

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2024/09/01

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 子育て費用の急増が経済成長の危機に - Parenthood Has Become Too Expensive. It Imperils Economic Growth [カバーストーリー]
P.1
人口が減少すれば労働供給の縮小やイノベーションの減少につながる
2. 2024年の終盤で、投資すべき場所はどこか - The Stock Market Is in the Homestretch of 2024. Where to Invest Now. [フィーチャー]
P.6
利下げや業界固有の理由で好調なセクターと、金利に敏感な債券
3. スーパーマーケット大手2社の合併阻止に動く米司法省 - The U.S. Wants to Stop the Kroger-Albertsons Merger. [小売り]
P.11
スーパーマーケット業界の栄枯盛衰
4. 朗報が相次ぐ減量薬だが喜ぶのは時期尚早 - Zepbound and Other Weight-Loss Drugs Get More Good News. It's Too Soon to Celebrate. [フィーチャー]
P.13
高い薬価を誰が負担するのか
5. 米国の景気後退を止められるのは消費者だけだ - Shoppers Are the Only Thing Standing Between the U.S. and a Recession [経済政策]
P.16
綱渡りのFRB
6. S&P500指数は6000の大台乗せの可能性 - Why the S&P 500 Could Hit 6000 by Year End. [米国株式市場]
P.18
ハイテク株の押し目買い、景気敏感株の強さも注目
7. スーパー・マイクロが空売りで急落 - A Short-Seller Tanks Super Micro Stock. It Has Bigger Problems. [投資戦略]
P.20
AI関連株の寵児が抱える大きな問題
8. 株価暴落のデクスコム、新製品で巻き直しなるか - DexCom Stock Got Crushed After an Earnings Miss. [米国株式市場]
P.22
2型糖尿病市場の開拓に成功すれば株価反発も
9. エヌビディアの成長力は健在 - Nvidia's Next-Generation Chip Will Fuel the AI Boom [ハイテク]
P.24
次世代プラットフォームBlackwellがAIブームをけん引
10. 企業による価格つり上げは確証がない - The Elusive Proof Behind Charges of Corporate Price Gouging [経済関連スケジュール]
P.25
価格上昇イコール価格つり上げは誤り

※当誌は、株式会社 時事通信社がライセンスに基づき Dow Jones & Company, Inc. の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。

※当誌は、情報提供を目的としたものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等により作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

※記事中の株式やファンドの価格は、米バロonz編集部による記事執筆時点の値である場合があります。

Copyright © 2024 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. 子育て費用の急増が経済成長の危機に

[カバーストーリー]

Parenthood Has Become Too Expensive. It Imperils Economic Growth
人口が減少すれば労働供給の縮小やイノベーションの減少につながる

共和・民主両党が子育て支援策を提案



Illustration by Guillem Casaus

今年の米大統領選では共和・民主両党が育児の金銭的負担を緩和する政策を提案している。共和党の副大統領候補であるオハイオ州選出上院議員のJ・D・バンス氏は、長年にわたって米国の出生率の低下に対する懸念を表明しており、最近では連邦児童税額控除の増額を提案した。民主党の大統領候補であるカマラ・ハリス副大統領は、親に対する税額控除を復活・拡大し、米国の住宅供給を増加させるイニシアチブを打ち出した。

こうした政治的な提案の背景には、育児コストの高さや、手頃な価格の住宅の不足によって、多くの親の金銭的なハードルが過去にないほど上がっており、子供を持つことを先延ばししたり、完全にあきらめたりする成人が増えているという事情がある。

これは全ての米国人にとって悪いニュースだ。育児に費用がかかり過ぎることは、経済に悲惨な影響をもたらす可能性がある。出生率は低下し、労働供給は縮小する。生産性は落ち込み、イノベーションと富は減少する。これらは全て、米国経済の長期的な成長と活力を脅かすだろう。子育ての費用が選挙戦の大きな争点になっていることに不思議はない。

特殊出生率が過去最低に

米疾病対策センターの速報データによると、米国では昨年、1人の女性が生涯に生む子どもの数を示す合計特殊出生率が1.62と過去最低を記録した。これは過去100年間のピークである1950年代の約3.7や、人口の増加を維持するために必要な2.1を大幅に下回っている。

世論調査機関ピュー・リサーチ・センターによる最近の調査は、出産への関心が低下し続けていることを示している。昨年、子供がいない18～49歳の回答者の約47%は、生涯子供を持たない可能性が高いと述べた。この割合は2018年の37%から上昇している。

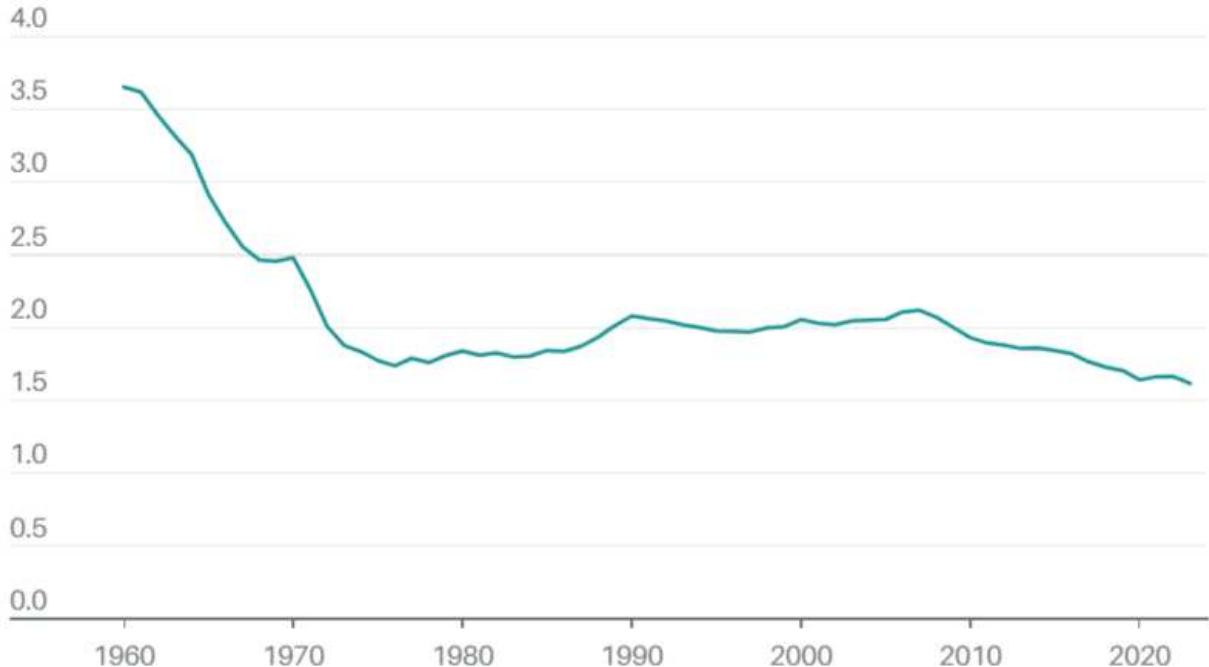
米国の出生率の低迷には多くの理由があるが、育児の費用が大きな部分を占める。KPMGのシニアエコノミスト、マシュー・ネスラー氏は「子育ての費用が高くなっているのは明白だ。この危機は切迫性を増しており、限界に達しつつある」と語る。

いつの時代も親は育児の負担と格闘してきた。しかし、政府の分析と調査データによると、現在はかつてないほど多くの米国人が、増え続けるコストへの対処に苦しんでいる。先週、米保健省の公衆衛生総監は、親のメンタルヘルスとストレスレベルの高さに関する公衆衛生勧告を発表した。

Falling Fertility

The U.S. fertility rate hit the lowest level on record last year, falling to 1.62 births per woman. That compares with a 100-year peak of about 3.7 births per woman in the 1950s.

U.S. births per woman



Note: Total fertility is based on the number of birth certificates issued each year. Data for 2023 is provisional.

Source: National Center for Health Statistics

全てのコストが上昇しているわけではない。過去数十年で、所得に対する家電、食品、衣類の支出比率は低下した。しかし、本誌が米労働統計局による毎年の消費者支出調査を分析したところ、幼い子供がいる家庭の年間合計支出は、1980年代半ばからインフレ調整後で35%増加している。

支出増の大部分はサービス支出によるものだ。例えば、非営利団体で主に厚生政策に対する提言を行っているKFFの2023年雇用者健康保険調査のデータによると、家族医療保険の年間平均保険料は2013年から47%増加している。

あらゆる所得層で子供への投資額が増加

2022年にブルッキングス研究所が米農務省の試算を基に分析したデータでは、年間所得7万3100ドルから13万2600ドルの中所得層は、2015年に生まれた子供を17歳まで育てるために推定31万0605ドル（年間1万8000ドル強）を費やす。これには大学の学費や、子供を成人として社会に送り出すのに伴う費用は含まれていない。

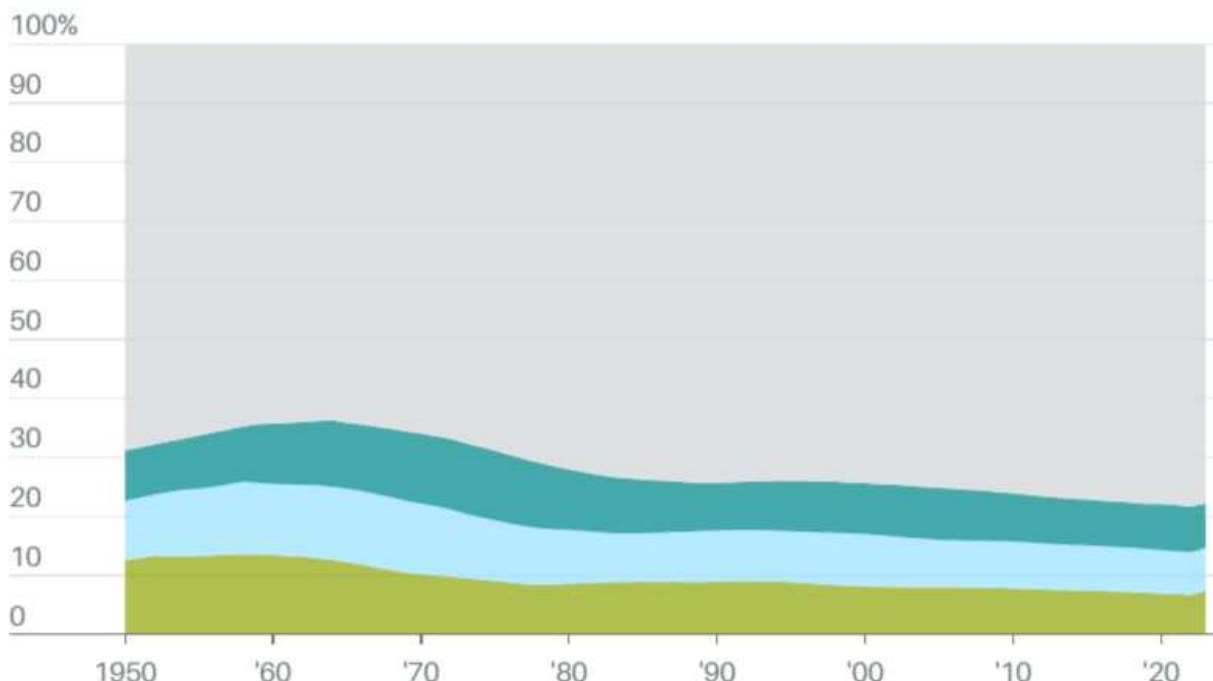
インフレはコストを押し上げる一因にすぎず、社会の変化や期待も別の理由となっている。アメリカン・エンタープライズ研究所のシニアフェロー、スコット・ウィンシップ氏は、現在はあらゆる所得層の親が前世代よりも子供に投資していると語る。富裕層は絶対額で見ると支出額が多い傾向にある

Where Are the Children?

