

# Pictet Global Market Watch

## ヘルスケア市場：2014年の振り返りと2015年の展望

世界のヘルスケア・セクターの2014年の騰落率は、株式市場全般の騰落率を4年連続で上回りました。バイオ医薬品銘柄が最も好調でした。2015年の投資の鍵は、優良銘柄を厳選する慎重な姿勢を貫くことだと考えます。また、新興国市場には、長期的な成長が期待されると同時に短期的な投資の好機も見込まれると考えます。

### 2014年のヘルスケア市場

MSCI世界ヘルスケア株価指数(米ドルベース、配当込み)の2014年通年の騰落率は+18.1%となり、MSCI全世界株価指数(米ドルベース、配当込み)の騰落率を4年連続で上回りました。なお、2010年末から2014年末にかけての累積騰落率は、MSCI全世界株価指数の+38%に対し、MSCI世界ヘルスケア株価指数は+107%(ともに米ドルベース、配当込み)と格差が際立ちました。

ヘルスケア・サブ・セクターの騰落率では、MSCIバイオ医薬品株価指数が2014年通年で+30.8%(米ドルベース、配当込み)上昇と他セクターを大きく引き離しました。良好なデータの発表、規制当局からの相次ぐ承認、堅調な販売動向、旺盛なM&A(合併・買収)活動等が貢献しました。

MSCI医薬品株価指数の2014年の騰落率は+13.0%(米ドルベース、配当込み)と他のサブ・セクターには出遅れたものの、MSCI全世界株価指数は大きく引き離しました。

医薬品銘柄、なかでも特殊医薬品銘柄は、下期を通じて苦戦を強いられました。米国政府が、企業の低税率国への登記移転を阻止する対策を講じたことから、M&A(合併・買収)を見込んだプレミアムが剥げ落ちる結果となったためです。ロシュ・ホールディング(スイス)が乳がん治療薬候補のフェーズ3治験で良好な結果を得られなかったこと等、発表されたデータが期待外れに終わったことに加え、(サノフィ・アベンティス(フランス)の糖尿病事業に対する慎重な見通しやグラクソ・スミスクライン(英国)の喘息治療薬アドエアの販売不振等に反映される)薬剤給付管理機関の薬価引き下げ圧力も、医薬品銘柄の10-12月期騰落率が-0.8%(MSCI医薬品株価指数、米ドルベース、配当込み)と低調だったことの一因だと考えます。

医療テクノロジー・セクターならびにヘルスケア・サービス・セクターは上昇局面で年末を迎えました。MSCI医薬品機器株価指数(米ドルベース、配当込み)の騰落率は2014年10-12月期が+11%、2014年通年が+21.9%、MSCIヘルスケア・プロバイダー株価指数(米ドルベース、配当込み)の騰落率は、それぞれ+11%ならびに+25.5%となりました。医療テクノロジー・セクターでは、整形外科関連銘柄の反発が貢献しました。また、メトロニック(米国)とコヴィディエン(アイルランド)の合併計画に進展が見られ、新会社の先行きについて楽観的な見方が広がりました。ヘルスケア・サービス・セクターでは、ユナイテッドヘルス(米国)やエクスプレス・スク립ト・ホールディング(米国)などの薬剤給付管理機関銘柄の貢献が目立ちました。堅調な米国経済と当該機関の薬価交渉力が注目されました。

中国のヘルスケア銘柄は、年末にかけて、苦戦を強いられました。好調な2014年7-9月期決算と2014年10-12月期の良好な見通しにもかかわらず、香港市場上場の大半のヘルスケア銘柄が、上海・香港株式市場間の相互乗り入れ制度の導入後、売られる展開となりました。MSCI新興国ヘルスケア株価指数(米ドルベース、配当込み)の2014年10-12月期の騰落率は-0.9%と振るわず、2014年通年の騰落率は+19.5%に終わりました。

### ヘルスケア・セクターのバリュエーション

ヘルスケア・セクターの相対的に良好なパフォーマンスが4年連続で続いたことから、当該セクターのバリュエーション(投資価値評価)水準は上昇基調となり、2010年後半には、株式市場全体の水準を10-15%下回っていたのに対し、足元では、これを20-25%上回っています。

＜次ページに続きます＞

(※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。)

