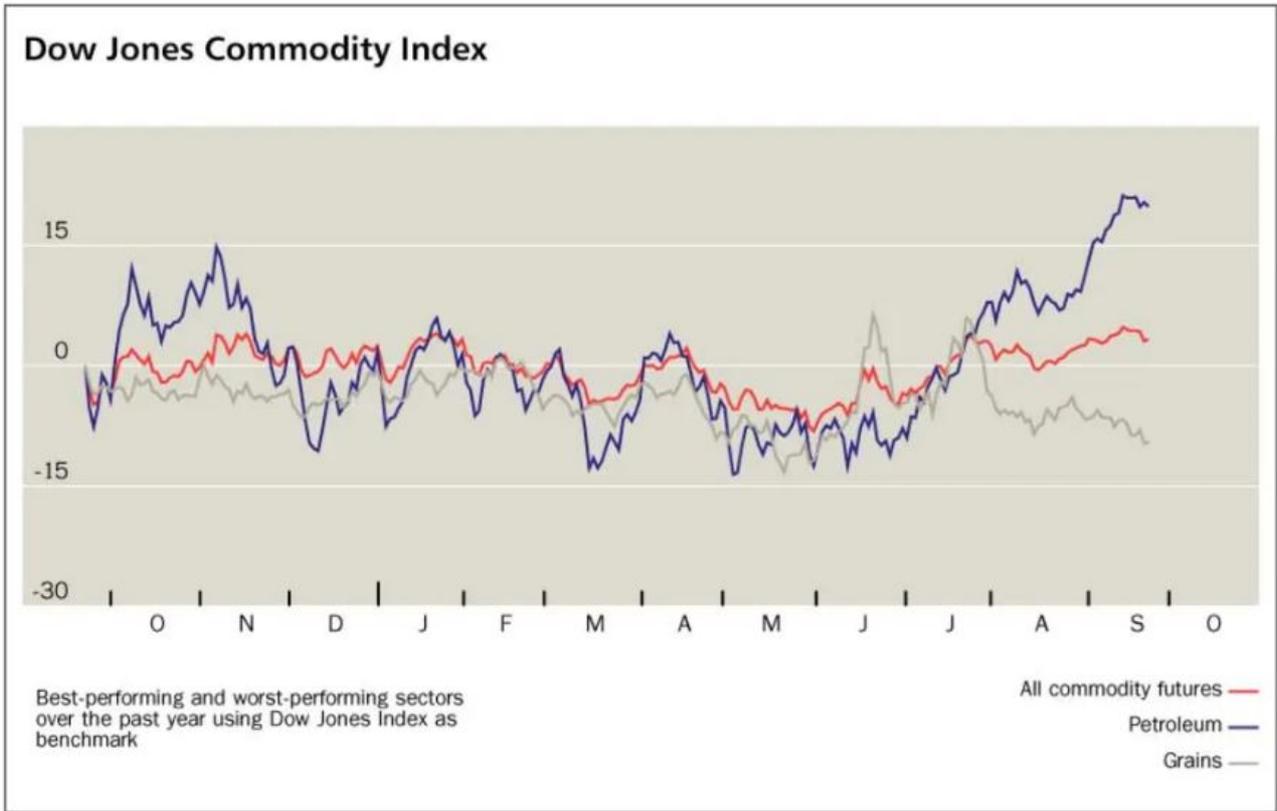
悪い印象のある10月相場だが、逆張りが有効か

9月も残り1週間となり、10月の暴落という嫌な思い出が頭をよぎる。NYダウが1日で22.6%下落した1987年のブラックマンデーや、大恐慌の発端となった1929年の暴落の月である。ただしストック・トレーダーズ・アルマナックによると、1950年以降の10月の平均パフォーマンスは1%の上昇と、堅調な株価の月となっている。

一方、悲観論が極端になりつつある兆候も表れている。全米個人投資家協会（AII）のデータによると、ウォール街のセンチメントは弱まっており、強気派は3.1ポイント減少して31.3%と、16週間ぶりの低水準となった。投資家の3分の1近くが株価は割高だと考えているが、44.4%は割高に見える銘柄と割安に見える銘柄が混在していると見ている。