Economists fear that a falling birthrate, coupled with more restrictive immigration policies, could rob the U.S. economy of its growth potential in coming years.

Percent of U.S. population

Ages 0-5 Ages 6-11 Ages 12-17 Ages 18+



Note: The 2023 data are an estimate.

Sources: Federal Interagency Forum on Child and Family Statistics; U.S. Census Bureau

が、低所得層は家計所得に対する支出の比率が大きい。

支出の増加は犠牲を伴う。昨年の米連邦準備制度理事会（FRB）による家計経済と意思決定に関する調査では、経済的な安定を感じると回答した親の割合は約64%で、その他の成人全体の75%を下回った。経済的安定を感じている親の割合は、2015年にFRBが調査を開始して以来で最低となった。

他のデータも、特に貧困層における家庭の金銭的負担を示している。米住宅都市開発省によると、昨年ホームレス状態を経験した人の約30%は子供がいる家族で、その数は2022年から16%増加した。米農務省の調査では、1987年に家のない成人のうち、子供がいる親はわずか10%だった。

保育費と住宅費が家計を圧迫

子育ての費用が増加している背景には、保育費が過去20年間のインフレ率を上回るペースで急増していることがあるようだ。非営利団体のチャイルド・ケア・アウェア・アメリカが発表したデータに基づく試算では、2023年の家庭および保育所における年間の平均保育費は子供1人当たり1万1582ドルで、2017年の9397ドルから増加している。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の間に増加のペースは加速した。



Photograph by Joanna Kulesza

保育サービスのマーケットプレイス、ケア・ドット・コムが発表した2024年保育費レポートによると、親は昨年、家計所得の24%を保育費に費やした。これは1980年代の約7%から増加している（国勢調査データより）。チャイルド・ケア・アウェアによると現在、米国の半分以上の地域において、年間の平均保育費は公立大学の州内出身者向けの年間学費より高い。

ブライト・ホライズンズ・ファミリー・ソリューションズ<BFAM>やキンダーケア・ラーニング・センターズなどの全国的な保育サービス

企業は拡大しているものの、多くの小規模な保育所は事業費と人件費の増加に苦しんでいる。パンデミックに関連する政府の事業安定化補助金は保育所（間接的には親）の助けになったが、2023年9月に期限切れを迎えた。

住宅費も多くの家庭（と親になりたい人）が苦しんでいる分野の一つだ。米不動産業者協会（NAR）の発表によると、7月の米国における住宅販売価格の中央値は42万2600ドルで、2019年の28万ドルを上回った。ムーディーズ・アナリティクスとハーバード大学住宅共同研究センターのデータでは、現在の住宅価格の中央値は所得の中央値の5倍近くで、1970年代の3倍から増加している。

パンデミック以降、家賃はある程度落ち着いたものの、S&Pコアロジック・ケース・シラー住宅価格指数によれば、米国全体の住宅価格は6月に過去最高値を付けた。

保育費や住宅費と同様に、大学の学費も所得を大幅に上回って増加している。さらに、子供の大学の学費を（少なくとも一部）払う親も以前より増えている。2021年にジョージタウン大学マックコート公共政策大学院が発表した研究によると、4年制大学の学費は1980年から約170%増加している。大卒者（学士）のインフレ調整後週間所得の中央値は同期間に25%しか上昇していない。

1996年の調査会社ギャラップ・アンド・ロビンソンによるアンケートでは、子供の大学の学費を支払うのは主に親の責任であると考える親はわずか31%だった。一方で、昨年の学資ローン大手サリー・メイ<SLM>による調査では、米国の家庭の77%が親の所得や貯金を使用して子供の大学の学費を一部支払っている。

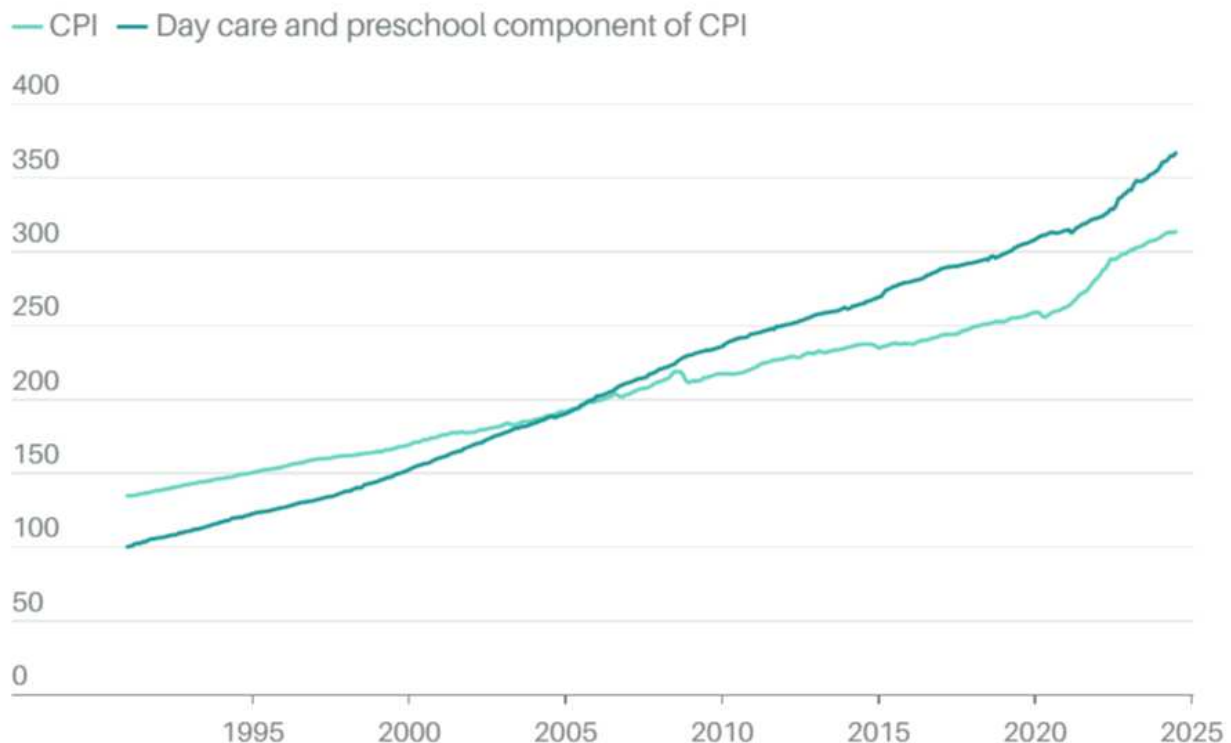
■ GDP成長率はわずか0.3%に低下の予想

FRBがリセッション（景気後退）を招くことなくインフレ率を低下させることができれば、全ての米国人、特に親は一息つけるかもしれない。セントラル・アーカンソー大学のジェレミー・ホーペダー教授（経済学）は「経済成長を維持できれば、人々の所得は増加し続けるため、金銭的余裕に関する問題の多くは解決する」と語る。

連邦政府の政策も、財政刺激策、減税、あるいはその他のイニシアチブに関連するかどうかを問わず、家計の負担を軽減する可能性がある。ハリス氏は、米国の住宅供給を300万戸以上増やし、初めての住宅購入者に2万5000ドルの頭金を支援するとともに、家賃の引き下げに寄与する政策を推進すると

The Parent Trap

Child-care costs have grown in excess of inflation for the past 20 years, and now consume almost 25% of household income, based on some studies.



Note: CPI data are based on U.S. city average among all urban consumers, seasonally adjusted.

Source: Bureau of Labor Statistics

公約している。さらに、ハリス陣営はパンデミック期に提供していた子供1人当たり最大3600ドルの児童税額控除を復活させ、新生児の両親に6000ドルの税額控除を提供することを目指している。

バンス氏は児童税額控除を現行の子供1人当たり2000ドルから5000ドルに引き上げたいと述べている。トランプ陣営は2017年の減税を延長するだけでなく、さらに拡大するアイデアを打ち出しており、それによって米国人の収入は増える可能性がある。

しかし、民主、共和のどちらの党の提案が実現しても、連邦政府の支出は数兆ドル増える公算が大きい。議会の承認も必要だが、可決される保証は全くない。

一方で、出生率の低下によって、人口の減少が米国の繁栄を妨げる可能性があるという懸念が高まっている。特に今後数年間で移民政策が厳格化した場合はなおさらだ。保守系シンクタンクのヘリテージ財団でシニアリサーチフェローを務めるレイチェル・グレスラー氏は「多くの研究は、先進国において、出生率の低下は常に経済にとってマイナス要因だと結論付けている」と語る。

最近では、人口の伸びの鈍化による経済への悪影響は過大評価されていると示唆する研究もある。しかし、多くのエコノミストは、人口の伸び悩みが労働市場の縮小につながり、消費と国民1人当たり税収を制約する可能性を懸念している。

調査会社コンファレンス・ボードのエコノミストは、予想される労働力の量と質の低下によって、米国の国内総生産（GDP）成長率が2010～2019年の年平均1.2%から2027～2036年にはわずか0.3%に低下すると推定している。グレスラー氏は、退職者に対する労働者の比率が低下し、生産水準が落ち込むことで、GDP成長率が鈍化し始めると語る。

