

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/01/19

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. ラウンドテーブルのメンバーが選ぶ34銘柄 - Arm, Smucker, and 32 Other Investment Ideas From Our Pros for 2025 [ラウンドテーブル]
株式全体は割高だが、お得な銘柄も P.1
2. ロサンゼルス山火事、住宅ローンへの影響は - How the Wildfires Could Reshape California Mortgage Lending [フィーチャー]
住宅保険が提供されない事態となれば住宅ローン業界に打撃 P.19
3. LA山火事により全米で保険料がさらに高騰する可能性 - How California's Wildfires Could Lead to Higher Insurance Costs. [フィーチャー]
保険損失の拡大は他への転嫁を余儀なくする P.22
4. メディケア・アドバンテージ・プランは引き締めモード。乗り換えるなら今だ - Medicare Advantage Plans Are Tightening Their Belts. Now's the Time to Switch. [フィーチャー]
変更は3月31日まで可能だが、原プランの解約は慎重に行うこと P.25
5. トランプ次期政権の主要ポストが超富裕層で占められることの意味 - Trump's Team Is Stocked With Billionaires. [フィーチャー]
忠誠心が報われた大富豪たちは庶民の味方になれるのか P.27
6. バイデン政権の最終週、勢いを見せた米国株式市場 - Markets End Biden Era With a Roar. But Inflation Isn't Dead. [コラム]
持続するインフレが市場の重荷 P.31
7. 関税は消費者増税のはずだが、トランプ氏側近はそうではないと主張 - Most Economists Agree Tariffs Are a Tax on Consumers. [コラム]
次期トランプ政権で注目される関税政策と為替市場 P.33
8. AIエージェントに取って代わられるインターネット検索 - Microsoft Holds a Lesson for Google. Investors Should Pay Attention. [ハイテク]
グーグルの広告事業は厳しい競争にさらされる P.35
9. 株式市場はインフレに関して先走り過ぎている - The Stock Market Is Getting Ahead of Itself on Inflation [米国株式市場]
FRBの目標を上回るインフレ率は市場の乱高下につながる可能性 P.37
10. エネルギー市場が予測困難な理由 - Oil Prices Are Up, But Oil Stocks Are Not. [経済関連スケジュール]
原油高でも上がらないガソリン価格 P.39

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

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

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

Copyright © 2025 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. ラウンドテーブルのメンバーが選ぶ34銘柄

[ラウンドテーブル]

Arm, Smucker, and 32 Other Investment Ideas From Our Pros for 2025

株式全体は割高だが、お得な銘柄も

第2回ラウンドテーブル



Illustration by Blake Cale

1月6日に開催された本誌ラウンドテーブルでは、パネリストの2025年の見通しが総じて弱気だったにもかかわらず、推奨銘柄の紹介は止まらなかった。全3回の2回目となる今週の記事では、5人の専門家が34の銘柄を紹介する。

今回の紹介者は、デュラブル・キャピタル・パートナーズの最高投資責任者（CIO）兼マネジングパートナーのヘンリー・エレンボーゲン氏、フランクリン・テンプルトンの債券グループCIO兼ポートフォリオマネジャーのソナル・デサイ氏、GQGパートナーズの会長兼CIOのラ

ジブ・ジェイン氏、アリエル・インベストメンツの創設者および会長兼共同最高経営責任者（CEO）兼CIOのジョン・ロジャース・ジュニア氏、ガベリ・ファンズの会長兼CEOのマリオ・ガベリ氏だ。

エレンボーゲン氏の推奨銘柄



Henry Ellenbogen/ Photograph by Guerin Blask

エレンボーゲン氏：私の選好銘柄は二つのテーマを反映している。選好銘柄のうち3社は、人工知能（AI）による売上高増加とコスト削減の恩恵を享受する優れた事業で市場のリーダーとなっている企業だ。残りの3社は、市場が軟調な分野における質の高い企業で、過去2～3年間で強くなっており、各企業にとっての末端市場（小売市場）が改善すれば輝くだろう。

クーポン＜CPNG＞は韓国で支配的な地位を有する電子商取引（eコマース）企業だ。成長のための魅力的な選択肢を持っており、バリュエーションも妥当だ。韓国のeコマース市場で30%のシェア、小売市場全体で10%のシェアを有する。韓国にはウォルマート＜WMT＞やコストコ・ホールセール＜COST＞のような大手小売企業は存在しない。クーポンの競争相手ははるかに弱いので、さらに市場シェアを獲得できるはずだ。クーポンは韓国唯一の完全統合型ファーストパーティーモデルのeコマース企業で、自社とサードパーティーの商品を提供し、

両方のフルフィルメント（受注から配送までの一連の業務）を手掛ける。アマゾン・ドット・コム<AMZN>やブラジルのeコマース企業メルカドリブレ<MELI>のように、この種の事業はひとたび定着すれば持続性が高く、成長余地も大きい。

韓国の人口の約70%はクーパンの物流センターから7マイル圏内に住んでいる。ソウルの人口密度は高く、配送ドライバーは往々にして同じアパートを1日に5〜6回訪れる。これにより、99%の注文は同日か翌日までに配送できる。中国の競合他社が韓国に参入する懸念はあるが、クーパンのネットワークは、アマゾンすらかなわない水準のサービスを可能にしている。クーパンは消耗品などの利益率が最も低いセグメントから事業を始めて、利益率が高い事業に参入しつつある。広告事業が成長しており、サードパーティー向けサービスとクーパン・フルフィルメント・サービスも拡大している。これらの要因とロイヤルティプログラムが顧客の支出額を増やしている。

当社は2027年にクーパンが33億ドルのフリーキャッシュフローを創出する可能性があると考えている。バリュエーションを20〜24倍とすると、株価は直近の22ドルから2倍近くになるだろう。私はクーパンによる台湾進出の継続と、昨年英国のブランド衣料通販会社ファーフエッチを買収したことを前向きにみている。現在の株価はファーフエッチの事業を織り込んでいない。韓国の人口動態はリスクだが、かなり先の問題だ。その頃には、クーパンは他のアジア諸国に拡大しているだろう。

本誌：株価は2021年の新規株式公開（IPO）時から急落しているが、何があったのか？

エレンボーゲン氏：2021年に上場した多くの企業の株価は下落している。IPO価格は高過ぎたのかもしれない。上場後、クーパンは成長し、市場シェアを拡大し、利益率は上昇している。

後払い決済（BNPL）企業のアファーム・ホールディングス<AFRM>はBNPL市場のリーダーで、米国で約40%のシェアを有する。市場は年率約30%のペースで成長している。アファームは優れたテクノロジーによって、コストを引き下げることができる。顧客へのサービスが良く、支払いの引き受け能力が高いことを証明している。アファームを率いるのは、電子決済会社ペイパル・ホールディングス<PYPL>の創業者の一人であるマックス・レブチン氏だ。私は彼を20年前から知っている。当社は2020年に非上場企業だったアファームに投資した。その後、ポジションを売却したが、バリュエーションや引き受け能力に関する懸念の一部が解消したので昨年改めて購入した。

市場はアファームの成長ポテンシャルを過小評価している。当社はアファームが今後3年にわたって決済取扱高（GMV）の年30%の成長率を維持できると考えている。アファームはBNPL事業者としてアマゾン、ウォルマート、アップル<AAPL>、eコマースプラットフォームのショッピファイ<SHOP>のシステムに深く統合されている。アップルはアファームの獲得可能な最大市場規模（TAM）の拡大に寄与しており、特に重要だ。当社は、アファームがアップルとの提携によって、オフラインの決済に進出できると考えている。オフライン決済はオンライン決済の7倍の規模があり、競争もオンラインほど激しくない。

アファーム・カードも持続的な成長を支えるだろう。月間アクティブユーザー数が約2000万人であるのに対し、アファーム・カードは140万枚しか発行されていない。カードは得意客のエンゲージメントを高め、取引を増やすことに役立つ。既存顧客との追加的な取引は利益率が高い。

AIは高度にパーソナライズされた広告ターゲティングを可能にする。これはパーソナライズされた融

資オファーにつながる可能性がある。

ウィリアム・プリースト氏：アフームは融資オファーのカスタマイズにどのような基準を使用しているのか？

エレンボーゲン氏：信用スコアなどの伝統的な指標を多く利用しているが、代替的な指標も考慮している。例えば、iOSやアンドロイドを搭載したスマートフォンを保有しているかどうか、スマートフォンやソフトウェアが最新であるかどうかなどだ。貸倒損失は非常に小さい。

スコット・ブラック氏：アフームの赤字が続いた場合、株価を押し上げるきっかけは何か？

エレンボーゲン氏：当社の投資テーマの一つは将来の収益性だ。アフームはAIを利用して効率性を高めており、それが高度な営業レバレッジにつながっている。当社は2028年の米国会計基準（GAAP）ベースの1株当たり利益（EPS）を3ドルと予想している。株式に投資する最高のタイミングは、企業のインクリメンタル・マージン（売上高の増分に対する利益率）が上昇し、赤字から黒字に転じると分かった時だ。アフームは信用サイクルの厳しい局面でも支払いを引き受ける能力がある。2021～2023年の利上げサイクルで、金利上昇によって資金調達コストが劇的に上昇した時も好調だった。当社はアフームのGMVが今後3年間で年30%のペースで増加すると予想している。海外進出の可能性も魅力的に見える。GMVの成長が持続すれば、GAAPベースの利益に対する株価収益率（PER）は25～30倍となるだろう。

Q：次のAI銘柄は？

エレンボーゲン氏：生成AIは多くの企業の売上高成長を加速させ、効率性を高めるだろう。この変化による最大の受益者は、専門分野で支配的な地位にあり、データへの特権的なアクセス権を有し、そのデータに基づいて強力な機能を構築できるソフトウェアベンダーだ。

アトラシアン<TEAM>はこの条件にすべて当てはまっている。同社はソフトウェア開発者向けのチーム協力ソフトウェアにおける支配的なプレーヤーだ。当社の推定では、全世界の50%以上に当たる約1500万人の開発者と30万社以上の企業がアトラシアンの製品を利用している。アトラシアンは過去3年間で売上高を年率28%のペースで成長させており、今後も20%以上の成長を維持できるかどうか議論的となっている。市場は生成AIがソフトウェア開発者の需要を奪うことを心配しているが、当社はAIによってアトラシアンの事業の成長率と持続性が高まり、株式も再評価されると考えている。

アトラシアンは、自社ソフトウェアの「Jira」と「Confluence」を通じて、データへの特権的なアクセスを有し、ソフトウェア開発の進捗状況を把握できる。10月にはAIエージェントの「Rovo」をリリースした。Rovoはソフトウェア開発プロセスにおける単調な手作業の多くを代替する。週当たり1日半かかっていた作業を、今や数分で終わらせることができる。Rovoはアトラシアンのクラウド移行を加速する可能性がある。これは事業の持続性と売上高の成長にとってプラスだろう。

Q：アトラシアンは黒字なのか？

エレンボーゲン氏：Rovoを除くと、2026年の1株当たりフリーキャッシュフローは8～9ドルになるだろう。Rovoは1～2ドルの上乗せになる可能性がある。株価フリーキャッシュフロー倍率を、法人向け

ソフトウェア会社サービスナウ<NOW>を大幅に下回る35倍とすると、株価は2倍になるはずだ。

次に紹介する3社は、マクロ環境の逆風にもかかわらず、うまくやってきた企業だ。2023年のラウンドテーブルでも推奨した精密機器メーカーのRBCベアリングス<RBC>は、2005年の上場以降、年率17%超の複利リターンを実現している。現CEOは1992年に就任し、100年の歴史があるRBCを復活させた。

RBCは資本財、航空宇宙、防衛業界向けに精密ベアリングと関連部品を製造している。魅力的なアフターマーケット事業も有する。売上高の90%は米国市場によるものだ。売上高の65%を占める資本財セグメントはマクロ的な逆風にさらされている。製造業購買担当者景況指数（PMI）は24カ月以上連続で50を下回っている。民間航空宇宙部門は売上高全体の20%を占めると推定されるが、航空機大手ボーイング<BA>は社内的な理由とストライキによって、去年はスムーズに航空機を生産できなかった。当社は今後2年間で資本財セグメントとボーイングがより好調になると予想している。

当社は今後数年間でRBCの売上高が年率1桁台後半～2桁台前半のペースで、利益が同15～20%のペースで増加するとみている。利益見通しの大部分を占めるのは合併だが、M&A（合併・買収）がなくても、2026暦年のEPSは13ドルとなる可能性がある。

不動産サービス企業コリアーズ・インターナショナル・グループ<CIGI>は30年以上にわたって同じCEOが経営している。1995年のナスダック上場以来、年平均19%のリターンを上げている。利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）で見たコリアーズ最大の事業は不動産の投資運用だ。商業用不動産の仲介が事業に占める割合は約3分の1で、5年前の70%から低下している。2018年には、学生寮などのニッチな不動産の分野でトップの、ハリソン・ストリートを買収した。この事業の内部成長率は1桁台後半だ。もう一つの大規模な事業はエンジニアリングで、2024年に2倍に成長した。

コリアーズは独自の買収モデルを持っている。通常は事業の75%を取得し、25%は元の経営陣に残す。これによって、将来の成長に向けて高いインセンティブを持った経営陣と協力関係を築くことができる。

Q：コリアーズの株式が魅力的な理由は？

エレンボーゲン氏：商業用不動産業界は景気循環による低迷期にあるため、仲介業者に投資する好機だ。コリアーズの仲介事業の売上高は2022年を40%下回り、2019年の水準よりも低い。今後数年の間に投資運用事業をスピノフする可能性もある。同クラスの企業のEV/EBITDA倍率が20倍近いのに対して、コリアーズは12倍だ。EPSは今後3年間で15%増加し、バリュエーションも20倍となる可能性がある。

最後に、過去2年間のヘルスケア株のパフォーマンスは低迷している。マネージドケア（管理医療サービス）は恐らく最も低調なサブセクターだ。当社はプリビア・ヘルス・グループ<PRVA>に投資しており、2023年1月のプリビア株の売り出しを主導した。

Q：事業内容は？

エレンボーゲン氏：米国の医師の約半数は、勤務医の人数が10人以下の診療所に勤める一次診療医

だ。こうした小規模な診療所は、保険料を交渉するには規模が足りず、プロセス管理や臨床分析などに苦勞している。プリビアはこのようなサービスを提供する業界のリーダーだ。プリビアでは顧客の医師を共通のプラットフォームに集め、共通の保険契約を締結している。これによってサポート人件費を削減できる。顧客維持率は98%に上る。

プリビアは14州と首都ワシントンで事業を展開する。顧客である医師の人数は約4600人で、大きな成長余地がある。事業の約30%はバリューベース・ヘルスケアに関連している。これは医療機関のパフォーマンスと患者の治療結果によって収益性が決まる支払い体系である。業界の激震にもかかわらず、プリビアは過去2年間で当社の業績予想を達成している。

プリビアはEBITDAの80%をフリーキャッシュフローに転換している。設備投資はゼロだ。当社はプリビアのEBITDAの年間成長率が20%を超え、EV/EBITDA倍率が18~20倍に維持され则认为している。これは今後3年間の上値余地が約20%超であることを示す。

Q：株式市場の好調にもかかわらず、IPO市場は低迷している。2025年の見通しは？

エレンボーゲン氏：今年は案件が増えると予想している。現在では、上場する企業は、妥当な期間内に黒字化できることを示さなければならない。AI企業なら利益が出ていなくても上場できるかもしれないが、それは例外だ。

参考資料

Henry Ellenbogen's Picks

(資料)

Company / Ticker	1/3/25 Price
Coupang / CPNG	\$22.42
Affirm Holdings / AFRM	66.50
Atlassian / TEAM	250.27
RBC Bearings / RBC	301.65
Colliers International Group / CIGI	136.37
Privia Health Group / PRVA	19.96

Source: FactSet

デサイ氏の推奨銘柄



Sonal Desai/ Photograph by Guerin Blask

Q：今は新たな世界だ。お金を借りるのに、もはや無利子ではない。ではデサイ氏に移ろう。

デサイ氏：債券について話そう。米国債との利回りスプレッドが狭くなっているとはいえ、われわれは一部のセクターでは利回りが魅力的であると判断している。より重要なこととして、われわれの投資推奨の前提となる今年の国内総生産（GDP）成長率は、2.5%以上と予想している。インフレ率は高止まりしているが、高過ぎるわけではない。企業のファンダメンタルズは悪化しておらず、企業が金利上昇を吸収できていることを示唆している。結局のところ、債券のリターンは低水準の一方、ボラティリティーは高くなると予想している。

地方債は、ハイイールド債と投資適格債の両方において、リスクとリターンの魅力的な組み合わせを引き続き提供している。カリフォルニア州やニューヨーク州のように税金の高い州では特に、ファンダメンタルズはそれなりに良好だ（ロサンゼルス火災はラウンドテーブル直後

に発生しており、デサイ氏は「地方債の観点では、自然災害は評価された価値と、ひいては税収に対する一時的な打撃でしかなく、州および連邦政府の支援が始まると予想する」とのフォローアップコメントを寄せた）。多くの人々は、地方債は高額所得者向けと考えているが、実際にはさらに幅広く訴求する。その観点における今年の私の推奨は、上場投資信託（ETF）のフランクリン・ダイナミック・ミュニシパル・ボンドETF<FLMI>だ。

フランクリン・ダイナミックは地方債に焦点を当てた債券戦略で、幅広いセクター、投資格付けおよびデュレーションに投資できる一方で、平均実質デュレーションを2～8年に維持している。デュレーションとセクター配分を柔軟に調整でき、これは向こう1年間を見通すと好ましい特性だ。ボラティリティーが高まると予想される状況下で、フランクリン・ダイナミックはその柔軟性によって機敏に動けるだろう。地方債のバリュエーションは、大半の債券よりも好ましく見える。現金が様子見状態を脱するにつれて地方債は恩恵を受けるだろう。純資産価値に基づく分配金利回りは4.58%だ。

次は、フランクリン・インカム<FRIAX>だ。株式、転換社債および債券に投資している。投資対象には、グロース株に対して大幅なアンダーパフォームとなっているが、一貫して高水準のインカムを生む有配銘柄を含んでいる。2024年のリターンは7.3%で、純資産に基づく分配金利回りは5.77%だ。

株式市場のバリュエーションは幾分割高だが、2025年に予想される広範囲の増益が上昇を引き続き下支えし、結果的にわれわれは、生活必需品と資本財のセクターにおける有配銘柄に対して一段と前向きになっている。フランクリン・インカムの株式に対するエクスポージャーは、2024年初めの34%に

対して現在は約45%となっている。また、エージェンシーMBS（住宅ローン担保証券）やハイイールド債を含む広範囲の債券において魅力的な機会がある。

次は、パトナム・コア・ボンド・ファンド<PTRNX>だ。分散戦略だが、証券化商品やストラクチャード・クレジットにバイアスがかかっており、その分野はバリュエーションに比較的魅力がある。住宅エクイティの上昇に労働市場の逼迫（ひっばく）が相まって、今後数年間の健全な住宅ローン・クレジットを下支えしよう。MBSの期限前返済は低水準で安定しており、現在の住宅ローン金利では政府機関債の90%は借り換えに経済性がない。

海外では、イートン・バンス・エマージング・マーケット・デット・オポチュニティーズ<EADOX>を選好する。2024年のリターンは14%を上回った。米国の高金利が長期化するという状況で、新興国の債務は明らかな投資対象ではないかもしれない。しかし、アクティブ運用のファンドでは理にかなっている可能性がある。新興国市場は、米国の金利サイクルの最悪期を生き残り、多くがうまく乗り切っている。イートン・バンスのファンドの運用チームは、変動の激しい市場を乗り切れることを示してきた。新興国全体では相反する力が作用している。関税は逆風の方で、米国における高い経済成長率と消費需要は追い風だ。

高金利が長期化するという状況が続く中、投資家は変動利付債も検討すべきだ。その意味では、フランクリン・フローティング・レート・デیلیー・アクセス<FDAAX>を推奨する。純資産価値に基づく分配金利回りは8.50%となっている。

トランプ新政権は、企業寄りの政策によって資産クラスとしてのローンにさらなる追い風を提供するとみられ、それは投資不適格の企業の発行体には恩恵となる。同時に、その政策によって米国の利下げペースが緩やかになると予想され、現在のローンにおける利回りの恩恵を持続させるだろう。

ローン発行体のインタレストカバレッジと資本市場へのアクセスは引き続き改善している。経済成長と若干の利下げが原動力となって、ローンのファンダメンタルズが改善すると、われわれは予想している。それは、発行体の金利負担を軽減し、向こう12カ月におけるデフォルトを低下させよう。

他に、ジャナス・ヘンダーソンAAA CLO ETF<JAAA>を選好する。高クオリティーのローン担保証券（CLO）に焦点を当てている。CLOの需要が高水準で、発行が好調になると予想する。CLOは分散の恩恵を提供する一方で、高クオリティーのCLOは信用格付けの格下げリスクとボラティリティーが低い。ジャナス・ヘンダーソンAAA CLOの投資対象の信用格付けは、ほぼすべてがAAAで、償還期限までは7年以下だ。従来は機関投資家だけが投資可能だった資産クラスへのアクセスを提供している。

最後の二つは、住宅ローン不動産投資信託（REIT）だ。アナリー・キャピタル・マネジメント<NLV>は、世界有数規模の住宅ローンREITで、運用資産は約820億ドルとなっている。REITとしての主な運用目的は、分配金のための一貫したインカムの創出と、慎重な運用を通じたリターンの最適化だ。現在のグロス利回りは13.6%で、過去平均並みとなっている（目標は13%）。国内と海外のエージェンシーMBSに焦点を当てている。

もう一つは、AGNCインベストメント<AGNC>だ。主に、住宅のMBSに投資している。分配金利回りは2桁台で、向こう1年間は維持可能とみられる。運用資産は約731億ドルで、投資対象のほぼすべてが30年の固定金利証券となっている。

トランプ政権は、ファニーメイ（連邦住宅抵当金庫）を含む政府支援機関の民営化を試みる可能性がある。それは、住宅ローンセクターの不透明感を高めるだろうが、政府支援機関の資本は十分だと考えられる。雇用見通しに鑑みると、住宅ローンのデフォルトリスクは大きくないとみている。

参考資料

Sonal Desai's Picks

（資料）

Investment / Ticker	1/3/25 Price
Franklin Dynamic Municipal Bond / FLMI	\$24.48
Franklin Income / FRIAX	2.33
Putnam Core Bond / PTRNX	8.06
Eaton Vance Emerging Markets Debt Opportunities / EADOX	7.97
Franklin Floating Rate Daily Access / FDAAX	7.66
Janus Henderson AAA CLO / JAAA	50.74
Annaly Capital Management / NLY	18.98
AGNC Investment / AGNC	9.44

Source: FactSet

ジェイン氏の推奨銘柄

Q：次はジェイン氏。

ジェイン氏：コーエン氏が先にペトロチャイナ（中国石油天然気）＜857.香港＞を推奨していたが、私も推奨したい。今回のストーリーは天然ガスの自由化だ。中国政府は、天然ガスの個人向け販売の補助金廃止を望んでおり、それが実現すれば、ペトロチャイナの収益性が改善して、利益成長は一層安定化するだろう。株価収益率（PER）は石油精製会社並みの6倍だが、天然ガスの同業他社はもっと高い。



Rajiv Jain/ Photograph by Guerin Blask

経営陣は配当性向改善に注力している。現在はキャッシュフローの少なくとも50%を配当として支払っている。1株当たり配当は0.46香港ドルで、配当利回りは7%となる。

私は昨年、数社のインド企業を推奨しており、今年はさらに2社を推奨したい。われわれは消費財持ち株会社であるITC<500875.インド>を折に触れて保有してきた。ITCはインド最大のたばこ企業で（市場シェアは約73%）、時価総額は約650億ドル、2026年3月期予想PERは23倍、配当利回りは3.7%だ。

Q：たばこ事業の成長特性は？

ジェイン氏：インドのたばこ市場の約80%は規制されていない。人口1人当たり所得の増加に伴って、人々は合法的なたばこに乗り換えている。インドは、たばこ消費量が増加している数少ない国の一つで、ITCは人口1人当たり所得の増加に関連した投資対象だ。人口1人当たり所得は過去10年間で、13%超増加している。販売量が2〜3%、EPSは2桁台前半で成長すると予想している。

たばこ税は横ばいで推移している。たばこ税を引き上げ過ぎると人々が違法取引に向かうことを、大半の（州）政府が認識し始めている。また、インドでは次世代のたばこ商品が認可されておらず、ITCは代替製品のリスクにさらされていない。最大の社外株主は英国のたばこ会社のブリティッシュ・アメリカン・タバコ<BATS.英国>で、持ち分は約25%だ。

インドで2社目の推奨は、通信会社のバーティ・エアテル<532454.インド>だ。通信事業は、世界的に魅力が高まっている。インドでは業界再編により3社が市場の95%弱を支配している。大手2社のEBITDAマージンは50%超で、加入者1人当たり月間売上高は3ドル弱だ。インドのデータ使用量は、米国の5倍弱に達している。

インド政府は、3番手企業と限界的な4番手企業の生き残りを望んでおり、通信料については、インフレ並みかそれ以上の引き上げを容認している模様だ。3番手と4番手を支援するために、通信料金は毎年2桁台のペースで上昇するとわれわれは考えている。ちなみに、4社すべてが数カ月前に通信料金を20%近く引き上げている。現時点で、高速大容量規格「5G」投資がほぼ終わって6Gはまだ展開していないため、2桁台の料金引き上げは純利益に直接影響する。バーティでは、設備投資が減少し始めているため、フリーキャッシュフローの伸びは純利益の成長を上回っている。

株価フリーキャッシュフロー倍率は21〜22倍だ。加入者数は、年率3%か4%で成長する公算が大きい。時価総額は1100億ドルだ。今後5年間で、バーティが中国以外で最大の通信会社になったとしても、私は驚かないだろう。

製薬企業のノボ・ノルディスク<NVO>は、糖尿病と減量に使われるGLP-1受容体作動薬のリーダー

だ。株価は、過去6カ月で半値に暴落している。株価下落は、次世代薬のデータが予想を下回ったことが一因となっている。しかし、GLP-1への参入障壁は非常に高い。

ノボは最近、薬価を引き下げた。値下げは、販売量を増加させるためにプラス要因だ。肥満薬の売上高は、全体の5%未満だ。ノボは、糖尿病市場において1桁台後半～2桁台前半で成長しているGLP-1需要をいまだに満たせていない。われわれは、糖尿病市場ではノボと製薬大手のイーライリリー<LLY>の2社による複占体制が続くと考えている。ノボの予想PERは、2025年が21～22倍で、2026年は17～18倍だ。

GLP-1に関しては、数カ月ごとに新しい恩恵が判明している。GLP-1薬は、心臓血管疾患や肝臓および腎臓疾患を治療できるとみられており、さらには、アルツハイマー病の治療にも有効という証拠もみられている。われわれはノボのリスクは低く、製薬業界における生活必需品類似銘柄とみなしている。

デービッド・ジルー氏：イーライリリーの薬の方が優れているという懸念はないか？また、ノボの次世代薬の減量効果は予想に達しなかった。さらに、イーライリリーは経口薬を近い将来に発売する予定だ。市場の成長率も低下している。GLP-1現象は消滅していないが、減速している。

ジェイン氏：われわれはイーライリリーも選好しており、ノボと同程度のポジションを保有しているが、イーライリリーに追い風が吹いていると断言はできない。イーライリリーのGLP-1薬マンジャロの心臓血管疾患に対する有効性には幾分かの疑問がある。経口薬に関しては、減量では正確な分量の投与が必要のために、医師は経口薬の使用を好まない。また、イーライリリーには、米国外の優れた販売ネットワークがない。さらに、イーライリリーの新薬は、既存患者に処方するほどに効果が差別化されていないため、医師が全般的に新薬に移行する保証はない。従ってわれわれは、両社の製品が共存する余地があると考えている。

ノボの利益は2桁台前半のペースで成長している。2026年にはカナダでジェネリック薬が導入され、米国では2032年に特許が失効する予定となっている。しかし、ジェネリック薬の増産が困難なため、問題にはならないと予想している。

ブラック氏：保険による薬価償還は、成長率にどの程度織り込まれているのか？薬価は非常に高くなる可能性がある。

ジェイン氏：すべての保険会社が、いずれGLP-1薬を承認すると予想している。

次は、たばこ会社のフィリップ・モリス・インターナショナル<PM>だ。燃焼させる紙巻きたばこから離れつつあり、加熱式たばこのIQOS（アイコス）の売上高が全体の約40%を占めている。IQOSの米国外の売上高は2桁台のペースで増加している（米国では販売されていない）。

フィリップ・モリスは、一大市場だったロシアからの撤退にもかかわらず、売上高を毎年1桁台後半～2桁台前半で伸ばしている。最近、2024年の増益率ガイダンスを、2桁台半ばへ引き上げている。PERは、2025年予想が17倍で、2026年予想は15倍だ。配当利回りは4.5%を超えている。なお、ドル高はリスクとなる。

米半導体大手のエヌビディア<NVDA>と英半導体設計大手のアーム・ホールディングス<ARM>を依然として選好している。アームに関しては、2024年のミッドイヤーラウンドテーブルで述べたように、バリュエーションに対する懸念から持ち分を減らしたが、その後買い増した。アームのライセンス収入は依然として年率約20%で増加しているが、ロイヤルティー事業の方が上振れ余地は大きい。ロイヤルティー率は、現在は平均すると2%だが、一部の新製品では8~9%となっている。PERは55倍を超えて割安ではないが、事業の循環性は低い。

Q：バリュエーションを懸念していない理由は？

ジェイン氏：アームにはオープン・アーキテクチャー以外に競争相手がおらず、ほとんどの企業はオープン・アーキテクチャーには移行しない。また、ソフトバンクグループ<9984>が90%を保有しているため、浮動株比率はわずか10%だ。利益は年率20%超で成長しており、その状態が今後5年間続く可能性がある。

エヌビディアについては周知されており、付け加えることはあまりない。依然として高成長のストーリーで、2026年1月期の予想PERは30倍だ。2026年1月期の売上高と利益の予想は、過去4四半期で80%と85%引き上げられている。

エレンボーゲン氏が本日、AIの上振れ余地を説明してくれたが、エヌビディアはAI用半導体の支配的メーカーだ。まだAIに参入していない資金力のある当事者がいる。われわれはアラブ首長国連邦に注目しており、ハイパースケーラー以上にAIに多額を投資可能だ。

トッド・アールステン氏：半導体大手のアドバンスト・マイクロ・デバイシズ（AMD）<AMD>がAIに参入するとみているか？

ジェイン氏：われわれは懐疑的だ。AMDにはソフトウェアの蓄積がなく、エヌビディアの技術革新には追いついていけない。

メタ<META>（旧フェイスブック）は、過去1年間に株価が50%超上昇したにもかかわらず、2026年予想PERは約20倍だ。メタのソーシャルメディア・プラットフォームは33億人のユーザーを抱えている。広告の価格と配置を改善する上で、メタはAIの最大の受益者のうちの一社だ。

メタは、いまだに市場シェアを広げている。リスクは設備投資とドル高だ。設備投資は売上高の20%に相当するが、マイクロソフト<MSFT>の23~24%よりは少ない。売上高は2桁台の半ば~後半で成長しており、直近四半期は約18~19%だった。TikTok（ティックトック）の使用が禁止されればプラスになるだろう。

最後は、通信大手のAT&T<T>だ。米国通信業界は3社に再編された。AT&Tの昨年のフリーキャッシュフローは利益を上回った。設備投資は大幅に減りつつある。2024年のフリーキャッシュフローは約200億ドルとなった可能性があり、時価総額は1570億ドルだ。配当利回りは5%で、フリーキャッシュフロー利回りは11~13%となっている。

常に買収のリスクがある。ジョン・スタンキーCEOは、過去4年間における事業スリム化の実績があるとはいえ、AT&Tは買収で失敗してきた。光ファイバーの投資はほぼ終了しており、そのリスクは低

い。業界再編で通信料金も上昇している。AT&Tの場合、通信料金が1ドル上昇すれば、フリーキャッシュフローは4%成長すると考えている。

Q：次はロジャース氏。

参考資料

Rajiv Jain's Picks

(資料)

Company / Ticker	1/3/25 Price
PetroChina / 857.Hong Kong	HK\$6.12
ITC / 500875.India	INR455.00
Bharti Airtel / 532454.India	INR1,599.30
Novo Nordisk / NVO	\$87.65
Philip Morris International / PM	122.02
Nvidia / NVDA	144.47
Arm Holdings / ARM	141.08
Meta Platforms / META	604.63
AT&T / T	22.67

Source: FactSet

ロジャース氏の推奨銘柄

ロジャース氏：今日われわれが取り上げている幾つかの銘柄に共通のテーマは「守り」だ。環境が厳しくなればなるほど、うまくやれる企業を幾つか知っている。最近、われわれが気に入っている食品大手JMスマッカー<SJM>の投資家説明会に参加する機会があった。本社はオハイオ州のオーアビルで、スマッカー一族出身のマーク・スマッカー氏が会長兼CEOを務めている。

パンに塗る「スマッカーズ」ブランドのスプレッド製品のほか、数年前に買収した「ジフ」ブランドのピーナツバターやジャム、これらを使用した「アンクラスタブル」ブランドのサンドイッチなど、知名度の高い強力なブランドを多く保有している。また、コーヒーの「フォルジャーズ」や「ダンキン」、ペットフードの「ミルクボーン」や「ミャオ・ミックス」も保有している。直近では、2023年に「トゥインキー」などで知られる菓子メーカーのホステス・ブランズを買収した。



John W. Rogers Jr. /Photograph by Guerin Blask

現在の株価は約111ドルと、当社が算定した事業家的市場価値（PMV）を約30%下回っている。今後12カ月予想PERの約10.5倍は割安だと思われる。

Q：何が株価の重しになっているのか？

ロジャース氏：ノボ・ノルディスクのオゼンピックなどの肥満治療薬が脚光を浴びている。より健康な食生活が求められているという認識があり、それが株価に逆風となっている。PERが極めて低いのは、誰もが本当に恐れているからだ。また、次期厚生長官候補のロバート・ケネディ・ジュニア氏がこの種の食品を嫌っていることも、市場の懸念材料となっている。今回の健康志向ブームが定着する直前に買収したホステス・ブランズの価格が高過ぎたという見方もある。

Q：割安な株価以外にスマッカーについて注目すべき点は？

ロジャース氏：投資家向け説明会では、全製品の成長・販路拡大計画の説明があった。さまざまな小売りチャンネルのほか、停滞気味だった政府市場、教育市場も含まれ、より幅広い店舗形態や販路に積極的に売り込みを図るとみられる。新しい革新的なブランドの展開とサイズの多様化を目指しており、市場では好意的に受け止められるだろう。また、年率約20%で成長中の「アンクラスタブル」ブランドを大幅に強化しており、われわれは2025年の売上高が9億ドルに達するとみている。ホステス・ブランズの買収で逼迫（ひっばく）したバランスシートの改善にも取り組んでおり、年5億ドルの債務返済を今後3年間にわたって行う計画だ。以上を総合すると、割安な優良銘柄だと言える。

Q：次の推奨銘柄は？

ロジャース氏：今年はM&Aが大幅に増加する可能性があり、中小型株分野では既に活発な動きがある。バイデン政権下で連邦取引委員会（FTC）委員長を務めたりナ・カーン氏の退任はプラス材料だとみている。

投資銀行業務で知られる世界的な金融サービスグループのラザード<LAZ>はその恩恵を受ける1社となるだろう。創業は1848年、本部はニューヨークのロックフェラーセンター、22カ国で事業を展開し、従業員数は3000人。ピーター・オーザグCEO、レイ・マグワイアー社長を中心に、強力な経営陣を擁している。株価は51ドル、2026年予想PERは約12倍。PMVよりも約30%割安とみている。伝統的な投資銀行業務以外の分野へも事業を多角的に展開している。事業再編アドバイザーに強く、それが景気後退時にヘッジの役割を果たす。大規模な資産運用事業（運用資産約2500億ドル）も収益源の多角化に貢献している。

Q：抱えている課題は？

ロジャース氏：一つは規模の問題だ。ブティック企業のまま規模を拡大してきたが、それはプラスにもマイナスに働く。JPモルガン＜JPM＞やゴールドマン・サックス＜GS＞などの大企業は、取引獲得のためにその巨大なバランスシートを活用する。一方で、より小規模のライバルの方が成長が早い場合もあり、ラザードからトップクラスの人材を奪おうしている。そうした規模が小さいライバル企業の中には全盛期を過ぎ、創業者の引退が近づいているものもあり、ラザードにとってはトップ人材を引き抜く機会にもなり得る。

結論は、M&A増加によって追い風が吹き、ラザードはその恩恵を受ける位置に付けているということだ。

Q：いずれ分かるだろう。ほかに推奨銘柄はあるか？

ロジャース氏：最後の2銘柄はいずれもヘルスケア関連だ。チャールズ・リバー・ラボラトリーズ・インターナショナル＜CRL＞は、医薬品開発向けを中心とする初期開発・安全性評価専門の前臨床分野の大手企業だ。製薬会社が治療法の初期段階のテストに使用する特許取得済みの製品も製造している。これらはテスト用の特定の形質を備えたマウスやモルモットなどの実験動物で、モデルと呼ばれる。

より健康な未来に必要な医薬品や技術の開発は続くため、チャールズ・リバーの製品については長期にわたり旺盛な需要があるとみている。製薬会社や医療機器メーカーが最も効率的で最も正確な初期開発プロセスを実現できるかどうかは、チャールズ・リバーの製品にかかっている。

マサチューセッツ州に本部を置き、バランスシートは健全で、経営陣は経験豊富だ。1992年以降、ジム・フォスター氏が会長兼CEOの地位にある。株価は182ドル、2025年予想PERは17倍、PMVよりも34%割安とみている。

カリフォルニア州を本拠とし、ライフサイエンス研究や臨床診断向けの機器、ツール、サービスを提供するバイオ・ラッド・ラボラトリーズ＜BIO＞も気に入っている。ノーマン・シュワルツ氏が長年にわたり会長兼CEOを務めている。株価は約326ドル。PERは27倍と割高に見えるが、実際はPMVよりも約35%割安だ。

Q：投資家はこういった点を見落としているのか？

ロジャース氏：バイオ・ラッドはザルトリウス＜SRT.ドイツ＞というドイツの同業者の普通株式の38%、優先株式の28%を保有しており、これが状況を複雑にし、投資家の理解を妨げている。

ザルトリウス一族の家族信託がザルトリウスの普通株式の過半数を保有し、信託契約の期限が2028年であることから、バイオ・ラッドが株主価値を創出する機会は幾つかあるだろうと考えている。バイオ・ラッドはザルトリウスの株式を売り、売却代金を自社株買いや事業を拡大する取引に充当することが可能だ。さらに、ザルトリウスの資産価値を考えれば、複数の企業がザルトリウスのさまざまな分野の資産の取得に興味を示すことも十分考えられる。

バイオ・ラッドは多角化したグローバル企業であり、ライフサイエンス事業と臨床診断という二つのセグメントで、有力な製品を展開している。専門分野である細胞、遺伝子、RNA療法を中心とした現在進行中の複数の研究の中から画期的な成果が生まれるだろうと考えている。

中堅企業であるバイオ・ラッドの最近の課題は、世界の最大手製薬会社に対するサポートを継続できるようにするために規模を拡大することだ。また、関税関連の懸念もある。

ジルー氏：家族信託終了時に保有株式が売却される可能性があるが、バイオ・ラッドはまだ保有していない過半数部分の買い手になれるのか？ザルトリウスはトロフィー資産だ。バイオ処理関連の資産はほとんど買収され、あまり残っていない。ザルトリウスは高額で取引されることになる公算が大きい。

ロジャース氏：バイオ・ラッドは買わないだろうと思う。買収に動き、法外な価格を支払うことになれば、残念だ。ザルトリウスの株式には多くの価値があり、バイオ・ラッドは価値を実現する方法を見つけると思う。

Q：ありがとう。ガベリ氏の推奨銘柄に移ろう。

参考資料

John W. Rogers Jr.'s Picks

(資料)

Company / Ticker	1/3/25 Price
J.M. Smucker / SJM	\$111.53
Lazard / LAZ	49.47
Charles River Laboratories International / CRL	185.80
Bio-Rad Laboratories / BIO	330.75

Source: FactSet

ガベリ氏の推奨銘柄

ガベリ氏：スポーツチームはプライベートエクイティ・ファンドへの株式売却が認められている。プライベートエクイティ・ファンドなどの第三者が保有できる比率は、最大で大リーグ（MLB）のチームが30%、ナショナルホッケーリーグ（NHL）のチームが30%、全米バスケットボール協会（NBA）のチームが10%だ。プロチームの数には制限があり、NFLが32、NBAが30、MLBが30だ。ピッチクロ



Mario J. Gabelli / Photograph by Guerin Blask

ック導入で野球の試合がスピーディーになり、スポーツ賭博が2018年に合法化されたことで、視聴者数や広告料収入が増加した。株式を上場しているのはアトランタ・ブレーブス・ホールディングス<BATRK><BATRA>だけだ。

総株式数6200万株のうち、1030万株のA株が議決権の50%を保有している。ジョン・マローン氏がB株の大半を保有し、これにより議決権の48%を握っている。ブレーブスの拡大テリトリー圏内の人口は約3000万人。時価総額は約24億ドル。5億ドルの負債があるが、球場および周辺地域の不動産価値は負債額を超えている。

株価は約40ドルだが、50ドル台半ばの価値があるとみている。われわれは議決権株式<BATRA>を選好し、保有している。この24カ

月間で野球チームの価値は上昇している。

ドーラン一族が支配するマディソン・スクエア・ガーデン・スポーツ<MSGS>も気に入っている。議決権1のクラスA株が1940万株、議決権10のクラスB株が450万株ある。1月3日の終値は約220ドル。プロアイスホッケーチームのニューヨーク・レンジャースとプロバスケットボールチームのニューヨーク・ニックスを所有している。現在の時価総額52億ドルは、ニックスを割安で手に入れ、レンジャースをただで手に入れることができるという意味だ。われわれは株式の現在の価値を約350ドルと見積もっている。

Q：バリュエーション・ギャップ解消のカタリストは。執行取締役会長兼CEOのジム・ドーラン氏は傘下チームを売却しないのか？

ガベリ氏：承認を受けた企業にいずれかのチームを売却する可能性はある。議決権株式450万株すべてをドーラン一族が保有しており、無議決権株式も一部保有している。スポーツチームを巡る取引は多い。

次に、われわれはフランスのメディア企業ビベンディ<VIV.フランス>の株式を購入している。1853年にナポレオン3世によって水道会社として設立された企業で、1997年以降は現在の社名で知られている。2002年に財務危機に陥る前は、通信事業やメディア事業へ積極的な多角化を進めていた。2014年に投資家のビンセント・ボロレ氏が監査役会のトップとなり、ボロレ氏の一族企業がビベンディ株の30%弱を保有している。2024年12月13日、ビベンディは株主に対し、子会社で有料放送大手のカナルプリュス<CAN.英国>、大手広告代理店のアバス<HAVAS.オランダ>、および出版大手ルイ・アシェット・グループ<ALHG.フランス>の株式を1対1の割合で配分した（その後、各社はそれぞれの市場に上場された）。

現在の株価は2.50ユーロ（2.56ドル）、発行株式数は約10億株。ユニバーサル・ミュージック・グループ<UMG.オランダ>（株価24ユーロ）の10%を所有しており、これがビベンディの価値の大半を

占めている。テレコム・イタリア<TIT.イタリア>の株式も保有している。ビベンディの1株当たりPMVは約4.80ユーロ。

次に、先ほど少し言及したが、2018年5月に最高裁がプロ・アマスポーツ保護法を無効化し、スポーツ賭博が解禁された。解禁されていない州もあるが、ジョージア州やテキサス州は解禁へ向けた手続きを進めている。私が気に入っているのはカジノ大手のウィン・リゾート<WYNN>だ。株価は約84ドル、時価総額は90億ドル。ウィン・マカオ<1128.香港>の約71%を所有している。中国政府の方針から、将来的には懸念材料となり得るが、現時点で心配する必要はない。

レストラン事業などを展開するランドリー（非上場）のCEO、ティルマン・フェルティッタ氏がウィンの株式のうち1070万株を、前CEOスティーブ・ウィン氏の前妻エレーン・ウィン氏が950万株を保有している。テキサス州でギャンブルが解禁されれば、ヒューストンにカジノを開業する計画らしい。