フェアリード・ストラテジーズのケイティ・ストックトン氏は、現在約80%の銘柄が50日移動平均を下回る水準で取引されていると指摘し、「弱気派の増加を反映しているが、逆張り派の立場からこれを解釈している」と述べる。

ここは逆張り派以外になさそうだ。



By Carleton English
 (Source: Dow Jones)

7. 金利低下はまだ先だが、株式と債券に投資する好機
 Higher Rates Aren't Coming Down Soon.
 高金利の投資環境に適したアプローチとは

[投資戦略]

奇抜さを失った資本市場



Spencer Platt/Getty Images

変人らはどこへ行ったのだろうか？ パンツ一丁のカウボーイがニューヨークのタイムズスクエアでホログラムのワームについて歌う場面をカバーストーリーで紹介してから、まだ2年もたっていない。彼は、ある非代替性トークン（NFT）の宣伝を依頼されていたのだ。なぜそんなものに金を出す人がいたのかと言えば、当時幾つかのトークンの価格は高騰しており、売り手はそれらに漫画の猿の顔をあしらうなどして親しみやすくしていた。暗号資産（仮想通貨）以上に怪しいと思ったなら、あなたは正しい。

「裸のカウボーイ」は今でもマンハッタンのミッドタウンで人気を集めているはずだが、NFTに関する言及は最近めっきり見かけなくなった。

もちろん、暗号資産は現在も取引されているが、その時価総額は3兆ドルから1兆ドル強まで縮小している。ミーム株の動きも以前とは異なる。確かにアマチュアのトレーダーらは、時折、中古車販売サービス企業カーバナ<CVNA>のような破綻したグロース銘柄を遊び半分で売買する。しかし、過去の取引にはもっとユーモアが感じられた。例えば「ズーム」と名の付いた間違った企業の株を買い集めたり、かつて存在したレンタルビデオチェーンのブロックバスターに関連するペーパーカンパニーに手を出したりしていたものだ。

金利上昇によって、このような突飛な動きは影を潜めている。2年前、米連邦準備制度理事会（FRB）は主要金利目標を0~0.25%としていたが、現在は5.25~5.5%だ。突然、投機的なことをするにも現実には金がかかるようになった。一方、一般的な投資対象の価格は、少数の米国株を除くとしても、ここ数年で最も好ましい水準にある。

債券投資の好機

バンガード・トータル・ボンド・マーケット<BND>のような米国債券の単純なインデックスファンドの利回りは4.7%で、直近の前年比インフレ率を1%ポイント上回っている。政策決定者は先週、金利を据え置いたが、再利上げの可能性は残し、今後数年間は金利が新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）以前の水準を上回るとの予想を示した。チャールズ・シュワブで債券ストラテジストを務めるキャシー・ジョーンズ氏は、米国債利回りは金利サイクルの最後の利上げ前にピークに達する傾向があると指摘し、現在は債券利回りをロックインする好機であると見ている。

PGIMフィクスト・インカムでチーフ・インベストメント・ストラテジストを務めるロバート・ティップ氏から、債券を戦術的に購入したい投資家にアドバイスがある。ティップ氏は、イールドカーブの中央部が他の部分よりも将来の金利低下期待をより織り込んでいるように見えると指摘する。金利が下がらなければ、これらの債券の価格は、より短期の債券で現在得られる高い利回りに見合うように、緩やかに下落していく可能性がある。その可能性を減らすため、ティップ氏は2年未満、10年以上の債券を中心とするバーベル型のアプローチを推奨している。

ティップ氏は一方で、単に良質な債券を幅広く購入した投資家もその結果に十分満足するはずで、投資開始時の利回りは将来的な結果をかなり正しく示していると述べる。ティップ氏は、現在多くの投資家は保有する債券が少な過ぎる状態だと指摘し、利回りが超低水準だった時に手放したままになっているか、あるいは単に株式が最近債券を大きくアウトパフォーマンスしていることを理由に挙げる。