パンデミックとその後のインフレの連鎖が経済に大きな打撃を与えたことを考えると、共和党と民主党の政治家が共に親の支出や負担を緩和する政策を打ち出しているのは驚くに当たらないかもしれない。しかし、こうした支援策が、米国の出生率のさらなる低下や、それに伴う経済への悪影響を食い止められるかどうかは、現時点では不明である。

By Megan Leonhardt
(Source: Dow Jones)

2. 2024年の終盤で、投資すべき場所はどこか

[フィーチャー]

The Stock Market Is in the Homestretch of 2024. Where to Invest Now.
利下げや業界固有の理由で好調なセクターと、金利に敏感な債券

株式市場に対する慎重な見方も



Illustration by Liam Eisenberg

株式市場が2024年の終盤入りする中、市場が「まずまず」の状態でも年末を迎えれば、それを勝利と呼べるだろう。とはいえ、それは年末までにドラマがないということではない。さらに、多くの投資機会があるが、年末の株式市場が最近の水準で終わるのであれば、喜んで受け入れたい。

現在の状況と、今後の荒っぽい展開を考えてみよう。S&P500指数は年初から8月までで18%上昇しており、上昇をけん引している米半導体大手のエヌビディア<NVDA>は、最近の反落に

もかわらず137%上昇している。9月は、歴史的にみて1年の中でパフォーマンスが最も悪い月だが、米連邦準備制度理事会（FRB）の金利に関する決定を市場が待っている中で、市場が乱高下する可能性がある。ちなみに、0.25%の利下げが確実視されている。ただ、市場はインフレとさらなる金融緩和に関するFRBのコメントに大きく左右されることになるだろう。

10月の市場も歴史的にみると不安定だが、選挙や政府の政策変更に対する懸念によって状況が深刻化する可能性がある。多くのストラテジストは、選挙の混乱が落ち着いた後の相場上昇を予想している。しかし、ヤルデニ・リサーチのエドワード・ヤルデニ氏のような強気派でさえ、S&P500指数の年末の予想は5800程度で、現在の水準からの上昇率は約3%だ。

債券は、FRBによる2020年以降で初の利下げ（次回金融政策決定会合の終わる9月18日がほぼ確実視されている）から恩恵を受ける可能性はある。しかし、今回の利下げは近年で最も事前に予想されているものかもしれない。そして、債券市場の最近の大幅上昇から判断するに、利回りが低下を続けるに

は材料があまり多くない。

投資会社エンジェルズ・インベストメントの最高投資責任者（CIO）であるマイケル・ローゼン氏は、「金利が大幅に低下したとしても、債券にどれほどの上昇余地が残っているのか」と疑問を投げかける。上昇余地はあまり大きくないだろうというのがその答えだ。

非常に慎重なストラテジストもいる。投資会社フェデレーテッド・エルメスのフィル・オーランド氏は、2025年末のS&P500指数を6000と予想、これは現在からの上昇率は約7%だ。投資会社のセテラ・インベストメント・マネジメントのCIOを務めるジーン・ゴールドマン氏の目標も同じだ。ゴールドマン氏は、「今後数カ月が厳しいかもしれない」と語るが、選挙後のアク抜けの上昇を予想している。ゴールドマン氏は、「抵抗が最も少ない道筋は、過去18カ月程度で大幅上昇した株式への賭け金を引き下げることだ」と言う。

とはいえ、いずれの慎重な見方も強気相場の終了を意味していない。人工知能（AI）関連取引の指標銘柄であるエヌビディアは、堅調な四半期決算を発表して売上高と利益のガイダンスを引き上げ、半導体、ソフトウェアおよび関連テクノロジーへの支出にまだ増加余地があることを示した。

市場は、テクノロジー以外のセクターの好調も示している。S&P500指数の今後12カ月の売上高予想は、年初来で約4%上方修正されている。そして、ヤルデニ氏によると、11セクターのうちエネルギーを除いて、利益予想も年初来で約9%引き上げられている。テクノロジーの上方修正率が17%とトップで、それ以外では、一般消費財の11%、金融の10%、不動産の9%が上位となっている。S&P500指数全体でみると、コンセンサス予想の増益率は第3四半期が5%、第4四半期が16%となっている。2025年のウォール街による予想増益率は15%だ。

それでも楽天的になれない理由は、増益、AIにおける経済成長率の押し上げと生産性向上、利下げによる追い風を大半を市場が織り込んだ可能性があるという点だ。S&P500指数の予想株価収益率（PER）は23倍超で、過去平均の21.5倍を上回っている。市場は、日本円のキャリートレード解消による8月のミニ暴落から急速に戻しているが、暴落は強気相場の脆弱（ぜいじゃく）性を表しているのかもしれない。

では、今はどこに投資すべきだろうか。まず、テクノロジーの超大型株以外にも幅広い投資対象があることと、AI関連取引が勢いを失いつつあるようにみえることに留意しよう。エヌビディアの株価は四半期決算を受けて6%下落し、翌日のS&P500指数は前日比横ばいで引けた。

もし、上場投資信託（ETF）のSPDR S&P 500 ETFトラスト＜SPY＞のようなインデックスファンドを保有しているのであれば、アップル＜AAPL＞、マイクロソフト＜MSFT＞、アルファベット＜GOOGL＞、アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞およびメタ＜META＞（旧フェイスブック）がファンド全体の30%を占めている。本誌が長らく助言してきたように、投資の分散は良い考えだ。ジェンセン・クオリティー・グロースETF＜JGRW＞の共同マネジャーであるケビン・ウォークッシュ氏は、「市場の数銘柄に対する集中は永久には続かない。それはバブルのように聞こえ、われわれはバブル崩壊に備えたい」と語る。

株式市場で投資すべき分野

Navigating a Rocky Road

Consider these stocks and funds as markets head into a potentially volatile stretch.

STOCKS				
Company / Ticker	Recent Price	YTD Return	Market Value (billion)	Forward 12-Month P/E
Broadcom / AVGO	\$156.93	41.6%	\$730.5	28.3
GE Aerospace / GE	173.58	71.1	188.2	38.4
Nasdaq / NDAQ	71.19	23.4	41.0	24.4
TransDigm Group / TDG	1,364.37	34.9	76.6	35.5
Zoetis / ZTS	182.89	-6.6	82.9	30.2
FUNDS				
Fund / Ticker	Recent Price	YTD Return	Yield	Expense Ratio
iShares 1-3 Year Treasury Bond / SHY	\$82.80	3.2%	4.0%	0.15%
Payden Corporate Bond / PYACX	10.02	4.8	5.0	0.66
iShares Russell 2000 Value / IWN	166.83	8.3	1.6	0.24
Utilities Select Sector SPDR / XLU	75.72	21.5	2.9	0.09
Vanguard Real Estate / VNQ	94.22	8.9	3.5	0.13

Sources: Bloomberg, company reports

ウォークッシュ氏の推奨銘柄の一つは、アニマルヘルスのゾエティス<ZTS>だ。ウォークッシュ氏はゾエティスの、犬と猫の変形性関節症に伴う痛みを治療するリブレラとソレンシアといった、比較的新しいバイオ製剤で売上高が大きく伸びる可能性があると考えている。株価は医薬品の安全性に関する懸念が重しとなっているが、ゾエティスは懸念対象の医薬品は安全で有効だと述べている。株価は年初来で7%弱下落しており、買い場かもしれない。医薬品が安全性の懸念を克服できれば、今後数年間で年率10%の増益を予想しているウォール街の目標を達成するのに資するだろう。

投資運用会社のアーティザン・パートナーズのポートフォリオマネジャーを務めるクリス・スミス氏

は、航空機エンジンメーカーのGEエアロスペース<GE>と航空宇宙部品の開発・製造会社のトランスダイム・グループ<TDG>に投資機会があるとみている。両社はエンジンと、他の航空宇宙関連部品を製造しており、補修関連売り上げは長期にわたる増収の要因になると予想されている。航空機大手のボーイング<BA>の737MAX型機の問題によって、航空各社が古い機体の長期使用を余儀なくされているため、GEエアロスペースとトランスダイムは恩恵を受けている。株価は年初来で、GEエアロスペースは71%の高騰、トランスダイムは35%の上昇となっている。スミス氏は両社について、バリュエーションが市場を大幅に上回っているにもかかわらず、株価上昇が続くと考えている。

スミス氏は、ボラティリティーと今後の利下げから恩恵を受ける銘柄も視野に入れており、証券取引所を運営するナスダック<NDAQ>や、金融サービス会社のS&Pグローバル<SPGI>や格付け機関のムーディーズ<MCO>に投資すべきだと考えている。出来高やオプション取引の増加は、ナスダックの出来高と売上高を増加させるだろう。S&Pとムーディーズは、企業の債券発行を促すと予想される利下げから恩恵を受ける立場にある。コンセンサス予想によると、S&Pグローバルとムーディーズの今後数年間の年平均増益率は14~15%だ。

さらにディフェンシブな銘柄を求めるのであれば、公益や不動産投資信託（REIT）を検討しよう。バンク・オブ・アメリカのチーフストラテジストを務めるジョー・クインラン氏は、配当利回りで知られる両セクターを選好している。現在の配当利回りは約3%だ。

公益セクターは活況を呈しており、AIを運用するデータセンターによる電力需要の急増が要因だ。電力会社のタレン・エナジー<TLN>やビストラ<VST>の株価は、年初来で100%超の上昇となっている。しかし、すべての電力会社がAIで活況を呈しているわけではない。公益セクターのPERは約19倍で、過去5年の平均並みだ。公益セレクト・セクターSPDR ETF<XLU>では、総合公益会社のネクストラ・エナジー<NEE>、サザン<SO>、デューク・エナジー<DUK>などが上位保有銘柄となっている。

REITも、利下げによって分配金が債券よりも魅力的になるために追い風を受けると見込まれる。またREITは、オフィス稼働率低下の打撃を受けている商業用不動産よりも優位にある。バンガード・リアル・エステートETF<VNQ>は、データセンターを保有するエクイニックス<EQIX>や不動産会社のプロロジス<PLD>を保有し、データセンターとEコマースに対するエクスポージャーを有する。年初来上昇率は9%で、配当利回りは3.5%だ。

他の割安な分野は小型株で、クインラン氏が選好している。SPDRポートフォリオS&P600小型株ETF<SPSM>の予想PERは17倍で、S&P500指数に対して30%のディスカウントとなっている。S&P小型株600指数の来年の増益率はほぼ19%と予想されている。

