

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2024/10/13

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIIJI PRESS



DOW JONES

- 1. 薬剤給付管理会社（PBM）がオピオイド危機を助長か - PBMs' Backroom Negotiations Revealed in Confidential Files** [カバーストーリー] P.1
PBMと製薬会社のリベート交渉が医薬品の保険償還に影響
- 2. ハリケーンを乗り切った損保株にどう投資すべきか - Insurer Stocks Ride Out Hurricanes With Manageable Losses.** [フィーチャー] P.5
ハリケーン「ミルトン」の保険金支払いは予想より少ない
- 3. 注目の非公開ハイテク株、度胸だけで投資はダメ - Tech Investing in Private Markets Takes Guts. Know the Risks.** [ハイテク] P.8
市場で起きていること
- 4. 石油「戦争プレミアム」が復活。100ドル超えはあるか？ - Oil's 'War Premium' Is Back. Can Prices Top \$100?** [フィーチャー] P.11
オプション取引による利益機会はあるがリスクは高い
- 5. 住宅市場に対する見方と、選好6銘柄 - This Real Estate Pro's Surprising Predictions for the Housing Market.** [インタビュー] P.15
ゼルマン・アンド・アソシエーツのゼルマン氏に聞く
- 6. 時価総額1兆ドル未満のハイテク企業が狙い目 - The Mag 7 Is So Yesterday. Play These 7 Instead.** [ハイテク] P.18
マグニフィセント・セブンは過去のもの
- 7. 大統領選控え企業は様子見、株式市場への影響は - The Election Is a Drag on Business. Are Stocks Next?** [経済政策] P.21
製造業者は不確実性認識
- 8. 始まった決算発表に注目 - Another Earnings Season. It's Time to Take Stock.** [米国株式市場] P.23
大型ハイテク株に替わる物色対象は？
- 9. 光ファイバー通信事業の強化を迫られるTモバイル - T-Mobile Beat Its 2 Big Rivals. Now It Needs to Copy Them.** [ハイテク] P.25
巨額の設備投資が収益の重しに
- 10. 食品大手企業が新たな成長路線を模索:プレミアム&スナック戦略 - Food Giants Try a New Recipe: Premium and Snacks** [経済関連スケジュール] P.27
キャンベルは社名を変更

※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。

1. 薬剤給付管理会社（PBM）がオピオイド危機を助長か PBMs' Backroom Negotiations Revealed in Confidential Files PBMと製薬会社のリベート交渉が医薬品の保険償還に影響

[カバーストーリー]

オピオイド危機におけるPBMの役割は見逃されている



Illustration by Nicholas Konrad

米国のオピオイド危機（医療用麻薬の過剰摂取問題）が発生してから数十年間で、29万人以上の米国人が処方薬に関連する過剰摂取によって死亡した。オピオイド系鎮痛剤「オキシコンチン」のメーカーであるパーデュー・ファーマは、罰金として数十億ドルを支払うことに合意し、刑事責任を認めた。製薬会社と医薬品卸売会社もそれぞれ包括的和解に署名した。

その中で、ほとんど見逃されているのが薬剤給付管理会社（PBM）だ。PBMは、全米の医療保険プランの対象となる医薬品の決定に関与する

るゲートキーパーである。

本誌の調査は、PBMが危機のピーク時にどのようにしてオピオイドの販売を可能にしたかを明らかにしている。2017年末までの12カ月間で、PBM大手3社（現在はそれぞれ、ドラッグストア運営会社CVSヘルス<CVS>、医療保険会社ユニテッドヘルス・グループ<UNH>、同業のシグナ・グループ<CI>の傘下）は、パーデューからリベートと手数料として合計で約4億ドルを受け取っていた。

これらの取引は国家機密のように扱われている。本誌は初めて取引の詳細を明らかにする。取引の記録は、PBMがオピオイド危機において担った役割に新たな光を当て、PBMと製薬会社の密室での交渉について知見を提供するものだ。この密室の交渉での決定は、米国人の処方薬へのアクセスに影響を持っている。

PBMが陰に隠れていられる時期は終わりつつあるのかもしれない。米連邦取引委員会（FTC）は最近、インスリンの価格をつり上げたとして、PBM大手3社を提訴した。PBMは、インスリンをより手頃な価格とすることに取り組んでいると主張し、訴訟でFTCと争うことを明言している。

PBMは、製品が保険契約者に確実に提供されることを求める製薬会社から、数十億ドルの手数料とリベートを受け取っている。PBMはいわゆる「フォーミュラー」(保険償還対象医薬品のリスト)の管理を通じて、医薬品に競合製品よりも好ましい地位を与えたり、事前承認などの制限を課したり、特定の製品を完全に排除したりする力を持っている。PBM業界は、CVSケアマーク、ユニテッドヘルス傘下のオプタムRx、シグナ傘下のエクスプレス・スクリプトによって支配されており、3社合わせて処方薬の薬価償還請求の約80%をコントロールしている。

本誌が確認した業界記録は、数年間にわたる全米のオピオイド訴訟によるものだ。これらの文書は現在、カリフォルニア大学サンフランシスコ校とジョンス・ホプキンス大学が維持管理するオピオイド業界文書アーカイブで保管されている。文書では、PBMが交渉に関わった金銭的条件が、消費者が医

薬品を入手できるかどうかに関係していることが示されている。

なお、ケアマークとエクスプレスはそれぞれ、本誌に対する声明で、自社がオピオイドの乱用に対する闘いを主導していると主張した。オプタムとパーデュは本誌のコメント依頼に回答しなかった。

PBMの力は、消費者がブランド薬を購入する際に製薬会社からPBMに支払われるリベートを中心に発生している。また、PBMはサービス手数料も徴収することができる（ただし、開示は限定的である）。オキシコンチンの場合、本誌が確認した契約や企業の内部文書によると、手数料は処方箋1件当たり4～5%だった。

2016～17年の1年間の販売データでは、オキシコンチンの処方によってPBMが受け取った金額は、エクスプレスが8500万ドル、オプタムが1億4600万ドル、ケアマークが1億7300万ドルだった。エクスプレスはリベートの95%超、ケアマークは99%を顧客に還元していると主張している。オプタムは最近、98%を還元していると議会で証言した。

CVSは本誌に対して、リベートは「顧客が負担する処方コストを最も低くするための方法の一つだ」と主張した。エクスプレスは「リベートは顧客と患者がブランド薬を購入するコストを可能な限り低くするための交渉ツールだ」としている。

しかし、FTCによると、こうした主張は空虚に聞こえる。インスリンを巡る訴訟では、PBMがリベートと手数料がより高い医薬品を優遇することで、不公平な競争慣行に関与したとされている。FTCは、このような慣行が最終的に薬価の上昇スパイラルをもたらす重要な要因になったと主張している。

PBMはもっと早く対策を取れたはず



Committee on Oversight and Accountability

2017年秋、経営コンサルティング会社マッキンゼーはパーデュのための危機管理プロジェクトを開始した。その目的は、ネガティブなニュースや訴訟が増え始めた中で、今後もオキシコンチンが医療保険の対象であり続けるようにすることだった。

マッキンゼーのコンサルタントらがプロジェクトの初期に、保険会社やPBMと交渉したパーデュの顧客担当営業に対して「過去の経験上、オキシコンチンをフォーミュラリーに掲載し続けるように顧客を説得する上で、特に効果的だったのは何か」というアンケートを取ったところ、オキシコンチンの効果は第3位で、第1位はリベートだった。

アンケートが明らかになる前に、トランプ大統領（当時）が、オピオイドの乱用は公衆衛生に関する緊急事態であると宣言した。その後の数年間で、パーデュはオキシコンチンのマーケティングと販売に関して、割り戻しを巡る共謀と詐欺の刑事責任を認めた。マッキンゼー、薬局チェーン、卸売業

者は、オピオイド危機における自らの関与を巡る和解に合意した。いずれも自社の過失は認めなかった。

なお、マッキンゼーの広報担当者は本誌に対して「当社が定めたリベートは、フォーミュラーへの掲載を維持するだけでなく、パーデューと保険会社やPBMとの利害を一致させ、オピオイド危機への対処を支援するものだった」と主張した。

PBMの役割は依然として法廷で争われている。オプタムとエクスプレスは現在も地方政府と係争中だ。地方政府は、両社がオピオイドの処方に関する安全措置を講じず、その販売から利益を得たと訴えている。両社は先週提出した新たな法律文書で不正行為を否定した。

CVSヘルスの広報担当者は、昨年確定した50億ドルの包括的和解によって、ケアマークに対するオピオイド関連の請求は補償されていると述べた。CVSヘルスは不正行為を認めなかった。

PBM大手3社は、2017年に公衆衛生上の緊急事態が宣言される数カ月前に新たな取り組みを発表した。これには、1日の服用量の制限や、初めてオピオイドを服用する患者の処方量に上限を定めることが含まれていた。

しかし、複数の研究者は、PBMがより効果的な対策をもっと早く取ることができたはずだと語る。PBMは、保険プランが処方薬の使用とコストを管理する助けとなるさまざまな手段を利用できる。例えば、患者が処方薬を得る前に事前承認を義務付けたり、顧客が保険プランを通じて購入できる医薬品の量に制限を設けたりすることが可能だ。

ジョンズ・ホプキンス大学ブルームバーグ公衆衛生大学院の教授で、オピオイド訴訟で原告側の専門家証人を務めたカレブ・アレキサンダー氏は「PBMが行動するはるか前から兆しは見えていたはずだ。オピオイド危機が起きるのは明白だった」と指摘する。

リベート交渉の実態は



Illustration by Nicholas Konrad

オピオイド危機が2017年を通じて世間の関心を集める中で、オキシコンチンのリベートが徐々に重要なトピックとなっていったことは、以下のパーデューのメモから明らかである。

- ・2017年1月のパーデューとCVSケアマークの議論で、CVSケアマークの幹部は、オピオイド危機などを受けて「臨床チームから大きな圧力が掛かっている」と述べた。この幹部は、ケアマークがメディケア（高齢者向け公的医療保険）の顧客向けの処方薬プランにオキシコンチンを維持するには「リベートの大幅な拡大」が必要だと語った。

記録ではパーデューが翌年、リベートを引き上げたことが示唆されている。

- ・メモによると、2016年にオキシコンチンがエクスプレスのフォーミュラーから除外された後、パ

パーデューは17年のフォーミュラリーにオキシコンチンが再び掲載されるように、エクスプレスに要求に応じてリベートを40%に設定した。メモには、エクスプレスが18年に45%のリベートを要求したと記載されている。

・2017年6月、オプタムはオピオイド薬に制限を課すことを検討していたが、パーデューのスタッフがオプタム向けのリベートを現在の水準に据え置くことを提案した。交渉メモには「リベートの条件を完全に維持しない限り、当社のフォーミュラリー上の地位はリスクにさらされる可能性がある」と記載されていた。

CVSは「他社の主張や説明についてはコメントできない」と述べた。エクスプレスの広報担当者は「パーデューの文書は不完全で誤解を招く見解を示しており、エクスプレスが数十年にわたってオピオイド危機との闘いに貢献してきたことを正確に反映していない」と主張した。

処方量が多いほどリベートも高くなる契約



Al Drago/Bloomberg

本誌はアーカイブの資料の中に、公開されることがまれなりべと契約を発見した。文書には「ケアマークの機密情報および同社が所有する営業秘密」と記載されている。

2014～17年のパーデューとの契約によると、ケアマークは、保険プランで1日当たり4錠以上のオキシコンチンの処方承認した場合に、定価の10～19.75%に相当する最大のリベートを得ていた。承認されたのが2錠だった場合、リベートは半分の5～8.25%だった。

なぜオキシコンチンの処方量が多いとリベートが高いのかという質問に対して、CVSの広報担当者は「ケアマークとパーデューとの契約におけるリベートに関する文言は、オキシコンチンの利用を増やすことを奨励するものではなく、その逆だ。リベートを得る機会を失うことなく、顧客はオキシコンチンの服用を制限することができた」と主張した。

医薬品サプライチェーンコンサルタント会社3アクシス・アドバイザーズのアントニオ・チャッチャ社長は、本誌の依頼を受けて契約書の文言を確認し、服用量が増えるほどリベートが高くなるという契約には利益相反があると述べた。チャッチャ氏は「オピオイドの処方を増やせば、より多くのリベートが支払われる。これ以上ないほど明確だ」と語った。

2017年、ケアマークは契約を修正し、4錠ではなく2錠でもリベートの範囲が高くなるようにした。

別の契約は、ケアマークが提供するメディケアの処方薬プラン（メディケア・パートD）に関係していた。この契約は2013年に開始され、契約内で最大の処方量であるオキシコンチンの80ミリグラム錠について特別な取り扱いをするものだ。契約の条項は、保険プランが1日当たり4錠以上の処方を認めた場合に限り、パーデューがリベートを支払うと定めていた。これらの条項は17年に修正され、80ミリグラム錠のリベートに対する4錠の要件は廃止された。

ケアマークとパーデューの契約は、パートDプログラムを監督する主要な規制機関であるメディケア・メディケイド・サービス・センター（CMS）による審査を受けていないはずだ。CMSは「制定法に基づき、CMSはパートDプランと製薬会社のリベート交渉に介入することが禁止されている。そのため、CMSはパートDプランやPBMと製薬会社との間の契約を審査していない」と本誌に説明した。

2017年9月、CVSはオピオイドの乱用との闘いにおいて「CVSケアマークの能力」を活用することを公約した。ケアマークはプレスリリースで、1日当たりの処方量を薬の強さに基づいて制限すると発表し、初めてオピオイドを服用する患者の一部に対して供給を制限した。

トランプ大統領（当時）は、2017年にホワイトハウスで公衆衛生上の緊急事態を宣言した際に「ケアマークが先月、一部の患者に対するオピオイドの初回処方量を7日分に制限するなどの重要な改革を発表したことに感謝したい。私は他の企業に対しても、この危機を食い止めるために自らの役割を果たすことを望んでいる」と語った。

その2週間後、マッキンゼーのコンサルタントは、オキシコンチンの保険償還や、長年の支えとなってきたリベートに対するリスクが高まっていることについて、パーデューの2人の営業担当者と協議した。その夜、コンサルタントは同僚宛てのメールに、会合の要約としてこう書いている。「結論：パーデューは多額のリベートを提供し、多くの患者がオキシコンチンを服用している。それがパーデューを守っていた」。

By Catherine Dunn
(Source: Dow Jones)

2. ハリケーンを乗り切った損保株にどう投資すべきか

[フィーチャー]

Insurer Stocks Ride Out Hurricanes With Manageable Losses.

ハリケーン「ミルトン」の保険金支払いは予想より少ない

ハリケーン「ミルトン」がもたらす保険市場への影響



Tristan Wheelock/Bloomberg

損害保険会社は、2024年の株式市場において傑出した存在であり、連続して発生したハリケーンでさえ、このセクターに対する投資家の熱意を冷ますことはなかった。最新のハリケーン「ミルトン」は過去1週間でフロリダ州のメキシコ湾岸を襲い、推定で400億～500億ドルの保険損失をもたらした。これは9月下旬、保険損失額が推定100億ドルに上ったハリケーン「ヘリーン」に続くものだ。

損保株は、ハリケーンが特に危険と思われた10月7日に急落した後、堅調に推移し、前週末比約1%の下落で終えた。チャブ<CB>、オールステート<ALL>、トラベラーズ<TRV>、プログレッシブ<PGR>などの損保株は年初来、平均30%超の上昇率で金融セクターをけん引してきた。

ミルトンは10月9日に上陸する前に、5段階で最も強い「カテゴリー5」から三番目に強い「カテゴリー3」に弱まり、人口300万人のタンパ大都市圏への直撃は免れた。ハリケーン前の予想被害額は1000億ドルと、ハリケーンによる被害としては史上最高額が見込まれていた。

今回のハリケーンは、フロリダ州の住宅保険市場にさらなる混乱を引き起こす可能性がある。同市場は保険料が高く、しばしば契約できないことがあり、さらにリスク対比で十分な保険料が得られないことを理由に大手損保各社が保険引き受けから撤退している。

フロリダ州の住宅保険市場は190億ドル規模で、最大手は20%近い市場シェアを持つ州営のシチズンズ・プロパティ・インシュアランス。住宅保険市場から締め出された州民に保険を提供するために設立された。それより小規模な公営・民営保険会社が上位10社のほとんどを占めている。

どの保険会社に投資すべきか

In Milton's Wake

Each of these big insurers has some exposure to Florida.

Company/ Ticker	Recent Price	YTD Change	2024E P/E
Berkshire Hathaway / BRK.B	\$454.93	27.6%	21.1
Chubb / CB	284.70	26%	13.2
Everest Group / EG	393.86	11.4%	6.3
Progressive / PGR	251.78	58.1%	19.1
Universal Insurance Holdings / UVE	18.96	18.7%	8.2

Note: E=estimate

Source: Bloomberg

米調査会社CFRAのアナリスト、キャシー・セイファート氏は、投資家がこのセクターに投資するには幾つかの方法があるとして、「投資家は、ハリケーンによる損害がほとんどの保険会社にとって対処可能なものになると仮定し、適切なバリュエーションと価格環境改善の傾向を踏まえ、保険株を購入できる」と言う。

チャブやオールステートのような元受保険会社に保険を提供する再保険会社は、ハリケーンなどの暴風雨でより大きな損失を被る傾向がある。セイファート氏は、多角経営をしているアーチ・キャピタル・グループ<ACGL>を選好している。セイファート氏は、「アーチ・キャピタル・グループは、業界平均よりも優れた保険引受を行っている」と言う。アーチの株価は年初来50%超上昇し、114ドルに

なった。2025年予想利益に基づく株価収益率（PER）は約12倍で、株価純資産倍率（PBR）は2倍だ。

本誌は、再保険会社エベレスト・グループ<EG>について好意的な記事を書いている（2024年8月25日号「再保険会社エベレストが割安」）が、エベレストはアーチに比べて割安で、25年予想PERは6倍、PBRは1.2倍だ。

バミューダを拠点とするエベレストは、昨年、支払備金を積み増し、ウォール街を驚かせた。しかし、エベレストは適切に運営されている遠再保険および元受保険会社で、S&P500指数の構成銘柄の中でバリュエーションが最も低い銘柄の一つだ。同社はフロリダ州の大型ハリケーンに対する最大エクスポージャーを、資本の約8%相当と設定。年に1%の確率で発生する暴風雨を想定した。

フロリダ州の損害保険市場全体を見ると、パークシャー・ハサウェイ<BRK.A><BRK.B>が約30億ドルで最大のシェアを持ち、自動車保険専門のプロGRESSが僅差で続き、以下オールステート、チャブ、アメリカン・インターナショナル・グループ（AIG）<AIG>が続く。セイファート氏はAIGに注目している。AIGは生命保険と退職給付事業部門を分離した後、損害保険専門の会社となった。セイファート氏は、AIGの再建ストーリーは実現しつつあると考えており、AIGは2025年予想PERが11倍、PBRが約1倍と割安だ。

プロGRESSは、米国で経営が最も順調な自動車保険会社だ。株価は年初来60%超上昇して254ドルとなり、24年予想PERが20倍近くで、PBRが6倍と、グループのほとんどの銘柄よりも割高だ。

業界トップのチャブは、富裕層向け住宅保険「マスターピース」で知られ、引受成績は常に好調で、2023年末から24年初めにかけてパークシャーが6.7%まで株式を買い進め、バフェット氏のお墨付きを得た。年初来30%上昇した後でも、チャブの25年予想PERは12倍で、PBRは2倍と妥当な水準にある。一部の投資家は、パークシャーがチャブを全て買収することを望んでいる。

パークシャーは、傘下の業界第3位の自動車保険会社ガイコ、大規模な再保険事業や元受保険などを通じてフロリダ州にエクスポージャーを持っている。パークシャーは23年と同様、今年もフロリダ州の大規模なハリケーンのエクスポージャーを引き受けることを避けた。セイファート氏は、自身の2024年の予想利益に基づくPERが約22倍、直近のPBRが1.6倍であるパークシャーに対して強気だ。セイファート氏は10月に、「ガイコのリストラと保険金請求の改善傾向に助けられ、パークシャーがキャッシュを積み増すことによる「質への逃避」と相まって、保険業界は持続的に強くなると見ている」と書いている。

フロリダ州は保険業界にとって依然厳しい市場

パークシャーの保険担当チーフ、アジット・ジェイン氏は5月の年次株主総会で、フロリダが保険業界にとって厳しい州だと指摘し、暴風雨の「発生頻度と深刻さの両方」と「弁護士と腐敗」を理由に挙げた。後者は、請求の水増しや偽造で保険金の支払い増を招いていることを指している。

フロリダ州の住宅保険市場で第2位のユニバーサル・インシュアランス・ホールディングス<UVE>の時価総額は約5億ドルで、株価は先週9.5%下落し、19.01ドルだ。KBWのアナリスト、マイヤー・シールズ氏は顧客向けメモの中で、法定剰余金が2億5000万ドル未満の保険会社が、自動車保険を除いたフ

ロリダ州保険市場の25%近くを占めていると書いている。セイファート氏は、裕福な保険契約者の中には、保険会社よりも大きな純資産を持っている人がいるかもしれないとジョークを飛ばしている。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

3. 注目の非公開ハイテク株、度胸だけで投資はダメ

[ハイテク]

Tech Investing in Private Markets Takes Guts. Know the Risks.
市場で起きていること

非公開株投資仲介業が急成長



Illustration by Glenn Harvey

それは、典型的な起業物語だった。2012年、アティッシュ・ダブダ氏は婚約者に婚約指輪を購入しようと考えたが、資産の大半を非公開株式で保有していたため、現金がなかった。この経験からひらめきを得たダブダ氏は1年後、人気の高いハイテク・スタートアップ（新興企業、時価総額10億ドル超のユニコーン企業を含む）などの非公開株式を扱う仲介会社エクイティゼンを設立した。市場は急成長しつつあり、フォージ・グローバル<FRGE>やナスダック・プライベート・マーケット（NPM）など、競合企業も成長を続けている。その背景にあるのは株

式市場の変化だ。急成長を続ける多くのハイテク企業が、より長く非公開企業にとどまり、ベンチャーキャピタル（VC）から資本を調達しながら巨額の企業価値を蓄えつつある。

近年、S&P500指数を支配してきた、いわゆるマグニフィセント・セブン（壮大な7社、M7）以外の銘柄へ投資を拡大したいと考えるハイテク投資家にとって、非公開株式の売買プラットフォームは、いまだ非公開の有力ハイテク企業に投資する機会を生み出している。フォージは最近、プライベート・マグニフィセント・セブン指数（スペースX、オープンAI、ストライプ、データブリックス、ファナティクス、スケールAI、リップリング）を創設した。過去1年間の上昇率は74%と、上場株式版M7（43%）をアウトパフォームしているという。

従来型の証券会社も力を入れ始めている。モルガン・スタンレー・ウェルス・マネジメントの非公開市場責任者マイケル・ゲイビサー氏は「まだ初期の段階だが、取引額、取引件数、訓練されたアドバイザーの数、取引顧客数のすべてが2年前の数倍の水準に増加した」と話す。

非公開ハイテク株式の購入はこれまで以上に容易になり、金融仲介業者も取引円滑化に熱心に取り組んでいるが、生成AI（人工知能）「チャットGPT」を開発した米オープンAIの株式を1000株購入するのは、米半導体大手エヌビディア<NVDA>の株式を買うほど簡単にはいかない。非公開株式の取引は摩擦のない成熟した市場からは程まだ遠いのが現状だ。

2013年にナスダック市場の一部として設立され、3年前にスピンオフされたナスダック・プライベ

ト・マーケット（NPM）のトム・キャラハン最高経営責任者（CEO）は「非公開市場の基本的な特徴は情報の非対称性にある。非公開企業には、財務状況、過去の歴史、業績予想、さらには株主構成さえ開示する義務はない。目をつぶって投資をするようなものだ。どのようにして、何も知らない資産に対する投資判断を下すのか」と指摘し、こうした懸念を軽減したいとしている。しかし、その間は「買い手の責任」としてよいのだろうか。

株式公開を急がなくなったユニコーン企業



Miguel J. Rodriguez Carrillo / AFP via Getty Images

その問題に入る前に、まず非公開市場への投資が成長する原動力について。有力ハイテク企業が新規株式公開（IPO）を遅らせている理由の一つは、非公開市場で潤沢な資金を調達できるからだ。グーグルやフェイスブック、ワッツアップなどが非公開だった頃の投資が数十億ドルの利益を生んだことに魅了された投資家の資金がVCに流入し、VCがハイテクセクターのIPO前の資金調達の大半を担っている。全米ベンチャー・キャピタル協会（NVCA）によると、非公開企業に対するVC投資は2008年の373億ドル（4923件）から、昨年は1706億ドル（1万3608

件）に増加した。ベンチャー投資が過熱した21年には3480億ドル（1万9025件）に達している。

株式を公開しないもう一つの理由、それはスタートアップのCEOやベンチャーキャピタリストの一部が、公開市場を規制とリスクに満ちている場所として否定的に見ていることだ。例えば、VC界の有力者マーク・アンドリーセン氏は、SOX法やレギュレーションFDなどの規制、さらにはヘッジファンドや、空売り、場合によってジャーナリストなどの「厄介な要因」を嘆き、IPO市場は死んだという宣言までしている。誇張はあるが、昨年、記事にした通り、IPO市場と公開市場については、アンドリーセン氏が完全に間違っているわけではない。国際取引所連合（WFE）によると、現在米国の上場企業数は5515社で、23年から423社減り、ピークとなった1997年の8156社から32%減少している。

結論を言えば、成功を収めている企業は昔ほど上場する必要はなく、その意向もないかもしれない。一般投資家にとってはチャンスが減り、世界中のアンドリーセン氏のような人々にとっては増えるということだ。これはかつてのハイテク投資とは対照的なエコシステムだといえる。

米アマゾン・ドット・コム<AMZN>と米民泊仲介大手エアビーアンドビー<ABNB>の設立後12年間で比べてみよう。1995年設立のアマゾンは、2年後、評価額4億3800万ドルでIPOを果たし、10年後、時価総額はピークの約420億ドルに達した。一方、2008年設立のエアビーアンドビーは20年までIPOを行わず、IPO時の時価総額は470億ドルだった。つまり、アマゾンの場合は公開市場の投資家が成長のスイートスポットを手にするのができたが、エアビーアンドビーの場合は、その多くがVCの手に渡った。

両社が企業として異なるのは確かだ。しかし、アマゾンの最近の時価総額が2兆ドル、エアビーアンドビーが現在1280億ドルで、前者は時価総額の成長の大半が上場後のもの、後者はそうではないという点は注目に値する。IPO時期が早い方が公開市場の投資家にとって有利といえるかもしれない。

フォージのプライベート・マグニフィセント7以外にも魅力的な非公開のハイテク企業は多い。チャイム、エピックゲームズ、クラークン、ニューラリンク、プラッド、リップル、ジップラインは、時価総額、潜在成長力、リスクのいずれをとっても巨大な存在だ。例えば、オープンAIは経営陣を巡るドラマが絶えないにもかかわらず、66億ドルの資金（評価額1570億ドル）を調達したばかりだ。わずかながらゴールドマン・サックス<GS>を上回り、史上最大のユニコーン企業である宇宙開発会社スペースXに近い時価総額だ。

ユニコーンといえば、フォージのケリー・ロドリゲスCEOによると、568社に上ると推測され、名前ほどまれな存在ではなくなった。恐らくサラブレッドやマスタングの方が近いだろう。

個人投資家が注意すべきこと

通常、非公開株を購入するには、適格投資家であることを要し、純資産額または所得額について米証券取引委員会（SEC）が定める要件を充足する必要がある。基準を満たしている場合、取引がある証券会社に依頼するか、フォージ、エクイティゼン、NPMのほか、インベストX、レインメーカー、リンクト、ハイブ、エクイティ・ビー、コレクティブ・リクイディティ、クリアリスト、マイクロベンチャーズ、ザンバトのいずれかに口座を開設する。

厄介なのはここからだ。NPMのキャラハン氏は「公開市場は二者間取引だが、非公開市場は三者間取引だ。売り手のあなた、買い手の私のほかに、当該非公開企業の最高財務責任者（CFO）が個々の取引を承認する必要がある。そして、基準やガイドラインは一切存在しない」と話す。売り手と買い手が売買に合意しても、企業側に90日間の先買権がある場合が多い。取引の失敗率は非常に高いという。

フォージやエクイティゼンのウェブサイトには入手可能な非公開企業の株式が掲載されている。多くの場合、これらのプラットフォームが保有する特別目的事業体（SPV）を通じて保有が可能になる株式だ。当然のことながら、SPVには取引手数料や運用報酬、20%の成功報酬さえも伴う。これらのプラットフォームは、上場投資信託（ETF）のように、これらの証券をまとめたテーマごとのSPVも提供している。

非公開市場のブローカーは、これら投資が上場株式や上場ファンドと同等以上のパフォーマンスを上げていると主張するが、評価期間の恣意的な選択以外にも、あまりにも多くの不透明な変数があり、確固たる結論を導くのは困難だ。ノーベル経済学賞を受賞したロナルド・コースの有名な指摘の通り、「データを十分な時間をかけて拷問すれば、どんな自白でも引き出せる」。例えば、2019年から21年にかけて、ナスダック総合指数の上昇率が136%だったのに対し、フォージ・プライベート・マーケット指数（最も流動性が高いユニコーン企業75社のバスケット）の上昇率は388%だった。しかし、19年から24年9月にかけての上昇率は、ナスダック総合指数が174%だったのに対し、フォージ・プライベート・マーケット指数は124%だった。

もう一つの選択肢は、ファンドライズ（アンソロピックやデータブリックスに投資）や、ARKベンチャーファンド<ARKVX>（最新の報告書によれば12.8%をスペースXに、7%をエピックゲームズに、4.7%をアンソロピックに、4%をオープンAIに投資）のような、非公開株を保有するベンチャーファンドやETFに投資することだ。だが、ARKベンチャーファンドが2年前に設定されて以降のリターンは16.1%と、同期間のS&P500指数の24.7%を下回っている。

別の選択肢として、上場会社であるフォージ自身に投資することも考えられるが、ここでも注意が必要かもしれない。2021年に特別買収目的会社（SPAC）として公開価格10ドルでIPOを行ったが、現在の株価は1.31ドルだ。個人投資家が非公開株を購入しているというストーリーは、まだ書きかけだという意味なのかもしれない。

By Andy Serwer
(Source: Dow Jones)

4. 石油「戦争プレミアム」が復活。100ドル超えはあるか？

[フィーチャー]

Oil's 'War Premium' Is Back. Can Prices Top \$100?

オプション取引による利益機会はあるがリスクは高い

石油価格の振れ幅は大きく、影響は広範囲に及ぶ



Maxar Technologies/Getty Images

この2週間、石油投資家の間では、10年以上ぶりの悲観的な見方から、1バレル=100ドルへの価格高騰に賭ける強気な見方が急増するまでに変わった。イスラエルとイランの戦闘がエスカレートする中、原油価格の戦争プレミアムは復活し、数カ月は続く可能性がある。戦争プレミアムは価格が一直線に上昇することを意味するものではなく、投資家は上下で大きな変動を覚悟しなければならない。先週、国際原油価格の指標である米国産標準油種WTIの先物は数カ月ぶりに1バレル=80ドルを超え、その数時間後に

は、イスラエルがイランのエネルギーインフラを攻撃しないことを示唆するニュースを受けて4%下落した。足元では79ドル前後で推移している。

専門家は、今後の武力行使の程度によって三つのシナリオがあるとみている。複数のアナリストは、イスラエルとイランの戦闘が早期に収拾しない限り、原油価格は数週間にわたって70ドル以上で推移する可能性が高いと予測している。だが戦闘が拡大した場合には、90ドル、さらには100ドル以上に上昇する可能性がある。直近のイランによる攻撃後、トレーダーは記録的な量の強気コールオプションを購入したが、その多くは原油価格が100ドルを超えた場合に限り利益が得られるものである。世界的な混乱は、エクソンモービル<XOM>のような巨大エネルギー銘柄に対する基本的な見方を変えるものではないが、投機的な要素をもたらし、企業業績が下降しているにもかかわらず株価を押し上げる可能性がある。原油価格に特に敏感なエネルギー銘柄の一部も、上昇する可能性がある。

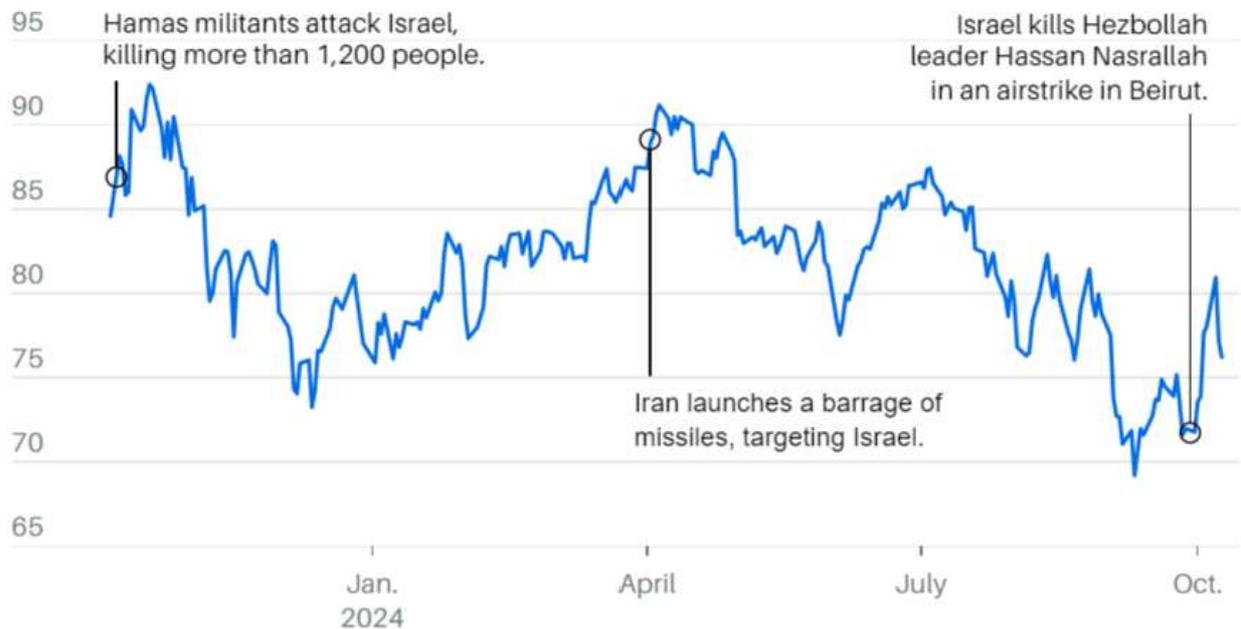
原油価格の地政学的プレミアムが続くシナリオも

過去2年間、ウクライナとイスラエルにおける紛争は、合わせて世界の石油供給の10%以上を生産するイランとロシアが当事国であるにもかかわらず、石油市場にほとんど影響を与えなかった。ロシアは、アジアへの供給量を増やすことによって、ウクライナ侵攻以前と同程度の原油を輸出し続けてきた。イランは、イスラエルとイスラム組織ハマスおよびヒズボラとの戦闘に直接的に巻き込まれてい

Global Shock

Prices have jumped in recent weeks and could go higher.

\$100 per barrel



るものの、実際には生産量を増やしている。2022年のロシアのウクライナ侵攻直後、原油価格は急騰したが、数カ月で低迷した。世界的な紛争から利益を上げようと石油を買った投資家の大半は、過去2年間で損失を被り、買いを止めた。1年前ハマスがイスラエルを攻撃した時と比べ、原油価格は10%ほど下がったままだ。

代わりに、投資家はこれらの紛争を無視し始め、中国の需要が減速し、石油輸出国機構（OPEC）が12月から輸出拡大を開始すると予想されることから、石油市場におけるより広範な供給過剰リスクに焦点を移した。9月中旬には弱気心理が極めて高まり、価格を70ドル未満に押し下げた。原油価格の下落を予想するトレーダーの数が、上昇を予想するトレーダーの数を上回ったが、これは2011年にこの種の統計が始まって以来初めてだ。

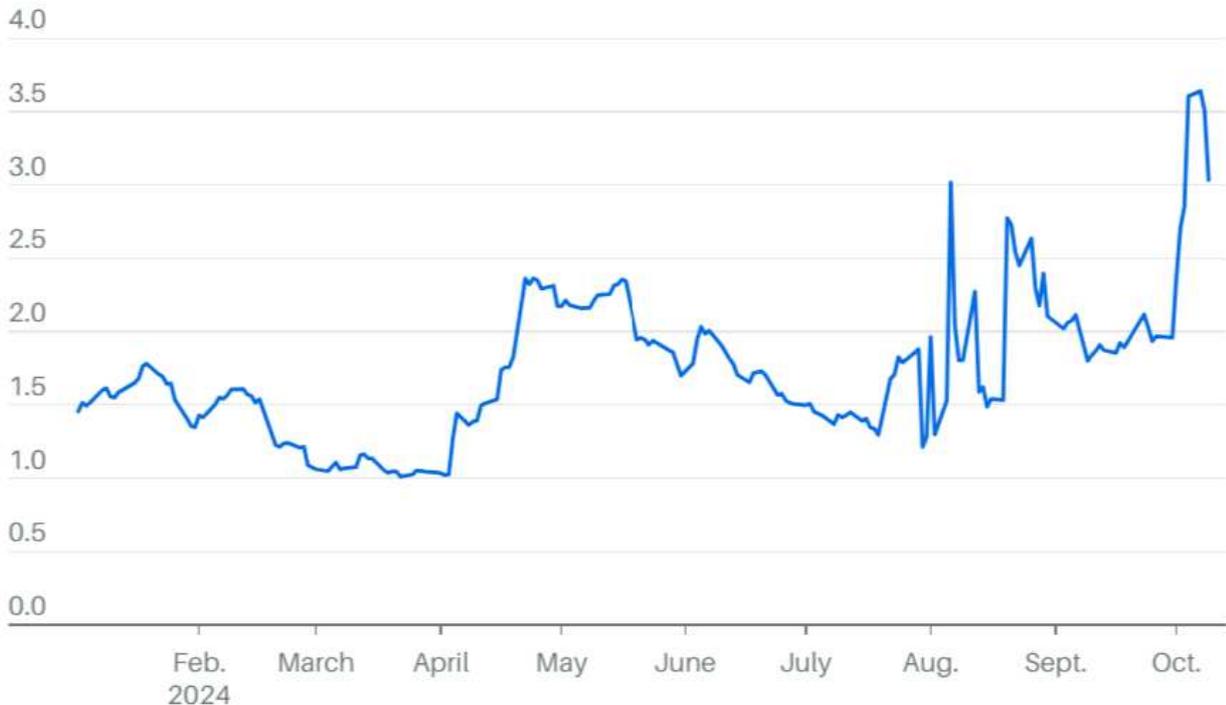
これまでは、ほとんどのアナリストは地政学的ニュースを無視する戦略を支持してきた。しかし、それは変わりつつある。JPモルガンのグローバルコモディティ戦略責任者であるナターシャ・ケニバ氏は「今回は違うと感じる」と述べる。一般的に、現在の石油市場は需給バランスが取れている。しかし、石油会社は楽観している可能性がある。ケニバ氏は、石油会社の貯蔵量が過去の平均水準よりも少なくなっていることを指摘する。中東における戦争によってイランの石油生産が一部停止した場合、対応の余地は狭い。ケニバ氏は「現在の状況は、紛争が解決するまで、原油価格の地政学的プレミアムは持続する可能性が高いことを示唆している」と述べる。

イスラエルとイランの衝突がエスカレートすれば

Speculative Fever

Traders are betting heavily on the U.S. Oil ETF. They're buying three times as many calls —bullish options trades—as puts, which are bearish.

USO Call-to-Put Ratio



Source: Cboe Global Markets

原油価格がどこまで上昇するかはイスラエル・イラン紛争の行方次第だ。2023年10月7日以来、イランはほとんどの期間で代理勢力を通じて戦闘に関わっており、パレスチナ自治区ガザを実効支配するイスラム組織ハマスや、ハマスを支持するイスラム教シーア派組織ヒズボラ、イエメンの親イラン武装組織フーシ派によるイスラエルへの攻撃を支援してきた。4月にイランとイスラエルは相互にミサイルを発射したが、戦闘は短期的なエスカレーションを巧妙に回避するように演出された攻撃だった。しかし、先月には安全装置がはずれてしまったようだ。イスラエルはヒズボラの最高指導者ハッサン・ナスララ師を殺害し、レバノンに侵攻し、イランはイスラエルに向けてミサイルを200発以上発射した。

エバーコアの政策アナリスト、クリシュナ・グーハ氏は、「4月のイランによる攻撃が失敗した時に比べると、今回の交戦を抑え込むのは大変だろう。イスラエル政府は今回の攻撃を1967年の第3次中東戦争と1973年の第4次中東戦争の再来だと見ている。当時、中東地域の安全保障秩序の条件が刷新され、地域における新たな勢力均衡が確保された」とレポートに記している。

複数のアナリストが語るところでは、最もあり得るシナリオは、直近のイランのミサイル攻撃に対応してイスラエルが軍事施設を標的にし、おそらく重要性の低いエネルギーインフラ施設を数カ所破壊する、というものだ。地政学リスク評価を専門とするユーラシア・グループは、こうした攻撃により原油価格は80～85ドルのレンジで推移すると予想する。

イランは原油生産国として世界のトップ10の一角を占める。日量340万バレルを生産し、うち約半分を輸出する。バイデン米大統領の最近の発言によれば、イスラエルは、イランのエネルギー供給に狙いを定めている模様である。大統領はそうした行動に反対を表明している。

ユーラシア・グループのアナリスト、ヘニング・グロイステイン氏は、もしイスラエルがイランの油田あるいはエネルギー輸出施設を攻撃すれば、原油価格は85ドルを突破し、場合によっては100ドルに達する可能性がある、と語る。

次に何が起きるかは、イランや他の中東諸国の出方にかかっている。グーハ氏は、「たとえイスラエルの攻撃が重要性の低い施設を標的にするものであっても、報復の可能性が高まる」とレポートに記している。全面戦争になれば、第三のシナリオが台頭することになる。紛争の拡大により、他国を巻き込み、原油価格は100ドルをはるかに超えて上昇する、というものだ。RBCキャピタル・マーケットのアナリスト、ヘリマ・クロフト氏は、イランは、「中東の他の地域のエネルギー施設を標的にして、代償を国際社会にも負担させようともくろむ可能性がある」と記す。

例えば、イランが中国などの主要市場へ通ずるペルシャ湾とオマーン湾をつなぐホルムズ海峡を封鎖し、石油タンカーの航行を阻もうとする恐れがある。石油供給の3分の1はホルムズ海峡を通過する。シティのアナリスト、フランセスコ・マルトッチャ氏は、そうなれば原油価格は「急速かつ劇的に上昇し、過去最高値を突破するだろう」と記す。ただし、マルトッチャ氏はそうした原油価格急騰の可能性は低く、あったとしても一時的だとみている。

原油価格上昇を見越した高リスク投資方法

投資方法の一つに、同業他社に出遅れており、原油価格上昇に感応度が高いエネルギー株を買う方法がある。ジェフリーズのアナリスト、ロイド・バーン氏は、それに当てはまるのが、英石油大手BP <BP>や石油サービスのSLB（旧シュルンベルジェ）<SLB>、カナダの総合エネルギー企業セノバス・エナジー<CVE>、米コノコフィリップス<COP>などだとレポートに記した。難点としては、株価は他の要因の影響も受ける上、原油価格のボラティリティーが上昇し、市場全体が売られると株価が下落する可能性があることだ。

もっと直接的だがリスクの高い方法もある。個人投資家の間で現在人気が高い戦略が、米国の原油先物に投資する上場投資信託（ETF）ユナイテッド・ステーツ・オイル・ファンド<USO>の強気のコールオプション買い戦略だ。コールの買いは手数料を支払って、あらかじめ決められた価格（行使価格）で資産を購入する権利を買うものだ。ETFの価格が行使価格を超えれば、買い手は売ることによって利益確定することができる。もし行使価格を上回らなければ、買い手は手数料を失うだけだ。CIBCプライベート・ウェルスUSのシニア・エネルギー・トレーダー、レベッカ・バビン氏は、「もし宝くじを探しているのなら、USOのオプション取引を行うのはそれだけの価値があるかもしれない。それがあなたのお望みなのであれば」と語る。

平均的な投資家がわざわざそんなにボラティリティーの高い取引に手を出す理由は見当たらない。バビン氏は、「これは、いちかばちかの賭けで、そういうものだと割り切って受け入れるか、さもなければ明日戦えるように生き残るために早めに手を引くべきだ」と警鐘を鳴らす。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

5. 住宅市場に対する見方と、選好6銘柄

[インタビュー]

This Real Estate Pro's Surprising Predictions for the Housing Market.
ゼルマン・アンド・アソシエーツのゼルマン氏に聞く

元著名アナリスト



PHOTOGRAPH BY AMBER N. FORD

米国で住宅購入が困難な状況は何年も続いており、米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げや政治家による救済策にもかかわらず解決は容易ではないだろう。住宅ローン金利は直近の最高水準からは低下したが、依然として新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）時の2倍の水準だ。売りに出ている住宅の数はここ4年で最も多いが、中古住宅の価格は上昇傾向にある。住宅建設会社の株価もピーク近辺にあり、住宅業界のバラ色の見通しを反映している。

本誌は、現在の異例の状況を理解して市場の先行きについて知るため、不動産金融会社ウォーカー・アンド・ダンロップ<WD>の一部門で、不動産調査会社であるゼルマン・アンド・アソシエーツのエグゼクティブ・バイス・プレジデントのアイビー・ゼルマン氏に話を聞いた。ゼルマン氏はクレディ・スイスの元アナリストで、2007年の金融危機直前に住宅市場の問題がサブプライム住宅ローン以外にも広がっていると警告したことでよく知られている。ゼルマン氏はその年にクレディ・スイスを退職してゼルマン・アンド・アソシエーツを設立した。同社は今や住宅市場の調査および分析のリーダーとなっている。

ゼルマン氏は、ゼルマン・アンド・アソシエーツの9月の年次住宅サミット後と10月上旬に本誌の取材に応じた。

住宅市場の現状と今後に対する見方

本誌：エコノミストは住宅市場が軟調と指摘するが、買い手と売り手の見方は異なっている。食い違いの理由は。

ゼルマン氏：エコノミストは中古住宅の販売件数に基づいて住宅市場を誤って評価している。中古住宅の販売戸数が不況期の底に近いため、エコノミストは市場がいかに軟調かを語っている。理由として米不動産業者協会（NAR）の訴訟での和解が挙げられているが、われわれはそうは考えていない（NARは今年、集団訴訟で和解し、それによって不動産会社が大半の売り物件に対する手数料に関して顧客に伝えられないことになった）。成約戸数が極端に少ないが、その理由が需要不足ではなく供給不足にあることを、エコノミストは評価していない。

私は、中古住宅市場が好調になるとは言っていない。しかし、多くのエコノミストは、「われわれは

Picks

Company / Ticker	Recent Price
Dream Finders Homes / DFH*	\$32.98
Lennar / LEN	180.45
Meritage Homes / MTH	194.82
PulteGroup / PHM	139.39
Taylor Morrison Home / TMHC	67.67
Toll Brothers / TOL	151.08

Note: Zelman has received compensation for products or services other than investment banking services for the stocks named. *Zelman investment banking client

Sources: Bloomberg, Zelman & Associates

既にリセッション（景気後退）状態にある。住宅市場を見るだけでそれが分かる」と言う。だが私は、住宅市場がリセッションの指標になるとは全く考えていない。実際、販売件数は低調だが、住宅市場は依然として非常に健全だ。エコノミストは、新築住宅市場と中古住宅市場の間のダイナミクスをより正しく評価する必要がある。中古住宅販売件数、住宅価格、新築住宅販売件数または住宅着工件数であれ、どれか一つだけに頼ると大局が分からない。

Q：市場で懸念していることは。

A：われわれは、住宅の初回購入者の経済状況に注目してきた。クレジットスコアが高い多くの買い手が限界状態で住宅を購入しており、負債対所得比率が高くなっていることを懸念している。延滞に関しては、住宅購入から延滞が発生するまでの期間が短くなっているのみならず、延滞率も上昇している。これは、人々がパンデミックまたは政府の刺激策の期間に、限界

を超えて住宅を購入したことの直接的な結果だ。

Q：9月の雇用統計は驚くほど好調だった。それは、住宅ローン金利と住宅市場にとって何を意味するのか。

A：住宅ローン金利は6%超で推移している。利下げが最初にうわさされてから債券利回りは大幅に低下しているが、今や上昇に転じている。住宅ローン金利は短期的に上昇するだろうが、注意点もある。住宅ローン金利と米10年債利回りとの差（スプレッド）が重要だ。スプレッドは、住宅ローン担保証券（MBS）の流通市場で起こっていることに関連している。FRBはもはやMBSを買い入れておらず、大手銀行もMBSを購入していない。そのため需要が減少しており、スプレッドが拡大している。

われわれは現在、スプレッドが大幅に変化しないと想定している。住宅ローン金利は、先週は6.1%で、6.4%近辺まで反転上昇するだろう。それは、住宅の購入しやすさまたは住宅市場にとって良いことではない。住宅需要は金利上昇によって短期的に押し上げられる可能性がある。買い手心理として、「金利が再び上昇しているから、住宅を急いで買った方が良いだろう」といった感じになる可能性がある。こうした状況は通常は3カ月続くが、一般的に住宅ローン金利の上昇は良いことではない。

Q：住宅建設会社の業績と株価は好調だ。業界はどこへ向かっているのか。

A：住宅建設会社は事業構造とバランスシートを大幅に改善した。金利上昇にもかかわらず業績は好調だ。株価は過去同様に、金利低下にポジティブに反応した。

新築住宅市場の今後の成長は鈍いだろう。インセンティブは継続し、住宅ローンのバイダウン（住宅の買い手が住宅ローンを利用した場合に、住宅販売業者が住宅ローン金利の一部を負担することで、住宅ローン金利が低くなる仕組み）も広まっている。住宅建設会社は、消費者に対して低い金利を提供することで住宅の取得可能性の限界を緩和している。

不動産関連銘柄の株価が上昇しないのは、低金利よりもリセッションの影響が上回っているときだ。現状、FRBはリセッション状態にないとみており、上場投資信託（ETF）のSPDR S&PホームビルダーズETF<XHB>が年初来で30%近く上昇しているのは、これが理由だ。

われわれがソフトランディングの環境にとどまる限り、住宅関連銘柄の利益成長は予想を上回るだろう。ただし、2026年には、住宅建設会社が20年より前に購入した安い土地の恩恵をもらえられないために、利益率が低下し始めると予想する。

選好6銘柄

Q：株価上昇が最も見込まれるのはどの住宅建設会社か。

A：住宅の買い替えに関わる住宅建設会社の株価が、初回購入者向けの住宅建設会社をアウトパフォームするだろう。買い替え関連の住宅建設会社は人々が所有する住宅の価値上昇の恩恵を受けている。そのような人々は住宅を買い替えられる一方、初回購入者は住宅ローンの承認に苦慮しており、頭金にも対処しなければならない。住宅建設会社のドリーム・ファインダーズ・ホームズ<DFH>、レナー<LEN>、パルトグループ<PHM>、トール・ブラザーズ<TOL>、テイラー・モリソン・ホーム<TMHC>は事業において買い替えの要素を含んでいる。中でも、株価が同業他社に対してディスカウントとなっているトール・ブラザーズを選好している。トール・ブラザーズは、住宅価格上昇による資産効果とエクイティ増加を活用できる、より高価な住宅への買い替えを希望する層の恩恵を受けている。

Q：買い替えにおける例外はあるか。

A：住宅建設会社のメリテージ・ホームズ<MTH>の特殊な状況を見てみよう。新築住宅を購入する際には、カーテンやブラインドはなく、土地も整備しなければならないが、家電も購入しなければならないが、メリテージはそのすべてを提供する。購入者は翌日の引っ越しが可能で、それらの費用は住宅購入価格に含まれることになる。

多くの市場で在庫が増加しており、メリテージに競争優位性を与えている。メリテージは在庫を引き続き解消しており、高水準の販売戸数を維持するために利益率を犠牲にすることをいとわない。レナーは初回購入者を対象にしており、われわれは最近、投資判断をアウトパフォームへ引き上げている。土地開発会社のミルローズのスピノフが、長期的にはリターンを高めるだろう。

大統領候補の住宅関連政策

Q：両大統領候補は、住宅コスト引き下げに対する考えを表明している。住宅の購入しやすさの改善に関して、連邦政府にできることとできないことは。

A：ハリス副大統領は幾つかの意向を語っている。初回購入者向けの2万5000ドルの税額控除は、限界に近く頭金を支払うお金のない人々にとって助けになるだろうが、本当の問題は需要ではない。問題は、住宅の入手可能性と住宅ローンの審査にパスすることだ。私は、ハリス陣営による需要押し上げは間違った戦略だと考えている。

ハリス陣営はまた、4年間で300万戸の住宅供給についても語っている。地域レベルでは、住宅着工にこぎつけるまでに大きな障害がある。多くの市場で開発コストは莫大（ばくだい）だ。連邦政府は開

発業者や地方政府に対して税金優遇策を提供しなければ開発を促進できない。ハリス副大統領は、一戸建て住宅を購入する投資家に対する税制優遇措置の撤廃も口にしてしている。住宅を購入する投資家は、初回購入者が利用可能な方法を奪っていると考えられている。

トランプ前大統領は、連邦政府が保有する土地を開発業者に提供することを掲げている。われわれはそれ以上は知らない。米国の土地の約30%は連邦政府によって保有されており、米国西部に偏っている。土地を安値で住宅開発業者に売却すれば、住宅建設会社はより多くの低価格住宅を建設できるだろう。それが実現するか否かは分からないが、恐らくは正しい方向だろう。

気候変動の影響

Q：ハリケーン・ヘリーの壊滅的な打撃はショックだった。現在と将来の住宅保有者にとって、気候災害は何を意味するのか。

A：ヘリーは、多くの人々にとって壊滅的だった。住宅保険業界は混乱状態にあり、保険契約を結ぶことがさらに困難になるだろう。人々は、特定の地域から既に逃げ出している。このような災害が増えれば、人々は危険な地域に住みたいと思わなくなるだろう。人々は、気候変動に関連して同様のリスクがなく、価格がより手頃な中西部へ移住するかもしれない。人々がいずれ、サンベルトの気候の影響を受けやすい地域から移住するため、住宅建設会社は、米国中央部での建設を始めるべきだ。

Q：住宅市場で最も好調と不調な地域は。

A：フロリダ州が最も顕著に不振で、テキサス州も弱い。それらの市場では在庫が増加している。北東部は底堅く、西海岸でも、比較的さえなかったカリフォルニア州の一部でも、ハイエンド市場は好調に推移している。ラスベガスは、南西部の多くの市場よりも好調になっている。販売用住宅が最も大きく増加している地域が軟調だ。

By Shaina Mishkin
(Source: Dow Jones)

6. 時価総額1兆ドル未満のハイテク企業が狙い目

[ハイテク]

The Mag 7 Is So Yesterday. Play These 7 Instead.

マグニフィセント・セブンは過去のもの

まずは半導体関連銘柄に注目

投資対象となるハイテク企業の中には確立された事業基盤を築き、高い収益性を誇り、将来の成長が期待される企業が何百社もあるが、金融メディアではあまり注目されないことがよくある。

それらの企業を時価総額1兆ドル未満の忘れられたバレー（谷、企業群）と呼ぶ。市場の関心が集まるのはマグニフィセント・セブン（壮大な7社）と呼ばれるアップル<AAPL>、マイクロソフト<MSFT>、アルファベット<GOOG>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、メタ<META>（旧フェイスブック）、半導体大手エヌビディア<NVDA>、電気自動車（EV）大手テスラ<TSLA>ばかりで、あまり話題に上らないからだ。

しかし、時価総額1兆ドル未満の企業群の中にはバリュエーションは控えめだが、売上高や利益の成長

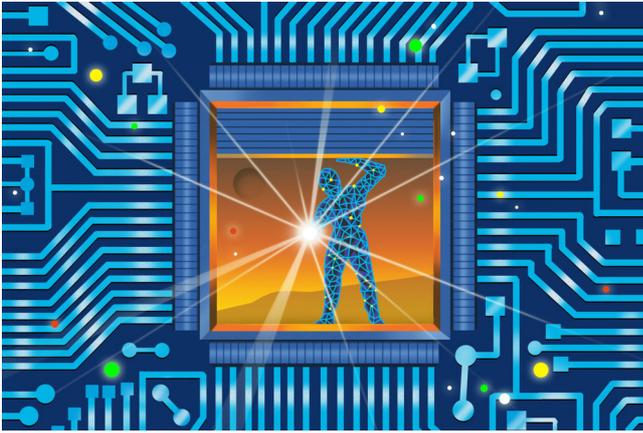


Illustration by Glenn Harvey

余地がとても大きい企業がいくらか存在する。

時価総額1兆ドル未満で割安なテクノロジー株を探すなら、まず半導体関連企業に注目すべきだ。半導体メーカーと、半導体製造装置を供給する企業の両方だ。もちろん、半導体業界で群を抜いているのはエヌビディアだ。しかし、エヌビディア以外で投資対象としてよく検討される半導体メーカーのブロードコム<AVGO>は、時価総額が約8050億ドルに上る。どちらも優れた企業だが、最近の水準と比べてかなり割高になっている。

代わって、今は注目されていないものの投資家が関心を持つに値する企業が3社ある。オランダの半導体製造装置メーカーASML<ASML>、米半導体大手マイクロン・テクノロジー<MU>、米半導体製造装置メーカーのラムリサーチ<LRCX>だ。3社の株価は6カ月前に比べて安い。さまざまな懸念が反映されているからだ。

懸念の一つは継続中の米中貿易戦争で、半導体や半導体製造装置の中国向け輸出に対する規制の強化につながっている。米国は規制の範囲を着実に拡大しており、それによってASMLなどの企業の、巨大な半導体市場である中国での商機が縮小している。しかし、この問題はトランプ前政権以来続いているもので、半導体メーカーは上手く対応してきた。もはや古いニュースと言っていいたいだろう。

さらに大きな懸念は、半導体市場の成長サイクルが終わりに近づいているという見方だ。ウォール街では、今後人工知能（AI）向けチップの成長が冷え込み、数四半期以内に半導体市場の勢いが鈍化し始めると予想されている。

しかし、このようなサイクルに対する懸念が最高潮に達したときに優良な半導体株を買うのは賢明な投資であることが繰り返し証明されている。近い将来、株式市場が半導体業界の必然的な回復に注目し始めれば、その頃には優良株を購入するにはすでに手遅れとなっているかもしれない。

また、業界特有のサイクルにこだわりすぎると、これら3社の価値を高めている重要な長期的な技術の進展を見逃すことになる。

■ マイクロンとDRAMの黄金期

マイクロンは、DRAM（記憶保持動作が必要な随時書き込み読み出しメモリー）の黄金期を迎えつつある。AIはメモリーをより多く必要とし、DRAMメーカーにはより高速で大容量のチップが求められている。。また、AIはDRAMがコンピューターのCPUとより高度に連携する進化を促している。

この技術革新により、マイクロンはエヌビディアや他のプロセッサメーカーと協力してそう遠くないうちに、より高度なDRAMである広帯域幅メモリー（HBM）を設計することになるだろう。その結果、マイクロンの市場での存在感が大きく高まる見込みだ。

ラムリサーチは、シリコンのエッチングやチップに化学層を堆積させる装置の開発を専門とし、メモリーチップの製造に特化している。DRAMの進化はラムリサーチにとっても追い風となるだろう。

■ ソフトウェア企業にも注目

半導体銘柄以外で見過ごされがちな成長株を探すのであれば、小規模のソフトウェア企業が最適だ。クラウド監視ソフトのデータドッグ<DDOG>は、ソフトウェア業界の中でもトップクラスの成長を誇る。今年の増収率は前年比27%と予想されている。来年は同23%に低下する可能性があるものの、多くのソフト企業が10%台超の成長達成に苦しむ中では力強い伸びと言える。

データドッグのバリュエーションは、今後12カ月間の予想売上高で時価総額を割った株価売上高倍率（PSR）で評価するのが望ましい。PSRは12.6倍と他の多くの株に比べて割高に見えるかもしれないが、6カ月前と比べ16%低い。

同様に、最近評価が下がっているが優れたソフトウェア企業がスノーフレイク<SNOW>だ。成長率がデータドッグと似た水準でありながら、株価は年初から約4割下落している。PSRは14倍から8.6倍へと低下しており高成長で、非常に健全なキャッシュフローマージンを備えた企業としてはかなり割安だ。

さらに、サイバーセキュリティは企業の予算において常に優先順位の高い分野であるため、購入を検討する価値のある、ソフト業界で特別にニッチな存在だ。中でも注目すべきはジースケイラー<ZS>で、新興企業ながらも優れた経営陣を擁し、今後も年間20%以上の増収が見込まれている。現在、最も割安なテクノロジー銘柄の一つであり、PSRが9倍と過去6カ月～1年間に10～20%低下している。

■ 復活したオラクル

時には、株価の割安感ではなく将来の成長に目を向ける必要がある。最後に紹介するのは、言わずと知れた有名企業だが最近新しい顔を見せ始めた、企業向けソフトウェア大手のオラクル<ORCL>だ。80歳で会長兼最高技術責任者（CTO）のラリー・エリソン氏は、まるで20代の若者のような活力で四半期ごとに事業を展開している。

オラクルはデータベースソフトを開発しているだけでなく、AIアプリケーションを含む、データベースやアプリを動かすハードウェアも提供している。大きな展望としては、売上高が今後数年間で2倍になる可能性がある。同社のクラウドコンピューティングインフラが初めて、クラウド事業のビッグ3（アマゾン、マイクロソフト、グーグル）に匹敵する実力を備えたからだ。

長期にわたって低迷していたが、エリソン氏はついに堅実な技術を成長の機会に変えることに成功したかもしれない。

By Tiernan Ray
(Source: Dow Jones)

7. 大統領選控え企業は様子見、株式市場への影響は
The Election Is a Drag on Business. Are Stocks Next?
製造業者は不確実性認識

[経済政策]

米国民の心理と経済に負担を強いる大接戦



Bill Pugliano/Getty Images

米国の大統領選挙まで1カ月を切り、激しい選挙戦が多くの人々に大きな心理的負担を強いている。さらに悪いことに、11月5日までに結果が確定せず、選挙を巡る法的な争いが長引く可能性がある。

また、少なくとも短期的には、この選挙が米経済に重くのしかかる可能性もある。企業は、選挙の結果に応じてどのような税制や規制に直面するのか分かるまでは、事業拡大や採用を巡る意思決定を先延ばしにしがちだ。選挙が接戦となり不確実性が高いほど、その傾向が顕著にな

ることを裏付ける学術的な研究もある。

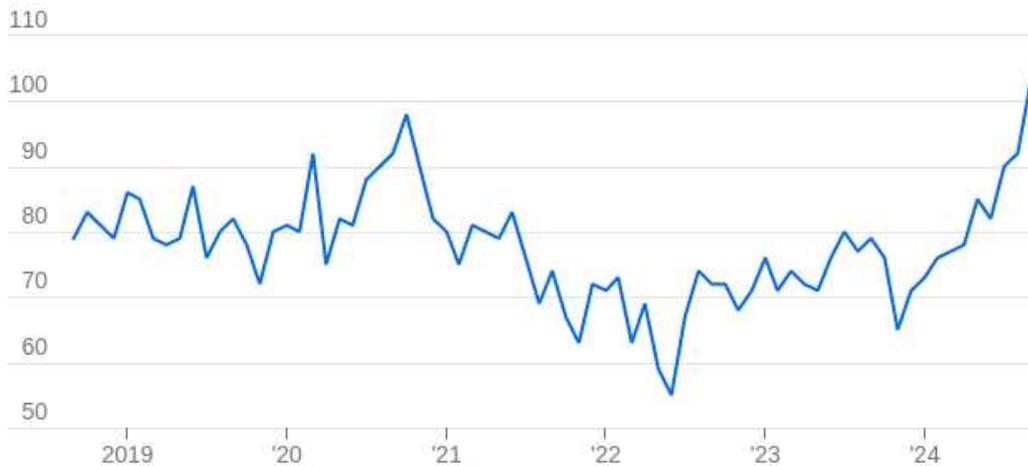
通常、選挙の結果が出ればマイナスの影響は消える。しかしそれまでは、経済データはあまり楽観的なものにはならず、ハリケーンやストライキなどの他の要因によってさらに悪化する可能性もある。政策立案者や投資家は、こうした事柄を気に留めるべきではない。

景況感指数が示す不確実性

Highly Unconfident

The election appears to be weighing on smaller firms' outlooks even more than the Covid-19 pandemic did.

NFIB Small Business Uncertainty Index



ストラテガス・グループでチーフエコノミストを務めるドン・リスミラー氏によると、選挙を巡る不確実性は、企業の景況感に関する各種の調査で繰り返し見られてきたテーマだ。最も劇的な兆候の一

つは、全米独立事業者協会（NFIB）の中小企業調査に基づく不確実性指数に見られる。この指標は現在、2020年のコロナ禍のピーク時を上回っているとリスミラー氏は指摘する。

S&Pグローバル・マーケット・インテリジェンスでチーフビジネスエコノミストを務めるクリス・ウィリアムソン氏によると、企業は大統領選を控えて設備投資や採用を一時停止していると述べている。S&Pグローバルの直近9月の米購買担当者景況指数（PMI）には、大統領選の行方やその結果の政策の概要、選挙後の事業環境全般を巡り、米国の製造業者が多くの不確実性を認識していることが表れている。

リスミラー氏によると、同様の兆候は、サプライ管理協会（ISM）や各地域の連邦準備銀行が実施した調査にも見られる。ダラス連銀の製造業調査に回答したある輸送機器メーカーは、「見通しは11月の選挙に完全に左右される」と述べた。リスミラー氏はこうしたコメントが、共和党支持地域の一部における民主党勝利の可能性への懸念を反映していると指摘する。

リスミラー氏は、企業が設備投資や高額出費を保留するのは妥当な判断であると見ている。大統領選の前にはこのようなことが起こるのが恒例だ。しかし、今年はかつてなく激しい接戦となっていることに加え、投票結果に対する法的異議申し立ての可能性から、11月5日の投票直後に結果が確定しない可能性もある。2000年のブッシュ氏対ゴア氏の選挙戦のように、最終的にその年の12月に最高裁が決定を下すような事態は、想定される最悪の結果であるとリスミラー氏は付け加える。

■ 財政計画を巡る不透明感

リスミラー氏はさらに、一貫性のある財政計画というよりも選挙キャンペーン目的のような政策提案が延々と増え続けている点を指摘する。トランプ前大統領は今週、自動車ローンや住宅ローンと同様に税控除の対象とし、国外在住の米国市民には減税措置を講じるという案を打ち出した。これは、トランプ氏が選挙遊説中に示した一連の優遇措置に加わるものだ。その一つ、チップを非課税とするという案は、大統領選の対立候補であるカマラ・ハリス副大統領も取り入れている。

一方で、2025年末には17年の減税・雇用法の規定が以前の法律に戻され、現行の税法が失効することについては対策が打ち出されていないとリスミラー氏は指摘する。米議会は来年、共和党が上院を奪還し、民主党が再び下院を握るねじれ状態となる可能性が高い。このため大統領選の結果にかかわらず、減税・雇用法の代替は一筋縄ではいかないだろう。

どちらの政党も、23年度に国内総生産（GDP）の6%を超え、戦時や不況時以外ではかつてない水準に達している財政赤字の削減計画を提示していない。さらに、超党派の「責任ある連邦予算委員会」（CRFB）は7日、ハリス氏の税制・歳出案は2035年までに米国の債務を3兆5000億ドル増加させる一方、トランプ氏の計画では7兆5000億ドル増加すると推算した。

同時に、一時的な要因が重なり合って経済データがゆがめられている。例えば、失業保険の新規申請件数は、10月5日までの週に25万8000件と、前週の22万5000件から大幅に増加し、1年超ぶりの高水準となった。この急増の大部分は、ハリケーン「ヘリーン」と航空機大手ボーイング<BA>に対するストライキの影響によるものと考えられる。今後数週間の失業保険申請件数は、ハリケーン「ミルトン」の影響で間違いなく増加するだろう。

市場は好調を維持できるのか

大統領選を控えた企業の様子見の兆候は、これまで特に株式市場には現れておらず、S&P500指数は今週も高値を更新して取引を終えた。債券市場では、10年物国債利回りが9月中旬の低水準から0.46%の大幅上昇を見せ、11日には4.08%に達するなど、弱気相場とは逆の兆候が見られている。さらに、投資適格社債市場とハイイールド社債市場のスプレッドはタイトな状態にある。

9月の雇用統計が予想を上回ったことは、先月の0.5%という大幅な利下げに続き、米連邦準備制度理事会（FRB）が11月と12月にフェデラルファンド（FF）金利の目標値の引き下げ幅を0.25%に縮小する可能性が高いことを示唆している。実際、9月の連邦公開市場委員会（FOMC）の議事要旨には、その引き下げ幅について活発な議論が行われたことが示されている。

しかし、天候やストライキの影響で10月の雇用統計は低調になる可能性がある。この統計は11月1日に発表される予定で、翌週5日の投票直前であるため、経済的なシグナルはほとんど発しないだろうが、政治的なノイズを多く生むだろう。政策立案者や市場はこれらをすべて無視する可能性が高いが、経営者は政治状況や政策が明確になるまで、重要な支出に関する決定を先延ばしにすると見込まれる。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

8. 始まった決算発表に注目

[米国株式市場]

Another Earnings Season. It's Time to Take Stock.
大型ハイテク株に替わる物色対象は？

優良銘柄の決算発表シーズンへ



NYSE

11日までの週の主要株価指数を見ると、S&P500指数は1.1%高の5815.03、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1.2%高の4万2863ドル86セントと、両指数とも史上最高値を更新して引けた。ナスダック総合指数は1.1%高の1万8342.94となり、小型株のラッセル2000指数は1.0%上昇して2234.41で週末を迎えた。このように市場は堅調だが、この1か月ほど、市場は、米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げ、雇用関連指標、中国の景気刺激策、原油価格、その他のマクロ経済のニュースに注目してきた。しかし銘柄を選択する投資家にとって、今は基本に立

ち返る時だ。

7日からの週は決算発表が市場の中心となる。医療サービス大手のユナイテッドヘルス<UNH>、製薬・医療機器大手のジョンソン・エンド・ジョンソン（J&J）<JNJ>、バンク・オブ・アメリカ<BAC>、ゴールドマン・サックス<GS>、半導体製造装置のASML<ASML>、半導体受託製造最大の台湾積体回路製造（TSMC）<TSM>、モルガン・スタンレー<MS>、日用品大手のプロクタ

ー・アンド・ギャンプル (P&G) <PG>、動画配信大手のネットフリックス <NFLX>、クレジットカード大手のアメリカン・エクスプレス <AXP> など、多くの優良企業が直近の決算を発表する。

先週は、JPモルガン・チェース <JPM> をはじめとする大手銀行の堅調な決算発表がシーズンの幕開けを飾った。7～9月期の米企業全体の業績は堅調で、S&P500指数構成銘柄の利益は前年同期比4%増になると予想されている。しかし、いつものように投資家の注目は企業が発表する業績見通しに集まりそうだ。市場では10～12月期が同14.6%増益、来年も2桁増益とのかなり楽観的な予想が立てられている。

状況に変化が見られるか

Market Snapshot



アムンディUSの米国株式調査責任者であるクレイグ・スターリング氏は、「市場全体に欠けていたのは利益の伸びだ」と指摘する。しかし状況はついに変わりつつあり、アムンディUSとして現在はハイテク株をアンダーウェイトとし、金融や素材などの景気敏感色の強いセクターを選好していると述べる。

従って、市場にあるかなりのノイズをやり過ごし、こうした強固なファンダメンタルズ面に注目することが、投資家にとって得策だろう。

アルファ・キューブド・インベストメンツの最高経営責任者 (CEO) 兼チーフテクニカルアナリストであるトッド・ウォルシュ氏は「感情に振り回されることなく、粘らないといけない」と言い、現在の株価の乱高下は単に投資家による物色対象の健全なローテーションの結果だと指摘する。つまり、超大型7銘柄「マグニフィセント・セブン (壮大な7社)」以外の選択肢、特にウォルシュ氏が市場の「北極星 (進むべき方向)」と呼ぶ、健全なインカムゲインを提供するバリュー株への入れ替えの

動きが乱高下につながっているという。

こうした状況の中、上場投資信託（ETF）のSPDR S&Pディビデンド＜SDY＞は過去3カ月で10%を超える上昇となったが、その間のナスダック総合指数は約2%の下落となった。ウォルシュ氏は安定した高配当利回りの多様な銘柄を保有しており、それらには、防衛関連のロッキード・マーチン＜LMT＞やRTX＜RTX＞、通信施設の大手不動産投資信託（REIT）アメリカン・タワー＜AMT＞、電力会社のネクステラ・エナジー＜NEE＞、データセンターのREITのデジタル・リアルティ・トラスト＜DLR＞、通信大手のベライゾン・コミュニケーションズ＜VZ＞などが含まれる。

大型ハイテク株をどこまで減らすべきか

ハイテク株はこれまで好調だったことから、必ずしもすべて売却する必要はないものの、保有を見直す時期には来ているという別の見方もある。ラウンドヒルが運用するETFであるラウンドヒル・マグニフィセント・セブン＜MAGF＞は、最近の反落にもかかわらず、まだ年初来40%以上上昇した水準にある。ニューバーガー・バーマンのマルチアセット戦略担当共同最高投資責任者（CIO）のエリック・クヌッツェン氏は「売り買いが集中している状況には懸念がある」とみており、「大型ハイテク株の比率は減らすべきだが、マグニフィセントの異名が付くそれなりの理由があり、すべて売却したくはないだろう」と述べる。

おそらく正しいのだろう。一方、トップクラスのハイテク銘柄のいくつかが既に猛烈な勢いで復活している点も注目に値する。アップル＜AAPL＞、エヌビディア＜NVDA＞、メタ（旧フェイスブック）＜META＞の上場来高値からの下落率はいずれも5%未満だ。これらの銘柄がいかに底堅いかということが示されている点は良いニュースだが、懐疑的に見る反論もある。

トゥルーイスト・ウェルスで米国経済の責任者を務めるマイケル・スコルデレス氏は、「株式市場は満足感しているように見える」と言う。S&P500指数の来年の予想利益に対する株価収益率（PER）は21倍で、マグニフィセント・セブンは28倍だ。一方、S&P500均等加重指数の来年の予想PERは17倍を下回る。投資家が長期的に見て割安な優良銘柄を掘り当てるために大型ハイテク株以外にも目を向ける必要があるのは、そのためだ。

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

9. 光ファイバー通信事業の強化を迫られるTモバイル T-Mobile Beat Its 2 Big Rivals. Now It Needs to Copy Them. 巨額の設備投資が収益の重しに

[ハイテク]

次の主戦場はブロードバンドサービス

通信大手のTモバイルUS＜TMUS＞は長年にわたり携帯電話業界の話題を独占してきた。「アン・キャリア」（従来型携帯電話通信事業者からの脱却）というスローガンを掲げ、より低い料金、より柔軟な契約形態、高速大容量規格「5G」の広範な導入、最近では5Gを利用した固定無線サービス（無線インターネットアクセスサービス）の展開をテコに、ライバルであるAT&T＜T＞とベライゾン・コミュニケーションズ＜VZ＞から顧客を奪ってきた。株式の過去3年間のトータルリターンは、Tモバイル



Diane Bondareff/AP Images for T-Mobil

の86%に対し、AT&Tは33%、ベライゾンほぼゼロだ。

ところが、株価の上昇は今後頭打ちになる可能性がある。Tモバイルは最近、「2025年までに800万人」と見込んでいた固定無線サービス加入者数の予想を「28年までに1200万人」に引き上げたが、新規加入者の増加ペースは鈍化しており、24年第2四半期は前年同期比27%減の40万6000人とどまった。

レイモンド・ジェームズのアナリストであるフランク・ラウサン氏は、「われわれの考えでは、米国の主要な家庭用ブロードバンドに占める固定無線サービスの割合は約10%で止まるだろう。固定無線アクセスの主な短所は回線速度だ。あらゆる消費者のニーズを十分に満たす速さだが、消費者が必要と思いついていないほどには速くないため、むしろニッチなサービスとなろう」と指摘する。

Tモバイルは現在、家庭用ブロードバンド市場でケーブルテレビ会社からシェアを奪い続けようと、家庭向け光ファイバー通信サービスに目を向けている。これは巨額の投資を伴う事業だ。

光ファイバー通信インフラ構築ではAT&Tが先行

S&Pグローバル・マーケット・インテリジェンスの予想によると、家庭向け光ファイバー通信サービス加入者数は2024年の約2300万人から27年に約3000万人に増え、固定無線サービス加入者数は24年の1100万人から27年に1600万人に増える見通しだ。

ベライゾンとTモバイルによる最近の企業買収をみると、両社が「光ファイバー・ファースト」の未来に適応しつつあることが分かる。ベライゾンは光ファイバー通信サービス会社のフロンティア・コミュニケーションズ<FYBR>を200億ドルで買収することで合意し、Tモバイルはやはり光ファイバー通信サービスを展開するメトロネットとルモスを買収するための合併事業に約60億ドルを投資した。

Tモバイルは2030年までに米国の1200万～1500万戸の家庭を自社の光ファイバー網に接続する計画だ。ベライゾンは、フロンティアと合わせて2500万戸の家庭を自前の光ファイバー網に接続する計画で、そのうち960万戸がサービスに加入すると見込んでいる。

一方、AT&Tが提供する光ファイバー通信サービスの加入者数は消費者と企業を合わせて880万件で、同社の光ファイバー網がカバーする接続拠点の数は2800万件に上る。接続拠点数は2025年末までに3000万カ所を超える見通しで、26年以降に約1000万～1500万カ所を追加する可能性があると同社は述べている。

光ファイバーインフラ構築の点ではAT&Tが他の2社をリードしている。つまりAT&Tにとって、コストのかさむ光ファイバーインフラ投資は過去のものになるろうとしている。一方、Tモバイルとベライゾンの光ファイバーインフラ投資額は依然として増加傾向にある。

株主還元資金を光ファイバーインフラ投資に回す可能性がある

Tモバイルは今年9月に開催した投資家説明会で、自社株買いと配当を通じて2027年までに最大500億ドルを株主に還元すると発表した。だがウォール街のアナリストは、Tモバイルが光ファイバーインフラ構築に使用可能な現金を確保するという観点から、（株主還元との）両面作戦をとっている可能性がある」と指摘する。

オープンハイマーのアナリスト、ティモシー・ホーラン氏は顧客向けレポートで、「（Tモバイルの）経営陣は今後のM&A（合併・買収）に向けて（およそ）200億ドルの資金を確保している。ウォール街は、その資金を自社株買いの加速に振り向けることを望んでいたと思われる」と書いている。

Tモバイルが今後、他の複数の光ファイバー通信サービス事業者を買収する可能性はあるが、それを実行した場合でも、規模の点でAT&Tを下回り続けるだろう。

現在の株価収益率（PER）はTモバイルが23倍であるのに対し、AT&Tとベライゾンはいずれも10倍を下回っている。つまり投資家は、Tモバイルの急成長と資本集約度の低さに対してプレミアムを支払ってきた。しかしTモバイルが光ファイバー網の構築に力を入れるようになると、Tモバイルは他の2社と似通った通信企業となり始め、PERの差が縮小する可能性がある。一方、配当利回りはTモバイルが1.7%で、AT&Tの5.2%、ベライゾンの6.3%を下回っている。

光ファイバーインフラの点でAT&Tが既に優位性を確立していることに鑑みると、今後はAT&Tの業績が他の2社より安定的に推移する可能性がある。

By Adam Clark
(Source: Dow Jones)

10. 食品大手企業が新たな成長路線を模索:プレミアム&スナック戦略 Food Giants Try a New Recipe: Premium and Snacks キャンベルは社名を変更

[経済関連スケジュール]

大手食品メーカー、スナックとプレミアム商品で成長を模索



Illustration by Elias Stein

売り上げ不振に苦しむ大手加工食品メーカーは、新たなブランドの買収や不振ブランドの切り捨てにより、成長への再起を図っている。世界各地で多数のブランドを展開する食品大手ゼネラル・ミルズ <GIS> は、2018年以降、買収と売却によって製品構成の30%が変遷を遂げたと発表している。同じく食品大手のキャンベル・スープ <CPB> は、事業内容をより正確に反映させるため、社名から「スープ」を削除すると発表した（新社名は「ザ・キャンベルズ・カンパニー」）。現状では、キャンベルの売り上げの大半はスープ以外の商品が占めてい

る。

大手食品メーカーはスナックやプレミアム商品への投資を進めている。スティーブンスのアナリスト、ジム・サレラ氏は「これらの企業の多くは安定的に利益を稼ぐ巨大なレガシー事業を抱える一方で、ポートフォリオの柔軟性を高めるとともに、次の高成長ブランドの発掘を目指している」と語る。

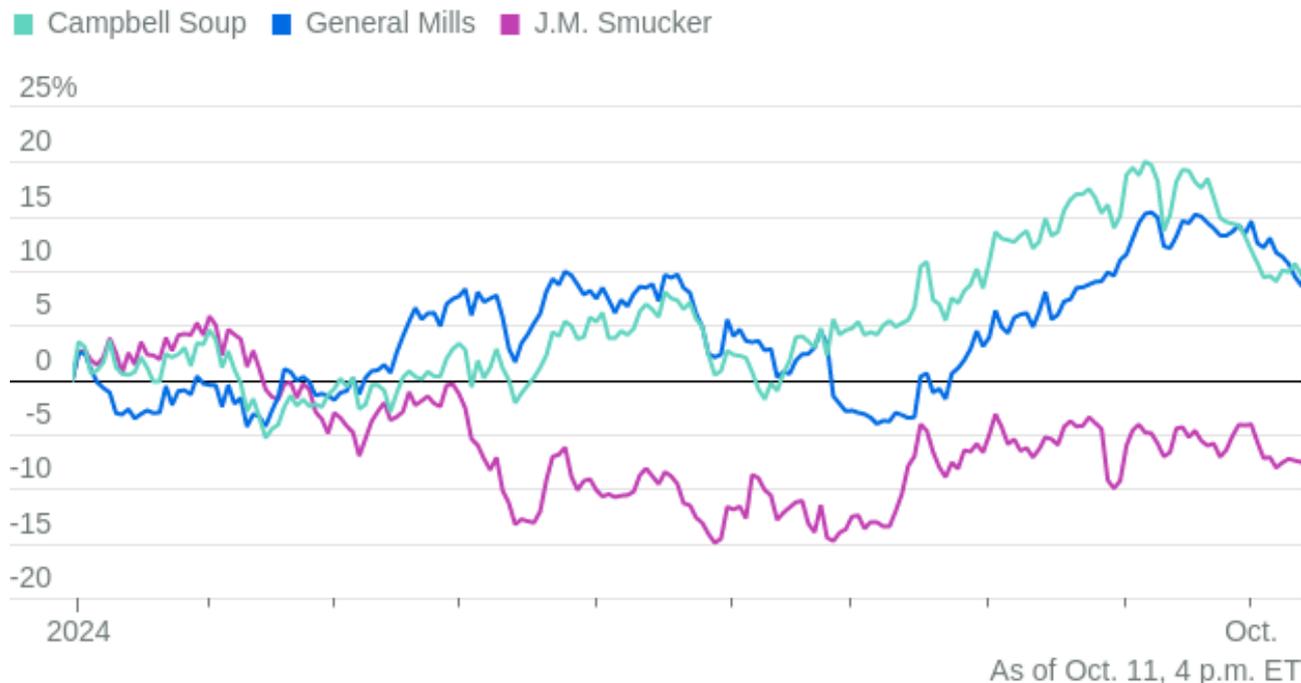
だがこの試みの結果は一様ではない。インフレの鈍化は値上げによる売上高の伸びにブレーキをかけ、消費者の支出減少により販売量も抑えられている。加えて、天候不順によりコーヒー、砂糖、カカオ豆の価格が過去最高値を記録し利益率を圧迫している。

プレミアム&スナック戦略は誰がやってもうまくいくものとは言えない。キャンベル傘下のソボス・ブランドはパスタソースの「ラオズ」を展開しており、キャンベルとしては年間売上が10億ドルを超える4番目のブランドとなる見込みである。しかし、キャンベルは全社売り上げの長期成長率見通しを1ポイントしか上方修正していない。これは他の事業ポートフォリオの弱さを反映したためである。食品メーカーのJMスマッカー<SJM>は、スポンジケーキ「トゥインキー」を製造する菓子メーカー、ホステス・ブランドを買収したが、売り上げは予想を下回っていると発表した。

先週の出来事

Premium Versus Prudence

The stocks of some food giants have struggled in a year of inflation worries.



市場動向

- ・原油価格が上昇し、10年物米国債の利回りが4%を超えた。
- ・中国政府の大規模な景気刺激策が発表されないことへの失望から、中国株が下落。
- ・ハリケーン「ミルトン」が、2週間前に「ヘリーン」の被害を受けたフロリダ州を襲い、甚大な被害

をもたらした。

- ・週明けの米国株式市場は下落したが、その後、半導体銘柄を中心に上昇した。
- ・9月のインフレ率は低下したが、予想されたほどではなかった。
- ・JPモルガン・チェース<JPM>とウェルズ・ファーゴ<WFC>を皮切りに、決算発表シーズンがスタート。
- ・週を通じて、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1.2%上昇、S&P500指数は1.1%上昇し、いずれも史上最高値を更新。ナスダック総合指数は1.1%上昇。

企業動向

- ・ボーイング<BA>は労働組合執行部と先ごろ合意した労働協約案を撤回し、全従業員の約10%を削減すると発表した。
- ・人工知能（AI）向け半導体の販売不振に悩むサムスン電子<005930.韓国>は、利益と売上高が目標に対し未達に終わったことについて謝罪。
- ・米連邦地裁はグーグルに対し、競合のアプリストアの容認を命じた。米司法省は別件で、反トラスト法（独占禁止法）違反を理由にグーグルの親会社アルファベット<GOOGL>の分割を検討する可能性を示唆した。
- ・イーロン・マスク氏が過激派による投稿の削除に同意したことを受け、ブラジル最高裁はX（旧ツイッター）のサービス停止措置を解除した。
- ・電気自動車（EV）大手のテスラ<TSLA>は自動運転のロボタクシーを発表したが、詳細は明らかにされていない。

M&A（合併・買収）など

- ・アクティビスト（物言う投資家）のスターボード・バリュー・アクイジション<SVACU>は製薬大手のファイザー<PFE>の株式を約10億ドル相当取得した。
- ・カルティエの親会社であるリシュモン<CFR.スイス>は、低迷していたオンライン部門のユークス・ネッタポルテを、全株式取引でマイテレサに売却した。リシュモンは14億3000万ドルの評価損を計上する。
- ・英豪鉱業大手リオティント<RIO>はリチウム化学メーカーのアルカディウムリチウム<ALTM>を67億ドルで買収することに合意。
- ・テクノロジー総合事業会社のハネウェル・インターナショナル<HON>は、先進素材事業の分社化を準備中であると発表した。予想価格は100億ドル。
- ・カナダのコンビニ大手アリマントション・クシュタール<ATD.トロント>がセブン&アイ・ホールディングス<3382>への買収提案を472億ドルに引き上げた。

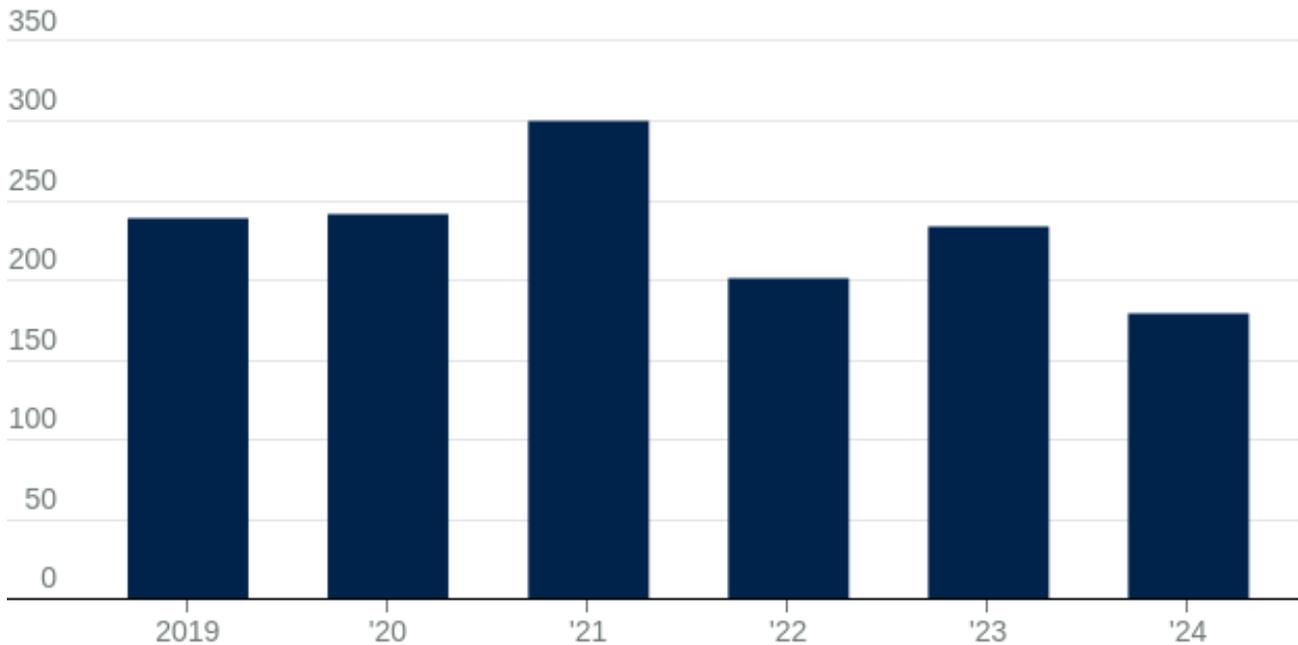
今週の予定

10月15日（火）

第3四半期の決算発表シーズン最初の週は、金融サービス企業が中心となる。バンク・オブ・アメリカ<BAC>、証券取引サービスを提供するチャールズ・シュワブ<SCHW>、シティグループ<C>、ゴールドマン・サックス・グループ<GS>、PNCフィナンシャル・サービスズ・グループ<PNC>は、15日に四半期決算を発表。16日には、ディスカバー・ファイナンシャル・サービスズ<DFS>、モルガン・スタンレー<MS>、USバンコープ<USB>が、17日には資産運用会社ブラックストーン<BX>とトゥルーイスト・ファイナンシャル<TFC>が続く。18日にはアメリカン・エクスプレス<AXP>が取引開始前に決算発表。

Menu Makeover

M&A volume in the food sector this year so far looks likely to beat 2023.



Note: 2024 data is year to date ended Sept. 10

金融セクター以外では、ヘルスケアおよびテクノロジー分野の巨大企業も決算発表を行う。製薬・医療機器大手のジョンソン・エンド・ジョンソン (J&J) <JNJ>と医療保険会社ユナイテッドヘルス・グループ<UNH>が15日に、製薬大手のアボット・ラボラトリーズ<ABT>と半導体製造装置メーカーASMLホールディング<ASML>が16日に、それぞれ四半期決算を発表する。17日には、米手術ロボット大手のインテュイティブ・サージカル<ISRG>、動画配信大手のネットフリックス<NFLX>、半導体受託製造最大手の台湾積体回路製造 (TSMC) <TSM>が決算の電話会見を予定。、18日には日用品のプロクター・アンド・ギャンブル (P&G) <PG>が決算を発表する。

10月17日 (木)

米国勢調査局 (商務省) が9月の小売売上高を発表する。小売売上高のコンセンサス予想は、8月の前月比0.1%増に続き、同0.3%増。自動車を除く売上高は前月比0.1%増の予想で、8月と同じ。

統計と数字

7万0500：AIを使用した研究により発見された、これまで知られていなかったウイルスの数。

1兆6000億ドル：2023財政年度末 (2023年9月末) の公的年金基金の未積立債務の総額。積立比率の中央値は76%であった。

2.4%：AI対応PCの第3四半期の世界出荷台数は6900万台で、前年同期比で2四半期連続の増加後に2.4%減少した。

7%：雇用主提供の医療保険料は2年連続で上昇した。

By Evie Liu
(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』 2024/10/13

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