株式は欧州と日本、米国の均等加重指数に注目

JPモルガン・アセット・マネジメントでグローバル・マーケット・ストラテジストを務めるガブリエラ・サントス氏は、現在は米国の株式投資家が海外市場に資金をシフトする絶好の機会だと言う。価格は魅力的だ。上場投資信託（ETF）のiシェアーズMSCIユーロゾーンETF<EZU>は今年の予想利益に基づく株価収益率（PER）が12倍、iシェアーズMSCIジャパンETF<EWJ>は16倍となっている。サントス氏によれば、14年間続いたドル高からユーロ高や円高に転じ、ドル建てでリターンが増加する可能性がある。米国外での企業行動にも変化が見られる。サントス氏は「欧州と日本でも、自社株買いが機械的に1株当たり利益（EPS）を増やすだけでなく、最終的には株主に評価されるものであると認識されるようになった」と述べる。

米国株も躍進を続ける可能性がある。バンク・オブ・アメリカ・リサーチは先週、S&P500指数は年末までにさらに4%上昇すると予想した。高い金利は必ずしも障害にはならない。バンク・オブ・アメリカ・リサーチによると、1980年代半ばから2008年までの実質金利は現在より1%以上高かったが、株式のリターンは年率15%だった。また、企業は債券とは異なり、常に変化できる。メタ<META>（旧フェイスブック）は今年、コスト削減と自社株買いを発表し、予想EPSは約8ドルから13ドル以上に上昇した。

S&P500指数が相対的に割高になっているのは、比重の大きいハイテク大手7社のバリュエーションが上昇しているからだ。バンク・オブ・アメリカは、インベスコS&P500イコール・ウェイトETF <RSP>のようなS&P500指数の均等加重版を特に強気に見ている。同ETFの今年の予想利益に基づくPERは直近で16倍弱だ。

バンク・オブ・アメリカによると、均等加重指数と通常のS&P500指数の上位7銘柄とのバリュエーションの差は、1990年代後半のハイテクバブル以来最も大きくなっている。さらに、第2四半期は現在の利益サイクルの谷を示したように思われ、サイクルの回復期（今がその時期かもしれない）には、均等加重指数のバリュー志向が好まれる傾向がある。

ミーム的な地位や、注目を集めるために歌ってくれる裸のカウボーイに頼らずとも、今後10年間良好なパフォーマンスを上げられる資産の組み合わせがどこかにはあるはずだ。ただヘッジしたいと思うなら、適切な料金を提示すれば、彼は均等加重指数を称える歌も作ってくれるだろう。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

8. IPO市場の復活迫る

[ハイテク]

IPOs Are Coming Back but the Early Returns Aren't Great.
ただし本格化は数四半期先か

最近3件のIPOは投資家の熱狂につながらず



Courtesy NYSE

この2週間で市場が注目する3件の新規株式公開（IPO）が実施された。上場後の株価には変動があるものの、これら3社がIPOの扉をこじ開けたとは言える。ただし、この扉は誰かがレンガを投げてたたき割ったガラスの扉のようなものだ。通り抜けるならけがを負うリスクを覚悟すべきだ。

先週上場したのは、食料品宅配サービス「インスタカート」を運営するメープルベア <CART>とマーケティングソフトウェア会社のクラビヨ<KVVY>。メープルベアの公開価格は30ドルで、寄り付きに42ドルを付けたが、

その後下落した。9月22日の終値は公開価格を0.65ドル上回った。クラビヨの公開価格も30ドルで、初値は36.75ドルを付けたが、22日の終値は34ドルを割り込んだ。一方、今月14日にIPOを果たした英国の半導体設計会社アーム・ホールディングス<ARM>の直近株価は公開価格並み、すなわち上場初日の終値を20%下回る水準で推移している。

つまり、投資家がIPOに関心を持つことは示されたが、これら3件のIPOはベンチャー企業や投資銀行家が望んでいた種類の熱狂をほとんど生み出していない。

IPOの本格化は2024年との見方も

ルネッサンス・キャピタルのIPO市場シニア・ストラテジストであるマイク・ケネディ氏は、「3社の上場がIPO市場の段階的再開にとって重要なマイルストーンになると見ていた」と明かす。ところが、これら3件のIPOの公開価格はいずれも予想レンジの上限以上だったものの、最初に株式を購入した投資家は今では含み損を抱えている。

