

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2024/10/06

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. テスラのロボタクシー発表イベントはマスク氏の今後を左右する - Tesla Robotaxi Day Is a Make or Break Moment for Elon Musk [カバーストーリー]
単なる自動車会社ではないことを納得させられるか P.1
2. 高配当利回り株ファンドと中国株ファンドが急上昇 - Dividend and China Funds Come Roaring Back as Nvidia Stalls [ファンド]
FRBの利下げで市場のセンチメントが一変 P.6
3. バンガードの新CEOの壮大な計画 - Vanguard Wants to Shake Up Investing Again. Its New CEO Has Big Plans. [ファンド]
インデックスファンドで知られる大手資産運用会社、アクティブ投資に拡大余地 P.9
4. 株式をアウトパフォームしている金、投資する前に理解すべきこと - Gold Is Beating Stocks. 5 Things to Know Before You Buy. [フィーチャー]
金相場を動かす要因と投資戦略 P.16
5. 肥満治療薬GLP-1の模倣薬が市場を席巻 - GLP-1 Drugs Are Everywhere Now. How the Copycats Took Over. [フィーチャー]
承認薬の供給不足に対する特例措置に原因 P.19
6. FRBの利下げは妥当 - A Former Fed Vice Chair Sizes Up Rates, the Economy, and Powell [インタビュー]
元FRB副議長のファーガソン氏に聞く P.22
7. インフレの鎮静化はまだ。異論唱えたボウマン理事が正しかった - Inflation Isn't Tamed Yet. The Loneliest Fed Governor Was Right. [コラム]
米景気は依然底堅い P.25
8. 強い雇用統計でもFRBが利下げを止めそうにない理由 - Jobs Are Plentiful, and Wages Are Up. That's a Recipe for More Rate Cuts [経済政策]
重要なのは中立金利 P.26
9. S&P500指数、6000に向けて上昇中 - The S&P 500 Is Headed to 6000. Here's Why. [米国株式市場]
好需給を背景に年末までの上昇を想定 P.29
10. 美術品市場が不調、今春は2000年以来の最低リターン - There's a Bear in the Art Market—and Here Are the Numbers [経済関連スケジュール]
金と株価の上昇が影響か P.31

※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. テスラのロボタクシー発表イベントはマスク氏の今後を左右する

[カバーストーリー]

Tesla Robotaxi Day Is a Make or Break Moment for Elon Musk

単なる自動車会社ではないことを納得させられるか

競合他社が追い付きつつある

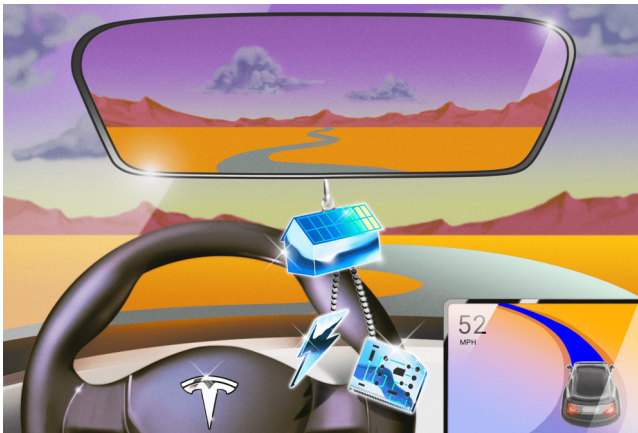


Illustration by Julia Dufosse

電気自動車（EV）メーカーのテスラ＜TSLA＞は、かつては最先端の自動車イノベーションの中心的存在だったが、今ではありふれた自動車メーカーに成り下がるリスクにさらされているようだ。来る自動運転タクシー（ロボタクシー）発表イベントは、イーロン・マスク最高経営責任者（CEO）にとって、テスラに魅力が残っていることを投資家に納得させる最後のチャンスかもしれない。

テスラはマスク氏のビジョンによって急激に台頭した。マスク氏は常に競争の先を行っている

ように見えた。テスラは、米国でEVが流行すると考える人がほとんどいなかった時期からEVを製造していた。マスク氏は、テスラが自動車業界のアップル＜AAPL＞になると投資家を説得した。自動運転技術から太陽光パネル、エネルギー貯蔵バッテリーまで、自社のエコシステムであらゆる製品を顧客に販売し、マスク氏がスティーブ・ジョブズになると訴えたのだ。2021年には、半導体大手エヌビディア＜NVDA＞より1年早く、時価総額1兆ドルに達した。

しかし、EVにおけるテスラのリードは縮小しつつあり、テスラが必要不可欠な存在だという雰囲気も失われつつある。欧米やアジアの自動車メーカーもEVを製造している。これには人気ますます高まっているハイブリッド車も含まれる。同時に、テスラが提供するハイテクな機器や機能は他社の自動車にも搭載されている。自動運転のイノベーションさえ、アルファベット＜GOOGL＞傘下の自動運転開発会社ウェイモが実現しつつある。世界中でEVの成長が鈍化する中で、テスラの株価は過去最高値から約40%下落している。

ただ、テスラのバリュエーションは依然として割高だ。今後12カ月の予想利益に基づく株価収益率（PER）は90倍近い。株価が高値を取り戻すか、あるいは底値に再び沈むかは、10月10日にハリウッドで開催されるテスラのロボタクシー発表イベントでマスク氏が何を語るかに懸かっている。マスク氏は、テスラが依然としてイノベーションを活発に生み出しており、アップルやアマゾン・ドット・コム＜AMZN＞、アルファベットと同等の評価に値するハイテク企業であることを投資家に納得させる必要がある。

マスク氏が今年4月にロボタクシーを発表した当初、その選択は奇妙に思えた。マスク氏が初めて自動運転の実現時期を予想したのは2016年終盤で、当時は2017年に自動運転車で米国を横断すると述べていた。それ以降、マスク氏は毎年、真の自動運転が1年後に実現すると予想している。マスク氏は自分でも楽観的過ぎる傾向があると認めている。

しかし、自動運転は現実には近づきつつある。少なくとも、テスラの競争相手にとってはそうだ。ウェ

イモは毎週10万回以上のドライブをドライバーなしで実行している。ライドシェア大手のウーバー・テクノロジーズ<UBER>は、自動車大手ゼネラル・モーターズ<GM>傘下の自動運転開発部門のクルーズから自動運転タクシーを調達し、ウェイモとも提携しつつ、エヌビディアが支援する自動運転スタートアップ企業のウェイブに投資している。一方で、テスラはわが道を歩んでおり、自社の運転支援システム「フル・セルフ・ドライビング（FSD）」を徐々に改善している。マスク氏は他の自動車メーカーがテスラの技術に関心を示したとほのめかしているが、具体的な案件は明らかになっていない。

競合他社はレーザー光によるレーダー、超音波、光学カメラを自動運転車に活用しているが、マスク氏は、自動運転に必要なのは「目」に相当する光学カメラと「大きな脳」に相当するニューラルネットワークだけだと考えている。テスラの人工知能（AI）コンピューターは、自動車学校の教官のような役割を果たし、テスラ車が路上から収集したデータを基にコンピューターコードを記述する。

ウェイモによると、同社のアプローチは、衝突によるけがを人間のドライバーに比べて約75%減らすことに成功した。カリフォルニア州サンフランシスコとアリゾナ州フェニックスで2200万マイル以上を自動運転で走行した結果、事故の回数は、人間のドライバーで想定されるよりも46回少なかったという。テスラはこれと比較できる安全性データを公表していないが、投資家は「FSDトラッカー」で各バージョンのFSDソフトウェアのパフォーマンスデータを確認できる。それによると、FSDはドライブの約90%を単独で完了することができるが、約100マイルごとにドライバーが自ら運転する必要がある。

ソフトウェア開発会社グリーン・ヒルズ・ソフトウェアの創業者で、長年にわたってテスラの自動運転に対するアプローチを批判しているダン・オダウド氏は、「受け入れられるレベルに全く達していない」と指摘する。オダウド氏は、テスラのパフォーマンスは1カ月に1回、他の車に追突するレベルに等しいとしており、「自動運転の開発競争が（自転車レースの）ツール・ド・フランスだとすれば、マスク氏は三輪車に乗っている」と語る。テスラの安全性データは、同社の運転支援技術によって事故の確率が大幅に低下することを示している。しかし、この技術はドライバーが常に注意を払うことを必要とする。

テスラの技術は、複数のセンサーを利用する米国のほとんどの競合他社とは異なるかもしれないが、完全に独自というわけではない。ドイツ銀行のアナリストであるエジソン・ユー氏は、競争が激しく、アップデートが速い中国では、ほとんどの企業がテスラと同じアプローチを取っていると指摘する。ユー氏は「最終的な結果は分からないが、多額の資金を持つ多くの企業が（テスラと）同じ方向に向かっている」と語る。

■ イベントは期待外れとなることが多い

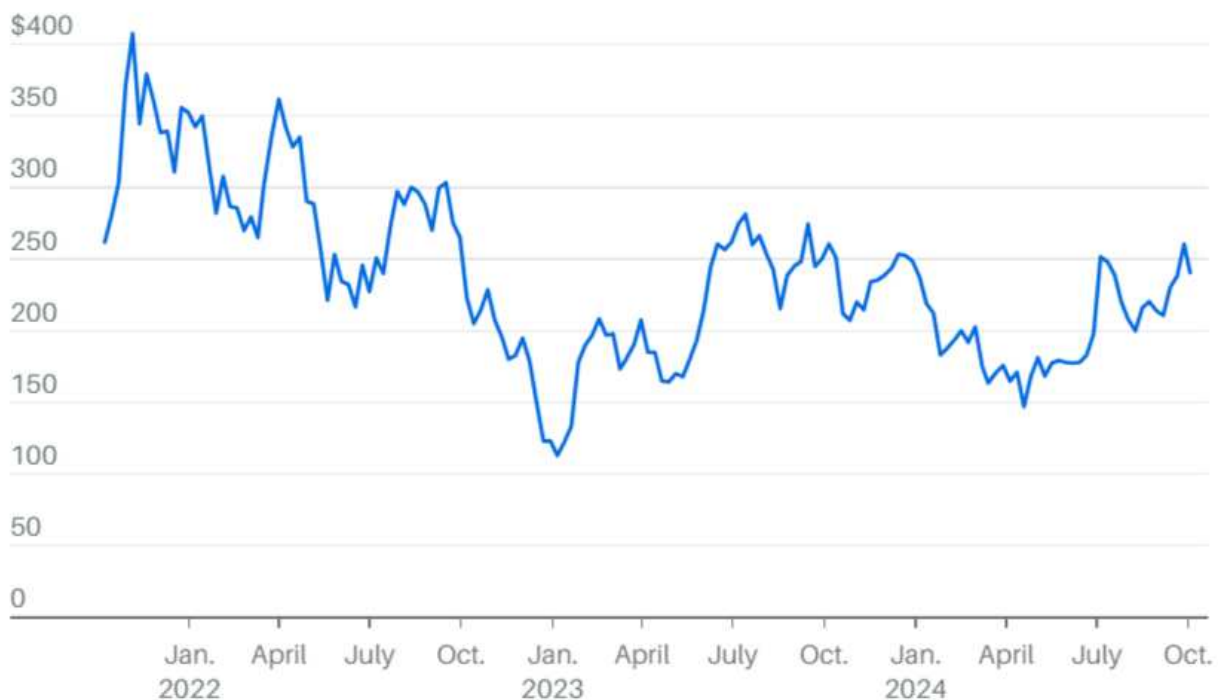
もっとも、技術的なアプローチを議論するのはやや的外れだ。どの自動車メーカーも、ドライバーの監視が不要な自動運転技術をすべての自動車に搭載するには至っていない。ウェイモが走行しているカリフォルニア州では自動運転車の導入に申請が必要だ。申請書はわずか3ページだが、申請者は自動車が単独で安全に走行できることを証明する必要がある。

これまでカリフォルニア州で無人車の走行が認可されたのは、ウェイモ、スタートアップ企業のニューロ、ドイツの自動車会社メルセデス・ベンツグループ<MBG.ドイツ>の3社だけだ。メルセデス

Running in Place

Tesla's stock has been range-bound for much of the past two years.

(TSLA / Nasdaq)



Source: FactSet

は、時速40マイル未満で理想的な走行条件ならば、ドライバーが高速道路や幹線道路で注意を払わなくてもよい自動運転サービスを実現している。昨年、クルーズは事故によって認可を停止された。テスラは、自動運転システム開発会社モービルアイ・グローバル<MBLY>、日産自動車<7201>、エヌビディアと並び、カリフォルニア州で自動運転車をテストする許可を取得している。

期待のハードルは依然として非常に高い。4月5日にロボタクシー発表イベントの開催が公表されたことで、年初来で約35%下落していた株価は下げ止まり、そこから50%近く上昇している。期待に応えるには、少なくともロボタクシーの実物、2026年までにドライバーの監督が必要ない自動運転サービスを開始するための計画、テスラがロボタクシーから利益を生み出す方法の説明が必要だ。

期待されているのはロボタクシーだけではない。多くの識者は、マスク氏が低価格車種の「モデル2」について最新情報を発表すると予想している。3万ドル未満からスタートする低価格モデルは、テスラの売上高を再び増加させ、市場規模の最大化にも寄与するだろう。

状況は切迫している。調査会社ワーズ・オートモーティブによると、8月のテスラの米国におけるEV販売台数は前年同月比約10%減少し、業界全体のEV販売台数は同7%増にとどまった。2023年の販売台数はテスラが25%増、業界全体が46%増だった。2024年のテスラの納車台数のアナリスト予想は、1年前の230万台から前年比ほぼ横ばいの約180万台に引き下げられている。

手頃なEVや充電インフラが十分に存在しない中で、ハイブリッド車がテスラの輝きを奪っている。8月、米国のプラグインハイブリッド車（PHEV）の販売台数は前年同月比18%増加した。電動モータ

ーとバッテリーを搭載し、プラグイン式ではない「マイルドハイブリッド車（MHEV）」の販売台数は35%増だった。

テスラと業界にとって明るい兆しがあるとするれば、新車販売台数に占めるEVの割合が上昇していることだ。米国の自動車販売台数全体に対する電動車（ハイブリッド車か完全EVかを問わない）の割合は、前年同期を約3%ポイント上回る約19%だ。

テスラがこの種のイベントで高い期待に応えたことは少ない。2016年3月に初のマス市場向け完全EVである「モデル3」を発表した後は、株価が数日間で12%上昇した。しかし、2022年に人型ロボットのプロトタイプなどのAI関連技術を発表した後は、数日間で16%の下落を記録した。

投資銀行ウィリアム・ブレアのアナリストで、テスラの投資判断を「買い」としているジェド・ドーハイマー氏は「株価が発表イベントを受けて下落しても驚かないし、そうなると予想している。テスラのアナリスト向け説明会や大規模な発表のほとんどで、期待の高まりに伴って株価が上昇した結果、期待外れに終わるという傾向が見られる」と指摘する。

イベントの成否はマスク氏次第だ。弱気派は、マスク氏の手法は「おとり商法」であり、売り上げの減少、競争の激化、EVの収益性低下といったより大きな問題から投資家の目をそらしていると考えている。強気派は、マスク氏がAIベースの自動運転技術の進歩を示すことで、テスラがただの自動車会社ではなく、複数の企業を運営するマスク氏が再びテスラに全力を注ぐというストーリーを前進させると考えている。

■ SOTP分析で適正価値を推定

マスク氏とロボタクシー発表イベントに注目していると、テスラが非常に大規模な企業であることを容易に忘れてしまう。テスラは北米最大の急速充電ステーションとスタンドのネットワークを運営している。また、大規模で成長中のエネルギー貯蔵部門を有する。月額99ドルの運転支援サービスも提供する。AI事業も急成長しており、テスラが製造したコンピューターでロボットの学習も手掛けている。さらにマスク氏は、テスラの自動車とサーバーの計算能力を活用して、アマゾン・ウェブ・サービス（AWS）のような事業を設立することさえ示唆している。

テスラの株価は非常に割高で、現在は240ドルだ。今後12カ月予想PERは88倍で、1桁台の米国自動車メーカーどころか、マグニフィセント・セブンの他の6社よりも高い。このようなバリュエーションは、投資家が、テスラが自動車以外にも多くの強みを持っていると考えていることを示す。

テスラの価値について考えるには、各事業を個別に評価して合計するサム・オブ・ザ・パーツ（SOTP）分析が適しているだろう。EV部門は最も単純そうに見えるが、そうではない。評価額はアナリストによって大きく異なり、下は400億ドルから上は6600億ドルまで幅がある。

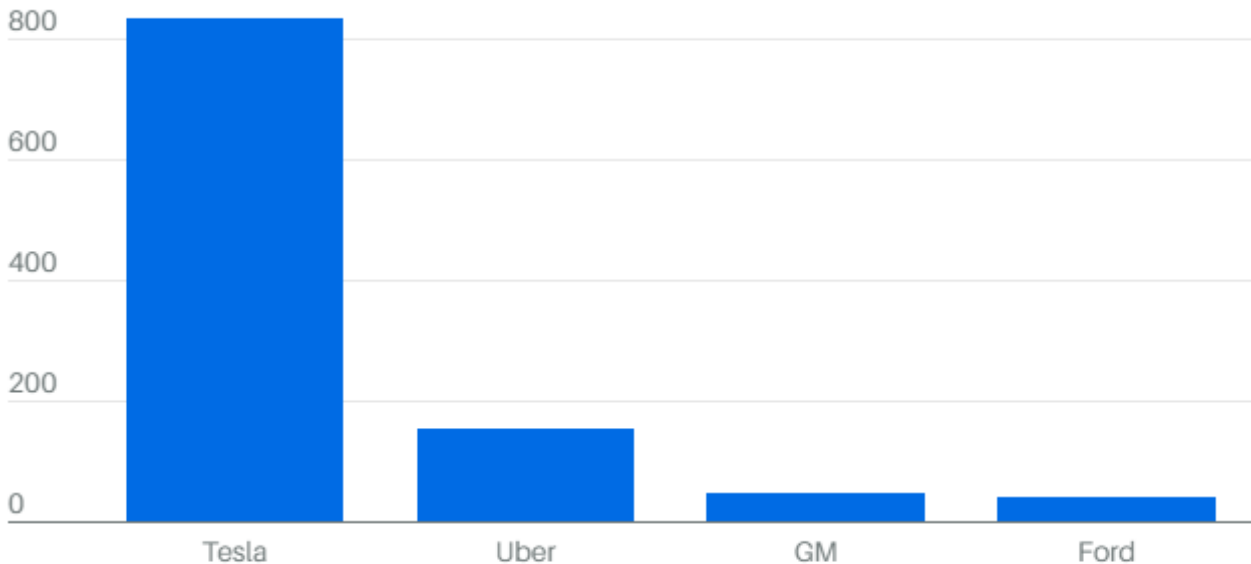
実際の価値はその中間辺りだろうか。テスラは、2〜3種類の低価格モデル、場合によっては電動ピックアップトラックの「サイバートラック」の派生製品を発売し、2030年までに500万台のEVを販売できる可能性がある。テスラが急速充電ネットワークと運転支援サービスを所有、運営しており、一部のドライバーがその利用料を毎月払っていることを考えると、テスラの営業利益率は業界平均よりもやや高いだろう。

Show Me the Money

Ride-sharing is worth more than making cars, but Tesla needs more than robo-taxis to justify its market value.

Market Value

\$1,000 billion



Source: FactSet

このような状況下で、2030年の自動車事業の1株当たり利益（EPS）は約5ドルとなる可能性がある。テスラのPERが40倍ならば（S&P500指数の約2倍だが、現在のテスラの半分未満）、自動車事業の価値は2030年までに約6000億ドルとなるだろう。これは現在のトヨタ自動車<7203>の時価総額の約2倍である。テスラはトヨタの約半分の規模だが、成長率はトヨタより高い。

エネルギー貯蔵事業には、自動車事業以外で唯一、意味のある売上高がある。ウィリアム・ブレアのドースハイマー氏は、エネルギー貯蔵事業のEPSが2024年の推定0.14ドルから2028年には2.35ドルへ増加するとみている。このペースで2030年まで成長が続けば、エネルギー貯蔵事業の利益はEV事業に匹敵する。つまり、同様のバリュエーションを適用すると、事業価値は6000億ドルになるということだ。

EV事業とエネルギー貯蔵事業を合計すると、2030年までに事業価値は1兆2000億ドルになる。現在価値はいくらだろうか。著名投資家のゲリー・ブラック氏はテスラの株式に約15%の割引率を適用している。これはブラック氏がテスラやそれに類する株式の妥当なりターンと考えている数値だ。都合の良いことに、15%の割引率を約5年分適用すると、現在価値はほぼ半分になる。つまり、テスラのEV事業とエネルギー貯蔵事業の現在価値は合計約6000億ドル、1株当たり200ドル弱となる。

これにその他の事業が加わる。RBCのアナリストであるトム・ナラヤン氏は、ロボタクシー事業の価値が4000億ドルに上る可能性があると述べる。なお、ウーバーの時価総額は1530億ドルで、GM、自動車会社のフォード・モーター<F>、クライスラーの親会社であるステランティス<STLA>の合計

時価総額1330億ドルを上回る。始まったばかりの人型ロボット事業については、ドイツ銀行のユー氏の試算では、2035年まで1台5万ドルのロボットを毎年20万台販売した場合、1株当たり22ドル（合計700億ドル）の価値を持つ可能性がある。

存在しない事業の価値を評価するのは難しい。例えば、人型ロボットを所有している人はいない。それでも投資家がテスラの株式について理解しようとするならば、AIは避けて通れない。ユー氏は「テスラがマグニフィセント・セブンの一員であるためには、AIが何らかの役割を果たさなければならない」と語る。

とはいえ、現時点で売り上げがある事業に注目する方が安全だろう。EV事業とエネルギー貯蔵事業が成長し続ける限り、テスラの株式を200ドルで購入するのは妥当だ。200ドルを超える金額を投資するのは、マスク氏に賭けることを意味する。これまでマスク氏への賭けは成功だった。現在もそうであると証明できるかどうかは、マスク氏自身に懸かっている。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

2. 高配当利回り株ファンドと中国株ファンドが急上昇 Dividend and China Funds Come Roaring Back as Nvidia Stalls FRBの利下げで市場のセンチメントが一変

[ファンド]

FRBの利下げが公益株の追い風に



Stefani Reynolds/Bloomberg

利下げに対する楽観論を背景に、インカム志向のファンド投資家にとって第3四半期は素晴らしい四半期となった。

最も退屈な株式と言われる公益株が、世界で最もエキサイティングな株式である米半導体大手のエヌビディア<NVDA>をアウトパフォームすると考えていた人はいなかろう。第3四半期の公益事業株ファンドの平均上昇率が17%を上回ったのに対し、エヌビディアの株価は2%下落した。

エヌビディアの今年上半期の株価は149%上昇と驚異的だったが、その勢いは急激に反転しつつある。人気の高い上場投資信託（ETF）のユーティリティ・セレクト・セクター SPDR ETF<XLU>の今年上半期の上昇率は9.3%にとどまったが、年初来の上昇率は30.4%に達している。

公益株は、リターンのかかなりの部分が配当利回りによってもたらされるため、特に金利に対して敏感だ。2022年に金利が急上昇したことを受けて投資家がより高利回りの債券に乗り換え始めたため、2023年に入って公益株は値下がりした。今やインフレは抑制されているように見えることから、今年第3四半期は債券利回りの低下につながる政策金利引き下げが予想され、公益株は上昇し始めた。米連邦

準備制度理事会（FRB）が予想を上回る0.5%の利下げに踏み切ったことが、公益株の上昇をさらに後押しした。

不動産、インフラ、小型株、債券ファンドも利下げの恩恵を受けている

Riding the Trends

Some top-performing funds in the sectors that shined this past quarter.

Fund / Ticker	Morningstar Category	3rd Quarter Return	Fund Category 3rd Quarter Return	YTD Return	Fund Category YTD Return
OCM Gold / OCMAX	Equity Precious Metals	30.2%	16.8%	50.1%	26.2%
VanEck Office & Commercial REIT / DESK	Real Estate	24.7%	13.7%	18.1%	13.7%
Virtus Reaves Utilities / UTES	Utilities	23.7%	17.3%	45.0%	25.2%
Reaves Infrastructure / RSRFX	Infrastructure	18.1%	12.8%	22.4%	13.3%
Cullen Small Cap Value / CUSRX	Small Value	15.4%	8.1%	11.1%	8.7%
Nuance Concentrated Value / NCAVX	Mid-Cap Value	15.0%	9.0%	12.9%	13.0%
Invesco S&P 500 High Dividend Low Volatility / SPHD	Large Value	14.8%	8.0%	22.5%	15.9%
Vanguard S&P 500 / VOO	Large Blend	5.9%	5.9%	22.0%	19.4%

Note: Returns as of Sept. 30

Source: Morningstar

公益株が急上昇した一方で、モーニングスターが不動産カテゴリに分類しているファンドも15.8%上昇した。総じて平均よりも高い配当を支払っているインフラ・ファンドと金融株ファンドはそれぞれ12.8%、10.8%上昇している。不動産投資信託（REIT）は税務構造を維持するため、課税所得の90%を配当として支払うことが義務付けられている。公益企業やREITだけでなく、空港や道路およびパイプラインを建設するインフラ企業も、資金調達を借入れに依存しているため、利下げは資本コストの削減につながる。

バリュー株ファンドは高配当株を好む傾向がある。急成長を遂げている企業は余剰資本を株主への配当ではなく事業拡大に再投資したいと考えるため、通常は配当を支払っていない。モーニングスターが中型バリュー・カテゴリに分類しているファンドの平均上昇率は9.0%だった。大型ハイテク株に投資する大型グロース・ファンドの上昇率は3.7%、小型グロース・ファンドの上昇率は7.4%だった。

経済がソフトランディング（軟着陸）を実現しつつ金利が低下すれば、小型株は総じてアウトパフォームするはずだ。小型株の債務比率は大企業よりも高い傾向にあり、つまり債務コストの重要性が高

いからだ。

第3四半期は債券ファンドも高配当株ファンドと同じ理由で上昇した。債券価格の変動は金利に反比例し、満期が最も長い債券は金利の動きに対して最も敏感だ。長期債ファンドが7.6%高と急騰したのに対し、短期債券ファンドの上昇率は3.2%にとどまった。

目下の問題は、第3四半期の好調が続く可能性があるのかどうかである。暫定的には、答えはイエスだ。今年は選挙イヤーであり、劇的な結果がもたらされる可能性がある。トランプ前大統領が提案しているように輸入関税が引き上げられれば、インフレが再び加速し、FRBは再び利上げを余儀なくされる可能性がある。そうなれば、現在の上昇相場は終わり、投資家はインフレ耐性の強いエネルギー株や金などのセクターを検討する必要がある。ハリス副大統領が勝利すれば、現政権と同様の経済政策が維持されるだろう。

興味深いことに、第3四半期のパフォーマンスが最も良好だったカテゴリは中国地域の株式ファンドだ。上昇率は19.1%で、その大部分が中国政府の景気刺激策発表に伴う9月下旬の急上昇によってもたらされた。また、貴金属株ファンドは平均上昇率が16.8%となり、パフォーマンスが3番目に高いカテゴリとなったことも印象的だ。金利が高い水準にある場合、価値の貯蔵手段としての金の魅力は米国短期債に劣るため、利下げが上昇を後押しした。このカテゴリは、インフレ環境下でも上昇し続ける可能性がある。

■ ファンド投資家は利下げによるセンチメントの変化を見逃している

ところがファンド投資家は、こうした金利主導のセンチメントの変化に気づいていないようだ。バンガードS&P 500 ETF<VOO>とiシェアーズ・コアS&P 500 ETF<IVV>への資金流入は続いており、第3四半期の最初の2カ月間の流入額はそれぞれ188億ドルと153億ドルだった。モーニングスターによるとS&P500指数の33%（時価総額ベース）が株価の高いハイテク株であるにもかかわらず、である。S&P500指数構成企業の平均予想株価収益率（PER）は23倍と高い水準にある。

第3四半期は、S&P500指数のインデックスファンドをはじめとする大型株総合ファンドへの資金流入額が365億ドルに達したが、大型株バリュー・ファンドと中型株バリュー・ファンドからはそれぞれ24億ドルと52億ドルの資金が流出した。現在は米国市場で最も割安な部類に属する小型株バリュー・ファンドの資金流入額は控えめながら3億9700万ドルとなった。こうした資金流入の傾向は四半期の最終月である9月に反転したとみられる。つまり、ファンド投資家は既に第3四半期の上昇分の多くを見逃している。

長期的に続いている傾向としては、幾つかの優良なアクティブ運用ファンドからの資金流出がある。ダッジ&コックス株式ファンド<DODGX>からは6億2900万ドルの資金が流出した。これは、大型株バリュー・ファンド・カテゴリの全流出額の4分の1超に相当する。バンガード・ウェリントン<VWELX>の資金流出額は36億ドルに達した。いずれもモーニングスターが「ゴールド」と評価しているファンドである。

By Lewis Braham
(Source: Dow Jones)

3. バンガードの新CEOの壮大な計画

[ファンド]

Vanguard Wants to Shake Up Investing Again. Its New CEO Has Big Plans.

インデックスファンドで知られる大手資産運用会社、アクティブ投資に拡大余地

アクティブ投資にかじを切る新CEO

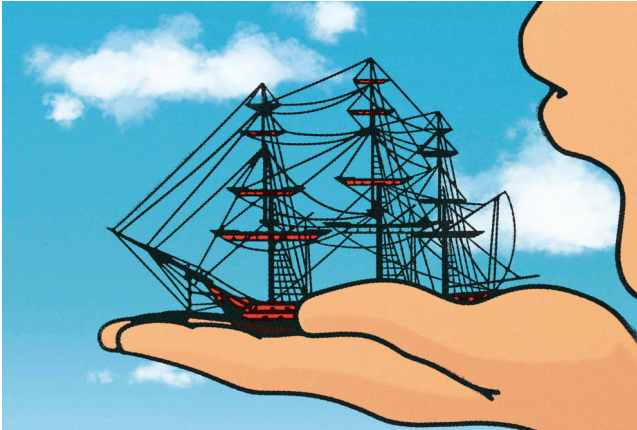


Illustration by Alberto Miranda

バンガード・グループの最高経営責任者（CEO）に就任して3カ月近くがたった9月、サリム・ラムジ氏はニューヨークで開催されたフィナンシャル・タイムズ主催のカンファレンスで資産運用の将来について語った。バンガード初の外部出身のCEOであるラムジ氏が、低コストで高品質な投資商品で知られるファンド大手を今後どこへ導こうとしているのか、業界の経営者や専門家らは熱心に耳を傾けた。

ラムジCEOは、やや意外な分野でさらなる革新と成長を推進する計画を発表した。その分野と

はアクティブ運用、より具体的には債券のアクティブ運用である。ラムジCEOは「バンガードがインデックス運用で提供してきたものをアクティブ債券運用でも提供し、さらに優れたパフォーマンスをさらに低い手数料で顧客に提供できると考えている」と発言した。

ラムジCEOによると、バンガードは既にその方向に動き始めている。過去6年間で経費率0.10～0.20%の新たな上場投資信託（ETF）8本を設定し、今年中にさらに2本の債券ETFを立ち上げる予定である。人材の増員やテクノロジーへの投資も行っている。また、ゴールドマン・サックスから債券投資のエキスパートであるサラ・デブロー氏をスカウトし、債券部門のグローバルヘッドに任命した。

運用資産が10兆ドルに迫る巨大企業を率いる上で、ラムジCEOは「規律ある革新」というスローガンを掲げている。これはバンガード流の慎重かつ低コストの運用による成長志向の表れだ。バンガードは、個人投資家の顧客を増やすだけでなく、特に米国の富裕層の間でシェアを伸ばしている独立系登録投資顧問会社（RIA）のファイナンシャルアドバイザーの獲得も目指している。

バンガードは創業以来、数多くのアクティブ運用ファンドを提供してきた。その多くはウェリントン、ベイリー・ギフォード、プライムキャップ・マネジメントなど外部の資産運用会社によって運用されている。これは、マネーマネジメントの最高の知見を社内でも再現しようとせず、外部提携を通して低コストで活用することを狙った戦略だ。この戦略は現在も一部の分野で継続されている。

こうしたファンドの中にはトップクラスのパフォーマンスを誇るものもあるが、それが常にバンガードの名声につながるわけではない。バンガードの商品開発・企業戦略・事業開発を統括するカリン・リシ氏は、「当社はインデックス運用を強みとすることで知られているため、アクティブ運用の影が薄くなってしまいうこともある。しかし、アクティブ運用は常にバンガードの歴史と実績の一部であり続けてきた」と語る。

インデックス投資では圧倒的強さ



Courtesy Vanguard

投資家がバンガードと言えば、パッシブ投資と考えるのも無理はない。1975年の創業以来、インデックスファンドが実際にバンガードの驚異的な成長をけん引してきたからだ。バンガードの世界運用資産のうち、1.8兆ドルはアクティブ運用、7.9兆ドルはインデックス運用である。米国では、バンガードはインデックスファンド90本、ファンド・オブ・ファンズ25本、アクティブファンド93本を提供している。

調査会社セルリ・アソシエーツでアソシエイトディレクターを務めるマット・アプカリアン氏は、

「パッシブ運用市場は基本的に寡占状態だ。ETFではバンガードとブラックロック<BLK>のiシェアーズ、ミューチュアルファンドではバンガードとフィデリティが市場を独占している。先行者利益のある企業を打ち負かすのは非常に難しい」と述べる。

その成長は続いているが、ほぼ自動操縦状態だ。バンガードは依然としてインデックス運用で圧倒的な強さを誇っており、その勢いは衰える気配がない。モーニングスターによると、バンガードS&P 500 ETF<VOO>は7月31日時点で年初来540億ドルの新規資産を獲得しており、これは他のどのファンドの年間流入額記録をも上回る。

一方、アクティブ投資はバンガードがラムジCEOの「規律ある革新」の計画を追求できる分野である。バンガードは2018年に、モメンタムなどの特定の要素に基づいて株式に投資する一連のファクターファンドとともに、初のアクティブ運用ETFを米国で立ち上げた。昨年は、2本のアクティブ運用債券ETF、バンガード・コア・プラス・ボンド<VPLS>とバンガード・コア・ボンド<VCRB>を立ち上げている。これらの新しいETFはこれまでカテゴリ平均を上回るパフォーマンスを達成しており、前者は2024年に入って5.6%上昇、後者は5.2%上昇している。また、モーニングスターからシルバーの高評価を獲得している。

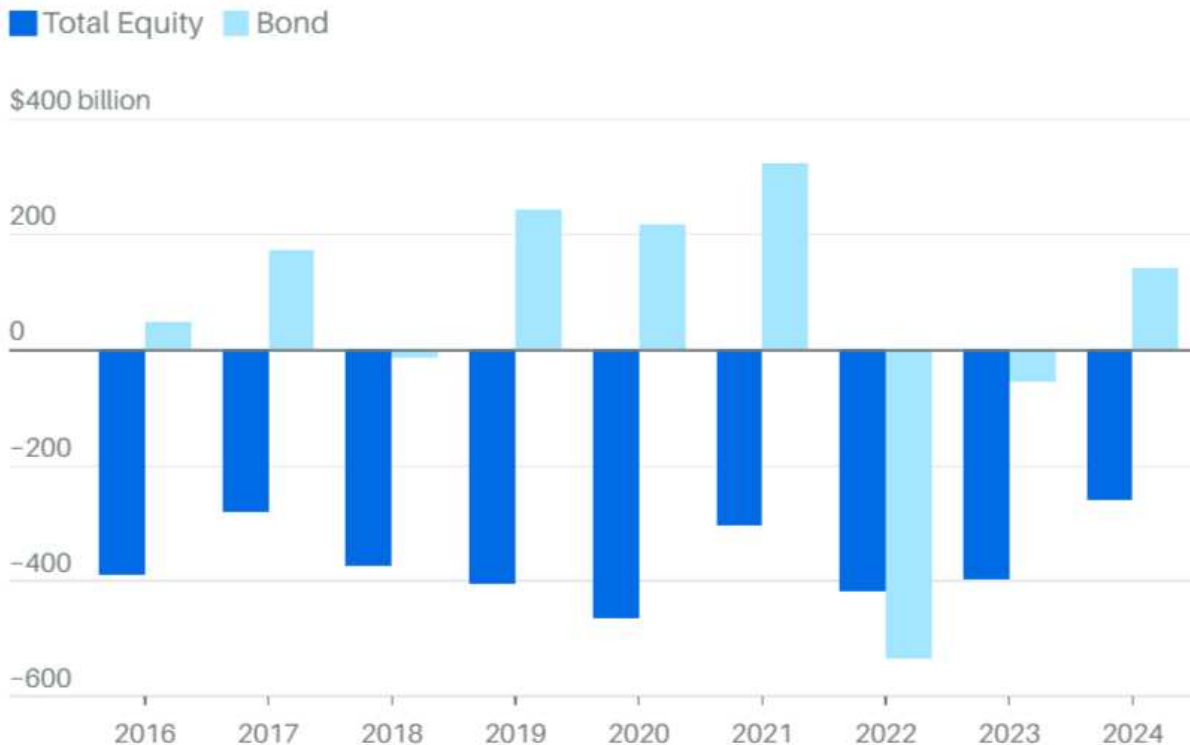
8月には、年内に2本のアクティブ地方債ETF、バンガード・コア・タックス・エグゼンプト・ボンドとバンガード・ショート・デュレーション・タックス・エグゼンプト・ボンドを立ち上げると発表した。他のバンガードのファンドと同様、ETFの経費率は0.12%と低く抑えられている。

ラムジCEOは、バンガード以前に勤務していたブラックロックで、ファンドラインアップの拡大に重要な役割を果たした。ETFストアのネイト・ジェラチ社長は、ラムジCEOはおそらくバンガードにも同じ成長マインドをもたらすだろうと指摘。「競争環境について考えると、バンガードはブラックロックと並んでパッシブ・インデックスのリーダー的存在だ。今後もリーダーであり続けることに疑いの余地はない。しかし、成長を望むのであれば、それ以上のことをしなければならない。アクティブ運用こそが、新しいファンドを立ち上げる余地がある分野だ」と述べる。

ミューチュアルファンドよりETFに注力

Follow the Money

Stock funds experienced sharp outflows over the past decade, while bond funds typically attracted new assets.