小型株ファンドを運用するロイス・インベストメント・パートナーズの共同CIOであるフランシス・ガノン氏は、小型株が利下げの恩恵を受けると予想しており、銀行のような、景気に敏感な銘柄を選好している。ガノン氏は、「今回は、リセッションを伴わない金融緩和サイクルになるだろう。FRBが利下げを開始すれば、規模の小さい銀行の立ち位置が良くなるだろう」と言う。また、製造拠点の国内回帰（リショアリング）というテーマも小型株の追い風となる。

両テーマにおける大きな振れ幅に対応する手段として、iシェアーズ・ラッセル2000・バリュエETFを検討すべきだ。金融と資本財が保有銘柄の40%を占めており、フロリダの地方銀行であるサウスステ

ート<SSB>、退職計画を提供する金融サービス会社のジャクソン・ファイナンシャル<JXN>、鉄道車両リース会社のガテックス<GATX>、海上輸送と物流サービスを提供するマトソン<MATX>が組み入れられている。

■ 利下げの影響で債券にもうま味

債券では、大幅な価格上昇は予想していないが、FRBの利下げに応じて4~6%の利回りが続く公算が大きく、価格を若干押し上げる可能性もある。

短期債や、iシェアーズ1~3年米国債ETF<SHY>のようなファンドを保有し続けることが、安全な賭けだろう。このETFの利回りは4%で、利下げで価格が上昇するだろう。投資会社のマケナ・キャピタル・マネジメントの共同CIOであるジャクソン・ガートン氏は、利回りと利下げに対する感応度を理由に、米国債2年物と短期債を選好している。

若干高い利回りを求めるのであれば、ペイデン・コーポレート・ボンド<PYACX>を検討すべきだ。投資運用会社のペイデン・アンド・レイジェルのディレクター兼グローバル・クレジット・ストラテジストのティモシー・クロマー氏は、「企業は好業績を背景にバランスシートの強化が可能となった。企業は負債を増やしておらず、以前よりも用心深くなっている」と語る。

ペイデンのファンドの保有資産の約半分は、投資適格の最低クラスのBBB-や、ジャンク債の中で最高のBB格の債券となっている。配当利回りは5%で、過去10年間で市場平均を上回るパフォーマンスを上げている。

UBXの債券ストラテジストも社債に強気で、最近のリポートで、社債と米国債の利回り格差に基づくと、「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）の8月初旬の急騰は「スプレッド拡大の前触れではない」と書いている。

■ マグニフィセント・セブンは選別投資を

さて、マグニフィセント・セブンはどうだろうか。7社合計の利益は、今年が30%、2025年は20%弱増加すると予想されており、7社に投資しないのは間違いで、選別的に投資すべきだ。ウォークッシュ氏は、アップル、マイクロソフト、アルファベットを保有しており、バリュエーションと成長見通しの組み合わせでは3社が最良と考えている。

ヘネシー・スタンスESG ETF<STNC>のマネジャーであるビル・デービス氏は、同様の理由でそれらの銘柄を保有している。しかしデービス氏は、相対的に割安なバリュエーションを理由にエヌビディアよりも半導体大手のブロードコム<AVGO>を好んでいる。AIの波の力強さが維持されれば、市場の変動にもかかわらず両銘柄の株価は好調に推移するだろう。

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

3. スーパーマーケット大手2社の合併阻止に動く米司法省 The U.S. Wants to Stop the Kroger-Albertsons Merger. スーパーマーケット業界の栄枯盛衰

[小売り]

クローガーとアルバートソンの合併計画を阻止へ



Retro AdArchives/Alamy

1883年にバーニー・クローガー氏がオハイオ州シンシナティに最初の店舗をオープンした頃、人々は食料品を買いそろえるために、肉屋、パン屋、チーズ屋と何軒もの店舗に立ち寄らなければならなかった。クローガー氏はそれらをすべて1つの場所にまとめた。「スーパー」マーケットと呼ばれる所以である。

現在、クローガー<KR>は米国最大のスーパーマーケット・チェーンであり、2番手アルバートソンズ<ACI>との246億ドル規模の合併を提案している。これが実現すれば48州に4000店舗

を展開する巨大チェーンが生まれることになるが、司法省は合併の阻止を求める訴訟の中で、実現すれば競争を阻害し、消費者と労働者に悪影響を及ぼすと論じている。

これに対しクローガーは、食料品専門の小粒企業として大手と競争しようとしているにすぎないと主張している。

双方に一理あることは、米国の購買習慣の変化を物語っている。かつて圧倒的な存在感を誇ったスーパーマーケットは、一家に必要な食料のニーズを完全に満たしてくれる普遍的な存在だったが、今では数ある買い物の選択肢の一つにすぎない。

合併後の新生クローガーは米国の食料品販売で13%のシェアを占めることとなるが、大型店舗で食品以外にも多くの商品を扱う最大手のウォルマート<WMT>の22%には及ばない。実店舗すら必要としないアマゾン・ドット・コム<AMZN>は、食品販売業者としては2番手である。また、ドラッグストア、1ドルショップ、コンビニエンスストアも競合となっている。

20世紀に隆盛を極めた地域密着型スーパー

クローガーとアルバートソンの合併は、全米で愛されてきた地域密着型店舗の多くを飲み込んできた業界再編の最新かつ最大のものとなるだろう。百貨店やショッピングモールと同様、スーパーマーケットも、変化し続ける米国の小売業界においてニッチな存在になりつつある。

バーニー・クローガー氏は、自らのグレート・ウェスタン・ティーをベーカリーや肉屋を含む総合店に徐々に転換させることで、この変遷に重要な役割を果たした。クローガー氏はさらにプライベートブランド商品を加え、やがてクローガー・グローサリー&ベーカリーのチェーンを展開するようになった。

1929年のピーク時には、クローガーはケンタッキー州、ミズーリ州、インディアナ州全域に5575店舗を展開していた。それでも当時、クローガーは食料品業界の最大手ですらなかった。それはA&Pだった。

本誌は1922年2月20日付で、「グレート・アトランティック・アンド・パシフィック・ティー社（A&P）は、世界最大のキャッシュ事業を築き上げた」として、A&Pの2億ドルの売上高は、食品販売に限らず、シアーズ、ローバック、ウールワースなど他の全ての小売業者を上回ったと報じた。

スーパーマーケットが全米を覆い尽くす中、A&Pは1960年代まで米国トップの小売業者であり続けた。セーフウェイはロッキー山脈以西を支配していたが、同時に多くの地域チェーンや単独店舗も繁栄していた。

1930年にニューヨーク州クイーンズでクローガーの元従業員によって設立されたキング・カレンは、部門の区分け、セルフサービス、割引価格、チェーン・マーケティング、量販店という五つの特徴を持つ初の「真の」スーパーマーケットとしてよく挙げられる。「世界最大の価格破壊者」を自称したキング・カレンは、大恐慌下の厳しい家計事情に適していた。

ジョー・アルバートソン氏が食料品事業に参入したのは1939年と遅かった。しかし、セーフウェイで10年以上勤務し、リージョナル・スーパーバイザーまで昇進したアルバートソン氏は、実現したいものを正確に把握していた。自身の言葉によると「アイダホ州で最大かつ最高の食料品店」である。

最初のアルバートソンズの店舗がボイジーに開店してから1年を待たずに2店舗が加わり、その名はすぐに北西部全体に広まった。その後アルバートソンズは積極的に買収を進め、1964年には南カリフォルニアのグレーター・オールアメリカン・マーケット14店舗を買収し、店舗数を116に増やした。ウォール・ストリート・ジャーナルの記事によると、1967年にはアルバートソンズは「196店舗に達し、翌年4月までにさらに18店舗をオープンする予定」となっていた。

総合小売業者とオンライン店舗の台頭

しかし、アルバートソンズが全米に勢力を広げるや、新たな競争相手が出現しつつあった。ウォルマート・ディスカウント・シティの最初の店舗がアーカンソー州ロジャーズにオープンしたのは1962年のことである。

ウォルマートが食料品分野での成長に注力していた1988年、パサディナ・グロース・ファンドのジョン・ティルソン氏はウォール・ストリート・ジャーナルに対し、「ウォルマートは最も安定したグロース企業だ。同社がこの分野で成功することを確認している」と語った。

1990年までには、ウォルマートは米国で最も収益性の高い小売業者となった。ウォルマートや会員制倉庫型スーパーのコストコ・ホールセール<COST>のような大型店舗は、衣料品、自動車部品、スポーツ用品などあらゆる小売業者から顧客を奪い、新時代の総合小売店となっていた。

1994年にオンライン書店として創業したアマゾンには、2007年にはウォール・ストリート・ジャーナルによると「食料品宅配サービスに向けて徐々に歩み出した」にすぎなかった。この歩みは2017年にアマゾンがホール・フーズを買収したことで飛躍的に進み、新型コロナウイルスの大流行によって、オ

オンラインショッピングに移行する人が一段と増加した。アマゾンでは現在、クローガーとアルバートソンズを合わせたのと同じくらいの食品を販売している。

クローガーとアルバートソンズは、一家の母親がステーションワゴンを運転してスーパーマーケットに行き、家族全員分の食料を荷台に積みこんでいた時代の名残で、今や「恐竜」のような存在だ。ラルフス、ディロンズ、ハリス・ティータ、ボンズ、セーフウェイ、そしてA&Pさえもすべて飲み込まれ、クローガーとアルバートソンズは数少ない生き残りである。

クローガーのマシュー・ウルフ弁護士は、反トラスト法裁判の冒頭陳述で「スーパーマーケットはこの食品を巡る戦いに負けている」と述べた。少なくとも大局的にみれば、ウルフ氏は正しい。

By Kenneth G. Pringle
(Source: Dow Jones)

4. 朗報が相次ぐ減量薬だが喜ぶのは時期尚早 [フィーチャー] Zepbound and Other Weight-Loss Drugs Get More Good News. It's Too Soon to Celebrate. 高い薬価を誰が負担するのか