マカオを除いた純負債額は37億ドル。キャッシュフロー創出力と収益力は高い。アラブ首長国連邦でゲーミングライセンスを確保しており、アル・マルジャン・リゾートに出資する予定だ。われわれは、このプロジェクトとフェルティッタ氏の投資に注目している。

Q：ほかに注目銘柄はあるか？

ガベリ氏：カジノとパブを運営するゴールデン・エンターテインメント<GDEN>はネバダ州の事業を縮小した。ラスベガスバレーを中心に72軒を超えるパブを運営している。株価は31.25ドル、時価総額は8億5000万ドル。EPSは昨年在1.70ドルで、今年は0.90ドル、来年は1.30ドルと予想している。

ゴールデンは、自社のパブに設置されているスロットマシンの運営事業をゲーム機運営会社のJ&Jゲーミングに売却した。ゴールデンはロイヤリティを受け取る。ゴールデンはラスベガスのメインストリート「ストリップ」のカジノホテル「ザ・ストラット」を所有している。これは、まだ進行中のプロジェクトだ。ストラットの向かい側にも9エーカーの極めて価値のある土地を所有している。

公益事業のナショナル・フュエル・ガス<NFG>はニューヨーク州のバッファロー、ペンシルベニア州のエリーおよびシャノンに75万5000軒の顧客を有し、ニューヨーク州とペンシルベニア州にパイプラインと貯蔵施設を保有している。傘下のセネカ・リソースはアパラチア山脈のマーセラスとユーティカの両シェール地域を中心に探鉱・生産を行っており、昨年末時点の確認埋蔵量は47億5300万立方フィートに上る。

電力需要の増加が続く中、われわれはナショナル・フュエル・ガスの天然ガス田と川中ネットワークの価値はますます高まると考えている。われわれが算定した2025年の1株当たりPMVは約100ドル。構成要素別に見た1株当たりの価値は、公益事業が17ドル、川中事業が51ドル、探鉱・生産事業が67ドル、純負債および本部経費がマイナス35ドルだ。EPSは今年度（2025年9月期）が5.75～6ドル、2026年度は6.50ドルと予想している。株価は60.71ドル、配当利回りは3.4%。1株当たりの配当は2.06ドルで、54年連続で増配している。自社株買いも実施している。

最後の推奨銘柄はメディア大手のフォックス・コーポレーション<FOX>だ。フォックス・ニュース、フォックス・スポーツ、フォックス・エンターテインメントを通じて、米国を中心にコンテンツ

の配信を行っている。バロンズ誌の親会社ニュース・コーポレーション<NWSA>と共通の所有者がいる。18市場に29の地方テレビ局を有し、広告付き無料動画配信サービスのTubi（トゥビ）も保有している。スポーツ賭博事業にも出資しており、ファンデュエル・グループの18.6%を取得するオプションのほか、オンライン・スポーツ賭博会社フラッター・エンターテインメント<FLUT>を2.4%保有している。フォックスにはクラスA株式が2億2100万株、クラスB議決権株式が2億3600万株あり、株価はクラスA株が48ドル超、クラスBが約46ドルだ。

Q：議決権株式を購入しているのか？

ガベリ氏：その通り。今年度（2025年6月期）は売上高155億ドル超、調整後EPS約4.15ドルと予想している。2月にスーパーボウルを、2026年に再びサッカーワールドカップを放映する。今年度は政治広告（推計約4億ドル）の恩恵を受けた。トゥビの今年度の売上高は10億ドルの大病に乗る見込みだ。

Q：ありがとう。

参考資料

Mario J. Gabelli's Picks

（資料）

Company / Ticker	1/3/25 Price
Atlanta Braves Holdings / BATRA	\$40.40
Madison Square Garden Sports / MSGS	223.33
Vivendi / VIV.France	EUR2.56
Wynn Resorts / WYNN	\$83.32
Golden Entertainment / GDEN	31.40
National Fuel Gas / NFG	61.35
Fox / FOX	46.72

Source: FactSet

By Lauren R. Rublin
(Source: Dow Jones)

2. ロサンゼルス山火事、住宅ローンへの影響は

[フィーチャー]

How the Wildfires Could Reshape California Mortgage Lending

住宅保険が提供されない事態となれば住宅ローン業界に打撃

過熱した住宅ローン市場が大炎上



Maxar Space Systems

山火事リスクは、カリフォルニア州における今後の住宅ローンに重大な影響を及ぼす可能性がある。ロサンゼルス周辺で発生した山火事では24人が死亡し、数千軒の家屋が焼失した。この惨事を受け、最初の火災発生から数時間もたたないうちに住宅保険会社の株価が急落する事態となった。保険業界では、火災による保険金支払額が200億ドルを超えるとの見通しが浮上している。

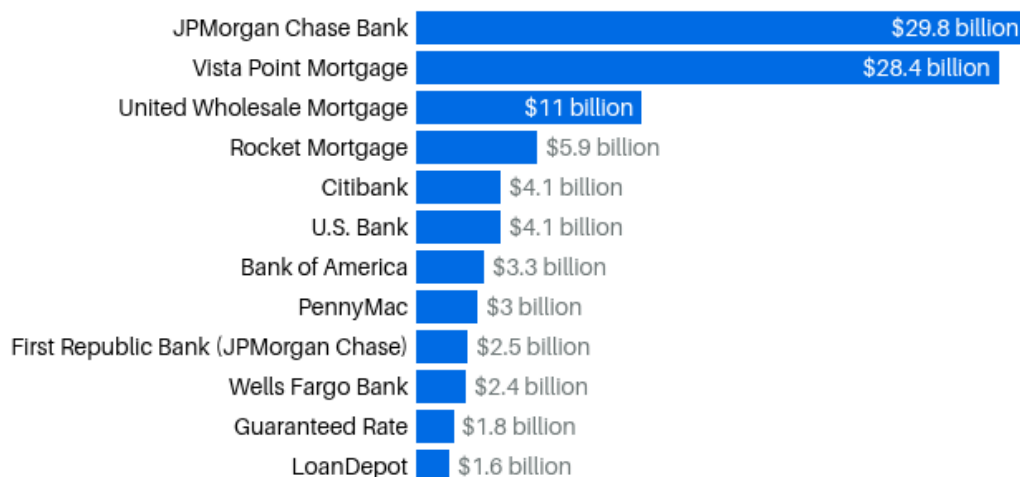
住宅ローン業界は、今回の山火事で被害を受けた住宅に利害関係を持つセクターであるが、同

業界の株価は比較的安定している。その理由は、住宅ローンを組んでいる住宅には通常火災保険が付帯されており、火災による損失が銀行に直接的な影響を及ぼさないからだ。しかし、火災の多発地帯であるカリフォルニア州において、保険会社が新規契約を拒否する事態が広がれば、住宅ローン業界もその影響から逃れることはできないだろう。

JPモルガンが最大手、シティやノンバンクも

A Hot Lending Market Goes Up in Flames

Volume of 2023 residential mortgage loans in Southern California's nine fire-prone counties



Sources: Richey May, HMDA

本誌の最新の数値分析によると、2023年だけでも、今回の山火事によって焼失または避難を余儀なくされた地域の住宅に対する住宅ローン供与額は130億ドルに達している。南カリフォルニアの9つの郡は、米国における火災多発地帯として知られているが、同時に住宅ローン市場が最も活況を呈してい

る地域の一つでもある。2023年には、南カリフォルニアで1700億ドルの住宅ローンが供与された。これは米国全体の住宅ローン市場の約10%に相当する規模だ。この地域での主な住宅ローン供給元としては、大手銀行JPモルガン・チェース<JPM>とシティグループ<C>のほか、ノンバンクのUWMホールディングス<UWMC>、ロケット・カンパニーズ<RKT>、さらにロサンゼルスに拠点を置くビスタポイント・モーゲージが挙げられる。しかし、これらの住宅ローンの担保となっている何千軒もの住宅が、今回の山火事で焼け落ちようとしている。

南カリフォルニアを襲った山火事のような大惨事が、住宅ローン業界に最終的にどのような影響を及ぼすのかを正確に特定するのは難しい。ロサンゼルス今回の被害がビジネスに与える影響について、大手住宅ローンの貸し手のいずれもが本誌の取材に応じていない。大手銀行ウェルズ・ファーゴの<WFC>広報担当者は、「当社は被災地の従業員と顧客の安全と支援に重点を置いています」と表明したのみだ。

JPモルガンの銀行部門は南カリフォルニア最大の住宅ローンの貸し手だ。コロラド州エングルウッドに拠点を置くコンサルタント会社、リッチー・メイ社が集計した連邦政府のデータによれば、JPモルガンは2023年に同地域で約300億ドルの融資を行った。この金額は全米での同行の融資総額の約18%に相当し、その中にはシリコンバレー危機後に傘下となったファースト・リパブリック・バンクの融資分も含まれる。そのうち約45億ドルは、現在も燃え続けているパシフィックパリセーズとイトンの火災の影響を受けた地域の住宅向けだ。

住宅ローン債権は証券化で貸し手はオフバランスに

住宅ローン債権は貸し手の帳簿上には長期間残ることはない。投資銀行BTIGでノンバンクの住宅ローン会社をカバーするエリック・ヘイゲン氏は、「住宅ローンの信用リスクのほとんどは、実際には貸し手に残っていない」と説明する。

住宅ローンの貸し手は、融資を実行した直後にその債権をファニーメイ（連邦住宅抵当金庫）やフレディマック（連邦住宅貸付抵当公社）に譲渡する。そして、譲渡の対価として、地理的に分散された巨大な住宅ローンプールを裏付けにした担保証券（MBS）を受け取る。これにより、貸し手はローンのリスクを移転し、証券化された形で分散することになる。一方で、譲渡された住宅ローンはファニーメイやフレディマックの保有ポートフォリオの一部となり、それを裏付けにして発行されるパススルー証券などは、銀行や生命保険会社、さらには個人投資家に投資対象として提供される。

住宅ローンを当初供与した銀行が引き続きリスクに責任を負うように、銀行を規制するドッド・フラנק法は貸し手が組成したローンの信用リスクの5%を保有することを義務付けている。しかし、銀行やノンバンクは、ローンを譲渡した先であるMBSなどの証券化プールの5%を保有することで、この規制を満たすことができる。このため、住宅ローン市場における地域的な大災害に対する信用エクスポージャーは依然として分散されたままであり、貸し手が直接的なリスクを負うことは少ない。

住宅ローンの貸し手は、ローンを証券化プールに譲渡した後も引き続きローン回収というサービシング業務に携わることが一般的であり、この業務は収益性が高いとされる。ロサンゼルス住宅所有者は、焼失した住宅のローンの返済義務を引き続き負うことになる。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）中は、連邦法に基づき、住宅ローン会社が支払い延期を認め、回収を猶予する措置が取られたが、今回の山火事ではそのような法的措置は取られていない。

とはいえ、住宅ローンサービサーの多くは、ロサンゼルス火災被害者に対して自主的に支払猶予を認めている。JPモルガン・チェース・ホームレンディングは当初3カ月間の猶予を認め、その後は住宅所有者の状況に応じて最大1年まで延長する予定だ。

敗者は保険会社と住宅所有者

アクソス・ファイナンシャル<AX>傘下の中規模銀行は富裕層に向けて大型の住宅ローンを提供している。同社の最高経営責任者（CEO）のグレッグ・ガラブランド氏は、この大惨事が実際には新規事業を促進する可能性があるとして述べている。ロサンゼルスでも、より安全な地域の住宅への需要が急増しており、これまで疑問視されていた建設プロジェクトが実現可能になったという。

だからといって、将来の住宅ローンすべてに十分な保険が適用されるというわけではなさそうだ。民間保険会社はカリフォルニア州での住宅所有者向けの保険の引き受けを避けており、その代替として最終手段となる州運営の保険プログラムも、パリセーズとイートンでの山火事によって枯渇する可能性が高い。連邦住宅金融庁（FHFA）の最新統計によると、南カリフォルニアの戸建て住宅の40%超（価格400億ドル超）が、山火事リスクにさらされている。またこの地域の集合住宅の50%も同様のリスクに直面している。

カリフォルニア州をはじめとする全米での山火事による損失は、ハリケーンや洪水などの他の天候災害に比べてリスクが小さいとされてきた。しかし、気候災害の増加に伴い、全国的に保険料を引き上げる必要が出てきている。また保険料の上昇により、住宅ローンを借りられる層に影響を与える可能性がある。住宅ローンの貸し手は、住宅費と収入の比率を計算する際に保険料を考慮するため、保険料が上昇すれば住宅ローンの貸し出し条件にも影響が出る。

ヘイゲン氏は「大手金融機関の中には、リスクの高い借り手への融資を控えるところが出てくることは確実だろう」と指摘している。2008～2009年の金融危機を受け、住宅ローン界のジャイアントであるファニーメイとフレディマックは政府管理下に置かれた。投資家ビル・アックマン氏ら株主はこれらの住宅ローン機関が政府管理下から解放されることを望んでいるが、ヘイゲン氏は、これらの住宅ローンポートフォリオが洪水や火災などの気候災害に対して十分な保険でカバーされるかどうか重要な課題であると警告している。

ヘイゲン氏は「気候リスクは、ファニーメイとフレディマックの民営化に非常に密接に関連している」と指摘している。

By Bill Alpert
(Source: Dow Jones)

3. LA山火事により全米で保険料がさらに高騰する可能性 How California's Wildfires Could Lead to Higher Insurance Costs. 保険損失の拡大は他への転嫁を余儀なくする

[フィーチャー]

全米で保険料が上昇



Zoë Meyers / AFP / Getty Images

ロサンゼルス山火事によって、全米の住宅所有者が経済的打撃を受ける可能性がある。その原因は保険料の上昇だ。米国の住宅所有者の保険料は、建築費の高騰、危険地域の人口増加、異常気象の増加など、さまざまな理由で上昇している。山火事は状況を悪化させるばかりだ。フロリダのハリケーンであれ、ロサンゼルス火災であれ、一つの出来事と他の地域の保険料値上げを結びつけるのは難しいが、専門家はそうした値上げが起こっていると考えている。

全米で保険料が上昇しているのは間違いない。

2024年6月の調査によると、米国の住宅所有者向け保険の平均保険料は2020年の1902ドルから2023年には2530ドルへと33%上昇した。この上昇は、10億ドル規模の自然災害の急増と並行して起きている。米国では1980年代、被害額が10億ドルを超える災害は年間平均わずか3.3件だった。しかし、米国海洋大気庁（NOAA）によれば、2022年から2024年にかけて、この規模の災害は年平均24.3件発生している。

データコンサルティング会社ピューティア・インシュランスの最高経営責任者（CEO）で創業者でもあるディミトリス・パテラキス氏は、「ある悪い1年は、もはや偶然では片付けることはできない。われわれはほぼ10年間、大災害に見舞われてきた。保険会社は、このペースで災害が続くものとして保険料を設定せざるを得ない」と言う。