バイオ医薬品セクターを除く3つのサブセクターの株価収益率(PER、12カ月先利益ベース)は、過去1年を通じて10-15%程度上昇しています(図表1参照)。医薬品セクターの上昇率が最も高い背景には、特殊医薬品銘柄や先進国の後発医薬品銘柄を中心とした旺盛なM&A活動などが考えられます。一方、バイオ医薬品セクターのPERは過去1年を通じて22%程度低下しています。しかし、この低下は特定銘柄のPERの低下に因るものであることには留意が必要です。ギリアド・サイエンシズ(米国)のPERが22倍から10倍に低下しているからです。(複数のバイオ医薬品株価指数で測った)ギリアド・サイエンシズを除くバイオ医薬品セクターの株価は31%~48%の範囲内で上昇しており、一方、利益成長率は25%~30%の範囲内にあると想定されることから、直近のPERは、控えめに見積もると2014年1月と同水準、強めに見積もると5~10%の上昇が予想されます。このことは、(12カ月先予想に基づく)バイオ医薬品セクターの対売上高企業価値倍率からも裏付けられます。当該倍率が直近7倍と、1年前とほぼ同水準にあるからです。

過去のレポートにも記載の通り、ヘルスケア・セクターのPERの上昇は、その大半がファンダメンタルズ(基礎的条件)の改善が織り込まれていると考えられます。大手医薬品企業に対する利回り追求の買いが2011年を通じてPERを押し上げましたが、その他の要因には、米国の規制環境の明確化と改善(米国食品医薬品局(FDA)の「科学的アプローチ」導入に基づく変更)、一部医薬品企業ならびに多数のバイオ医薬品企業の(研究開発の生産性の向上を示唆する)パイプライン(新薬誕生に結びつく開発中の医薬品候補)の拡大が挙げられます。更に、旺盛なM&A活動が足元のバリュエーション水準を押し上げたことも明らかです。最近の例には、ホワイトナイトとしてのアクタビス(米国)によるアラガン(米国)の買収、メトロニック(米国)とコヴィディエン(アイルランド)の合併、メルク(米国)によるキュービスト・ファーマシューティカルズ(米国)の買収、大塚製薬(日本)によるアバニア・ファーマシューティカルズ(米国)の買収(買収総額:35億ドル)、バイオマリン・ファーマシューティカル(米国)によるプロセンサ・ホールディング(オランダ)の買収等が挙げられます。

## 2015年:5年連続のアウト・パフォーマンスなるか

ヘルスケア・セクターのファンダメンタルズは総じて堅調です。2014年の新薬承認件数は過去最高記録を更新しましたが、2015年についても、医薬品、バイオ医薬品の双方で多数の承認が期待されます。また、良好なデータの発表が、当該企業に対する確信度を強めることもあり得ると考えます。後発医薬品企業は、一部の先進国市場ならびに新興国市場における一段の浸透ならびに先発医薬品企業と後発医薬品企業間のM&Aの恩恵に与するものと考えます。

図表1:ヘルスケア・セクターの  
株価収益率(PER)

(2014年1月、2015年1月)

	PER(12カ月先利益ベース)		
	2015年 1月(倍)	2014年 1月(倍)	変動率 (%)
医薬品	17.5	15.7	12
バイオ医薬品	18.6	23.9	-22
医薬品機器	20.2	18.2	11
ヘルスケア・プロバイダー	16.5	14.9	11

出所:ピクテグループのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

堅調な米国経済は、米国市場への依存度が高い医療テクノロジー・セクターだけではなく、薬剤給付管理機関銘柄を中心としたヘルスケア・サービス・セクターの追い風となることが予想されます。ヘルスケア・セクターは、引き続き、新興国市場の潜在成長力の恩恵に与ることが期待されます。次に、ヘルスケア・セクターの阻害要因を検討します。

## 薬剤給付管理機関の値下げ圧力

医薬品ならびに医療機器メーカーに対する米国民間薬剤給付管理機関の値下げ圧力は、最近FDAの承認を受けたC型肝炎治療薬ヴィエキラ・パックを巡るアツヴィ(米国)とエクスプレス・スクリプト・ホールディング(米国)の取引からも明らかです。両者の取り決めに関する報道を受け、C型肝炎治療薬市場を率いるギリアド・サイエンシズの株価は急落しました。もっとも、その後数週間のうちに、エクスプレス・スクリプト・ホールディングの競合相手であるドラッグストアチェーン大手CVSケアマーク(米国)がギリアド・サイエンシズのC型肝炎治療薬ハーボニを優先的な保険対象薬とすることを決定、更に、保険大手のアンセム・ブルークロス(米国)も当医薬品を独占的に扱うとの観測が強まったことから、ギリアド・サイエンシズの株価は下げの一部を取り戻しました。その2週間前には、サノフィ・アベンティスが米国のインスリン事業部門について慎重な見直しを発表し、波紋が広がりました。米国市場での薬価引き下げ圧力を巡る懸念は、インスリン事業で世界最大手のノボ・ノルディスク(デンマーク)の株価も押し下げることとなりました。

<次ページに続きます>

(※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。)



米国市場では薬剤給付管理機関が値下げ圧力を強めていることから、一部の医薬品ならびにバイオ医薬品企業が業績予想の下方修正を余儀なくされる可能性も見込まれます。足元の(良好な)利益見通しを勘案すると、大幅な薬価引き下げ交渉が繰り返される公算が大きいと考えます。

最も大きな影響が予想される治療薬・治療用製品は、競合する治療薬が多く熾烈な価格競争を繰り広げる先発医薬品となるのが明らかです。

一方、市場を寡占する(バイオジェン・アイデック(米国)の多発性硬化症薬テクフィデラやインサイト(米国)の真性赤血球増加症治療薬ジャカビ等の)画期的な医薬品、とりわけアレクシオン・ファーマシューティカルズ(米国)の発作性夜間ヘモグロビン尿症治療薬ソリリスやバーテックス・ファーマシューティカルズ(米国)のR17H変異嚢胞線維症薬カリデコなどニッチ(隙間)市場向け医薬品は、今後も機動的な薬価を維持できると考えます。分化型腺がん治療薬についても、大きな薬価引き下げ圧力を受ける公算は小さいと見ています。

薬価引き下げ圧力に関しては、米国では民間薬剤給付管理機関の影響が最も大きいと思われるものの、他国では、ヘルスケア・セクターに対する政府の薬価引き下げ圧力も弱まる気配がありません。なかでも、フランス、ドイツ両国を含む欧州連合(EU)全域の政府が、新しい治療法に対する薬理価値ならびに経済価値の評価と薬剤費払い戻しの決定を担当する規制機関を設立したことが注目されます。日本政府も、薬価の一段の引き下げと後発医薬品の使用の拡大を促しており、中国では、国民皆保険制度の浸透が、より頻繁でより大幅な薬価引き下げと同義となっています。もっとも、新興国市場では、薬価の引き下げが販売量の伸びで補われるという、先進国市場では殆ど生じない状況が展開されています。

## バイオ後続品(バイオシミラー)時代の到来

バイオ後続品(バイオシミラー)は、長年にわたって後発医薬品メーカーが中心に開発されており、良い意味でも悪い意味でも、バイオ医薬品企業にとって大きな脅威となることはありませんでした。また、規制の経路から遮断されていることに加え、巨額の資金が必要とされ、技術的なハードルも高いことから、類似はしていても同一ではない医薬品に対する医学界の警告が積極的なロビー活動と相俟って、バイオシミラーならびに複雑な後発医薬品の商業的成功を限定的なものに留めてきました。

とはいえ、2015年は、バイオシミラーにとっての転換点となるかもしれません。米国食品医薬品局(FDA)抗腫瘍薬諮問委員会(ODAC)の全会一致の推奨を受けた、FDA初のバイオシミラー承認(サンド(スイス)のコロニー刺激因子、フィルグラステム)が予想されるからです。ホスピラ(米国)ならびにセルトリオン(韓国)によるレミケードのバイオシミラーは、欧州主要市場で承認が見込まれますが、株価操作疑惑を巡る訴訟の行方次第では、米国での承認も予想されます。また、ホスピラは、遺伝子組換えヒトエリスロポエチン製剤エポエチンアルファのFDA承認を期待しています。イーライ・リリー(米国)は、サノフィ・アベンティスの基礎インスリンであるランタスに、2015年、2016年に、欧州と米国で攻勢をかけるものと見ています。マイラン(米国)やサンドによる多発性硬化症薬コパキソンのバイオシミラーやマイラン、サンド等による喘息治療吸入薬アドベールのバイオシミラーも今後数四半期にわたって注目を集めることが予想されます。

新設の規制機関、各国政府ならびに民間薬剤給付管理機関の圧力、医師のバイオシミラー使用の増加等が相俟って、近い将来、バイオシミラーは、医薬品の手強い競合相手になることが予想されます。最も大きな影響を被ることが予想されるのは、バイオ医薬品企業ならびにロシュ・ホールディング(スイス)やアムジェン(米国)等、各種のバイオ医薬品を有する製薬会社ですが、大半は、既にバイオシミラー事業を展開しており、製造技術やマーケティング力など、これまでに獲得してきた「信頼」の恩恵に与ることが期待されています。

## パイプライン・リスク

バイオ医薬品銘柄は2010年末以降、反発基調にあり、ヘルスケア市場全体を上回るリターンをあげています。MSCIバイオ医薬品株価指数(米ドルベース、配当込み)の過去4年間の累積騰落率は+263%と、MSCI世界ヘルスケア株価指数(米ドルベース、配当込み)の+107%の2倍を上回ります。前述の通り、バイオ医薬品銘柄の株価上昇の大半は、企業ファンダメンタルズの明らかな改善に基づいたものと考えます。とはいえ、足元のバリュエーション、とりわけ中小型株の現在のバリュエーション水準は、失望されるような決算や治験結果の発表があった場合には、低下する可能性があると考えます。新しいテクノロジーに対する期待と確信がバリュエーションを支え、2年間にわたる過去最大の新規株式公開(IPO)をけん引してきたとはいえ、短期的あるいは中期的なキャッシュフローがもたらされるわけではありません。

<次ページに続きます>

(※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。)

設立間もない多数の企業の企業価値は何十億ドルにも達しています。このような企業の主要製品あるいは技術の開発が失敗に終わったとしたら、しかも、相次いで失敗したとしたら、巨額の損失が発生する事態は避けられません。5年前には時価総額が5億ドル以下で推移していた企業の株価リターンは、キャッシュと同水準あるいは僅かに上回る程度に過ぎませんでした。有望な医薬品あるいは技術を有する企業を厳選し、割高でバリュエーションの根拠の無い企業を回避することが、今後の投資を成功に導く鍵だと考えます。

## 群れの行動

ヘルスケア・セクター全般とりわけバイオ医薬品セクターにとって大きなリスクとなり得るのが、当該セクターへの資金流入が反転する可能性です。資産クラスの中では株式が、また、株式の中では(テクノロジー・セクターと並んで)ヘルスケア・セクターが基本的な投資対象となっていることから、資金の流れが反転した場合の影響は、それがどのような理由に基づくものであれ、甚大なものとなりかねません。一般的な投資家の大半はアムジェンならびにバイオジェン・アイデックの両銘柄を保有しており、また、バイオ医薬品銘柄の新規株式公開取引に定期的に係っているという事実には留意すべきです。

## 優良銘柄の厳選投資

株式市場を機関車に例えたとしたら、そのエンジンであるヘルスケア・セクターは、依然として、動力を供給し続けており、(相対的な意味で)ペースが鈍化したとしても、機関車はエンジン音を立てて走り続けるはずですが、もっとも、足元の期待水準を勘案すると、投資家が乗車する車両は、一等車に限定されるべきだと考えます。大型医薬品銘柄については、足元の製品ラインが充実していると同時にパイプラインが有望であり、先進国市場での薬価引き下げの影響が最小限に留まると考えます。また、(ノバルティスやロシュ・ホールディングのように)新興国市場では存在感を示す少数の優良銘柄を中心とした厳選投資が有効だと考えます。

図表2: 売上高、一株利益、株価収益率、対売上高企業価値、売上原価の伸び率の推移  
(年率、期間: 2012年~2016年(予測))

	増収率	増益率 (一株利益)	株価 収益率 <sup>注</sup>	対売上高企 業価値 <sup>注</sup>	売上原価 伸び率
医薬品	2%	11%	18倍	4.0倍	33%
バイオ医薬品	11%	24%	19倍	7.2倍	18%
医療テクノロジー	4%	9%	20倍	3.5倍	40%
ヘルスケア・プロバイダー	6%	12%	17倍	0.6倍	86%

注 セクトラル予想、中央値

※伸び率は、2014年~2017年(予測含む)、年率

出所: セクトラル・アセット・マネジメントのデータを使用しピクテ投信  
投資顧問作成

医療テクノロジー銘柄ならびにヘルスケア・サービス銘柄は、堅調な米国経済の恩恵に与ることが期待されることから、投資配分の引き上げが正当化されると考えます。医療テクノロジー銘柄では、(エドワーズ・ライフサイエンス(米国)やメトロニック等)革新的な医療技術や製品を持ち、したがって、臨床的な観点からも経済的な観点からも企業価値が確認される銘柄に注力した運用が有効だと考えます。シグナ(米国)やユニテッド・ヘルス等の薬剤給付管理機関銘柄は、米国ヘルスケア市場の足元の状況から最も大きな恩恵を受ける公算が大きいと考えます。また、バイオ医薬品銘柄は、販売の勢いや高い革新能力を勘案すると、引き続き注目を集めるものと考えます。投資家の期待が高いことから、大型銘柄では、バイオジェン・アイデック、セルジーン(米国)、バイオマリン・ファーマシューティカル等、増収基調が明確な銘柄、一方、中小型株では、確信度の強い銘柄に焦点を当てた運用が有効だと考えます。最後になりましたが、新興国のヘルスケア銘柄には長期的な成長と同時に、短期的な投資の好機も見込まれます。中国銘柄、とりわけ、香港上場の銘柄は、国内市場の拡大のみならず、国営企業改革の恩恵に与ることが期待されます。

(※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。)

MSCI指数は、MSCIが開発した指数です。同指数に対する著作権、知的所有権その他一切の権利はMSCIに帰属します。またMSCIは、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

### 当資料をご利用にあたっての注意事項等

●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものではありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。