イーライリリー、ゼップバウンドの低価格版を発売

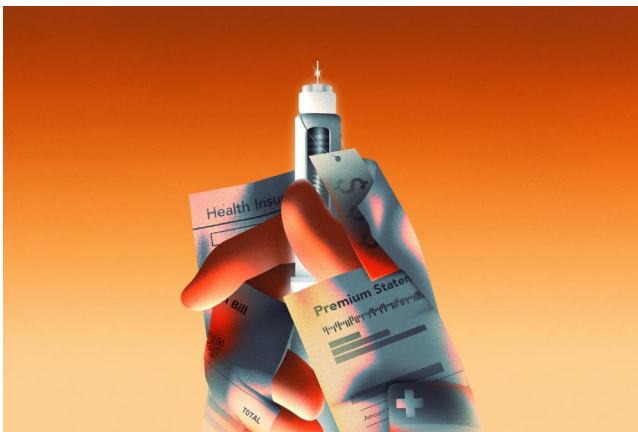


Illustration by Anna Kim

製薬大手のイーライリリー<LLY>とノボ・ノルディスク<NVO>の新しいGLP-1受容体作動薬については、良いニュースが続いている。

イーライリリーは8月27日、肥満症治療薬ゼップバウンドの低価格版を販売すると発表した。ヒムズ・アンド・ハーズ・ヘルス<HIMS>のような遠隔医療サービス会社が販売する薬局製剤の同種同効薬と競合することになる。イーライリリーは自社の薬剤が2型糖尿病の発症を予防できるという新しいデータも発表した。これは、睡眠時無呼吸症候群と心不全を対象とした

過去1年間の肯定的な治験に基づくものだ。GLP-1製剤は依存症やアルツハイマー病にも有効性があることが、初期のエビデンスから示唆されている。

一方、イーライリリーの「ゼップバウンド」と「マンジャロ」は、2年近く欠品状態が続いていたが、米食品医薬品局（FDA）により「入手可能」とされた。供給が増えたことで、GLP-1製剤は肥満やその他の病気に大きな効果を持つ画期的な治療薬として改めて注目されている。ここ数週間、ウォール街のアナリストは、イーライリリーの売上高に関する当面の予想を大幅に引き上げている。

しかし、こうした楽観論は重要な要素を見落としている。ゼップバウンドを服用するには、年間約1万3000ドルかかるのだ。本誌が約1年前に警告したように、イーライリリーとノボ・ノルディスクのGLP-1製剤のコストは、米国の医療制度に大きな負担をもたらす恐れがある。少し前まで、この問題は202

7年にピークを迎えると思われていた。今は、想定より早く到来しつつある。

ファクトセットによると、アナリストのコンセンサス予想ではゼップバウンドとマンジャロを合わせた今年の売上高は183億ドルに達するとされており、わずか1カ月前から19.6%、年初予想の122億ドルから50%それぞれ増えている。来年については、287億ドルと予想されている（前月から19.1%増加）。

イーライリリーから見れば、供給問題はほとんど過去のものとなっている。デイビッド・リックス最高経営責任者（CEO）は8月上旬、「注文があればすぐに対応できる」と投資家に述べた。イーライリリーは同じ日、2024年通年の売上高ガイダンスを30億ドル上方修正した。リックスCEOは「供給があり余っているわけではないが、製品は供給されている。しかもかなり高率で」と説明した。

減量薬への保険適用問題

The Weight-Loss Rally

Shares of Eli Lilly and Novo Nordisk have soared as their GLP-1 drugs gain increasing acceptance as a treatment for obesity and other diseases.

— Eli Lilly / LLY — Novo Nordisk / NVO



Source: FactSet

しかし、アナリストや投資家は先走り過ぎかもしれない。医療の現場では、患者がこれらの薬を手に入れるには依然として非常に大きな問題が残っている。

ボストンにあるブリガム・アンド・ウィメンズ病院のキャロライン・アポビアン医師によれば、減量薬を服用できるはずの患者の40%が保険適用を拒否されているという。FDAはゼップバウンドの投与

をBMI指数30、またはBMI指数27で一つの体重関連疾患を持つ患者に承認している。しかし、アポビアン博士は「保険会社によっては、（かつて病的肥満と呼ばれていた）BMI指数が40以上の患者に適用を制限している」と語る。

4月には、ノースカロライナ州の公務員が加入する健康保険が、減量治療薬としてのGLP-1製剤に保険の適用を継続すれば、すべての保険加入者が支払う毎月の保険料が2倍になるとして、同薬を保険適用の対象外とした。

他にも、単にこの薬の支払いを拒否することでこの問題に対処している保険もある。ヘルスケア政策団体であるKFFは6月、医療保険制度改革法に基づく保険市場で提供されている保険のうち、ノボの減量治療薬のブランド名である「ウゴービ」を保険の適用対象としているのはわずか1%であることを明らかにした。

イーライリリーの広報担当によれば、保険適用の改善は進んでおり、米国の雇用主の半数以上が肥満治療薬を保険対象とすることを選択しているという。ノボの経営陣は8月初め、投資家に対し、米国では5000万人以上がウゴービに保険を適用できると述べた。

メディケア（高齢者向け医療保険制度）に関しては、連邦政府は公式には減量薬の支払いを禁じられている。だが、実際は、心不全や睡眠時無呼吸の一般的な症状を含む他の病状を併発している場合、ゼップバウンドとウゴービはメディケアの適用対象として承認されるため、その制限は緩和される可能性がある。メディケアはすでに、心臓発作や脳卒中のリスク低減を目的とするウゴービの処方に対して、一部の患者に保険適用を認めている。メディケア市場の今後の動きは予測しがたい。

イーライリリーが8月27日に発表したゼップバウンドの廉価版は通信販売での入手が可能で、容量によって月額400ドルと550ドルの2種類がある。バイアル瓶入りは少量で、別途、針が必要だが、イーライリリーは従来のオートインジェクター型（ペン型容器）の50～60%割引で販売することで、GLP-1製剤の薬価に対する保険会社の懸念が和らぐことを期待している。

肥満行動連合（Obesity Action Coalition）のCEOであるジェームズ・ゼルボス氏はイーライリリーのリリースで、「肥満治療薬に対する保険適用の拡大と手頃な価格は、肥満を抱える人々にとって極めて重要だ」と述べている。

自殺との関連性が再浮上

GLP-1製剤に関する最近の臨床データは印象的なものが大半だが、最近の研究によって、この薬が一部の患者に自殺願望を引き起こしているのではないかと懸念が再浮上した。他の研究や規制当局による調査は、自殺との関連を否定している。しかし、世界中で報告された副作用の新たな分析は、ノボの減量薬と自殺願望に関連性が疑われることを指摘し、再び疑問を投げかけた。懸念が解消されなければ、肥満治療薬の使用は縮小する可能性もある。

ノボは、GLP-1製剤が表示通りの用法で、免許を持つ医療専門家のケアの下で服用された場合の安全性と有効性を保証する、としている。今のところ、投資家は薬に関する潜在的な懸念や、医療制度が費用を負担できるかどうかをほとんど問題視していない。

押し上げられる株価

イーライリリーの株価は過去3カ月間で21%上昇し、年初来では64%上昇している。米国の非ハイテク企業としては初めて、時価総額が1兆ドルに届く勢いだ。一方、ノボは欧州最大の企業となった。ノボの米国預託株式は今年30%上昇している。

減量薬は市場と世界を席巻した。その影響は極めて大きいかもしれないが、数十億の売り上げを誰かが支払うことになるはずで、今のところ、誰もその支払いを引き受ける準備ができていない。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

5. 米国の景気後退を止められるのは消費者だけだ

[経済政策]

Shoppers Are the Only Thing Standing Between the U.S. and a Recession
綱渡りのFRB

引き続き堅調な個人消費



Michael M. Santiago/Getty Images

米消費者は以前に比べて、支出に対して控えめかつ慎重になったが、それでも支出をやめたわけではない。個人消費のおかげで米国経済は活気を保っている。今、重要な問題は、消費者がいつブレーキをかけるのか、本当にかけるのかだ。

米国経済の主役は個人消費だ。国内総生産（GDP）の約3分の2は、個人の所得とその消費に結びついており、その他（ビジネスの健全性を示す指標、増え続ける政府債務、株式市場の記録など）は脇役にすぎない。そして、消費者の力

強さに懸念があるものの、個人消費は引き続き増加している。米商務省経済分析局が29日に発表した最新の数字では、4～6月期の個人消費（改定値）は前期比年率で速報値の2.3%から2.9%に上方修正された。これにより、第2四半期の実質GDP成長率も2.8%から3%に上方修正された。

オバマ政権において大統領経済諮問委員会の委員長を務めたハーバード大学の経済学者、ジェイソン・ファーマン氏は「全体的に経済は良好な状態にある」とX（旧ツイッター）に投稿した。

消費の中身が変化

消費者が支出を続けている事実は重要だが、何に支出しているかも重要である。発表された第2四半期のGDP統計によれば、住宅リフォームやエアコンなどの住宅設備の購入は減少している。また、百貨店での買い物も同様である。その代わりに、支出はレストランやブロードウェイのショーに向かっていく。旅行も引き続き好調であるが、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）後の「リベンジ旅行」により人気の観光地が混雑していた頃ほどではない。このような消費動向は、消費者が2

021年より控えめになったとはいえ、豊かな生活を楽しんでいるが、景気後退が訪れる可能性に備え慎重になっていることを反映している。

■ 年後半は景気減速予想

悪いニュースは、個人消費の伸びが今年後半に著しく鈍化する可能性があることだ。エコノミストは、第3四半期のGDP成長率が季節調整済み前期比年率で2.3%となり、その後、第4四半期には1.8%に減速すると予測している。これは、ブルームバーグが61の調査機関から得た予測の中央値である。

最新の雇用データを考慮すれば、この見解は理にかなっている。29日に発表された8月24日に終わった週の新規失業保険申請件数は23万1000件だった。8月は約23万件/週で推移しており、年初の20万件/週から増加している。失業率は歴史的に見れば依然として低水準だが、2023年1月の3.4%から4.3%まで上昇し、米連邦準備制度理事会（FRB）が景気後退のシグナルとして参考にする「サム・ルール」が発動した。

これらが労働市場の単なる正常化の兆候なのか、それともより深刻な問題の前兆なのかはまだ分からない。いずれにせよ、労働市場で徐々に進行する変化は米国人の失業への恐怖をあおっており、ニューヨーク連邦準備銀行が最近行った労働市場調査によれば、その懸念が過去10年で最も高まっていることが示された。9月6日に発表される8月の雇用統計は、労働市場がどれほど軟化しているかを明らかにするだろう。就業者数が減れば減るほど、最終的に消費に回るお金も少なくなる。

■ FRBの利下げ、個人消費と雇用を支えられるか

しかし、FRBはこれに対して何かすることが可能かもしれない。FRBが9月の米連邦公開市場委員会（FOMC）で利下げを決定することは広く見込まれており、借入金利を下げて消費支出を支援することで、労働市場を下支えすることが可能だ。パウエル議長とFOMCメンバーは、特にインフレが目標の2%にかなり近づいている現在、労働市場の健全性により注目していると発言している。

0.25%を超える利下げは有効かもしれないが、それはFRBが経済について懸念を抱いていることを示唆する可能性もある。一方で、高金利が長引いたことで失業率がさらに上昇すれば、FRBの二つの使命（デュアル・マンドート）の失敗を意味し、ソフトランディング（軟着陸）への希望はついえることになる。

FRBは綱渡りを強いられており、渡り切れるかどうかは消費者にかかっている。

By Karishma Vanjani
(Source: Dow Jones)

6. S&P500指数は6000の大台乗せの可能性

[米国株式市場]

Why the S&P 500 Could Hit 6000 by Year End.