S&Pグローバル・マーケット・インテリジェンスが2024年末に発表したリポートによると、世界の自然災害による保険損失額は過去3年間でいずれも1000億ドルを超えている。カリフォルニア州でいまだ燃え続ける山火事は、この高額な傾向に拍車をかけるだろう。モーニングスターDBRSのアナリストは、今回の山火事の保険損失額を300億ドルとしている。経済損失はそれ以上となる可能性が高く、カリフォルニア州史上最悪の災害の一つとなるだろう。

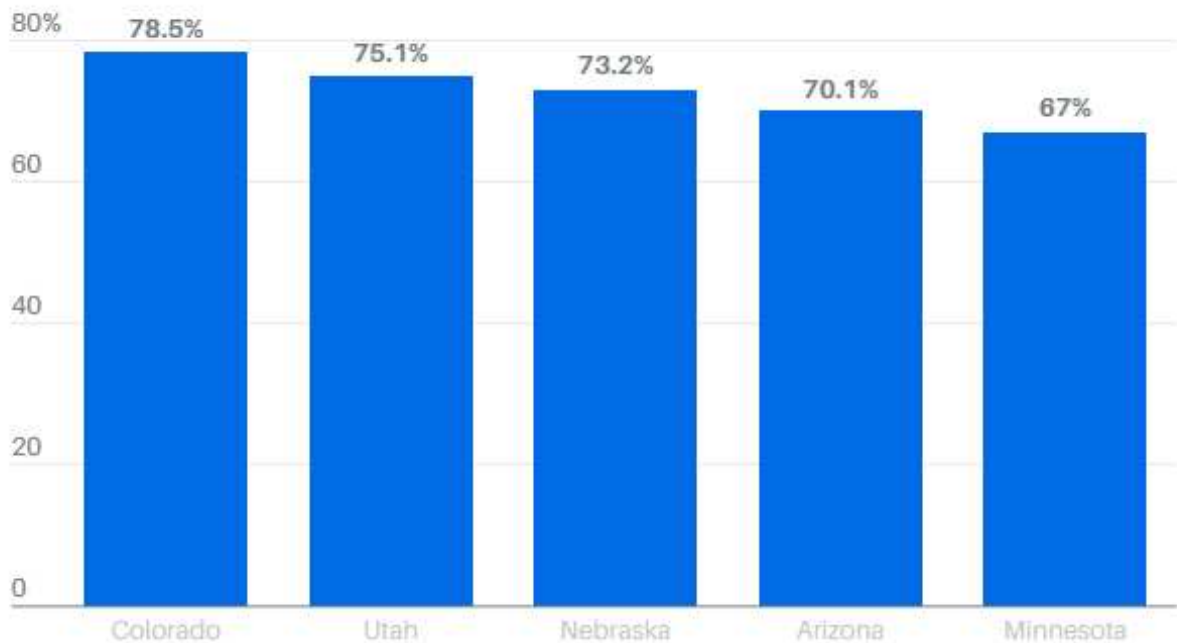
LA山火事の保険市場への影響

2022年にハーバード・ビジネス・スクールで行われた研究によると、危険地域外に住む住宅所有者は、危険地域外に住むための代償を払うことになるかもしれない。この研究によると、規制の厳しい州では、保険会社による災害後の保険料率調整の頻度が低く、その規模も小さい。保険会社は、規制の緩い州で料率の引き上げを求めることで、こうした制約を補っているという。

コストのかかる大災害が積み重なり、再保険市場に波及する可能性がある。再保険は保険会社にとっての保険であり、ハリケーンに見舞われるフロリダ州のような一部の州の市場において重要な役割を

Homeowners Insurance Rates Are Skyrocketing.

The five states with the highest cumulative change 2019 to 2024...



...and the five states with the lowest cumulative change.



Note: Data compiled Jan. 2, 2025.

Source: S&P Global Market Intelligence

果たしている。ここ数年、再保険会社は一連の災害の後、再保険料を引き上げているが、米国の大半では再保険契約の更改が1月に行われるため、引き上げは後れを伴っている。

S&Pグローバル・マーケット・インテリジェンスで米国保険業界を担当する主席リサーチアナリストのティム・ザワッキ氏は、「第1四半期（1～3月）は大災害が比較的少ない期間の一つとされる。今回

の災害が第1四半期に起こったという事実は、保険業界にとって幾つかの難題を引き起こす可能性がある」と指摘する。

再保険会社がコスト上昇分を顧客（元受保険会社）に転嫁し、元受保険会社が住宅所有者向け保険の保険料を引き上げることで、このコスト上昇分の負担は共有される。全米経済研究所（NBER）が2024年6月に発表した研究論文によれば、世界の再保険市場の相場上昇は、最終的に家計に転嫁される。

今後も保険料の値上げが予想される。この論文の著者の一人であり、ウィスコンシン大学でリスクと保険学を専門とするフィリップ・マルダー教授は、「住宅費について考えるのであれば、保険料に関する過去のデータを鵜呑みにしたり、現在の高い水準は一過性のものだと思い込んだりすべきではないだろう」と話す。

保険料高騰に対する規制当局の対応

住宅所有者の中には、保険料を支払うだけでなく、保険に加入するのに苦労している人もいる。保険は通常、住宅ローンを組む場合に加入が義務付けられている。保険会社の中には、保険料が高い州や、保険料値上げの規制が厳しい州で事業を縮小したり、撤退したりするところもある。フロリダ州でもカリフォルニア州でも、それが問題になっている。

フロリダ州では、州営のシチズンズ・プロパティ・インシュアランス・コーポレーションが最後の砦の保険会社だ。全米規模の保険会社が顧客を絞り、一部の小規模な保険会社が撤退したことで、同社はその規模を拡大した。フロリダ州議会は、消費者が保険会社を訴えることを制限することで、民間保険会社を市場に呼び戻そうとしている。米国保険情報協会の企業広報ディレクター、マーク・フリードランダー氏によれば、多くの保険会社にとって訴訟費用が大きな頭痛の種であったフロリダ州では、これが平均保険料率の安定に役立っているという。

カリフォルニア州では、ロサンゼルスで山火事が発生する前から保険会社の撤退が進んでいた。規制により住宅所有者向け保険の保険料は低く抑えられていたが、保険会社にとってはリスクが高かったからだ。山火事が発生し、保険会社の撤退が増えれば、州の議員や規制当局は規制の枠組みを見直すことになるかもしれない。そうなればロサンゼルスだけでなく、カリフォルニア州全体の保険料が上がる可能性がある。

バンクレートのデータによると、フロリダ州の30万ドルの住宅にかかる年間保険料は平均5376ドルと全米の州で2番目に高く、全米平均の年間保険料2185ドルを3195ドルも上回っている。カリフォルニア州の平均年間保険料は1381ドルだ。

米国の一部では、保険会社が利益を維持するために必要な金額を請求することを認めることと、住宅所有者にとって手頃な保険料を維持することの間に緊張関係がある。ウィスコンシン州のマルダー氏は、「リスクの高い地域で適正な保険料を設定しないのであれば、問題を先送りすることになるだろう。人々はそこに移り住み、家を建て続けるだろう。そして、誰かが支払わなければならない損害が発生するのだ」と言う。

カリフォルニア州で山火事が続く中、米国民や政治家の間では既に、将来の災害や気候変動の影響を軽減する方法について議論されている。一方、保険会社は利益の確保に集中している。ピュティアの

パテラキス氏は、「彼らは自然災害に注目しているが、気候変動について判断する必要はない。彼らはただ、未来が過去より悪く見えるかどうかについての決断を下さなければならないだけだ」と語った。

By Andrew Welsch
(Source: Dow Jones)

4. メディケア・アドバンテージ・プランは引き締めモード。乗り換えるなら今だ [フィーチャー] Medicare Advantage Plans Are Tightening Their Belts. Now's the Time to Switch. 変更は3月31日まで可能だが、原プランの解約は慎重に行うこと

メディケア・アドバンテージとは



Yuri Arcurs/Dreamstime

メディケア・アドバンテージを提供する民間保険会社の多くは、コスト上昇によって経営が圧迫され、加入者獲得のために提供してきた給付内容の縮小を余儀なくされている。メディケア・アドバンテージ・プランに加入しているが、ニーズに合わなくなってきたと感じる人は、3月31日までの年次メディケア・アドバンテージ・オープン登録期間中に変更を行うことができる。2025年向けのプラン内容に多くの変更が加えられることを考えると、今年は特に重要な機会である。秋の再検討・変更期間（オープン・エンロールメント）とは異なり、今回

は、従来のメディケア（公的高齢者医療保険）に代わる、民間保険会社が提供するメディケア・アドバンテージ・プランに既に参加している人のみが対象となる。アドバンテージは、メディケア加入対象者の半数以上に当たる約3300万人の米国人が加入している。1月1日から3月31日までの間、加入者は他のアドバンテージ・プランに変更する、あるいは従来のメディケアに戻した上でパートD処方薬プランに加入することができる。パートCとしても知られるメディケア・アドバンテージは、従来のメディケアと同様にパートA入院費用保障とパートB外来費用保障を提供する。それ以外にアドバンテージ・プランは通常、歯科、視力、聴力など、従来のメディケアにはない補助的給付を提供する。

これらは、長年にわたり新規加入者を惹きつける上で機能してきたが、こうした補助的給付は一貫して比較的限られたものであった。足元では、保険会社がコスト圧力に直面しているため、さらに削減されたものもある。一例として、メディケアの独立系コンサルタント会社である65インコーポレーテッドの社長兼共同設立者、ダイアン・オムダール氏は「プランでは、例えば年間2000ドルの歯科給付金が設定されていても、入れ歯の保障は100%から50%に削減される」と一例を挙げている。こうした補助的給付は限られたものであること、あるいは認知度が低いことから、いずれにせよアドバンテージ加入者にとって大きな節約にはつながらない。

アドバンテージ・プランにはいくつかの注意点がある

補助的給付の微調整に加え、プランによっては、医師が参加する保険会社のネットワークや処方薬保障に変更が生じ、その結果加入者にとっての魅力が失われる可能性もある。毎年秋に加入者に郵送される「年次変更通知書」に、翌年の給付内容変更の概要が記載されているはずだが、加入者はそれを見ていないことが多く、年が明け保険を使おうとして初めて変更に気づく。政府のプラン検索ツールで他の選択肢を調べることができる。アドバンテージ・プランの多くは、処方薬保障に調整を加えている。その中には、保障の対象となる医薬品のリストである処方集の変更を伴うものもある。さらに、処方薬保障の免責金額を追加する、あるいは定額コペイメント（被保険者による医療サービスに対する支払い）からコインシュランス（被保険者が負担する医療費の割合）に切り替えるものもあり、後者では、被保険者は薬剤価格の一定割合を請求され、自己負担額が増える可能性がある。

2025年に薬剤費の自己負担額が2000ドルに達する患者は、インフレ抑制法に基づき今年施行された年間支出上限額の恩恵を受けることになる。この2000ドルという上限は、複数の保険プランにわたって適用されるため、一つの保険プランで負担した金額は、次の保険プランに乗り換える場合にも引き継がれる。プランの年間自己負担限度額に対する自己負担額など、その他の支出は、現在加入しているプランと同じ保険会社の同様のアドバンテージ・プランに変更した場合、引き継がれる可能性がある。医療政策非営利団体KFFのメディケア政策プログラム副ディレクター、ジュリエット・キューバンスキー氏によると、引き継がれずに変更した場合はリセットの憂き目に遭うかもしれない、とのことだ。

従来のメディケアに戻すなら現プランの解約は慎重に

メディケア・アドバンテージ・プランは、参加医療機関のネットワークを年中いつでも変更することができる。主治医が自分の保険を受け入れなくなったことを知った患者は、主治医が引き続きネットワークに参加しているプランに変更したいと思うかもしれない。逆に、アドバンテージをやめて、制約の少ない従来のメディケアに戻すことを希望する人もいるだろう。従来のメディケアでは、メディケアを受け入れている医師であれば、全米のどこでも受診することができ、メディケア・アドバンテージで一般的なように紹介を受ける、あるいは事前承認を受けることは通常必要ない。今年のプランにとってもう一つの逆風は、顧客満足度や予防医療の提供などの項目に基づいて政府が付与する品質評価が低下していることだ。最高ランクの五つ星を獲得したメディケア・アドバンテージ・プランは2022年には74本であったのに対し、2025年はわずか7本だった。格付けの高いプランには政府から品質ボーナスが支払われるため、星の数が減ると収入が減少する可能性がある。より評価の高いオプションへの切り替えを検討したい場合は、プラン検索ツールで星評価を確認できる。

従来のメディケアに戻す被保険者は、特定の限られた状況や、異なる規則を持つ一部の州を除いてメディギャップ（メディケア補足プラン）への加入が保証されないことに留意する必要がある。つまり、健康状態によっては医療審査の対象となり、保険契約が拒否される、あるいは保険料が高くなる可能性がある。オムダール氏は、メディギャップ保険が重要なら、保険が発行されるという「確認が得られるまで」メディケア・アドバンテージ・プランを解約しないことだ、と忠告している。

By Elizabeth O'Brien
(Source: Dow Jones)

5. トランプ次期政権の主要ポストが超富裕層で占められることの意味

[フィーチャー]

Trump's Team Is Stocked With Billionaires.

忠誠心が報われた大富豪たちは庶民の味方になれるのか

多くの要職に政治未経験の億万長者を指名



Illustration by Shyanne Gal/Barron's; Getty (5), Dreamstime (1)

トランプ次期政権の主要ポストは、超富裕層で占められることになりそうだ。その多くは、権力の中心に近づくことで直接的な恩恵を受ける可能性がある。

ビリオネア（資産額10億ドル以上の個人）であるイーロン・マスク氏は、バイオテクノロジー業界の大富豪で、同じくビリオネアのビベック・ラマスワミ氏とともに、政府の無駄の削減を目指す新たな諮問機関を主導する。他に少なくとも10人のビリオネアが主要ポストに指名されており、ブルームバーグ、フォーブス、ABCニュースの計算によると、それ以外に少なくとも

も6人は1億5000万ドル以上の純資産を保有している。

閣僚としては、投資会社キャンター・フィッツジェラルドの最高経営責任者（CEO）を務めるハーワード・ラトニック氏が商務長官、投資会社キー・スクエア・キャピタル・マネジメントの創業者であるスコット・ベッセント氏が財務長官、エネルギー企業リバティ・エナジー<LBRT>のCEOを務め、純資産およそ1億7000万ドル（ブルームバーグ調べ）を保有するクリス・ライト氏がエネルギー長官に指名された。

彼らの就任が確定すれば、公職経験や、今後監督する省庁の業務に関する実務的な理解を有しない者を多く含む超富裕層の人々が、公共政策に大きな影響力を持つことになる。その見返りとして、彼らは個人として、あるいは事業の利害関係を通じて、担当する政策や規制から利益を得る可能性がある。

バイデン大統領は15日の退任演説で、トランプ次期政権の閣僚候補が保有する資産規模、特にハイテク起業家が行使し得る影響力に警鐘を鳴らし、「今日の米国では、われわれの民主主義全体、基本的な権利と自由、そして誰もが成功するための公平な機会を脅かすような、極端な富、権力、影響力を伴う寡頭政治が形作られつつある」と語った。

トランプ氏が裕福な個人を指名する理由の一つは、彼らの忠誠心に報いることだ。例えばライト氏は、国内の石油・ガス業界の有力な支援者である。一方、もう一つの理由は彼らが今後率いる機関に変革をもたらす可能性である。

トランプ氏は、ノースダコタ州のダグ・バーガム知事を内務長官に指名した後の声明で、新設の国家エネルギー会議の議長はバーガム氏が務めることになり、これは「官僚主義を削減し、経済のあらゆる

る部門における民間投資を推進し、古くからあるが全く不要な規制を排しイノベーションに注力することで、米国のエネルギー支配への道筋を監督する」ものだと説明した。

利益相反排除の難しさ

ワシントンの責任と倫理を求める市民団体（Citizens for Responsibility and Ethics in Washington）のエグゼクティブ・ディレクター兼チーフ・カウンセルを務めるドナルド・シャーマン氏は、億万長者や「広範な金銭的しがらみ」を有する人物を採用する際の問題は、利益相反を規制する連邦法を確実に順守させることにあると指摘する。

シャーマン氏が本誌に語ったところによると、「このことは、政府が米国の一般市民の利益を優先しているのか、それとも政府機関を主導する個人の狭い経済的利益を優先しているのかという点に目に見える影響を与える」という。

トランプ次期大統領と次期副大統領のJD・バンス氏による移行チームの広報担当を務めるブライアン・ヒューズ氏は、「すべての候補者と被任命人は、それぞれの担当機関における倫理的義務を遵守する」と話している。

電気自動車メーカーのテスラ<TSLA>、航空宇宙・防衛企業のスペースX、ソーシャルメディアプラットフォームのXのCEOと、それら以外にも多くの肩書を有するイーロン・マスク氏の兼任ぶりは、潜在的な利益相反の可能性を示している。

ニューヨーク・タイムズ紙によると、マスク氏は二つの特別政治活動委員会（スーパーPAC）を通じて少なくとも2億5000万ドルをトランプ大統領の再選運動に寄付した一方、経営する企業を通じて、政府機関による「最近20件の調査または審査」に関与しているという。

テスラの株価は、大統領選挙の前日以来6割上昇しているが、これはテスラが法人税の引き下げや規制緩和の恩恵を受けるという投資家の期待を反映している。また、自動運転に関する連邦規制が緩和されれば、今年開始予定のテスラのロボタクシーサービスの追い風になるとの期待もある。

ノースウェスタン大学で政治学の准教授を務めるダニエル・クルツマリク氏は本誌に対し、「スペースXとテスラに数十億ドルの恩恵をもたらす規制上の扱いを得るために、自腹で2億5000万ドルを支出する必要があるとすれば、それは素晴らしい投資リターンだと言える」と語った。アドバイザーの立場というマスク氏は、利益相反を規制する連邦法に従う必要はなく、自身の保有株式を売却する必要もない。

The Ultrawealthy of Trump 2.0

Critics say the dozen or so billionaires and other wealthy individuals nominated to President-elect Donald Trump's administration could benefit from their roles.

■ Cabinet ■ Advisory ■ Other role

Nominee	Reported Wealth	Nominated position	Business Interests
Elon Musk	\$450.0 billion	Department of Government Efficiency	CEO, Tesla; CEO and founder SpaceX; founder of X.ai and the Boring Co.; co-founder of Neuralink; owner of X.
Tilman Fertitta	\$15.5 billion	Ambassador to Italy	Chairman, CEO, Fertitta Entertainment; owns the Houston Rockets
Stephen Feinberg	\$7.8 billion	Deputy Defense Secretary	Co-CEO Cerberus Capital Management, a PE firm
Warren Stephens	\$5.1 billion	Ambassador to the U.K.	CEO, Stephens Inc., an investment bank
Leandro Rizzuto, Jr.	\$3.5 billion	Ambassador to the Organization of American States	Former executive at Conair, a hair care products company founded by his father
Howard Lutnick	\$2.2 billion	Commerce	CEO and Chairman, Cantor Fitzgerald, BGC Group, a public brokerage business; chairman of Newmark Group, commercial real-estate broker
Jared Isaacman	\$2.2 billion	NASA administrator	CEO of Shift4 Payments
Charles Kushner	\$1.8 billion	Ambassador to France	Founder, Kushner Companies, real estate firm
Vivek Ramaswamy	\$1.1 billion	Department of Government Efficiency	Founded Roivant Sciences, a biotech company
Frank Bisignano	\$1.0 billion	Social Security Administration	CEO, Fiserv, a multinational fintech company; former investment banker
Tom Barrack	\$1.0 billion	Ambassador to Turkey	Founder, Colony Capital, a PE firm; manages \$80 billion at DigitalBridge Group
Steven Witkoff	\$1.0 billion	Special envoy to the Middle East	Real estate investor, founder Witkoff Group
Linda McMahon	\$0.9 billion	Education	Co-founder, World Wrestling Entertainment; former head of the Small Business Administration
Kelly Loeffler	\$0.8 billion	SBA administrator	Former CEO, Bakkt, a cryptocurrency firm; former Georgia senator
Scott Bessent	\$0.5 billion	Treasury	Founder, Key Square Capital Management, a hedge fund; former CIO, Soros Fund Management
Doug Burgum	\$0.4 billion	Interior	Former North Dakota governor; founded Great Plains Software (sold to Microsoft)
Mehmet Oz	\$0.3 billion	Centers for Medicare and Medicaid Services administrator	Former heart surgeon, TV talk show host, lifestyle guru
Chris Wright	\$0.2 billion	Energy	CEO, Liberty Energy

Sources: WSJ, Bloomberg, Forbes, ABC News, New York Times

独裁国家の大富豪の行動パターンと類似性も

大口献金者を含む大金持ちが米国の政府高官の地位に就くことは、6月に研究論文「Billionaire Politicians: A Global Perspective（億万長者の政治家：グローバルな視点）」を発表したクルツマリク氏らにとっては驚くようなことではない。

この研究によると、フォーブス誌が追跡する億万長者約2000人のうち、11.7%が2023年の中頃には「政治的役職に就いていた、または就こうとしていた」という。これは、中国やロシアといった独裁的国家において特に顕著であり、富裕層が自らの富を守るために政治に参入する動機となっていると著者は指摘する。2023年夏時点で、中国の億万長者の36.4%、ロシアの億万長者の21.3%が政治職に就いていたか、就こうとしていたとの統計が示されている。

米国などの民主主義国家では、富裕層は通常、匿名の大口献金を通じて同様の目標を達成してきた。論文で調査された期間において、米国の億万長者のうち、政治職に就いていた、または就こうとしていた人はわずか3.7%だった。

クルツマリク氏と、その同僚で同じくノースウェスタン大学で政治学の准教授を務めるスティーブン・ネルソン氏は、2024年の大統領選挙、それに超富裕層の政治参加が変化を表しているのかどうか、疑問を投げかけている。

ネルソン氏は本誌に対し、「現時点では、億万長者全体の中で政治に関わっている人の数を示すデータはない。しかし、トランプ次期政権の陣容は超富裕層に大きく偏っているように見え、米国が特定の方向に進んでいることを示唆している」と語った。

この変化は疑問を提起する。クルツマリク氏は「彼らはわれわれの知らない何かを知っているのか？それは、われわれが考える以上に法の支配が弱く、トランプ政権に近づくことが自分の富を守る最善の方法であるということだろうか？そうだとすれば、米国の億万長者が、典型的な独裁国家の億万長者と同じ行動をとっているということになる。まだ確固とした結論を出すことはできないが、幾つかの事例を見ると、そのような要素があるように思える」と話している。

倫理規定を順守し、国民の信頼を得られるか

ジョージ・W・ブッシュ大統領政権の首席倫理弁護士を2005～2007年に務めたミネソタ大学企業法教授のリチャード・ペインター氏は、過去の米国政権でも大富豪が起用されることはよくあったと指摘する。ペインター氏は本誌に対し、「超富裕層は金銭のためではなく、政府に参画し新たな挑戦をする機会を求めてこうした役職に就く傾向がある」と語った。

ペインター氏によると、彼らは税制上のメリットも享受している。政府高官は利益相反の可能性がある保有資産を売却しなければならないが、政府倫理局の証明を受け、売却益を米国債または政府承認の分散投資ファンドに投資する場合は、キャピタルゲイン課税の対象とならないことが多い。

キャンター・フィッツジェラルドの株式の大半を所有するラトニック氏は昨年11月21日の声明で、倫

理規定に従うために傘下企業の役職を辞任し、持ち分を売却すると発表した。石油・ガス業界向けに部品やサービスを提供するリバティ・エナジーは、創業者・会長兼CEOのライト氏が、エネルギー長官に任命された場合は企業の役職を辞任すると発表している。

政府の役職に就いた個人が、その職務と法的に利益相反関係にあるかどうかは、財務開示書類が提出され公開された時点で明らかになる。しかし、その場合でも、資産が広範に分布していることから、彼らの業務や監督部門に影響し得る利益相反関係をすべて把握することは困難であるとシャーマン氏は指摘する。

ライト氏、ベッセント氏、ラトニック氏らが間もなく担うことになる役割においては、法的な利益相反の問題にとどまらず、外見上の利益相反も問題となり得る。

シャーマン氏はライト氏について「エネルギー産業の一部分に多大な利害を有する人物が、エネルギー産業全体を監督する役割に任命されることについて、米国民が疑問を抱くのは当然だ」と指摘する。

また、法律とは別のより広範な問題として、超富裕層からなる政府が、彼らほど裕福でない一般市民にいかにか奉仕するのかという問題もある。ペインター氏は「多くの億万長者が庶民の問題を解決すべき立場に就任する。どうなるかこれからが見ものだ」と話している。

By Abby Schultz
(Source: Dow Jones)

6. バイデン政権の最終週、勢いを見せた米国株式市場 Markets End Biden Era With a Roar. But Inflation Isn't Dead. 持続するインフレが市場の重荷

[コラム]

利回り低下で上昇した米株式市場



Robyn Beck/AFP/Getty Images

皮肉な話だ。バイデン政権の最終週の株式市場は、トランプ氏が米大統領選挙で圧勝した昨年11月以来最も好調だった。しかし、先週の株価上昇は、予想を下回るインフレ指標の発表を受けた債券市場のリリーフ・ラリーが主因であり、良いこととは言えない。

S&P500指数は週間で2.91%上昇し、6000の大台にはわずかに届かなかったものの、11月8日の大統領選挙の週以来で最高の上昇率となった。ナスダック総合指数は2.45%、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は3.69%上昇し、主要3指

数は2週連続の下落とはならなかった。ベンチマークの10年物米国債の利回りが11月29日週以来最大の16.1ベースポイント（bp）低下し、4.61%となったことが株価上昇をもたらした。また、上場投資信託（ETF）のiシェアーズ米国債20年超ETF<TLT>は2.02%上昇した。

レイモンド・ジェームズの最高投資責任者（CIO）、ラリー・アダム氏の分析によれば、株式と債券はバイデン政権の最終週に好調なパフォーマンスを見せたが、政権の成果は明らかにまちまちだった。S&P500指数の4年間の上昇率は55%で、これは第二次世界大戦以降の政権で4番目に高い数値である。経済成長率も同期間で約15.5%と4番目に高く、年率換算で3.7%だった。

バイデン政権下では1700万人の雇用が創出された。一方で、消費者物価は20%上昇し、年率では4.9%上昇だった。この結果、消費者の実質可処分所得は累計で3%減少し、過去50年間で唯一マイナスを記録した大統領となった。これが、バイデン氏が歴代大統領中最低の37%という支持率で大統領職を終える大きな理由だ。また、政府債務残高は8兆ドル増加して36兆ドルとなり、米国経済の規模を上回った。

利回りは2023年10月以来の高水準である4.80%に達していたが、先週、予想を下回るインフレ指標の発表を受けて低下し債券価格が上昇した。高利回りは債券価格の低下を意味し、株式市場においては投資家心理の悪化につながっていた。ジュリアン・エマニュエル氏率いるエバコアISIの戦略チームのリサーチメモによると、米国債利回りは株式にとって重要な変数であり、10年債利回りが4.5%を上回ると「克服可能な逆風」、4.75%では「大幅な調整」、5%では「強気相場への脅威」となる。

粘り強いインフレがもたらすリスク

12月の食料品とエネルギーコストを除くコア消費者物価指数（CPI）の前月比上昇率が、エコノミスト予測の0.3%を下回る0.2%となったことを受け、債券価格が上昇した。しかし、グリーン・キャピタルの経済アドバイザーであるジョン・ライディング氏とコンラッド・デクアドロス氏によると、この結果は、インフレの改善を示すものではない。実際、コアCPIの前年同月比上昇率は、2024年下半期を通して約3.2〜3.3%で停滞した。

同時に、原油先物価格は過去4週間で12.1%、無鉛ガソリン先物は8.8%上昇した。ガソリンの店頭価格にはまだ影響が出ていないが、エネルギー価格の上昇は、インフレを悪化させる可能性がある。

米連邦準備制度理事会（FRB）のクリストファー・ウォラー理事は先週、インフレ率がFRBの目標である2%に向かって進展すれば、今年中に複数回の利下げが行われる可能性があるとの楽観的な見解を示した。CMEのフェドウォッチサイトによると、フェデラルファンド（FF）金利先物市場は2025年下半期に0.25%の利下げを1回だけ織り込んでいる。

マクロ・インテリジェンス2パートナーズの17日の顧客向けメモによると、ウォラー氏は2023年11月には早くも、FRBがFF金利の引き下げを開始できるとの自信を示していた。しかし、その後は「リスク資産価格の急騰、インフレの粘着性を示す幾つかの指標や力強い経済指標」が続き、金利据え置きがさらに9カ月続いた。

米国みずほ証券のスティーブン・リチュート氏とアレックス・ペレ氏は、2024年第4四半期の実質GDP（国内総生産）成長率は、前年同期比3%のペースで加速したと見られるが、「この成長の代償は、2%ではなく3%のインフレだ」と指摘し、「市場は3%のインフレが持続するリスクを真剣に考慮する必要がある」と主張する。これは、米長期国債利回りが5%の抵抗線を突破することを意味する。

利回り再上昇、株式市場の重荷に

すでに景気刺激的な財政政策は、トランプ政権下でさらに積極的になるとみられる。トランプ政権は、民主党議員の支持を得るため、州・地方税（SALT）の控除の引き上げや、カリフォルニア州の山火事に対する災害支援金の増額が必要になるかもしれない。

リチュート氏とペレ氏は、政治的現実として、2017年の減税・雇用法（TCJA）の延長法案は、現在予想されているよりもはるかに寛大な内容になるだろうと結論付けている。FRBの金融政策は、去年の利下げで実質的には景気刺激的なものとなっている。株式市場は先週一時的に落ち着いたが、債券利回りの上昇トレンド再開に対処しなければならないだろう。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. 関税は消費者増税のはずだが、トランプ氏側近はそうではないと主張

[コラム]

Most Economists Agree Tariffs Are a Tax on Consumers.

次期トランプ政権で注目される関税政策と為替市場

関税の真の負担者は誰なのか



Adem Altan/AFP/Getty Images

ビル・クリントン大統領の政権下で財務長官を務めたロバート・ルービン氏は周知の通り、かつて「強いドルは国益にかなう」と宣言した。

それから四半世紀が経過し、強いドルはトランプ次期大統領政権に米国製品を割高にし、輸入品を割安にしすぎることによって、どちらも米国の製造業を疲弊（ひへい）させる重荷だと見なされている。トランプ次期大統領が公約として掲げる解決策は関税の拡大であり、米国と貿易を行う諸外国に、米財務省への大口の支払いを強いるものだ。

もちろん、大抵のエコノミストは関税を最終的に負担することになるのは消費者だと考えている。しかし、投資管理会社ハドソン・ベイ・キャピタルでシニア・ストラテジストを務め、次期トランプ政権の大統領経済諮問委員会（CEA）委員長に指名されたスティーブン・ミラン氏が昨年後半に執筆した挑発的な報告書は、その見方を覆すものだ。ミラン氏は、関税の負担を負うのは海外の生産者だと主張する。関税によりドルの為替レートが上昇し、米国の消費者のコストの一部を相殺し、最終的には海外の生産国が費用を負担することになると言う。

ミラン氏は、諸外国の通貨が米ドルに対して過小評価されている点は新たな政策を通じて決着し得ると述べる。恐らく、1985年にドル高是正が合意されたプラザ合意に近い形の「（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」に結実するのではないかと主張する。

利下げ後もドル指数は上昇したが、人民元は関税引上げを織り込み

米連邦準備制度理事会（FRB）が合計1%の利下げを実施し、通常は利下げによりドル安になるはずだが、米ドル指数＜DXY＞は9月の底値から約10%上昇した。大統領選投票日以降の上昇率は約6%だ。ドル指数は、ユーロと円を中心とした通貨バスケットに対するドルの相対価値を反映する。経済調査会社キャピタル・エコノミクスのリサーチによれば、中国やカナダ、メキシコなどの国との米国の貿易をより正確に反映する実質貿易加重（実効）ベースで見ると、ドルは1985年以来最高値水準に近い。

経済学の教科書では、変動為替レートが貿易不均衡を是正すると教える。貿易赤字国の通貨は弱含み、輸入価格が上昇し、輸出品の競争力が高まる結果、貿易赤字は縮小する。その裏返しで、貿易黒字国の通貨は強くなるため、輸入品の価格は安価になり、輸出品は割高になり、貿易黒字は縮小する。

しかし、ミラン氏はこの単純なモデルでは米ドルの独自の立場を表現しきれない、と語る。外貨準備や取引による米ドル建て資産に対する世界の需要が原因で恒常的なドルの過大評価が起きており、その結果、米国の製造業が打撃を受け、社会経済的な悪影響が生じているというのだ。

ミラン氏は、関税は国際的な外貨準備通貨としての地位に伴うドルの慢性的な割高感から生じる悪影響を打ち消すことができる、と続ける。実際、第一次トランプ政権下における関税の為替レートへの影響により、概ね価格の上昇が米国の消費者に転嫁されるのを防いだという。そのため、ミラン氏は、関税の負担は関税対象国の収入と富の喪失により負担されると結論付ける。

次期トランプ政権で財務長官に就任予定のスコット・ベッセント氏は、16日に開催された上院金融委員会による任命公聴会で、同じような理屈を披露した。ダニエル・クリフトン氏率いるストラテガスの米国政策分析チームは、ベッセント氏は10%の関税引上げに対して為替市場は約4%動く」と述べた、とリサーチノートに記した。米大統領選以来の人民元相場の動きには、米国による第一弾の10%の関税が既に織り込み済であることが示唆されている。

関税は政策課題実現に有効

ストラテガスによれば、関税はトランプ政権における三つの目的に資するとのことだ。貿易不均衡の是正に加えて、歳入を増加させることになる。液化天然ガスの輸出増加や移民法の実効性を高めること、北大西洋条約機構（NATO）加盟国による軍事費増強など政策目的の達成に活用することも可能だ。ストラテガスは、まずは矛先が中国に向けられる、と付け加える。

ミラン氏によれば、関税はあらゆるドル政策の変更に先行する可能性が高い。ミラン氏は「関税は歳入と公平性の手段であると同時に交渉を有利に進めるための材料だ」と記した。関税は巨額の財政赤字に苦しむ時期に歳入をもたらす一方、為替調整はそうは行かない。為替政策の変更は貿易相手国の協力が必要であり、関税は米国により大きな交渉力を与えることになるのだ。

ミラン氏は、トランプ氏も金融市場に対する懸念を繰り返し表明してきたため、トランプ氏の側近は、ボラティリティーを高める恐れのある為替政策を推進することには慎重を期すように助言するかもしれないと続ける。そのため、次期トランプ政権の政策は当初ドルにマイナスに作用する前にプラ

スに作用すると予想する。

ミラン氏は、だからと言って、投資家はマール・ア・ラーゴ合意のような機会を見過ごすべきではないと語る。ミラン氏は「政権は望んだとしても、為替市場におけるドルの価値に影響を及ぼす手段を有しないとのウォール街のコンセンサスは誤りだ」と結論付ける。強いドルが米国の製造業を苦境に陥らせてきた一方で、「米国の富裕層に利益をもたらしたように、経済の金融化されたセクターに恩恵をもたらしてきた」と指摘する。

それでも、ドル切り下げを求める人々は自分達が望んでいるものについて注意が必要だ。米国の資産に対する需要があるからこそ、米国人が生産する以上に消費することを可能にし、特に巨額の財政赤字の埋め合わせの助けになっているのだ。

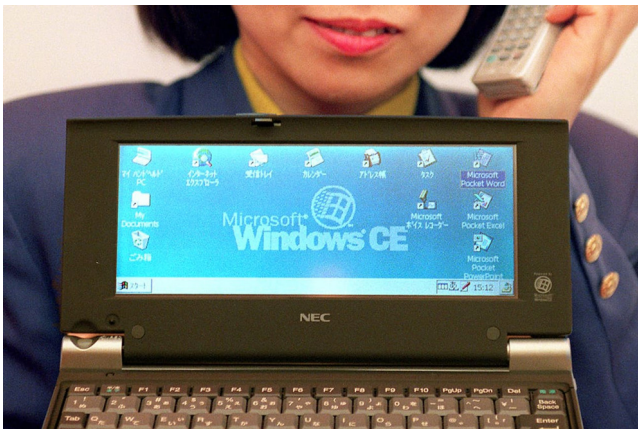
主として弱いドルの恩恵を受けるのは金や暗号資産（仮想通貨）のような代替商品で、どちらも価格が史上最高値付近で推移している。おそらく金や暗号資産市場は、次期トランプ政権の米国第一主義の政策の一環として、ドル安に向けた協調を予想しているだろう。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

8. AIエージェントに取って代わられるインターネット検索 Microsoft Holds a Lesson for Google. Investors Should Pay Attention. グーグルの広告事業は厳しい競争にさらされる

[ハイテク]

2025年はAIエージェントが台頭



Toru Yamanaka / AFP / Getty Images

アルファベット<GOOGL>が置かれている状況を巡る議論が活発化している。懐疑論者はGoogle検索が人工知能（AI）に市場シェアを奪われるのは不可避だと主張しており、検索サービスにおける既存勢力の破壊が既に始まったとみる向きもある。

本誌は2024年11月のカバーストーリーで、グーグルがインターネット検索市場における支配的なシェアをすぐに失う可能性は低いと考えられる理由を幾つか挙げた。だが、グーグルを取り巻く環境は変化し続けている。筆者の見解で

は、グーグルはインターネット検索の分野では持ちこたえているものの、長期的な問題に直面している。検索がAIの応用分野の一つであるパーソナルアシスタントに包含される可能性があるからだ。

AIエージェントは、ユーザーからの簡単な指示に基づいてサーバーやPCおよびスマートフォン上で一連のタスクを自動的に遂行するソフトウェアだ。米半導体大手エヌビディア<NVDA>の最高経営責任者（CEO）であるジェンスン・フアン氏をはじめ、多くの専門家が2025年はAIエージェントの年になると予測している。ユーザーはある時点で、一連の検索を行う代わりに、AIエージェントにトピッ

クについて調査し報告するよう求めたり、最も低い価格で購入できる商品を見つけるよう指示したりするようになるだろう。

こうしたAIエージェントは、どのウェブブラウザからでもGoogle検索にアクセスでき、検索結果を自らのプロセスに組み込むことができるが、人間と異なり、広告をクリックすることはない。AIアシスタントサービスは、エージェントが出力する最終的なレポートからグーグルの広告をすべて切り落とし、独自の広告を挿入することさえできる。

グーグルが脅威を十分に認識しているのは確かで、検索結果のAIによる要約、大規模言語モデルGemini（ジェミニ）、データセンター向けのカスタムAI半導体などにみられるように、AI分野の幾つかの領域で開発競争を繰り広げている。グーグルもAIエージェントを投入すると思われるが、新たな分野で多くの挑戦者との競争を余儀なくされるだろう。インターネット検索における優位性は将来の成功を保証しない。

インターネット検索が置かれている状況はかつてのPC向けOSと似通っている

グーグルが現在置かれている状況は、1990年代半ばから2000年代初めにかけてマイクロソフト<MSFT>が置かれた状況と非常に似通っていると思われる。マイクロソフトは当時、PC向け基本ソフト（OS）のほぼ独占的なサプライヤーだった。2025年になった現在も、PC向けOSにおけるマイクロソフトのほぼ独占的な立場は続いているが、世界で数十億台も使用されているモバイルデバイス向けのOSは持っていない。

スマートフォンやタブレットの台頭でコンピューターの定義は変わった。スマートウォッチのような新しいウェアラブル機器がコンピューターの定義をさらに広げている。その結果、OSサプライヤーとしてのマイクロソフトの序列はグーグルとアップル<AAPL>に次ぐ3番手に低下した。

現在のグーグルと同様、当時のマイクロソフトも脅威を明確に認識していた。実際、最初のモバイル機器向けOSであるWindows CEを、iPhone（アイフォーン）が登場する11年前の1996年にリリースした。だが、Windows CEとその後継OSは、マイクロソフトの資金力と強力なブランド認知度に支えられているようにみえたにもかかわらず、勢いを得ることはなかった。

グーグルも巨額の研究予算を組み、高いブランド認知度を有し、AIの脅威に対する準備を長年にわたり進めてきた。具体的には、2011年に非公式のAI研究チームを立ち上げ、2012年からは多くの優秀な研究者を引き抜くために資金を注ぎ込み始めた。2014年には、AI研究の先端を走っていたディープマインドを買収した。

広告付きウェブコンテンツのビジネスモデルが脅威にさらされている

AIエージェントの脅威にさらされているのはグーグルだけではない。ソフトウェア開発者でAIブロガーのサイモン・ウィリソン氏は先週、筆者に次のように語った。「AIの調査アシスタントがユーザーに答えを返すまでの間、ユーザーがウェブページをクリックする必要はない。結果的に、そのサイトの広告収入は減少する。広告付きウェブコンテンツのビジネスモデル全体が脅威にさらされていると結論付けざるを得ない」。

皮肉なことに、AIエージェントがAIエージェントの存在を脅かす可能性もある。AIモデルの学習には人間が作成したコンテンツが必要であるからだ。サイトを運営する事業者が得る広告収入が減ると、コンテンツも少なくなる可能性が高い。

唯一確かなことは、AIによってウェブのあり方が、私たちがまだ予測できていない形に大きく変容するということだ。既に地位を確立している企業は、生き残るために機敏に行動しなければならない。

By Adam Levine
(Source: Dow Jones)

9. 株式市場はインフレに関して先走り過ぎている

[米国株式市場]

The Stock Market Is Getting Ahead of Itself on Inflation

FRBの目標を上回るインフレ率は市場の乱高下につながる可能性

CPIの発表を受けて株価上昇



Scott Olson/Getty Images

先週発表されたインフレ指標を受けて株価は急上昇した。問題は、この数字にあまり好感が持てないことだ。

先週の主要株価指数を見ると、S&P500指数は2.9%高の5996.66で引けた。ナスダック総合指数は2.4%上昇して1万9630.20、ダウ工業株30種平均は3.7%上昇して4万3487ドル83セントとなった。この動きは安堵感からの上昇ということになるのだろうか。S&P500指数は先週15日時点で、12月6日につけた終値の過去最高値である6090から約4%下落した水準にあったが、こ

こで大きく反発した。15日に発表された12月の消費者物価指数（CPI）の発表がきっかけとなった。

12月のCPIは前年同月比2.9%の上昇となって市場の予想と一致したが、11月の同2.7%上昇を上回るものだった。食品とエネルギーを除いたコアCPIは同3.2%の上昇と、市場の予想を0.1%ポイント下回り、11月の同3.3%上昇も下回るものだった。少なくとも、このコアCPIは一部の市場関係者が懸念していたものよりは悪くなかった。

インフレ率はFRBの目標を上回ったまま

現実として、インフレ率は米連邦準備制度理事会（FRB）が目標とする2%を大きく上回っている。総合CPIの前年比上昇率の過去3カ月平均は2.7%で、9月までの3カ月間の平均である2.6%を上回った。つまり、より長い時間軸で考えると、インフレ率のトレンドは低下ではなく、じりじりと上昇していることになる。確かに、FRBが好むインフレ指標である個人消費支出物価指数（PCEデフレーター）は、総合CPIをコンマ数%ポイント下回っている。しかし、PCEデフレーターもここ数カ月は上昇傾向にあり、依然として2%を上回っている。

Market Snapshot



その結果、FRBが積極的な利下げに踏み切る可能性は低くなっている。CMEグループのデータによると、現在フェデラルファンド（FF）金利先物市場では今年の利下げは1回のみと予想されており、年末のFF金利の予想は4%を超えたままだ。特に、トランプ次期政権が積極的な関税引き上げなどのインフレにつながるさまざまな政策を提案していることを考えると、利上げの可能性も依然として残されている。

FRBの政策が不透明なことから株価や債券価格の乱高下を予想する向きもある。インフレと金利が上昇する可能性が高い限り、債券利回りはそれほど低下しないだろう。プリンシパル・アセット・マネジメントのチーフ・グローバル・ストラテジスト、シーマ・シャー氏は「投資家が、数日間だけでなく、それ以上の期間にわたって納得できるようなシナリオを一度に求めるため、今後数回の経済指標の発表で市場は揺れ動くだろう」と書いている。

10年国債利回りの高止まりは株式にとってマイナス要因

その点に関して、米国債10年物の利回りは高止まりする可能性がある。現在は4.61%で、先週は低下したものの、ここ1カ月の売りでつけた4.5%という重要な水準を上回っている。インフレとFF金利の状況を考えると売り手がこの水準を維持することは容易で、これはS&P500指数を引き下げ、やや遅れて景気と企業利益の伸びを鈍化させるだろう。予想を下回る企業業績と債券利回りの上昇は、投資の選択肢として債券をより魅力的なものとし、投資家の株式に対する買い意欲を抑えることになる。現在、2025年の予想利益に対するS&P500指数の株式益利回り（株価収益率の逆数）は4.7%であり、投資家にとって債券よりも株式を保有するリスクに対する追加的な見返りが無い状況にある。

RBCの米国株式チーフ・ストラテジストであるロリ・カルバシーナ氏は、債券に対する株式の利回りの相対的な悪さが「厄介」に見え始めていると書いている。

S&P500指数の上昇が15日で止まって過去最高値を更新できなかった理由の一部はそれだ。代わりに16日は下落し、17日は上昇したが、15日ほどの勢いはなかった。FRBから失望的なコメントが出れば、再び売りの波が押し寄せる可能性がある。

シャー氏は「この水準では、脆弱性が増大するだけの展開になる」と話している。買い手は注意が必要だ。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

10. エネルギー市場が予測困難な理由 Oil Prices Are Up, But Oil Stocks Are Not. 原油高でも上がらないガソリン価格

[経済関連スケジュール]

米国でガソリンは供給過剰

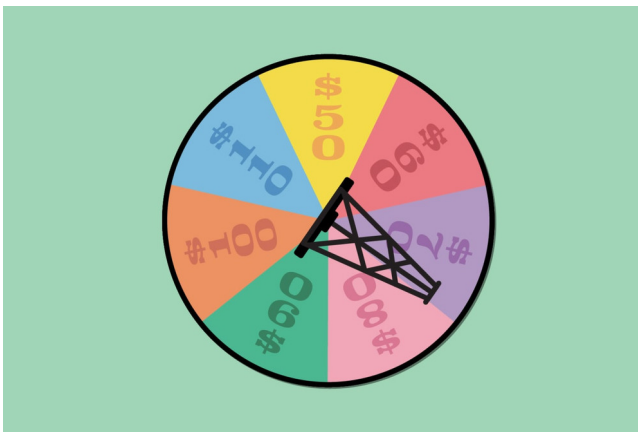


Illustration by Elias Stein

原油価格が上昇すると、投資家は通常、石油株やガソリン価格も追随すると考える。しかし、米国の原油価格は2025年以降これまで、12%上昇して昨年8月以来の高値水準となっているが、石油株と特にガソリン価格は、追いつくのに苦労している。

原油価格の上昇は主に、米国が新たにロシア産原油に制裁を科したことにより、世界的な供給不足を招く可能性が懸念されたからだ。一方、全米自動車協会（AAA）によれば、1月16日時点で米国の平均ガソリン価格は1ガロン当たり3.

10ドルと、過去1カ月でわずか8セントしか上がっていない。その理由は、ガソリンの供給過剰だ。米エネルギー情報局（EIA）は先々週、ガソリン在庫に600万バレルがさらに上積みされたと報告した。これは、精製業者が需要を上回る量を生産している兆しである。通常、ガソリン価格の約50%は原油価格の変動を反映し、15~20%は精製コストが占める。精製コストの低下が原油価格の上昇を相殺する場合もある。

一方、石油株は制裁による影響が原油価格ほど大きくないものの、ほぼ同程度である。2025年にエクソンモービル<XOM>の株価は約4.4%上昇している。また、上場投資信託（ETF）のエネルギー・セレクト・セクターSPDR<XLE>は9.7%上昇しているが、昨年11月下旬以降では1.6%下落している。ロシア産原油への制裁が石油株の買い材料になることはあまりない。ロシアがウクライナを侵攻して以来、制裁に関するニュースは一時的な原油価格の急騰を引き起こしたものの、ロシアが制裁回避の手段を見つけるに従い影響は薄れてきた。

仮に制裁が効果を発揮したとしても、石油輸出国機構（OPEC）とその同盟国が供給不足を補うために増産する可能性がある。OPEC加盟・非加盟産油国で構成する「OPECプラス」は、世界需要の5%を

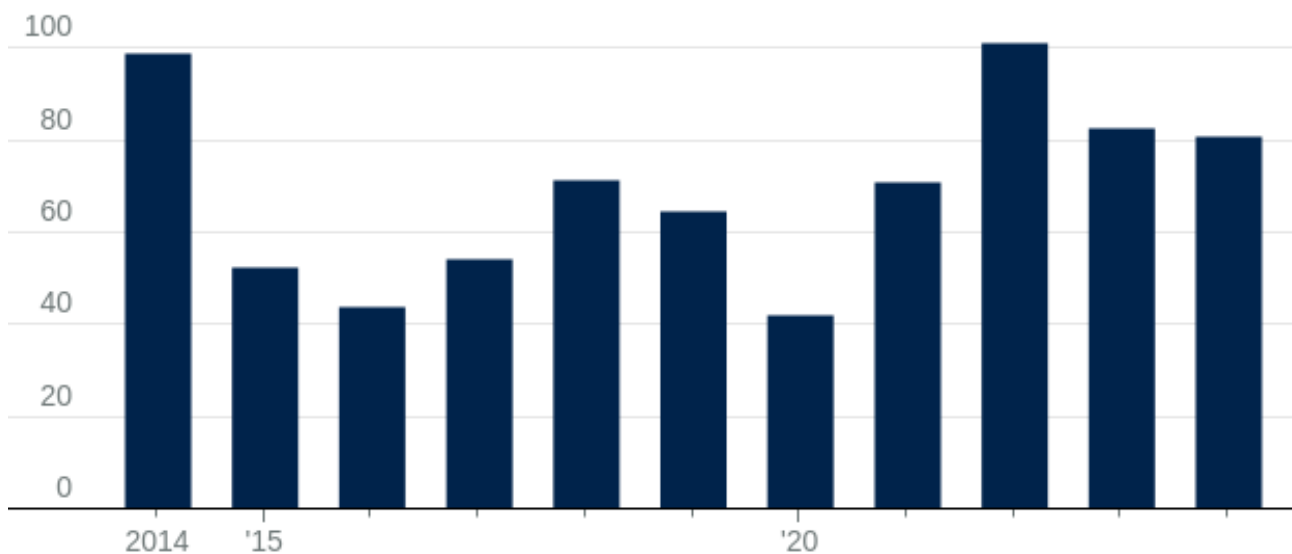
超える日量500万バレル以上を市場に供給せずに価格を支えてきたが、早ければ4月にも一部を供給すると表明した。そのため、価格が下落する可能性もある。

先週の出来事

Oil Shocks

Oil prices over the past decade have fluctuated significantly. Lately, they've had less impact.

\$120 per barrel



Source: Statista

市場動向

週明け当初、株式と債券の下落が拡大したが、新たな米国の対ロシア制裁の影響で原油価格とドルは上昇した。世界的に債券利回りが急騰した。一方、ロサンゼルスでは強風が山火事をさらに拡大させた。2024年12月の消費者物価指数（CPI）は前年同期比2.9%上昇したが、コアインフレの減速を示すデータが発表されたこと受け、債券利回りが低下し、株式市場は急騰した。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は3.7%上昇、S&P500指数は2.9%上昇、ナスダック総合指数は2.5%上昇した。

企業動向

- ・JPモルガン・チェース <JPM>、ウェルズ・ファーゴ <WFC>、シティグループ <C>、ゴールドマン・サックス <GS>の4大銀行が決算シーズンの幕開けを飾り、合計1000億ドルを超える利益を計上した。
- ・米連邦最高裁判所は動画投稿アプリTikTok（ティックトック）禁止法を承認したが、関係者はサービス停止を回避するため奔走した。
- ・米証券取引委員会（SEC）はイーロン・マスク氏が2022年に行ったX（旧ツイッター）買収提案をめぐり提訴した。
- ・米製薬大手のイーライリリー <LLY>は、肥満症治療薬「ゼブバウンド」の予想売上高が市場予想を下回った。
- ・アマゾン・ドット・コム <AMZN> 創業者のジェフ・ベゾス氏が率いる宇宙開発会社ブルーオリジン

ンの「ニューグレン」ロケットが軌道到達を果たす一方、イーロン・マスク氏が率いる米宇宙開発会社スペースXのロケットは打ち上げ後に爆発した。

・バイデン大統領はガザでの停戦を発表し、退任演説では「ハイテク産業複合体」への警鐘を鳴らした。

M&A（合併・買収）など

・医療・ヘルスケア企業のジョンソン・エンド・ジョンソン（J&J）＜JNJ＞は、メンタルヘルスと神経薬に特化したイントラセルラー・セラピーズ＜ITCI＞を146億ドルで買収することで合意した。

・メディア・インターネット企業のアイ・エー・シー（IAC）＜IAC＞は、住宅リフォームのアンジー＜ANGI＞をスピノフすると発表した。

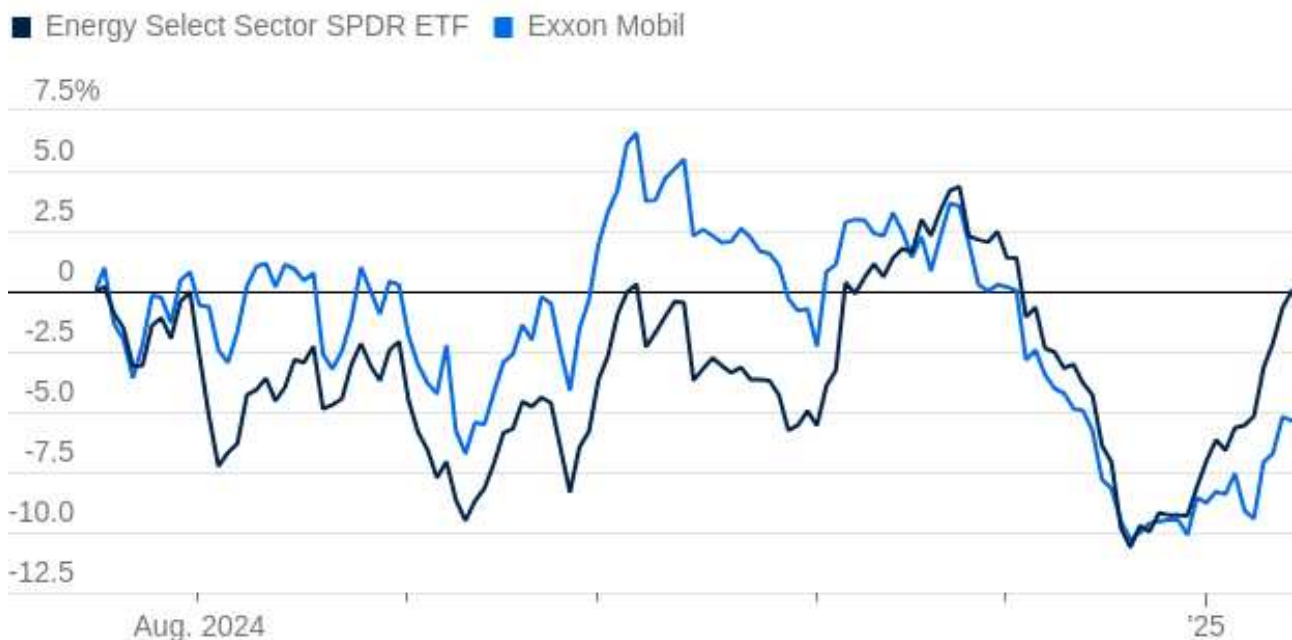
・日本製鉄＜5401＞は、バイデン大統領がUSスチール＜X＞の買収を阻止した後、トランプ次期大統領と協力することを望んでいる。

・フランスの試験・検査・認証会社ビューローベリタス＜BVI.フランス＞とスイスの競合SGS＜SGS N.スイス＞は、330億ドルの合併の可能性について協議に入った。

今週の予定

Unpredictable

Shares of Exxon Mobil and the Energy Select Sector SPDR have not responded to rising oil prices in 2025.



Source: FactSet

1月20日（月）

米株式・債券市場はキング牧師記念日の祝日で休場。

1月21日（火）

金融、テクノロジー、ヘルスケアを含む多くの大型株企業の業績発表が注目される。オンライン証券大手チャールズ・シュワブ＜SCHW＞と動画配信大手のネットフリックス＜NFLX＞が21日に第4四半期決算を発表するのに続き、22日には大手医薬品メーカーのアボット・ラボラトリーズ＜ABT＞、医

療・ヘルスケア企業のジョンソン・エンド・ジョンソン (J&J)、日用消費財メーカーのプロクター・アンド・ギャンブル (P&G) <PG>が決算を発表する。
23日には航空エンジンメーカーのGEエアロスペース<GE>とハイテク大手テキサス・インスツルメンツ<TI>がカンファレンスコールを開催。24日のクレジットカード大手アメリカン・エクスプレス<AXP>と通信大手のベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>の発表で週を締めくくる。

1月24日 (金)

日本銀行が金融政策決定会合の結果を発表。政策金利を0.25%引き上げて0.5%とすることが予想されている。しかし、日本円は対ドルで数十年ぶりの安値水準にとどまっている。

S&Pグローバルが1月の製造業およびサービス業購買担当者景気指数 (PMI) を発表する予定。コンセンサス予想では、製造業PMIが48.7、サービス業PMIが58.5と見込まれている。昨年12月は製造業PMIが49.4、サービス業PMIが56.8だった。

統計と数字

1.2%：2023年に米国のウイスキー販売額が2002年以来の減少。2024年1～9月の売上高はさらに4%減少。

24%：2024年の英サザビーズにおけるオークションおよび個人向け美術品の売上高が約60億ドル減少。

240億ドル：中国不動産開発大手の碧柱園 (カントリーガーデン) が遅れて報告した2023年の損失額。2022年の約4倍。

9920億ドル：中国の2024年の対世界貿易黒字、2018年の3倍。対米貿易が約3分の1を占めた。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

『バロonz・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

時事通信社

編集人

川田 重信（かわた しげのぶ）

大和証券入社後1986年から米国株式を中心に外国株式の営業活動に従事。ペインウェバー（現UBS）証券を経て2000年にエグゼトラストを設立。神戸大学経営学部卒業 米国ロチェスター大学MBA。

『バロonz・ダイジェスト』 2025/01/19
THIS WEEK'S MAGAZINE

発行 : Dow Jones & Company, Inc.
制作・監修・配信 : 時事通信社
編集
THIS WEEK'S MAGAZINE : エグゼトラスト
TODAY'S MAGAZINE : 時事通信社

お問い合わせ先（法人・個人の購読契約者様） : barrons@grp.jiji.co.jp

（ネット証券様の会員サイトで閲覧されているお客様は、ご契約先のネット証券様へお問い合わせください）

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

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

※図・表・データの無断使用を禁止します。

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

Copyright © 2025 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます