

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2024/08/04

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. メルク、大ヒット薬「キイトルーダ」特許切れ後の行方は - Merck Created the World's Biggest Drug. Now It Has to Replace It [カバーストーリー]
P.1
株価はリスクを反映していない
2. 株式分割ブームが再来。現実と誇大広告をどう見分けるか - Stock Splits Are Back Big Time. [フィーチャー]
P.5
How to Separate the Hype from Reality
投資家は注意が必要。重要なのは業績見通しとバリュエーション
3. チポトレ株が下落、買い場に - Chipotle Stock Has Fallen Enough. It's Time to Buy This 'Chip' Stock [注目銘柄]
P.9
株式分割後の株価下落、反発の気配
4. モデルナの生みの親が狙うAIの活用方法とは - This Biotech Risk-Taker Created Moderna. Now He's Harnessing AI [フィーチャー]
P.12
フラッグシップ・パイオニアリングの戦略
5. 論争的だったCPIの歴史 - Inflation Has Always Been Tough to Measure [経済政策]
P.14
インフレの正確な測定は常に困難
6. インテルは急落も、希望は残る - Intel Bulls Have Given Up. There's Still Some Hope for the Stock [ハイテク]
P.16
2025年に新型プロセッサ発売を予定
7. トランプ氏が株価に打撃となる一方、世界平和を保つ可能性も - Trump Could Hurt Stocks and 'Save World Peace,' This Strategist Says [インタビュー]
P.18
BCAリサーチのパピック氏に聞く
8. 2024年のパッシブ運用に分散効果はあるか - Tech Is Taking Over the Stock Market. Passive Investors, Beware [マーケット]
P.21
ハイテク株が株価指数を支配する時代のリスクを考える
9. 7月の米雇用統計発表後に景気懸念が一気に広がる - Sunny Skies Followed by Clouds of Panic After the Jobs Report [米国株式市場]
P.24
利下げの先延ばしによる下落局面とは異なる
10. 調査が示す中古車のスイートスポット：意欲的な買い手と適正な株価 - A Survey Reveals a Used-Car Sweet Spot [経済関連スケジュール]
P.26
業界アナリストの推奨は、利益率を重視するカーバナ

※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。

1. メルク、大ヒット薬「キイトルーダ」特許切れ後の行方は Merck Created the World's Biggest Drug. Now It Has to Replace It 株価はリスクを反映していない

[カバーストーリー]

好調な決算にもかかわらず株価下落



PHOTOGRAPH BY HANNAH WHITAKER

7月30日朝に発表された製薬会社メルク<MERK>の四半期決算は非常に好調に見えた。売上高と利益はコンセンサス予想を上回り、通期売上高ガイダンスは引き上げられた。しかし、株価は急落した。時価総額はランチタイムまでに300億ドル減少し、同日の株価は10%下落して引けた。アナリストはその理由として、ヒトパピローマウイルス（HPV）ワクチン「ガーダシル」の中国における需要が不振で、経営陣がその理由を明言できなかったことを挙げた。

しかし、もしメルクの投資家がガーダシルについて不安を感じているなら、すぐにもっと大きな懸念に直面することになるだろう。メルクには業界史上最大の特許切れが待ち構えているのだ。

10年前、米食品医薬品局（FDA）はがん治療薬「キイトルーダ」を承認した。キイトルーダは、がん細胞によって抑えられていた免疫機能を再び活性化させる画期的な薬だ。キイトルーダの成功を受けて、数々の免疫治療薬が発売され、がんの治療法には革命が起きた。メルクにとって、その恩恵は特に大きかった。

メルクはキイトルーダに関して数百件もの治験のスポンサー（責任者）となった。その結果、キイトルーダが既存の治療法よりはるかに有効であることが次々と明らかになった。FDAは、新たながんや適応症をカバーするために、キイトルーダの承認範囲を何十回も拡大した。キイトルーダは時代を象徴する医薬品であり、製薬業界が発見した史上最も重要な薬の一つとなった。

キイトルーダの定価は2万2600ドル（6週間ごとに投与する場合）で、世界で最も売れている医薬品である。ファクトセットのアナリスト予想では、売上高は2027年に333億ドルでピークを迎える見込みだ。

しかし、現在メルクの売上高の約40%を占めるキイトルーダは、2028年に米国での特許が切れる見込みだ。同年以降はバイオシミラー（バイオ後続品）と呼ばれる模倣品との競争に直面することになる。バイオ製薬会社のアムジェン<AMGN>とサムスン・バイオエピスは、キイトルーダのバイオシミラーの治験を既に開始しており、2028年か2029年までに多くのバイオシミラーが発売される可能性がある。さらに、キイトルーダは政府の薬価交渉プログラムの対象となっており、2028年からメディケア（高齢者向け医療保険）向けの価格が下げられるかもしれない。

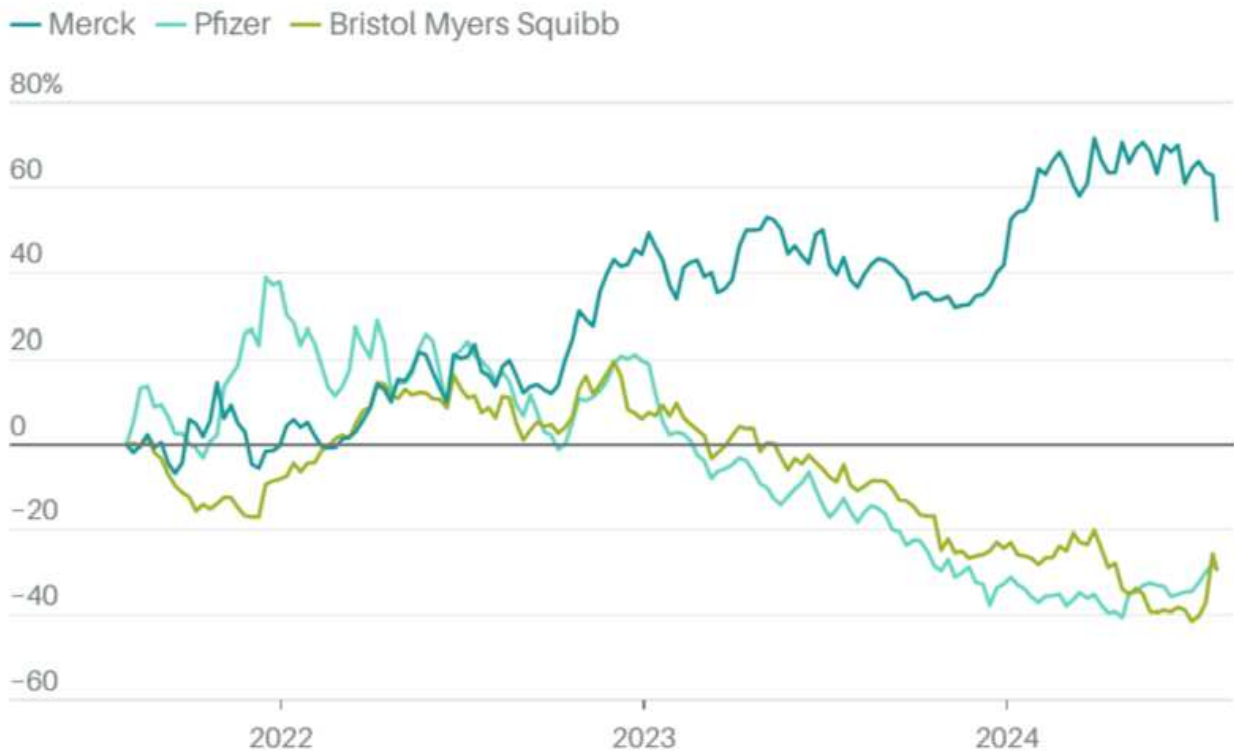
そのため、2020年代末が近づくにつれて、メルクの売上高は大幅に減少する可能性がある。キイトルーダの市場のかつてない規模、バイオシミラーとの競争の分かりにくさ、メディケアの薬価交渉プロ

グラムの目新しさを考えると、全体的な影響を予測するのは不可能だ。しかし、製薬業界の過去の事例を踏まえると、メルクの売上高は2029年か2030年までに約160億ドル減少するとみられる。しかも、これは複数の要因がメルクにとって有利に作用した場合の想定である。

新薬候補は豊富だが成功の保証なし

Merck's Healthy Run

Merck, like Pfizer and Bristol Myers Squibb, faces patent expirations for major drugs in the coming years. But its shares have help up far better than those rivals.



Source: FactSet

それなのに、ウォール街はメルクの弱点にあまり目を向けていない。第2四半期決算発表前、23人のアナリストが投資判断を買いとしており、中立は5人だけで、売りは1人もいなかった。株式は過去3年間でS&P500指数の2倍以上となる64%のリターンを上げている。

同業のファイザー<PFE>とブリストル・マイヤーズ・スクイブ<BMJ>は、特許切れの懸念によってバリュエーションが低くなっているが、メルクのバリュエーションは安定している。メルクの2025年予想株価収益率（PER）が12倍であるのに対し、ファイザーは11倍、ブリストルはわずか7倍だ。両社は2020年代末までに特許切れによって年間数十億ドルの売上高を失う可能性がある。

メルクの経営陣は、投資家の関心をキイトルーダの特許切れからそらし、次の10年に目を向けさせようとしている。ロバート・デイビス最高経営責任者（CEO）は4月の投資家向け説明会で「（キイトルーダの特許切れは）崖ではなく丘だ。当社は特許切れ以降も急成長すると強く確信している」と語った。

デイビスCEOの確信は自ら勝ち取ったものだ。2021年9月、デイビスCEOはバイオ製薬会社アクセロン・ファーマを115億ドルで買収した。当時、アクセロンは心血管疾患の新薬の治験を実施しており、1年後の治験結果は成功だった。この新薬「ソタテルセプト」は今年、FDAに承認された。ファクトセットによると、アナリストは2029年に売上高が60億ドルに達すると予想している。

ガーダシルも、中国に関する懸念にかかわらず、メルクにとって重要な製品となっている。売上高は近年、年間20%以上のペースで成長しており、2024年には100億ドル近くに達する可能性がある。ワクチンには総じて特許切れの懸念がないため、ガーダシルの売上高は今後数年にわたって増加し続けるだろう。

さらに、メルクのパイプライン（新薬候補）は豊富だ。メルクは今年初め、2030年代前半までに、現在開発中のがん治療薬から年間200億ドル以上、ソタテルセプトなどの心代謝性疾患治療薬から150億ドルの売り上げを得られる可能性があると明らかにした。さらに、108億ドルで買収したバイオ製薬会社プロメテウス・バイオサイエンスの免疫治療薬「ツリソキバルト」から数十億ドルの売上高が見込まれるとしている。

これらを合算すると、潜在的な売上高は350億ドルで、キイトルーダの特許切れにもかかわらず強気派を満足させるには十分以上の金額だ。デイビスCEOは本誌に「当社は複数のけん引役を持つ非常に広範で豊富な製品ポートフォリオを有する。パイプラインは当社史上最大規模かもしれない」と語った。

しかし、パイプラインから新薬が生まれる保証はなく、失敗が付きものだ。メルクは、同業のイーライリリー<LLY>やノボ・ノルディスク<NVO>とは異なり、人気の減量薬を保有していない。バイオ医薬品メーカーのバイキング・セラピューティクス<VKTX>のように、肥満症に焦点を当てたバイオテクノロジー企業を買収すれば、投資家は喜ぶかもしれない。デイビス氏は今後も買収を続けると述べている。

皮下注製剤への転換で薬価交渉の免除狙う

とはいえ、当面の間、メルクの未来にとってキイトルーダは必要不可欠であり続ける。メルクは特許切れ後も長期にわたってキイトルーダの財務的価値を持続させる戦略に賭けている。

キイトルーダを投与するときは毎回、病院や診療所で30分かけて静脈注射（静注）を行う。現在、メルクは皮下注射（皮下注）で速やかに投与できる新たなキイトルーダの治験に取り組んでいる。

皮下注製剤は患者と医師にとって便利だけでなく、メルクに大きな経済的利益をもたらすだろう。2028年に発売される静注製剤のバイオシミラーは、メルクの皮下注製剤と競争しなければならないからだ。競合他社による皮下注製剤の模倣は認められず、メルクはキイトルーダの多額の売上高を維持する手段を得る。またメルクの経営幹部は、皮下注製剤はメディケアの薬価交渉プログラムから免除されるだろうと述べている。

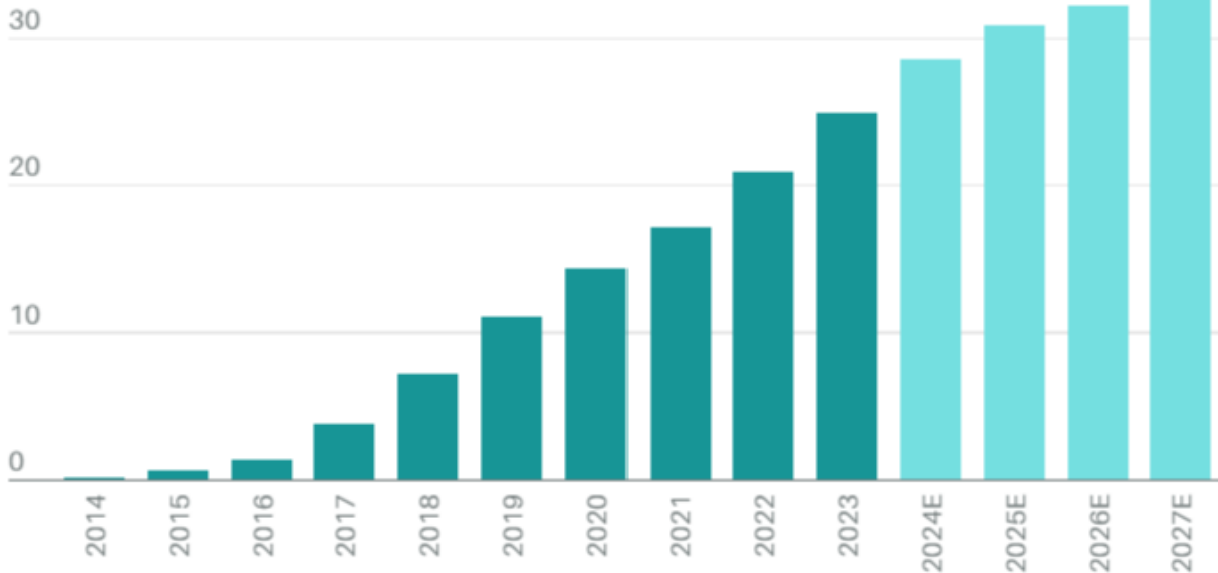
デイビスCEOは4月、2028年までにキイトルーダの売上高の約半分が皮下注製剤に置き換わる可能性がある」と述べ、「迅速な普及」のために競争力のある価格を設定すると示唆した。バイオシミラーとの競争を回避するのが目的とみられる。

Keytruda's Climb

Keytruda's revenue has skyrocketed since the drug was first approved in 2014. Analysts expect sales to keep climbing until the drug's patent expires in 2028.

Global Keytruda Revenue

\$40 billion



Note: E=estimate

Source: FactSet

数十億ドルの年間売上高を皮下注製剤で置き換えるというアプローチは大胆に思える。しかも、皮下注製剤の治験はまだ完了していない。それでも、アナリストは、このアイデアが投資家に評価されていると言う。投資銀行リーリンク・パートナーズのアナリストで、メルクを担当しているダイナ・グレイボッシュ氏は、「（この戦略が）ホームランであるとは誰も思っていない。しかし、一部の患者と保険会社には皮下注製剤を利用する理由があると投資家は考えている」と指摘する。それでも計画が失敗した場合、株価は打撃を受ける可能性がある。

キイトルーダの皮下注製剤の重要な治験結果は年内に発表される予定だ。メルクが予定通りに計画を進めるには、前向きな結果が必要である。治験では、キイトルーダと、注射薬が体内に浸透するのを助ける「ヒアルロニダーゼ」という酵素を併用している。メルクと競合するロシュ<ROG.スイス>とブリストルも自社のがん治療薬の皮下注製剤にヒアルロニダーゼを利用している。

メルクはヒアルロニダーゼを利用しないキイトルーダの皮下注製剤の開発を既にあきらめている。韓国の新韓証券のアナリストが米連邦政府のデータベースを調べたところ、この治療法の治験は所定の目標を達成したが、キイトルーダの皮下注射を受けた肺癌患者の死亡率は静脈注射の場合より若干高かった。メルクは、死亡率の差は有意ではないと主張している。メルクは治験結果を公表しなかったが、これは他のキイトルーダの治験における透明性の高いアプローチとは異なる。

キイトルーダの皮下注射の治験が成功しても、他の問題が残っている。新たな治療法がメディケアの薬価交渉プログラムから免除されるのかということだ。その答えは、次期政権がインフレ抑制法の該当条項をどのように解釈するかによって左右される。投資家にとっては不確実性が大きい。

政府機関のメディケア・メディケイド・サービス・センター（CMS）は、2028年の薬価交渉のプロセスについて、まだ指針を発表していない。CMSは承認後13年が経過した多くの医薬品について薬価を交渉できるが、既存の指針に基づくと、従来の医薬品が他の医薬品と併用された場合、経過年数がリセットされる可能性がある。メルクはこれを狙っている。

デイビスCEOは、CMSがこれまで公表した指針の文言に基づき、キイトルーダの皮下注製剤が薬価交渉プログラムから免除されることを「強く確信している」と語る。

しかし、これらの文言は修正されるかもしれない。ブルッキングス研究所のシニアフェローで、同研究所の健康政策センターの責任者を務めるリチャード・フランク氏は、併用療法に関するCMSの指針には不透明な部分が多いと指摘する。フランク氏はCMSが今年秋に指針を明確化すると予想している。

いずれにせよ、キイトルーダの価格は、注目されている薬価交渉プログラムの実施に伴う政争の具となる可能性がある。これはウォール街が容易に予測できる問題ではない。

デイビスCEOは、薬価交渉はメルクの命運を左右するものではないとしており、「私はあらゆる事業機会と、パイプラインからより多くの新薬が市場に投入されるという事実を考慮した上で、『キイトルーダの特許切れは崖ではなく丘だ』と述べている。当社は投資を続ける」と語る。

メルクのファンダメンタルズは依然として堅調だ。パイプラインは充実しており、経営陣には買収を成功させてきた実績がある。しかし、長い目で見てキイトルーダの成功が続くかどうかは、メルクにはコントロールできない可能性があり、数十億ドル規模の不確定要素となっている。現在、株価にはそのリスクが反映されていない。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

2. 株式分割ブームが再来。現実と誇大広告をどう見分けるか Stock Splits Are Back Big Time. How to Separate the Hype from Reality 投資家は注意が必要。重要なのは業績見通しとバリュエーション

[フィーチャー]

大企業で増え続ける株式分割

ホカ（HOKA）ブランドのシューズは安くはないが、1株保有していれば、ホカのシューズを6足購入できる計算だ。だが、まもなくそれも終わる。ホカ・ブランドの親会社でアパレル大手のデッカーズ・アウトドア＜DECK＞は1株920ドル程度で取引されている同社株を9月初旬に6株に分割することを計画している。株価が今の水準を維持するとして、デッカーズ株1株で靴1足を153ドル（税抜き）で購入することができる。



BUSINESS WIRE

ちょっと考えれば分かることだが。分割前の株式を保有していれば、分割後でも投資総額は変わらない。しかし、分割後の株価150ドルは900ドルより安く見える。狐につままれたようだが、この曖昧なからくりが成り立っているのは、分割ブームが市場で支持されているからだ。

今年は巨大企業が大挙して株式分割を実施しており、半導体大手ブロードコム<AVGO>やレストランチェーンのチポトレ・メキシカン・グリル<CMG>、半導体大手エヌビディア

<NVDA>、小売り大手ウォルマート<WMT>などが含まれる。制服およびオフィス清掃機器のサプライヤー、シンタス<CTAS>や半導体製造装置メーカーのラム・リサーチ<LRCX>、ソニーグループ<6758>なども今後、株式分割を予定している。

強気相場が続き、多くの企業で株価が3桁まで押し上げられたことで、株式分割予定銘柄が増加した。S&P500指数の構成銘柄のうち、100社以上で株価が250ドル以上となっており、クレジットカード大手のビザ<V>や物流大手のフェデックス<FDX>、ホームセンター運営のホーム・デポ<HD>などはその例だ。500ドル以上の銘柄には、世界最大の資産運用会社ブラックロック<BLK>や小売り大手コストコ・ホールセール<COST>、動画配信大手のネットフリックス<NFLX>が含まれる。

株式分割を行う理由

企業が株式分割を行うのは、株価が下がって個人投資家が買いやすくするためであることが多く、株価が50ドルの株は500ドルの株よりも魅力があるはずだと考えているからだ。株式分割ブームは1990年代のドットコム・バブル期に盛り上がり、その後2008～2009年の世界金融危機で下火となり、強気相場の長期化により再度復活してきている。

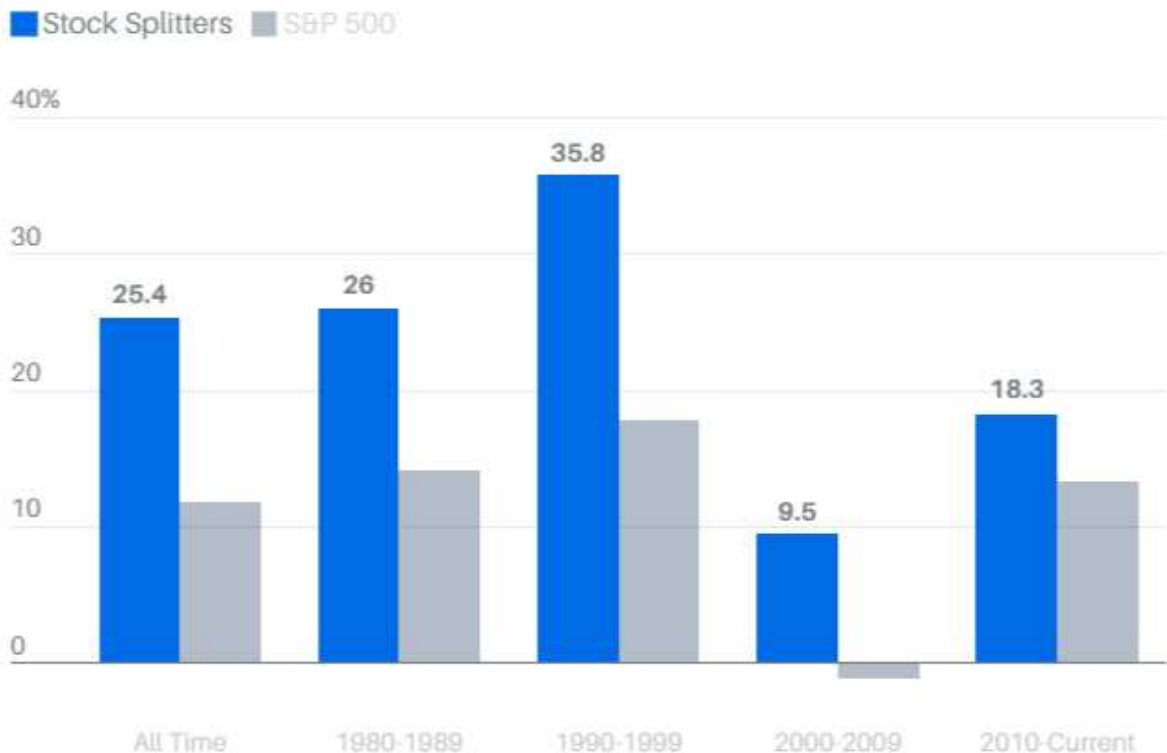
しかし、株式分割のパレードには注意が必要だ。株価が下がっても割安になるわけではない。LPLファイナンシャルのチーフ・グローバル・ストラテジストであるクインシー・クロスビー氏は、「投資家は慎重になり、利益にもっと注意を向けるべきだ」と語る。株式分割によって投資家層は広がるが、企業のファンダメンタルズの見通しが変わるわけではないと付け加える。

投資家は、株式分割を企業業績の見通しに対する経営陣からの前向きなシグナルと捉えることが多い。コロンビア大学の研究によれば、増益を期待して株価が上昇し、アナリストも株式分割発表後に1株当たり予想利益を約2%引き上げる傾向があり、株価をサポートするとのことだ。こうした効果は少なくとも1年は持続する。バンク・オブ・アメリカの調査によれば、株式分割を発表した企業の平均リターンは分割発表後の12カ月間で約25%に達するが、S&P500指数は11.9%だ。

Lickety Split

Companies that split their stocks have beaten the market in the following year, on average.

12-month performances after split announcement



Sources: Bank of America Research, Bloomberg, Global Financial Data

株式分割の効果を理解する

FNBOのウェルス・マネジメントのチーフ・インベストメント・オフィサー、カート・スピラー氏は「株式分割は一時的に株価を上げる傾向があるが、長期的には重要ではないはずだ」と言う。もちろん重要なのは、企業が売上高、利益、配当金などの指標において、常にウォール街の予想を達成しているか、上回っているかということだ。株式分割後に1株当たりの株価が下がると、株式の流動性や株式取引のダイナミクスが改善されるかもしれないが、利益が市場の期待に沿わなければ、その効果は薄れるだろう。

また、株価よりも重要なのは、株価収益率（PER）や株価売上高倍率（PSR）といった比率である。株式分割は、企業全体の数値を1株当たり同じ比率で分割するだけだ。例えば、米著名投資家ウォーレン・バフェット氏率いる投資会社バークシャー・ハサウェイのクラスB株式の株価は438ドルで割高に見えるかもしれない。しかし、今年の予想1株当たり利益（EPS）は19ドルで、予想PERは23倍となり、S&P500指数のPERとほぼ一致する。

株式関連の数値の算出は、株式分割の前であっても後であっても、株価の高い銘柄にとっては同じように厳しいものだ。チポトレは現在、少し割安に見えるが、これは1対50の株式分割とは無関係だ。むしろ、6月下旬から15%下落した結果、PERが56倍から47倍になったことを反映している。この下落

は、高成長のモメンタム株の暴落の中で起こったもので、チポトレの分割が実施されたのとはほぼ同じタイミングだったただけだ。

現実問題として、個人投資家市場では株式分割はもはや必要ではない。単元未満株は今や広く取引されている。例えば、予約サービスを提供するブッキング・ドットコム<BKNG>の株価は3700ドルだが、100ドルだけ投資したい場合、フィデリティ、チャールズ・シュワブ<SCHW>やその他の証券会社を通じて、その金額で投資することができる。

しかし、投資家心理が株式分割の存続を助けているのかもしれない。ラファール・テングラー・インベストメンツの最高投資責任者（CIO）であるナンシー・テングラー氏は、「単元未満株を保有することは、普通に割安の株式を保有することほど満足できるものではない。人々は、端株よりも実質的な株式保有、つまり株式そのものを所有するという考えが好きなのだ」と言う。

■ 銘柄の選択で注意すべきこと

テングラー氏のラファール・テングラー・インベストメンツでは、チポトレ株のほか、マイクロソフト<MSFT>、金融機関ゴールドマン・サックス<GS>、画像・電子文書ソフトウェア大手アドビ<ADBE>、クラウドサービスのサービスナウ<NOW>、自動車部品販売会社オライリー・オートモーティブ<ORLY>など、テングラー氏が株式分割の可能性があると考える高値銘柄も保有している。いずれも1株400ドル以上だ。

テングラー氏は、これらの銘柄が株式分割されると考えて保有しているわけではなく、「すべて市場をリードする企業であり、収益性が高く、バランスシートが健全で、バリュエーションも妥当だ」としている。いずれも株式分割を予測するシグナルではない。足許のボラティリティによって期待通りの売買ができないかもしれないが、利益を伸ばし続ける能力を示す企業は、株式分割後も長く報われるだろう。エヌビディアを保有するウェルス・コンサルティング・グループのジミー・リー最高経営責任者（CEO）は、「株式分割は、既に勢いがあり株価が高い大企業から行われる傾向がある」と言う。

企業が株式分割を繰り返す理由の一つは、有名な指数であるダウ工業株30種平均（NYダウ）の構成銘柄になるためだ。NYダウは、時価総額で加重平均されるS&P500指数とは異なり、昔風に株価によって加重平均されている。アップル<AAPL>やアマゾン・ドット・コム<AMZN>のような企業は、株式分割実施後にNYダウの構成銘柄となった。半導体大手インテル<INTC>の株価が低いことを考えると、エヌビディアはインテルに取って代わる良い候補になり得る。

他の候補としては、メタ<META>（旧フェイスブック）、製薬大手イーライ・リリー<LLY>、小売り大手コストコなどがある。いずれも株価が高く、市場をリードする、時価総額の大きい企業であり、株式分割すればNYダウにふさわしい企業となる可能性がある。しかし、期待し過ぎないほうがいい。NYダウが新規銘柄を受け入れる余地はめったにないし、メタのように株式分割するつもりはないと言っている企業もある。

株式分割を目の前にしている銘柄にも注意が必要だ。デッカーズは今年既に38%上昇しており、2025年の予想PERは26倍だ。株式分割は短期的には株価を上昇させるかもしれないが、株価が上昇し続けるためには、HOKAが柵から飛ぶように売れ続けなければならないだろう。

By Paul R. La Monica
(Source: Dow Jones)

3. チポトレ株が下落、買い場に Chipotle Stock Has Fallen Enough. It's Time to Buy This 'Chip' Stock 株式分割後の株価下落、反発の気配

[注目銘柄]

オーガニックな健康志向メニュー、同業他社と差別化



Chipotle

メキシコ料理ファストフードのレストランチェーン、チポトレ・メキシカン・グリル<CMG>の株式ほど、近年に大当たりしている外食銘柄はほとんどない。価格に敏感な消費者の買い控えにより同業他社が苦戦する一方で、チポトレは快進撃を続けている。チポトレは目覚ましい決算とガイダンスを次々と発表し、株価もそれに見合って上昇してきた。

チポトレが7月下旬に第2四半期の業績を発表するまでは、こうした状態が続いていた。第2四半期の1株当たり利益（EPS）は33セント、売上

高は30億ドル、既存店売上高の伸び率は11%超と、いつものようにアナリスト予想を上回ったが、株価は決算発表後に上昇した後に、すぐに失速した。チポトレの1対50の株式分割から約1カ月後に当たる7月31日の終値は54.32ドルで、1カ月間で約13%の下落だ。

株式分割後の株価下落は買いのチャンスのように見える。

上場投資信託（ETF）のアドバイザーシェアーズ・レストラン<EATZ>のポートフォリオマネジャーを務めるダン・アーレンズ氏は「経済とレストラン業界全体に対する一般的な懸念以外に、株価が下がる大きな理由はないと思う。今は長期保有の投資家にとって買いの好機かもしれない」と本誌に語った。

投資家が不安になるのも無理はない。既存店売上高は6月に減速を示しており、恐らく7月も減速するだろう。しかし、それ以上に懸念されるのは、人件費、技術、食材調達、メニュー改定に必要な投資に伴う経費の増加だ。こうした懸念材料に対処することが、株価の数年にわたる驚異的な上昇を支えるカギとなってきた。しかし今となっては、経費の増加と、値上げを受け入れたがらない消費者からの圧力が相まって、利益率を圧迫する可能性がある。

ハンティントン・プライベート・バンクの株式調査ディレクター、ランディ・ヘア氏は、チポトレがコストを抑制し、利益率を維持できるというさらなる確証を得られるか、今後の数四半期の決算を見ていきたいと考えている。ヘア氏は、チポトレには優れた実行力があり、経費が予想の範囲内に収まることは疑われないものの、「経費は正しい方向に進んでいない」と語る。

しかし、こうした懸念がチポトレの成長を阻むことはなさそうだ。チポトレの売上高と利益率は第2四

半期も予想を上回り、チポトレは長期的には新規店舗を年間8～10%増やす計画で、現在のほぼ2倍となる7000店舗を目指す計画だ。位置情報分析プラットフォームのPlacer.aiのデータによると、第2四半期の来客数は前年同期比で17%急増した。

ヘルシーなファストフード、若い世代や意識高め層に人気

Chipotle Mexican Grill

(CMG / NYSE)



Source: FactSet

また、ファストフード大手のマクドナルド<MCD>など同業他社は価格に敏感な消費者からの圧力に直面しているが、チポトレはこうした圧力を幾分か免れているようだ。同業他社とは対照的に、あらゆる所得水準の利用客が増加しており、市場シェアも拡大しているとチポトレは指摘している。

市場予想では、チポトレのEPS成長率は、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）時の高水準からは緩やかになったとはいえ、今年は22%、2025年には19%が見込まれている。今年のEPSがアナリストの予想通り1.09ドルとなれば、2019年のEPSの約4倍となる。

今後のカタリストとしては、人気メニューだったブリスケットの復活、オートメーションの強化、デジタル注文の増加、利益率への圧力の相殺要因となり得るサプライチェーンの効率化などがある。

これらの要因を合わせると、半導体株のような最近の勝ち組銘柄から投資家が離脱する中でのチポトレ株の売りは、利益率よりも投資家心理に関係している可能性が高いことが示唆される。そして、チポトレが再びこれらの逆風をうまく乗り切る可能性が高いと考えられる根拠もある。

常に割高なチポトレ株に買いの好機か

Key Data

Chipotle Mexican Grill (CMG / NYSE)	Fast-casual Restaurant Chain
Headquarters	Newport Beach, Calif.
Recent Price	\$52.57
YTD Change	15.0%
Market Value (billion)	\$72.0
2025E Sales (billion)	\$12.9
2025E Net Income (billion)	\$1.8
2025E EPS	\$1.30
2025E P/E	40.4

Note: E=estimate
Source: Bloomberg

今回の株価下落はまた、投資家にとって、常に割高なチポトレ株を買える絶好の機会でもある。43.5倍という12カ月予想株価収益率（PER）は、割安とは言えないかもしれないが、6月の55倍超や5年平均の約50倍よりは確実に低い。

オールスプリング・グローバル・インベストメンツのアナリスト、アビー・ローチ氏は「チポトレのPERは過去3年平均および5年平均と比較して絶対的にも相対的にも低くなっている。バリュエーションの観点からは引き続き魅力的に見える」と電子メールに記している。

ニューバーガー・バーマンのシニアリサーチアナリスト、ケビン・マッカーシー氏は、チポトレが真のお買い得株と見なされることは決してないだろうが、チポトレの優位性と消費者に対する価値提案に異論を唱えるのは難しいと言う。マッカーシー氏は「レストランの客足が増えている希少な存在となっている背景には魅力的なメニューがあり、チポトレのブランドは、重要とされる顧客層からの評価が高く、とりわけ若い消費者から非常に高い評価を得ている」と語る。

半導体（チップ）銘柄が席卷した今年、メキシコトルティーヤのチップスにも注目しよう。チップといえばディップ、チポトレ株はディップ（押し目）で買うのがおすすめだ。

By Teresa Rivas
(Source: Dow Jones)

4. モデルナの生みの親が狙うAIの活用方法とは

[フィーチャー]

This Biotech Risk-Taker Created Moderna. Now He's Harnessing AI
フラッグシップ・パイオニアリングの戦略

ベンチャー創造企業



ORE HUIYING/BLOOMBERG

マサチューセッツ州ケンブリッジのフラッグシップ・パイオニアリングは、バイオテクノロジー分野では最大規模の、そして最も知名度が高いベンチャー投資企業だ。創設者ヌーバー・アフエヤン氏（61）は、自分の企業がベンチャーキャピタルと呼ばれるのを嫌い、「ベンチャー創造」企業と呼んでいる。社内の研究所では数百人の科学者が、フラッグシップの最も有名なスピンオフ企業であるモデルナ＜MRNA＞のメッセンジャーRNAワクチンに匹敵するような画期的な成果を求め、研究を行っているからだ。

今月、フラッグシップは投資家から36億ドルを新たに調達し、1999年の設立以降の総調達額は110億ドルとなった。ポートフォリオからの利益もあって、運用資産は140億ドルに達している。アフエヤン氏は、調達資金を人工知能（AI）の創薬への応用や、開発中の薬剤の初期臨床試験費用に充てるとしている。数十に上る社内ベンチャーで働く研究者を擁するフラッグシップは、多くの独立系スタートアップ企業に賭け金を分散投資するベンチャーキャピタルとは一線を画している。米国および欧州の特許に関するウェブサイトには、遺伝子工学から害虫耐性作物、AIを活用したがんの検出まで、過去数年間で公開された数百件に上るフラッグシップの特許が掲載されている。全世界では数千件の特許を取得している。

戦火で引き裂かれたバイルートを逃れ、10代でアルメニア系の家族とともに米国に移住し、マサチューセッツ工科大学で生物化学工学の博士号を取得したアフエヤン氏は、1987年の株価暴落（ブラックマンデー）の後、最初の会社を設立したが、株価暴落で動揺するベンチャーキャピタルに、移民であるアフエヤン氏への投資を検討する余裕はなかったという。

今では資金調達で苦労することはほとんどない。直近の調達ラウンドのうち26億ドルは、フラッグシップの8号ファンドに投入される。これまで100億ドルに上る資金を提供してきた機関投資家、政府系ファンド、ファミリーオフィス（富裕層の家族向け資産運用会社）の多くが出資した。残る10億ドルは、特定分野のプロジェクトで提携する企業投資家（未公表）からの資金だ。過去1年間で、フラッグシップは、製薬大手ファイザー＜PFE＞、韓国のサムスン電子＜005930.韓国＞、科学関連サービス企業のサーモ・フィッシャー・サイエンティフィック＜TMO＞、デンマークの製薬会社ノボ・ノルディスク＜NVO＞との提携を発表している。

バイオ・ベンチャーの資金調達環境は激変

フラッグシップの方針は安全最優先ではなく、研究者らは生物学の未知の領域を探索し、科学誌で広く報告されていないようなイノベーションに挑戦している。科学プロジェクトごとに会社を設立し、研究を組織化する一方で、サポート機能についてはフラッグシップ全体で共有する形となっている。これまで100社を超える会社が設立され、この10年間でモデルナを含む25社が新規株式公開（IPO）を果たしている。こうした、バイオ企業のIPOに対し市場が強気だった時代は、ゼロ金利下における投機的なスタートアップ投資に対するIPO投資家の前向きな姿勢を反映していた。スタートアップ企業の多くは、実績のない単一の製品で独立した製薬会社を構築しようとしていた。

しかし、ここ数年で、投資家は開発段階のバイオテクノロジー企業に対する忍耐を失った。昨年、ファイザーが430億ドルで買収したがん治療薬企業のシージェンのような成功例もあるが、臨床試験で説得力のあるデータを入手できなかった企業は、資金不足に陥りつつある。フラッグシップがスピンオフしたエベロ・バイオサイエンシズは、乾癬（かんせん）治療の臨床試験失敗を受け、一時372ドルの高値を付けていた株価が4セントまで下落し、昨年閉鎖された。上場投資信託（ETF）のグローバルXゲノム&バイオテクノロジーETF<GNOM>は2021年の高値から半分の価格となっている。同期間に、S&P500指数の水準は30%超上昇した。

その結果、リスクが高い新薬探索のための資金は、再び、昔からの調達先であるベンチャーキャピタルやフラッグシップのような企業が担うようになった。今日、標準治療の水準向上に伴い、新たながん治療の優位性を証明するには、より大規模で長期的、多額の費用を要する臨床試験が必要になっている。そのため、創薬ベンチャーと製薬大手の提携という、昔ながらの慣行も復活した。

最近では、2024年6月にフラッグシップ傘下のプロファウンド・セラピューティクスがファイザーと提携した。プロファウンドのタンパク質発見技術を活用し、肥満治療薬の探索を行う。各治療薬の価値（特許使用料含む）は最大7億ドル。これは、2023年に発表された、最大で70億ドルに上るフラッグシップとファイザーの提携の一環だ。5月に締結されたフラッグシップ傘下のメタフォア・バイオテクノロジーズとノボ・ノルディスクとの間の最大6億ドルに上る提携では、細胞のGLP-1受容体に対して長時間にわたりノボの肥満治療薬オゼンピックやウゴビーと同様の作用を及ぼす分子の探索を行う。

さまざまな取り組み

フラッグシップは、新規調達資金の一部を「パイオニアリング・メディシン」と呼ぶ取り組みに投入する。これには製薬業界のベテランが配属され、40を超える社内スタートアップを対象に、提携の締結や管理を行う。提携先未定の治療方法については、提携候補先に売り込むためのデータを入手するため、初期段階のヒト臨床試験の実施も担当する。

さらに、新規調達資金の一部は、昨年開始した「パイオニアリング・インテリジェンス」と呼ぶ、機械学習と大規模言語モデルを創薬に応用するプログラムに投入される。医学研究におけるAIの活用そのものは斬新なアイデアではない。創薬向け計算プラットフォームのシュレーディングー<SDGR>や医療データ解析サービスのテンパスAI<TEM>など、黒字化前の医療AI企業が既に株式を上場している。今日のAIプロジェクトは学習データから価値を生み出しており、フラッグシップは傘下会社が生成する大量のデータにAIを適用している。

既にAIを活用した創薬にも取り組んでおり、傘下のジェネレート・バイオメディスンズが、特定のアミノ酸配列から構築される新たなタンパク質の形状予測という、長年の難問の解決に機械学習を利用している。2022年にはバイオ医薬品大手のアムジェン<AMGN>が、ジェネレートと5種類の治療薬を探索するプログラムに最大19億ドルを支払うことに合意した。

新規調達資金の他の活用先としては、持続可能な農業に向けた10年来の取り組みがあり、傘下のインディゴ・アグは種子を干ばつに強くする微生物コーティングの販売から始め、農家が作物関連の二酸化炭素（CO2）排出権を販売することを可能にするプログラムへと事業を拡大している。金融大手のJPモルガン・チェース<JPM>や電子商取引プラットフォームのショッピファイ<SHOP>が顧客となっているほか、6月には、マイクロソフト<MSFT>が4万炭素クレジット（1クレジットはCO2で1トンの削減に相当）を購入した。

フラッグシップは、新規タンパク質由来の治療薬の探索も継続する見込みだ。プロファウンドは、われわれのDNAに直接、書き込まれないために見過ごされていた体内の数万に上るタンパク質を発見しているが、ファイザーとの提携は、その実績にお墨付きを与えるものだ。先週、フラッグシップは、AIと自動化された化学プロセスにより、われわれの体内のタンパク質の鏡像となるタンパク質を使用したがんや自己免疫疾患の治療薬の探索プラットフォームであるアビオロジクスを発表した。タンパク質の鏡像を使用することで、体の自然免疫を発動させない新薬の発見を狙っている。

By Bill Alpert
(Source: Dow Jones)

5. 論争的だったCPIの歴史 Inflation Has Always Been Tough to Measure インフレの正確な測定は常に困難

[経済政策]

米家計の最大の脅威は物価高



HAROLD M. LAMBERT / GETTY IMAGES

作家マーク・トウェインは、「嘘、大嘘、統計」という3種類の嘘を挙げて米国の変わらぬ懐疑精神を活写したが、この中に政府機関の統計も加えていたかもしれない。

その懐疑主義が、現在のインフレ論争に現れている。米労働省労働統計局（BLS）の消費者物価指数（CPI）によると、インフレ率は2022年6月の前年同月比9.1%上昇をピークに、米連邦準備制度理事会（FRB）の目標である2%に向かって急激に低下し、その後、3%超でほぼ横ばいとなっている。

米商務省経済分析局（BEA）が発表し、FRBが重視する個人消費支出（PCE）物価指数を含む他の物価指標も、CPIとおおむね一致している。しかし、共和党大統領候補のドナルド・トランプ氏らは違う。

トランプ氏は6月、選挙戦のイベントで「当局は本当のインフレ率を知っている。当局が聞きたい数字だけでなく、すべてを合計すれば、本当の数字は恐らく40%か50%になるだろう」と発言した。

米国人が家計の最大の脅威として物価高を挙げる中、政府のデータに疑問を投げ掛けることは聞き手を納得させやすい。しかし、インフレ率の測定には「ヘドニック法（技術革新やまったく新しい製品の導入によって変化するたびに価格を調整する方法）」のような複雑な計算が必要である。

強いポピュリストの伝統

ベン・バーナンキ元FRB議長は著書『21世紀の金融政策』の中で「米国には強いポピュリストの伝統がある。アンドリュー・ジャクソンから、最近ではティーパーティー運動や『ウォール街を占拠せよ』デモのメンバーまで、ポピュリストは常に金融や政府における権力の集中を敵視してきた」と書いた。

その敵意は、BLSが1921年2月に、1913年までのデータを含む初の全国版CPIを発表して以来のようだ。

ウォール・ストリート・ジャーナル紙は「欺瞞（ぎまん）に満ちた指数の数字」という見出しの一面社説で、「BLSが（多数派が改ざんするような）ボリシェビキ的な計算を使い、最低生活賃金を年間2600ドル（現在の約4万5000ドル）というありえない額に設定した」と非難し、その上で「一連の過激な再調整によって、CPIがこれまで以上に怪しくなった」と伝えた。

実際、CPIの対象品目の更新は、CPIを時代に合った統計にするために不可欠なものだ。例えば、初期の時代には自動車やラジオは対象品目に含まれるほど一般的なものではなかった。麦わら帽子は1919年に対象品目となったが、その後は流行からも計算からも外れた。

長期的な比較が可能な品目も残っている。1913年当時、ラウンドステーキは1ポンド22.3セント（現在の価格で約7ドル）で、今年5月の実際の平均価格8.25ドルと比べると安かった。しかし、バターは当時1ポンド38.3セントと現在の価格で約12ドルもした（今年5月の平均価格は4.59ドル）。

その「ボリシェビキ的な計算」にもかかわらず、CPIはすぐにビジネスにとって不可欠な指標となった。本誌は1922年、CPIを使って物価が第1次世界大戦後のインフレによる高水準からいかに下落したかを示し、さらなる景気回復は「かなり確実である」と結論付けた。実際、1920年代はすぐに活況を呈した。

直感に反する食品・エネルギーの除外

米国人の支出の変化は、現在と大恐慌時代を比較するとよく分かる。

1935～1939年までは、平均的な家庭の支出に占める食料品の割合は33.9%だった。現在は13%に低下している。衣料品は大恐慌時代に月給の11%を占めていたが、現在は2.6%にすぎない。しかし、住居費は33.7%から36.1%、医療費は4%から7.9%にそれぞれ上昇した。

BLSは、大都市圏の企業や家庭を対象に、毎月約9万4000品目の物価と8000件の賃貸住宅の相場を調査し、CPIを算出している。

指数は、カテゴリー別、地域別、議論を呼んでいる「粘着価格」、食品とエネルギー価格を除く指数としてCPIとPCEの両方で使用されているコア指数などで表されている。

食品とエネルギーは日々の支出に占める割合が大きいため、これらを除外するのは直感に反するようと思われる。しかし、コモディティは通常の需給以外の価格変動に影響されやすく、乱高下を引き起こしやすい。これはFRBによる措置の対象外だ。数カ月で石油価格が3倍に跳ね上がった1973年のオイルショックや、2022年のロシアのウクライナ侵攻による穀物価格の高騰を思い浮かべてほしい。中央銀行にはこのような外生的ショックに対処する手段はない。

CPIによる住居費の計算も精査が必要だ。CPIは賃貸住宅の家賃と持ち家の帰属家賃を使っている。なぜ所有コストを考慮しないのか。持ち家は、住宅ローン金利、固定資産税、修繕費などの関連費用とともに、消費品目ではなく資本財、すなわち投資と見なされている。

FRBはPCEを重視

FRBがPCEを重視する主な理由は、CPIよりも消費習慣の変化に素早く反応するからだ。PCEはまた、雇用主が提供する保険から支払われる請求書など非直接的な支払いを含む広範なものである。PCEはCPIに追従する傾向があるが、インフレ率は若干低い。

5月のコアPCEは前年同月比2.6%上昇と市場予想通りだったが、上昇率としては2021年以降で最も低かった。一部の投資家はこれをFRBが利下げに踏み切る兆候とみており、米国債の利回りが低下した。

FRBのパウエル議長はこうした見方を一蹴し、「基調的なインフレが実際にどうなっているのかを正確に読み取る必要がある」と述べた。私たちも皆そうだろう。

By Kenneth G. Pringle
(Source: Dow Jones)

6. インテルは急落も、希望は残る Intel Bulls Have Given Up. There's Still Some Hope for the Stock 2025年に新型プロセッサ発売を予定

[ハイテク]

人員削減は「野心的な計画」達成のための措置

半導体大手のインテル<INTC>は8月1日の引け後、全従業員の15%に相当する1万5000人の人員削減、配当支払いの停止、期待外れの業績見通しという三つの悪いニュースを発表した。

同時に発表された4～6月期（第2四半期）決算はさえない内容で、調整後1株当たり利益（EPS）は0.02ドル、売上高は128億ドルと、コンセンサス予想のそれぞれ0.1ドル、129億ドルを下回った。第3四半期ガイダンスはさらに失望を招く内容で、売上高は中央値で前年同期比8%減の125億～135億ドルとさ



ANNABELLE CHIH/BLOOMBERG

れ、コンセンサス予想の144億ドルを大幅に下回った。翌日、株価は26%下落した。

ゲルシンガー最高経営責任者（CEO）は決算説明会で、インテルが台湾積体回路製造（TSMC）＜TSM＞と同等のファウンドリー（半導体受託製造企業）になるための変革を進める中で重要な段階に到達しているものの、将来に向けた「野心的な計画」を達成するには再び効率性に注力する必要があり、人員削減の決定は「痛みを伴う困難」な措置だが必要なことだったと説明した。

製品競争力が低下、製造面での失敗も目立つ

インテルが直面している問題は、半導体業界ではなくインテルに固有のものだ。最大の問題は、製品面で後れを取っていることである。主な競合相手である米半導体大手のアドバンスト・マイクロ・デバイシズ＜AMD＞は数年前から高性能なサーバー用半導体を製造してデータセンター市場でインテルからシェアを奪ってきた。データセンター部門の第2四半期の前年同期比売上高は、インテルが3%減少したのに対し、AMDは2倍以上に増えた。

ニュー・ストリート・リサーチの予測によると、AMDのx86サーバープロセッサ事業の市場シェアは4年前の5%未満から今年末までに40%に上昇する見通しだ。AMDの株価は8月2日、相場全体が暴落する中でもほぼ横ばいで取引を終えた。

PC向けのプロセッサの分野でもインテルの存在感は薄れている。英国に本拠を置くアーム・ホールディングス＜ARM＞の設計を取り入れてプロセッサを自社開発する動きが活発化しているからだ。

インテルをカバーしている49人のアナリストのうち、インテル株の投資判断を「買い」と評価しているのはわずか9人。「保有」は34人、「売り」は6人だ。こうした悲観論は大型株の中では非常に少ない。

本誌は過去数年にわたり、インテルの競争力の低下を指摘するとともに、半導体製造におけるインテルの失敗と度重なる遅れについて詳しく取り上げてきた。例えば2年前、業績が低迷する現実を受け入れて減配に踏み切り、設備投資を維持しつつ資金を研究開発（R&D）に振り向ける必要があると提案した。その1年後、インテルは配当を66%削減するという思い切った判断を下した。そして先週、配当支払いの停止を発表した。これは正しい措置だ。

新製品投入とCHIPS法が巻き返しの起点に

ゲルシンガー氏がインテルのCEOに就任したのは2021年で、製品に関する問題の多くは前任者の判断に起因している。適切な人材を採用し、新しい半導体を開発、設計、製造するには数年を要する。

ゲルシンガー氏は就任当初から、インテルを2025年までに半導体製造のトップ企業にすることが目標

だと述べていた。その発言通り、新型プロセッサのPanther Lake（パンサー・レイク）の発売が2025年後半に予定されている。昨年末、筆者がインテルの経営幹部に対し、AMDの製品よりも優れた性能と電力効率を備えたプロセッサを製品化できるのはいつになるのかと尋ねると、新しいPanther Lakeだという答えが返ってきた。

インテルには希望の光が見え始めている。とはいえ、インテルはあまりにも多くの失敗を犯してきた。株式の購入時期は今ではない。

ここで指摘しておきたいのは、先週の悪いニュースはインテルの終わりを意味しないということだ。インテルは依然として米国で最も重要な戦略的資産の一つだ。半導体は国家安全保障上の優先事項であるため、連邦議会は超党派グループが中心となって半導体製造支援・科学法（CHIPSおよび科学法）を成立させた。この法律はまだ機能していないが、米国政府が半導体製造の独立性の確立を望むのなら、インテルを繁栄させる必要がある。半導体製造をアジアに依存している現状に満足している者はいない。

当面、投資家は半導体分野を注視し続ける必要がある。本誌はインテルの潜在的な経営立て直しをできるだけ早めに判断するつもりだ。

By Tae Kim
(Source: Dow Jones)

7. トランプ氏が株価に打撃となる一方、世界平和を保つ可能性も Trump Could Hurt Stocks and 'Save World Peace,' This Strategist Says BCAリサーチのパピック氏に聞く

[インタビュー]

トランプ氏に対するユニークな意見

BCAリサーチのチーフストラテジストで、地政学のストラテジストであるマルコ・パピック氏は最近、顧客向けレポートに「あなたがトランプ前大統領を好きではないなら、このレポートを読んで混乱するだろう」と書いた。パピック氏は、投資家がトランプ氏についてどう考えるべきかに関する、自身の往々にして天邪鬼（あまのじゃく）的ではあるが愉快的意見のせいで、友人を失ってきたと語る。それでも気にすることなく「私はこの業界に軽率さと無礼さを持ち込むような人間だ」と言う。

しかし、パピック氏のユーモアのセンスを軽率な振る舞いと見なすべきではない。パピック氏は、世界の政治の潮流の鋭い読み手で、トランプ氏と、まずはバイデン大統領、次はハリス副大統領との対決に注目してきた。パピック氏は冬の間、トランプ氏が大統領選で勝利すれば、投資家がインフレ率上昇と財政赤字にけん引された経済成長を予想して米国債を売るために、「債券の暴動」につながるかもしれないと主張した。それ以来、トランプ氏が債券にとってリスクであるという見解がウォール街のアナリストの間に広まった。しかし、パピック氏がレポートで示唆するように、トランプ氏は、批判派が示唆する以上に、貿易などの一部の問題にうまく対応する可能性がある。

本誌は、7月24日と31日にパピック氏にインタビューを実施した。

本誌：米大統領選の投資に対する意味合いをどのように考えているのか。



PHOTOGRAPHED BY ALEXI HOBBS

パピック氏：われわれは政治と地政学に、戦術的な意味で取りつかれ過ぎている。私の投資戦略である「ジオマクロ」の前提は、政治と地政学に対する逆張りだ。

大統領をマクロ経済のファクターとして考える必要がある。そして一般的には、大統領が国内の政策に対して裁量の余地がある場合にだけ、マクロ経済的ファクターとなり得る。通商政策はそうかもしれない。しかし、マクロ経済的ファクターとして見た場合、大局の中で供給あるいは需要に現在との違いをもたらし得る法律と、法律を成立させられる能力について考えることになる。

二点目は、今回に関して言えば、数字的に見て、民主党が大統領と上下両院のすべてを支配できる可能性がない、珍しい選挙だということだ。上院の過半数維持は民主党にとって厳しい。そのため、現状維持か、抑制のきかないトランプ次期大統領ということになる。

Q：その可能性について、投資家はどのように考えるべきか。

A：前回の選挙で、抑制のきかないトランプ氏に市場がどのように反応したのかは分かっている。株価は上昇し、債券は売られた。マクロ経済的には、トランプ氏はリスク資産にとってプラスで、債券にとってマイナスだった。当時はインフレも経済成長も問題ではなかったため、株式と債券の相関性は負で、その状態がしばらく続いた。経済成長とインフレはリスク資産にとってはプラスで、われわれには必要だった。

トランプ氏とその取り巻きが口にする多くの政策は優れたもので、特に供給サイドの改革は素晴らしい。トランプ氏の規制緩和政策、特に建設分野は、米国における物価引き下げに多大な恩恵をもたらす可能性がある。しかし、減税を含む財政問題に関しては、現在の経済にとって必要か否かはまだ明らかではない。以上は、私がトランプ氏の経済成長寄りの政策が、完全にプラスではないと考える大前提だ。2017年には政策はプラス要因で、私は株式に強気で債券に弱気だった。今回は、債券については弱気だが、株式についても懸念している。

現時点で、われわれがリセッション（景気後退）に向かっているとしたら、これまで述べたすべてが無意味になる。トランプ氏は、リセッションで大いに報われる可能性がある。リセッションはオバマ元大統領やバイデン大統領を助けた。減税や経済成長寄りの政策も可能になる。

Q：ハリス副大統領は、マクロ経済の様相を変化させるのか。

A：変化させるだろう。ハリス副大統領はトランプ氏勝利の可能性を引き下げることになるため、個人投資家や機関投資家など誰にとっても、政治を材料に取引を行うことが極めて危険になると考える。

われわれは、市場のファンダメンタルズとマクロ経済のファンダメンタルズに基づく取引に回帰しなければならない。ハリス副大統領により共和党の完全勝利の可能性は即座に排除されるため、われわれは、選挙よりも購買担当者景気指数（PMI）や連邦公開市場委員会（FOMC）の方が重要な世界に戻っている。

Q：バイデン大統領は民主党の勝利の可能性を引き下げていた。ハリス副大統領の人となりや、誰のために戦うのかとは無関係ということでしょうか。

A：政策面では、ハリス副大統領とバイデン大統領に大きな差はないと考えている。投資家が気にすべき唯一の点は、国内の政策課題を追求するための制約がなくなることだ。それを選択肢として持っている党は一つだけだ。投資家として気にしているのは、トランプ次期大統領だけだ。

ハリス氏が大統領になって、上院と下院の過半数を共和党が握れば状況は退屈になる。そのような状況では、債券市場に暴動は起こらないだろう。

貿易問題

Q：貿易に関して言及したが、どのように考えているのか。

A：私は2月に、トランプ氏が大統領になれば株式にとって良い状況ではないと主張し、すべての保守的な友人を失った。その後3月に私はレポートのタイトルを「トランプ氏：グローバル化と世界平和の擁護者」とした。

Q：それで友人は取り戻せたのか。

A：取り戻せていない。彼らはまだ、私に対して怒りを感じている。トランプ氏が株式にとってプラスではないと、私が考えているためだ。トランプ氏は世界の平和を保つかも知れないが、彼らは株式の件で私に対してまだ怒りを感じている。リベラル派にとっては、私は用なしだ。

貿易に関しては、何より投資家は、理解が非常に困難なことを理解しなければならない。それは、地政学的リスクは決して絶対的なものではなく、常に相対的な問題だということだ。言い換えれば、ヒラリー・クリントン氏とグローバリズムの後に、トランプ氏が大統領になっていたとしたら、それは大きな変化だっただろうということだ。

今回はバイデン大統領がいる。バイデン大統領は、（トランプ氏の）「米国を再び偉大に」という通商政策を続けてきた。輸出規制は強化され、関税は下がらなかった。「貿易戦争の時代に戻る」という人々もいるが、われわれは2018年から貿易戦争の真ただ中にいる。

トランプ氏は、北米自由貿易協定（NAFTA）の代わりに米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）と、米中貿易協定の第1段階合意を結んだ。われわれはUSMCAをからかって、それが形だけだと言うこともできる。しかし、トランプ氏は通商協定を議会で通過させた。（最初に）訪中できたのはニクソン大統領だけで、対中通商合意を結べたのはトランプ前大統領だけだ。

投資家は引き続き関税の影響を読み解いているが、トランプ氏の今後の変化はそれほど大きくないことを無視している。バイデン大統領がトランプ氏の通商政策を続けてきたため、今回の変化は前回ほど大きくない。

投資家が見逃しているもう一つの点は、トランプ氏が選挙活動を通じて投げ掛けてきたヒントだ。トランプ氏は基本的に、米中貿易戦争に対して1980年代の解決策を追い求めている。米国はライバルの頭に銃を突き付け、ライバルからカネを奪おうとしている。

中国の政策決定者が自分の脚を撃つようなことをしなければ、私は保有資産のすべてを売って中国を買うだろう。理由は、国家安全保障と貿易問題を一緒にしたバイデン大統領・民主党と、それを二つに分けて考えたトランプ氏との間に、180度の差があるためだ。

中東情勢と原油価格

Q：中東について話してほしい。ブレント原油価格は、イスラエルによるハマスのハニヤ最高幹部暗殺を受けて、31日に2.7%上昇した。あなたは通常、地政学的状況に逆張りすると述べているが、それは今回も当てはまるのか。

A：逆張りの対象があればと望んでいる。2023年10月7日のハマスによるイスラエル攻撃以降、原油は1バレルも失われていない。原油価格は下落した。立ち止まって、その理由を考えなければならない。

イランは紛争における選択肢が少ない。イスラエルに対する反撃という一線を超えれば米国の反撃を招くことになるだろう。バイデン政権だろうがトランプ政権だろうが、イランは米国から自国を守る能力はない。イランが原油100万バレルを市場から減らしたいなら、自国産を止めることができた。ホルムズ海峡を攻撃することもできたが、攻撃しないことを選択した。

われわれは新たな水準のリスクに鈍感になっており、例えば、S&P500指数が何かの要因によって影響されるなら、その閾値（しきいち）は非常に高くなければならない。そのことがリスクかもしれない。恐らく、投資家は現状に満足し過ぎている。

イランとイスラエルは全面戦争に突入し得るが、両国のいずれもホルムズ海峡を通過する原油の破壊を望んでおらず、トロント、メルボルンまたはロンドンの需要家が気にする必要はない。

By Matt Peterson
(Source: Dow Jones)

8. 2024年のパッシブ運用に分散効果はあるか

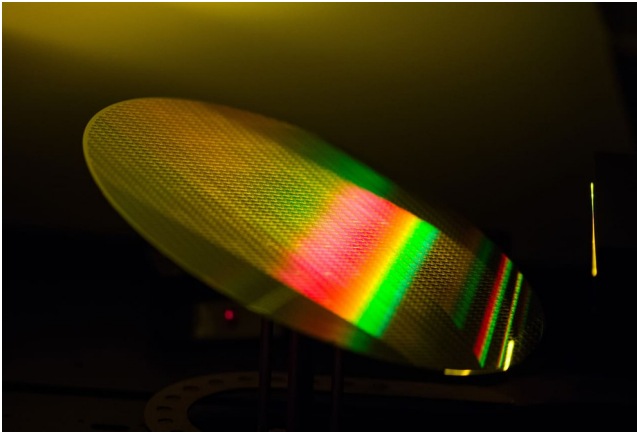
[マーケット]

Tech Is Taking Over the Stock Market. Passive Investors, Beware
ハイテク株が株価指数を支配する時代のリスクを考える

S&P500指数の40%をハイテク銘柄が支配

株式市場を構成する11セクターのうちの一つに資産の40%をつぎ込むよう助言されたでしょう。これは適切に分散された投資だろうか。ほんの10年前、当時の情報技術（IT）セクターの比率はS&P500指数の18%だった。当時と同じ構成企業の合計で現在の構成比率を計算すると40%を超えている。

銘柄レベルでの集中度合いはさらに極端な数字になる。アップル<AAPL>、マイクロソフト<MSFT>、米半導体大手エヌビディア<NVDA>はS&P500指数の時価総額上位3銘柄であり、いずれもハイテク銘柄だ。3銘柄を合わせた指数構成比は6月28日時点で20.9%。これはS&P500指数の下位



NATHAN LAINE/BLOOMBERG

362銘柄の合計に相当する。

注意深い読者なら、各株価指数の算出・公表団体がITセクターの比重の高さを考慮し、どの企業をITセクターに分類するかを定期的に調整していることに気づいているはずだ。代表的なのは、S&Pの指数部門が2018年にグーグル親会社のアルファベット<GOOGL>とメタ<META>（当時はフェイスブック）をコミュニケーションサービスセクターに、2023年にクレジットカード大手のビザ<V>とマスターカード<MA>を金融セクターに移している。し

かし今回は、この4銘柄を元のITセクターに含めた上で分析を行った。

市場の価格支配権はアクティブからパッシブへ

Tech's Growing Index Weight

Information technology's share of the S&P 500 has more than doubled in the past decade, controlling for changes in sector classifications.



Note: Modified IT sector includes Alphabet, Meta Platforms, Visa, and Mastercard.

S&P500指数は単純に、米国で時価総額トップクラスの上場企業500社の時価総額加重平均を表したものであるから、ハイテク比率の高まりは、地球上で時価総額が最大かつ最も収益性の高い企業となったハイテク銘柄の時価総額の高まりを反映しているにすぎない。

しかし、一握りのハイテク企業が特定の業界を支配するまでに成長したからといって、それらのハイテク企業が投資家のポートフォリオを支配する存在である必要はない。ある銘柄が株価指数の中で大きなウェートを占めているというだけで、投資家はその銘柄を多く保有すべき論理的根拠はない。ベンチマークとはパフォーマンスを測定するために導入されたものであり、パフォーマンスをけん引す

るためのものではない。

S&P500指数は常に分散投資のベンチマークと考えられてきた。分散の度合いを図る明確な基準はないが、現在の水準でも依然として「S&P500指数は分散されたベンチマークだ」と言えるだろうか。1990年までさかのぼると、S&P500指数の中の単一のセクターが指数の構成比率で繰り返し20%を超えるような状況はなかった。ドットコム・バブルの絶頂期にはハイテクセクターがS&P500指数の32%を占めていたが、わずか12カ月後には18%まで低下した。その後15年以上にわたり、ITセクターがS&P500指数に占めるウェイトは10%台半ばから後半にとどまってきた。

最近の市場の集中の著しい高まりは、インデックス運用とパッシブ運用という、現代投資の主要かつ密接に関連する二つの土台を浮き彫りにしている。パッシブ・インデックス運用を支持する論拠は当初、「平均的な投資家は平均に勝つのではなく、コストを抑えつつ模倣することで相対的なパフォーマンスを最大化する」というエレガントで反論の余地のないものだった。

しかしこの論拠が現在のパッシブ・インデックス運用にも当てはまるかは、疑わしい。現在、株式市場の大半を占めるのはパッシブ運用資産だ。アクティブ運用マネーが市場を支配していた時代には、価格の決定権はアクティブ投資家にあり、パッシブ投資家はその流れに乗る存在だった。現在は、価格はアクティブな投資判断ではなく、パッシブな資金の流れに左右されることが多い。

市場集中下でのパッシブ運用のリスク

ベンチマークの集中が進むにつれて、選好関係における反射性の原理が取り入れられるようになった。主要株価指数は、もはや市場を測る公平な基準ではなく、市場を動かす存在となった。さらに、パッシブ運用はサイクルを通じて平均的な相対パフォーマンスを最適化することに間違いはないが、サイクルを通じて、あるいは瞬間的な極限において、絶対的なリスクを軽減することはできない。市場の集中度が史上最高水準にあり、バリュエーションも史上最高水準に近い今、投資家はパッシブ戦略に存在するリスクにもっと目を向ける必要がある。

年初来のS&P500指数がそうであるように、ハイテク銘柄がベンチマークの40%を占め、残りの60%の3倍超の上昇を示している場合、資産の40%以上をハイテク銘柄に投資しない限りベンチマークをアウトパフォームすることは不可能だ。リスクを嫌う投資家は本当にこのような運用を望んでいるだろうか。ファンドマネジャーは顧客に対して受託者責任を負っている。S&P500指数に勝つことを目標とする分散投資マネジャーにとって、株式配分の40%以上を一つのセクターで運用することが賢明か否かという問いの答えは明白だと言える。

上昇局面においては、集中は問題にならず、むしろプラスに働くだらう。ある銘柄の株価が上昇すれば、競合する銘柄の株価も連動して上昇し、自己強化的なモメンタムが生まれる。最近のある論文は、パッシブ資金の流入がシステムティックな株価上昇を促し、大型株の株価の過大評価につながると論じている。しかし株価の下落局面では、集中はマイナスに働く。

時価総額加重平均に基づき構成されるS&P500指数に今投資するということは、「賢者は初めに行い、愚か者は最後に行く」という格言を思い起こさせる。

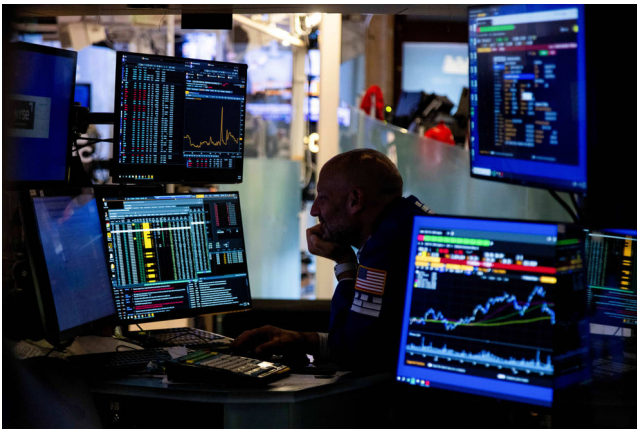
筆者は外部の寄稿者で米国証券アナリスト（CFA）、クリアブリッジ・インベストメンツのポートフォリオマネジャー。

By Michael Clarfeld
(Source: Dow Jones)

9. 7月の米雇用統計発表後に景気懸念が一気に広がる Sunny Skies Followed by Clouds of Panic After the Jobs Report 利下げの先延ばしによる下落局面とは異なる

[米国株式市場]

景気懸念が一気に燃え広がる



MICHAEL NAGLE/BLOOMBERG

先週の株式市場は、週前半は緩やかに切り下げ
ていたが、その後の急落で投資家心理は一気に
変わった。

主要株価指数を見ると、ダウ工業株30種平均
（NYダウ）は先週2.1%安の3万9737ドル26セ
ントとなり、S&P500指数も2.1%下落して5346.
56で引けた。ナスダック総合指数は3.4%安の1
万6776.16となり、小型株のラッセル2000指数
は6.7%安の2109.31で週末を迎えた。

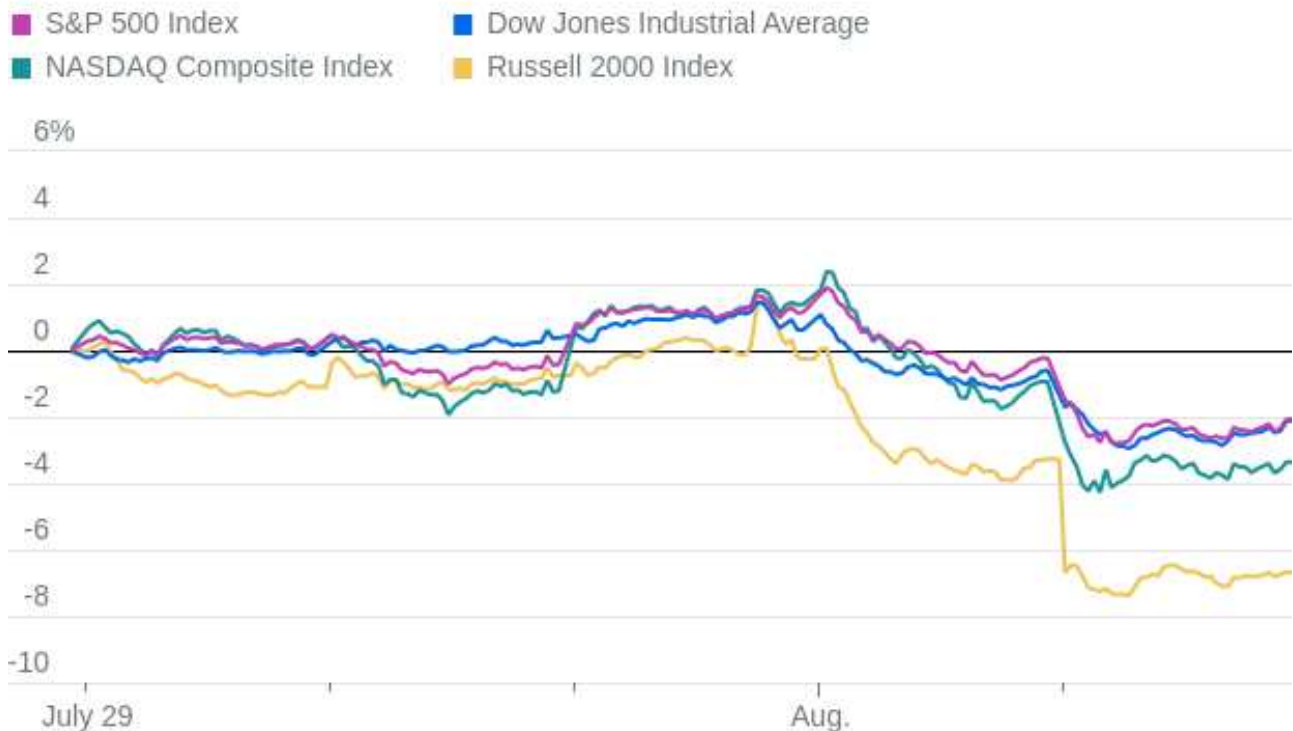
週の前半は穏やかに推移し、NYダウは31日の
終値時点では前週末からほぼ横ばいだった。しかし、8月1日に発表された7月のISM製造業購買担当者
景況指数が悪化したことで米国経済の力強さへの懸念が再燃し、2日に発表された7月の雇用統計でそ
の懸念が一気に燃え広がった。7月の雇用統計では失業率が4.3%に上昇し、非農業部門就業者数は11
万4000人増と、17万5000人増という市場予想を下回った。前月分の雇用数の増加幅も下方修正され
た。NYダウは2日に611ドルの急落となり、S&P500指数は1.8%下落した。ナスダック総合指数は2日
に2.4%安となり、7月10日の史上最高値から10%超下落して調整局面入りとなった。

大幅な利下げ期待とハイテク成長株への懸念

これまで投資家は米連邦準備制度理事会（FRB）が9月に徐々に利下げを開始することを密かに望んで
いたのだが、現時点では大幅な利下げを切望するほど、景気の先行き懸念が現実味を帯びてきた。2日
の市場ではFRBが9月に0.5%の利下げを発表するとの予想が強まった。フェデラルファンド（FF）金
利の先物は、9月に0.5%の大幅利下げがある可能性を雇用統計前の22%から71.5%と織り込んでい
る。直近でFRBが0.25%を超える利下げを実施したのは、新型コロナウイルス対応を始めた時と2008
～2009年の金融危機の時だ。

インディペンデント・アドバイザー・アライアンスの最高投資責任者（CIO）であるクリス・ザッカレ
リ氏は「もしこれが景気悪化の始まりなら、すべてが帳消しとなる。FRBはほんの2日前に示していた
よりもはるかに大きな規模と頻度で利下げを行う必要があるだろう」と書いている。

Market Snapshot



経済だけの問題であれば、市場は対処できたかもしれない。しかし、人工知能（AI）に対する疑念は高まっており、半導体株や、AI技術に多額の投資をしている一部の企業に打撃を与えている。半導体大手のインテル<INTC>は2日に配当の停止と1万5000人の人員削減を発表し、株価は26%下落した。インテルはAI分野で後塵（こうじん）を拝しており、他のコンピューター関連分野でも他社に後れを取っている。アマゾン・ドット・コム<AMZN>の株価は、投資家がAI投資の成果を求めている時にAIへのさらなる支出の増加を見込んだため、18.8%下落した。

投資家心理の変化で調整が長引く可能性も

今回の急落の背後には2024年のこれまでには見られなかった投資家心理の大きな動きが感じられる。予想を上回るインフレ指標を受けてFRBの利下げが後ずれになっても、この1年間株価は順調に上昇していた。投資家がハイテク支出の急増に注目してAI関連株の上昇に賭けていたため上昇相場に大きな影響がなかったからだ。しかし現在はパニックの兆しがある。「恐怖指数」として知られるシカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティー指数（VIX指数）は2日の取引時間中に前週末比80%超上昇して、極端な恐怖を示す水準に近づいた。

株価の急落が買いの好機になることもあり、今回もそうかもしれない。しかし、すぐに手を出した投資家がパニックに巻き込まれる危険性がある。トゥルーリスト・アドバイザリー・サービスのチーフ・マーケット・ストラテジストであるキース・ラーナー氏は「当社で注目している指標が示す内容からは、強気市場がそのまま続くと示唆されているが、今回の調整はもう少し長く、大幅なものになりそうだ」と指摘する。

一気に市場に戻るのではなく、徐々に戻っていくのが最善な場合もある。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

10. 調査が示す中古車のスイートスポット：意欲的な買い手と適正な株価 [経済関連スケジュール] A Survey Reveals a Used-Car Sweet Spot 業界アナリストの推奨は、利益率を重視するカーバナ

第6回「オーナーカー売却価格調査」

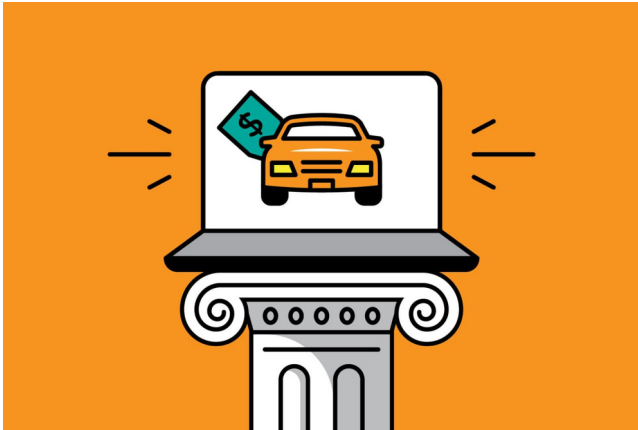


ILLUSTRATION BY ELIAS STEIN

消費者にとって良い取引が、投資家にとっても良い取引とは限らないが、時には双方に良いこともある。7月29日、米金融サービス会社BTIGのアナリスト、マービン・フォン氏は、ディーラーへの車売却を考えているカーオーナーの選択肢について、第6回「オーナーカー売却価格調査」を発表した。データ収集のため、フォン氏はオンラインディーラーであるカーズ・ドット・コム<CARS>、カーグルス<CARG>、カーバナ<CVNA>、カーマックス<KMX>の「オーナーカー売却」価格査定エンジンに数十

台の車両情報を入力した。1位はカーズ・ドット・コムで、56%の確率でベストオファーを提示した（1月の調査から12%ポイント上昇）。2位はカーグルスで、ベストオファーは13%ポイント上昇の31%だった。カーバナは2%ポイント低下の7%、カーマックスは23%ポイント低下の6%だった。

この結果は、必ずしもカーマックスやカーバナの非難にはつながらない。フォン氏は、両社は利益率を守るために年式が比較的古い車には魅力的な価格を提示しないと指摘する。カーズ・ドット・コムとカーグルスはより多くのリスクを取ることができる。両社は車とソフトウェアを他のディーラーに提示して潜在的な買い手と結びつけるマーケットプレイスであり、このようなディーラーは中古車販売台数の約半分を占め、リスクの大半を引き受けている。

投資対象として、フォン氏はカーズ・ドット・コム、カーグルス、カーバナの投資判断を「買い」としている（カーマックスはファン氏のカバレッジ外）。フォン氏によるカーズ・ドット・コムの目標株価は25ドルで、最近の水準より26%ほど高く、カーグルスの目標株価は28ドルで、最近の水準より17%高い。カーバナについては、アナリストの平均目標株価が142ドルであるのに対し、フォン氏の目標株価は188ドルで、最近の株価146ドルを約30%上回る。

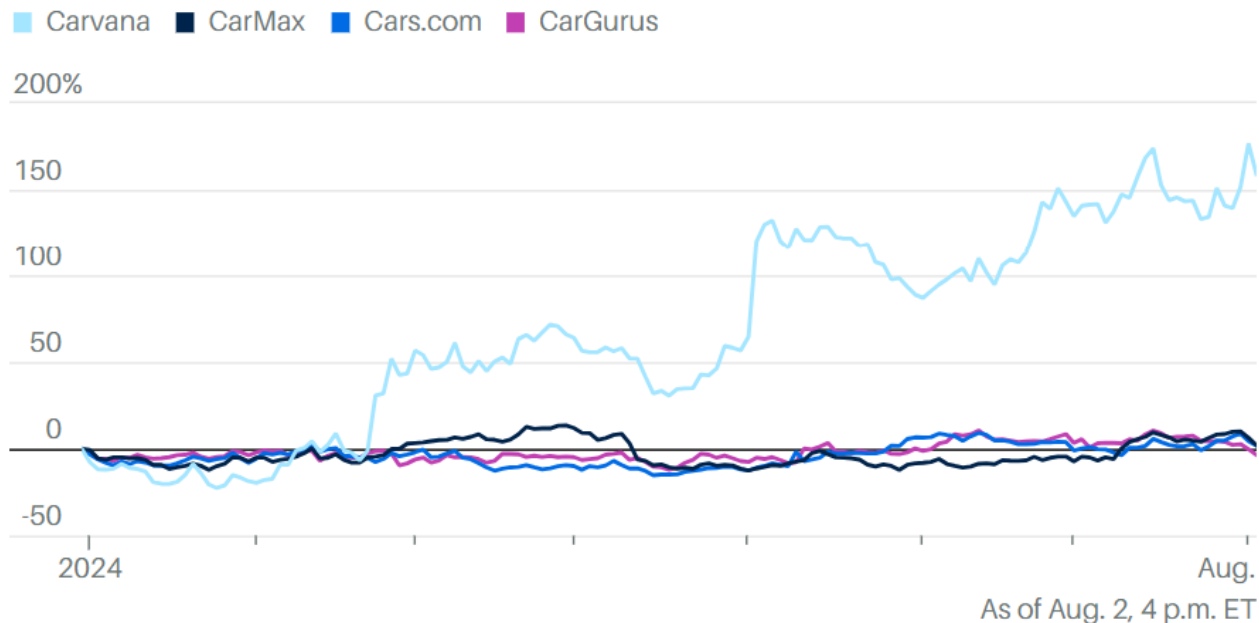
先週の出来事

市場動向

米連邦準備制度理事会（FRB）は金利を据え置き、9月に利下げを実施する可能性を示唆した。ハイテク企業の決算発表がまちまちだったことを受け、米半導体大手のエヌビディア<NVDA>とインテル<INTC>が大きな打撃を受けるなど、最近の株安傾向は続き、世界的な広がりを見せた。日本は利上げに踏み切った。米国の失業率は4.3%に上昇し、株価は下落した。週間ベースでは、ダウ工業株30種

Secondhand Values

The online car dealer stocks have crawled along this year. The exception: Carvana, which announced a surprise profitable second quarter.



Source: FactSet

平均（NYダウ）は2.1%下落、S&P500指数は2.06%下落、ナスダック総合指数は3.4%下落して調整局面入りした。

企業動向

- ・総合エンターテインメント企業ウォルト・ディズニー<DIS>の『デッドプール&ウルヴァリン』は、封切週末の世界興行収入で、R指定（成人向け）映画としては過去最高の4億4100万ドルを記録した。
- ・米製薬・ヘルスケア大手、アボット・ラボラトリーズ<ABT>は、乳児用粉ミルクが、がんを引き起こす可能性があることを警告しなかったとして、4億9500万ドルの賠償金支払いを命じられた。
- ・マイクロソフト<MSFT>のクラウドサービスの増収率は鈍化。人工知能（AI）サービスの需要が理由とされた。
- ・米半導体メーカー、アドバンスト・マイクロ・デバイシズ（AMD）<AMD>はAI向け半導体の売上高見通しを引き上げた。
- ・メタ<META>（旧フェイスブック）は売上高、利益ともに予想を上回った。メタは、ユーザーの生体認証データを同意なしに取得したとされる問題で、テキサス州に14億ドルを支払うことに合意した。
- ・アップル<AAPL>は予想を上回ったが、アマゾン・ドット・コム<AMZN>は売上高見通しを下方修正し、AI関連の支出増加を予想。

M&A（合併・買収）など

- ・資産家のビル・アックマン氏は、自身のクローズドエンド型ファンドのパーシング・スクエアUSAの新規株式公開（IPO）を取りやめた。調達額が、予定の250億ドル超に対して20億ドルと大幅な未達になる見込みとなったため。また、アンカー投資家となる予定だったバウポスト・グループも投資を撤回した。

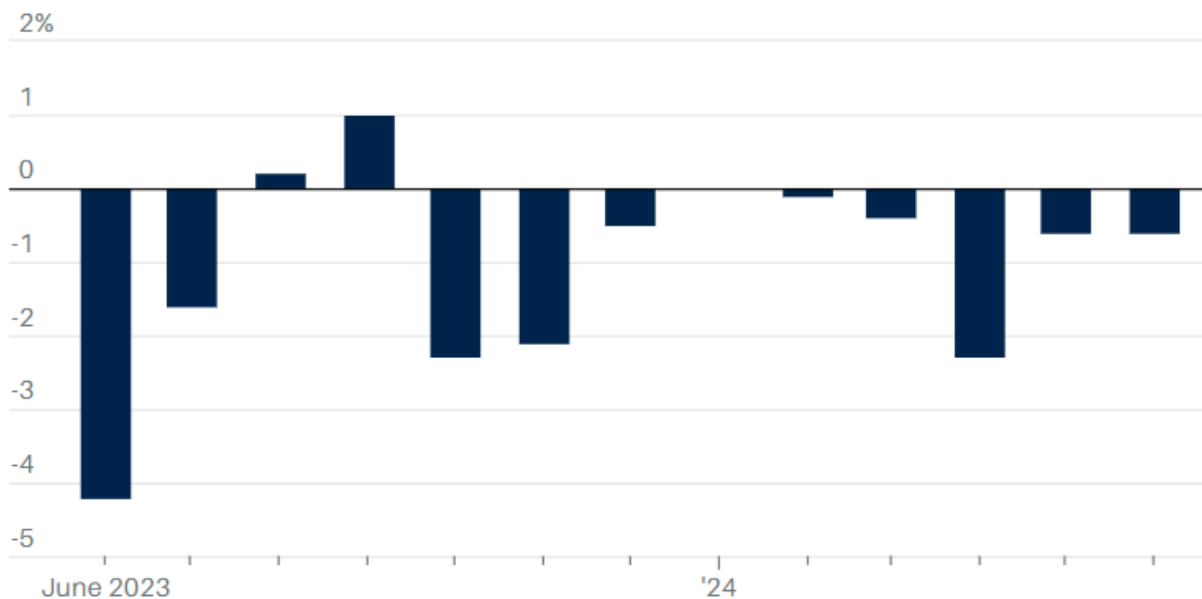
・オーストラリア資源大手、BHPグループ<BHP>とカナダの鉱業大手、ルンディン・マイニング<LUN>は、カナダの銅鉱山会社フィロ・コープ<FIL>を30億ドルで共同買収することで合意した。

・ウォール・ストリート・ジャーナル紙のエバン・ゲルシコビッチ記者らが、ロシアとの24人の受刑者交換で解放された。ゲルシコビッチ氏はスパイ容疑で冤罪（えんざい）を着せられ、491日間投獄された。

今週の予定

That Sinking Feeling

Prices for U.S. used cars have been falling month on month for most of the past year, 8.9% in all.



Source: Manheim Consulting

8月5日（月）：米サプライ管理協会（ISM）が7月の非製造業購買担当者景況指数を発表。コンセンサス予想は6月の48.8を約2ポイント上回る51。6月は過去1年半でわずか2回目となる50未満だった。指数は過去4年間で最低の水準にあり、指数が50を下回ると非製造業セクターにおける景気悪化を示す。コロナ禍後、非製造業セクターは製造業セクターよりもはるかに堅調に推移してきた。

8月6日（火）：製薬・ヘルスケアセクター最大手の米イーライリリー<LLY>とデンマークのノボ・ノルディスク<NVO>を筆頭に、製薬・ヘルスケア企業の決算が目白押しの週となる。6日に米製薬アムジェン<AMGN>と米製薬ゾエティス<ZTS>が、7日に米ヘルスケアのCVSヘルス<CVS>、米医薬・医療品流通のマケッソン<MCK>、ノボ・ノルディスクが決算を発表する。イーライリリーと米大手バイオ製薬会社、ギリアド・サイエンシズ<GILD>は8日に決算を発表する

8月8日（木）：米労働省が8月3日までの1週間の新規失業保険申請件数を発表。申請件数は過去3カ月間増加が続いており、週平均23万3000件となっている（年初来4カ月は21万1000件）。失業保険申請件数の増加は、2日に発表された雇用統計が予想外に低調だったことにも反映されており、失業率は4.3%と2021年後半以来の高水準を記録した。

統計と数字

35兆ドル：米財務省の試算による米連邦政府の公的債務残高。7月29日に初めて超えた。

190億ドル：マイクロソフトの第2四半期の設備投資額。

5000便：米サイバーセキュリティー企業クラウドストライク<CRWD>が発生させたコンピューター障害による米大手航空会社デルタ航空<DAL>がキャンセルしたフライト数。デルタは5億ドルの損失を被り、訴訟を起こす意向だ。

2億1700万キロワット（kw）：2023年に中国が追加した太陽光発電能力。発電能力は2022年比で55%増となり、米国がこれまでに導入した累積発電能力よりも多い。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

『バロonz・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

時事通信社

編集人

川田 重信（かわた しげのぶ）

大和証券入社後1986年から米国株式を中心に外国株式の営業活動に従事。ペインウェバー（現UBS）証券を経て2000年にエグゼトラストを設立。神戸大学経営学部卒業 米国ロチェスター大学MBA。

『バロonz・ダイジェスト』 2024/08/04

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