Note: 2024 data as of Aug. 31.

Source: Investment Company Institute

アクティブ戦略を実行するには、ETFが投資家や資産運用会社にとって最適な手段となっている。アプカリアン氏は「商品開発の大部分はETFで行われており、その大半はアクティブETFである」と説明する。ETFは、日中取引が可能で税制面でも有利であり、より透明性が高いことから、ミューチュアルファンドよりも人気が高まっている。デブロー氏は、バンガードは投資家の需要に応え、ビジネスチャンスのある場所に向かっていていると語る。

アクティブ型ETFは資産も引きつけている。2024年4月のモーニングスターのレポートによると、アクティブ型ETF市場の有機的成長率は、2019年以降年間20%を常に上回っている。モーニングスターによると、ETF市場におけるアクティブ運用ファンドのシェアは、2019年の初めにはわずか2%であったが、2024年3月末には7%に上昇した。

バンガードはミューチュアルファンドを諦めたわけではなく、時折ラインアップを追加し続けている。2021年にはウェルスマネジメント顧客専用のアクティブ株式ミューチュアルファンド3本（配当成長、グローバルバリュー、インターナショナルグロース）を立ち上げた。いずれも外部の資産運用会社が運用しており、バンガードの他のファンドよりもボラティリティーが高い可能性のあるハイ・コンプレクション戦略を取っている。しかし、拡大の主要分野はやはりETFである。

債券市場におけるアクティブ運用に機会



Illustration by Alberto Miranda

バンガードが債券ETFを設定したタイミングは、思いがけず幸運だったと言えるかもしれない。なぜなら近年、債券に対する投資家やアドバイザーの関心は、利回りとともに高まっているからだ。加えて、多くのアドバイザーや投資家は債券のアクティブ運用を選好する。債券市場の複雑さや債券インデックスの性質上、必ずしも良いことではないが、インデックス投資家は最も発行量の多い債券発行体の債券をより多く購入することになるため、運用会社はより容易にインデックスをアウトパフォームできると考えるためだ。

バンガードの新興国市場・ソブリン債チームの共同責任者であるダニエル・シェイケビッチ氏は、アクティブ運用が債券ファンドにおいて特に理にかなっていることに賛同しており、バンガードが新興国市場で新しいファンドを立ち上げようとしている理由の一つでもある。シェイ

ケビッチ氏は、「今、われわれは、投資家の誰もが質の高い債券ソリューションにアクセスできる場所を提供したいと考えている。それはアクティブファンドを持つことを意味する」と指摘する。

ラムジCEOはカンファレンスで、「債券ファンドで業界を破壊するチャンスがある。今日の債券市場は株式市場の2倍の規模があるが、はるかに複雑で不透明だ。このダイナミズムを変え、顧客に利益をもたらすチャンスがあると思う」と述べた。

バンガードは運用資産で既に2兆4000億ドルという多額の債券を有する。その過半がインデックスファンドで保有され、約1兆ドルがアクティブファンドでの保有だ。デブロー氏によれば、バンガードは、その能力をさらに高め、ETFにおけるリーダーシップをさらに強化するために、より多くの人材を採用し、テクノロジーに投資している。

例えば、高利回りの新興国市場や債券市場の分野で、バンガードは20名以上のスタッフを採用した。デブロー氏は、「社外のベテランと新しいスタッフの視点がうまく融合している」と話す。

バンガードはまた、アナリストの調査レポートから洞察を素早く得ることなどを目的に、さまざまな方法で人工知能（AI）や機械学習を活用している。デブロー氏は、今後もこのような進展が進むと予想しており、「われわれは、AIが将来何をしてくれるかをとても楽しみにしている」と述べた。

バンガードは既にAIの新しい使い方を実験しており、過去に苦慮していた顧客サービスの苦情に対する解決策としてAIを導入する可能性がある。

アドバイザーの幅広いネットワークが強み

Giants Still Walk the Earth

Nine of Vanguard's 10 largest actively managed funds have seen outflows this year.

Fund / Ticker	Morningstar Category	Fund Size (billion)	YTD Return	3-Yr Return	10-Yr Return	Est. YTD Net Flow (billion)
Vanguard Wellington / VWELX	Moderate Allocation	\$113.1	13.8%	6.1%	8.6%	-\$7.4
Vanguard PrimeCap / VPMCX	Large Blend	79	16.0%	10.6%	13.3%	-3
Vanguard Intermediate-Term Tax-Exempt / VWITX	Muni National Intermediate	75	2.7%	0.6%	2.4%	3
Vanguard Windsor / VWNFX	Large Value	63	15.6%	9.6%	10.9%	-3
Vanguard Equity Income / VEIPX	Large Value	59	15.9%	10.7%	10.5%	-3
Vanguard Short Term Investment Grade / VFSTX	Short-Term Bond	55	5.4%	1.5%	2.2%	-1
Vanguard Dividend Growth / VDIGX	Large Blend	55	14.4%	9.5%	11.6%	-4
Vanguard Wellesley Income / VWINX	Moderately Conservative Allocation	52	8.7%	2.9%	5.7%	-4
Vanguard Health Care / VGHGX	Health	51	12.2%	7.1%	9.5%	-3
Vanguard US Growth Portfolio / VWUSX	Large Growth	45	23.9%	3.6%	14.6%	-3
Vanguard 500 Index Fund / VFINX	Large Blend	1,242	22.0%	11.8%	13.2%	77

Note: Data as of Sept. 30. Three- and 10 year returns are annualized. Fund-flow data as of Aug. 31; VFINX data as of Sept. 30.

Source: Morningstar Direct

しかし、バンガードがアクティブ運用で成功する鍵を握っているのは、生身の人間（この場合はファイナンシャルアドバイザー）かもしれない。これについてはバンガードの経営陣も認識している。

この点、バンガードは幾つかの利点を持つ。バンガードには、ウェルスマネジメント・プラットフォームやリタイアメント・プラン事業を通じて確立された販売チャネルがあり、他のウェルスマネジャー、特にRIAとの既存の関係がある。

独立系投資アドバイザーの分野は、ウェルスマネジメント業界で最も急成長している分野だ。セルリ・アソシエーツは、独立系およびハイブリッドRIAの金融仲介市場におけるシェアが、2022年の26%から2027年までには約3分の1を占めると予測している。

バンガードのアドバイザーチャネルは、受託資産総額3兆7000億ドルというバンガード最大のビジネスラインだ。アドバイザーの多くは、アクティブファンドとパッシブファンドを組み合わせ利用しており、モデルポートフォリオに組み込みやすいETFを採用している。ファイナンシャルアドバイザーであり、PFウェルスマネジメントの社長であるフランク・パレ氏は、バンガードや他社のアクティブファンドとパッシブファンドの両方をポートフォリオの目的に応じて使い分けている。パレ氏は、「長期的に見れば、パッシブファンドがアクティブファンドをアウトパフォームすることは分かっているが、その期間の中では、アクティブファンドがアウトパフォームすることもある」と語る。

リシ氏は、「バンガードのモデルは、ファイナンシャルアドバイザーの間でかなり受け入れられている。顧客にとって付加価値のあるファイナンシャル・プランニングに必要な他の要素により多くの時間を割くことができるよう、アドバイザーはモデルポートフォリオに多くの関心を寄せている」と言う。

バンガードが次に目指すもの

これは、バンガードや資産運用業界全体において、アクティブファンドがパッシブファンドを上回るということではない。少なくとも資金の流入量から判断すると、パッシブファンドはアクティブファンドに対して既に決定的な勝利を収めている。

ほとんどの専門家は、米国大型株ではインデックス投資が主流だと考えている。その結果、多くの大型株ファンドが絶滅の道を歩むことになった。2023年末のモーニングスターのレポートによれば、大型グロース戦略を取るアクティブファンドは、投資家に価値を提供するのに特に苦勞した。20年前にこのカテゴリに存在したアクティブファンドのうち、70%近くが消滅し、平均的なインデックスファンドを上回る運用成績を上げているアクティブファンドはわずか5%にすぎない。バンガードはアクティブファンドの一部、特に株式運用においてサブマネジャーを採用している。このような取り組みを行っている資産運用会社はバンガードだけではないが、バンガードは他の運用会社にはできない、スケールメリットを活用することができる。

モーニングスターの株式戦略担当シニア・マネジャー・リサーチアナリストであるアダム・サバン氏は、「バンガードの規模ゆえ、サブマネジャーに資金管理を任せることができ、しかもかなり低い手数料を交渉することが可能だ。そして、魅力的な手数料を提示して優秀なマネジャーを確保できる。そのマネジャーの手数料も低く、受託資産に対して通常0.30~0.40%だ」と説明する。

手数料のプレッシャーが資産運用ビジネスで成功するためのハードルを上げていることも重要だ。ベタファイの投資ストラテジスト、シンシア・マーフィー氏は「1%の手数料でアクティブ運用のETFを設定しても、資産の流入は期待できない」と述べる。

新しいファンドの設定に関して、バンガードは顧客の真のニーズに応えるものであることに厳格だ。運用マネジャーの発掘および監督のグローバル責任者であるマシュー・ピロ氏は、「バンガードが商品を出すとしたら、それはわれわれがその商品に確信を持っていて、その商品がずっと存在し続けると考えるからだ」と話す。ビットコインはバンガードのテストに合格せず、ラムジCEOは暗号資産ETFを設定しないことを再確認した。

しかし、バンガードはオルタナティブ投資の提供を模索している。既に4年前からプライベート・エクイティ企業のハーバーベスト・パートナーズと提携し、適格投資家に商品を提供している。バンガードの経営陣は、さらに多くのそうした機会を期待している。

リシ氏は、「時間が経つにつれて、われわれも他の人たちと同様、未公開企業がより長く未公開企業であり続けることに注目している。バンガードの使命の一つである投資家が投資機会を得られるように、プライベートマーケットでわれわれは何をすべきか。規模を拡大し、低コストでそれを実現できないか社内で検討している」と言う。

バンガードの顧客が食いつくかどうかは別問題だ。ファイナンシャルプランナーでウエルス・ロジックの創設者であるアラン・ロス氏は慎重だ。ロス氏は、「新商品がインデックスファンドの父と呼ばれたジャック・ボーグル氏の信念に沿ったものであることを望む」と述べた。

それを実行しながら成長とイノベーションを促進することが、ラムジCEOの主な課題である。先日のカンファレンスでラムジCEOは、顧客が投資で成功を収めるのを手助けするために、バンガードにはまだ多くの未開拓の機会が残されていると強調した。ラムジCEOは、「より革新的なものが出てくるだろう。ただし、バンガードが常に持つ制約の範囲内であることが前提だ」と語る。

By Andrew Welsch
(Source: Dow Jones)

4. 株式をアウトパフォームしている金、投資する前に理解すべきこと

[フィーチャー]

Gold Is Beating Stocks. 5 Things to Know Before You Buy.

金相場を動かす要因と投資戦略

上昇が続く金相場



Illustration by Sean Dong

金は今年、株式を大きくアウトパフォームしている。金価格は史上最高値を40回以上更新し、9月26日には1オンス2695ドルに達した。年初来のリターンは28%となり、S&P500指数の21%を上回っている。バンク・オブ・アメリカやシティグループなどは、さらなる上昇を見込んでおり、金価格が来年には3000ドルに達すると予想している。

しかし、金価格上昇の本当の理由は何なのか。金利の低下、中央銀行の買い入れ、財政赤字の拡大、戦争の連鎖、新型コロナウイルスのパン

デミック（世界的大流行）、ドルの購買力の低下などがよく挙げられる。金をポートフォリオに追加しようと考えているなら、何が金相場を動かすのかを理解しておくことが重要だ。

金相場を動かす要因

第一の要因は金利。金利が下がると債券利回りが下がり、債券の魅力が低下するため金価格が上昇する。今年の上昇は、米連邦準備制度理事会（FRB）による利下げの予測や、さらなる利下げへの期待に連動している。しかし、金と金利の歴史は複雑である。シカゴ連邦準備銀行が2021年に行った分析によれば、1971年から1980年にかけてのインフレ期待の急上昇と金価格の急騰は同時に起こった。その後、1980年代初頭にはインフレと金利が落ち着くとともに金価格も下落した。しかし近年では、金はインフレ調整後の長期の「実質」金利と逆相関していることが多い。2001年から2012年にかけて、長期の実質金利が約4%ポイント低下した時、「金の実質価格が5倍を超えて上昇」したことが分かっている。債券運用会社大手のピムコのファンドマネジャーは、10年物国債の実質利回りが1%ポイント低下すると金価格が24%上昇するとみている。しかし、最近はこの相関関係が維持されておらず、過去2年間は金利が高い中でも金価格が上昇したことをピムコも認めている。

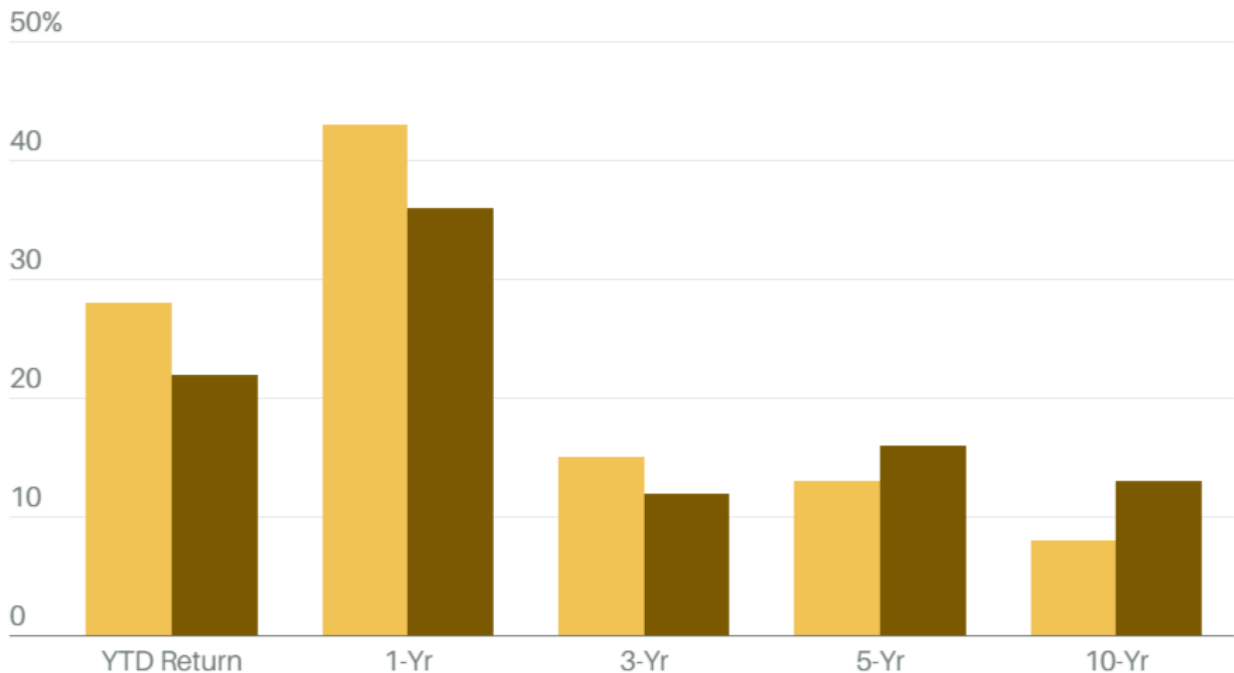
第二の要因は中央銀行による金の買い入れ。ワールドゴールドカウンシルによると、中国、インド、ポーランドなどが中心となり、各国の中央銀行は2022年と2023年に1000トン超の金を購入した。中央銀行による買い入れは近年、世界の金需要の最大4分の1を占めていたが、最近では、価格の上昇に伴い購入が減速している。中国は5月に金の購入を停止したが、金は中国の外貨準備の5%にすぎず、今後も大規模な購入の余地は十分にある。

第三の要因はドルの価値低下だ。金強気派は、長期的にドルの価値が下がっても金の価値は維持されると主張する。これは「不換」通貨の価値を政府が押し下げることが懸念する人たちの論点である。現在、米国の債務は国内総生産（GDP）の120%を超えて膨らんでいるが、次期大統領候補のハリス副大統領とトランプ前大統領は財政赤字や35兆ドルの政府債務の抑制に関する議論にあまり多くの時間

Stocks vs. Gold

In the long run, stocks have outperformed gold.

Gold S&P 500



Note: Data as of Sept. 30; three-, five-, and 10-year returns are annualized.

Sources: Dow Jones Market Data, FactSet

を費やしていない。理論的には、税収と歳出の不均衡が拡大すれば、政府は「お札を刷る」ことを余儀なくされ、ドルの価値が下がり、その結果として、供給量が比較的固定されている金を買われるようになる。投資アドバイザーであるセンチュリー・マネジメントのアーノルド・ヴァン・デン・バーグ氏は、「誰が大統領になるかは重要ではない、両候補とも積極財政派だ。当社では2、3年前から顧客のポートフォリオに金を追加し始め、現在で6〜7%を占めている」と述べる。

最後の要因は地政学的リスクだ。最近の金価格の上昇は、2022年のロシアによるウクライナ侵攻と重なった。また、イランがイスラエルにミサイルを発射した際には1%上昇した。ピムコのグレッグ・シャレノウ氏は、地政学的緊張の高まりを理由に金に強気だ。

金価格のさらなる上昇余地

金1オンスの価値はいくらが妥当なのか。データ分析会社のクオント・インサイト (QI) は、どのマクロ経済要因が金価格を動かしているかを数理モデルで分析し、現在の金価格は銅価格と最も密接に関連していると結論付けている。QIによれば、現在のマクロ経済の状況を考えると、金価格はおおむね適正に評価されているという。

金価格にはさらなる上昇の余地があるとみている会社もある。ルーソルド・グループは、歴史的にみれば、金価格は緩和サイクルの各利下げ後に上昇し、ドル安につれて勢いを増すと指摘し、「短期的

には現在の上昇はやや行き過ぎに見えるが、中長期的には上昇の余地は十分にある」とコメントしている。

■ 金投資、何に、いくら投資すべきか

投資家には、金地金、金鉱株、金価格連動上場投資信託（ETF）などの多くの選択肢がある。金地金の購入は魅力的であり、小売り大手コストコ・ホールセール＜COST＞の店舗でも人気がある。2689.99ドルの1オンスバーが人で、すぐに売り切れてしまう。しかし、保管の煩雑さに加え、金地金の売却の際にはディーラー経由になると手数料が5%から10%になる場合もある。

金鉱株の取引は安価で容易だが、株価は必ずしも金価格の動きと一致しない。特にここ数年は、労働コストの上昇が利益率を低下させている。過去5年間で金価格は71%上昇したが、ヴァンエック金鉱株ETF＜GDX＞のリターンは44%にとどまっている。

残るのは、SPDRゴールド・シェアーズ＜GLD＞やiシェアーズ ゴールド・トラスト＜IAU＞などのETFである。これらの手数料は、それぞれ0.4%、0.25%と安く、証券会社の口座で簡単に売買できる。

金にいくら投資するかは、保険としての金をどう考えるか次第だ。ほとんどのアドバイザーは、金の保有割合を15%以下に抑えることを推奨している。

■ 金投資は逆投資

金が引き続き上昇する場合、悪いニュースがその理由であり得ることを理解しておくべきだ。学術研究によれば、将来の景気に対する悲観的な見通しは、金にとってプラスである。ミシガン大学の消費者景況感指数に注目すべきである。消費者による見通しが暗くなればなるほど、金投資にとっては追い風に、株式投資にとっては逆風となる。

キャピタライト・リサーチのゴールドモニター編集者であるマーティン・ムレンビールド氏は「金は普通の投資とは逆だ。ポートフォリオに少し入れておき、それが上昇しないことを願うべきものである」と話す。

筆者は外部の寄稿者で、ヴァンエック・インターナショナル・インベスターズ・ゴールド・ファンドのポートフォリオマネージャー。

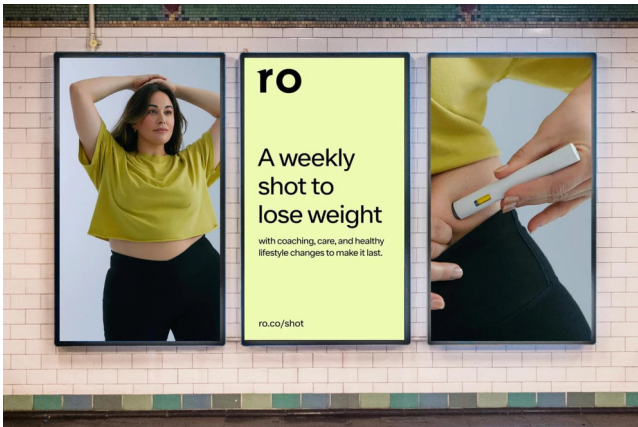
By Ian Salisbury
(Source: Dow Jones)

5. 肥満治療薬GLP-1の模倣薬が市場を席卷

[フィーチャー]

GLP-1 Drugs Are Everywhere Now. How the Copycats Took Over.
承認薬の供給不足に対する特例措置に原因

遠隔医療会社と調剤薬局の参入



Courtesy Ro

米製薬大手のイーライリリー<LLY>やデンマークの製薬大手ノボ・ノルディスク<NVO>のブロックバスター（大型新薬）であるGLP-1減量薬を巡り、その安価な模倣薬の購入がiPhone（アイフォーン）の注文と同じくらい容易になっている。ソーシャルメディアには、遠隔医療企業のヒムズ・アンド・ハーズ・ヘルス<HIMS>やロー、ヌームといった企業の広告があふれ、イーライリリーの「チルゼパチド」やノボの「ウゴービ」の模倣薬をその定価の数分の1の価格で処方し、発送すると宣伝している。

模倣薬の利用者は増えているようだ。正確なところは不明だが、ヌームのジェフ・クック最高経営責任者（CEO）は、100万人を超えると話す。シティ・リサーチのアナリストは、ヒムズ・アンド・ハーズだけでも年末までにGLP-1模倣薬を10万人に販売すると予測している。

模倣薬を製造する薬局やこれを販売する遠隔医療会社にとっては、合法的で著しい成長が見込める事業だが、GLP-1のブランド薬の入手が容易になれば、崩壊する可能性がある業界でもある。

こうした模倣減量薬を製造できるのは、連邦法が調剤薬局に、米食品医薬品局（FDA）が供給不足と判断した医薬品の複製を認めているためだ。イーライリリーの減量薬については、FDAが10月2日、供給不足解消を宣言したが、ノボの減量薬はいまだに供給が不足している医薬品のリストに載っている。大半のGLP-1模倣薬はノボの製剤設計を使用しており、FDAの今回の決定の影響は受けない。FDAが供給不足解消を決定すると、大規模調剤薬局は当該医薬品の製造を60日以内に、小規模調剤薬局は即時に停止する必要がある。供給不足との判断がブロックバスターに適用されることはまれで、GLP-1薬の場合は異例だ。

調剤薬局の業界団体アライアンス・フォー・ファーマシー・コンパウンディング（ACP）のスコット・ブラナーCEOは「これらの治療薬がFDAの供給不足医薬品リストから外れると、突然治療を受けられなくなる患者が発生し、大混乱になる」と話す。遠隔医療企業は、供給不足解消後も販売継続を認められるようロビー活動を行っている。ウォール・ストリート・ジャーナル紙に上院議員宛ての全面広告を出したヌームは、「手頃な価格の減量薬へのアクセスを要求する」嘆願書への署名を市民に呼び掛けている。

GLP-1の使用者は、注射を中断すると体重がリバウンドする可能性が高く、潜在的に危険な状態にある。遠隔医療企業による強気な販売活動や、イーライリリーとノボが設定した価格の高さが状況を悪化させている。

高価格と供給不足の問題

A Price War in Weight Loss

Novo Nordisk and Eli Lilly are facing competition for their branded GLP-1 drugs, thanks to a quirk in U.S. drug regulation.

Compounded GLP-1 Provider	Monthly cost*	Comments
Hims & Hers Health	\$199	Annual upfront payment required
Noom	279	Three-month supply required
Ro	299	Additional \$145 monthly membership fee required
Branded GLP-1 Provider	Monthly list price	Comments
Novo Nordisk (Wegovy)	\$1,349	Discounts available for patients without insurance coverage
Eli Lilly (Zepbound)	1,060	Discounts available for patients without insurance coverage

Note: *After one-month introductory cost

Source: Company reports

GLP-1薬の価格設定の高さ（ノボのウゴービの定価は1カ月1349ドル）については、ここ数週間で批判が高まっている。9月中旬に開催された上院公聴会でバーニー・サンダース上院議員（無所属、バーモント州）はノボのラース・ヨルゲンセンCEOに対し、「搾取をやめろ」と要求した。ヨルゲンセンCEOは、「前向き」に取り組むと答え、製造能力拡大のため、2023年初から300億ドル以上を投じたと語った。

ノボの利益はウゴービとオゼンピック（2型糖尿病治療薬、ウゴービと同一薬）の売り上げが貢献し、今年25%、来年はさらに26%の増加が見込まれる。イーライリリー、ノボともに、減量薬の生産拡大に数十億ドルを投じている。イーライリリーは受注分の対応は可能になったと明らかにしたが、ノボは「断続的な供給制約」を予想している。

FDAの供給不足医薬品リストから外れる可能性があるにもかかわらず、遠隔医療企業によるGLP-1薬発売が減速する様子はない。9月には、ヌームが新たに参入し注目を集めた。最低価格は149ドルで、その8倍以上にもなるブランド減量薬よりも手頃な価格だ。

調剤薬局が製薬会社と競合する奇妙な時代

通常、調剤薬局がブロックバスターと競合することはない。アレルギーなどの原因によりFDA承認薬を服用できない患者のために多少の調整を行った薬を提供するのが日常の業務だ。供給不足時にはサプライチェーンの穴埋めも行うが、通常は安価なジェネリック薬（後発薬）を使用する。しかし、GLP-1薬によって業界は大きく変貌した。業界団体ACPのブラナー氏は「われわれは今、奇妙な時代にいる」と語る。

Hims & Hers Health

(HIMS / NYSE)



Source: FactSet

ノボのGLP-1薬は、米国の文化的な現象として認識され始めて以降、2年にわたりFDAの供給不足医薬品リストに記載されている。早くも2022年には、医療SPAがGLP-1模倣薬を販売し、ソーシャルメディアを使って拡散させているという報告があった。

今年、この代替アプローチが主流に躍り出た。5月、勃起不全薬や脱毛症治療薬の販売で知られる上場企業のヒムズ・アンド・ハーズがGLP-1模倣薬の発売を発表し、数週間で株価が70%上昇した。ヒムズ・アンド・ハーズの治療薬はウゴビの有効成分に基づいているため、イーライリリーのチルゼパチドが供給不足医薬品リストから外れても直接影響を受けないが、ブランド減量薬全体の供給改善を織り込み、10月3日に株価が急落した。

今やGLP-1模倣薬市場には10億ドルクラスのスタートアップ企業ローやヌーム、より新興のエデン、ヘンリー・メ

ド、アラン・メドなどがひしめいている。料金は治療開始1カ月目が約200ドル、投与量増加に伴い約300ドルとなる。通常、遠隔医療企業に保険は適用されないため、患者は現金払いだ。こうした、ウゴビの1349ドル、そしてノボが保険対象外患者について合意した割引価格650ドルを大幅に下回る低価格が遠隔医療マーケティングの重要な要素となっている。低価格重視姿勢に懸念を抱く関係者もある。調剤薬局業界団体ACPのブラナー氏は「価格のみを強調することは、そもそも模倣薬の製造・販売が許容された理由を損なうことになると恐れている」と話す。

イーライリリーとノボは、医療SPAのGLP-1薬広告について、すでに複数の訴訟を起こしている。ノボは本誌に対し、「FDAが警告したように、未承認のセマグルチド模倣薬には、FDAが承認したノボのセマグルチド薬と同等の安全性、品質、有効性の保証はなく、承認薬が入手できる場合は模倣薬を使用すべきでない」と指摘した。

これまでのところ、ウォール街は両製薬会社自身のGLP-1薬の販売に対するリスクを懸念していないようだ。模倣薬による競合が勢いを増しても、株価は上昇を続けている。

株主は影響を受けないかもしれないが、患者は別だ。FDAがウゴビを供給不足医薬品リストから外し、従来通りの規制を適用する場合、GLP-1模倣薬を使用していた患者はブランド薬への切り替えを迫られる。しかし、多くの保険会社がウゴビとチルゼパチドを保険対象としておらず、対象となる場合も患者に厳しい制限を設けている。FDAは最低一つの関連疾患があることを条件に、BMI指数が27の患者でもウゴビの使用を認めているが、多くの保険会社はより高いBMI指数を保険適用の条件としている。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

6. FRBの利下げは妥当

[インタビュー]

A Former Fed Vice Chair Sizes Up Rates, the Economy, and Powell
元FRB副議長のファーガソン氏に聞く

FRBの行動は妥当



PHOTOGRAPH BY LEXEY SWALL

米連邦準備制度理事会（FRB）による利下げ（または利上げ）の内情を知りたいければ、尋ねるべき多くの元FRB高官がいる。しかし、FRBの元副議長であるロジャー・ファーガソン氏に勝る人物はほとんどいない。

ファーガソン氏は1999年から2006年までFRBの副議長を務めた。在任期間には2001年9月11日の米同時多発テロも起きており、ファーガソン氏は混沌と恐怖の中で重要な決断をせざるを得なかった。何よりも、米国の銀行システムが確実に停止しない手段を模索した。銀行休業の要

求に抵抗して、「連邦準備制度は機能している。流動性の必要性を満たすために、FRBの割引窓口（連銀貸出）は利用可能だ」というシンプルな声明を出した。

ファーガソン氏はデービス・ポーク法律事務所に就職して、その後の人生にとって重要な存在になる同期2人に会った。1人はFRBのパウエル議長で、もう1人は後の伴侶となるアネット・ナザレス氏だ。しかしファーガソン氏にとって、法律は寄り道にすぎず、マッキンゼーで金融機関の顧客向けに働いた後、1997年にFRBの理事に任命された。

ファーガソン氏は、「1966年にジョンソン大統領が、FRB初の黒人理事にアンドリュー・ブリマー氏を任命した際に、エコノミストになると決断した。ワシントンで育った人間にとって、それは新聞の見出しを飾るニュースだった。大騒動になり、私のいる家で人々が金利について話していたため私の関心を引いた。金利を設定するFRBとエコノミストであるブリマー氏が突然として目の前に現れて、私は14歳のときにエコノミストになりたいんだと分かった」と語る。ファーガソン氏はその31年後に、ブリマー元理事の足跡を辿ることになる。

ファーガソン氏は、FRB退任後に、2008年から2021年にかけて米国教職員退職年金/保険組合（TIAA）の最高経営責任者（CEO）を務めた。現在は、グーグルの親会社であるアルファベット＜GOOGL＞の取締役を務めており、フロリダ州に住んでいる。

筆者はポッドキャストのアット・バロンズシリーズの一環としてニューヨークのライブイベントでファーガソン氏と話した。FRBが0.5%の利下げに踏み切った数日後という思いがけないタイミングだった。

本誌：FRBの先週の行動を、どのように考えるか。

ファーガソン氏：これは明らかに転換点だ。数年ぶりの利下げとなる。第二に、それは周知されていた。パウエル議長はジャクソンホール講演で、行動を起こす時が来たと語っていた。とはいうもの

の、利下げが0.25%になるのか0.5%になるのかというドラマはあった。最終的には予断を許さない状況だったが、0.5%の利下げを称賛したい。

Q：利下げが0.25%ではなく0.5%だったことに驚いたか。

A：両方の可能性があったため、驚かなかった。パウエル議長が、私が0.25%利下げの根拠としていた内容を説明したものの、それを0.5%利下げに結び付けたことは興味深く、それはパウエル議長が優れたコミュニケーターであることを示している。経済情勢が良好でインフレ率も低下傾向にあるため、私は0.25%の利下げで十分だと考えていた。利下げはエキサイティングなことだが、最初の利下げが0.25%か0.5%かはそれほど重要ではない。実際の問題は、利下げのペースと着地点だ。それについてはまだ決まっていない。

Q：皮肉屋は、FRBは行動が遅過ぎると批判されていたために、大幅な利下げに動いたと言うかもしれない。利下げが大幅だったことは、経済情勢が人々の考えよりも弱いことを示唆しているのか。

A：そうは考えていない。しかしFRBは、労働市場が大幅に軟化することを目の当たりにしたくないと指摘した。そのため、FRBの二つの使命（物価安定と完全雇用）について、インフレだけに注目するのではなく、関心がインフレと失業という二つの要因の間でよりバランスの取れたリスクへ幾分か変化した。

遅過ぎるとの疑問に関して言えば、パウエル議長の発言は明瞭で、「われわれは遅れを取りたくない」と述べて、素早い利下げ開始を望んでいた。それは、「FRBが教訓を得て、将来は遅きに失することを望んでいない」と解釈できるかもしれない。恐らくは、われわれの誰もが教訓を学んで成長や進化を続けている。そのため、FRBが同様のことをしても、批判しないしてほしい。

金融政策予想

Q：FRBの金融政策を、どのように予想しているか。

A：FRBが年内は利下げを継続すると予想する。ドット・チャートは、年内に2回の0.25%ずつの利下げ予想を示している。累計では1%の利下げとなり、経済が想定通りに推移することを前提に、来年も利下げが続くだろう。なお、19人のメンバーの金利の最終的な着地点の予想が大幅に分散していることは興味深い。彼らは、ターミナルレート（政策金利の最終到達点）について態度を決めかねている。

Q：中立金利をどのように考えているか。

A：まず、FRBのインフレ目標である2%がある。その目標を達成して維持するために金利をどこに設定すべきかを、FRBだけでなく誰も知らない。中立金利とは、景気を刺激も阻害もしない金利のことだ。パウエル議長は重要なことを述べている。つまり、「それが機能することによって、われわれはそれを知るだろう」と語った。パウエル議長は、中立金利として特定の水準を念頭に置いておらず、データに依拠して行動している。

Q：インフレを懸念しているか。

A：インフレ率は指標にもよるが、2.5%へ低下している。インフレが根強くFRBの目標を大幅に上回っているセクターが一つないし二つある。特に住宅セクターが挙げられ、一般サービスセクターのインフレ率も2%を若干上回っている。財のインフレ率は大幅に低下している。

インフレは、恐ろしい隠れた税金で、特に低・中所得者層にとってはなおさらだ。2%のインフレ率に慣れ親しんだ人々は、インフレ率が突然上昇すると、ショックを受ける。そして、高い物価上昇率だけではなく、その水準の変化も問題で、物価水準は元には戻らない。インフレ率の低下は物価の上昇率を減速させるが、物価の水準を2~3年前に戻すことはない。

FRBのツールと使命について

Q：FRBのツールと使命は、所得の不平等や人種による経済的不平等に対処するには、不十分または大ざっぱ過ぎないか。

A：その通りだ。だからこそ、財政政策や社会政策がある。一つの機関に、同時に多過ぎる責務を負担させることは、良い考えではないと考えている。FRBのツールは、インフレ対応と完全雇用の維持という使命に適切に調整されている。ただ、FRBのツールは時間とともに進化している。FRBのツールは、以前は連邦公開市場委員会（FOMC）ごとにフェデラルファンド（FF）金利を設定することだけだった。バランスシートの利用や、準備預金に対する利払いも新たなツールだ。FRBのツールは確かに不十分だが、進化してきている。

Q：テクノロジーと資本市場の交点に注目しよう。状況はどのように進化しているか？

A：資本市場で面白いことの一つは、一貫して新たな金融テクノロジーが登場し続けていることだ。人工知能（AI）は、企業と経済に関する莫大な量のデータの統合と伝達を可能にし、物事を動かしているモノに対するより見識深いモデルの構築を可能にする。しかしAIは、市場を動かしているモノを実現はできない。

われわれは、いずれ同じデータを持つようになり、恐らくはモデルの構築が以前より素早くなって、われわれ全員にとって汎用的となるだろう。しかし、株式市場の大部分は、物語と皆が信じることに依存している。分析が素晴らしくても、投資には将来に対する観点が必要だ。より良い分析ツールがあっても、将来に対するより良い理解の助けにはならない。ツールは、過去をより早く理解することに役立つだろう。私は、この新たなテクノロジーのファンが、非常に長く市場に関与してきた経験から、市場とは人々が判断を行うものであるとも分かっている。