ハイテク株の押し目買い、景気敏感株の強さも注目

半導体銘柄の反発がカギに



Joel Saget/AFP via Getty Images

前進するためには一歩後退しなければならないこともある。S&P500指数がそうで、先週の上昇率はわずかだったが6000への道のりは順調のようだ。

先週の主要株価指数を見ると、S&P500指数は0.2%高の5648.40となった。ダウ工業株30種平均は0.9%上昇して4万1563ドル08セントで引けた。ナスダック総合指数は0.9%安の1万7713.62となった。予想を上回る業績と業績見通しにもかかわらず下落したエヌビディア<NVDA>が重しとなったからだ。小型株のラッセル2000指数は0.1%未満のわずかな下落となり、2217.63で週末を迎えた。

こうした状況でもS&P500指数は5600台にあり、6000まであと7%に迫っている。6000までの道筋として第一に考えられるのは、ハイテク株の下落が押し目買いを誘いハイテク株の上昇につながるの見方で、これは言わずもがなである。ハイテク株の押し目買いが起きる理由はエヌビディアが売られた理由を考えれば分かる。エヌビディアの下落は、主に人工知能（AI）向けの半導体である「ブラックウェル」の出荷遅延によるものだが、数カ月の遅れで出荷される見通しだ。来年の売り上げと利益の伸びは減速するとみられているが、それでも利益は2桁成長すると予想されている。

そうであれば、特に上場投資信託（ETF）のiシェアーズ・セミコンダクターETF<SOXX>が今年7月のピークからすでに14%下落していることから考えても、半導体株は魅力的だろう。このETFは12カ月前の予想利益に対する株価収益率（PER）が24.8倍となっており、今年これまでの29.7倍から低下している。さらに、2025年の予想利益に対するPERはわずか22倍で、S&P500指数の21.3倍に対する上乗せ幅は1ポイント未満だ。ファクトセットによると、半導体セクターは過去3年間、S&P500指数のPERに対して最大9ポイントも上回る水準にあった。S&P500指数の時価総額の約10%に相当する半導体銘柄が反発すれば、年末までに6000に達する可能性に近づく。

景気敏感株の上昇も強気の見方支える

ただし、株式市場にはハイテク銘柄以外にも、特に米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げを背景に成長する経済から恩恵を受ける企業が多くある。8月30日に発表された個人消費支出指数は、インフレと景気の両方が減速していることを示している。これはFRBが9月に利下げを開始するのに十分な数字であると同時に、経済成長の鈍化を心配するほどではなかった。

9月の米連邦公開市場委員会（FOMC）前に発表される最後の主要経済指標は、9月6日に発表予定の8月の雇用統計だ。8月の非農業部門就業者の増加数は20万人を下回ると予想されているが、これは市場が期待する「（景気が）弱過ぎも強過ぎもしないゴルディロックス（適温）経済」に相当する。金融緩和が景気拡大を促進するため、金融、素材、資本財の各セクターが先週堅調だったように、各セクターの利益成長にも良い兆しが見えてくるだろう。

Market Snapshot



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「FRBの政策転換が迫っている現在、より伝統的な銘柄（バリュー株）へのローテーションが起きており、これがS&P500指数が6000となる計算の道筋だ」と述べる。

増益基調を背景に早期の6000到達も

全体として、市場は利益の伸びが続くと確信していれば問題ない。ファクトセットによると、S&P500指数の1株当たり利益は2025年に278ドルに達すると予想されている。この予想は、S&P500指数が次の大台に到達するために上方修正は必要ないほど十分な数値だ。年末までにS&P500指数が6000に達するということは、その時点のPERが21.6倍になることを意味し、これはFRBの利下げ見通しが明確になる前の今年これまでの高値21.8倍を少し下回る水準だ。

もちろん過去を振り返ると9月は株式にとって厳しい月であり、その通りになれば6000の大台への期待が来年に先延ばしになる可能性はある。それでも2025年末には、現在311ドルとなっている2026年の予想利益が市場に織り込まれる。来年末までに6000の大台に乗せるためには、この予想利益に対して19倍のPERで十分だということになる。

カタリスト・キャピタル・アドバイザーズのデービッド・ミラー最高投資責任者（CIO）が言うように「S&P500指数が6000に到達するのにそれほど時間はかからない」のだ。

思っているより簡単なのかもしれない。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

7. スーパー・マイクロが空売りで急落

[投資戦略]

A Short-Seller Tanks Super Micro Stock. It Has Bigger Problems.

AI関連株の寵児が抱える大きな問題

空売り筋ヒンデンプルグのレポートとは



David Paul Morris/Bloomberg

1937年、ニュージャージー州マンチェスター・タウンシップ上空で、7百万立方フィートの水素が引火し、近くで映画用カメラが回る中、フットボール場ほどの大きさのドイツの飛行船が30分で墜落した。ある放送関係者は、「これは私が目撃した中で最悪の出来事だ」と語った。

ヒンデンプルグという船名は、想像通り、人気ブランドとして定着することはなかった。ヒンデンプルグという名前を投資ビジネスに使いたくはないだろう。空売り筋なら話は別だ。この空売り筋という連中は、株価が下落することに

賭け、その後、仕掛けた株が厳しい災いとなることを他人に納得させるレポートを発表する。

ヒンデンプルグ・リサーチという空売り業者が、サーバーメーカーのスーパー・マイクロ・コンピューター<SMCI>という人工知能（AI）の波に乗り高値となった銘柄を狙っている。筆者は4年前の本誌コラムで、ヒンデンプルグの辛辣なレポートに反発していた電動トラックの新興メーカー、ニコラ<NKLA>の創業者であるトレバー・ミルトン氏との対談の記事を書いた。ミルトン氏は、ニコラの株式を購入した投資家は、「これまでに経験したことのない楽しい乗り物に乗ることになる」と言った。筆者は、読者には「この楽しい乗り物には乗るな」と勧めた。株価は99%下落した。ミルトン氏は昨年末、証券詐欺と通信詐欺で有罪の判決を受け、禁錮4年を言い渡された。

ヒンデンプルグは昨年5月、株式公開されている投資会社アイカーン・エンタープライゼズ<IEP>の株価が、「75%もつり上げられている」と主張するレポートを発表した。現在、74%下落している。

ヒンデンプルグが8月27日に発表した最新のレポートでは、スーパー・マイクロに「未公表の関連当事者取引の証拠」を含む「明白な会計上の赤信号」を発見したと主張している。スーパー・マイクロはコメントを発表していないが、8月28日の提出書類の中で、「財務報告に関する内部統制のデザインと運用の有効性」を評価するために年次報告書を延期すると述べている。株価は3月の1200ドルを超える高値から、直近では440ドルまで暴落している。

スーパー・マイクロはミーム株

ヒンデンプルグの具体的な主張の是非はさておき、空売り攻勢のずっと前にスーパー・マイクロに弱気に転じた人物に、他の株の暴落を回避するヒントを求めてみよう。金融サービス大手サスケハナ・フィナンシャル・グループのメフディ・ホセイニ氏は、電気工学を学び、ナショナル・セミコンダクター（現在はハイテック大手テキサス・インスツルメンツ<TI>傘下）で半導体を設計した後、株式アナリストになった。ホセイニ氏は2013年からスーパー・マイクロをフォローしており、昨年末の売り

は早かったが、その後の株価の動きはファンダメンタルズに基づいた取引ではなく、「これは（インターネット情報で人気を集める）ミーム株の一種だ」と言う。

スーパー・マイクロは、「最も幅広いAIシステムとソリューションを提供する」と言い、今の時代に理想のように聞こえる。しかし、米半導体大手のエヌビディア<NVDA>はAIについてもっと多くのことを知っている。研究開発費を比較すれば、それは明らかだ。スーパー・マイクロの直近の会計年度の暫定決算では、研究開発費が3億4800万ドルで売上高の2%であるのに対し、エヌビディアは60億ドル超で売上高の10%相当だ。この2社がAI拡大競争にもたらすものがほぼ同じとは言えない。

スーパー・マイクロは、他メーカーが供給する主要な部品を自社ブランドの箱に入れてコンピューター・システムを製造している。エヌビディアとの提携により、スーパー・マイクロはAI関連株の寵児（ちょうじ）となった。しかし、ホセイニ氏は、「イノベーションのほとんどは、エヌビディアとその半導体製造パートナーである台湾積体電路製造（TSMC）<TSM>の『上流』で起きている。スーパー・マイクロは実際にイノベーションを生んでいるわけではなく、運転資金をコミットする受託製造企業なのだ」と言う。言い換えれば、スーパー・マイクロは、メモリー、ストレージ、ケース、ネジなど、エヌビディアのようなパートナーが高価値の半導体をより多く販売するために必要なものは何でも前払いで用意するということだ。これは、価格決定力が制限された比較的弱い存在だ。また、急成長期には高コストとなる。

フリーキャッシュフローで検証

スーパー・マイクロの直近の会計年度の売上高は、公式のものではなく暫定的なもので、あまり当てにならないが、149億ドルに倍増した。利益は13億4000万ドルと一見すると堅調だ。しかし、フリーキャッシュフローは26億ドルの赤字となった。ホセイニ氏は、8月7日付の投資家向けノートのタイトルで、「売上高倍増のために、20億ドル超のフリーキャッシュフローの赤字が必要だろうか」と問いかけ、スーパー・マイクロは今年、転換社債の発行と増資で資金調達したが、もっと資金が必要かもしれないと書いている。

利益とフリーキャッシュフローは、長期的にほぼ同じものを表す指標だ。ただ、利益は、株式投資家が売り上げと費用を比較しやすいように、売り上げの計上と関連費用の計上のタイミングがきちんと一致しているように見せる。フリーキャッシュフローは、そのように見せることはない。30年近く前の画期的な会計研究によると、「アクルーアルズ（会計上の利益とキャッシュフローの差異）」が多い企業、すなわち多い利益を計上するがフリーキャッシュフローが少ないと考えられる企業は、平均して株式リターンが低いという結果が出ている。最近の研究では、この「アクルーアルズのアノマリー（例外）」が弱まっていることが示唆されている。恐らくヘッジファンドがこのアノマリーを利用して取引しているためだろう。

しかし、フリーキャッシュフローは依然として利益に対する有効な検証材料だ。動画配信大手のネットフリックス<NFLX>がそうであったように、頻繁にキャッシュを消費する企業は、成長への大胆な賭けを行い、それが見事に報われるかもしれない。しかし、そうならないかもしれない。

ホセイニ氏は、非難は脇に置き、スーパー・マイクロの暴落に誘惑されたとしても、今のところは分かっていることだけで判断するようと言う。スーパー・マイクロは2018年、財務報告の遅れを理由にナスダック市場から上場廃止となり、翌年に業績を修正した。当時の経営陣の一部は再雇用されて

いる。創業者が最高経営責任者（CEO）と会長を兼任しており、取締役会の独立性が制限されている。

また、ホセイニ氏は、「スーパー・マイクロの顧客はこうした不正のせいでこのパートナーを見捨てるかもしれない」と言う。言い換えれば、ヒンデンプルグの主張がどうであれ、それはスーパー・マイクロの売上高にとっては大惨事となる可能性があるということだ。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

8. 株価暴落のデクスコム、新製品で巻き直しなるか

[米国株式市場]

DexCom Stock Got Crushed After an Earnings Miss.