IPO助言サービスを提供するコンサルタント会社、クラスVグループの創業者でマネジングパートナーを務めるリサ・バイヤー氏は、他のスタートアップが投資資金の回収（エグジット）を急ぐとは予想しておらず、「最近の3件のIPOは、取締役会での議論のきっかけにはなるが、自社のIPOに対するゴーサインにつながるようなものではない。2023年中にさらに数件のIPOが行われるが、長い期間止まっていたIPOのエンジンのウォームアップには数四半期を要すると予想している」と語る。

数カ月以内にIPOを実施する可能性のある企業は

とは言え、今後数カ月以内にIPOを果たす可能性のある案件にはどのようなものがあるのかも興味深い。

最近IPOを申請したハイテク企業はごくわずかだ。その1社が、ゲームとメッセージングおよびデジタル決済ソフトウェアを手掛けるベトナムのVNGだ。2010年に設立されたカーシェアリングの新興企業ツウーロは2022年1月にIPOを申請して以降、四半期ごとにフォームS-1（IPOのための証券登録届出書）の改訂版を提出している。

ルネッサンスのケネディ氏のIPO候補企業リストには再上場を目指す企業が幾つか含まれている。その1社が、メインフレーム向けソフトウェアの大手で、現在はKKRによって所有されているBMCソフトウェアで、非公開化は2013年だった。また、2016年に非公開化された電子機器流通会社のイングラム・マイクロもIPOを申請した。

ユニコーン（評価額が10億ドル以上の非上場ベンチャー企業）によるIPOも予想されている。ケネディ氏のリストに含まれているサービスタイタンは、住宅や商業施設の補修サービス業者向けにビジネスソフトウェアを提供するユニコーンで、セコイア・キャピタルやバッテリー・ベンチャーズなどのベンチャーキャピタルから11億ドルを調達した実績がある。また、セキュリティソフトウェア会社のルーブリックは2023年中のIPOを目指していると広く報じられている。データバックアップとセキュリティの分野でルーブリックのライバルとなっているコヒシティもIPOの有力候補だ。

クラウドベースのデータ分析および人工知能（AI）ソフトウェア会社のデータブリックスは今年9月、

430億ドルの評価額に基づく5億ドルの資金調達ラウンドを新たに実施した。この評価額は、データブリックスのライバルであるスノーフレック<SNOW>が上場した時の時価総額とほぼ同じである。

ただし上記のユニコーンはこれまでのところIPOを申請していないため、上場までに時間を要する可能性がある。

金融テクノロジーのユニコーンは数多く存在し、デカコーン（評価額が100億ドル以上の非上場ベンチャー企業）のステータスを持つものもある。しかし、非公開株式の取引プラットフォームであるフォージ・グローバルのデータによると、今年はチャイム、プレイド、ストライプの評価額が急激に減少しており、これらのユニコーンによるIPOは当面なさそうだ。

最も魅力的なIPO候補は、イーロン・マスク氏が創業し、非公開市場で1370億ドルと評価されている宇宙開発企業、スペースXかもしれない。本誌はスペースXが衛星事業を手掛けるスターリンク部門をスピノフして上場する可能性があるとして書いたことがある。スペースXの一部が上場された場合、その株価は打ち上げが成功したロケットのように急上昇する可能性があるが、打ち上げが失敗したロケットのようにどん底に落ちる可能性もある。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

9. 米国債利回り上昇時にも有力な投資機会

[コラム]

Treasury Yields Are Up, but There Are Better Income Opportunities.
債券利回り上昇の影響と投資機会を再考する

債券利回りは金融危機以来の高水準



Justin Sullivan/Getty Images

債券利回りが上昇している。数年前であれば、債券の利回り上昇は、債券に対する冷めた見方を表していた。つまり、債券の価格と利回りには避けることのできない逆相関があり、価格は下落しているのだ。しかし、確定利付証券である債券の新規購入による将来の利息収入の増加は、過去に保有していた債券の元本割れによる損失の埋め合わせにはほとんどならなかった。

しかし、ある時点で利回りの上昇幅があまりに大きくなり、価格もあまりに低迷したため、債券は逆に買われるようになった。ベンチマークとなる10年物米国債の利回りが4.5%近くと、2

007年以来の水準にある今、再びその時点に達したのだろうか。投資家の中には、インフレ率を決定的に上回る債券利回りを指摘し、そう考えるものもいる。しかし、これ以上の利回り上昇（すなわち価格下落）のリスクは割に合わないと思う投資家もいる。特に財務省短期証券（TB）のような無リスクの短期金融商品で高いリターンが容易に得られる場合であればなおさらだ。5.5%のTBの利回りは、株式や投資不適格級社債などのリスク資産にとっても高いハードルとなっている。

リサーチ・アフィリエイツの最高経営責任者（CEO）兼最高投資責任者（CIO）であるクリス・ブライトマン氏は長期の債券を選好する一人で、実質利回り、つまりインフレ率を上回る利回りは、2008～2009年の金融危機以降最も高い水準にあると指摘する。

トレードウェブのデータによれば、21日に10年物のインフレ指数連動国債（TIPS）は2.112%で取引され、2009年3月中旬以降で最も高い実質利回りとなった。ダウ・ジョーンズのデータによると、同じ日に上場投資信託（ETF）のiシェアーズ米国物価連動国債ETF<TIP>は2010年4月14日以来の安値で取引された。同様に、iシェアーズ米国債20年超ETF<TLT>も21日に2011年4月12日以来の安値で取引された。ブライトマン氏のような債券強気派にとって、これは安値買いの絶好の機会だ。

債券利回りが上昇する中、考えるべきこと

逆に、ブライトマン氏は米国の大型成長株には弱気だが、その理由は利回りの上昇によって大型成長株のバリュエーションに魅力がなくなったからではない。ブライトマン氏は、マイクロソフト<MSFT>、アップル<AAPL>、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>、メタ<META>（旧フェイスブック）、半導体大手のエヌビディア<NVDA>のような企業の業績の急成長が、現在の株価を正当化するほど持続することはないと考えている。

他の投資家の中には、およそ4.5%の10年物米国債を、1%ポイントも高いTBの代わりに買うことに懐疑的な人もいる。ミュールンキャンプ・アンド・カンパニーおよびミュールンキャンプファンド<MUHLX>の2代目ポートフォリオマネジャーであるジェフ・ミュールンキャンプ氏は、債券利回りが今後下がると考える場合にのみ、現在のリターンがTBより低いにもかかわらず、TBよりもリスクが大きい10年物米国債への投資を正当化できると言う。

アドバイザーズ・キャピタル・マネジメントのCIOで、米連邦準備制度理事会（FRB）のベテランウオッチャーでもあるチャールズ・リーバーマン氏は、5.5%のイールドカーブのショート・エンド、すなわち短期金利は、より長い満期の利回りを上昇させる磁石として働くと指摘する

ミュールンキャンプ氏は、この高い短期金利は、他の選択肢のハードルも高くすると語る。幾つかの理由で、ミュールンキャンプ氏の関心はエネルギー関連だ。まず、夏以降のドル高に連動して原油価格が1バレル当たり90ドル台まで上昇している。通常、原油のようなコモディティはドル高とは逆方向に動く。これは、石油が長期的な強気相場に入っていることを示唆しており、長年にわたる石油セクターへの投資不足と、環境への配慮に伴う生産量増加に対する制約の結果だ。

ミュールンキャンプ氏は、シェールオイルの国内生産者など従来の受益者とは異なり、海洋掘削会社のトランスオーシャン<RIG>や石油サービス業界最大手のSLB（旧シュルンベルジェ）<SLB>など、オフショアの受益者を推奨する。ガス生産会社のEQT<EQT>にもポジティブだ。高利回りの短期金融商品とエネルギー関連を重視する声が、インフレに沸いた1970年代の1ページのように聞こえるなら、それは偶然ではない。

リーバーマン氏は、金利の上昇は株価収益率（PER）の高い銘柄に逆風だと付け加える。また、公益事業や一般消費財といった伝統的なディフェンシブセクターもリスクにさらされていると指摘、これ

らのセクターは安定的と思われているため、割高なバリュエーションで取引されているとの見方を示す。

■ 推奨銘柄はこれだ

リーバーマン氏は「とてつもないバリュー」銘柄が少数残されているとして、金利が上昇しているにもかかわらず、中古住宅の供給が圧倒的に不足しているため、住宅関連銘柄を勧める。具体的には、住宅メーカーのレナー<LEN>やパルトグループ<PHM>といった有名どころ、小型株のMDCホールディングス<MDC>などを挙げている。

リーバーマン氏は、債券から高い利回りを得る目的で事業開発会社（BDC）も勧める。BDCはリスクの高い中小企業向けのノンバンクレンダーだが、10%前後の目を見張る利回りで補うことができる。中小企業金融大手のアレス・キャピタル<ARCC>やシックス・ストリート・スペシャルティ・レンディング<TSLX>など、このセクターを代表する銘柄を推奨する。

もう一つの利回り推奨銘柄は老人ホーム施設に投資する不動産投資信託（REIT）だ。このセクターは新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）で打撃を受けたが、その後回復している。具体的には、サブラ・ヘルスケアREIT<SBRA>、LTCプロパティーズ<LTC>、オメガ・ヘルスケア・インベスターズ<OHI>などがある。利回りは7%前後から9%近くまでとなっている。

リーバーマン氏は最後に、エクイティキッカー（普通株転換権など）付きの債券のような銘柄として、バンク・オブ・アメリカ<BAC>の7.25%転換権付優先株式<BAC.PRL>を勧める。この優先株は、21日の終値28.05ドルをはるかに上回る1株当たり50ドルでバンク・オブ・アメリカの普通株と交換できる。いわゆる「破綻した転換社債」だ。組み込まれたコールオプションはアウト・オブ・ザ・マネーにあるが、優先株は1株当たり1130.50ドルで利回りは6.41%と魅力的であり、額面1000ドルを上回るプレミアムがついている。

米国債の利回りは上昇しているが、まだまだ上昇する可能性があり、その場合は他でより良い投資機会を得ることができるだろう。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

10. 先週の出来事と今週の予定

[経済関連スケジュール]

TikTok Loves Fall Retail. Target and Starbucks Stock Need the Help.
ターゲットとスターバックスの株価に注目

■ ハロウィーン商戦と小売りの株価

暦の上では、秋は23日（土）から始まるが、小売り大手のターゲット<TGT>、同T.J.マックス、スターバックス<SBUX>で買い物をしていれば、数週間前には秋が来たと思っただろう。これらの小売店は、ハロウィーンの小物や家庭用品、そしてもちろんパンプキンをテーマにしたプラスチックカップなど、ハロウィーンシーズンに照準を合わせている。TikTokは、買い物履歴を記録することで売上高に貢献し、恐らく株価にも貢献することに気付いている。



Illustration by Elias Stein

ダウ・ジョーンズ・マーケット・データによると、1972年から2022年までの過去50年間、ターゲットと TJXカンパニーズ（T.J.マックスとホームグッズの親会社）<TJX>の8月から11月までの株価の平均上昇率はそれぞれ3.2%と3.9%で、1992年から2022年までのスターバックス<SBUX>の平均上昇率は10%だった。過去4年間、来店客数も増加している。人流データ・位置情報分析プラットフォームの米プレイサー・エーアイのデータによれば、今年のターゲット、T.J.マックス、ホームグッズ、スターバックスの来店者数は、2018年をそれぞれ21.5%、2.5%、8.3%、5.9%上回った。

買い物客の急増は、2019年ごろから始まったTikTokブームと並行している。ホームグッズやT.J.マックスで見掛ける白いゴーストの形をした枕やゴースト柄のブランケットのコレクションが、この季節のトレンドの一つだ。数多くの動画が、ソファやベッドに置かれたゴーストのブランケットと、それを探す買い物客の姿を映している。

TikTokで注目を集める一方、2023年の株価はターゲットが24.4%下落、スターバックスも5.6%下落しているが、TJXは12%上昇している。インフレは続き、ガソリン価格は上昇し、学生ローンの返済も再び始まった。秋の装いもここまでか。

先週の出来事

A Mixed Bag

Retail stock performance has diverged in a year defined by inflation and rising interest rates.



株式市場

米連邦公開市場委員会（FOMC）が開催された。投資家は利上げの一時停止を期待していたが、エコノミストのコンセンサスは別の見方だった。米連邦準備制度理事会（FRB）が自動車労働者のストラ

イキ、政府機関閉鎖がほぼ確実視される状況、そして1バレル=100ドルに迫る原油価格に直面する中、投資家が勝利する結果になった：FRBは金利を据え置いた。債券利回りが急上昇する中、株価は急落した。ダウ工業株30種平均は1.89%下落、S&P500指数は2.93%下落、ナスダック総合指数は3.62%下落した。

企業動向

全米自動車労組（UAW）はゼネラル・モーターズ<GM>、ステランティス<STLAM>の計3工場にストを拡大したが、フォード・モーター<F>は免れた。カナダのフォード労働者を代表する組合は暫定合意に達した。米連邦取引委員会（FTC）は、プライベート・エクイティ会社のウェルシュ・カーソン・アンダーソン・アンド・ストウを、麻酔科診療所の買収を巡り提訴。米証券取引委員会（SEC）は、保有銘柄を反映しないファンドを取り締まることを決定。米国のメディア大手ニュース・コーポレーション<NWSA>とメディア・エンタテインメント大手21世紀フォックス<FOXA>の会長を長年務めたルパート・マードック氏（92歳）が引退を発表。後任は息子のラクラン・マードック氏。

M&A（合併・買収）等

食品宅配サービスのインスタカートの親会社であるメープルベア<CART>は、上場初日に12%上昇し、その後下落した。その翌日、マサチューセッツ州ボストンに拠点を置くマーケティングソフト会社クラビヨ<KVYO>は23%上昇したが、同じく反落した。ウォール・ストリート・ジャーナル紙は、金融大手ゴールドマン・サックス<GS>が消費者向け融資を手掛けるグリーンスカイ部門を、債券投資大手のピムコ、投資会社のKKR、同シックス・ストリートを含むグループに5億ドルで売却する交渉に入っていると報じた。これは2021年にゴールドマンが支払った額の3分の1以下である。ネットワーク機器大手シスコシステムズ<CSCO>は、サイバーセキュリティ企業スプラック<SPK>を280億ドルで買収することで合意。英国の規制当局は、マイクロソフト<MSFT>によるゲームソフト大手アクティビジョン・ブリザード<ATVI>の買収に関する条件修正を承認。

今週の予定

9月26日（火）

小売大手2社が決算を発表。コストコ・ホールセール<COST>は火曜日の引け後に、ナイキ<NKE>は木曜日に発表する。コストコの株価は、米国の個人消費の底堅さもあって今年22%上昇しているが、ナイキの株価は売上高第3位の中国市場の低迷で22%下落している。

9月27日（水）

国勢調査局が8月の耐久財統計を発表。エコノミストは、耐久財新規受注は7月の5.2%減に続き、8月も前月比0.4%減と予想。これは、2020年4月のパンデミック（世界的大流行）初期以来の急減である。

9月29日（金）

労働統計局が8月の個人消費支出（PCE）物価指数を発表。コンセンサス予想では、PCEは7月の3.3%上昇に続き、前年同月比3.4%上昇。米連邦準備制度理事会（FRB）が好んで使用するインフレ指標である、食品とエネルギー価格を除いたコアPCEは3.9%上昇すると予想され、前回より0.3%ポイント低下。コアPCE上昇率は2022年2月のコロナ禍後のピークを1.2%ポイント下回っているが、FRBにとってはまだ高すぎる。FRBは先週のFOMC後の会見で、金利は長期的に上昇を続けるだろうと述べた。

By Emily Dattilo
(Source: Dow Jones)

『バロンズ・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。

『バロンズ・ダイジェスト』 2023/09/24

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、米バロンズ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