By Andy Serwer
(Source: Dow Jones)

7. インフレの鎮静化はまだ。異論唱えたボウマン理事が正しかった Inflation Isn't Tamed Yet. The Loneliest Fed Governor Was Right. 米景気は依然底堅い

[コラム]

FOMCでの反対票は2005年以来初めて



ERIC BARADAT/AFP via Getty Images

学校時代を思い起こしてみよう。物理の先生が生クリームと牛乳ではどちらの密度が高いかと質問したとする。生クリームに30数人の手が挙がったが、自分1人だけが牛乳で間違いないと思いつつも、牛乳と答えるとなると急に自信がなくなってきた。大勢（たいせい）に逆らうということは心細いものだ。

先月18日の米連邦公開市場委員会（FOMC）で、フェデラルファンド（FF）金利誘導目標を通常の0.25%ではなく、0.5%大幅に引き下げ4.75~5%とする決定に唯一反対票を投じたミシ

ェル・ボウマン理事がそう感じたかは定かでない。2005年以来、FOMCで米連邦準備制度理事会（FRB）の理事が反対票を投じたのは初めてだ。2日後の声明で、ボウマン理事は反対票について説明した。米国経済の力強さと、FRBの2%目標を上回って推移するインフレについて引き続き懸念されるというのが反対の理由だった。

それ以来、ボウマン理事の反対票の正しさが証明されてきた。過去のデータが上方修正され、経済成長が従来の推定よりもはるかに強いことが示されているだけでなく、4日に発表された直近の雇用統計もエコノミスト予想を大幅に上回る内容だった。米国債利回りはFRBの大幅利下げで低下するどころか、利下げ以降、大幅に上昇しており、マーケットの将来の金利見通しが1人を除いたその他のFRB理事の予想と異なることが示唆されている。

TSローンバードのチーフ米国エコノミスト、スティーブン・ブリッツ氏は「市場は2025年の春までにFF金利誘導目標が3%に達すると織り込んでおり、いつものことながら前のめりになっている。4日の雇用統計でこの点が明らかになった」と4日の顧客向けレポートに記した。

ブリッツ氏は、9月の非農業部門就業者数がエコノミストのコンセンサス予想を10万人以上上回る25万4000人増加したことに触れる一方、過去2カ月間の雇用者数が7万2000人上方修正されたことには触れなかった。家計調査に基づく失業率は9月に4.1%へ前月の4.2%から低下した（小数点第2位まで見ると、4.22%から4.05%への低下）。

過去16カ月の失業率の上昇傾向は労働市場の冷え込みを反映しているが、モルガン・スタンレーのエコノミストは、労働力人口の拡大が主因だろうとしている。実際、1日に発表された最新の米雇用動態調査（JOLTS）では、8月に804万人の求人があり、7月の771万人から増加した。

パウエル議長の景気悲観論は行き過ぎか

データが大幅に上方修正され、経済が従来の数値が示唆するよりも大幅に力強いことも示されている。より注目度の高い国内総生産（GDP）に等しくなるはずの国内総所得（GDI）は4～6月期分が上方修正され、4～6月期の実質GDI成長率は従来の推定の年率1.3%を大幅に上回る同3.4%となった。その理由とは個人所得の大幅な上振れで、貯蓄率が従来報告されていたわずか3.3%から5.2%となったことによるものだ。言い換えれば、アメリカ人は金欠ではないのだ。最新の経済データによれば、11月と12月にFRBが0.25%ずつ利下げを実施し、FF金利は4.25～4.5%となることが見込まれる。ブリッツ氏は、「当然そうなるはずだ。民間部門の雇用が回復し、労働人口の増加ペースが鈍化する余地があることから、インフレ問題は依然残っている」と強調する。足元の労働市場動向を示すように、東海岸とメキシコ湾の港湾の使用者団体が向こう6年間で賃上げ率を50%から上積みして62%へ引き上げると提示したのを受けて、国際港湾労働者協会（ILA）は4日に3日間のストを解除した。

パウエルFRB議長は以前、FRBは労働市場がさらに冷え込むことを望んでいないと語ったが、足元のデータはそうした懸念がやや行き過ぎであることを示唆している。7日からの週は、インフレ率が注目されるが、9月の消費者物価指数（CPI）はエコノミスト予想では食品とエネルギーを除いたコア指数が0.2%上昇と8月から小幅低下する見込みである。

GDIが示す通り所得データが強含んでいることから、キャピタル・エコノミクスの北米担当チーフエコノミスト、ポール・アシュワース氏は、コアインフレが反転上昇するリスクがあるとみている。恐らく、ボウマン理事に同調する理事会メンバーが出始めることになるだろう。

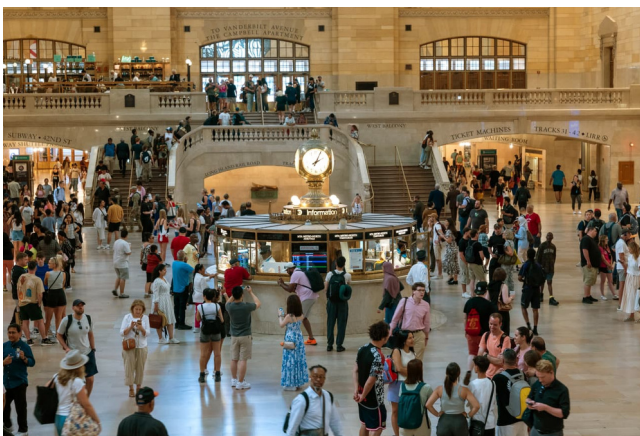
By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

8. 強い雇用統計でもFRBが利下げを止めそうにない理由

[経済政策]

Jobs Are Plentiful, and Wages Are Up. That's a Recipe for More Rate Cuts
重要なのは中立金利

ソフトランディングを後押しした9月雇用統計



Spencer Platt/Getty Images

インフレが米連邦準備制度理事会（FRB）の目標である2%に迫り、ほぼ完全雇用の状況にあり、生産性の安定した成長が見られ、国内総生産（GDP）が年率3%で拡大している。いったい何が気に入らないのか。夏の終わりに見られた米国経済が悪化するとの投資家のパニックは、過剰反応か、少なくとも時期尚早だったようだ。

4日に発表された9月の雇用統計は市場予想を大幅に上回り、景気後退や大規模な雇用喪失を伴わずにインフレが2%に戻るソフトランディン

グ（軟着陸）のシナリオを一層後押しした。

AXAインベストメント・マネジメントのマクロ経済調査部門責任者であるデビッド・ペイジ氏は、「リセッション（景気後退）が近いとはとても感じられない。われわれはGDPの成長率予想の上方修正を何度も迫られている」と語る。

2年間のインフレ対策を経て、FRB当局者たちは最近、経済の好調維持に一段と注力している。FRBは9月の米連邦公開市場委員会（FOMC）で0.5%の大幅な利下げを決定した上で、年内の追加利下げを示唆した。

1日にニューヨークで開催された金融カンファレンスで、デュケイン・ファミリーオフィスのスタンリー・ドラッケンミラー氏は、FRBによるソフトランディングへの執着と、それを達成するための微調整を強く批判。9月は小幅な利下げにとどめるとともに今後の利下げをあまり強調せず、11月は何もしないで様子を見る選択肢を残しておくべきだったと述べた。ドラッケンミラー氏は「景気が鈍化している兆しは確かにあるが、壊れていないものを直す必要はない」と付け加えた。

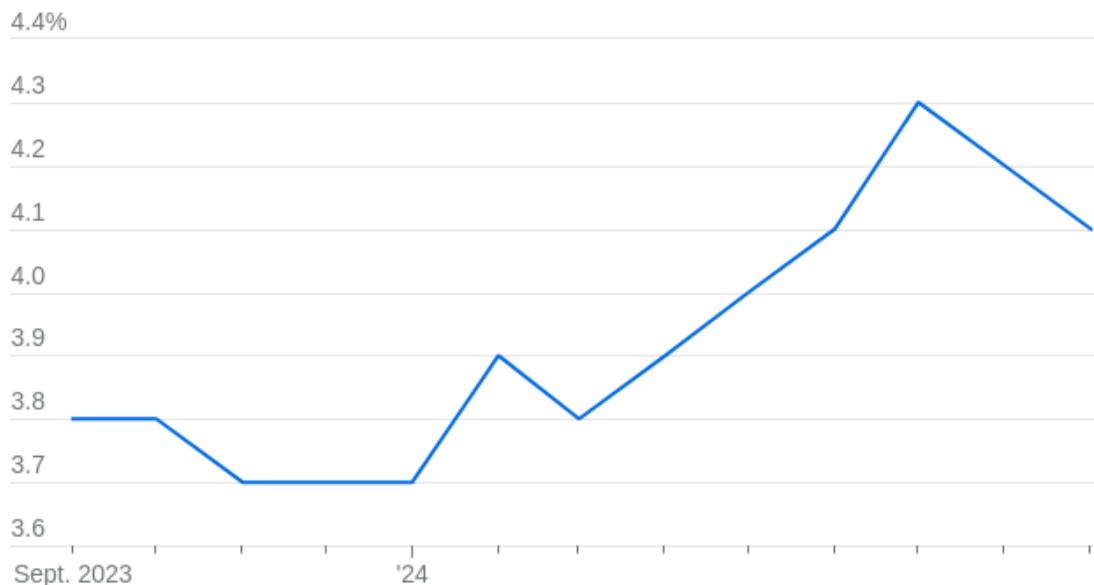
同じ会合に出席したパーシング・スクエア・キャピタル・マネジメントのビル・アックマン氏は対照的に、11月に再び0.5%の利下げを求めた。アックマン氏は幾つかのリスクがあることと依然として金利が高いことに言及し、「先行き不透明感、戦争、制約的な金融政策はソフトランディングの実現にとって危険な環境だ」と述べた。

4日に発表された9月の雇用統計は、11月6～7日のFOMC前の最後の雇用データではないが、ドラッケンミラー氏の主張を支援する材料を提供した。

9月の失業率は4.05%に低下

Still Chugging Along

The rise in the unemployment rate has reversed as hiring has rebounded.



雇用統計は間違いなく強い内容だった。失業率は2カ月連続で低下し、切り上げなければ4.051%とほぼ4%に近づいた。非農業部門就業者数は前月比で25万4000人増え、過去6カ月で最大の伸びを記録し

た。また、7、8月の就業者数が計7万2000人上方修正された。雇用の増加は幅広いセクターと産業にわたって見られた。

労働者にとってさらに良いニュースは、時間当たり平均賃金が前年同月比4%増加したことだ。これに対し、10日発表の9月の消費者物価指数（CPI）は同2.3%上昇と予想されている。

フェデラルファンド（FF）金利先物市場は4日、11月から来年5月までの計5回のFOMCで、それぞれ0.25%の利下げが行われる可能性が高いことを明確に織り込んだ。11月に0.5%の利下げが行われる確率は1%未満に低下している。

11月の利下げが見送られるとすれば、9月のCPIが予想を大幅に上回る必要がある。また、10月の雇用統計が発表されるのは11月1日と米大統領選挙の数日前であり、次回FOMCの開催日まで1週間を切っている。

10月の雇用統計はやや複雑になる恐れ

市場予想を上回った9月の結果と比べると10月の雇用統計は、やや厄介なものになる可能性がある。ハリケーン「ヘリー」が雇用に影響を与え、労働市場が再び悪化しているように見える恐れがある。長引く港湾労働者のストライキは3日夜に停止されたが、航空機大手ボーイング<BA>の従業員約3万3000人はストライキを継続している。そのデータを考慮するかどうかは、FRB当局者次第だ。

11月の利下げの規模に関係なく、また景気減速の兆しが新たに現れないとしても、来年にかけてFF金利は継続的に低下すると予想されている。多くのFRB当局者にとって、米国経済の進路よりも最終目的地が重要だからだ。

最終目的地とは、経済活動を刺激も抑制もしない、いわゆる中立金利（自然利子率）を指す。これは理論的な概念であり、リアルタイムで測定することは不可能だ。しかし、FRB当局者が最近公にした多くの発言に基づけば、大多数が利下げの余地が十分にあり、慎重に進める時間もあるとみているようだ。

経済学者の多くは、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）後の米国経済の中立金利を2%台後半～3%前半に見積もっている。FRB当局者の9月の経済見通し（SEP）での長期的なFF金利の中央値は2.9%だった。現在のFF金利の誘導目標は4.75～5%である。

9月の雇用統計発表後、シカゴ連銀のグールズビー総裁はブルームバーグテレビジョンで、「最終的に中立金利がどこに落ち着くかは、潜在的な経済成長率をどの程度と考えるかに左右される。生産性の成長がこのまま続けば最終的な中立金利は高くなるが、素晴らしいことだ。米国経済がそれを支えられるのだから」と述べた。

市場にとって、それは経済成長が続く中で金利が低下する二重の追い風が吹く、まさにゴルディロックス（適温経済）に近い状況になるだろう。しかし、必ず実現するわけではない。アックマン氏が指摘するリスクが（ゴルディロックスの童話に出てくる）3匹の熊となって成長ストーリーを脱線させるか、ドラッケンミラー氏が懸念する1970年代型のインフレの再燃で利下げが停止される可能性もある。

プランテ・モラン・ファイナンシャル・アドバイザーズのジム・ベアード最高投資責任者（CIO）は「FRBが徐々にブレーキを緩める中で、雇用創出と労働市場の状況が強い勢いを維持できるのか。9月の雇用統計の内容からは、それができないと言える要素はほぼ見当たらない」と指摘した。

それらは明日の問題だ。今はただ、好況を楽しむことにしよう。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

9. S&P500指数、6000に向けて上昇中 The S&P 500 Is Headed to 6000. Here's Why. 好需給を背景に年末までの上昇を想定

[米国株式市場]

例年と異なり好調だった9月相場



NYSE

例年、この時期は株式市場がひどいことになるものだが、今年は違う。

確かに先週の主要株価指数は一時下落していた。中東における軍事情勢の緊張が原油価格を押し上げ、株価の重しとなったが、結果的には上昇して週を終えた。S&P500指数は0.2%高の5751.07となり、ナスダック総合指数は0.1%高の1万8137.85で引けた。ダウ工業株30種平均は0.1%上昇して4万2352ドル75セントと史上最高値を更新した。小型株のラッセル2000指数は0.5%安の2212.80で週末を迎えた。

市場はまだ経済に対して自信を持っている。9月雇用統計の非農業部門就業者数は市場予想を上回ったが、米連邦準備制度理事会（FRB）が利下げをやめるのではないかと懸念されるほどの好調さはなかった。S&P500指数の終値は過去最高値である5762.48が目前に迫る。

9月の上昇は年末までの上昇の予兆か

幾つかの要因が堅調な株価の背景となっている。FRBは9月に経済成長を維持するために、政策金利であるフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を0.5%引き下げた。インフレが抑制されている限りFRBはさらに金利を引き下げる可能性が高いが、港湾労働者のストライキが解決したように見える現在、その可能性は高まっている。債券利回りの低下は、特に企業利益がまだ伸びていることから、株式の魅力を高めている。さらに、半導体大手のエヌビディア<NVDA>が先週2.9%上昇したこともプラス材料となった。これはエヌビディアのジェンスン・フアン最高経営責任者（CEO）が、人工知能（AI）向けの半導体生産がフル稼働していることを確認し、出荷の遅れに対する懸念が和らいだことが背景にある。

Market Snapshot



これらをすべて織り込みながらS&P500指数は年初来2桁の上昇となっており、その中には9月の2.1%の上昇も含まれる。これはめったにない状況だ。ダウ・ジョーンズ・マーケット・データによると、1928年以降における9月のS&P500指数のパフォーマンスの平均は1.1%の下落で、12カ月の中では最悪の月となっている。S&P500指数が9月にマイナスとなる確率は約55%だ。

今年の逆の流れは、年末に向けての一段の上昇を期待させる。バンク・オブ・アメリカによれば、9月が上昇で終わった場合、10～12月期に市場は79%の確率で上昇し、上昇率の平均は5.1%だという。S&P500指数が10～12月期にこの平均値の通りに上昇すれば、6000を超える水準で今年を終えることになる。

押し目狙いの買い手が控えている

このような勢いは、最近表面化している他のトレンドとも一致している。市場が割高になった時に想定される短期的な下落が起きると、買い手が殺到してS&P500指数を支えている。S&P500指数は今年、数字上で調整局面とされる10%以上の下落局面を迎えていない。最大の下落は7月中旬から8月上旬にかけての8%だった。ぜんまい時計仕掛けのように買い手が殺到した結果、指数は史上最高値を更新して9月を終えた。

カップシーシスの創設者であるフランク・カッペレリ氏は、今年は「次の下落局面を見逃すまいとするトレーダーの動きが目立った」と書いている。誰もがそのような動きに気付いているため、次に儲かる機会を逃したくないと思うもので、結果としてより多くの買いを誘い、上昇につながっている。先週エヌビディア株を買い増したマホニー・アセット・マネジメントのケン・マホニー氏は、「テクニカルな需給面の状況は非常に強い」と指摘する。

今飛び乗るのを控えたい人がいることは理解できるが、すでに市場に参入している人は市場にとどまり、年末にかけてもう一回上昇する可能性に賭けることを検討してもいいだろう。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

10. 美術品市場が不調、今春は2000年以来の最低リターン There's a Bear in the Art Market—and Here Are the Numbers 金と株価の上昇が影響か

[経済関連スケジュール]

金と株式投資リターンの好調が、美術品市場低迷の一因に

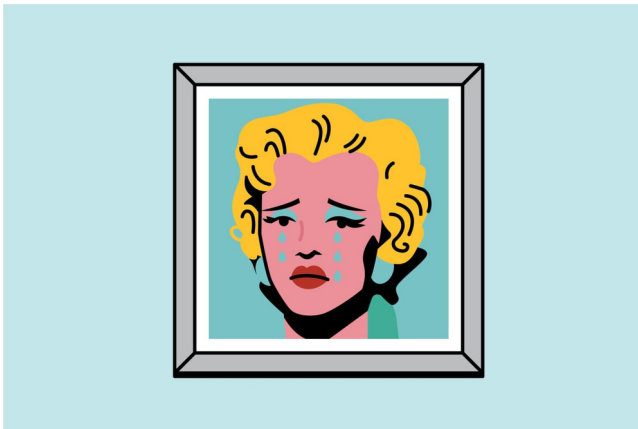


Illustration by Elias Stein

2024年春の美術品オークション市場は不振だった。どれくらいひどかったのかというと、美術品市場のアナリスト2人の言葉を借りれば「これ以上ないほどのひどい状態」で「投資パフォーマンスは2000年以来で最悪の結果」となった。

ジャンピン・メイ氏とマイケル・モーゼス氏は、オークションハウスのサザビーズ、クリスティーズ、フィリップスでの美術品オークションの販売実績を分析する美術品市場コンサルタント会社、JPメイ&MAモーゼス・アートマー

ケット・コンサルタンシーを経営している。その分析手法は、美術品売買における価格変動を追跡し、リターン（複利）と標準偏差を算出する（標準偏差は、リターンが時間の経過とともにどのように変化するかを測定する）。また、個々の美術作品のリターンに対するリスクも算出している。

2024年上半期の年率リターン（複利）は全体平均で年0.1%となり、2000年以来の最低水準だった。標準偏差は15%で、高水準ではあるが過去最大ではない。一方、リターンに対するリスク指標は、2000年以降のどの年よりも10倍高かった。売却された作品のうち、半数は損失を生じる結果となった。

JPメイ&MAモーゼスは、同じツールを使って個別のアーティストの作品を分析している。例えば、データベースには印象派クロード・モネの絵画183点が含まれており、オークションでの平均リターンは7%だった。モーゼス氏は、「常に安定した成果を上げ、リスクもそれほど大きくないアーティストの作品が欲しいのであれば、モネの作品が良いだろう。ただし、購入するだけの資金があれば」と語る。

美術品市場のこの暴落の原因は何だろう。モーゼス氏は、売り圧力と高価格が痛手となって美術品市場は5年間ずっと低迷しているが、市場低迷の最大の要因は、近年の金と株の価格上昇だろうと考えている。

先週の出来事

Paint by Numbers

Mean returns fell for a number of collecting categories this spring. Impressionist and modern painting were positive but at its lows.

Collecting Category	Mean Compound Annual Return	Count
American Painting	-0.89%	37
British Painting	0.48	76
Impressionist and Modern	3.31	656
Latin American Painting	5.39	7
New Now	-8.25	31
Old Masters Painting	-0.27	432
Postwar Contemporary	-0.1	645

Source: JP Mei & MA Moses Art Market Consultancy

市場動向

日本の日経平均株価は、新首相の石破茂氏が早期の解散総選挙を発表したことで週初9月30日に4.8%下落した。

中国がさらなる景気刺激策を打ち出したことで中国株は引き続き急騰、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は10月04日、S&P500指数は9月30日に史上最高値を更新した。イスラエルがレバノンに侵攻し、イランがミサイル攻撃で報復した。原油価格は急騰し、株価は下落した。米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は、次のフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標レンジの引き下げは小さいほうの幅だろうと述べた。9月の非農業部門就業者数は25万4000人増加した。週間ベースでは、NYダウは0.1%の小幅上昇、S&P500指数は0.2%上昇、ナスダック総合指数も0.1%上昇した。

企業動向

- ・米港湾労働者の労働組合は賃上げ62%で合意し、ストライキを終結。福利厚生と自動化問題については引き続き協議する。
- ・カリフォルニア州のニューサム知事は人工知能（AI）を規制する法案を拒否した。
- ・ヘッジファンドのグレンビュー・キャピタルは、ドラッグストアを運営するCVSヘルス＜CVS＞と会談し、業務改善策について協議した。グレンビューはCVSヘルスの分割は望んでいないと述べた。
- ・ウォール・ストリート・ジャーナルは、米格安航空会社のスピリット航空＜SAVE＞が米連邦破産法第11条（日本の民事再生法に相当）を申請する可能性について債券保有者と協議したと報じた。

M&A（合併・買収）など

- ・石油生産企業のアブダビ国営石油会社（ADNOC）は、1年間の協議を経て、ドイツの化学会社コベストロ＜ICOV＞を130億ドルで買収する。
- ・プライベートエクイティ（PE）のTPGは、衛星テレビ放送のディレクTVの株式のうち、未取得だった70%を通信会社AT&T＜T＞から76億ドルで買収し、ディレクTVを同業ディッシュ・ネットワーク

<DISH>と統合する。ディレクTVはディッシュ・ネットワーク<DISH>をエコスター<SATS>から1ドルで買収し、かつ100億ドルの負債を引き受ける。AT&Tは2016年にディレクTVを670億ドルで買収していた。

・チャットGPTの開発を行うオープンAIはソフトバンク・グループ<9984>からの5億ドルを含む66億ドルを調達し、企業価値は1570億ドルとなった。

今週の予定

Buy the Dip?

In the spring auction season, mean ^Lart returns fell to a low since 2000, continuing a decline that began ^Lin 2023.

Mean Return



Source: JP Mei & MA Moses Art Market Consultancy

10月9日（水）

米連邦公開市場委員会（FOMC）が、9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FF金利の誘導目標を0.5%引き下げ、4.75～5%のレンジとした。米連邦準備制度理事会（FRB）のボウマン理事は0.25%の利下げを主張し、大幅利下げに反対した。政策決定にFRB理事が反対したのは2005年以来初めて。

10月10日（木）

米労働省労働統計局が9月の消費者物価指数（CPI）を発表。コンセンサス予想は前年同月比2.3%の上昇で、8月に比べて0.2%ポイント低下。変動の大きい食品とエネルギーを除くコアCPIは前年同月比3.2%上昇と予想され、8月と同水準。CPIの前年同月比上昇率は2021年2月以来の最低水準となっており、FOMCは「インフレ率が持続可能なペースで2%へと進んでいるとより強く確信を持てた」としている。

10月11日（金）

第3四半期の決算シーズンは、大手商業銀行の決算発表で幕を開ける。先頭を切るJPモルガン・チェー

ス<JPM>とウェルズ・ファーゴ<WFC>は取引開始前に決算を発表する。

ミシガン大学が10月の消費者信頼感指数を発表。9月の消費者による1年先期待インフレ率は2.7%で、2020年後半以来の低水準だった。

統計と数字

4万5000ドル：9月の米国における新車の平均価格。2023年に比べ3%下落したが、2019年との比較では約29%上昇。

9000万戸：中国にある空家戸数の推定値で、約2億7000万人が居住できる。

40兆ガロン：ハリケーン「ヘリーン」とそれに先立つ暴風雨により米国南東部に降った雨量。

22%：生命保険会社ニューヨーク・ライフ・インシュアランスの調査で、退職前の人々のうち、自分は一生退職できないかもしれないと考えている人の割合。

By Abby Schulz
(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』 2024/10/06

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