2型糖尿病市場の開拓に成功すれば株価反発も

新製品ステロの発売開始



Ben Birchall/PA Wire/Zuma Press

持続血糖測定（CGM）器などを手掛ける米医療機器メーカー、デクスコム＜DXCM＞は、新規成長分野における投資の失敗により株価が暴落した。新製品が投入され、現在、株価は反発の機運をうかがう局面だ。

デクスコムは、主に糖尿病患者向けにCGM機器を製造する。糖尿病患者数は世界で5億人以上に上り、CGM市場を支配するのが、デクスコムと製薬大手のアボット・ラボラトリーズ＜ABT＞だ。デクスコムは、今年CGM機器を300万人をやや下回る患者向けに販売すると見込

まれるが、それだけに成長余地は大きい。デクスコムは、26日に2型非インスリン糖尿病患者や前糖尿病患者向けに、CGMの新製品ステロの発売開始を発表した。

デクスコム株は今年、大幅に下落している。控えめに言って、4～6月期の成長が失望されたことによるものだ。1株当たり利益（EPS）が43セントと予想を5セント上回ったのは、予想より経費が抑えられたためだ。売上高10億ドルは前年同期比15%増だが、アナリスト予想の10億3700万ドルには届かなかった。

経営陣は2024年の売上高の伸び率のガイダンスを引き下げ、2024年度通期売上高は40億ドルを少し上回る程度になると示唆したこと、アナリストはそれを受けて、2025年の売上高予想を9%引き下げ64億ドルとした。人件費や研究開発費（R&D）の高騰から収益性が圧迫されることを踏まえ、アナリストは2025年の通期予想EPSを2.01ドルへとさらに大幅に下方修正した。株価は41%下落し、7月26日には65ドルをつけ、それ以来横ばいが続いている。

問題は、デクスコムの経営陣が営業部隊の管理方法を誤ったことに起因する。医師と長年の関係を維持する営業担当者を新規の2型糖尿病患者を獲得するために新規開拓ヘシフトさせたのだ。世界の糖尿

病患者の大半が2型糖尿病患者であることは間違いない。カウエンのアナリスト、マット・テイラー氏は、「しかし、この営業シフトにより、デクスコムは、信頼関係を構築していた医師からあまりにも多くの営業担当者を引き離してしまった」と指摘する。そのため、デクスコムは決算説明会で、耐久性のある医療機器の販売チャネルにおいて顧客の市場シェアを失った、と説明する羽目になった。耐久医療機器の販売チャネルには、減収の大きな割合を占めるさまざまな医療製品を販売する店舗も含まれる。

朗報もある。デクスコムは、新規の2型糖尿病患者を獲得することも含め、営業部隊の効率的活用の必要性を認めている。ジェレミー・シルベイン最高財務責任者（CFO）は、4〜6月期決算発表の場で、新たなビジネスチャンスを開き下げることに言及して、「弊社チームがこの1カ月で絞り込んだいくつかの重点領域で、営業部隊が効率性を高めていくなかで、今後成果をはっきり示していくことができるだろう」と語った。

2型糖尿病患者向け事業の可能性は大きく、デクスコムがそうした機会を捕捉する能力には現実味がある。

成長加速ならデクスコム株は割安

デクスコムは、ステロが1億2500万人に救いの手を差し伸べることになる」と発表した。そこには数千万人の2型非インスリンとそれ以上の前糖尿病患者のアメリカ人が含まれる。ステロはスマートフォンのアプリに接続して、パーソナライズされた経験を提供し、正確な血糖値追跡結果を記録し、使用期間は15日間だ。テイラー氏は、現在は保険適用対象外だが、向こう2年のうちには保険適用対象となる可能性が高い、と語る。費用は年1000ドルをやや上回る程度で、保険会社にとっては通院で高額な保険料を支払う回数が減れば、コスト効率が向上する。

保険対象になれば、デクスコム株にとっては一つのカタリスト（株価上昇要因）になる。デクスコムは、製品の使用期間が長くなれば恩恵を受けることになる。デックスコムの製品には使用期間が12日に満たないものもあるが、アボットの機器は約14日間使用できる。デクスコムがアボット並みに使用期間を伸ばすことができれば、機器の製造個数を減らし、費用削減につながり、患者1人当たりの年間価格を維持し、粗利益率を大幅に高めることができる可能性がある。

デクスコム株は、現在、12カ月予想のEPSに基づく株価収益率（PER）が37倍だが、株価下落前のPERは52倍だった。ファクトセットによれば、PEGレシオ（株価収益率/利益成長率）は向こう5年間にアナリストが予想する年間EPS成長率20%に対して2倍をやや下回る。S&P500指数のPEGレシオもわずかに2倍を下回るが、PERは21倍だ。もちろん、デクスコム株の利益成長がS&P500指数を上回れば、株価も大きく上昇するだろう。

BTIGのアナリスト、マリー・ティバルト氏は、「もし、年末までに決算がガイダンス並になるか上回ってくれば、PER37倍は大安売りに見える」と指摘する。

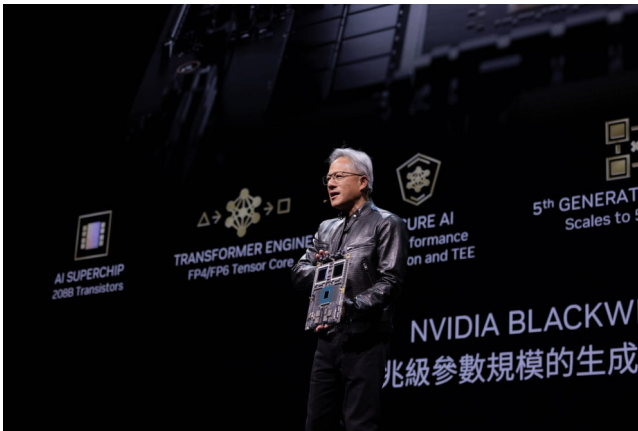
デクスコム株には癒（いや）が必要だ。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

9. エヌビディアの成長力は健在 Nvidia's Next-Generation Chip Will Fuel the AI Boom 次世代プラットフォームBlackwellがAIブームをけん引

[ハイテク]

投資家は短期的業績に左右されるべきでない



Courtesy Nvidia

8月28日、米半導体大手エヌビディア<NVDA>の株価は決算発表を受けて下落した。だが投資家は、短期的な業績に伴う株価の変動を気にすることなく、人工知能（AI）ブームを支えるインフラ投資熱の盛り上がりと、エヌビディアが投入する次世代画像処理半導体（GPU）に注目すべきだ。

エヌビディアの5～7月期（第2四半期）の売上高は前年同期比122%増の300億ドルとなり、中でもデータセンター事業の増収率はAI需要にけん引されて同154%を記録した。第3四半期の業

績ガイダンスもウォール街の予想を上回る堅調な内容だった。500億ドル規模の新たな自社株買いプログラムが取締役会で承認されたことも発表された。

だが、決算発表後の時間外取引でエヌビディアの株価は最大6%下落した。一部のメディアはその要因を、コンセンサス予想に対する業績の超過幅がそれまでの数四半期を下回ったせいだと指摘した。

積極的なAIインフラ投資計画は損なわれていない

だが、今回の決算の内容と、次世代のGPUプラットフォームであるBlackwell（ブラックウェル）に関するエヌビディアのコメントを踏まえると、エヌビディアに対する市場の懐疑的な見方は不当だと考える。

第一に、エヌビディアの大口顧客であるアルファベット<GOOGL>やマイクロソフト<MSFT>およびメタ<META>（旧フェイスブック）といった大手ハイテク企業の積極的なAIインフラ投資計画には高い確実性がある。マイクロソフトは、クラウドサービス部門Azure（アジュール）のAIサービス提供能力に制約があり、需要を十分に満たせていないと述べ、一方メタの経営陣は来年のAIインフラ投資を「大幅に増やす」予定だと明言した。

Blackwellの出荷は第4四半期に本格化

投資家が抱いていたもう一つの大きな懸念はBlackwellの出荷時期の遅れである。エヌビディアは28日の決算説明会で、生産の歩留まりを向上させるため、ウェハーへの半導体回路パターンの投影に使用するフォトマスクの設計を修正する必要があることを認めた。しかし、投資家にとっての良いニュースは、フォトマスクの修正は完了しており、第4四半期はBlackwellの出荷によって「数十億ドル」規模の売上高がもたらされ、その後の数四半期は生産量が順次増加する見通しであることだ。ファン

最高経営責任者(CEO)は発表で「Blackwellはこの業界にとってゲームチェンジャーになるだろう」と強調した。

飛躍的な性能向上が旺盛な需要を支える

Blackwellへの需要が生産能力を上回ると予想される大きな理由は、この次世代プラットフォームの性能の高さにあると思われる。業界標準のベンチマークツールMLPerfによる機械学習アプリケーションの性能評価を行う業界コンソーシアムMLCommonsが先週発表した評価結果によると、BlackwellのAIモデルの推論実行速度は前世代GPUの最大4倍だ。

Blackwellの正確な出荷時期の遅れが数週間であれ数カ月間であれ、GPUの需要が堅調に推移し、エヌビディアが2025年を通して力強く成長し続ける限り、長期的にはあまり問題にならない。

TDカウエンのアナリスト、マシュー・ラムゼイ氏は顧客向けレポートで、「[GPUを用いた]アクセラレーテッド・コンピューティングと生成AIが同時に加速する初期の段階で、GPU市場のリーダーであるエヌビディアの四半期決算は予想を大きく上回り、ガイダンスは大幅に引き上げられた」と述べ、「データセンターコンピューティングが過去最大のペースで拡大する」局面で起きた出荷時期のささいな遅れは今では解決していると付け加えた。

最新の証拠はいずれも、来年に向けたエヌビディアの成長力が高まりこそすれ、悪くはないことを示している。

By Tae Kim
(Source: Dow Jones)

10. 企業による価格つり上げは確証がない The Elusive Proof Behind Charges of Corporate Price Gouging 価格上昇イコール価格つり上げは誤り

[経済関連スケジュール]

価格つり上げが選挙の争点に

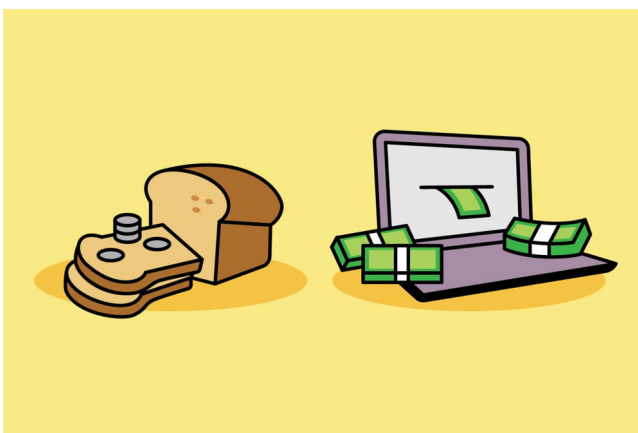


Illustration by Elias Stein

主に食料品をめぐる価格つり上げが選挙戦の争点として浮上している。しかし、その証拠をつかむのは困難だ。インフレに伴って消費者製品に使われるものはすべて値上がりしている。しかし、S&P500指数構成銘柄の平均マークアップ率（販売価格と原価の差の割合）は54%で、5年前の51%からわずかな上昇にとどまっている。

もちろんマークアップにはばらつきがある。ブルームバーグによれば、生活必需品（食料品ビジネス）では、平均マークアップは5年前より

下がっており、平均純利益率は0.3%ポイント低下した。消費者が価格つり上げを確信しているケース

でさえ、その兆候はほとんど見られない。チケットプラットフォームのチケットマスターを傘下に置く大手娯楽企業、ライブ・ネーション・エンタテインメント<LYV>は、2023年の売上高が過去最高を記録し、2019年と比較して約100%増加したと報告したが、それでも利益率はわずか1.4%だった。

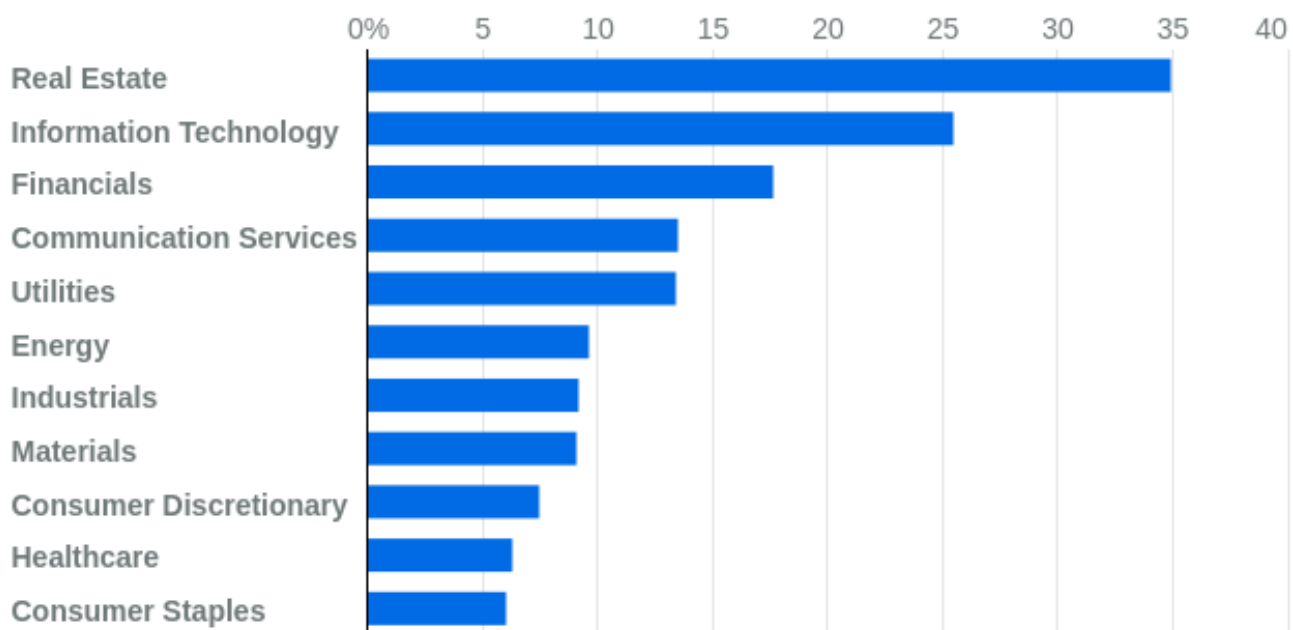
S&P500構成銘柄の過去12カ月間の利益率は10.8%で、5年前の10.1%から上昇した。価格改定が一助となり、より多くの利益を上げている企業は主にハイテク企業である。ブルームバーグによれば、米半導体大手のエヌビディア<NVDA>の過去12カ月間の粗利益率（価格決定力を示す）は平均75%で、過去5年間で14%ポイント上昇した。

しかし、これはハイテクに限ったことではない。米農業機械大手のディア<DE>は5年間で粗利益率を8%ポイント、レストランチェーンのチポトレ・メキシカン・グリル<CMG>は10%ポイントも引き上げた。価格上昇は必ずしも価格つり上げを意味するものではない。顧客にとって、結局のところ価値が問題なのだ。

先週の出来事

Where the Margins Are

Margins vary significantly across sectors, with real estate and tech leading, and consumer staples trailing.



株式市場

週末にイスラエルとイスラム教シーア派組織ヒズボラの緊張が高まり、原油価格は急騰した。利下げ期待で金は上昇したが、ビットコインは下落した。エヌビディアは売上高と利益を倍増させたが、人工知能（AI）に対する市場の不安から株価は7.7%下落した。4〜6月期の経済成長率（前期比年率換算）は3%、7月の個人消費支出（PCE）物価指数は前年同月比で2.5%上昇にとどまった。レイバー・デー祝日（2日）を前にした週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は0.94%上昇、S&P500指数は0.24%下落、ナスダック総合指数は0.92%下落した。

企業動向

- ・アップル<AAPL>の最高財務責任者を長年務めてきたルカ・マエストリ氏は2025年初めに退任し、コーポレートサービスのチームを統括する。
- ・石油大手のエクソンモービル<XOM>の予測によると、世界の石油需要は2050年まで変わらない。
- ・中国による半導体材料の輸出規制は欧米メーカーに打撃を与えている。
- ・米航空宇宙機器製造大手ボーイング<BA>製の有人宇宙船スターライナーは、2人の宇宙飛行士を乗せずに国際宇宙ステーションから帰還する。2人の宇宙飛行士はスペースXの宇宙船で2025年2月に帰還するまで待機する。
- ・米投資・保険持株会社、パークシャー・ハサウェイ<BRK>が時価総額1兆ドルを達成。
- ・ブラジル最高裁は、偽情報をめぐる対立を受けて、米起業家のイーロン・マスク氏が会長を務めるX（旧ツイッター）に対してブラジルでのサービス停止を命じた。

M&A（合併・買収）など

- ・米連邦取引委員会（FTC）は、米大手スーパーマーケット・チェーンであるクローガー<KR>による同業アルバートソンズ<ACI>S買収案件（250億ドル規模）に対する訴訟をオレゴン州で開始した。
- ・エドガー・ブロンフマン・ジュニア氏は、米メディア大手パラマウント・グローバル<VIAC>と、その親会社であるナショナル・アミューズメンツへの60億ドルの買収案を取り下げた。
- ・日本のコンビニ大手、セブン&アイ<3382>は、日本の外為法における「コア業種」分類への格上げを申請している。コア業種では出資比率が10%以上の場合、買い手には事前の通知と日本の財務省の審査が義務付けられており、カナダのコンビニ大手、アリマントーション・クシュタール<ATD>の買収案に対する防衛となる。
- ・アメリカン・フットボールの組織であるNFLは、「推奨される」プライベートエクイティ企業が、個々のチームの株式を最大10%保有することを許可した。

今週の予定

- 9月2日（月）：レイバー・デー祝日のため、株式・債券市場は休場。
- 9月3日（火）：米サプライ管理協会（ISM）が8月の製造業およびサービス業の購買担当者景況指数（PMI）を発表する。製造業PMIのコンセンサス予想は47.5、5日（木）に発表されるサービス業PMIは51と予想されている。比較のため、7月はそれぞれ46.8と51.4であった。
- 9月5日（木）：S&P500指数構成銘柄の95%以上が決算発表を終え、第2四半期の決算シーズンはほぼ終了する。2023年第2四半期と比較すると、売上高は5%近く増加し、利益は約9%増加した。半導体メーカーのブロードコム<AVGO>はこの日決算を発表する。
- 9月6日（金）：米労働統計局が8月の雇用統計を発表する。エコノミストの予想では、8月の非農業部門就業者数は15万5000人増。7月は11万4000人増にとどまった。失業率は4.3%から4.2%に低下すると予想されている。7月の雇用統計は予想を下回り、8月初旬に株価を3日続落させた。

A Stable Trend

Net profit margins are up less than one percentage point through the pandemic years and subsequent inflation.



統計と数字

100万人：ロング・コビッド（新型コロナウイルス感染症の後遺症）に罹患し、離職を余儀なくされた米国人の推定数。

9：ひところ活況を呈した高級時計の中古市場において、連続して価格が下落した四半期数。

5.3%：7月に複数の仕事を持っていた米国人労働者の割合。コロナ禍中の2020年4月の最低値4%から上昇。

6億4700万トン：2023年にカナダで発生した山火事で放出された二酸化炭素（CO₂）排出量。昨年の中
国、米国、インドの年間排出量に次ぐ規模。

By Al Root
(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』 2024/09/01

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 © 2024 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます