バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2024/12/29

THIS WEEK'S MAGAZINE

1. **ドローン配送は「離陸」間近** - Watch Out, Amazon and UPS: The Race Is On for Drone Delivery [カバーストーリー] P.1
物流の自動化と排出量削減に寄与

2. **ユナイテッドヘルスとCVS、メディケア処方のオピオイド薬で巨額のリベートを受領** - UnitedHealth and CVS Received Millions in Opioid Rebates [フィーチャー] P.5
薬剤給付管理会社（PBM）独占リポート第2弾

3. **災害に対するヘッジとして金を保有。政府債務がリスク要因に** - This Money Manager Likes Gold as a Hedge Against Disaster. [インタビュー] P.9
ファースト・イーグル・インベストメンツのマクレナン氏に聞く

4. **AIデータセンターが電力株の序列を塗り替えている** - AI Is Reshuffling the Ranks of Utilities Stocks. [フィーチャー] P.13
今後の値上がりが期待できる銘柄とは？

5. **ドミノ株を買って、外食銘柄の落ち込みを吹き飛ばそう** - Buy Domino's Stock. It Can Beat the Restaurant Blues. [注目銘柄] P.16
ドミノ株、一口食べる価値がある理由

6. **12月のパフォーマンスは例年と異なりマイナス** - Santa Claus Deserted the Market. It's Still Been a Good Year for Stocks. [米国株式市場] P.19
通年では好パフォーマンスだったが、物色対象の偏りは懸念材料

7. **25年に4人が入れ替わるFOMC** - The Fed Policy Committee Gets Four New Voters. [経済政策] P.21
新しい投票権保有者の金利政策スタンスは

8. **スイスの賢者が読む2025年の米株式市場** - The Market Will Peak in 2025, Says One Seer. After That, Things Will Get Ugly. [コラム] P.23
それは天国か地獄か

9. **プライベート・クレジットETFに賛否両論** - Private-Credit ETFs Promise Access to Rarefied Markets [ファンド] P.26
投資家はプライベート・クレジットのリスクを理解できているか

10. **「ダウの犬」投資戦略に注目** - The Dogs of the Dow Could Soon Have Their Day [経済関連スケジュール] P.28
2022年の再来となるか

※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。

Copyright © 2024 Dow Jones & Company, Inc.
本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. ドローン配送は「離陸」間近

[カバーストーリー]

Watch Out, Amazon and UPS: The Race Is On for Drone Delivery

物流の自動化と排出量削減に寄与

ハイテク、小売り、スタートアップ企業が入り乱れる

Photograph by Cayce Clifford

米国のドローン配送事業の始まりは2013年12月1日にさかのぼる。アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞の最高経営責任者（CEO）だったジェフ・ベゾス氏が、ドキュメンタリー番組「60ミニッツ」の記者だったチャーリー・ローズ氏に、アマゾン・プライム・エアーのドローン2機を初めて紹介したのだ。ベゾス氏は「すぐに実用化できるとは思わないでほしいが、4～5年後には可能だろう」と語った。

それから11年ほどたつが、プライム・エアーや競合他社によるドローン開発は、電気自動車大手テスラ＜TSLA＞やアルファベット＜GOOGL＞傘下のウェイモなどの自動運転車に比べるとあまり進展しておらず、依然としてほとんどテスト段階にある。

それでも、ドローン配送を見限るのは時期尚早だ。ドローン配送には数十億ドルが投資され、大幅に進歩しており、今まさに事業が立ち上がりつつある。2014年に設立され、飛行距離で業界トップのドローン配送企業ジップラインのケラー・クリフトンCEOは「物流の自動化と排出量ゼロに向けて、大きな変革が起きるだろう。成功すれば世界最大規模の企業になることは明らかだ」と語る。

ドローンは今や愛好家や高校のクラブ活動にとどまらず、不動産会社の物件紹介ビデオ、企業による電線の点検、恐ろしい軍事作戦にも使用されている。これにドローン配送が加わる。ドローン配送という言葉には依然としてSFのような響きが感じられる。しかし実際には、ドローンは現在、数十カ国で医薬品、雑貨、菓子、料理を配送している。

大手会計・コンサルティング会社プライスウォーターハウスクーパース（PwC）によると、ドローンは世界中で毎日約1万4000件の配送を実施している。2024年全体では合計500万件超、金額ベースで2億5000万ドルとなる見込みだ。PwCは、10年以内に年間の配送件数が8億件、金額が650億ドルに急増すると予想している。

米国では謎のドローンがニュージャージー州などで目撃されているが、ドローン配送企業は自社のドローンではないと話す。今回の騒ぎによって反ドローンの機運が生まれ、連邦や地方自治体の規制が強化され、ドローン配送にとって打撃となる可能性がある。実際、ニュージャージー州とニューヨーク州では最近、ドローンの利用が一時的に禁止された。

アマゾンは長年ドローン配送に取り組んできたが、業界のトップではない。ドローン配送は数十億ドルの規模に成長しており、アマゾン、アルファベット傘下のグーグル、小売り大手ウォルマート＜WMT＞などのプレーヤーが入り乱れるゲームに発展している。ジップライン、ドローンアップ、マ

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

ターネットなどのスタートアップ企業や、物流大手DHL＜DHL.独＞や料理宅配サービス大手ドアダッシュ＜DASH＞などの物流サービス企業、さらにウェンディーズ＜WEN＞やパネラ・ブレッドなどのレストラン運営会社も参入している。

恐らく最も重要なのは、ドローン配送が米国最大の小売企業であるアマゾンとウォルマートの新たな戦いの最前線になっていることだ。アマゾンの広報担当者は「当社は2020年代末までに世界全体で年間5億個の荷物をドローンで配送することを目指している」と語った。一方、ウォルマートの広報担当者は「当社は4600店以上の店舗の10マイル圏内で米国の人口の90%をカバーしており、大規模なドローン配送に適した唯一無二の地位にある」と述べた。

飛行距離でトップを走るジップライン

Photographs by Cayce Clifford

ジップラインのドローンはすでに約1億マイルを飛行している。ただし、その大部分はアフリカのルワンダにおける血液や医療用品などの配送である。他のドローン配送会社も、米国で事業を開始する前に、より規制が緩やかな国での開発を選択している。

ジップラインは米国の約6カ所の大都市圏で事業を展開する予定だ。すでに米国で130万回の商用配送を完了しており、現在はユタ州ソルトレークシティー、テキサス州ダラス、アーカンソー州ピーリッジで事業を運営している。ピーリッジはウォルマート本社から北東10マイルに位置する町で、ジップラインとウォルマートが共同でドローン配送を実施している。

ジップラインのドローンは最大4ポンドの荷物を運搬することが可能で、通常は地上300フィートの高さを時速約65マイルで飛び、店舗から15マイル以内の場所に商品を配送する。現世代のドローンは荷物をパラシュートで降下させる。ジップラインは、自社のドローンによる死傷事故の例は1件もないと指摘する。テスト段階にある次世代のドローンは約300フィートの高さからロープで荷物を下ろす。ジップラインのドローンは、ドライブスルーのように、レストランや小売店の窓から注文の品を受け取ることができる。

ウォルマートはドローンアップや、アルファベットの子会社であるウィングとも提携している。ウィングは米国、欧州、オーストラリアで、図書館の本からホットコーヒーまで、あらゆる種類の商品を合計35万回以上配送した実績がある。ウィングの戦略およびオペレーション責任者であるネイト・ミルナー氏は「当社はダラスでドローン配送事業についてウォルマートと提携している。この事業ではダラス都市圏の70%超をカバーする予定だ。来年はノースカロライナ州シャーロットに進出する。当社の調査によると、ノースカロライナ州の住民の84%は超高速の食料品配送に関心を持っている」と語る。

競争に関しては、ミルナー氏は「この業界は勝者総取りではない。ドローン配送業者が増えることは当社のビジネスにとってプラスだ。ドローン配送の知名度が上がり、より注目されるようになるから

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

だ」と話す。

ジップラインのクリフトン氏は「物流の自動化に対する需要はとどまるところを知らない。ジップラインがアマゾンやグーグルと競合していることを誰もが懸念する。しかし、アマゾンはこの取り組みに数十億ドルを費やしているが、ジップラインの規模はアマゾンの約1万倍だ」と語る。この点に関して、アマゾンは本誌のコメント依頼に回答しなかった。

ドローン配送は非常に複雑だ。ソフトウエアによって操作されるドローンが、あらゆる天候に対応し、電線、丘、ビル、そして増え続ける他のドローンを回避し、ピクニックテーブルほどの大きさの目標地点に荷物を着地させるためのシステム開発を想像してみてほしい。

クリフトン氏は「ドローンを店頭で買って、スニッカーズをダクトテープで貼り付けて、2マイル先に手動で飛ばすだけなら私でもできる。しかし、ドローンを自動で1億マイルも飛行させ、24時間365日稼働するシステムを構築するとなると、話は大きく変わってくる。実現するのは難しいが、成功すれば他社が追い付くのも困難だ」と語る。

クリフトン氏によれば、イノベーションに関しては、大きいことは必ずしも良いことではない。クリフトン氏は「人や資金が多過ぎると必死さがなくなる。実用最小限の製品（MVP）を開発して、実世界で試行錯誤することに重点を置かなくなる」と指摘する。アマゾンがジップラインを買収しようとしたことがあるかという問いには、「答えられない。アマゾンはジップラインのすべてを知っている」と述べた。

ジップライン（直近の企業価値評価は42億ドル）は7回の資金調達ラウンドで、資産運用大手フィデリティ、シンガポールの政府系投資会社テマセク・ホールディングス、ベンチャーキャピタル会社のアンドリーセン・ホロウィッツとセコイア・キャピタルなどから5億ドル超を調達している。取締役会には高名なベンチャーキャピタリストやミュージシャンのボノが名を連ねる。

アフリカの福祉にも貢献

Photograph by Cayce Clifford

クリフトン氏はシリコンバレーの創業者兼CEOとしては型破りとも典型的ともいえる。彼は暴力が横行する荒れた高校を卒業した後、飲食店の正社員として最低賃金で働いていた。クリフトン氏の父親いわく、非常に好奇心が強く、大変な読書家で、同調圧力を全く気にしない人物でもあった。気まぐれにハーバード大学に出願したところ、合格したという。

クリフトン氏は「ハーバード大学は私が合格した唯一の学校で、非常にラッキーだと思った。多くの学生はハーバードに通うことが当然として育てられたので、私ほどありがたく思っていなかったのかもしれない。ノーベル賞を受賞したある物理学者は、わざわざドーナツやコーヒーまで用意して、オフィスアワーに学生を招こうとしていた。私は頻繁にオフィスアワーに出かけ、一部の

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

教授と仲良くなった。彼らは現在、ジップラインの投資家になっている」と語る。

卒業後、クリフトン氏はプロのロッククライマーになった。ある日、彼はオンライン靴店ザッポスの創業者であるトニー・シェイ氏が書いた本を読んで啓示を得た。シェイ氏と、現在はセコイアの有力パートナーであるアルフレッド・リン氏が、10年前にクリフトン氏と同じハーバードの寮に住み、ピザ屋を経営していたことを知ったのだ。クリフトン氏は「起業できるなんて思いもしなかった。本を読んで仰天した」と語る。シェイ氏にメールを送ったところ、ラスベガスに来るよう誘われた。

クリフトン氏はラスベガスに転居した。そこでは、シェイ氏（後に住宅火災で死去）がスタートアップ企業のコミュニティーを築いていた。クリフトン氏は、iPhone（アイフォーン）で操作できるロボット玩具を生産する会社を共同設立したが、後により大きなインパクトを与えられるビジネスを思いついたので廃業した。そのビジネスとは、ドローンで医療用の血液をアフリカの農村部に届けるというものだった。

この間、クリフトン氏はリン氏との関係を深めた。リン氏は現在、ジップラインの重要なアドバイザーであり、取締役でもある。リン氏はジップラインのビジネスモデルについて、ドアダッシュや、ライドシェアサービス会社ウーバー・テクノロジーズ＜UBER＞が展開するウーバー・イーツのように、小売店や個人客から収入を得るものになるだろうと述べた。顧客がサブスクリプションを購入する可能性や、広告が収入源になる可能性もある。

リン氏は「今年、米国ではアプリによる当日配送が50億件以上も行われている。宅配の需要はかつてないほど高まっており、このトレンドは加速し続けている。ドローン配送は一段と効率的になるだろう。配送の増加によって、人間のドライバーと交通量が100倍に増えたら道路はもたない。大気汚染が発生し、人件費やエネルギー費用も上昇するだろう。ドローンは自動化されており、排出量もゼロだ」と語る。

リン氏とクリフトン氏は、渋滞と排出量の削減以外のドローンのメリットとして社会貢献を挙げる。例えば、アフリカのガーナのある地域では、乳児の死亡率を50%以上引き下げたという。クリフトン氏は、病気の赤ん坊に真夜中でも20分で医薬品を届けられるという。宅配ドライバーの失業に関しては、最近はむしろドライバーが不足しており、ドローン事業は新たな雇用を創出すると主張している。

ジップラインは最先端のテクノロジーを導入しているが、先祖返りしているともいえる。自社のドローンをシリコンバレーのど真ん中で組み立てているからだ。クリフトン氏は「われわれは現代の生活を再構築するような本当に壮大で野心的なアイデアに取り組む勇気を持つべきだ。テスラや宇宙開発会社スペースXなどの企業はわれわれにインスピレーションを与えた。ジップラインも同じようにインスピレーションを与えられることを願っている」と語る。

ライドシェア企業が州や市町村の多くの規制を守る必要があるのとは異なり、ドローン配送企業が従うべき規制機関は米連邦航空局（FAA）だけである。ただし、慎重な地方自治体がドローン配送サービスに難色を示す可能性もある。FAAは、オペレーターが直接目視できる経路でのドローン配送の承認へ着実に進んでいる。さらに、業界が熱望している目視外（BVLOS）配送についても承認に向かっている。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

マターネットのアンドレアス・ラプトポウロスCEOによると、人口密度の高い地域はドローン配送企業にとって最も対応が難しいが、不可能ではない。ラプトポウロス氏は「ニューヨーク市でもドローンは活動できるだろう。当社はマンハッタンで医療関係の事業を検討している。スイスのチューリヒではすでに事業を運営している」と語る。中国では、ウォルマート中国と新たに提携した電子商取引プラットフォームのメイトゥアン（美団）＜3690.香港＞のドローンが深センの高層ビルの合間を縫って飛ぶ。

ドローン配送業界の今後は不透明だ。ジップラインは最終的にウォルマート、アマゾン、アルファベットやウーバーに買収されるだろうか。間もなく上場するか、あるいは永久に非上場のままか。ドローン配送はアイフォーンのように広まり、どこでも見られるようになるか。それともニッチなサービスにとどまるだろうか。

ドローン配送の普及がすぐそこに迫っているかどうかは分からないが、もし普及したとしても、謎のドローンのように騒がれることはなく、あっさり受け入れられるだろう。

By Andy Serwer
(Source: Dow Jones)

2. ユナイテッドヘルスとCVS、メディケア処方のオピオイド薬で巨額のリベート［フィーチャー］を受領

UnitedHealth and CVS Received Millions in Opioid Rebates
薬剤給付管理会社（PBM）独占リポート第2弾

オピオイド危機の中、メディケアを意図的に利用

Illustration by Nicholas Konrad

製薬会社のパーデュー・ファーマは、米司法省が提起したオピオイド系鎮痛剤「オキシコンチン」を巡る不当表示訴訟で有罪を認めた2007年の時点で、すでに10年にわたり民間の医療保険を通じてオピオイド処方薬を販売していた。

その5年後、司法取引時の制約の期限が過ぎると、パーデューは、社内文書によれば、「痛みを伴う症状を有する高齢者」に新たな販売機会を見出し、米国のオピオイド危機（医療用麻薬の過剰摂取問題）が深刻化する中、連邦政府のメディケア（高齢者向け公的医療保険）の高齢者向け処方薬プログラム（パートD）に焦点を絞った。2012年から2013年にかけ、積極的なマーケティングを展開し、オキシコンチンがメディケア・パートDの対象であることを強調した。コンサルティング会社マッキンゼーの2013年の分析によれば「オキシコンチンにとり、パートDが唯一の成長分野」だった。

メディケアの対象であることを医師に周知するだけでは不十分だった。メディケア処方薬としての地位を確保するためには、医療保険会社のユナイテッドヘルス・グループ＜UNH＞、ドラッグストア運

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

営会社のCVSヘルス＜CVS＞という巨大企業2社と条件交渉を行う必要があった。本誌の調査（シリーズ第2弾）によれば、政府の監視機関がオピオイドの使用とパートDの支出について警鐘を鳴らす中、オキシコンチンの売上高に最も貢献したのが、ユナイテッドヘルスとCVSヘルスの傘下のPBM（前者がオプタムRx、後者がケアマーク）が給付管理を担うメディケア処方薬だった。

メディケア・パートDについて、ユナイテッドヘルスとCVSは複数の役割を担っている。まず、高齢者が毎年購入する処方薬保険のいわゆるスポンサーとしての役割だ。そして、製薬会社と保険会社の間に立って交渉を行うPBMも運営している。

連邦政府はPBMに対して厳しい目を向けており、薬価が急騰する中、PBMと製薬会社との間の秘密めいた取引内容はとりわけ注目されている。連邦取引委員会（FTC）は、リベートや手数料を要求し、インスリン価格をつりあげたとして、PBM大手3社を提訴したが、PBM側も徹底して争う姿勢だ。連邦議会に今月提出された超党派議員の法案は、PBMとその関連会社となっている薬局事業の分離を求めている。一方、下院議員らが最近、本誌の記事を受け、オピオイドの販売におけるPBMの役割を調査するよう司法省に要請した。

本誌は、保険プラン口座を記載したパーデューの社内資料から、オキシコンチンの2016年の売上高に最も貢献したのは、CVS傘下のケアマークを使用したメディケア・プランだったことを発見した。ケアマークが受け取ったリベートと手数料は1億3260万ドルに上った。ユナイテッドヘルス傘下のオプタムRxを使用したメディケア・プランは3位で、オプタムが受領したリベートは1億2690万ドルだった。ユナイテッドヘルスとCVSのメディケア向け処方薬保険が、他の一部の保険会社の保険よりも多量のオキシコンチンを承認していたことも判明した。

両社とも、リベート額や両社のメディケア・プランDの他社との違いに関する質問に対し、直接コメントをしなかった。米保健福祉省のメディケア・メディケイド・サービスセンター（CMS）は本誌に対し、パートDプラン根拠法の禁止規定により、リベート契約の内容は確認していないと回答した。

処方薬のリベートはPBMと製薬会社が交渉し、定価に対するパーセンテージとして設定される。リベートの水準は機密扱いであり、通常一般公開はされない。本誌記事では、カリフォルニア大学サンフランシスコ校とジョンズ・ホプキンス大学が管理する「オピオイド業界文書アーカイブ」にあるオピオイド訴訟・調査で作成された記録を使用している。

リベート収入を保険料引き下げ競争に活用

連邦議会の独立部局メディケア・ペイメント・アドバイザリー・コミッション（MedPAC）の分析によれば、保険会社はリベートの一部を政府と共有しているが、2021年はその大部分（医薬品のリベートと薬局手数料の約3分の2）を懐に収めている。こうしたリベート資金は、経費やメディケア顧客の獲得で激しい競争が行われている保険料の引き下げに活用することができる。MedPACの2023年の報告書は、「リベートを最大化し、保険料を低く抑えるインセンティブの存在」を指摘している。米会計検査院（GAO）などによれば、一部の患者にとって問題なのは、リベートが薬局で支払う薬の代金を直接引き下げるものではないことだ。

PBMは、自らを製薬業界に対する重要な対抗勢力と位置付け、リベートは処方薬の総合的なコストを引き下げるためのツールだと主張する。CVSとユナイテッドヘルスはまた、オピオイドの乱用防止に

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

OxyContin Sales Through Medicare Plans

In 2016, Purdue sold $1.2 billion of OxyContin through accounts with insurers and pharmacy-benefit managers. Medicare plans managed by CVS Caremark and Optum Rx were the No. 1 and No. 3 contributors to those sales.

	CVS Caremark		Optum Rx	
Strength	Gross Sales (millions)	Rebates & Fees (millions)	Gross Sales (millions)	Rebates (millions)
10 mg	$14.2	$7.5	$11.3	$7.5
15 mg	7.6	4.0	4.9	3.2
20 mg	38.4	20.1	28.3	18.6
30 mg	31.2	16.4	21.9	14.2
40 mg	49.7	26.1	37.9	24.4
60 mg	40.6	21.3	30.0	19.1
80 mg	71.3	37.4	64.6	39.8
TOTAL	**$253.1**	**$132.6**	**$198.9**	**$126.9**

Note: Records indicate Caremark received service fees of 4% in 2016.
Source: Purdue Pharma records

も取り組んできたとしている。オプタムRxの広報担当者は「米疾病対策センター（CDC）が2016年にオピオイド・ガイドラインを導入する以前から、危機対応への包括なアプローチを取ってきた」と語った。

2020年に、オキシコンチンのマーケティングと販売に関連した詐欺とリベート共謀の容疑で有罪を認めたパーデューは、本記事に対するコメントを控えた。マッキンゼーは今月、司法省との起訴猶予合意後、オキシコンチンの販売に関するパーデューとの協力について謝罪したが、それ以上のコメントは控えた。

オキシコンチンは1995年後半に初めて米食品医薬品局（FDA）によって承認された。CDCによれば、オピオイド関連の死亡増加を背景に、2008年には過剰摂取を含む中毒が米国の事故死の原因として自動車事故を上回り、1位となった。マッキンゼーによれば、2012年のオキシコンチンの処方の29%がメディケア・パートDによるものであり、2年前の23%から増加している。

保険会社がオピオイド薬、特に乱用に関連した歴史がありジェネリック医薬品（後発薬）よりも価格が高いオキシコンチンに対して取ったアプローチはさまざまだ。パーデューの社内資料によれば、エトナは2010年頃にオキシコンチンをメディケアの保険対象から外した。しかし、その後CVSヘルスに

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

よって買収されることになるエトナが、オキシコンチンを民間医療保険の対象から外すことはなかった。

マサチューセッツ州の非上場保険会社ブルー・クロス・ブルー・シールドは、保険請求データの分析を踏まえ、2012年の夏からオピオイド処方薬に新たな制限を設定した。その後CDCの研究者がこの取り組みを調査し、論文にまとめた。

メディケアは、オキシコンチンなどの医薬品を求めて行われる「ドクター・ショッピング」（医師や病院を次々と変えること）に関する会計検査院の報告を受け、2012年、パートDプログラムを使用したオピオイド薬乱用問題について保険会社に対し警告を発し、投与量制限の設定や個別事例の見直しなど、保険会社が実施可能な安全対策の概要を定めた。翌年には、複数の医師、薬局から処方を受けている高リスクユーザーの監視に関する方針を導入した。それでも、監察総監室（OIG）の2016年の報告書によれば、2015年のメディケア・パートD加入者の30%がオピオイド薬の処方を受けており、パートDプログラムのオピオイド薬支出は41億ドルに達した。支出額が最も多かったのがオキシコンチンだった。

パーデュー・ファーマのコネティカット本社では、リベートと売上高の関連性は明らかだった。2012年の取締役会向けプレゼンテーションによれば、顧客アクセスの確保にはリベートが有効だった。保険会社の「フォーミュラリー」（保険償還対象医薬品リスト）上で優先的な位置を「獲得・維持する」ためには支払いが「必要」であり、それが患者の自己負担額引き下げを意味した。そして、リベート交渉の成功は「プラスのリターンと競争上の優位性をもたらす」としている。

過剰投与へのインセンティブに

2013年のユナイテッドヘルスとパーデューの交渉から、ユナイテッドヘルスのメディケア市場における経済的な考慮事項の変化が分かる。

高齢者が選択できるメディケアの薬剤給付経路は二つある。処方薬のみが対象となるメディケア単独のプランと、処方薬、医師予約、入院がセットになったメディケア・アドバンテージ（民間医療保険会社がメディケアの保障を代替する一体型のプラン）だ。ユナイテッドヘルスは両方の種類のプランを販売しているが、オキシコンチンに関しては、それぞれ異なる決定を下している。メディケア・アドバンテージに関しては2013年にオキシコンチンを保険対象から外したが、メディケア単独の処方薬プランでは、パーデューの資料によれば、パーデューがリベートを23.5%から約60%に引き上げることを条件に、引き続き保険対象とすることに前向きだった。パーデューの経営幹部はこの数値に難色を示した。そしてパーデューの最高経営責任者（CEO）に対して「ユナイテッドは自社のPBM（オプタムRx）を立ち上げて以降、全体としてアプローチが極めて強気になった」と報告している。ユナイテッドヘルスのメディケア保険の対象外となれば、5年間で9億ドルの売上高を失う可能性があるという予測にもかかわらず、この幹部は取引見送りも辞さない考えだった。しかし、そうはならなかった。5月上旬、両社はリベート率50%で合意に達した。

その結果、患者の多くは、最も高価で最も強力な（パーデューにとっては最ももうかる）オキシコンチン80mg錠を服用する結果となった。2016年には、オキシコンチン80mg錠が他のどの用量よりも多額のリベートをメディケアからCVSケアマークとユナイテッドヘルスのオプタムRxにもたらし、ケアマークではリベート総額の28%、オプタムでは31%を占めた。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

両社は80mg錠の服用を1日4錠まで許容したが、他の保険会社はより厳格な制限を課していた。例えば、フロリダ州のマイアミ・デイド郡やニューヨーク州のクイーンズでは、1日2錠ないし3錠に制限し、ペンシルベニア州のピッツバーグがあるアレゲニー郡では、80mg錠は1日2錠が上限で、事前承認が必要だった。テキサス州エルパソ郡にも同様の制限があった。メディケア処方薬プランのフォーミュラリーの2006年から2015年にかけてのオピオイド薬制限方法の変遷を調査したカリフォルニア大学サンフランシスコ校のサンケット・ドゥルーワ准教授（医学）は「この種の制限がより厳格に実施されていたらよかったのにと思う。一部の患者について何らかのフラストレーションを抱えることになる臨床医も出ただろうが、それだけの価値があったはずだ」と語る。

By Catherine Dunn
(Source: Dow Jones)

3. 災害に対するヘッジとして金を保有。政府債務がリスク要因に [インタビュー]

This Money Manager Likes Gold as a Hedge Against Disaster.
ファースト・イーグル・インベストメンツのマクレナン氏に聞く

投資哲学

PHOTOGRAPH BY MARISSA ALPER

ファースト・イーグル・インベストメンツのポートフォリオ・マネジャーであるマシュー・マクレナン氏は、『人の進化』に長らく魅了されてきた。投資家にとって優位性をもたらす成果がある一方で、人類は時折、溝に向かって歩んでいる。

マクレナン氏は、ファースト・イーグルのグローバル・バリュー・チームに属しており、グローバル・バリューとその他の投資戦略のポートフォリオ・マネジャーを務めている。運用の一例として、運用資産約570億ドル（9月30日時点）のファースト・イーグル・グローバル＜SGENX＞では、株式の中での保有上位銘柄は米法人向けソフトウエア大手のオラクル＜ORCL＞とメタ＜META＞（旧フェイスブック）だが、全体としての最大の保有対象は、災害に対するヘッジとしての金で11.4%を占めている。

ファースト・イーグル・グローバルはモーニングスターから五つ星を獲得しており、12月23日までの年初来のリターンは12.41%で、グローバル配分のカテゴリーおよびそれに関連したモーニングスターの指数の両方をアウトパフォームしている。

マクレナン氏は、割高な米国ハイテク株や米国株全般以外にも豊富な投資機会があると見ている。一方で、米国で増加する政府債務や、世界レベルでのソブリンリスクを懸念している。本誌は、投資哲学、選好銘柄、金の選好度に関して、12月10日にインタビューし、その後電子メールで意見を聞いた。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

本誌：ファースト・イーグルの一般的なテーマは強靭性だ。それはあなたにとって何を意味するのか、そして、ポートフォリオではどのような投資によってそれを実現しているのか。
マクレナン氏：われわれにとって強靭性は、人の進化への参加と、相場の上昇傾向の間の適切なバランスを取ることで、危機の際における保護を提供できるような手段で実現することだ。顧客には、異常な状態にある市場に動揺することなく、市場が提供する長期的・複利的な投資機会から多くを獲得してほしいと思っている。われわれは、満足の行く実質リターンを提供するだけではなく、市場全体よりもリスク特性が低いポートフォリオの構築に取り組んでいる。

われわれは、希少価値や、既存事業者として優位性を持つ企業の発掘に焦点を当てている。そのような投資対象は、市場における優位性があって価格決定力やサイクルを通じて他社より優れたキャッシュフローを創造できる能力を備えているか、循環的な市場においてさえ比較的良好なキャッシュフローを創造できる、好位置にある長期の実物資産である。

優れた企業を特定したあとは、株価における安全マージンを探す。強靭性の根源は、支配的企業としての強力さと健全なバリュエーションだ。金を潜在的なヘッジとして選択している理由は、希少価値と同じ原則だ。

Q：株価が非常に割高な状態で、どのようにして強靭なポートフォリオを構築するのか。
A：米国株式の株価収益率（PER）は20倍を超えている。しかし、米国市場の最もホットな分野以外、または世界的に投資する意思があれば、また違った動向がみられる。

米国市場は活況を呈しており、金利は40年の下降局面の後で上昇に転じた。しかし中国では、株価は高値から約50%下落し、10年債利回りは過去最低を更新しており、経済はデフレから抜け出せず、PERは10倍を割り込んでいる。とはいえ、バリューを見出すために中国のリスクを取る必要はなく、われわれは、日本、東南アジア、欧州およびラテンアメリカに投資している。それら地域のPERは概ね13～14倍だ。

Q：出発点は、企業と市場のファンダメンタルズのどちらか。
A：まず、市場における地位に何か独特なものがある企業を特定する。次に、公正価値で投資できるか否かを判断する。特定の株式市場の人気がなければ、良好な株価で優れた企業を見つける公算が大きくなるが、常にそうとは限らない。

債務リスク

Q：投資家は2025年にどう備えるべきか。あなたはどのように備えているのか。
A：投資家は、2025年に対する期待を引き下げるべきだ。米国株式市場は大幅に上昇しており、クレジットスプレッドは平均より狭く、市場は米連邦準備制度理事会（FRB）によるさらなる利下げを織り込んでいる。

しかし、市場が示唆するように経済が好調であれば、労働市場が再度逼迫する可能性がある。エネルギー価格は上昇するかもしれない。中国で噂されているような景気刺激策が実施されれば、中国はデフレの輸出国からインフレの輸出国に転じる可能性がある。

米国株式がこれまで好調だった理由の一つは、米国の異例に緩和的な財政政策だ。多くのエコノミス

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

トが予想したリセッションには陥らなかったが、その理由は財政赤字の拡大だ。現在の財政赤字の国内総生産（GDP）比は7.1%に達しており、それは二つの課題を提供している。第一に、財政赤字を抑制できなければ、インフレは市場予想を上回るだろう。第二に、政府効率化省の施策が成功して財政赤字が抑制できれば、経済は加速ではなく減速するだろう。

市場はリスクを適正に織り込んでいないが、ウォーレン・バフェット氏のような米国を支持する一部の投資家は、過去12カ月間に米国株に対する投資を縮小している。

Q：人々は米国の財政赤字拡大を長年にわたって警告してきたが、今になって懸念する理由は高まっているのか。
A：これまで何も起こっていないということは、今後何も起こらないことを意味していない。二つの強力な要因が作用している。1945年から2000年にかけて、米国の利払い前の基礎的財政収支は赤字となっていった。現在の基礎的財政収支赤字のGDP比は4%弱だ。

それと同時に、金利は上昇に転じている。従って、政府は債務を以前より高い金利で借り換えなければならない。それは財政赤字の拡大圧力となり、名目インフレ率を上昇させることになる。われわれは、債務スパイラルが悪化方向に転じる地点に近づいている。

米国のみならず、世界全体の財政動向に注目すべきだ。世界の財政状態は悪く、政策決定者は困難な選択に直面しよう。

Q：そのリスクを、投資の決断にどのように組み入れるのか。
A：投資家は、現在のリスクがリターンの正規分布では十分に定義されていないことを認識する必要がある。1990年代には財政規律が保たれており、民間企業でキャッシュフローが不足していて、総合エネルギー企業のエンロンのような企業危機があった。現在では、政府部門で資金が不足している。ソブリンリスクは、向こう10年間を定義するリスクだ。地政学的問題に対処するための自由度は、米国の財政状況によってますます制約されている。

選好銘柄

Q：選好銘柄に話を移そう。具体的にはオラクルとメタだ。
A：メタとオラクルについては、数年間にわたって相当規模のポジションを取っている。バリュエーションが現在よりもはるかに低い段階で投資した。株価の上昇と共に、保有比率が高くなり過ぎないように随時売却している。

両社の市場シェアは高い。オラクルは、ハイエンドのリレーショナルデータベースで80%を超えるシェアを持つ。メタはソーシャルメディアで高いシェアを維持しており、デイリー・アクティブ・ユーザーは数十億人だ。市場シェアが高いだけではなく、それが安定していることもわれわれにとっては重要だ。

また両社共に現代のトレンドの受益者だ。オラクルは、人工知能（AI）に支えられたデータベース・サービスの開始が早かった。オラクルが構築したクラウド・スタックは、AIに投資する、または、クラウドへ移行するハイパースケーラーやその他企業のワークロードを実行するための好位置に付けている。データベース、ミドルウエアおよびハードウエアの統合は、オラクルが計算集約型のクラウ

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

ド・サービスの低コストのプロバイダーであることを意味している。直近の決算はウォール街にとって失望的だったとはいえ、増収率は加速している。増収率は2桁に迫る勢いで、利益率も魅力的だ。

Q：メタの将来は。
A：メタは、アップル＜AAPL＞が自社の基本ソフト（OS）における個人情報保護とデータ共有の方針を変更したために、ビジネスモデルの再考を強いられた。メタは顧客の好みを推測するために、AIの使用へ方針転換を余儀なくされた。投資は莫大な配当を生み出している。増収率も加速しているが、メタバースへの投資によって利益は圧迫された。市場はメタバースを考慮対象から除外したが、スマートフォンの先のコンピューティングプラットフォームがどうなるにせよ、オプション的な価値は残っている。

Q：最近、どのような過小評価されていた銘柄に投資したのか。
A：過去数年間に、ヘルスケアテクノロジーソリューションを提供するメドトロニック＜MDT＞のポジションを構築した。メドトロニックは、ペースメーカー、除細動器、脳や脊椎のインプラント、手術用機器における世界的なリーダーだ。研究開発中心の製品の粗利益率は高い。売上高は1桁半ばの成長が可能で、事業効率化にも焦点を当てている。過去12カ月で、時価総額の7%超に相当する額を配当と自社株買いに充てている。

Q：外国での投資は。
A：人々は、なぜ欧州に投資するのかと私に質問する。欧州経済は低迷しており、政治的な問題もあり、ロシアによるウクライナ侵攻の悪影響も被っている。われわれはマクロ経済に賭けているのではなく、個々の企業に賭けているのだ。

例えば、ヘイリーオン＜HLN.英国＞は市販薬の世界的リーダーで。たまたま英国に上場しているだけだ。2022年に製薬大手のグラクソ・スミスクライン（GSK＜GSK.英国＞）からスピンオフされた。ヘイリーオンは、解熱鎮痛剤のアドビルから、去痰剤のロビタシンや歯磨き粉のセンソダインまであらゆるものを販売しており、われわれは歯磨き粉事業を特に好んでいる。1桁半ばの増収率を達成できる能力があり、利払い・税引き前利益（EBIT）率は30%弱になる可能性がある。ただし、市場シェア拡大のために投資しており、利益率は20%台前半から半ばにとどまっている。

この手の企業の株価売上高倍率は、非公開市場では4倍を超えているがヘイリーオンは3.7倍に近い。ヘイリーオンは、スピンオフの際に継承した債務の返済が進むに連れて、フリーキャッシュフローの分配へ方向転換しつつある。

また、オランダの持ち株会社プロサス＜PRX.オランダ＞にも投資した。プロサスは、中国のインターネットサービス大手のテンセント・ホールディングス（騰訊控股）＜00700.香港＞の25%を保有している。テンセントはゲームやソーシャルメディアで支配的立場にあり、それら事業は2桁台で成長している。また、自社株買いも実施している。その他、ブラジルの料理宅配で支配的なiフードやインドでクラシファイド広告とオンライン決済（PayU）の事業を行うOLX（支配的持ち分）を保有している。株価は、サム・オブ・ザ・パーツ分析の結果に対して30%のディスカウントとなっている。過去2年間に200億ユーロ超の自社株買いを実施した。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

金

Q：グローバル・ファンドにおいて11月30日時点で、金は最大の投資対象となっている。金の価格は年初来で25%超上昇しているが、将来には何が待ち受けているのか。
A：われわれの使命が強靭な富の創造を実現することであれば、自社の運命をしっかり握っている企業を保有するだろう。しかしわれわれはヘッジ手段も望んでおり、金はわれわれが好むヘッジ手段だ。

多くの投資家はヘッジ手段として、長期米国債か他のソブリン債に投資するだろうが、われわれは財政の動向に鑑み、そのような投資に慎重だ。金は利回りを生まないものの、債券のような供給増加の悪影響を受けない。金の人口1人当たり供給量は、過去50年にわたって非常に安定している。一方で、過去40年または50年のリターンは、ソブリン債では名目GDP成長率より低いが、金は名目GDP成長率並みとなっている。

金の価格は年初来で大幅に上昇したが、その価値はS&P500指数と比較すると割高ではない。金の価格と株価が共に上昇したのは、先に述べた財政問題を考慮した貨幣価値の下落が原因だ。われわれはポートフォリオの約15%を、金、金鉱会社およびロイヤルティ企業に投資している。ポートフォリオが金価格の方向性に対する賭けにならないように、金関連の保有分をさまざまなところで引き下げた。

将来については、われわれは金の価格を予想していない。それは、S&P500指数や米国債利回りを予想しないのと同じだ。金価格のこれまでの上昇は、世界中の政府債務の増加に起因するあらゆる物の物価上昇が理由だ。

By Lauren R. Rublin
(Source: Dow Jones)

4. AIデータセンターが電力株の序列を塗り替えている [フィーチャー]

AI Is Reshuffling the Ranks of Utilities Stocks.
今後の値上がりが期待できる銘柄とは？

独立系発電事業者の株価はこの1年間で2～3倍に値上がり

Courtesy Entergy

電力株は、安定した四半期配当と景気後退からの保護を求める投資家にとって、株価下落局面での避難先となってきた。消費者は、家計がインフレに苦しめられているときも電気代を支払う傾向があるからだ。しかし今や、電力株を買う最大の理由は下値保護ではない。電力業界が2024年の最大の投資テーマの一つである人工知能（AI）の波に乗っていることが理由だ。

電力会社は、全米で今後建設される巨大なAIデータセンターに電力を供給する。この1年を振り返ると、コンステレーション・エナジー＜CEG＞、ビストラ＜VST＞、タレン・エナジー＜TLN＞といった一握りの独立系発電事業者の株価

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

が2～3倍に値上がりした。これら3社は天然ガス火力発電所や原子力発電所を所有し、競争の激しいデータセンター市場に電力を販売しており、大手ハイテク企業と直接契約を結べるため、大半の電力会社の利益を制限する規制料金に縛られることがない。

規制対象電力会社もハイテク企業との直接契約に乗り出す

High Voltage

These companies look poised to thrive on AI's demand for electricity.

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (billion)	2025E P/E	Dividend Yield
Entergy / ETR	$76.23	$32.7	19.7	3.2%
Idacorp / IDA	110.45	5.9	18.9	3.1
NiSource / NI	36.86	17.2	19.8	2.9
Pinnacle West Capital / PNW	85.61	9.7	18.7	4.2
PPL / PPL	32.60	24.1	17.7	3.2
Xcel Energy / XEL	68.21	40.6	17.8	3.2

Note: E=estimate
Source: Bloomberg

一方、規制対象電力会社は、消費者が支払う電気料金の抑制とサービスの信頼性確保を使命とする任務を負う公益事業委員会によって監督されている。公益事業委員会は電力会社の潜在的利益を制限する存在だ。しかし一部の電力会社は、大手ハイテク企業との間でデータセンター向けの電力供給契約を結ぶことにより、AIブームから利益を獲得する方法を見いだし始めている。

例えばエンタジー＜ETR＞は、メタ＜META＞（旧フェイスブック）がルイジアナ州に100億ドルを投じて建設するデータセンターに電力を供給するため、3カ所の天然ガス火力発電所を建設する。エンタジーが公益事業委員会に提出した書類によると、メタは発電用ガスタービンと送電線を確保するための前払い金を既に支払っているうえ、プロジェクトが白紙に戻された場合は費用を負担することで合意している。さらにメタは、「計画されている発電機の年間収益要件」が満たされるよう、15年間にわたり最低月額料金を支払うことになっている。

財務的な負担のかなりの部分をメタが負担するため、エンタジーは「レートベース」（法定収益率の基準となる資産と事業の価値）を既存顧客に負担をかけることなく拡大できる。エンタジーは今回のメタとの取引により、2024年に6～8%だった利益成長率を2026年以降は8～9%に高めることができる。

ただし、すべての公益企業がエンタジーのような契約を結べるわけではない。米国の多くの地域の電力会社は送電網を構成する電線、変圧器、電柱を管理しているものの、発電資産は管理していない。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

また、一部の州では送電網からの電力調達が制限されている。ニューヨーク州とマサチューセッツ州では、厳しい環境目標が設定されているために新しい天然ガス火力発電所の建設は困難だ。

エンタジーには上記のような規制が課せられていない。そのためエンタジーの環境目標は他の公益企業ほど野心的なものではない。しかもエンタジーは、新規データセンター投資を歓迎し、そうした投資を誘致するための税制優遇措置さえ提供している州で事業を展開している。例えばミシシッピ州は、アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞による巨大データセンターの建設を対象とした税制優遇パッケージを取りまとめた。アマゾンの法人所得税を10年間免除し、発電設備に対する売上税と使用税を免除することなどが盛り込まれている。

電力株にはリスクヘッジ機能と成長ポテンシャルの両方がある

リーブス・アセット・マネジメントで電力株を担当するアナリスト、ロドニー・レベロ氏は、ポートフォリオの配分をデータセンターのトレンドから大きな恩恵を受ける可能性が最も高い公益株に傾けている。そのため、リーブス・アセット・マネジメントが運用する上場投資信託（ETF）、バータス・リーブス・ユーティリティーズ＜UTES＞の2024年の上昇率は40%を超え、平均的な電力株のリターンを上回った。

レベロ氏は同ETFの勢いが今後さらに増すと考えている。幾つかの電力会社が大手ハイテク企業と交渉中であることを明らかにしたからだ。レベロ氏は、適切な規制構造が適用され、データセンターとの数件の取引契約を結ぶだけで利益軌道が変わる、規模の小さい企業に注目している。

エンタジーは2024年に44%上昇しているものの、依然としてレベロ氏の選好銘柄の一つだ。他にもアイダコープ＜IDA＞、ナイソース＜NI＞、ピナクル・ウェスト＜PNW＞、エクセル・エナジー＜XEL＞などもAIのトレンドから恩恵を受ける可能性があるとレベロ氏はみている。特に、クリーンエネルギー源を利用できる電力会社はデータセンターの顧客にとって非常に魅力的だ。例えばアイダコープはアイダホ州の豊富で安価な水力発電の恩恵を受けている。

一方、JPモルガンとモルガン・スタンレーはいずれも、ペンシルベニア州などで電力を供給し、データセンター向けの契約から恩恵を受ける可能性があるピー・ピー・エル＜PPL＞を選好している。

現在も多くの電力銘柄が下値保護の手段として利用されている。JPモルガンは2025年に向けて、「ディフェンシブなすべての債券代替銘柄の中でリスク・リターン特性が最も高いのは電力銘柄だ」と考えている。モルガン・スタンレーは、電力銘柄を選好する理由として、「過小評価されている成長の上振れ余地」を挙げている。

一つのセクターがリスクヘッジ機能と成長ポテンシャルの両方をもたらすことはめったにない。電力セクターはそうした投資機会の一つのようにみえる。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

5. ドミノ株を買って、外食銘柄の落ち込みを吹き飛ばそう [注目銘柄]

Buy Domino's Stock. It Can Beat the Restaurant Blues.

ドミノ株、一口食べる価値がある理由

株価上昇の兆し

Eilon Paz/Bloomberg

ピザ宅配大手のドミノ・ピザ＜DPZ＞の株価は、2024年は株式市場全体のパフォーマンスを下回ったが、今、その株価は上昇の準備が整いつつあるようだ。

2024年、ドミノの株価はわずか3.5%の上昇にとどまり、S&P500指数の25%上昇には遠く及ばなかった。ただし、この結果がドミノだけの責任とは言い難い。実際、レストラン関連株全体のパフォーマンスは低調だった。例外的に、メキシコ料理チェーンのチポトレ・メキシカン・グリル＜CMG＞は35%上昇したが、これは業界の中でも特異な例だ。他の主要な外食関連銘柄は苦戦を強いられており、例えば、ケンタッキーフライドチキンやタコベルを傘下に持つヤム・ブランズ＜YUM＞、ピザ・チェーンのパパ・ジョンズ・インターナショナル＜PZZA＞、バーガーキングの親会社であるレストラン・ブランズ・インターナショナル＜QSR＞など、多くの銘柄が軒並み不調に陥っている。業界全体の低迷ぶりは、S&P1500レストラン小分類指数（S&P1500指数の中でレストラン業界に属する企業を対象としたサブ指数）のパフォーマンスにも表れている。この指数は2024年にわずか4.2%の上昇にとどまった。

業界が直面している課題の一つは、消費者がお金を使う場所を慎重に選び始めたことだ。これにより外食産業全体で客足が減少し価格決定力が弱まっている。ドミノも例外ではなくこの逆風の影響を受けている。ドミノの既存店売上高は2024年第3四半期に前年同期比1.5%増と、第1四半期の同2.5%増から減速している。さらに調査会社ファクトセットによると、アナリストは第4四半期の既存店増収率が2%を下回ると予測している。

2024年の業績不振の主因は、経済の逆風

株価低迷への福音となるのは、ドミノの業績不振は経営陣の失策ではなく経済的圧力によるものと見られる点だ。投資銀行エバーコアのアナリスト、デビッド・パーマー氏は、ドミノの米国における既存店売上高の伸びが、過去3四半期で競合他社であるパパ・ジョンズやピザハットの大幅な落ち込みに比べて4～8%ポイント上回っていることを指摘している。パーマー氏は、第4四半期も同様の傾向が続くと予測しており、ドミノの米国における既存店売上高は前年同期比2%増を見込んでいる。

さらに、ドミノは配送サービスを強化することで競争力を高めている。食品デリバリーサービス大手のウーバーイーツ＜UBER＞およびドアダッシュ＜DASH＞と提携することで、複数のプラットフォームを通じて新たなオンライン顧客層へのリーチを広げている。既に開始しているウーバーとの提携はドミノブランドに新規顧客を呼び込む効果を発揮しており、2025年後半に導入予定のドアダッシュとのプログラムも、さらなる成長を後押しすることが期待されている。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

またドミノは、独自のアプリを活用し、競争優位性を強化している。このアプリは、配達中の食品をリアルタイムで追跡できる機能を提供しており、その配達時間の予測精度がますます向上している。エバーコアの分析によれば、このアプリの月間アクティブユーザー数は数百万人に達し、競合のピザハット、パパ・ジョンズ、リトル・シーザーズといったピザ・チェーン大手の数倍に上るという。ドミノは、アプリから得たデータを最大限に活用しており、その情報を基に各ユーザーに最適なメニューオプションを提供できる。

アドバイザーシェアーズの最高執行責任者（COO）ダン・アーレンズ氏は、「ドミノは、よく整備された機械のようだ」と評価し、「ドミノのアプリ注文技術は、ピザ部門の競合他社数社よりもはるかに効率的だ」と語る。なお、アドバイザーシェアーズはその運用する上場投資信託（ETF）においてドミノ株を保有している。

今後の海外の回復、自社株買いと経営戦略

今後の成長の鍵を握るのは、海外市場だ。現在、海外店舗は主にアジアとヨーロッパに位置し、総店舗数の67%を占めているが、その多くが地域の景気低迷や、ドル高の影響を受けている。とりわけ、現地での売り上げがドル換算される際にはドル高により減少してしまう。しかし、この問題は既に市場で広く認識されており、2025年には、ヨーロッパ各国の中央銀行が金利を引き下げ、また消費者支出が回復するのに伴い、一部の国で景気が回復に向かう可能性もある。また、ドミノにとっては、最近の海外での業績不振が今後の業績比較において有利に働くことが予想される。LRTキャピタルマネジメントの創業者であるルーカス・トミキ氏は、「収益は伸びるはずで、海外に大きなチャンスがあ

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

Key Data

Domino's Pizza (DPZ / NYSE)	Pizza franchiser
Headquarters	Ann Arbor, Mich.
Recent Price	$426.54
YTD Change	3.5%
Market Value (billion)	$14.7
2025E Sales (billion)	$5.0
2025E Net Income (million)	$608
2025E EPS	$17.64
2025E P/E	24.2
Dividend Yield	1.4%

Note: E=estimate
Source: Bloomberg

る」と語る。トミキ氏もドミノ株を長期間保有している。

ドミノは、今年開始した「ハングリー・フォー・モア」経営戦略のもと、店舗数を毎年5%拡大し、最終的には2028年までに現在の2万1000店から約2万5500店にまで増やす計画だ。さらにドミノはフランチャイズとテクノロジーに投資するとみられる。これらの取り組みに自信を持った経営陣は、総売上高が毎年7%ずつ成長するという長期見通しを再確認している。さらに、原材料費や人件費が依然として低水準にとどまっていることから、マーケティング費用の増額にもかかわらず、利益率は今年の18%から2027年には19%に改善する可能性が高い。

目標株価は約2割上昇の水準に

ドミノの経営陣は最近、自社株買いに年間約2億5000万ドルを費やしており、ファクトセットによると1株当たり利益（EPS）は2025年に6%、2026年に10%増加する可能性がある。TDカウエンのアナリスト、アンドリュー・チャールズ氏は、2027年には12%の成長が期待できると予測している。チャールズ氏はドミノ株の投資判断を「買い」とし、目標株価を515ドルに設定している。この目標株価は、23日（月曜日）の終値426.54ドルから20%超の上昇を意味する。

ドミノ株の現在のバリュエーションは現在の水準で妥当なようだ。具体的には、今後12カ月予想利益に基づく株価収益率（PER）は24.2倍で、3月に記録したピークの31.1倍を下回っている。また、ヤム・ブランズのPERが21.4倍であるのに対し、ドミノは3ポイント高いだけだ。過去10年間、ドミノのPERはヤム・ブランズよりも高い水準で取引されてきたが、これはドミノの年間利益成長率がヤム・ブランズのほぼ2倍だったためだ。さらに、企業価値（EV）/ EBITDA（利払い・税引き・償却前利益）の倍率で見ると、ドミノ株は過去の平均を下回る水準で取引されている。加えて、S&P500指数のバリュエーションと比較してみると、通常、ドミノ株はS&P500指数に対して50%のプレミアムで取引されるが、現在はS&P500指数をわずかに上回る水準で取引されている。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

RBCのアナリスト、ローガン・ライヒ氏は、ドミノのバリュエーションについて「割高ではない」との見方を示した。ライヒ氏は、ドミノ株の投資判断を「アウトパフォーム」とし、株価目標を500ドルに設定した。この目標株価は、現在の水準から17%の上昇を示唆している。

そろそろ「ドミノ・ピザ」への投資意欲が高まっているようだ。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

6. 12月のパフォーマンスは例年と異なりマイナス [米国株式市場]

Santa Claus Deserted the Market. It's Still Been a Good Year for Stocks.
通年では好パフォーマンスだったが、物色対象の偏りは懸念材料

12月のパフォーマンスは依然としてマイナス状態

Spencer Platt/Getty Images

2024年の株式市場に関して、11月は忘れがたい月であり、12月は忘れたい月だった。

先週の株式市場はクリスマス休暇のために25日が休場となったが、米連邦準備制度理事会（FRB）がタカ派姿勢を強めたことを機に12月半ばに急落した後ということで、方向感なく推移した。主要株価指数を見ると、S&P500指数は0.7%高の5970.84、ダウ工業株30種平均は0.4%高の4万2992ドル21セントとなり、ナスダック総合指数は0.8%高の1万9722.03で引けた。だが、S&P500指数の上昇は27日の1.1%の下落の後ということもあり、12月の月間パフォーマンスをプラスにするほどではなかった。小型株のラッセル2000指数は0.1%高の2244.59で週末を迎えた。

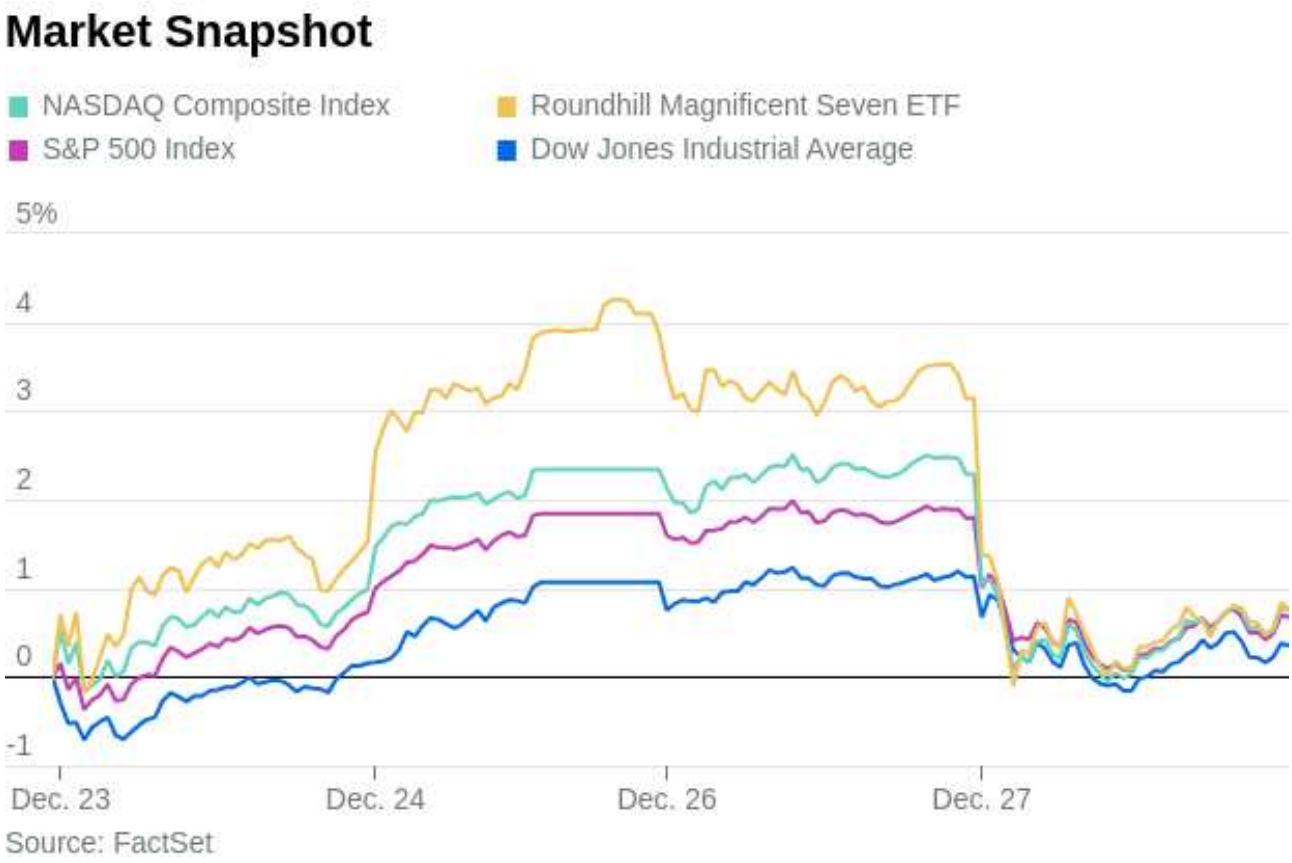
例年の12月は上昇

S&P500指数は12月に入ってから1%下落しており、多くの人々が期待していたサンタクロース・ラリーとはほど遠い。通常、12月はS&P500指数にとって1年で最も良い月の一つとなる傾向があり、これまでの平均上昇率は1%を優に超える。今年は11月に5.7%も上昇していたため、期待感は強まっていた。

それでも年初からの上昇率はまだ25%以上だ。また、大統領選挙後の熱狂的な値上がりが通常は12月に見られる上昇相場の一部を前倒しにしたものだとの見方には、うなずけるものがある。とはいえ、今回の12月の低調なパフォーマンスは例外的なものだ。

ダウ・ジョーンズ・マーケット・データの数値を1950年まで遡ってみると、12月が下落となるのは珍しいことが分かる。S&P500指数は過去75年間で12月が56回プラスとなったが、12月がマイナスとな

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc



った19回のうち、10回は続く1月もマイナスとなり、その中の5回は翌年の年間パフォーマンスがマイナスとなった。これはまずい、という声が聞こえてきそうだ。

ハイテク株に偏った2024年の物色対象

そうした中で、ハイテク成長株7銘柄の「マグニフィセント・セブン」は、投資家が2024年にうまくいった投資の上乗せをしようとしたことで、12月は上昇している。今年の1月にマグニフィセント・セブンの中で下落したのはアップル＜AAPL＞とテスラ＜TSLA＞の2銘柄だけで、それぞれ4.2%と24.6%の下落となった。しかし、他の5銘柄のパフォーマンスはそれを補って余りあるものだった。グーグル親会社のアルファベット＜GOOGL＞は0.3%、アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞は2.1%、マイクロソフト＜MSFT＞は5.7%、フェイスブック親会社のメタ＜META＞は10.2%、そしてエヌビディア＜NVDA＞は24.2%の上昇となった。これらを合計すると、上場投資信託（ETF）のラウンドヒル・マグニフィセント・セブンETF＜MAGS＞の2024年1月のパフォーマンスは2%の上昇だった。その1月にS&P500指数採用銘柄の中で279銘柄は下落したが、指数は1.6%の上昇だった。

12月の市場では、値上がり銘柄数から値下がり銘柄数を引いたブレドスがさらに悪化した。マグニフィセント・セブンのETFは12月に約10%の上昇となったが、その中で動きがなかった銘柄は、エヌビディアとマイクロソフトだけだ。一方、S&P500指数の銘柄の中で上昇したのは64銘柄だけで、残りの439銘柄は下落している（S&P500指数は、同一企業の複数クラスの銘柄が含まれていることで、名前と異なって500超の銘柄から構成されている）。

こうした中でアップルは、公開企業として史上初めて時価総額が4兆ドルの大台超えに向かっており、S&P500指数採用銘柄の下から215銘柄の時価総額の合計をすでに上回っている。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

たとえ損失が出たとしても、休暇のために1週間休んだのであれば、失ったものはたいしてなかったはずだ。実際、12月の1カ月でまるまるクリスマスを祝ったとしても、ハイテク投資家でない限り、S&P500指数はほぼ変わらずの水準で推移していたことになる。

2024年全体を総括するには悪くない表現だろう。

By Teresa Rivas
(Source: Dow Jones)

7. 25年に4人が入れ替わるFOMC [経済政策]

The Fed Policy Committee Gets Four New Voters.
新しい投票権保有者の金利政策スタンスは

25年はFOMCがタカ派的になる可能性も

Courtesy Federal Reserve Bank of St. Louis

米連邦準備制度理事会（FRB）は2025年、インフレ抑制の「ラストマイル」に立ち向かう中で、米連邦公開市場委員会（FOMC）に新しいメンバーを迎える。FRBは今後の利下げペースの緩和を示唆しているが、新たに投票権を持つ面々は2025年のFOMCをよりタカ派的な方向に引っ張る可能性がある。

FOMCの会合にはトップレベルの高官19人全員が参加するが、投票権を持つのはこのうち12人だ。FRB理事7人に加え、ニューヨーク連銀総裁と、他の11地区連銀総裁のうちの4人である。

2025年は、リッチモンド地区連銀のトーマス・バーキン総裁、アトランタ地区連銀のラファエル・ボスティック総裁、サンフランシスコ地区連銀のメアリー・デイリー総裁、クリーブランド地区連銀のベス・ハマック総裁が投票権を失う。8月にクリーブランド地区連銀に加わったハマック総裁は、12月18日の利下げ決定に反対票を投じた唯一の投票権保有者で、政策金利の据え置きを支持した。9月のミシェル・ボウマン理事による反対票に続き、過去3回のFOMC会合で2度目の反対票となった。

2025年にFOMCで投票権を持つのは、ボストン地区連銀のスーザン・コリンズ総裁、シカゴ地区連銀のオースタン・グールズビー総裁、セントルイス地区連銀のアルベルト・ムサレム総裁、カンザスシティ地区連銀のジェフリー・シュミッド総裁である。グールズビー総裁は、クリーブランド地区連銀総裁職が空席だった7月のFOMCで代わりに投票した。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

多様な背景を持つ4人の新メンバー

新たな投票権保有者は多様なバックグラウンドを持つ。コリンズ総裁とグールズビー総裁は共にアカデミックな経済学の分野で優れた業績を残している。また、グールズビー総裁はバラク・オバマ元大統領政権下で経済諮問委員会の委員長を務めた経験もある。グールズビー総裁は、過去1年間で有数のハト派的なFOMCメンバーの一人とされる。今秋に利下げを支持し、過去2年間のインフレ鈍化の動きを重視している。

ムサレム総裁は、チューダー・インベストメントやエビンス・アセット・マネジメントなどで投資業界での経験を有する。シュミッド総裁は、新たな投票権保有者の中で銀行問題に最も関心を寄せている。カンザスシティ地区連銀に加わる以前は、ミューチュアル・オブ・オマハ・バンクの最高経営責任者（CEO）兼会長を務めていた。FRBは金融政策の策定に加え、金融規制の役割も担っている。

フィラデルフィア地区連銀のパトリック・ハーカー総裁は2025年6月に退任予定で、後任探しが進んでいる。フィラデルフィア地区連銀総裁は2026年に投票権を持つことになっている。

FOMCの最新の四半期ごとの経済見通し（SEP）では、2025年に中央値で合計0.5%の利下げが示唆されたが、4人の匿名の当局者が来年の利下げをさらに少なく見積もっている。

新たな投票権保有者の中では、特にムサレム総裁とシュミッド総裁が最近の発言でタカ派的な姿勢を示した。シュミッド総裁は11月13日、「金融政策の引き締め度合いを緩め始めるのは今だが、金利がどれほど下がるか、最終的にどの水準に落ち着くかはまだ分からない」と述べた。

ムサレム総裁は12月初旬、インフレ抑制の「ラストマイル」に関する懸念を指摘し、2025年は利下げペースを緩やかにするのが適切だと述べた。また、金融危機からコロナ禍にかけての10年間の大半で見られたゼロ金利に近い水準には、すぐには戻らないだろうと付け加えた。

こうした意見は、米国労働市場の軟化の兆しに着目し、現行の政策スタンスは過度に引き締め的な可能性があると考えるグールズビー総裁ら他のFOMCメンバーとは微妙な対比をなしている。

パウエル議長は7月、「異論はある。それで構わない。誰も拒否権を持っていない。誰が賛成し、反対するかという問題に過ぎない」と語った。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

8. スイスの賢者が読む2025年の米株式市場 [コラム]

The Market Will Peak in 2025, Says One Seer. After That, Things Will Get Ugly.
それは天国か地獄か

変動激しい2025年の株式市場

Christopher Goodney/Bloomberg

歴史は繰り返すかもしれない。

本誌を長年愛読している読者には、ラウンドテーブルの常連であるフェリックス・ズラウフ氏を改めて紹介する必要はないだろう。ズラウフ氏は世界市場をスイス人らしく冷静に分析し、ウォール街の識者たちの楽観的な見通しとは違う視点を、常に有益な形で提供してきた。ズラウフ氏は数十年にわたり顧客の資産を管理してきたが、現在はツークに本社を構える機関投資家向けのコンサルティング会社ズラウフ・コンサルティングを経営しながら、そこで自身の資産運用のファミリーオフィスも運営している。

ズラウフ氏は毎年、世界市場や世界経済の見通しを本誌に提供しているが、今回の見通しが1986年に本誌の国際株式市場コラムの初代執筆者であるピーター・デュボワ氏からインタビューを受けた時の内容と似ていることに驚いた。その時のインタビュー記事の見出しは「投資家には地獄、トレーダーには天国」だった。大まかな内容はズラウフ氏の2025年の株式市場に対する見通しと同じだ。年初は「サンタクロース・ラリー」が継続するが、その後は調整局面に入る。その後、史上最高値を更新した後、市場は重要な岐路を迎える。その岐路の先には痛みを伴う弱気相場が待っている、というものだ。

こうした危険な変動を乗り切るすべを持つ熟練トレーダーにとっては、これらすべての局面が大きなチャンスとなる。しかし、株価チャートが右肩上がりに上昇する市場で、これまで極めて良好な成績を収めてきたロングオンリーのパッシブ運用のインデックス投資家は、痛みを伴う反転に直面する可能性がある。

ただし、ズラウフ氏は、株式市場の上昇は今しばらく続くとみている。一方で、多くの投資家が市場に参入して新たな買い手がほとんど残っていないことを示す、極めて楽観的な投資家センチメント指数などは、市場におけるテクニカル面でのネガティブな要素とみている。市場の勝者が巨大なテクノロジー企業に集中し続けており、株高の裾野が狭くなっていることも警戒すべき兆候である。それでもズラウフ氏は、増加する流動性の動向が株価を引き続き押し上げるだろうと主張する。

流動性の増加がもたらす株価上昇

そして、その流動性の増加は、米連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策ではなく、財務省の現金残高の減少を通じて間接的に行われるだろう。市場がFRBによるフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標の動きにばかり注目する中、ズラウフ氏はFRBのバランスシートの変化を通じて供給される流動

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

性の動向に注目している。

FRBは総資産をピーク時の約9兆ドルから7兆ドル未満に縮小しているため、一見すると、経済から資金を吸い上げているように見える。しかし、金融市場の観点では、FRBの負債の一つであるいわゆるリバースレポ契約が減少した結果、2兆ドル以上が市場に供給されている。ズラウフ氏は、これが株式市場上昇の原動力となっていると述べる。

FRBの負債の一つである財務省一般口座（TGA）の取り崩しは、年明け以降、市場にさらなる追い風をもたらすだろう。米連邦政府の債務上限の適用停止が年明けに終了するため、財務省は借り入れを継続するのではなく、この口座を取り崩さざるを得なくなる。米国政府がこれまで蓄えていた資金を支払いに充当することで、その資金が金融システムに注入されることになる。これは、連邦政府の運営を継続するために必要な措置であり、トランプ次期大統領が債務上限の引き上げや廃止を求めた提案を米議会が拒否した結果、12月21日の政府機関閉鎖直前に可決された。ズラウフ氏は、TGAの取り崩しにより、おそらく6000億ドルの新たな流動性が金融市場に注入されるだろうと推定している。

ズラウフ氏は、この増加する流動性に加えて、カレンダーも市場を後押しすると指摘する。過去100年以上を振り返ると、5で終わる年には株価が上昇している。例外は2015年で、株式市場は1%の下落となったが、それほど悪い結果ではない。ズラウフ氏は、このパターンは設備投資に関連するジュグラー循環（約10年周期で訪れる設備投資に関連した景気循環）に関連しているのではないかとの仮説を立てている。

ズラウフ氏は、サンタクロース・ラリーが1月に終わった後、S&P500指数が約15%調整すると予想している。しかし、その後は再び最高値を更新するだろうと述べる。その高値がどの程度なのかについては「分かっていたら教えるけど、それは分からないよ」と彼は笑いながら語る。また、その最高値を付ける具体的な時期も特定していない。しかし、ズラウフ氏は「長期流動性指標は2025年にピークに達し、2026年に急落すると示唆している。つまり、おそらく2025年のどこかで市場は最終的なピークを迎えるということだ」と付言した。

米国一強の世界経済

米国例外主義（米国経済の突出した強さ）は今後も続く可能性が高い。ズラウフ氏は「世界経済はうまくいっていない。米国経済は順調だ。欧州経済は構造的なリセッション（景気後退）に陥っており、3年から4年は停滞が続く可能性がある。中国経済はデフレに陥っており、そこから抜け出せないだろう」と主張する。

ズラウフ氏は「欧州経済とその最大国であるドイツの経済は脆弱（ぜいじゃく）だ。そして欧州は、トランプ次期大統領が唱える関税引き上げの影響を中国以上に受けやすい。米国は自動車や農産物を輸出したいと考えているが、それらは欧州で生産能力が過剰となっている。欧州は輸出主導型の経済であり、関税引き上げは欧州経済をさらに脆弱にする」と続ける。対照的に、中国はこうなることを見越して米国への直接輸出を削減し、他国への輸出を優先してきた、とズラウフ氏は説明する。中国は世界最大の自動車輸出国になったが、米国にはまったく売らず、欧州、東南アジア、中南米で積極的に販売している。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

為替変動の影響は貿易だけでなく株式相場にも影響を及ぼす

為替レートの変動は、貿易フローへの影響を相殺する可能性がある。ズラウフ氏の見立てでは、米ドルは15%～20%ほど過大評価されている。ズラウフ氏は、トランプ次期大統領は2008年以来着実に上昇してきたドルの反転を主張するとみている。ロナルド・レーガン大統領が第一次政権期間中に急激に進んだドル高を逆転させた1985年の（ニューヨーク市プラザホテルにおける）プラザ合意に似た、「（フロリダ州にあるトランプ氏の邸宅）マール・ア・ラーゴ合意」があり得ると考えるオブザーバーもいる。

通貨価値不一致の最も極端な例は日本円である。ズラウフ氏によれば、購買力平価ベース（取引可能な商品の値段を基準にした為替レート）では、円の価値は1ドル＝約88円に相当する。足元で1ドルは156円で取引されており、ドルの大幅高と円の弱さを示している。ズラウフ氏は、トランプ次期大統領が米国の輸出促進に向けて、より競争力のあるドルを好むと繰り返し表明していることから、「来るトランプ大統領との会談で、日本の首相の立場に身を置きたくない」と述べている。

ズラウフ氏は、円相場の上昇は日本以外の金融市場にも重要な影響を与えると強調している。ズラウフ氏は、円ドル為替レートとナスダック100指数の間に密接な相関関係があると指摘し、円安は米国の大型テクノロジー株の上昇と一致すると述べている。ズラウフ氏の説明によれば、その関連性とは超低金利で借入れた円をリターンの高い資産の購入に充当することであり、こうした資産には、上場投資信託（ETF）のインベスコQQQトラスト＜QQQ＞をけん引してきた超大型テクノロジー株のマグニフィセント・セブン銘柄（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）、半導体大手のエヌビディア＜NVDA＞、電気自動車（EV）大手のテスラ＜TSLA＞）などが挙げられる。円での借り入れは事実上、日本円のショートポジションであり、円は過去3年間でドルに対する価値の約4分の1を失った。

このように、円ショートとQQQロングの両トレードは大きな利益を生んでいる。円相場は今年初め、1ドル＝162円で底を打ち、日銀の引き締め政策とFRBの緩和政策への期待から140円まで上昇した。しかし、その後は円安が進み、ドルは157円まで反発した。ズラウフ氏によれば、円の長期トレンドは崩れたが、購買力平価ベースの88円までの道のりは長い。ズラウフ氏は現在の状況を1998年になぞらえている。当時、一般的なセンチメントはドルに対して非常に強気だったものの、ズラウフ氏はドルをショートし、円に対するドルのプットオプションも保有するなど「目いっぱい」のポジションを取った。ドル円相場は148円から108円まで動き、ズラウフ氏にとってベストイヤーの一つとなった。

ズラウフ氏のコメントは、同様の為替変動は株式市場、ひいては米国経済に悪影響を及ぼし得る、と続く。従来の常識では、株式相場は景気に左右されると言われてきた。だがズラウフ氏は、その関係は逆転していると主張する。株と暗号資産の上昇によって消費者の家計は強化され、貯蓄を減らして消費を増やすことが可能となった。同時に、米国の労働市場では供給が需要を下回り、賃金は上昇している。一方、資産価格の高騰により、より多くの米国人が仕事を辞め、早期の退職生活を楽しむことができるようになった。しかし、株式市場が反転すればマイナスの影響が現れる。ズラウフ氏は、「私はフロリダで多くの時間を過ごしており、裕福で家計が健全な人たちをたくさん知っている」とした上で、「市場が20%下がれば、彼らは支出を減らし、切り詰めると断言できる。過去はそうだったし、今後もそうだ」と述べている。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

2025年は株式以外の投資対象にも目を向けるべし

その一方でズラウフ氏は、あまり裕福ではない人口の半分（資産は比較的小規模で家計に余裕がない）が支出に占める割合はずっと小さい、と付言する。今のところ、株式を持っている人は持ち続けるべきだが、2025年後半から2026年には、市場から断固とした退出をするための準備が必要だ。株式再投資の場面では、債券にも妙味があるだろうが、ズラウフ氏は、10年米国債利回りは今後18カ月間、約3%～5%のレンジにとどまるとの見方を取っている。しかし、ズラウフ氏は、10年国債の利回りがこのレンジの上限を決定的に突破した場合、FRBはある種のイールドカーブ・コントロールを実施するとみている。

ズラウフ氏は、このような策略はインフレを招く可能性があり、長期的には金にとって有利だとしている。実際、2024年に金はS&P500指数をわずかにアウトパフォームしている。しかし、ズラウフ氏は、最近のピークである1オンス当たり2800ドル、足元の価格2630ドル近辺から、短期的には2400ドルまで調整する可能性があるとした上で、その局面は再び買い場だと述べている。ズラウフ氏は、結局、中央銀行は世界市場の問題を解決するために金融緩和に頼るであろうと結論づけている。それまでの間、2025年はジェットコースターに乗るとして、それから最終的な下落に備えようではないか。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

9. プライベート・クレジットETFに賛否両論 [ファンド]

Private-Credit ETFs Promise Access to Rarefied Markets
投資家はプライベート・クレジットのリスクを理解できているか

プライベート・クレジットETFの登場

Nasdaq

プライベート資産と上場投資信託（ETF）は水と油のように相性が悪いのか、それとも米国の定番サンドイッチのピーナツバターとジャムのような組み合わせなのだろうか。ETFは低コストで、税務上は効率的で、透明性が高い。ニッチ市場へ投資することができ、取引は容易だ。プライベート資産は分かりにくく、高コストで流動性が低いが、人気は上昇中だ。公開市場を上回るリターンをもたらすとの見方があるためだ。

ETFの発行体やプライベート資産の運用会社が最近ローンチしたETFは、なじみの薄い商品を一般大衆にもたらすものだ。

2本のアクティブ運用プライベート・クレジットETFが12月にローンチされた。ボンドブロックス・プライベート・クレジットCLO＜PCMM＞とヴァータス・セイクス・AAAプライベート・クレジットCLO＜PCLO＞だ。これらのETFは、ローン担保証券（CLO）経由で中小企業向けローンに対する直接のエクスポージャーを提供する。もう1本、ステート・ストリート・コーポレーション＜STT＞の運用部門ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズとアポロ・グローバル・マネジメント

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

＜APO＞が共同で立ち上げるプライベート・クレジットETFは、米証券取引委員会（SEC）の承認待ちである。

CLO ETFは、高利回りおよび低コストから投資家の間で人気を呼んでいる。AAA格のCLOに投資する、運用資産165億ドルのジャナス・ヘンダーソンAAA CLO ETF＜JAAA＞は、SEC利回りが6.4%で年間の管理報酬率は0.21%だ。

モーニングスターのブライアン・モリアーティ氏は、12月に新たにローンチされたETFの保有銘柄のほとんどはミドル・マーケット・プライベート・クレジットだが、他のCLOは銀行のシンジケート・ローンも保有しており、シンジケート・ローンはテクニカルにはプライベート・クレジット・ローンだが、投資家層はより広い、と語る。

ミドル・マーケットCLOは保有銘柄数が少ない。ヴァータス・セイクスの最高投資責任者（CIO）を務めるジョージ・グーデリアス氏は、プライベート・クレジットCLOは80～100件のローンを保有する一方、シンジケート・ローンCLOは200件ほどのローンを保有する、と言う。プライベート・クレジットCLOのAAA格シンジケート・ローンCLOの利回りに対する上乗せ幅は約0.25%ポイントだ。

ボンドブロックスの共同創業者、トニー・ケリー氏は、ETFは従来、小口投資家に閉ざされていた市場への分散の機会を提供し、ETFの保有銘柄の透明性は高い、と語る。

モリアーティ氏は、証券化の利点には同意するものの、プライベート・クレジットCLO市場はシンジケート・ローンCLOに比べるとブレドス（市場における上昇銘柄と下落銘柄の比率）およびデプス（流動性における市場の厚み）の面で劣ると付け加える。ETFは新たな投資家を呼び込み、資産総額は大幅に拡大するだろう。新商品の流動性は低くなるかもしれず、市場ストレス時には、価格が純資産価額（NAV）をはるかに下回って下落する可能性がある。ちょうど2020年3月、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）のロックダウン期間中にハイイールド債ETFが見舞われたような事態に陥る可能性があるのだ。

ETFウオッチャーの懸念

2 New Private-Credit ETFs and 1 Broader Old-School ETF

BondBloxx and Virtus have just launched ETFs that offer access to the private-credit market. Here's what they look like compared with investors' favorite CLO ETF.

Fund / Ticker	AUM (million)	Expense Ratio
BondBloxx Private Credit CLO / PCMM	$15.1	0.68%
Virtus SEIX AAA Private Credit CLO / PCLO	12.5	0.29
Janus Henderson AAA CLO / JAAA	16,500	0.21

Sources: Morningstar, company reports

ETFウオッチャーは、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズとアポロ・グローバル・マネジメントの申請書類を懸念している。現在上場しているCLO構造に従ったETFと異なり、申請中のETFはプライベート・クレジットを直接保有することになるが、その仕組みについて申請書類上の

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

開示情報は極めて限られているのだ。

ETF業界のウオッチャーは心配する理由が幾つかあると語る。SECはETFのポートフォリオに占める非流動性資産の割合を15%に制限している。申請書類では、アポロが流動性供給業者になる契約となっており、ファンドにクレジット資産を売却し、いわゆる「日中執行可能なビッド価格」でファンドに価格情報を提供することになっている。アポロはステート・ストリートの要請により、金額は未定ながら、日次上限金額まで買い戻しを行うとしている。もしアポロがビッド価格を提示できない場合は、流動性があると思われていた資産の流動性が消えてしまうことになるのだ。

市場ストレス時における自己取引と潜在的な流動性ミスマッチについて懸念が生じることになる。アポロとステート・ストリートからのコメントは得られていない。

フリーのETF業界ウオッチャー、デイブ・ナディグ氏は、この申請が透明性と価格発見という公開市場のルールを迂回（うかい）するものではないかとの疑念を抱いている。承認されれば、ETFの発行体が新たな収入源を求めて、この新規のETFの構造と同じような模倣ファンドが次々と市場に投入される可能性がある。

グラタス・キャピタルのプライベート・マーケッツ・ポートフォリオ・マネジャーを務めるジェイ・サモンズ氏は、投資家がプライベート・クレジットETFのようなものを必要とする理由が理解できないと述べ、プライベート資産のポイントは大きなリターンを獲得する資産を長期間保有することであるはずだ、と語る。

サモンズ氏は「特に富裕層や超富裕層向け販売チャネルでは、このリスク資産に対する配分を増やす大きな流れがあるが、私には、多くの投資家は引き受けようとしているクレジットの質、あるいは負担しようとしているクレジット・リスクを実際に理解しているとは思えないのだ」と指摘する。

By Debbie Carlson
(Source: Dow Jones)

10. 「ダウの犬」投資戦略に注目 [経済関連スケジュール]

The Dogs of the Dow Could Soon Have Their Day
2022年の再来となるか

「ダウの犬」投資戦略に光明

「ダウの犬」投資戦略は、これまでまるで負け犬のように見えていた。しかし、2025年には勝利を手にするかもしれない。

この戦略では、ダウ工業株30種平均（NYダウ）の中で最も配当利回りの高い10銘柄を年初に購入のうえ保有し続け、1年後にポートフォリオを入れ替える。配当利回りが高いということは、その企業に何か問題があるという兆候の可能性がある。「ダウの犬」銘柄を買うということは、事態が好転するという賭けだ。

この戦略は最近、うまくいっていない。2023年末に特定された「ダウの犬」銘柄の上昇率は、12月24

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

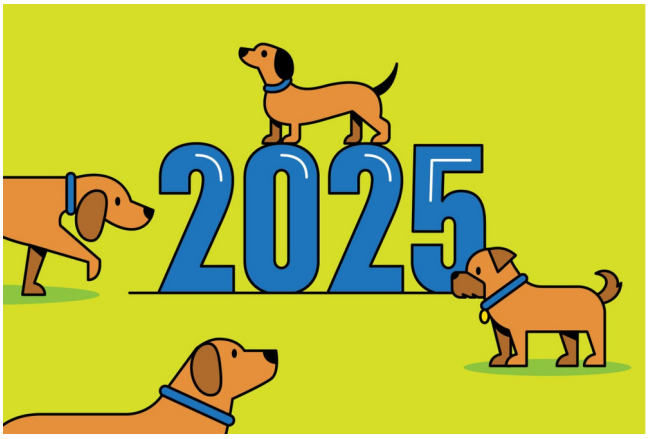


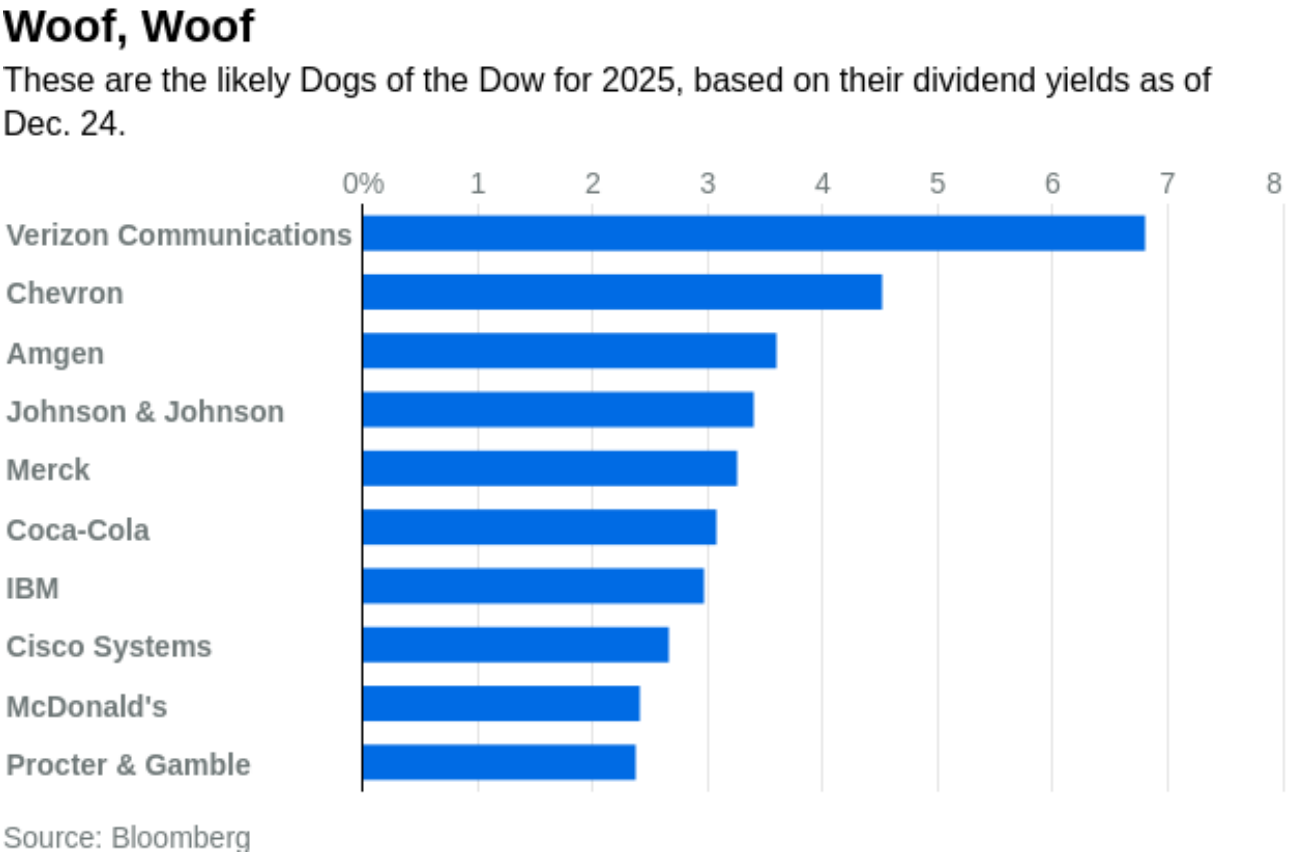
Illustration by Elias Stein

日までの年初来でNYダウを約14%ポイント下回った。S&P500指数には約25%ポイント後れを取っている。問題は、投資家が人工知能（AI）やマグニフィセント・セブンに注目する中、「ダウの犬」銘柄リストがエネルギー、消費関連株、ヘルスケア関連株で占められていたことだ。

実際、「ダウの犬」投資戦略は過去6年間のうち5年間、NYダウとS&P500指数をアンダーパフォームした。しかし、楽観する理由もある。12月31日に確定する可能性の高い2025年の「ダウの犬」銘柄の2025年の予想株価収益率（PER）の平均は、S&P500指数が約22倍であるのに対し、約16倍だ。これは、「ダウの犬」投資戦略がS&P500指数をアウトパフォームした2022年の入れ替えの時と似た状況だ。

今年、NYダウが14%、S&P500が24%それぞれ上昇したのに対して、2025年の「ダウの犬」候補銘柄は約5%の上昇だ。運が良ければ、「ダウの犬」投資戦略は間もなく日の目を見るだろう。

先週の出来事



市場動向

クリスマス週間は、米国議会が連邦政府閉鎖を回避したことで幕を開けた。ロイターは、中国が消費喚起のために過去最高の4110億ドルの国債発行を計画していると報じた。米国債利回りは上昇した。1

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

2月27日に米国債利回りが上昇し、大手ハイテク企業が売られたため、株価は静かに上昇し、その後下落した。休場日および短縮取引日があった先週、NYダウは0.4%上昇し3週連続の下落を免れ、S&P500指数は0.7%、ナスダック総合指数は0.8%それぞれ上昇した。

企業動向
米食品医薬品局（FDA）は、製薬大手イーライ・リリー＜LLY＞の「ゼップバウンド」を睡眠時無呼吸症候群の治療薬として承認した。防衛ソウトウエアのパランティア・テクノロジーズ＜PLTR＞と防衛テクノロジーのスタートアップ企業であるアンドゥリル・インダストリーズは、米国の国防関連の他の請負業者に対抗するため、12社のハイテク企業とコンソーシアムの結成について協議中。動画配信大手のネットフリックス＜NFLX＞はクリスマスのナショナル・フットボールリーグ（NFL）の2試合を初めてストリーミング配信し、ビヨンセのハーフタイムショーでは最高視聴者数2700万人を記録した。大きなトラブルはなかった。

M&A（合併・買収）等
・自動車大手の日産自動車＜7201＞とホンダ＜7267＞が経営統合に向けた協議開始で合意した。経営統合には三菱自動車＜7211＞も含まれる可能性がある。
・大手メディアのニューズ・コーポレーション＜NWSA＞とオーストラリアの通信会社テルストラ・グループ＜TLS.豪州＞は、オーストラリアの有料テレビサービス、フォクステルを21億ドルでDAZNグループに売却することで合意した。ニューズ・コーポレーション＜NWSA＞は本誌の所有者であるダウ・ジョーンズの親会社である。銀行大手BNPパリバ＜BNP.フランス＞は、保険会社アクサ＜CS.フランス＞の資産運用部門を53億ドルで買収すると発表。米高級百貨店ノードストローム＜JWN＞の創業家は、メキシコの百貨店チェーン、エル・プエルト・デ・リバプール＜LIVEPOL1.メキシコ＞を40億ドルで非公開化する契約を締結した。

マイルストーン
大手銀行のシティグループ＜C＞やメディア大手のタイム・ワーナーなどの企業救済に貢献したリチャード・パーソンズ氏が76歳で逝去。

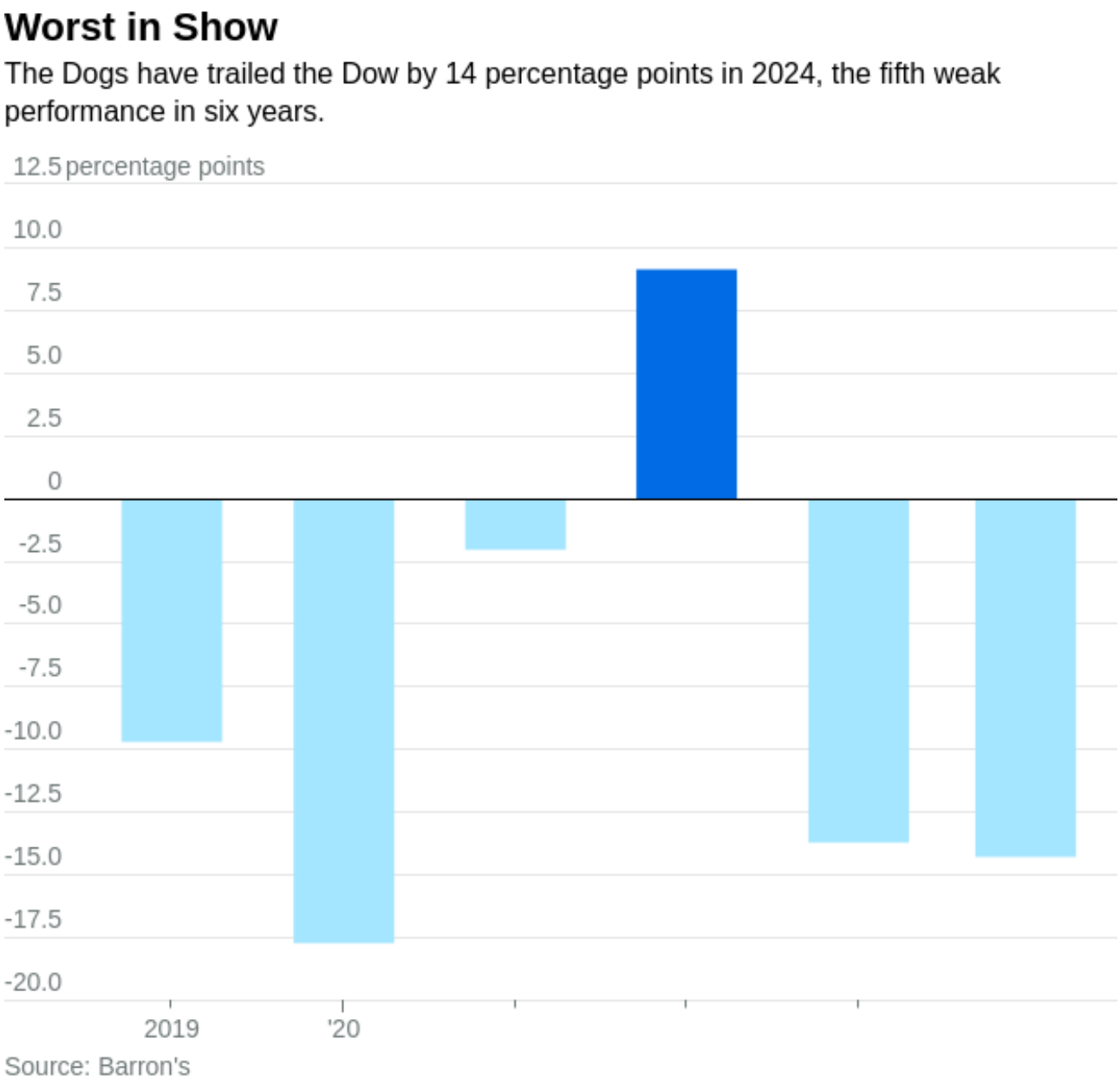
今週の予定

12月30日（月）
米供給管理協会（ISM）が12月のシカゴビジネスバロメーター（シカゴ景況指数、シカゴPMI）を発表。コンセンサス予想は42.8で、11月より2.6ポイント上昇。
全米不動産協会（NAR）は11月の中古住宅販売保留指数（PHSI）を発表。PHSIは成約件数に基づく中古住宅販売の先行指標で、低水準であった昨年11月対比で7.9%上昇と予想される。住宅ローン金利の上昇とロックイン効果（住宅ローン金利が現在の金利水準よりはるかに低いため、中古住宅所有者が売却する意欲をなくすこと）が中古住宅市場の重荷となっていることから、PHSIはこの夏過去最低を記録した。

1月1日（水）
米株式・債券市場は元日のため休場。ナスダックとニューヨーク証券取引所は大晦日も通常の取引時間。

1月3日（金）

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc



ISMが12月の製造業購買担当者景況指数（PMI）を発表。エコノミスト予想は48.3で、11月とほぼ同水準。製造業は低迷しており、過去25カ月のうち24カ月が景気拡大の水準である50を下回っている。

統計と数字

5400万人：12月19日～1月6日に米航空会社を利用する、ホリデーシーズンの旅行者数予測数値。
410億ドル：中国が2024年に半導体製造装置に投じた金額で、世界全体の40%を占める。
87億ドル：2024年第3四半期までに米国の消費者が詐欺で失った金額で、前年同期比およそ14.5%増。
50%：2024年のプライベートエクイティによる資産売却額の減少幅。3年連続で資金流失が平年を下回る。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2024, Dow Jones & Company,Inc

『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）
大和證券入社後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』 2024/12/29
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