

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2024/04/07

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 大手製薬株は長期投資に向かず - Big Pharma Stocks Need a Rethink [カバーストーリー]
ビジネスモデル、事業環境ともに大きく変化 P.1
2. 第1四半期のファンドのパフォーマンス - Bitcoin Wins the Quarter. Energy and Japan Funds Also Scored Big [ファンド]
ビットコインがトップ、エネルギーと日本も大幅上昇 P.7
3. S&P500指数との相関性が低いファンドでアウトパフォーム目指す - Spread the Wealth: Stock Funds That Go Beyond the S&P 500 [ファンド]
テクノロジー株への集中を回避 P.10
4. 金とエネルギー価格上昇が伝えるメッセージ - Gold and Energy Rallies Are Sending a Message [コラム]
株式には悪いニュース P.16
5. 日本市場のブームは始まったばかり—二つの大きな理由 - Op-Ed: Japan's Market Boom Is Just Beginning. 2 Big Reasons Why [フィーチャー]
米国以外の投資先として最適で、魅力的な中小型銘柄が存在 P.18
6. アップルは独禁法違反訴訟の最新例 - Apple Is Only the Latest. Trustbusting Has a Long History [フィーチャー]
問題は解体されるか、無傷で済むか P.20
7. 雇用増とインフレ上昇続けば、株式市場に激震も - Stock Market Will Feel a Tremor if Payrolls and Inflation Keep Rising [経済政策]
利下げ回数縮小なら注意が必要 P.23
8. 懸念くすぶるも株価は安値から戻す - The Market Bounces Back. April Can Be Good [米国株式市場]
好調な景気と過去のデータから4月は底堅く推移か P.25
9. AIブームの最大の足かせは半導体不足 - AI and Earthquakes Are Testing Tech. Is Intel the Savior? [ハイテク]
TSMC依存のリスクをインテルは解消できるか P.27
10. 先週の出来事と今週の予定 - Why Is Gold Still Rising? Central-Bank Buying [経済関連スケジュール]
金相場は引き続き上昇、中央銀行の買いが下支え P.29

※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 © 2024 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. 大手製薬株は長期投資に向かず Big Pharma Stocks Need a Rethink ビジネスモデル、事業環境ともに大きく変化

[カバーストーリー]

ファイザー苦戦の背景



ILLUSTRATION BY MOJO WANG

製薬会社の製品を理解するのは、ウォール街で最も骨が折れる仕事なのかもしれない。しかし事業そのものは、いたってシンプルだ。大手製薬会社は、基本的には収益性が高い一連の独占的な商品と、そうした独占権が失効する時期への不安のバランスの上に成り立っている。

ファイザー<PFE>のそうした不安は、世界を救った新型コロナウイルス用ワクチンを含む、この5年間のその他ほぼすべてのことを圧倒するほど深刻である。ファイザーの多くの製品が次々に特許切れを迎える予定であり、競合企業によるジェネリック医薬品（後発薬）の販売が

可能になり、ファイザーによれば、2020年代末までに年間170億ドルの売上高を失う見込みだ。

2019年の年初に就任して以降、アルバート・ブーラ最高経営責任者（CEO）は、特許失効に備えるため、あらゆる手を尽くしてきた。買収に800億ドル、研究開発（R&D）に500億ドルを費やす一方で、かつて抗炎症薬アドビルを販売していた消費者向けヘルスケア部門を含む非中核事業を売却した。その間も22種類の新薬承認を獲得した。そしてそのうちの2年間は、ファイザーの新型コロナウイルス用ワクチンが医薬品史上最大の売上高を記録した。

しかし、投資家はこうした実績をブーラCEOの功績としては一切認めていない。ブーラ氏がCEOに就任した2019年1月時点のファイザーの株価は41.35ドルだったが、直近の終値は約27ドルと33%も下落している。S&P500指数はこの間に2倍以上に上昇している。

これはファイザーだけの問題ではない。大半の大手製薬会社の株価は近年苦戦を強いられている。製薬会社の数十年にわたる取り組みにもかかわらず、根本的な現実は変わっていない。製薬会社は最高の発明品の独占権をいずれは失う。競合企業がアップルのiPhone（アイフォン）の完全なコピー製品の販売を許されたり、マクドナルドがゴールデンアーチ（頭文字Mのロゴ）の共有を余儀なくされたりすることを想像してみればよい。新たな法律によって、メディケア（高齢者向け医療保険制度）が医薬品価格を特許が切れる前に交渉できるようになったことは、この問題をさらに悪化させた。

より安価な後発薬の製造を認めるのは人類にとっては喜ばしいことだが、投資家にとっては継続的な損失となる。こうした事実は、大型新薬を巡る大々的な宣伝の前にかすみがちだ。時とともに大手製薬株は長期投資として機能しなくなった。過去5年、10年、15年、20年のいずれの期間をとっても、ファイザー、メルク<MRK>、ジョンソン・エンド・ジョンソン（J&J）<JNJ>、ブリストル・マイヤーズ・スクイブ<BMY>の株価は、たとえ各社の気前の良い配当金を考慮したとしても、S&P500指数をアンダーパフォームしている。英国のグラクソ・スミスクライン<GSK>とフランスのサノフィ

<SNY>についても同様のことが言える。顕著な例外はイーライリリー<LLY>とデンマークのノボ・ノルディスク<NVO>だが、これは、短期間のうちに勝ち取った減量薬の成功が両社のパフォーマンスを最近押し上げたからだ。イーライリリーの場合は10年強、ノボ・ノルディスクの場合は10年弱でこれら治療薬は特許切れを迎えるため、両社は振り出しに戻る可能性がある。

実際、イーライリリーとノボ・ノルディスクの株価急騰は、大手製薬株が、これまでの通念であった何世代にもわたり継続保有する優良銘柄などではなく、トレーディング銘柄に近いことを示している。従来の見方が実績に裏打ちされたものだったのは確かだ。1984年から2004年にかけて、メルク、ファイザー、J&Jの株価はS&P500指数を軽くアウトパフォームした。しかし、時代は変わった。

ファイザーの最近の株価パフォーマンスは多くの目に不可解に映る。これは、2021年に30億回分の新型コロナウイルス用ワクチンを製造し、2020年の暗黒の日々の後、普通の生活を取り戻すことを可能にした企業ではなかったのか。古い抗ウイルス薬を引っ張り出して作り直し、最高の新型コロナウイルス用抗ウイルス薬「パキロビッド」を2年足らずで米国の薬局に並べた企業ではなかったのか。そして、どこにでも存在し、重篤な疾患を引き起こす可能性のあるRSウイルス用の新型ワクチンの一つを販売し、高齢者や新生児を持つ両親のこのウイルスに関する考え方を変えつつある企業ではなかったのか。

ファイザー問題については本誌も困惑している。1年前のカバーストーリーでファイザーを「買い」とし、その開発パイプラインを「過小評価されている」としたが、その後、ファイザーの株価は40%以上下落している。ファイザーは今や、大手製薬株のすべての投資家にとって重要なケーススタディーとなっている。ファイザーが成し得ないことを、成し遂げる企業などないだろう。

■ ビジネスモデルの変化と薬価問題

現在の大手製薬会社のビジネスモデルは長年にわたる株価パフォーマンス低迷に対応するため、比較的新しく生み出されたものだ。主としてブランド化された処方薬を販売する今日のファイザー、ブリストル・マイヤーズ・スクイブ、イーライリリー、ノバルティス<NVS>、アストラゼネカ<AZN>、グラクソ・スミスクラインは、裾野の広い複合企業から生まれた。ブリストル・マイヤーズの前身は便秘薬、歯磨き粉、粉ミルクで大きくなった企業だった。現在メルクとして知られる企業はラジオ局を保有していた。ファイザーの前身企業はリステリンや缶詰パスタのシェフ・ボヤルディーを製造していた。

米国と欧州の大手製薬会社は、こうした非中核事業を削ぎ落としてきた。大手製薬会社の事業内容は、例外はあるが、一般的には年間十億ドル以上の売り上げをもたらす医薬品を開発または買収し、ヘルスケアシステムに可能な限り高価格で特許が切れるまで販売することだ。

現在の大手製薬会社は、1980年代に台頭し始めたジェネンテック、ギリアド・サイエンシズ<GILD>、セルジーン、アムジェン<AMGN>、ジェンザイムなどの大手バイオテクノロジー企業に似ている。これらの企業は高価格の最先端医薬品に特化し、大手製薬会社の特徴である多角化を追求することにはなかった。投資家はバイオテクノロジー企業を、単一の臨床試験の結果によって株価が大きく変動する可能性のある高リスク銘柄として扱っている。これに対し、大手製薬会社の株式はどういうわけか、安全な長期保有銘柄という見方が確立している。時価総額は数千億ドルに上り、保有しているのは長期にわたり安定した予測可能な利益の成長を求める大手機関投資家だ。同じ理由で大手製薬会

Bad Medicine

Key Big Pharma stocks have underperformed the S&P 500 over the past 20 years — even when including dividends.



Source: Bloomberg

社に目を向ける個人投資家も多い。

製薬会社幹部も期待に応えるため、バイオテクノロジー・モデルの採用を含め、あらゆる手を尽くしている。2022年の本誌カバーストーリーで紹介したように、製薬会社は、バイオテクノロジー企業がより新しく、より複雑な医薬品に異常に高い価格を好きなように設定し、高いバリュエーションを実現しているを見ていた。バイオテクノロジー企業の高価な医薬品は通常、希少疾患を対象とし、大手製薬会社が重点を置く錠剤よりも複製が困難だった。刺激を受け、恐らくは羨望（せんぼう）もあり、大手製薬会社は非中核事業をスピンオフして、より複雑な医薬品に注力し、後発薬メーカーからの競合が少なければ、特許切れとなった後でも高価格を維持できると期待した。この戦略は期待通りには機能しなかった。バイオシミラー（バイオ後続品）と呼ばれる、より複雑な医薬品の複製バージョンが薬価引き下げにますます大きな影響を与えるようになっている。

一方、2022年に法制化されたメディケアの新たな薬価交渉制度は、バイオシミラーには無理な分野にまで踏み込み、医薬品の売上高に崖のような急減をもたらしている。この法律はすべての医薬品に影響するわけではないが、企業が希望通りに医薬品価格を設定できる期間が短縮されることになる。その結果、大手製薬会社は元のゲームに戻り、ブロックバスター（大型新薬）を探すとともに、次の売上高の崖はそれほど深刻なものではないと、投資家の説得に努めることになる。

本質はトレーディング銘柄

Blockbusters on Borrowed Time

More than \$100 billion worth of Big Pharma drugs will face patent expiration in the U.S. by 2030. Here are the biggest.

Company / Brand Name	2023 Sales (billion)	Anticipated U.S. Patent Expiration	Use
Merck			
Keytruda	\$25.0	2028	Various cancers
Januvia / Janumet	3.4	2026	Type 2 diabetes
Bridion	1.8	2026	Reverses surgical muscle relaxants
Lenvima	1.0	2025	Various cancers
Bristol Myers Squibb			
Opdivo	\$9.0	2028	Various cancers
Yervoy	2.2	2025	Various cancers
Pfizer			
Ibrance	\$4.8	2027	Breast cancer
Vyndaqel family	3.3	2024	ATTR-CM (Heart condition)
Xeljanz	1.7	2025	Arthritis and other conditions
Xtandi	1.2	2027	Prostate cancer
Inlyta	1.0	2025	Various cancers

ファイザーが抱える問題は、規模の巨大さゆえに、売上高に何らかの影響を与えるためには巨大なブロックバスターが必要になることだ。昨年の売上高は585億ドルだったが、年率5%以上（J&Jのバイオ医薬品事業の長期目標）で成長するとすると、2020年代末の売上高は800億ドルに達する必要がある。このギャップは巨大であり、加えて、2023年に170億ドルを超える売上高をもたらした医薬品の特許がそれよりも前に切れるため、5%成長を達成するためには合計で年間約380億ドルの新たな収入源をわずか6年以内に獲得する必要がある。これは大手製薬会社の基準から見ても巨大な金額だ。イーライリリーの2023年の年間売上高が341億ドルだから、言い換えれば、ファイザーは2030年までに大手製薬会社1社に相当するものをポートフォリオに加える必要があることになる。ペンシルベニア大学ウォートンスクールのロートン・バーンズ教授（ヘルスケアマネジメント）は「ファイザーの問題はあまりにも巨大なことだ。ウォール街が期待する成長率を達成するには、可能な選択肢が不足している」と指摘する。ファイザー自身は、2030年までに最近発売した新製品で200億ドル、最近の買収を通じて手に入れた製品で250億ドルの新規売り上げ創出を目指すとしている。

大手製薬会社の安定的な成長の実現が困難になる中、投資家は製薬会社の株式はトレーディング銘柄であるという現実を受け入れる必要がある。ファイザーは魅力的な配当を支払っているが、それでも

長期のトータルリターンで見た場合、広範な市場をカバーする指数をアンダーパフォームしている。

トレーディング戦略とは、2020年代末までに到来する大型特許の期限に細心の注意を払うことを意味する。他の先進国とは異なり、米国では製薬会社が設定する医薬品価格に制限はない。ほとんどの場合、価格が下がるのは特許切れになった後だ。特許保護期間を延長するため、単一の医薬品のさまざまな側面を保護する数十の特許を申請するなど、製薬会社はさまざまな戦術を採用しているが、いずれはすべての独占期間が終了する時が来る。研究によると、新薬が発売されてから平均12～15年で競合する後発薬が発売されている。医薬品の売上高の落ち込みを「特許の崖」という比喻で表現するのは誇張ではない。後発薬が市場に現れると、価格は95%以上下落することもあり得る。

大手製薬会社の中で最も急な特許の崖を控えているのはメルクで、2030年までに特許切れとなる医薬品は、2023年の売上高で合計300億ドル超に上る。その大半を占める（そしてメルクの2023年の売上高の42%を占める）がん治療のメガブロックバスター「キイトルーダ」は、米国では2028年に特許切れとなる。2番目はブリストル・マイヤーズで、血液抗凝固剤「エリキュース」、がん免疫療法薬「オプジーボ」を含め、2030年までに特許切れとなる医薬品の2023年の売上高は230億ドルだった。1月の投資家向けカンファレンスで、メルクのロバート・デービスCEOは「キイトルーダの状況は崖ではなく丘だ」と語った。確かに、メルクにはキイトルーダの売上高減少を遅らせる合理的な手立てがある。その一つが、現在試験中の皮下注射が可能な新バージョンで、バイオシミラーの攻撃の波をかわすことができるかもしれない。

大手製薬会社のR&D以外の特許切れ対策としては買収がある。昨年12月、ファイザーはがん免疫療法の腫瘍ターゲット特性と化学療法の殺腫瘍特性を併せ持つ抗体薬物複合体（ADC）分野のリーダーであるシージェンの大型買収（買収額430億ドル）を完了した。この技術は昨年、製薬業界の注目を集め、メルク、アッヴィ<ABBV>、J&Jが自社のADCを確保するため、数十億ドル規模の契約を締結した。

2023年1月、ファイザーは投資家に対し、通期売上高670億～710億ドル、希薄化後の調整後1株当たり利益（EPS）3.25～3.45ドルを予想した。しかし、達成はできなかった。結局、ファイザーの2023年売上高は585億ドル、希薄化後の調整後EPSはわずか1.84ドルだった。ファイザーは本記事の執筆に当たり、経営幹部との接触を認めなかった。ブーラCEOは、1月の本誌インタビューで、2023年はファイザーにとって残念な年であったと認め、株価は「業績が社内の予想および社外の予想に対して未達となったために下落した。極めて残念な年だった」と話している。

ファイザーが最も大きく予測を外したのは新型コロナウイルス関連製品、具体的にはワクチンの「コミナティ」と抗ウイルス薬の「パキロビット」の需要だ。2023年の売上高を合計で215億ドルと予測していたが、125億ドル弱にとどまった。ゴールドマン・サックスのアナリスト、クリス・シブタニ氏は「乖離（かいり）の大きさがあまりにも劇的で、不確実性に等しいと言える。経営陣に対する投資家の信頼を失わせるものだ」と話す。昨年1月の時点でコミナティとパキロビットの売上高を予測するのは、前例のない困難を伴っていた。米国政府が新型コロナウイルス関連の製品をすべて買い上げているコロナ禍中の市場から、通常の関係者（保険会社、雇用者、政府の支払機関）で構成される商業ベースの市場への移行を経験したことがある者はいなかった。

ファイザーにとってより深刻なのは、この1年間で基盤事業と開発パイプラインの脆弱（ぜいじゃく）さが露呈したことだ。ファイザーのRSウイルス用の新型ワクチンの売上高は競合会社グラクソ・スミ

スクラインの後塵（こうじん）を拝し、潰瘍性大腸炎治療の新薬については、売上高予想を下方修正した。減量薬の開発も実を結んでいない。ファイザーは、2023年の米食品医薬品局（FDA）による新薬とワクチンの承認件数が過去最高を記録したと指摘し、これら新薬の発売によって、2030年にかけて特許切れとなる製品の影響は相殺されると予想している。

しかし、製薬会社の経営幹部を含め、医薬品市場について適切な解決策を持ち合わせている者がいないことは、最近の歴史が示している。メディケアの新たな価格ルールの影響によって、医薬品業界はこれまで以上に予想が難しくなる。投資家はこの現実を受け入れるべきだ。大手製薬会社の株式をオートパイロットに任せておく時代は終わった。

参考資料

Johnson & Johnson			
Darzalex	\$9.7	2029	Blood cancer
Erleada	2.4	2030	Prostate cancer
Xarelto	2.4	2025	Blood thinner
Opsumit	2.0	2025	Pulmonary arterial hypertension
Uptravi	1.6	2026	Pulmonary arterial hypertension
Edurant	1.2	2025	HIV
Eli Lilly			
Trulicity	\$7.1	2027	Type 2 diabetes
Taltz	2.8	2030	Treats arthritis and other conditions
Jardiance	2.7	2028	Type 2 diabetes
Cyramza	1.0	2026	Various cancers
Bristol Myers Squibb and Pfizer			
Eliquis	\$12.2	2026	Blood thinner

Sources: FactSet, company reports

（資料）

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

2. 第1四半期のファンドのパフォーマンス

[ファンド]

Bitcoin Wins the Quarter. Energy and Japan Funds Also Scored Big

ビットコインがトップ、エネルギーと日本も大幅上昇

ビットコインがトップ



ILLUSTRATION BY ALBERTO MIRANDA

今年第1四半期に登場したビットコインの上場投資信託（ETF）の投資家は、ビットコインETFがキャッシュフローを生まず、実体はなく、サトシ・ナカモトという偽名の開発者が考案した産物を買っていることを知っているのだろうか。

とはいえ、それは重要ではないように思える。規制当局は今年1月に暗号資産（仮想通貨）に関する11本のETFを認可し、その後もさらに追加した。これを受けて設定された9本のETFは、一瞬にして340億ドルを集めた。一方で、ファンドとしてはより古い運用資産220億ドルのグ

レイスケール・ビットコイン・トラスト<GBTC>も結果的にETFとなった。

新規に大量の資金が流入し、政府が暗黙裡に承認した状態で、モーニングスターのデジタル・アセットのカテゴリーに含まれるファンドが、第1四半期に平均で42.6%上昇して最高のパフォーマンスを上げたことは驚きだろうか。2位以下は、エネルギー・リミテッド・パートナーシップの12.2%と大型株グロース・ファンドの11.9%で、大差となった。注目を浴びているテクノロジー・セクターもこのペースにはついて行けず、8.7%の上昇にとどまった。米半導体大手のエヌビディア<NVDA>やマイクロソフト<MSFT>などの人工知能（AI）をけん引するマグニフィセント・セブンがテクノロジー・ファンドと大型グロース・ファンドに含まれているにもかかわらずだ。

AI関連銘柄のバリュエーションは高く、エヌビディアの過去12カ月の実績に基づく株価収益率（PER）は75倍だ。とはいえエヌビディアは、実際に製品を製造しており、利益の裏付けもある。暗号資産市場は、投資対象の価格が上昇しているというだけで内在価値が存在しないものを買う一方で、他の誰かが将来により高い価格で買ってくれることを期待するという「大馬鹿理論」を体現しているようだ。

もちろん、米ドルも抽象的な不換通貨と言えるが、米ドルには世界で最も強力な政府の裏付けがある。さらに米ドルは、タンス預金か財布の中にあるのでなければ銀行預金や安全なMMF（マネー・マーケット・ファンド）で利息を稼げる。ビットコインETFの投資家は利息を受け取れないどころか、保有のためにファンドの管理手数料を支払うことになる。

MMF

Off and Running

These 12 Bitcoin ETFs have launched this year.

ETF / Ticker	Inception Date	Return Since Inception	Net Assets (million)
VanEck Bitcoin Trust / HODL	1/4/2024	60.1%	\$604
iShares Bitcoin Trust / IBIT	1/5/2024	61.5	17,470
WisdomTree Bitcoin / BTCW	1/8/2024	50.3	80
Fidelity Wise Origin Bitcoin / FBTC	1/10/2024	54.8	10,041
ARK 21Shares Bitcoin / ARKB	1/10/2024	41.5	3,096
Bitwise Bitcoin / BITB	1/10/2024	54.3	2,196
Valkyrie Bitcoin / BRRR	1/10/2024	54.3	532
Franklin Bitcoin / EZBC	1/11/2024	51.6	320
Invesco Galaxy Bitcoin / BTCO	1/11/2024	53.0	412
Roundhill Bitcoin Covered Call Strategy / YBTC	1/17/2024	27.8	15
Valkyrie Bitcoin Futures Leveraged Strategy / BTFX	2/21/2024	72.9	47
Global X Bitcoin Trend Strategy / BTRN	3/20/2024	6.4	3

Note: Returns are from the funds' inception dates through quarter end, March 31.

Source: Morningstar Direct

投資家はMMFをビットコインETF同様に好んでいた。モーニングスターのプライム・マネー・マーケットのカテゴリーのファンドは2月29日までに676億ドルの新規資金を集め、課税MMF（米国債などのファンドを含む）は564億ドルを獲得、両カテゴリーは人気度で上位1位と2位になった（モーニングスターの3月のデータはまだ公表されていない）。インベストメント・カンパニー・インスティテュートによると、MMF全体で第1四半期に約1540億ドルを集めた。

超短期の高格付け社債に投資するプライム・マネー・ファンドでは、2022年の利上げ前は資金が流出していた。人気上位100本のMMFを追跡するクレーン100マネー・ファンド・インデックスに含まれる平均的なファンドの現在の利回りは5.14%だ。

MMFが損失を出したのは、1971年に登場して以来、わずか2回だ。市場下落に対するヘッジとしての魅力は理解できる。一方で、ビットコインは2021年に60%上昇、2022年に64%下落、2023年に156%上昇と、上昇幅は大きいですが、米ドルの安定的な代替にはならない。

日本株とエネルギー

第1四半期の最大の驚きは、エネルギー・リミテッド・パートナーシップと日本株のカテゴリーだろう。平均的な日本株ファンドは10.9%上昇した。日本経済が世界第4位の規模であることを勘案すると、米国の投資家向けの日本株ファンドは驚くほど少なく、ミューチュアルファンドとETFを合わせてわずか26本しかない。第1四半期のミューチュアルファンドのパフォーマンスのトップは、ヘネシー・ジャパン・ファンド<HJPNX>の15.5%で、2位は僅差でマシューズ・ジャパン・ファンド<MJFOX>の15.3%だった。ETFでは、ウィズダムツリー・ジャパン・ヘッジド・エクイティ・ファンド<DXJ>の22.6%がトップで、日本円のヘッジが奏効した。運用資産167億ドルのマンモス・ファンドであるiシェアーズMSCIジャパン<EWJ>は11.1%だった。

日本の株式市場は、長期にわたるデフレとさえない経済成長率によって長年にわたって投資家を失望させてきており、米国を拠点とする日本に特化した多くのファンドが閉鎖された。しかし、対米ドルでの円安が日本の輸出を押し上げているほか、ドル建てで日本株を買う米国の投資家にとってさらなる追い風になる可能性がある。日本政府もコーポレートガバナンスを改善するための多くの改革を行ってきた。

マスター・リミテッド・パートナーシップ (MLP) のファンドは、石油・天然ガスのパイプラインという、狭い産業に焦点を当てているが、ミューチュアルファンドとETFの本数は日本株ファンドより多い46本だ。インフラキャップMLP ETF<AMZA>の上昇率が最高で18.5%だった。規模が最大で運用資産84億ドルのアレリアンMLP ETF<AMLP>は13.7%上昇した。MLPの配当利回りは高く、利回りに対しては税金が優遇されているが、債務も多い傾向にあり、エネルギー価格と金利の両方に対して非常に敏感だ。

資金流入

資金流入の観点では、バンガードS&P500インデックスETF<VFV>に対する流入が最大だったことは、大型株の好調なパフォーマンスとインデックス投資への長期的なトレンドを考慮すると意外ではない。今年1月から2月にかけて、バンガードS&P 500インデックスETFには173億ドルが流入し、ミューチュアルファンド版も加えると合計で198億ドルが流入した。それに続いたのは、2本のMMFとiシェアーズ・コアS&P 500 ETF<IVV>の160億ドルだった。

フィデリティ・ワイズ・オリジン・ビットコイン・ファンド<FBTC>やiシェアーズ・ビットコイン・トラスト<IBIT>のような新しいETFに対するビットコイン投資が急増した一方で（運用資産は既に100億ドルと175億ドル）、グレイスケール・ビットコイン・トラストからは1~2月に84億ドルの資金が流出した。

金

米ドルに対する信頼が薄れて代替投資先が求められていると主張する向きには金がある。金には、装身具などの実物資産としての価値があるほか、ヴァンエック・マーク・ゴールド・トラスト<OUNZ>といった金のETFもある。

金地金の価格が第1四半期に過去最高値を更新したにもかかわらず、投資家は金のETFを売っていた。規模が最大のSPDRゴールド・シェアーズ<GLD>では1~2月に35億ドルが流出した。恐らく、投資家は金の代わりにビットコインを買っているのだろうが、それは実物資産ではない。暗号資産口座にアクセスするためのコードが刻印されたビットコインの現物を買うのは可能だが、それはただ金めっきがされているだけだ。

By Lewis Braham
(Source: Dow Jones)

3. S&P500指数との相関性が低いファンドでアウトパフォーム目指す

[ファンド]

Spread the Wealth: Stock Funds That Go Beyond the S&P 500
テクノロジー株への集中を回避

インデックス・ファンドの運用資産額がアクティブ運用ファンドを上回る

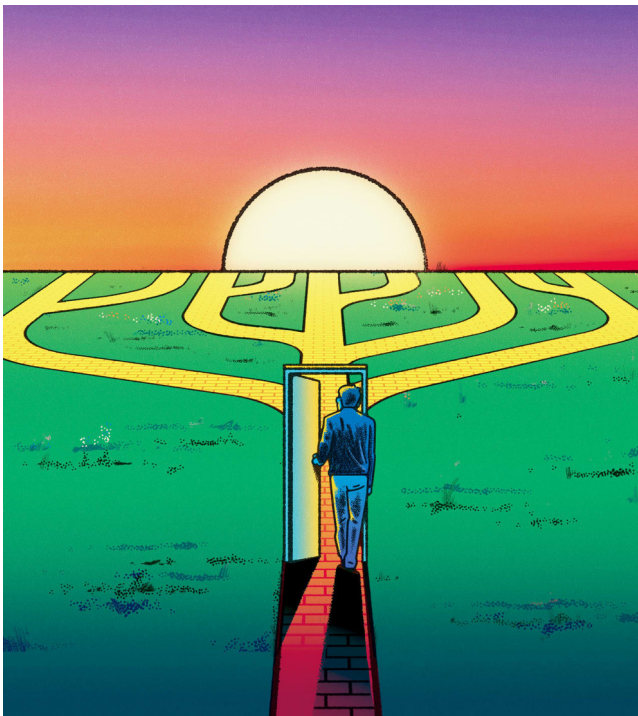


ILLUSTRATION BY ALBERTO MIRANDA

バンガード・グループ創業者のジョン・ボーグル氏は、S&P500指数に追従する低コストのインデックス・ファンドがほとんどのアクティブ運用マネジャーをアウトパフォームすると主張したことで、当初は笑いものにされていた。

しかし、ボーグル氏は勝ったと言って良いだろう。1976年8月にバンガード500インデックス・ファンド<VFINX>が設定されてから約50年を経て、疑いの余地はなくなった。2024年第1四半期、インデックス・ファンドの運用資産額は米国で初めてアクティブ運用ファンドを上回った。バンガード500インデックス・ファンド単独の運用資産額も1兆ドルを超えている。

しかし、勝利はリスクを伴う。2019年に死去したボーグル氏は、インデックス投資だけでなく、分散投資の重要性も信じていた。これは過去のS&P500指数にとっては問題にはならなかった。

が、今では時価総額が特に大きい銘柄がS&P500指数の大部分を占めている。これらの銘柄は主にテクノロジー株で、テクノロジーセクターはS&P500指数の30%を構成している。

S&P500指数におけるテクノロジー株のウェイトがこれほど高いのは、2000年のハイテクバブル崩壊前

以来だ。また、市場をけん引している「マグニフィセント・セブン（M7）」と呼ばれる超大型ハイテク企業7社のうち、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、メタ<META>（旧フェイスブック）、グーグルの親会社のアルファベット<GOOGL>は、S&P500指数のテクノロジーセクターに分類されない。したがって、大手投資会社GMOの資産配分共同責任者であるベン・インカー氏によれば、テクノロジー株の公式なウエートはテクノロジーセクターの影響を過小評価していることになる。

S&P500インデックス・ファンドを売却すべきだということではない。多くの専門家はM7を質の高い企業と考えている。しかし、割高なバリュエーションを維持するには、アナリストの業績予想を下回らないようにすることが必要だ。この点で、M7の1社である電気自動車大手テスラ<TSLA>は既につまづいており、株価は年初来で29%下落している。

他の6銘柄の株価は人工知能（AI）への熱狂によって上昇している。リサーチ・アフィリエイトの会長であるロブ・アーノット氏は、「M7の名付け親が（名前の由来になった）映画を見ていないことは明白だ。7人中4人は作中で死んでしまうからだ。半導体大手エヌビディア<NVDA>をめぐる投資シナリオは、AIがすべてを変えるというものだ。また、一握りの企業がAI業界を支配し、5～10年後もその地位を守り続けるとも言われている。これは必ずしも正しいとは言えない。これらの企業はお互いに競争しており、往々にして新たな破壊的変革者が現れる」と指摘する。

投資をコース料理に例えてみよう。多くの投資家にとってそうであるように、S&P500インデックス・ファンドをメインディッシュとすれば、前菜と良いワインに相当するファンドがなければ、ディナーは不完全になってしまう。

債券は分散投資先として有用だが（コース料理ならサラダに当たるかもしれない）、多くの投資家は株式へのエクスポージャーを一定水準に維持したいと考えている。さらに、資産を分散させるのは思うより難しい。例えば、上場投資信託（ETF）のバンガード・トータル・ストック・マーケットETF<VTI>は3731銘柄を保有しているが、数千の小型株がポートフォリオに占める割合はわずか9%だ。ポートフォリオにおけるテクノロジー株の割合は30%である。

真の株式分散投資を行う方法の一つは、テクノロジー株へのエクスポージャーがゼロかほとんどない株式ファンドに投資することだ。別の方法としては、S&P500指数との相関性が低いファンドを見つけることが挙げられる。ファンドの相関性を測定する指標の一つに決定係数がある。決定係数は、ファンドの値動きがベンチマークの変動によってどの程度説明できるかを示すものだ。決定係数が50であるファンドの相関性は50%だ。バンガード500インデックス・ファンドの決定係数は100で、常にS&P500指数と同じ方向に動く。バンガード・トータル・ストック・マーケットETFの決定係数は99で、分散投資に適しているとは言えない。

大型株ファンド

マーシュフィールド・コンセントレーテッド・オポチュニティ・ファンド<MRFOX>は、テクノロジーセクターのエクスポージャーがほぼゼロであるにもかかわらず、S&P500指数をアウトパフォームしている数少ないファンドの一つだ。

マーシュフィールドの過去3年間の決定係数は75で、大型株ファンドとしては低い。さらに、下振れリスク管理においても優れた実績がある。2022年にS&P500指数は18.2%下落したが、マーシュフィールド

ドは5.1%上昇した。5年間の年平均リターンは17.1%で、S&P500指数の15.2%を上回っている。

ファンドの名前に「コンセントレーテッド（集中投資）」が入っているのは偶然ではない。モーニングスターのシニアリサーチアナリスト、ジャック・シャノン氏によると、M7を保有せずにS&P500指数をアウトパフォームしている大型株ファンドはほんの一握りで、それらは非常に少数の銘柄に集中投資する傾向がある。

マーシュフィールドの現在の保有銘柄数はわずか19銘柄だが、いずれも下落局面に耐えられる質の高い銘柄だ。共同マネジャーのエリーゼ・ホフマン氏は「景気サイクルと必ずしも連動しない銘柄を探す。それによって市場とは全く異なるパターンのパフォーマンスが生まれる」と話す。

マーシュフィールドのトップ保有銘柄の一つは保険会社アーク・キャピタル・グループ<ACGL>だ。2022年、S&P500指数が下落したのに対し、アークは41%上昇した。ホフマン氏は「損害保険料は災害に応じて変動する。これは必ずしも景気サイクルと一致しない」と語る。保険市場は自然災害の多発によって「ハードマーケット」（保険の調達が難しい市場）となっており、アークのように賢明な企業は2022年の下落局面で保険料を引き上げつつ、黒字を維持することができた。

興味深いことに、ホフマン氏と共同マネジャーのチャド・ゴールドバーグ氏は、M7がそれほど質の高い銘柄であるとは考えていない。技術には陳腐化のリスクがあるからだ。ゴールドバーグ氏は「当社は銘柄を評価する際に、競争優位性がいつまで持続するかを考える。テクノロジー企業の場合、これは非常に難しい。例えば、アップル<AAPL>が15年先に何をしているかを考えるのはとても困難だ」と述べた。

Life Beyond the S&P 500

These 18 stock funds will help broaden your exposure beyond the most highly valued names and sectors.

Fund / Ticker	Morningstar Category	Tech Weighting	3-Year R-Squared to the S&P 500	10-Year R-Squared to the S&P 500	3-Year Return	5-Year Return	Expense Ratio
Avantis US Small Cap Value / AVUV	Small Value	5.2%	61	N/A	10.6%	N/A	0.25%
BNY Mellon Dynamic Value / DAGVX	Large Value	9.1	78	83	14.1	15.2%	0.93
Centre American Select Equity / DHAMX	Large Blend	24.5	75	81	12.3	16.3	1.36
Fidelity Value Strategies / FSLSX	Mid-Cap Value	5.9	76	81	11.2	15.0	0.90
First Eagle Gold / SGGDX	Equity Precious Metals	0	16	6	2.1	10.3	1.19
First Trust Natural Gas / FCG	Equity Energy	0	12	30	31.2	13.2	0.60
Global X Uranium / URA	Natural Resources	1.2	19	23	20.2	22.0	0.69
iShares MSCI Global Gold Miners / RING	Equity Precious Metals	0	15	6	-0.7	9.2	0.39
iShares U.S. Broker-Dealers & Securities Exchanges / IAI	Financial	0	67	62	9.6	16.8	0.40
iShares US Healthcare / IYH	Health	0	65	65	8.3	11.4	0.40
iShares US Healthcare Providers / IHF	Health	0	53	49	3.4	11.3	0.40

小型株ファンド

現在、分散投資のための主な投資先はバリュー株と小型株の二つだ。どちらもテクノロジー株の強気相場でアンダーパフォームしているからだ。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズでSPDR米州リサーチ責任者を務めるマシュー・バルトリーニ氏は最近のレポートで、S&P500指数における大型グロース株の割合が過大になっているため、小型株とバリューファクターへの分散投資が有効だと主張した。バルトリーニ氏は「S&P500指数におけるグロースへの配分（46%）はバリュー（21%）の2倍だが、過去30年間の平均はほぼ同等の配分だった（31%と32%）。さらに、S&P500指数構成銘柄で2023年の上昇率上位10銘柄は同指数のトータルリターンの63%を占めたが、過去30年間では上位10銘柄がS&P500指数のトータルリターンに占める割合は平均で24%だった」と語る。

現在、小型バリュー株と特に人気のある優良株とのバリュエーション格差は極めて大きい。例えば、トップクラスのパフォーマンスを上げているアバンティス米国スモールキャップ・バリューETF＜AVUV＞の決定係数はわずか61で、ポートフォリオに占めるテクノロジー株の割合は5%にすぎず、株価収益率（PER）の平均は10倍にとどまっている。S&P500指数のPERは21倍だ。

しかし、高金利環境における小型株には問題がある。インカー氏は「小型株は過去15年間で多額の負債を借り入れている」と指摘する。過剰債務を負っている中小企業は、金利が高くなるほど、新規借り入れ時の金利が上昇するリスクも高くなる。小型株に分散投資をする際は、負債が少ないか、または借り入れをカバーできる多額のキャッシュフローを創出している優良銘柄を探すのが賢明だ。

この点に関して、アバンティスのETFは検討に値する。堅固なキャッシュフローを有するバリュー株とクオリティー株に重点を置いているからだ。

Marshfield Concentrated Opportunity / MRFOX	Large Growth	0	75	N/A	15.0	17.1	1.01
Pacer US Cash Cows 100 / COWZ	Mid-Cap Value	9.2	69	N/A	14.5	17.9	0.49
Smead Value / SMVLX	Large Value	2	74	79	14.0	16.4	1.25
SPDR Portfolio S&P 500 Value / SPYV	Large Value	9	86	89	11.8	13.4	0.04
SPDR S&P Oil & Gas Exploration & Production / XOP	Equity Energy	0	14	34	25.9	7.2	0.35
Utilities Select Sector SPDR / XLU	Utilities	0	50	23	4.3	5.9	0.09
WisdomTree Japan SmallCap Dividend / DFJ	Japan Stock	14.5	31	40	2.3	5.3	0.58
Vanguard S&P 500 / VOO	Large Blend	29.6%	100	100	11.4%	15.2%	0.03%

Note: R-Squared data are as of March 31 and returns are as of March 28; three- and five-year returns are annualized.

Source: Morningstar Direct

■ 中型および大型バリューストックファンド

投資家は下落相場で（たとえ質の高い銘柄であっても）小型株を投げ売りする傾向がある。安全のために、時価総額がより大きい中型や大型のバリューストックを保有しておくのも一つの手だ。

パーサー米国キャッシュ・カウ100ETF＜COWZ＞は、大型株のラッセル1000指数構成銘柄のうち、フリーキャッシュフロー利回りが高い100銘柄を保有している。ポートフォリオの23%をバレル・エナジー＜VLO＞などのエネルギー株が占めており、テクノロジー株はわずか9%だ。決定係数は69と低いが、過去5年間でS&P500指数をアウトパフォームしている。

パーサーETFディストリビューターズのショーン・オハラ社長は、「3年前にエネルギー株をクオリティー株と言う人はいなかっただろうが、現在は最も質の高いセクターかもしれない。エネルギー企業は多額のキャッシュを創出しており、PERは1桁台だ」と語る。

インデックス投資家にはSPDRポートフォリオS&P500バリューストックETF＜SPYV＞がある。テクノロジー株の保有割合はわずか9%だ。しかし、このファンドはS&P500指数構成銘柄を時価総額加重しているため、S&P500指数との相関性が高く、決定係数は86だ。人気のあるインベスコS&P500イコール・ウェイトETF＜RSP＞は、各銘柄を均等加重することによってこの問題を解決しているが、テクノロジー株の割合は15%で、リターンの相関性は90%だ。

アクティブ運用が好みなら、スミード・バリューストック・ファンド＜SMVLX＞、オークマーク・ファンド＜OAKMX＞、フィデリティ・バリューストック・ストラテジーズ・ファンド＜FSLSX＞、BNYメロン・ダイナミック・バリューストック・ファンド＜DAGVX＞がある。いずれもテクノロジー株の保有割合が低く、中型および大型バリューストック株の分野で実績のあるファンドだ。

■ セクターファンド

セクターファンドも市場全体と異なる動きをする。決定係数は市場との相関性が低いファンドを見つけるのに役立つが、複数の期間のデータを確認する必要がある。

インカー氏は「決定係数とセクターの分析期間が比較的短いと、簡単に足をすくわれてしまう。かといって、あまりに昔までさかのぼると、銘柄や業界の姿はすっかり変わってしまう」と語る。インカー氏は、さまざまな市場局面をカバーするために、少なくとも過去10年間のデータをチェックすることを推奨している。

株式セクターETFの中でS&P500指数との相関性が最も低いのは貴金属ETFだ。iシェアーズMSCIグローバル・ゴールド・マイナーズETF＜RING＞の過去10年間の決定係数はわずか6だ。他に過去10年間の相関性が低いETFとしては、公益事業セレクト・セクターSPDR ETF＜XLU＞、グローバルXウランウムETF＜URA＞、ファースト・トラスト・ナチュラール・ガスETF＜FCG＞、SPDR S&P石油・ガス探査・生産ETF＜XOP＞などがある。

上記のセクターファンドのうち、公益ファンド以外はインフレの恩恵を受ける傾向がある。ブラックロックの最高投資責任者（CIO）兼ポートフォリオストラテジストのガルジ・チャウダリ氏は、「金は歴史的にインフレのヘッジとして機能してきた」と語る。しかし、金地金と金鉱株は投資資産として

は異なる動きをする。金鉱株は変動がより大きく、このようなリスクの高いセクターではアクティブ運用ファンドを活用するのが合理的だ。

ファースト・イーグル・ゴールド・ファンド<SGGDX>は最高の金関連株式ファンドの一つだ。主な投資先は金鉱株だが、通常は金地金にも投資する。これはリターンの安定化に寄与する。2022年の貴金属株式ファンドの平均リターンはマイナス14.8%だったが、ファースト・イーグル・ゴールドはわずかマイナス1.6%に抑えた。

公益株は環境によっては素晴らしいヘッジになり得る。金利上昇環境では、公益株はより利回りが高い債券との競争によって悪影響を受ける。しかし、金利が低下する景気低迷期のパフォーマンスは良好だ。

チャウダリ氏は、金利が高止まりしているため、公益株ではなくエネルギー株を選好している。また分散のために、最近テクノロジー株をアンダーパフォームしているヘルスケアや金融サービスなどの出遅れセクターの保有を続けるべきだと言う。チャウダリ氏は、予想を上回る景気によって証券会社が下支えされ则认为ており、iシェアーズ米国ブローカー・ディーラー証券取引所ETF<IAI>を選好する。一方で、ヘルスケア株の業績見通しは堅調であり、特にiシェアーズ米国ヘルスケア・プロバイダーETF<IHF>が保有する病院や保険会社が質の面で魅力的であると考えている。より幅広いエクスポージャーを求める向きにはiシェアーズ米国ヘルスケアETF<IYH>がある。

人気の高いセクターは、S&P500指数におけるウェイトが公益やエネルギーより大きいいため、相関性も高い傾向にあるが、依然として分散による恩恵を受けられる。過去10年間のiシェアーズ米国ヘルスケアETFと米国ブローカー・ディーラー証券取引所ETFの決定係数はそれぞれ65と62だ。さらに狭い業界に焦点を当てたiシェアーズ米国ヘルスケア・プロバイダーETFは49である。SPDR S&P石油・ガス探査・生産ETFはさらに低い34だ。

海外株ファンド

海外株は分散投資のための投資先として適している。さらに、一部の国へのエクスポージャーは新たなスパイスとして機能する可能性がある。インカー氏は「米国との相関性が低い市場を探しているなら、日本がトップに来る」と語る。インカー氏は割安なバリュエーションと数十年ぶりの水準の円安・ドル高を好感している。ウィズダムツリー日本小型株配当ETF<DFJ>は、小型株へのエクスポージャーを提供し、平均PERは10倍と低く、過去10年間の決定係数は40だ。しかし、定番の投資先から離れ、一つの国の小型株のみに投資するには勇気が必要だ。

ヘッジ

株式分散投資ファンドの中には、テクノロジー株のウェイトが高いにもかかわらず、市場全体との相関性が低いファンドもある。これはヘッジによって実現されている。

大型株ファンドのセンター・アメリカン・セレクト・エクイティ・ファンド<DHAMX>は、直近のテクノロジー株のウェイトが25%で、特に人気の高いM7の銘柄を複数保有しているにもかかわらず、過去3年間の決定係数は75と異例の低さだ。これは、マネジャーのジェームズ・アベート氏が、バリュエーションが割高でヘッジコストが低い時に、プットオプションを利用してヘッジを実施しているた

めた。

アベート氏はM7に執着しているわけではなく、2022年はヘッジをしつつエネルギー株に大きく投資していた。そのため、S&P500指数が18%下落する中で、ファンドの下落幅を3%に抑えることができた。2023年、アベート氏は、エネルギー株の状況が悪化し始めた一方で、メタなどの「利益率改善が転換点を迎えている」ことに気づいた。そこで、ヘッジを解消し、エネルギー株とテクノロジー株を入れ替えた。最近では再び最大限のヘッジを実施しているという。

このような劇的な動きはプロ投資家でなければ難しい。しかし、アベート氏のように優れたマネジャーは、ポートフォリオに必要な分散投資の度合いを高めてくれるだろう。

By Lewis Braham
(Source: Dow Jones)

4. 金とエネルギー価格上昇が伝えるメッセージ Gold and Energy Rallies Are Sending a Message 株式には悪いニュース

[コラム]

中東情勢緊迫化で金、エネルギーが急騰



CHALINEE THIRASUPA/BLOOMBERG

「何を知っていたのか、そしていつ知ったのか」。

4日に中東情勢の緊迫化から株価が大幅安となった時に、ふとウォーターゲート事件当時の有名な言葉が頭に浮かんだ。現在、金価格は1オンス=2300ドルを突破して最高値を更新、ブレント原油価格は1バレル=90ドルを超えた。

エネルギーと金相場が強気相場モードに入ったのは、先週イスラエルがシリアのイラン大使館を攻撃し、イランとイスラエルによる直接衝突

の懸念が高まるよりもはるか以前からである。実際、そうした地政学リスクを回避したい投資家にとっては、株式のプットオプションを買うより金やエネルギー株を買う方が、はるかに収益性が高いのが最近の特徴だ。

理由がどうであれ、価格チャートが語る内容は明らかだ。著名テクニカルアナリストのルイズ・ヤマダ氏は「貴金属セクターもエネルギーセクターも上抜けしてきた。金価格は3年間、値固めの局面にあったが、上抜けして2500~2600ドルのレンジを探る展開だ」とインタビューで語った。

データトレック・リサーチの共同創業者ニコラス・コラス氏は、3日現在の年初来上昇率がS&P500指数の9.3%に対して金は11.9%と、株式をアウトパフォームしているとリサーチレポートに記した。米連邦準備制度理事会（FRB）に対する利下げ期待は、金価格上昇の要因として言及されることが多いが、年内の予想利下げ回数は年初の6回超から3回まで減少している。コラス氏は、政策金利の見通し

に連動する米国2年債利回りは1月の最低水準の4.14%から4日には4.66%へと大きく上昇したと語る。それでも金価格の上昇は止まっていない。

バンク・オブ・アメリカのリサーチノートによれば、各国中央銀行、特に中国人民銀行の買いが金価格上昇を主導してきた。中国の金需要は宝飾需要、投資を問わず根強い。中国の不動産と株式が下落したことから中国の投資家にとって、富の貯蔵手段として金の地位が高まっている。

しかしながら、コラス氏は、意外なことに最近では中銀の金購入にやや陰りが見えると指摘する。貴金属専門の投資アドバイザーであるスプロットのマーケット・ストラテジスト、ポール・ウォン氏は中銀は高値追いをしないとレポートに記した。しかし、中銀は金価格が下落すれば購入を再開する傾向があるため、金融市場における「FRBプット」同様、金市場の下支えになるだろう。

SPDRゴールド・シェア<GLD>のような上場投資信託（ETF）から資金が流出しているにもかかわらず、金地金も上昇基調を維持している。金ETF投資は実質的には個人投資家と見なせる投資アドバイザーが主導する資金フローだが、オプションプレイヤーは相場をにらみながら金属に強気の賭けを行ってきた。

パンデミック以降のヘッジ戦略

RBCキャピタル・マーケットズのデリバティブ戦略責任者エイミー・ウー・シルバーマン氏は、金とエネルギー価格の上昇は地政学リスクの高まりに対する懸念を示唆するが、それほど単純ではないと語る。S&P500指数のプットオプションを使ったヘッジは新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）以降、うまく機能していないと指摘する。実際、CBOEのボラティリティ指数（VIX指数）は10台前半で低迷し、中東情勢が緊迫し始めた4日後場によりやく16台まで上昇したが、依然落ち着いた水準にある。

その代わりのヘッジとして市場参加者が利用しているのが、ETFのGLDやヴァンエック金鉱株ETF<GDX>、iシェアーズ・シルバー・トラスト<SLV>に対する強気の賭けである。シルバーマン氏は、エネルギー関連の投資家の間では、米国を本拠地とする大手石油メジャーに集中投資するエナジー・セレクト・セクターSPDR ETF<XLE>や、よりボラティリティの大きいSPDR S&Pオイル&ガス・エクスプロレーション&プロダクションETF<XES>を使って中東地域のリスクヘッジを行う動きも見られると指摘する。

ヤマダ氏は、XLEが過去2年間の値固め局面から抜け出し、上抜けしたとレポートに記した。また、ヴァンエック・オイル・リファイナーズETF<CRACK>も最近、最高値を更新したと指摘する。ヤマダ氏は、金に対して出遅れが目立つ金鉱株（とは言え、本誌も金鉱株について強気の見通しを示したように復活の兆しはある）よりも金を選好する。

しかし、ジュリアン・エマニュエル氏が責任者を務めるエバーコアISIの株式・デリバティブ・クオンツ戦略チームのリサーチノートによれば、エネルギー株が主導する市場は、過去を紐解くと株式市場全体にとっては不吉な予兆でしかない。モーニングスターのデータによれば、最近では2022年が該当し、XLEが64%のリターンを計上する一方、SPDR S&P500 ETF<SPY>は18%下落した。その事例を踏まえて、エバーコアISIのチームはS&P500指数の年末予想を、4日終値を7.7%下回る4750としている。

エマニュエル氏ら大勢がアメリカンフットボールの格言を引用して指摘するように、「守りこそが勝者を生む」のである。しかし、シルバーマン氏が言うように、金やエネルギーで攻めるのもゲームプランとしては悪くないかもしれない。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

5. 日本市場のブームは始まったばかり—二つの大きな理由

Op-Ed: Japan's Market Boom Is Just Beginning. 2 Big Reasons Why
米国以外の投資先として最適で、魅力的な中小型銘柄が存在

[フィーチャー]

苦難の旅の終わりは復活の始まり



ILLUSTRATION BY JUANJO GASULL

日本は34年にわたるデフレの苦難の旅を終え、約20年におよぶマイナス金利政策に終止符を打った。株式市場はこれに呼応し、1989年に記録した最高値を更新するとともに、この1年で3.5%上昇した。

天井を付けたように思えるかもしれないが、日本市場をよく見ると、世界3位の市場にとってこの終わりは始まりにすぎないことが分かる。今年は数年にわたる日本市場の復活が始まり、大規模で新たな資本市場サイクルの幕開けとなるかもしれない。日本企業は待望の価格決定力

の復活を祝い始めたところで、友好的な市場において国際的な投資機会を見い出すことに躍起なグローバル投資家層の支持を受けている。

注目トレンド1：日本は米国以外の投資先として最適

投資家は二つのトレンドに注目すべきだ。第一に、新たなミクロとマクロの力が働き、日本を数年間にわたる米国以外の好ましい投資先に行き着いている。米ドルが20年来の高値圏にある中、ポートフォリオマネージャーは、今がより割安な海外市場に分散投資する時だと分かっている。だがどこにすべきか。欧州は割安だが課題もある。新興国市場のBRICSではI（インド）ぐらいしか残っていない。アジアは世界の国内総生産（GDP）の45%を占めており、アジアへのエクスポージャーはグローバルポートフォリオにとって大切だ。しかし、複数のストラテジストによれば、今の私たちは、ここ数十年で世界の地政学的リスクが最も高いことを遠回しに表す「多極化した世界」に生きている。このため、当面中国への投資配分は限られる。

翻って日本は米国にとって傑出した安全保障上のパートナーだ。さらに日本は、特に半導体や技術部品の代替サプライヤーとして、米国のリショアリング（製造拠点の国内回帰）戦略において足早に重要なパートナーとなりつつある。リショアリングの動きは円安によってさらに強まっている。1ドル＝152円弱と、日本円は1990年以来最も安い水準で推移している。つまり日本は、自動車部品、工業製

品、機械の分野で、過去20年間に中国に奪われた市場シェアを取り戻す可能性が高い。今や安全保障上のパートナーとしての地位は投資家にとって重要であり、この点からも、日本への資産配分はこれまで以上に高く、長く維持されるだろう。

注目トレンド2：日本には魅力的な中小型銘柄がある

第二の点は、日本の市場構造は分化しており、投資家は昔からの先進国から想像するよりも、多くのアルファ（市場平均の上下に無関係の絶対リターン）に関する投資機会を得ることができる可能性がある。米国では、超大型株、および超大型テクノロジー株のマグニフィセント・セブン銘柄（アップル＜AAPL＞、マイクロソフト＜MSFT＞、アルファベット＜GOOG＞、アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞、メタ＜META＞（旧フェイスブック）、米半導体大手のエヌビディア＜NVDA＞、電気自動車（EV）大手のテスラ＜TSLA＞）が投資家の世界を支配しており、その理由は最近のアウトパフォームを見れば明らかだ。さらに、米国では上場投資信託（ETF）の普及率が高いため、中小型株よりも大型株が好まれる。しかし日本では、最大手企業のリストに変化はなく、ソフトバンク＜9434＞以外すべて1960年以前に設立された企業である。

中小型の日本株に妙味

アバディーン・インベストメンツによると、東証株価指数（TOPIX）を構成する約2000銘柄のうち、アナリストによる調査が及んでいない株式は45%に上る。米国のラッセル3000指数における未調査銘柄の率は、3%にすぎない。未調査の日本企業が人目を引く業績を上げれば、大幅なアルファの上昇が期待できる。

また、日本政府と東京証券取引所は重要なコーポレートガバナンス改革に着手しており、上場企業の26%が株式のバリュエーション改善策を提出している。一方、多数の企業が改善に手を付けていないことで、投資家にはより多くの機会が生ずる。

約3900の日本株を規模別に分類すれば、結果は明らかだ。日本の中型株と小型株は、大型株に比べ、年初来ではそれぞれ40%と60%出遅れており、過去1年間の出遅れ率は、それぞれ25%と46%になっている。

このような株価の低調さの一つの要因であるが、日本においてインフレも賃金成長も、国内売り上げの増加も経験したことのない多くの投資家は、以下のような株式に、新たな魅力を見いだすかもしれない。

水処理装置メーカーのオルガノ＜6368＞は、時価総額が20億ドルで、一日の売買代金が6000万ドル超。大口顧客の一つに、世界最大の半導体受託メーカー、台湾積体回路製造（TSMC）＜TSM＞がある。

歯科医療機器と精密器具を製造するナカニシ＜7716＞の時価総額は15億ドルで、株価は昨年23%上昇した。配当利回りは2.5%、自己資本利益率（ROE）は24%で、ネットキャッシュは時価総額の12%に相当する。

中国塗料＜4617＞は船舶用塗料の世界3大メーカーの一つで、世界での市場シェアは20%、投資収益率

(ROI) は15%に上る。株価収益率 (PER) は約11倍で、配当利回りは2.6%である。

全体として、時価総額10億ドル超の企業のうち100社近くが、時価総額の20%以上のネットキャッシュを有することが分かった。

つまり、イノベーションを軸とする日本の企業文化が、デフレからの脱却に後押しされて、新たな投資の波を生み出す可能性が高いということだ。何十年もデフレが続き、企業も個人も貯蓄と節約が習性となり、投資には及び腰だった。ところが現在では、名目GDPの成長率が5%にもなり、賃金の増加は過去最高に達し、インフレが新たな設備投資を誘導している。

このような見方にはリスクもある。市場が2桁も上昇すれば、反落することもあるだろうし、投資家は、日本のインフレ率や円の水準、それに改革意欲が脅威にさらされるのを警戒する必要がある。ただ、投資家が心得ておくべき最も重要なことは、変化を続ける世界の中で、日本がどれだけ変わったかということだ。

執筆者のパトリック・L・スプリングー氏は機関投資家向け株式のビジネスディベロッパーで、日本およびアジア市場のスペシャリストである。米金融大手モルガン・スタンレーで20年以上管理職を務めた。

By Patrick L. Springer
(Source: Dow Jones)

6. アップルは独禁法違反訴訟の最新例 Apple Is Only the Latest. Trustbusting Has a Long History 問題は解体されるか、無傷で済むかだ

[フィーチャー]

繰り返される独禁法違反訴訟



HUM IMAGES/UNIVERSAL IMAGES GROUP/GETTY IMAGES

米国の本質はビジネスにあるのかもしれないが、超巨大企業を解体することも伝統のようなものである。

アップル<AAPL>は最近、まな板の上に載せられた。バイデン政権が提訴した独占禁止法（反トラスト法）違反訴訟では、iPhone（ 아이폰）は米国の携帯電話市場の65%を占めているが、この独占を維持するためにアップルが違法な排他的戦術を採っていると非難されているのだ。政府はアップルの解体を求めることを否定していない。かつてスタンダード・オイルや米通信大手のAT&T<T>がたどった運命は、今日まで米国の産業と社会を形作ってきた。アップルは、この訴訟に対して徹底的に防

御すると言明した。アップルの株価はこの発表で3%下落し、現在も回復していない。

不公正な取引慣行はビジネスそのものと同じほど古い歴史があるものであり、資本主義の父アダム・スミスもその事実を忘れてはいない。アダム・スミスは1776年に『国富論』の中で、「同じ商売をする者同士が集まることはめったにないが、たとえ楽しみや気晴らしのためであっても、その場の会話は大衆に対する陰謀や価格をつり上げるための策略に終始する」と書いており、これが正しいことは何度も証明されている。

記録に残る最初の競争法は、紀元前50年ごろのローマで穀物取引を規制したものだ。英国議会は1623年、独禁法を制定し、米国の独禁法の基礎を築いた。

スタンダード・オイルの例



BETTMANN ARCHIVE/GETTY IMAGES

スタンダード・オイルは、米国に独禁法を適用する理由を与えた。ジョン・D・ロックフェラーの超巨大企業は、最盛期には米国の石油生産の90%を支配し、独占の基準を定めることになった。

スタンダード・オイルは、1872年の「クリーブランドの大虐殺」と呼ばれる、26都市における競争相手のうち22社を買収する水平統合を行う一方、油田、製油所、パイプライン、タンカー、そして鉄道まで所有する垂直統合も行い、事業を拡大した。企業支配の仕組みとして信託を利用しており、信託は複数の事業の所有者が相互利益のために協調して行動する「企業の企業」であった。

スタンダード・オイル・トラストは1882年の設立時、41社の株式が9人の男性受託者に委託される信託を基礎に構成されていた。配当性向65%で支払われた配当金は、さらに多くの会社を買収するために使われた。こうしてスタンダード・オイルは多くの敵を作った。

スタンダード・オイルは多くの敵を作った。

ニューヨーク・ワールド紙は1887年5月19日付の記事で、スタンダード・オイルを巨大なタコに例えて、「スタンダード・オイルは最も巨大で、最も残酷で、不遜で、無情で、貪欲な独占企業だ。金持ちからも貧乏人からも同じように奪ってきた」と書いている。

タフト政権は1910年、独禁法の一つであるシャーマン法違反の疑いでスタンダード・オイルを訴えた。この訴訟は最高裁判所に持ち込まれ、その結果は全米に衝撃を与えた。シカゴ・デイリー・トリビューン紙の1911年5月16日付の見出しは、「最高裁、スタンダード・オイルの巨大タコを殺す」と大々的に報じた。ロックフェラーの帝国は34の会社分割され、それらはその後、石油大手のエクソンモービル<XOM>、シェブロン<CVX>、エネルギー企業のマラソン・オイル<MRO>など、石

油市場を支配してきたおなじみの会社になった。

この解体は、ビッグ・オイルに対する批判を静めることにはならなかった。米国の家庭の過半数が、ガソリン代が原因で経済的に苦しくなっていると常に声を上げている。そして2022年、ガソリン価格の高騰がインフレ率上昇の一因となる中、バイデン大統領は石油メジャーが暴利をむさぼっていると非難した。まるで現代の独禁法取締官のような言い方で。

AT&Tの例



HARLES ROTKIN/CORBIS/VCG/GETTY IMAGES)

スタンダード・オイル解体の2年後、米国は旧社名アメリカン・テレフォン・アンド・テレグラフ（旧AT&T）を追及した。1885年にアレクサンダー・グラハム・ベルによって設立された旧AT&Tは、1913年までに米国の電気通信事業をほぼ独占した。

しかし旧AT&Tは、この時は解体を免れた。米国が必要とするもの、すなわち実用的な長距離電話網を持っていたからだ。裁判外の和解により、旧AT&Tは他の電話会社にネットワークを開放する代わりに独占を維持することができた（ただし、旧AT&Tは他の電話会社の買収も止めなければならなかった）。ポストン・グロー

ブ紙は1913年12月20日、この和解は「市場にとって大きな強壮剤であった」と報じた。こうして規制によって独占の地位を与えられた旧AT&Tは、米国史上最大かつ最も成功した企業の一つとなった。

旧AT&Tはネットワークの他に、子会社を通じて電話機も独占していた。電話機は販売されるのではなく、消費者にリースされるため、旧AT&Tは永続的な収入を得ていた。しかし、「マーベル」（旧AT&T関連の会社を総称する言葉）は非公開の信託ではなく、上場しており、1948年までは世界で最も長い株主名簿を持っていた、すなわち平均約30株を保有する約73万5000人の株主がいたと本誌は書いている。

しかし、独占を非難する声が消えることはなく、1982年にマーベルはついに屈した。旧AT&Tは、1956年の独禁法で禁じられていたコンピューター産業への参入を条件に、事業部門を七つの地域通信事業者（ベビーベル）に分割することに合意した。1982年1月8日の発表後、本誌は旧AT&Tのチャールズ・ブラウン会長の言葉を引用し、「この和解は電話業界の新しい秩序への道を開くものだ」と伝えた。

旧AT&Tはこの新しい秩序の中で効果的な競争に失敗し、その企業体はベビーベルの一つであるSBCに買収され、その有名な名前、AT&Tを引き継いだ。消費者にとっては、通信事業者、電話機、電話プランの選択肢が目まぐるしく変わることになった。ある試算によると、2021年の米国人は電話プランに年平均1368ドル、さらに平均的なスマートフォン機器に823ドルを支払っている。1964年当時、黒いダイヤル式電話機を旧AT&Tからリースし、1000回の市内通話をするには年間43ドル（現在の貨幣価値に置き換えると約425ドル）が必要だった。長距離電話は別料金だった。

マイクロソフトの例

現代に近いところでは、マイクロソフト<MSFT>が1998年に独禁法違反の問題に直面したが、3年後に旧AT&Tの1913年の合意をほうふつとさせるような和解が成立し、基本ソフト（OS）を競合他社に開放した。この和解はマイクロソフトにとってわずかな減速要因にしかならず、同社は現在、地球上で最も大きな企業の一つであり、マグニフィセント・セブン銘柄の一角を占めている。

アップルを独禁法違反で提訴した米司法省は、マイクロソフトのケースと比較し、マイクロソフトとの和解はウィンドウズにiPod（アイポッド）とiTunes（アイチューンズ）の機能を開放することでアップルを助けたとさえ主張している。司法省の独禁法責任者であるジョナサン・カンター氏は3月の記者会見で、「われわれは、次世代テクノロジーの競争とイノベーションを守るため、再びここに立つ」と述べた。

唯一の問題は、アップルがマイクロソフトのように、幾らか弱体化しながらも無傷で生き残るのか、それともスタンダード・オイルやマーベルのようになるのかということだ。

By Kenneth G. Pringle
(Source: Dow Jones)

7. 雇用増とインフレ上昇続けば、株式市場に激震も

[経済政策]

Stock Market Will Feel a Tremor if Payrolls and Inflation Keep Rising

利下げ回数縮小なら注意が必要

約140年ぶりの地震と雇用統計



ALFREDO ESTRELLA/AFP/GETTY IMAGES

5日午前10時すぎ、米東部でマグニチュード（M）4.8の地震が発生した。約140年ぶりの最大級の揺れが西はニュージャージーから東はロングアイランドまで観測され、ウォール街周辺でも感じられた。この日朝発表された3月の米雇用統計の内容は、ウォール街の激震を誘うものではなかった。雇用統計の詳細を見ると、景気動向を敏感に反映する非農業部門就業者数は前月比30万3000人増と予想を大幅に上回った一方、2月の改定値は27万人増と5000人下方修正されただけだった。加えて失業率は3.8%と前月から0.1ポイント低下したが、これはより多くの

人々が労働市場に参入し、職を見つられたという適切な要因からだった。

インフレに影響する平均時給は前年同月比4.1%上昇した。週平均労働時間は0.1時間増加し34.4時間となった。雇用の伸びが好調だったのは景気情勢に左右されない分野で、政府雇用が7万1000人増、ヘルスケアが7万2000人増だった。ただ、建設業は3万9000人増と、金利上昇の影響を受けずに再び増加した。

高齢者のギグ雇用選好で変化

雇用統計に対する厳しい見方の一つは、フルタイム雇用よりもパートタイム雇用の方が力強いということだ。RBCキャピタル・マーケットのエコノミスト、マイケル・リード氏は顧客向けレポートで、適切な理由であれば、そのことに何も問題はなく、パートタイム（ギグ労働）を好む人の数は、経済的な理由でパートタイム労働を余儀なくされている人の数より5倍も多いと指摘している。またリード氏は、在宅勤務の方針を変更する雇用主が増える中、一部の労働者がより柔軟な勤務形態を好むことは驚きではなく、フルタイムよりギグ労働を選好する55歳以上の労働者の数も明らかに増加傾向にあると付け加えた。

加えて、25歳から54歳の「働き盛り（プライムエイジ）」の労働参加率は新型コロナウイルスの流行前の水準を超えたが、それ以上の年齢層には当てはまらない。ジェフリーズのエコノミスト、トーマス・サイモンズ氏によれば、最も不足しているのは65歳以上の労働者であり、彼らの経験やスキルの不在が2021年以降の生産性の伸びの弱さの一因となっているという。

アトランタ連銀が取りまとめている国内総生産（GDP）統計の予測モデル「GDPナウ」によると、3月の雇用統計は、労働市場が完全雇用状態にある一方、インフレ率が米連邦準備制度理事会（FRB）の2%の目標を大幅に上回る中で、第1四半期の実質GDP成長率が年率2.5%と潜在成長率の水準で拡大している姿を確認した。

利下げ時期、ずれ込む観測浮上

FSインベストメンツのチーフ・エコノミスト、ララ・レイム氏は、パウエルFRB議長はそれにもかかわらず、フェデラルファンド（FF）金利を引き下げる意向のようだともみている。ただレイム氏はインタビューで、FRBは一連の利下げを開始するのではなく、「局所的な」引き下げを行うかもしれないとの見方を付け加えた。パウエル議長のハト派的なトーンは、他の中銀当局者、特に4日に利下げは今年必要ないかもしれないと示唆し市場を揺さぶったミネアポリス連銀のカシュカリ総裁とは対照的だった。

FRBが3月の連邦公開市場委員会（FOMC）で発表した最新の経済見通しでは、FF金利の誘導目標について現在の5.25～5.50%から、それぞれ0.25%ずつ、中央値で年内3回の利下げが示唆された。CMEフェドワッチによると、5日の堅調な雇用統計発表後、先物市場は6月の1回目の利下げをもはや予想していない。ただぎりぎり年末までに3回の利下げが織り込まれている。

目先のFRBの利下げ観測が後退し、原油と金価格が急騰したことから、国債利回りは急上昇した。長期金利の指標である10年物米国債利回りは5日に4.38%と、昨年11月下旬以来の高水準となり、2月上旬以来0.5%超上昇した。株価を見るとS&P500指数は5日に反発したものの、5204.34と1%安で週を終えた。

市場は消費者物価に注目

雇用統計よりも重要なのは、今週発表されるインフレ率だろう。注目されるのは、10日に発表される3月の消費者物価指数（CPI）だ。エコノミストのコンセンサスでは、総合指数、エネルギーと食品を除いたコア指数ともに、2月の前月比0.4%上昇から同0.3%上昇に減速すると予想されている。野村

証券のエコノミストは、ガソリン価格は恐らく総合指数を押し上げるだろうが、中古車価格は急落すると予想している。また、いわゆる「スーパーコア指標（家賃を除くコアサービス価格）」が3月は0.4%上昇と、過去2カ月の平均0.7%上昇からおそらく鈍化するとみている。

野村証券のチームは、CPIが改善しても、FRBが好む個人消費支出（PCE）物価指数のコア指数は、目標の2%や、最新の金利・経済見通しの中央値2.6%を大幅に上回る水準にとどまると考えている。利下げ回数が予想より少なくなるようなことがあれば、より大きな市場の揺れに気を付けなくてはなるまい。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

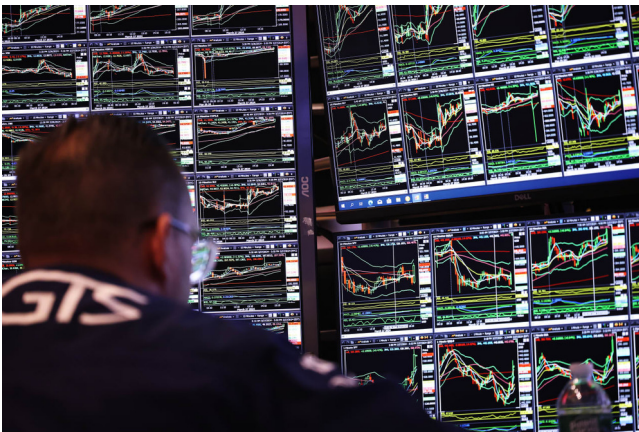
8. 懸念くすぶるも株価は安値から戻す

[米国株式市場]

The Market Bounces Back. April Can Be Good

好調な景気と過去のデータから4月は底堅く推移か

懸念材料多く、一時は大幅安



MICHAEL M. SANTIAGO/GETTY IMAGES

現時点で、投資家が株式市場を心配する理由は数多くある。だが4月は、投資家は心配するだけで終われそうだ。

先週の主な株価指数の動きを見ると、株式市場にとって厳しい週だったことは否定できない。S&P500指数は1.0%下落して5204.34となり、ナスダック総合指数は0.8%安の1万6248.52で引けた。ダウ工業株30種平均は2.3%安の3万8904ドル04セントとなった。4日の安値時点で株式市場は2023年3月以降で最大の下落率となっていた。小型株のラッセル2000指数は2.9%安

の2063.47で週末を迎えた。

先週の下落を招いた懸念の高まりを無視することはできない。こうした懸念には、5日に発表された雇用統計が予想を上回ったことや、10日に予定されている消費者物価指数（CPI）の発表を受けて、米連邦準備制度理事会（FRB）がすぐには利下げに踏み切らない可能性が示唆されている状況が含まれる。地政学的な要因も懸念材料となっており、米国の原油指標であるウエスト・テキサス・インターミディエート（WTI）原油先物価格は先週、イスラエルとイランの緊張が高まっていることから、4%強上昇した。

相場の下支え要因

Market Snapshot



これらをまとめると、1~3月期に10%上昇し、割高なバリュエーションとなっているS&P500指数は調整局面を迎える可能性がある。それでも短期筋の投資家は押し目を拾い続けている。先週末の終値である5204.34は50日移動平均線の5080強を上回っている。現在の水準が最近のトレンド線を上回っているという事実は、買い手がまだ市場を主導していることを示している。

現在の株式市場の勢いは、あまり楽観的でない市場関係者にさえ、比較的強気な見方を取らせるほどだ。S&P500指数の目標株価を5100としている、シティグループのストラテジストであるスコット・クロナート氏は「売る理由が何かあるのか分からない」と述べる。

立ち止まって考えてみると、好材料はたくさんある。3月の力強い雇用統計では非農業部門就業者数が30万3000人増加した。2023年5月以来の高水準だ。これはFRBが利下げを当面見送ることを意味するが、同時に景気が引き続き強いことも示唆している。そして経済が成長している限り、米国の企業利益も伸びが続くことになる。

フリーダム・キャピタル・マーケットズのチーフ・グローバル・ストラテジストであるジェイ・ウッズ氏は「われわれが必要としているのは、こうした成長だ。利益の成長は続いており、すべてが順調に進んでいる」と指摘する。

過去データでは4月は堅調

こうした状況は4月なら普通にあることだ。1928年までさかのぼると、S&P500指数の4月のパフォーマンスの平均は1.4%の上昇であり、他の月の平均上昇率の0.6%の2倍を超える。年初から株価が上昇していた場合の上昇率はより強く、フェアリード・ストラテジーズによると、S&P500指数が第1四半期に10%以上上昇した場合、4月の平均上昇率は1.5%になっている。

ということは、調整はまだ先ということになりそうだ。フェアリードのケイティ・ストックトン氏は、「通常、4月が堅調な場合は5月に軟調になるため、5月に売り逃げろという格言が当てはまることになる」と書いている。

それは誰にも分からない。その時になっても分からないかもしれない。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

9. AIブームの最大の足かせは半導体不足

[ハイテク]

AI-and Earthquakes-Are Testing Tech. Is Intel the Savior?
TSMC依存のリスクをインテルは解消できるか

GPUもメモリーも足りない



WALDEN KIRSCH/INTEL CORPORATION

人工知能（AI）ブームの大きな問題の一つは、ブームが突然起こったためにAI需要に応えるために必要なものがすべて不足していることだ。その筆頭が、半導体である。

まず、AIの学習と推論に使用される米半導体大手のエヌビディア<NVDA>の画像処理装置（GPU）が不足している。また、AI向けサーバーの必要不可欠な構成要素である高帯域幅メモリー（HBM）も足りない。メモリー半導体大手のマイクロン・テクノロジー<MU>は最近、HBMの2024年生産予定分だけでなく2025年生

産予定分の大半が売約済みだと明らかにした。マイクロンと競合する韓国のSKハイニックス<000660. 韓国>は先週、とどまることのないHBM需要に応えるため、38億7000万ドルを投じてインディアナ州に新しい半導体パッケージングおよび研究開発拠点を建設すると発表した。生産開始は2028年後半になる見込みだ。

■ TSMCは中国と地震のリスクに直面

エヌビディアをはじめ、AI向け半導体サプライヤーの大半は製造を台湾積体回路製造（TSMC）＜TSM＞に委託している。業界全体がTSMCに大きく依存していることが、米議会が超党派で半導体補助金法（CHIPSおよび科学法）を推進する大きな力となった。同法は米国内での半導体の製造、研究・設計、労働力開発に500億ドル以上の資金を提供するものだが、その成果が現れるのはまだ数年先だ。

一方で、半導体業界のTSMCへの依存に神経をとがらせることには十分な理由がある。その最たるものは、中国が最終的に軍事的手段を使って台湾の支配権を握り、その過程でTSMCの半導体工場を奪い取るという極めて現実的な可能性があることだ。

しかし、台湾には問題がもう一つある。地震活動が活発なことだ。台湾島には42の活断層があり、少なくとも過去25年間、平均して年に1回の頻度で大きな地震（マグニチュード5以上）が発生している。4月3日に発生したマグニチュード7.4の地震は1999年以降で最も深刻な被害をもたらし、10人が死亡、1000人以上が負傷した。

台湾の半導体工場は建設段階で地震対策が施されており、TSMCのこれまでの発表では、従業員全員の安全が確認されている。また、「少数の製造装置」が損傷したものの、高価な極端紫外線（EUV）リソグラフィー装置など最も重要なインフラには問題はなかったという。

■ インテルのファウンドリー事業、市場の懸念は根強い

半導体製造のTSMCへの依存とそれに伴うリスクは、インテル＜INTC＞がTSMCに対抗するために構築を進めているファウンドリー事業の有望さと危うさの両方につながっている。

インテルは先週、新たな部門別業績報告構造を説明するためのオンラインイベントを開催し、その中でファウンドリー事業を事業部門として独立させると明らかにした。だが、ウォール街のアナリストは説明の一部を悲観的に捉えた。

インテルによると、ファウンドリー事業の2023年の売上高が189億ドルだったのに対し、損益は70億ドルの赤字だった。赤字額は2024年にピークに達する見込みで、インテルは2027年ごろまでの黒字化を目指している。心強いことに、アリゾナ州などで建設中の新工場で生産する半導体の受注額は既に150億ドルを超えている。インテルの見通しでは、2030年までにTSMCに次ぐ世界2位のファウンドリーになるという。

それでも、このニュースを受けてインテルの株価は8%下落した。かつては半導体セクターで最大だったインテルの時価総額は今やエヌビディアのわずか8%に落ち込んでおり、半導体大手のアドバンスト・マイクロ・デバイゼス（AMD）、ブロードコム＜AVGO＞、クアルコム＜QCOM＞、TSMCをも下回る。懐疑的な見方は依然として強い。

インテルが新たに開示したファウンドリー事業の損失額は予想をはるかに上回り、黒字化は期待されていた時期から遠のいたようだ。モルガン・スタンレーのアナリスト、ジョセフ・ムーア氏は、新しい部門別の報告構造によってインテル株の本来の価値が評価しやすくなったが、その価値を実現する

唯一の方法はインテルが自らを分割することかもしれないと述べた。

TDカウエンのアナリスト、マシュー・ラムゼイ氏は、インテルの新たな開示情報に関するレポートの中で、新工場の生産能力増強の遅れはインテルが生成AIブームに乗り遅れていることを意味する指摘した。業界全体が製造方法のより多くの選択肢を求めているが、インテルはそれを応えるための準備ができていない。

とはいえ、筆者には楽観的になる理由がある。世界が現在必要としているのは半導体製造能力の増強だ。それを実行できるのは、TSMCを除けばインテルしかない。すべての半導体企業がインテルのファウンドリー事業の成功を応援している。それには少なくとも何らかの価値があるはずだ。

By Eric J. Savitz
(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]

Why Is Gold Still Rising? Central-Bank Buying

金相場は引き続き上昇、中央銀行の買いが下支え

金相場はゴールデンウィーク

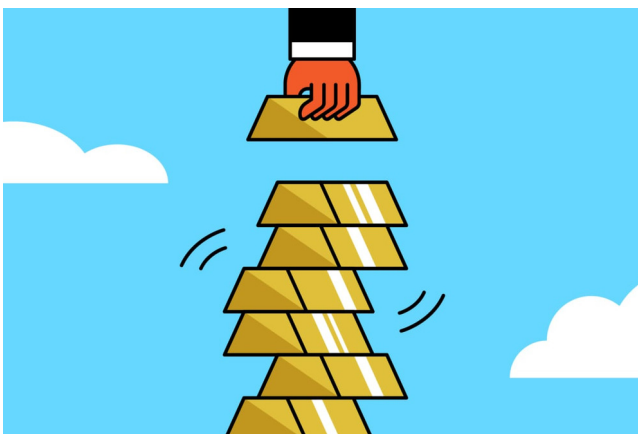


ILLUSTRATION BY ELIAS STEIN

金相場はまさに黄金週間（ゴールデンウィーク）だった。株式、米国債、ビットコインは売られたが、金先物相場は1週間で3.9%上昇し、1オンス当たり2342.30ドルの史上最高値を記録した。ブローカーXMのアナリスト、アキリアス・ゲオルゴロプロス氏は「金は引き続き重力に逆らっている。前例のない強さを示しており、あらゆる市場のシナリオの下であっても価格が上昇している」と書いている。

ここ数週間の金相場は、米連邦準備制度理事会（FRB）が近く利下げするとの見通しが広がる

中で急上昇してきた。FRBの利下げが行われれば債券利回りやドルに下落圧力がかかり、通常は金に有利なトレンドとなる。しかし直近に公表された経済指標でインフレ率上昇の兆候が現れ、利下げ観測に疑問が投げ掛けられても金相場は上昇を続けた。ゲオルゴロプロス氏は「ドルが上昇している日にも金は上昇している。この現象は、外貨準備として保有するドルから他のものへ乗り換えようとする国々からの旺盛な買い意欲といった、別の力が働いていることを示す新たな証拠だ」と記している。

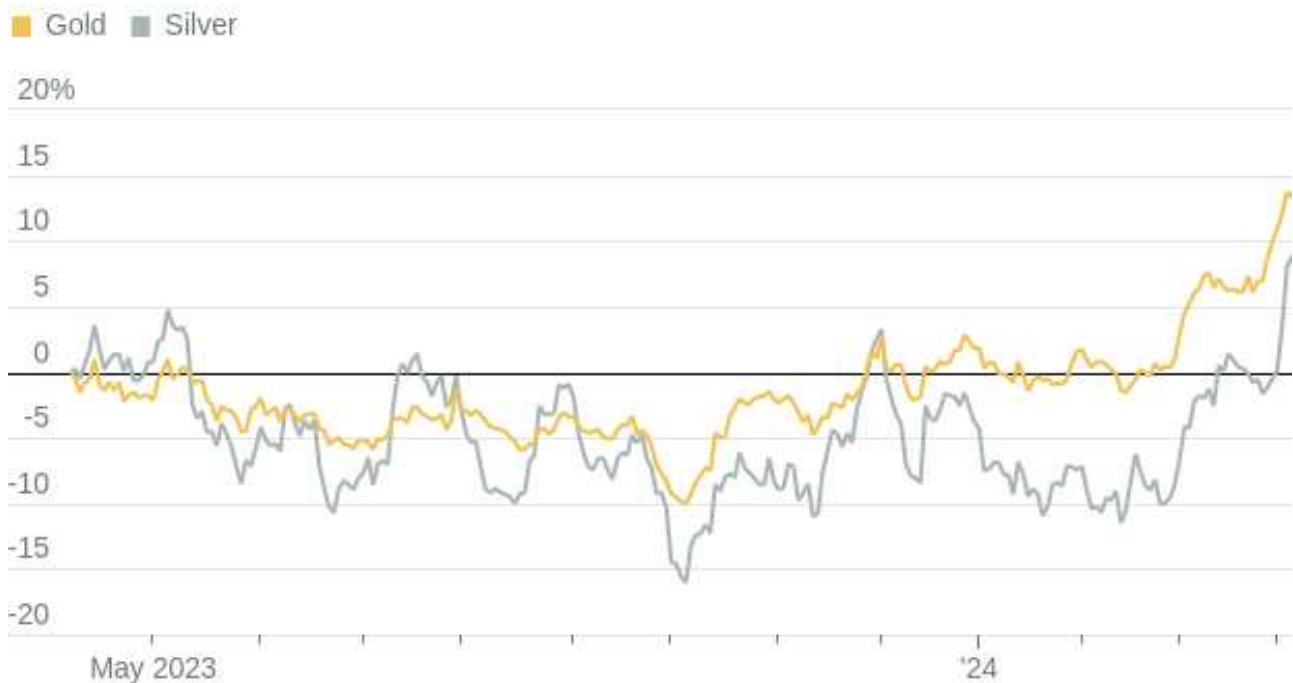
バンク・オブ・アメリカのアナリストチームは「需要が特に良く持ちこたえている幾つかのセグメントから下支えを受けている。こうした動きは恐らく中国が最も顕著で、中国人民銀行（中央銀行）がエクスポージャーを増やしている」と書いた。中国専門の調査会社ガベカル・ドラゴノミクスはメモで、「中国の家計貯蓄の大部分が不動産の代替投資先として金に流れ込んでいる」と指摘した。

一方、ブローカーXTBのアナリスト、キャスリーン・ブルックス氏は「警告灯は点滅している」とした上で、「金の未決済建玉が既にピークを付け、金相場が200日単純移動平均を15%上回っていることを指摘したい」と述べた。しかし、金に調整が起きたところで、銀がある。銀相場は過去1カ月間で金の9%に対して10%ほど上昇している。

先週の出来事

Precious Pricing

Gold has surged since 2023 to new heights but silver is not far behind.



株式市場

金相場は史上最高値を記録し、ブレント原油価格は1バレル当たり90ドルを突破した。好調な製造業統計を受け米国債の利回りが上昇し、株価とビットコインが下落した。FRBのパウエル議長が年内利下げに関する発言（利下げを促す要因の一つは労働市場の軟化）を繰り返したが、3月の雇用統計では非農業部門就業者数が前月比30万人超の増加となり予想を大幅に上回った。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は2.3%の下落、S&P 500指数は1%の下落、ナスダック総合指数も0.8%下落した。

企業動向

米娯楽・メディア大手ウォルト・ディズニー<DIS>のボブ・アイガー最高経営責任者（CEO）は、投資会社トライアン・パートナーズとの委任状争奪戦であっさりと勝利した。世界最大の資産運用会社ブラックロック<BLK>のラリー・フィンク会長兼CEOに関して、アクティビスト（物言う株主）が、会長職からの退任を要求した。米電気自動車（EV）大手テスラ<TSLA>の株価が急落。出荷台数が前年同期比で減少したのは、コロナ禍で苦戦した2020年以降初めて。資産運用会社のフィデリティは、X（旧ツイッター）株持ち分について評価額を5.7%引き下げた。これは取得時の評価額を73%下回る。スイス金融大手UBSグループ<UBS>は20億ドルを上限とする新たな自社株買いを開始すると発表した。資産運用会社ブラックストーンの不動産投資信託（REIT）のブラックストーン・リア

ル・エステート・インカム・トラストは設定以降初めて、配当金がキャッシュフローを上回った。トランプ前大統領のソーシャルメディア「トゥルース・ソーシャル」を運営するトランプ・メディア・アンド・テクノロジー・グループ<DJT>は、2023年決算で5800万ドルの損失を計上したため、1週間で34%超下落した。トランプ前大統領は、ニューヨーク州の金融詐欺事件の有罪判決を不服として上訴する保証金1億7500万ドルを納付した。

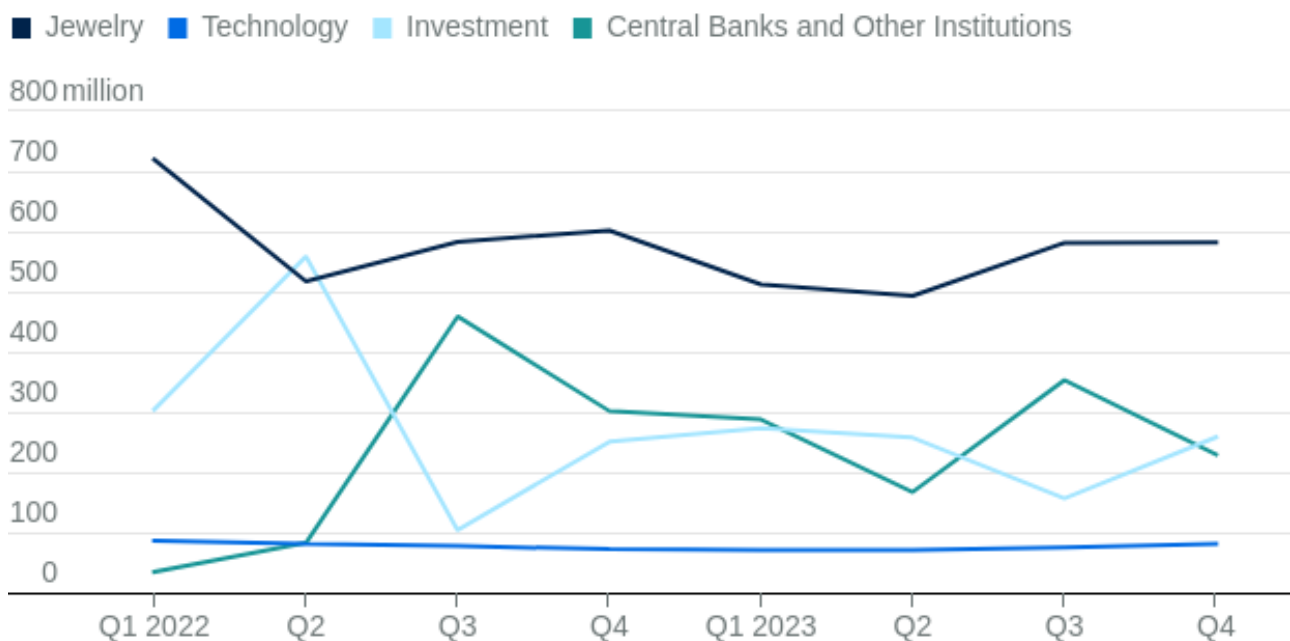
M&A（合併・買収）等

カナダの決済処理会社ニューベイ<NVEI>は米投資会社アドベント・インターナショナルによる63億ドルの買収に合意した。アリ・エマニュエル氏が創設したタレント・エージェンシーを前身とするエンターテインメント持株会社のエンデバー・グループ<EDR>は、投資会社のシルバーレイクによる130億ドルの買収に合意した。石油・天然ガスサービスを手掛けるシュルンベルジェ<SLB>は、エネルギーソリューション会社のチャンピオンX<CHX>を買収する。78億ドルの全額を株式で支払う。メディア大手パラマウント・グローバル<PARA>は、プライベートエクイティ投資会社アポロ・グローバルの260億ドルの買収提案を拒否した後、映画制作会社スカイダンス・メディアとの合併交渉に入った。

今週の予定

Bling Breakdown

Demand for gold in millions of metric tons falls into four large buckets that can swing significantly.



4月10日（水）

米労働省労働統計局（BLS）が3月の消費者物価指数（CPI）を発表する。コンセンサス予想は前年同月比3.4%の上昇で、2月を0.2ポイント上回る。変動の大きい食品とエネルギーの価格を除いたコアCPIは3.7%上昇すると予想され、2月より0.1ポイント低下。CPIは年初来、予想を上回る高水準で推移しており、労働市場の逼迫（ひっばく）もあり、債券利回りは年初来最高を更新している。

米連邦公開市場委員会（FOMC）が、3月中旬に行われた金融政策決定会合の議事要旨を公表する。こ

の会合でFOMCはフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を5.25～5.50%に据え置いた。

4月11日（木）

欧州中央銀行（ECB）が金融政策を発表。ECBは政策金利である中銀預金金利を4%のまま維持すると見られている。ECBの次の政策は恐らく利下げであり市場は6月の会合に注目している。

4月12日（金）

第1四半期の決算シーズンが本格的に始まり、大手銀行の数行が決算を発表。シティグループ＜C＞、JPモルガン・チェース＜JPM＞、ウェルズ・ファーゴ＜WFC＞の3行が、いずれも寄り付き前に発表する。

By Jack Denton
(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』 2024/04/07

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 © 2024 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます