

# バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/08/31

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIJI PRESS



DOW JONES

1. 金融帝国シタデルの創業者ケネス・グリフィン氏に聞く - Citadel's Ken Griffin on Markets, the Fed, and Building His Firm for the Next Century [カバーストーリー] P.1  
ヘッジファンドとマーケットメーカーの二足のわらじ
2. 秋に向けての狙い目は割安株と出遅れセクター - Fall Should Be Colorful. The Stock Market Outlook Calls for Bargain Buys and More Gains. [フィーチャー] P.7  
利下げと財政刺激で、金融、工業、ヘルスケア、小型株に妙味あり
3. 投資下手な政府系ファンド、米国でも誕生か? - Most Sovereign Wealth Funds Are Poor Performers. The U.S. May Still Get One. [フィーチャー] P.12  
インテルなどに続き、ロッキードへの出資も検討
4. FRB理事に指名されたスティーブン・ミラン氏、関税、インテル、経済を語る - Stephen Miran Is Trump's Pick for Fed Gov. His Thoughts on Tariffs, Intel, and the Economy. [インタビュー] P.14  
トランプ政権の経済政策の立役者に聞く
5. アプティブの分割、投資家は買い時だ - Aptiv Is Breaking Up-and Investors Should Buy the Stock [注目銘柄] P.18  
年末までに100ドルに達する可能性も
6. 8月の最後は低調だったものの、9月の買い場に備える - Stocks End August on a Down Note. Prepare for a September Swoon. [米国株式市場] P.21  
9月は年間で最も悪い月だが、今年は買い場提供の可能性も
7. なぜこの狂った株式市場はジャック・ボーグルの『鉄則』を無視し続けるのか? - Why Does This Crazy Stock Market Keep Ignoring Jack Bogle's 'Iron Rule'? [コラム] P.23  
平均回帰を忘れた市場には何が待ち受ける
8. エヌビディアの事業基盤は盤石 - Nvidia Is Poised for Another Big Year. The Stock Remains Cheap. [ハイテク] P.26  
新世代のラック型サーバーが業績をけん引へ
9. セールスフォース株は大きく下落したが、今が買い時かもしれない - Salesforce Stock Has Had a Terrible 2025. It Might Be Too Cheap to Pass Up [ハイテク] P.28  
決算が反発に必要なきっかけとなる可能性
10. 地味に見てもハイテク大手よりも強い銘柄とは - Some Boring Stocks Are Beating Big Techs. Plus, You Can Sleep at Night. [経済関連スケジュール] P.29  
しかも投資家が安眠できそうな投資先はどれか

※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。

## 1. 金融帝国シタデルの創業者ケネス・グリフィン氏に聞く

Citadel's Ken Griffin on Markets, the Fed, and Building His Firm for the Next Century

ヘッジファンドとマーケットメーカーの二足のわらじ

[カバーストーリー]

## | 双頭の怪物

ウォール街で最も成功している企業は、飽くなき野望を持つ人々によって、強烈な追い風のもとで築かれてきた。数十年にわたる規制緩和の下、成長志向の最高経営責任者（CEO）がモルガン・スタンレー＜MS＞やバンク・オブ・アメリカ＜BAC＞といった企業を巨大金融機関へと変貌（へんぼう）させた。より最近では、金融業界における起業家が活況を迎えつつあったプライベート（私募）市場に着目し、プライベートエクイティ（PE）のブラックストーン・グループ＜BX＞やヘッジファンドのブリッジウォーター・アソシエイツ、ベンチャーキャピタル（VC）のアンドリーセン・ホロヴィッツを起業した。



Illustration by Patrick Leger

現在、金融界におけるテクノロジーの爆発的な成長を原動力とする、あまり注目されていないトレンドがある。ネット証券会社のインタラクティブ・ブローカーズ＜IBKR＞や金融サービス大手のサスケhana・インターナショナル・グループ、自己勘定トレーディング会社のジェーン・ストリート、そして何よりも億万長者ケン・グリフィン氏（56）が支配する急成長中のウォール街帝国シタデルといったデジタル重視の新たな有力企業の台頭だ。

シタデルは双頭の怪物だ。頭の一つは、ヘッジファンド事業のシタデルLLC（運用資産680億ドル）で、高パフォーマンスのマルチ戦略型旗艦ファンド「ウェリントン」で知られている。もう一つの頭は広範な市場を対象とするマーケットメーカーのシタデル・セキュリティーズで、株式やデリバティブに加え、現在は債券の比重が高まりつつある。シタデル（「要塞」の意味で、強さや保護の場所を示すことが、グリフィン氏がこの言葉を選んだ理由）は次世代巨大投資企業の基本モデルとなりつつある。ただし、シタデルは巨大組織ではなく、従業員数も経費規模も伝統的なウォール街企業に比べ、極めて小規模だ。グリフィン氏は現時点では満足しており、「世界で最も成功したヘッジファンドの一つを運営し、そしてシタデル・セキュリティーズが世界中の資本市場に大きな変革をもたらしつつあることに満足するとともに、誇りに思っている」と話す。

個別に見てみると、シタデルLLCの花形ファンドのウェリントン（上場投資信託=ETF=のバンガード・ウェリントン・ファンド＜VWELX＞や資産運用会社ウェリントン・マネジメントとは無関係）は、1990年の設定以降の年平均リターン（手数料控除後）が19.2%と、市場の平均リターンのほぼ2倍だ。1990年に100万ドルを投資していれば、現在は4億5200万ドルになっている計算だ。

グリフィン氏は、大半の時間をヘッジファンドの投資ポートフォリオに費やしていると話すが、より注目すべきは恐らくシタデル・セキュリティーズ（通称CitSec）だろう。CitSecは複雑で、時として物議を醸し、そして絶えず進化を続ける事業だ。アーケードゲームのパックマンのように資本市場を情け容赦なく駆け回って、オプションや株式、国債、社債の市場シェアをむさぼり、今や欧州やアジアへも進出している。例えば、最近ではモルガン・スタンレーの米国株オプションのマーケットメーク事業を買収し、その結果、マーケットメーク事業を展開する大手銀行は存在しなくなった。

CitSecによれば、米国株の全取引の25%（個人投資家取引の35%および1日450億件のオプション相場提示を含む）を扱っており、米国債とスワップの取引では上位3位のトレーダーの1社だ。1日に執行する想定元本額は6520億ドルに上る。

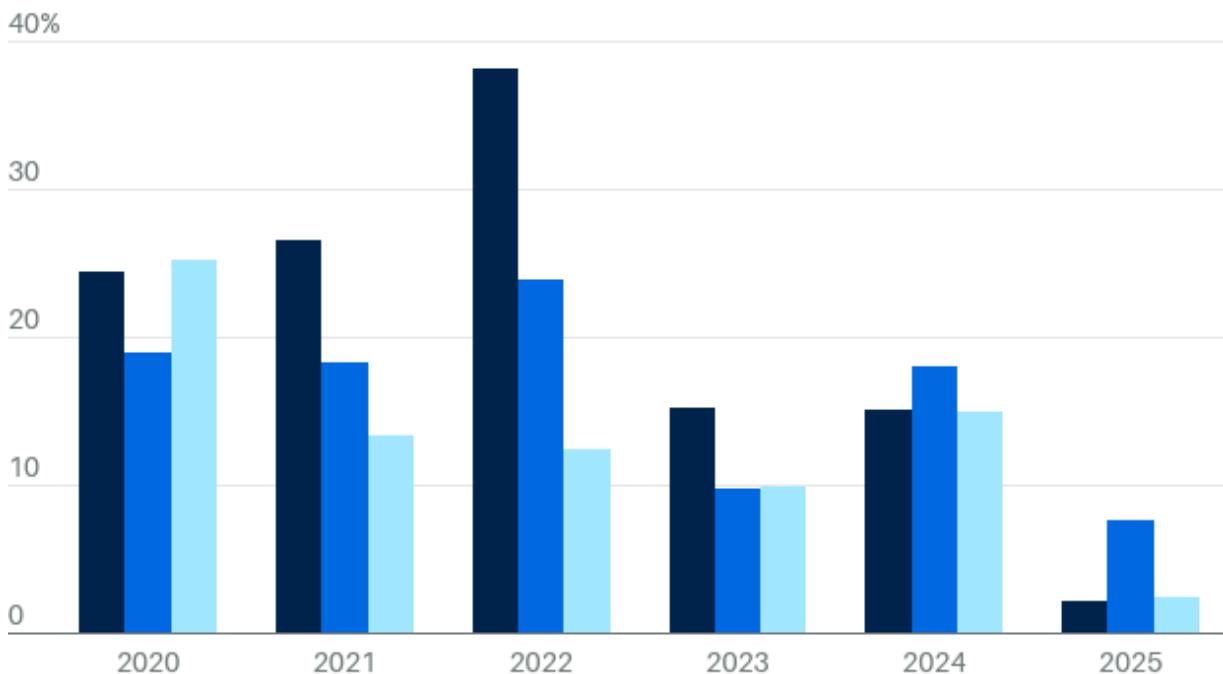
VCのセコイア・キャピタルのパートナーで、CitSecの取締役を務めるアルフレッド・リン氏は「シタデルは、大方の理解から大きくかけ離れた企業だ。数学や販売力、技術力を駆使し、ウォール街では従来使用されてこなかった手法でリスクの値付けを行っている」と話す。

## 強烈な個性

### In the Black

Citadel's hedge fund performance has been strong this decade versus its multi-strategy peers.

■ Citadel ■ D.E. Shaw ■ Millennium



Note: 2025 returns through June 30.

Source: Global Investment Report 2025 Annual Global Hedge Fund Survey

シタデルの成功にはテクノロジーが不可欠だったが、グリフィン氏の戦略も同様に重要だった。グリフィン氏は「ウォール街の既存勢力に正面から臨むべきではない。市場がどこへ向かうかを理解し、既存

勢力が来る前に自らのポジションを確立するようにすべきだ」と話す。電子取引が次第に普及したこと、シタデルは多くのトレーディング分野でゴールドマン・サックス<GS>やモルガン・スタンレーといった大手の一歩先に行くことが可能になった。

グリフィン氏はまた、多くの見出しを飾ってもいる。共和党支持者として、主に共和党の候補者や党是为了ために数億ドルを寄付し、特朗普氏を称賛し、また批判してきた。先週も本誌に対し「特朗普大統領には、米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長に対する攻撃で政治上のポイントを稼ぐことはできるが、最終的にはFRBの独立性が米国と世界の経済にとって極めて重要なことを理解してほしい」と語っている。

一方、グリフィン氏は、10億ドル超に上る不動産を含め、驚異的なペースで自身の個人ポートフォリオを拡大している。推定価値約10億ドルの美術コレクションにはピカソ、ゴッホ、ウォーホルの作品が含まれ、合衆国憲法、権利章典、奴隸解放宣言、修正第13条（リンカーン大統領が署名）など、計り知れない価値のある米国の希少な歴史的文書も購入している。そして、4500万ドルで購入したステゴサウルスの化石もある。

グリフィン氏の慈善活動は現在「グリフィン・カタリスト」という団体を通じて運営されており、その総額は20億ドルを超える。コロナ禍のワクチン開発やワクチン接種促進のための「ワープ・スピード作戦」の創設のための資金提供も含まれている。より流行に敏感な分野では、著名ユーチューバーのミスター・ビーストがグリフィン氏にテレビ番組「トゥディ」で名指しで要請したことを受け、ビースト氏の水に関する慈善事業に225万5000ドルを寄付した。グリフィン氏のある仕事関係者は「自身の富を何としても隠そうとする人が多い中、ケンにとっては自分がいかに裕福か世界に知らしめることが重要らしい」と話す。

グリフィン氏は目がくらみそうな世界にいる。何十億ドルにも上るヘッジファンド投資や、マーケットメーク活動、個人資産は、グリフィン氏が並外れた才能と、恐らくこれを上回る野心を持つ人物であることを示している。

グリフィン氏とグリフィン氏の会社は、これまでさまざまな摩擦、挫折、確執、罰金、失敗を経験してきた。ヘッジファンドは、世界金融危機の際に価値が55%減少し（90億ドルの顧客資金を失った）、存続の危機に陥った。CitSecは投資銀行業参入を試みて失敗し、規制当局とは幾度となく衝突している。しかし、30年以上を経てようやく事業の歯車がかみ合い始めた。

ブルームバーグによれば、10年前、グリフィン氏の純資産は61億ドルだったが、今では483億ドルに膨れ上がり、世界第31位の富豪となった。これは、ヘッジファンドからの分配金と85%の持ち分、およびマーケットメーク事業の80%の持ち分（3年前にセコイアに5%を売却した後の評価額は220億ドルだった）を合計した数値であり、不動産や美術品は含まれていない。

## 金融界のリアル・マドリード

シタデルLLCの最高執行責任者（COO）、ジェラルド・ビーソン氏やCitSecのパン・ジャオCEOなど、グリフィン氏の長年にわたる側近も相当な資産を築いている可能性が高い。ただし、シタデルで出世するのは容易ではない。グリフィン氏が求めているのは「優れたアスリート」であり、愚か者に居場所はない。



Bloomberg (2)

シタデルLLCの共同最高投資責任者（CIO）パブロ・サラミ氏は同僚に「ゴールドマン・サックスにいた頃、全力疾走していたつもりだったが、シタデルに来て全く次元が違うことが分かった」と語っている。シタデルの元幹部の一人は、自身のチームに対して「リアル・マドリードでプレーしていると思え。結果を出さなければ、ピッチに立てなくなる」と話したものだ、と語る。

CitSecのマット・キューレックCOOは「ここは、自分の能力に大いに自信があり、自らに挑戦したい人間が来るべき場所だ。サマーイン턴には10万人を超える応募があったが、採用率は0.4%だった。そして、正社員として戻ってきたのはその一部にすぎない」と語る。

フロリダ州出身のグリフィン氏は幼い頃から理数系分野に秀でており、ハーバード大学では3年で経済学の学位を取得した。グリフィン氏の経歴を巡るエピソードの中には、転換社債取引を行うためにハーバード大学を説得して寮の屋根に衛星放送アンテナを設置したなど、ウォール街の伝説になっているものもある。

ハーバード大学を卒業後、シカゴに移り、ヘッジファンド投資のパイオニア、フランク・マイヤー氏に師事し、ヘッジファンドを設立する際も資金援助を受けた。グリフィン氏は、これまでで最高のアドバイスをくれたのがマイヤー氏だとし、「大きく考えること」、「マルチ戦略プラットフォームを構築すること」を強く勧めてくれたと話す。グリフィン氏は3年前までシカゴにいたが、シカゴの犯罪やビジネス環境に嫌気が差し、会社をマイアミに移転させた。金融界で最も成功したフロリダ州南部出身者の凱旋（がいせん）だった。

事業を構築する際、グリフィン氏は数学やコンピュータサイエンスのバックグラウンドを大いに活用し、進化中のテクノロジーを応用した。ジャオ氏によれば、「高速・高頻度取引（HFT）」はシタデルの物理学者が自身で考案した戦略に付けた名称であり、シタデルが発祥だという。かつて、CitSecは主としてHFT企業として知られていたが、ジャオ氏は「HFTは今日のマーケットメーカーの中核的な能力の一つだが、ビジネスモデルとしての重要性は低下しつつある」と語る。

世界金融危機でヘッジファンドが危機に陥った後、グリフィン氏は総力を結集し、2012までにファンドを過去最高の水準まで復活させた。パフォーマンスは堅調だ。ウェリントンのこの5年間の年率ネッ

トリターンは23.6%だ。これに対し、S&P500指数の年率トータルリターンは14.5%だ。ウェリントンは過去8年間で250億ドル超を株主に還元したが、ファンドのリミテッドパートナーにとっては再投資先の問題があり痛しかった。

マルチ戦略型ヘッジファンドであるシタデルはポッド構造を採用しており、中央からの強力なコントロールの下、個々のマネジャーやマネジャーグループがそれぞれの戦略を追求している。単一の資産クラスや戦略、スタイルとの結び付きはないため、サラミ氏、グリフィン氏、および経営委員会はファンドの重点分野を柔軟に変更することができる。運用資産の2%という典型的な運用報酬の代わりにシタデルは従業員給与などの直接経費を「パススルー」する（最大7%に達する）。さらに、20%の成功報酬も発生する。シタデルが変わっているのは、スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）から投資適格格付を取得している点だ（5月1日現在、BBBマイナス、安定的）。

## 利益相反を巡る懸念

グリフィン氏がシタデルLLCおよびCitSecの所有者であるという事実が、特異な、そして利益相反の可能性がある構造を生む。両社の幹部は、両社間にコミュニケーションはなく、マーケットメーカー事業の取引情報がヘッジファンドサイドへ伝わることは一切ないとしている。両社はニューヨーク市など一部の都市で同じビルに入居しており、一部のバックオフィス機能やロゴさえも共有している。さらに、CitSecはマーケットメーカー事業の取引情報を（ヘッジファンドではなく）CitSec自身のために実際に使用している。

ジェーン・ストリートやバーチュ・フィナンシャル＜VIRT＞など他のマーケットメーカー（非銀行系流動性プロバイダーとも呼ばれる）と同様、CitSecも個人投資家や機関投資家から発注を受け、主として取引所で顧客の取引を執行するが、ダークプールなどの代替取引システムで執行する場合もある。シタデルはビッド・オファー間スプレッドで利益を得るが、より重要なのは、シタデルがそうした証券をヘッジやリスク軽減、自己勘定取引など、さまざまな戦略に活用できることだ。恐ろしく複雑で難解ながら、極めて収益性の高い事業だ。ブルームバーグによれば、CitSecの今年第1四半期のトレーディング純収益は前年同期比約45%増の34億ドル、純利益は同70%増の17億ドルだった。債券取引プラットフォームのトレードウェブ・マーケット（シタデルも使用）のビリー・ハルトCEOは、グリフィン氏が取引を決済しようとして、マーケットメーカーが当該取引の執行で大きな利益を上げていることに気付き、投資とマーケットメーカーの両方に従事すればもうかると語っており、それは正しかったと話す。

CitSecのマーケットメーカー事業には、2021年のゲームストップ騒動の際に厳しい目が向けられた「ペイメント・フォー・オーダー・フロー（証券会社が取引執行のために他社に取引を発注することで徴収する手数料）」事業も含まれる。シタデルはロビンフッド・マーケット＜HOOD＞やチャールズ・シュワブ＜SCHW＞などの個人向け証券会社から取引執行を受注する際に手数料を支払っている。株式市場に関する情報を提供するグローバル・トレーディングによれば、支払額は2025年第1四半期だけで3億8800万ドルに上り、他のどのマーケットメーカーよりも多い。大半がオプション契約に対するものだ。シタデルは、受注が最も多いのは執行力が最も優れているためであり、証券会社への支払いは本質的にスプレッドの一部をリベートとして支払っているにすぎないとしている。この支払いによって証券会社は超最低料率の提供や取引手数料の無料化が可能になり、それがさらなる取引につながり、ひいてはシタデルに恩恵をもたらす。

取引データ（シタデル固有のデータではない）はシタデルの巨大なデータベースに格納される。この約100ペタバイト（連邦議会図書館の全蔵書を上回る情報量）のデータベースには260人の博士号取得者がアクセスできる。この情報を利用することにより、シタデルのデータサイエンティストとトレーダーは証券間の非効率性や裁定取引の機会を特定し、リスクを回避しつつ取引を行うことが可能になる。ジャオ氏によれば、長期的な取引の場合もあれば、5億分の1秒単位で数千の小取引を実行するHFT戦略の場合もある。顧客取引のスプレッド、リスクの軽減、自己勘定取引は密接に絡み合っており、これらの取引による収益を「合理的に分類するのは不可能」だとジャオ氏は言う。

## 市場環境は追い風

最近の市場環境はCitSecにとって理想的だ。シティバンクによれば、年初から7月末までの1日当たりの平均出来高は過去最高の172億株を記録し、2017年の2.5倍超に達している。ミーム株ブームを反映し、株価5ドル未満の銘柄が年初来の全出来高の31.7%を占めている。また、期間24時間未満の株式オプション取引「ゼロDTE（ゼロ・ディ・トゥ・エクスピレーション）」も急増している。こうした取引すべてがシタデルの取引量増加につながる。

グリフィン氏は「株式相場は堅調に推移しているが、米国政府が巨額の財政赤字を抱えていることも背景にある。景気にとっては極めて大きな刺激となり、企業利益にとっても好ましい。これにドル安が重なり、追い風となっている」と話す。現在、株式市場が抱えている顕著な問題が一つある。人工知能（AI）に対して高まっている期待のうちどの程度が、生産性の向上やより豊かな未来といった形で現実に実を結ぶかという問題だ。

セコイアのリン氏は、シタデルには今後無限の可能性があるとし、「投資、トレード、マーケットメークのいずれも可能だ。数学を活用してトレードやより優れたリスクの吸収および値付けを自社で行ったり、顧客を支援したりできる。高度な分析やテクノロジーを提供できる。銀行や顧客にインテリジェンスを提供することも可能だ」と話す。

昨年ゴールドマン・サックスから移籍したCitSecのジム・エスピジト社長は「まだ序盤戦にすぎない。中核商品でさえもだ。株式は米国に偏っている。債券は始まったばかりだ。グリフィン氏やジャオ氏と地理的な拡大や商品の拡大について検討しているところだ。グーグルなどのグローバルプラットフォームからアポロ・グローバル・マネジメント<APO>のようなPE企業まで、当社はさまざまな企業の戦略的な対話パートナーとなっている」と語る。エスピジト社長は、シタデルが債券事業や欧州事業の拡大を推進する中、上位顧客や政府高官との密接な関係の構築を強化している。

CitSecのキューレックCOOは「世界的に不確実性が高まっており、その結果、適正価格発見のニーズが増加し、市場の活動も増加するだろうと」語る。また、個人向け取引、イベント（選挙、経済データ、政治的な決定）ベースのデリバティブ、暗号資産（仮想通貨）における強みに言及し、「当社はこうした機会が拡大すると考えている。他社が既に獲得している収益を時間をかけて取り込むとともに、将来的には全く新しい収益源を想定しており、その中には当社が積極的に創出していくものもある」と語る。

グリフィン氏は今も精力的に活動している。ある大手金融機関の幹部は「グリフィン氏と同年代でこれほどの成功を収めた人々の中には、欧州で結婚するといったことを始める者もいるが、グリフィン氏は他にはない情熱を今も持ち続けている。それが、こうした人々が成功した理由、今後も成功を続け

る理由だ」と語る。

巨大ヘッジファンド企業ブリッジウォーターのレイ・ダリオ氏や資産運用会社ブラックストーン<BX>のスティーブン・シュワルツマン氏といったウォール街の大物起業家の一つの世代が退場の時期を迎える中、グリフィン氏を先頭に、次の世代は今もなお加速を続けている。グリフィン氏は「われわれの現在地が、今後100年をかけて業界が向かう場所への素晴らしい出発点となる」と話す。こうした野心とデジタル化の追い風があれば、大胆に聞こえることも実現可能になるのかもしれない。

By Andy Serwer  
(Source: Dow Jones)

## 2. 秋に向けての狙い目は割安株と出遅れセクター

[フィーチャー]

Fall Should Be Colorful. The Stock Market Outlook Calls for Bargain Buys and More Gains.

利下げと財政刺激で、金融、工業、ヘルスケア、小型株に妙味あり

### マグニフィセント・セブンから割安セクターへのローテーション



Illustration by Grace Russell

年初に株式市場から目をそらしたとすると、絶好の買い場をみすみす取り逃がしたことになる。S&P500指数は、貿易政策の変更やトランプ大統領が「解放記念日」と称して発表した関税政策が懸念され、2月中旬から4月初旬にかけて19%下落した。しかし、ブルーチップ株で構成されるS&P500指数は、ダウ工業株30種平均(NYダウ)やナスダック総合指数とともに、史上最高値付近まで急速に値を戻した。S&P500指数は現在、米半導体大手エヌビディア<NVDA>、マイクロソフト<MSFT>、メタ<META>(旧フェイスブック)、半導体大手ブロードコム<AVGO>、データ分析ソフトウェアのパランティア・テクノロジーズ<PLTR>といった大型テクノロジー株の株価上昇が主導し、年初来10%の上昇となっている。

さて、ここからどこへ向かうのだろうか。今から年末にかけて値動きの荒い展開が見込まれ、S&P500指数は年末に現在の水準からやや上振れたところで着地すると予想する。投資家はマーケットリーダーの交代や上昇の裾野の広がりから利益を獲得できる可能性がある。

「マグニフィセント・セブン(M7)」の取引はアルファベット<GOOGL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アップル<AAPL>、マイクロソフト、メタ、エヌビディア、電気自動車(EV)大手テスラ<TSLA>への集中投資で、過去2年間主要株価指数の上昇をけん引してきたものの、ここにきて人気に陰りが出てきているように見える。投資家は代わりに、金融、資本財などの金利敏感セクター、ヘルスケアセクターの株価が大きく下落したバリュー株、小型株などに注目すべきだ。これらの株式のほとんどは大型テクノロジー株やその他のマーケットリーダーに比べて割安であるだけでなく、予想される利下げや、ホワイトハウスや議会の景気刺激策の恩恵を受ける銘柄もある。

多くの点で、市場が年初に直面していた課題は今も解消されないままだ。バリュエーションは相当に割高で、S&P500指数の今年の予想株価収益率（PER）は24倍と過去10年平均の20倍を上回る。桁外れの利益成長は一部の少数銘柄に集中している。

マグニフィセント・セブンの利益は今年24%の増益が見込まれる一方、S&P500均等加重指数の年間の利益成長は7%を下回る見通しだ。人工知能（AI）に対する熱狂を背景に桁外れの利益成長見通しから相場上昇をけん引してきたが、足元では予想PERは30倍超とバリュエーションはかなり割高な水準になっている。

ヘネシー・ファンズでバイス・プレジデント兼ポートフォリオマネジャーを務めるL.ジョシュア・ウェイン氏は「エヌビディアやマイクロソフトなどの株価が必ずしも完璧な状況を織り込んでいるとは言い切れないものの、ちょっとしたきっかけで株価が下落しやすい状況にあることは確かだ。利下げ期待がなければ、これらの株価のバリュエーションを正当化することは難しい」と語る。

ジャニー・マネジメントの最高投資ストラテジスト、マーク・ラスキニ氏は、S&P500指数が近い将来600に達すると見ているが、現在の水準からわずか2%の上昇にすぎない。ラスキニ氏は「市場にはまだ上昇余地があるが、テクノロジー株はこれまでのようなペースで上昇し続けることはできないだろう。ということは、調整に備えるべきだ」と話す。

一方、小型株やS&P500指数の他のセクターの利益見通しは急速に改善しており、2026年は2桁成長も見込まれる。ホワイトハウスが「一つの大きく美しい法案」を通じた減税など景気刺激策に目を向げ始め、米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は、8月に開催されたカンザスシティ連銀主催の年次政策シンポジウム、ジャクソンホール会議で、今年の後半、早ければ9月に利下げに踏み切ることを示唆した。

### 利下げや景気刺激策から追い風を受けるセクターに注目

モルガン・スタンレー・インベスト・マネジメントのポートフォリオ・ソリューションズ・グループの最高投資責任者（CIO）、ジム・キャロン氏は「経済がちょっと落ち込んだだけのタイミングで、政府からリセッション（景気後退）型の対策を得られそうだ。市場にとって、これはかなり強気になることのできる組み合わせだ」と指摘する。

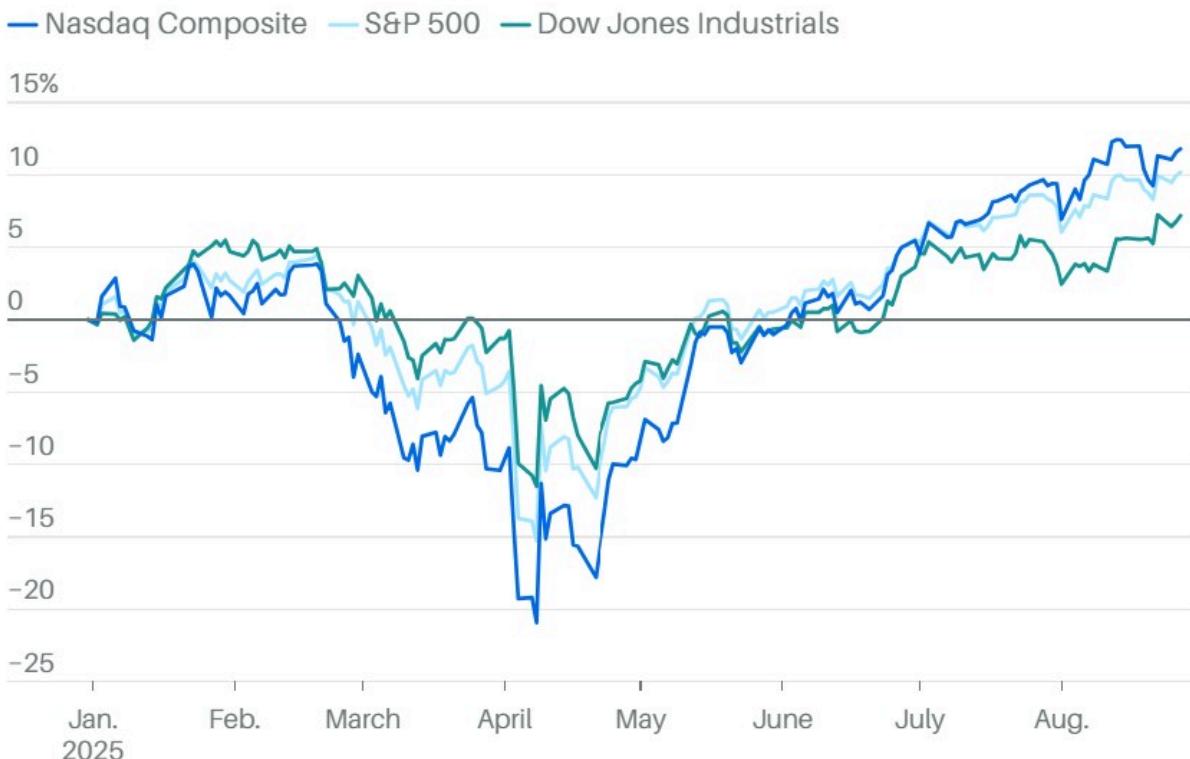
ニューバーガー・バーマンのウエルス部門のシャノン・サコシアCIOは、投資家に対して市場で注目されていないセクターへのローテーションを進めるようアドバイスする。サコシア氏は「今、関税が思ったほど厳しくなったことから相場が上昇している。減税、規制緩和、金利低下も支援材料になる。これらを背景に勢いは継続するはずで、取引対象を広げるべきだ」と語る。

とはいっても、力強い経済成長につながるとも言い切れない。コンファレンスボードは2026年の米国内総生産（GDP）成長率を1.3%と予想しており、FRBが6月に発表した最新の1.6%の成長見通しを下回る。同時に、関税の影響もあり、インフレは高止まりする可能性が高い。物価高は個人消費および企業利益を抑制する恐れがある。

また、市場はマグニフィセント・セブンを除けば割高ではない。上場投資信託（ETF）のインベスコS

## On the Rebound

The major U.S. stock indexes have recovered from an ugly selloff in March and April, and recently made new highs. The Nasdaq Composite leads the group with a 12% gain year to date.



Source: FactSet

&P500イコールウェイトETF<RSP>の予想PERは19倍を下回り、時価総額加重平均指数であるS&P500指数に対して通常よりディスカウント幅が大きくなっている。サコシア氏は株価指数が足元から徐々に上昇すると見込むが、金融や資本財などの景気敏感セクターへの投資を勧める。

特に、金融や資本財の小型株は米国経済全体の成長に拍車をかけるであろう財政刺激策および金融緩和の組み合わせから恩恵を受けやすい。

アメリカン・センチュリー・インベストメンツのシニア・インベストメント・ディレクター、マイク・ロード氏は「AIが経済を支えてきた一方、住宅、建設、運輸、貨物のセクターがほぼリセッション水準にあった。トランプ政権はあらゆる手段を講じて、経済のテクノロジー分野以外を成長させようと躍起になっている」と語る。

ロード氏のお気に入りは、UMBファイナンシャル<UMBF>やホーム・バンクシェアーズ<HOMB>などの地銀株で、いずれも今年の予想PERは13倍未満だ。資本財株では、建設機械のレンタル企業ハーフ・ホールディングス<HRI>、産業廃棄物企業のクリーン・ハーバーズ<CLH>、貨物輸送のナイト・スイフト・トランスポテーション・ホールディングス<KNX>を挙げる。

ヘルスケア株もバリュエーションは魅力的だ。iシェアーズ米国ヘルスケア・プロバイダーETF<IHF>のパフォーマンスは年初来ほぼ横ばいで、向こう12カ月の予想PERは16.5倍だ。ヘッジアイ・

アセット・マネジメントのポートフォリオマネジャー、サム・ラーマン氏は、顕微鏡、分光計およびその他分析機器を製造する医療機器企業のサーモ・フィッシャー・サイエンティフィック<TMO>は予想PERが約22倍で割安だと語る。ラーマン氏は「ヘルスケアはパフォーマンスがさえなかったが、改善余地はある。セクターとしてはネガティブなニュースは織り込み済みの水準にあるかもしれない」と話す。

ファースト・イーグル・グローバル・ファンドのマネジャー、ジュリエン・アルバーティニ氏もメドテック（医療技術）企業を気に入っている。注射器、注射針、カテーテル、輸液ポンプのメーカー、ベクトン・ディッキンソン<BDX>を保有する。ベクトン・ディッキンソンの予想PERは14倍未満だ。アルバーティニ氏は「ベクトン・ディッキンソンは、シンプルで予想しやすく、ディフェンシブな事業で多額のキャッシュフローを生み出す」と語る。

ヘネシーのウェイン氏は消費者が損をする方に逆張りするのもやめた方がよいと言う。地域の食料品店を展開するワイス・マーケット<WMK>や不動産仲介のコンパス<COMP>は魅力的で、FRBが予想通り9月に利下げを行い、年内および2026年にかけて何度か追加利下げを継続すれば需要が増え、恩恵を受けるはずだ。ワイスはウォール街のアナリストのカバレッジがないが、過去12カ月の利益に対するPERが18倍、2025年の非GAAPベースの予想利益に対してPER27倍だ。

ヘッジファンド、バリュー・ワークスのチャールズ・レモニデスCIOは、食品配送サービスのインスタカート<CART>を勧める。インスタカートは、ウォルマート<WMT>やアマゾンとの競争懸念から過度に売られてきたと指摘。予想PERは23倍、2023年9月の上場以来の最低に近い。レモニデス氏は「インスタカートはバリュエーションがピーク時から大幅に低下した、とてつもなくすばらしい事業だ」と語る。

## 米国外のグローバル株式市場も狙い目

米国以外の株式もAI取引の代替投資として面白い。国際市場の幾つかでは上昇相場はまだ始まったばかりだ。iシェアーズMSCI EAFE<EFA>は欧州、豪州、アジア、極東の先進国株式市場に追随するが、年初来で21.5%上昇しており米国株をアウトパフォームしている。それでもPERはわずか16倍だ。

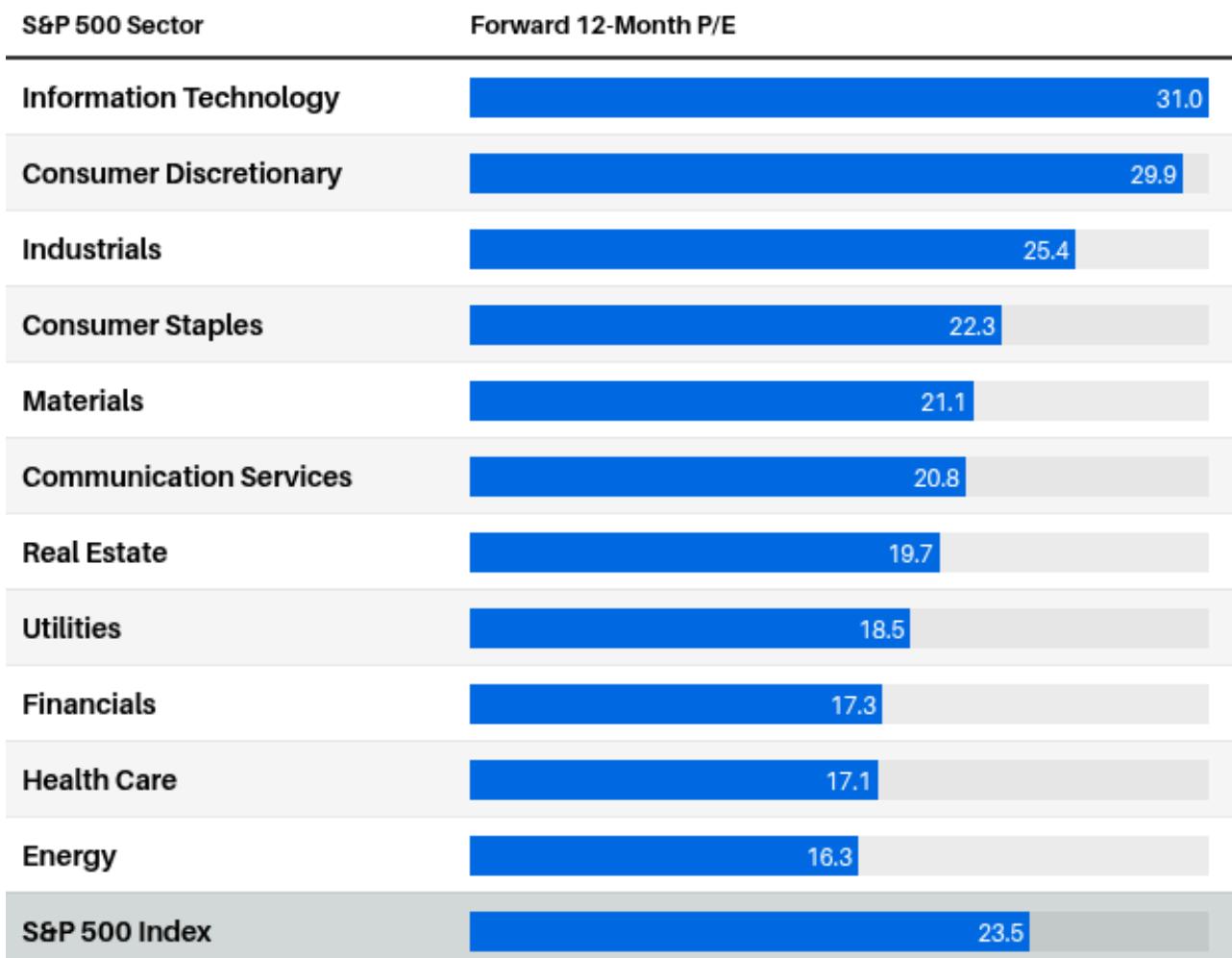
ファースト・イーグルのアルバニ氏は韓国のテクノロジー大手、サムスン電子<005930.韓国>を保有しており、半導体ブームの需要の恩恵を受けると見ている。予想PERは16倍とエヌビディアの予想PER40倍に比べ大幅に割安だ。

サターナ・キャピタルのスコット・クリモCIOは、保有する2銘柄を挙げる。イタリアの電気ケーブル製造企業プリズミアン<PRY.イタリア>と日本の電線メーカー、フジクラ<5803>だ。両社を通じて、多くの米国のインフラ企業よりもはるかに手頃なバリュエーションでAIデータセンター構築のトレンドに対するエクスポージャーを得ることができる。プリズミアンの予想PERは20倍、フジクラの予想PERは約28倍だ。

今年、債券市場は株式市場に比べはるかにボラティリティ（変動率）が抑えられており、債券価格は株価に影響を与えた混乱にもかかわらず小幅ながら上昇している。ベンチマークのiシェアーズ・コア米国総合債券ETF<AGG>は約2.5%上昇しており、昨年の約3%下落から反転している。

## Room to Grow

Eight of the 11 S&P 500 Industry sectors trade for less than the Index-level price/earnings ratio of 23.5 times the next 12 months' expected earnings. Tech leads the Index at 31 times forecasts, while energy brings up the rear at 16.3 times.



Source: Bloomberg

米10年債利回りは、トランプ大統領が「解放記念日」の関税政策を発表した4月上旬に一時的に4%を割り込んだが、2025年のほとんどの期間を通じて約4.2~4.7%のレンジ内で推移している。

今年はここまで、金や銀などコモディティ（商品）のパフォーマンスはすばらしく、ビットコインやイーサリアムのような暗号資産も値動きは荒いが、大きく上昇している。マグニフィセント・セブンが押し上げたインデックスファンドだけを買う意味は薄れた。むしろそれ以外のあらゆる資産を買うのがより賢明だ。

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

## 3. 投資下手な政府系ファンド、米国でも誕生か？

Most Sovereign Wealth Funds Are Poor Performers. The U.S. May Still Get One.

インテルなどに続き、ロッキードへの出資も検討

[フィーチャー]

## 投資ファンド化へと進むトランプ政権



Fredrik Solstad/Bloomberg

トランプ政権は、半導体大手インテル<INTC>の株式9.9%を保有し、他の半導体メーカーと防衛企業にも食指を動かそうとしている。意図せずして政府系投資ファンド（SWF）を形成する方向に進んでいるように見える。ただ、世界のSWFの成果は、これまでのところ芳しくない。

ニューヨーク州立大学バッファロー校経営学部の金融学教授、ベリコ・フォタク氏は「他国はSWFを通じて自国経済に影響力を及ぼすことができる」と語る際、トランプ大統領の口ぶりはどこかうらやましげで、羨望（せんぼう）を帶び

ている」と語る。

フォタク教授は長年、SWFを研究してきた。フォタク教授や他の研究者の調査によれば、ほとんどのファンドは無関心な投資家で、開発やイノベーションを推進することが苦手だ。

ホワイトハウスは2月に本物のSWFを提案したが、棚上げとなった。しかしトランプ政権は、レアアース採掘・処理会社MPマテリアルズ<MP>の株式15%やインテル株を取得している。さらに、米半導体大手エヌビディア<NVDA>とアドバンスト・マイクロ・デバイセズ<AMD>の中国での半導体売上高の15%を得ることになる。国家経済会議（NEC）のケビン・ハセット委員長は、2022年の390億ドル規模のCHIPS・科学法（CHIPSプラス法）に基づく助成金を受けた他の半導体メーカーからも株式を取得することを政府が検討中だと述べた。

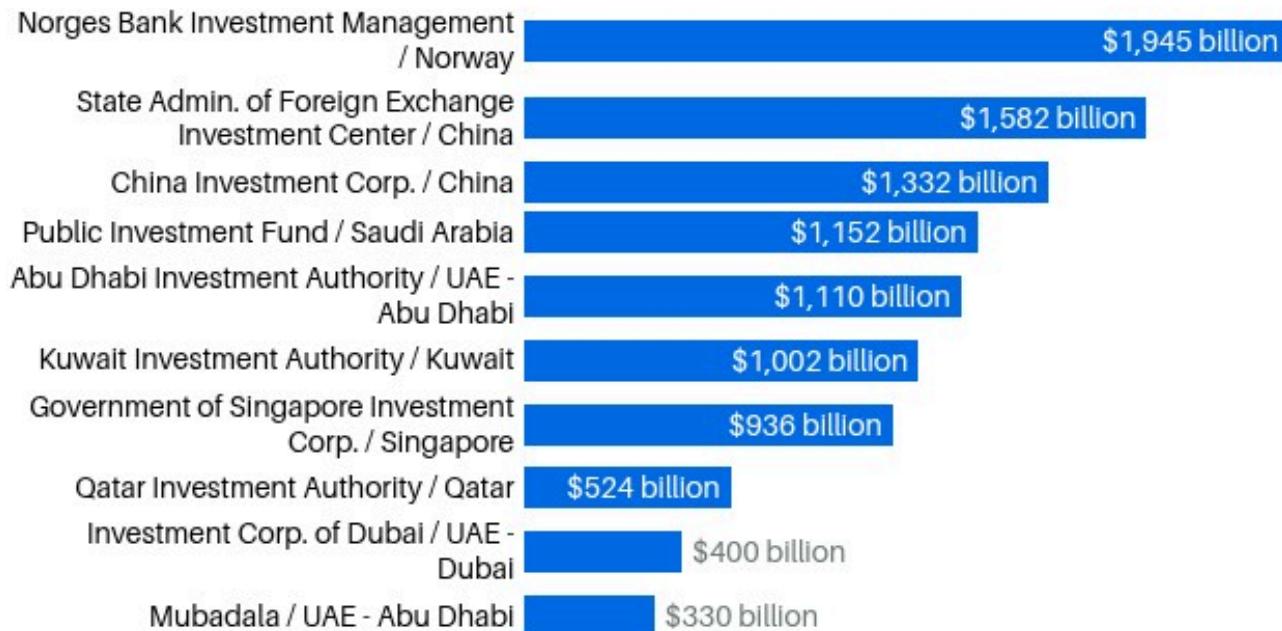
ハワード・ラトニック商務長官は8月26日朝、航空宇宙大手のロッキード・マーチン<LMT>のように売り上げの大部分を政府契約から得ている防衛企業についても、政府が株式を取得する可能性があると述べた。本誌の問い合わせに対し、商務省は回答しなかったが、ロッキードは「われわれは国家の防衛を強化するために、トランプ大統領および政権との強固な関係を継続していく」と語った。

オクラホマ大学の金融学教授のビル・メギンソン氏は「米政府によるSWFは本当に愚策だが、実現の時が来てしまったのかも知れない」と話す。メギンソン教授は事実上の米国SWFについて「どれほど透明なものになるのか。また、どれほど政治化されるのか」と疑問を呈した上で、「共和党政権が作った前例によって将来の民主党政権でより積極的に政府所有へ進むことになるのでは」と懸念している。

世界の政府系ファンド、資産総額は10兆ドル

## Heavy Hitters

Many of the biggest sovereign funds are funded by oil money.



Source: Global SWF

100を超える国々が何らかの形のSWFを運営しており、資産総額は10兆ドルを超える。ほぼ半分が石油など天然資源の収入で賄われている。その多くは、貿易黒字により国内経済に過剰な資金が生じるのを防ぐとともに、将来、石油が枯渇したときに備えて投資するように設計されている。他のSWFは開発を重視している。

これらの国々には、投資資金を賄える財政収支と貿易収支の黒字がある。米国は両方で赤字を抱える一方、熟練したベンチャーキャピタル産業と巨大な金融市場が存在する。

SWFのほとんどは財務内容を公表していない。クウェートでは、クウェート投資庁に関する情報の公的開示は違法行為だ。メギンソン教授は、こうした秘密主義の一因はファンドがあまり優れた投資家ではないからだと語る。

メギンソン教授はまた、政治的干渉が原因で投資のパフォーマンスが悪化することがあると述べた。同氏によれば、サウジアラビアのパブリック・インベストメント・ファンド（PIF）は、国内の「馬鹿げた」不動産や産業開発プロジェクトに投資してきた。一例として、サウジアラビア政府が砂漠の中に建設を構想し、全長110マイル、人口900万人を収容する垂直型未来都市「ザ・ライン」を挙げる。PIFは本誌の問い合わせに回答しなかった。

ノルウェーのSWFは例外的存在だ。1996年以来、資産はほぼ2兆ドルに成長した。政府年金基金グローバル（通称オイルファンド）のウェブサイトには、保有資産や投資成果に関する監査済み情報が豊富に掲載されている。ファンドのプロの運用担当者は政治から切り離されており、運用方針のわずかな変更にも議会での特別多数の賛成が必要だ。

シンガポールのテマセクは1974年、シンガポール航空のような国営企業の持ち株会社としてスタートし、その後、資産がシンガポール国内を超えて拡大するにつれて海外展開していった。財務省に代わって資産を管理するテマセクのポートフォリオは年率14%で複利成長し、資産規模は3250億ドルに達した。政府はテマセクの理事会に関与せず、シンガポール憲法はファンド準備金を取り崩すような取引に対して大統領の承認を義務付けている。

### 米国の模範はシンガポールのテマセク

メギンソン教授は「これこそ、米国がSWFを運営するに当たって採用するべき、恐らく採用するであろうモデルだ」と説明する。しかし、テマセク型のモデルを模倣するには、米国は投資先を半導体と防衛以外に多様化する必要がある。加えて、高水準の債務を抱える米国では資金をどこから調達できるのか不透明だ。

政府当局者は、インテル、MPマテリアルズ、今後対象となり得るその他企業に対する政府の出資が、戦略的資源の確保、イノベーションの促進、産業開発の推進に寄与すると説明する。

残念ながら、政府がテクノロジー分野で勝者を選ぶのが不得手なことは証明されている。欧州の各国政府はイノベーションに多額を投じたが、フォタク教授らの研究によれば、その結果として生まれた特許の価値は、民間部門よりもはるかに低かった。

ハセット委員長は8月27日にCNNの番組に出演し、ホワイトハウスはバイデン前政権のCHIPSプラス法に基づく補助金の一部費用の回収も望んでいると述べた。ハセット委員長は「国家安全保障のためにインテルに成功してもらう必要がある。株主を納税者に置き換えることにより、CHIPSプラス法に関するコストの削減を支援するのは大いに理に適っている」と語った。

とはいっても、インテルやロッキードのような企業への民間資本は米国では不足していない。そのためフォタク教授は、トランプ政権による株式取得の真の狙いは、国内経済に対する政治的影響力の強化ではないかと疑っている。

By Bill Alpert  
(Source: Dow Jones)

## 4. FRB理事に指名されたスティーブン・ミラン氏、関税、インテル、経済を語る [インタビュー] Stephen Miran Is Trump's Pick for Fed Gov. His Thoughts on Tariffs, Intel, and the Economy.

トランプ政権の経済政策の立役者に聞く

### 賛否両論の経済政策を推進

トランプ大統領は8月7日、大統領経済諮問委員会（CEA）委員長を務めるスティーブン・ミラン氏を、米連邦準備制度理事会（FRB）理事の空席を短期的に埋める候補者に指名すると発表した。政権は、9月16～17日の連邦公開市場委員会（FOMC）前に上院がミラン氏の候補者承認投票を行うことを望んでおり、現在指名手続き中のミラン氏はFRBに関する質問には応じていない。



PHOTOGRAPH BY GREG KAHN

入の影響を巡る議論は紛糾している。

ハーバード大学で経済学を修め、複数の投資会社を経て2020年に財務省上級顧問を務めたミラン氏は、3月に上院承認を得て現職に就いて以来、これら全てで中心的な役割を果たしてきた。

以下は8月25日に本誌がミラン氏にインタビューした内容の編集版である。

### ■ インテルへの出資はバイデン政権の責任

本誌：トランプ大統領は今週、米国政府がインテルと同様の形で、より多くの企業の株式取得に関心を持っていると発言した。政府による出資が予想される特定の企業はあるか？

ミラン氏：まだ何とも言えない。だが、（米国の半導体製造能力を増強する）CHIPS法に基づくインテルへの補助金・融資のように、米国納税者が半導体企業を支援するために特殊な手段を講じている以上、納税者を保護する必要があるという論理が成立する。株式という形でアップサイドのエクスポージャーを提供することは、納税者のための政府資源の適切な管理といえる。

Q：それは経済やインテルのためになるのか？

A：この資金は既に支出済みだった。政策上の問題は前政権で決着がついている。

Q：政府系投資ファンド（SWF）構想の背景には何があるのか？本格的な検討がなされているのか？

A：正式な意味ではまだだ。大統領が交渉した貿易協定の中には、外国政府が米国政府と協力して米国に投資するという実質的な約束が含まれている。SWFは正式にはまだ誕生していないが、それに似たものが具体化し始めている。

Q：多くの人には、政府が勝者と敗者を選別しているように見えている。それに同意するか？

A：CHIPS法を通じた米国政府からの支出は前政権下で実施されたものだ。勝者と敗者を選別する試みは既に行われていた。融資の一部は失敗に終わった。だからこそわれわれは、それらの失敗した試みを修正し、納税者にアップサイドをもたらそうとしている。

トランプ大統領が就任初年度に実施した経済政策全体の中で、この件は数十億ドル規模の話だ。われわれがしてきたことは勝者と敗者の選別ではない。普遍的な経済政策を通じて、米国を投資・事業拡大・雇用において世界最高の場所にすることで、米国の競争力を高めることだ。これは数兆ドル規模

トランプ大統領はまた、8月25日に解任を表明したリサ・クック理事の長期ポストについてもミラン氏を候補として検討している。クック氏は解任について異議を唱えている。

幸い、ミラン氏が語れる話題は他にも多くある。半導体大手インテル<INTC>への融資や助成金を10%の株式持分に転換した最近の大統領の決定もその一つだ。他にも関税や、雇用統計の下方修正を受けて8月1日に労働統計局長を解任した決定など、トランプ大統領の経済への介入の影響を巡る議論は紛糾している。

の話になる。

われわれは産業政策を有していないとよく批判されるが、われわれには産業政策がある。それは関税、規制緩和、設備投資の全額償却、そしてエネルギー供給の安定だ。

Q：「米国は産業政策を持つべきではない」という批判もある。政府が経済に介入するべきでないという考え方には、共和党の伝統的立場として長年維持されてきた。

A：国家安全保障の観点からは、産業政策の必要性が主張される。1990年代には地政学上の敵対者が存在しなかつたが、われわれが生きているのはそのような時代ではない。われわれには地政学上の敵対者が存在するし、経済が国家安全保障を支え、特定の重要資源を自給できるようにすることが重要だ。それを実現する産業政策は正当化される。

問題は、それを勝者と敗者の選別によって実現するのか、それとも民間セクターが投資する強いインセンティブが働く環境を整える手法で実現するのかだ。

トランプ政権1期目の「ワープスピード作戦」は、産業政策として尋常でない成功を収めた。だが勝者と敗者を選別したわけではない。問題を解決するイノベーションをもたらした者に多大な見返りを提供することで機能した。

## ■ 関税のインフレ影響は

Q：関税がもたらす物価上昇が一時的であるか持続的であるかを巡っては議論がある。ミラン氏は持続的な上昇を予想していないが、その違いをどう見分けるのか？

A：現時点では関税がインフレ要因となっている証拠はないと考えている。物価指数における全製品の構成要素を分析し、各製品の国内調達比率と海外調達比率を精査した上で集計した。その結果、輸入品は国内生産品に比べて相対的に安くなっていることが判明した。これは関税がインフレ圧力となっている場合に予想されるのと逆の現象だ。

国際的に見ても、米国の物価は貿易相手国と同様の動きを示している。英国、カナダ、メキシコでも同じ傾向が見られている。現時点で関税がインフレの重要な要因であるとは考えにくい。

実質的なインフレが発生しないと予測する強力な経済的根拠がある。第一に、仮に価格が米国に転嫁されたとしても、それは税制変更にすぎない。最も近い事象として、国が付加価値税（VAT）を変更する事例は数多く存在する。人々はVATの存在を理解し、それに応じて価格が変化した事実を認識する。それは税制変更であり、その後も生活は続き、実質的な変化は生じない。

強調するが、現時点で価格転嫁はあまり確認されていない。時間の経過とともに、輸出事業者が関税を吸収する実態が明らかになるだろう。だが仮にこれによって米国内の物価が上昇したとしても、VATの事例が示す通り、それは一過性の現象にすぎない。

Q：フォード＜F＞は関税関連コストが上半期に8億ドル発生し、通年では20億ドルを見込んでいると発表した。これは価格転嫁のように思えるが。

A：人は何が起ころうと他者のせいにしようとするものだ。フォードがそう主張するからといって、それが真実とは限らない。私だって経営上の問題に直面すれば、関税のせいにしたくなるだろう。

当然ながら、われわれはフォードに成功してほしい。だからこそ全額償却、規制緩和、エネルギー供給の安定といった政策を推進している。企業が経験する悪いことを全て関税のせいだと言いながら、良いことが他の政策変更のおかげではないと言うのはばかげている。もし「一つの大きく美しい法案（One Big Beautiful Bill）」と規制緩和とエネルギー供給の安定によって企業利益が激増したら、企業はそれを政策のおかげだと言うだろうか。いや言わないだろう。彼らは自社の優れた経営のおかげだと言うだろう。

## 労働市場の大幅な回復を予想

Q：現在の労働市場をどう評価するか？

A：労働市場はかなり良好な状態だ。大規模な解雇の兆候は見られない。先ほど述べた政策に基づき、今後活動が活発化すると考えられる十分な根拠がある。

上半期に見られた雇用率の低下は決して好ましいものではなかった。幸い、人員削減や解雇は増加しなかった。ここから労働市場は著しく改善すると予想している。

Q：移民人口の減少に経済はどのように反応していると思うか？ピュー・リサーチ・センターによると、過去6カ月間で150万人の移民が（純減で）米国を去っている。

A：経済にとっては極めて良いことだ。移民労働者が米国の労働者と競合し、米国人の賃金を押し下げるという豊富なエビデンスがある。われわれは労働市場に米国人の強い需要が存在することを望んでいる。

移民と競合するのは誰かといえば、新卒のスキルがあまり高くない若者だ。彼らがキャリアの第一歩を踏み出し、最初の職を得てキャリアをスタートさせる足掛かりを得られることが重要だ。

何百万人もの労働者を輸入することで同時にやっているのは、物価を押し上げながら米国人の賃金を押し下げるのことだ。

われわれの国境政策は、法と秩序、安全保障の面で抜本的な変化をもたらすだけでなく、米国人がより良い形でキャリアの道を歩み始めることを可能にするだろう。国境政策は住宅の需給バランスにも影響するため、インフレ抑制効果も持つ。

Q：トランプ大統領は7月の低調な雇用統計が発表された後、労働統計局長が数字を改ざんしたと非難して解任した。そのような証拠がない状態で、人々は今後の労働統計を信頼するだろうか？

A：月次推計値の修正幅がますます大きくなっているという意味で、データの信頼性は低下してきた。政権が積極的に対策を講じようと決断したことを喜ばしく思う。データの信頼性向上を本当に期待している。統計の有用性は低下している。回答率の低下も一因だ。

「改ざん」とは、データの信頼性を向上させる措置を講じなかったのは前委員長の落ち度であるという意味だ。データの質が低下し続けるのを放置し、是正措置を取らなかった限りにおいて、これは統計が改ざんされ、時とともに信頼性が低下してきたことに相当する。

Q：最初の話題に戻ると、政府による特定企業への投資は、投資先としての米国の魅力を弱めているの

か？

A：結局のところ、資本の流れは投資機会によって決まる。投資機会は経済機会によって決まる。だからこそわれわれは史上最高の経済を創り出すことに注力している。他のあらゆる議論は、人々が何かを話さずにはいられないことから生じる雑音にすぎない。

By Matt Peterson  
(Source: Dow Jones)

## 5. アプティブの分割、投資家は買い時だ

Aptiv Is Breaking Up-and Investors Should Buy the Stock

年末までに100ドルに達する可能性も

[注目銘柄]

### アプティブの収益は堅調、投資家の認識が問題



Courtesy Aptiv

自動車部品サプライヤーのアプティブ  
<APTV>は、二つの会社に分割される。一つは、安全・ソフトウエアソリューションを販売する会社、もう一つは配電システム（EDS）を供給する会社だ。企業分割により両社は成長機会に対してより適切に資本を配分できるようになる。また、成長と利益率の改善を示す非自動車産業分野に対し投資家がより高い株価収益率（PER）を受け入れ、潜在的な株主価値を解き放つ可能性がある。アプティブの直近業績は堅調で、懸念されていた自動車生産の減速は現実のものとなっていない。これによりウォール街

のアナリストは2025年と2026年の業績予想を上方修正している。企業分割を通じて投資家を集めることがアプティブの賭けで、投資家もこの賭けに乗ることを検討すべきだ。

アプティブはここ数年、決して楽な道のりを歩んできたわけではない。アプティブは1999年に自動車大手のゼネラル・モーターズ<GM>からスピンオフ（分離・独立）した自動車部品事業であるデルファイ・オートモーティブとして誕生した。しかし、高い人件費、多額の債務、資金不足の年金制度がを背景に、2005年に破産申請をした。リストラ後、デルファイは2017年にアプティブをスピンオフさせた。燃料噴射装置、バルブアクチュエーター、センサーなどのパワートレイン技術をデルファイに残し、アプティブは車両の電動化や安全技術といったより成長性の高い事業を引き継いだ。アプティブは2021年まで電気自動車（EV）への投資家の熱狂に支えられ、素晴らしい銘柄だった。しかしEVブームが終焉（しゅうえん）を迎えると株価も急落した。2021年後半の最高値約180ドルから、直近では79ドル88セントまで55%も下落した。

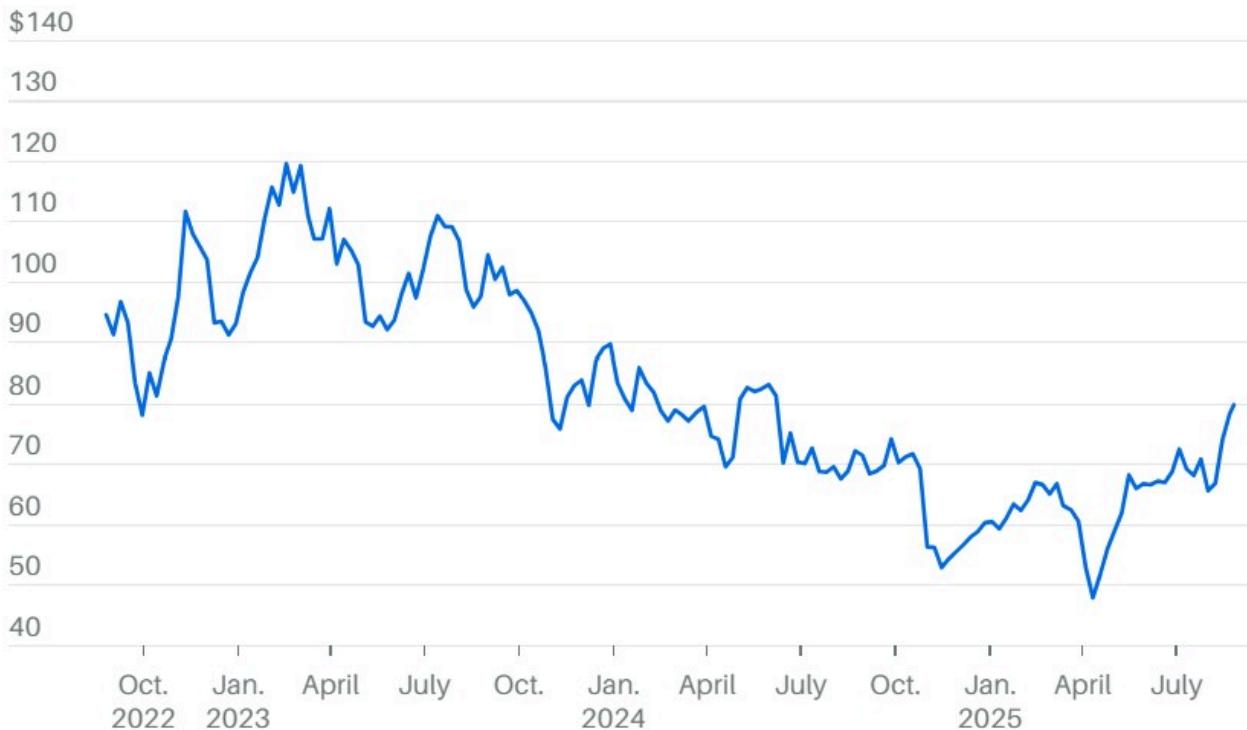
問題は収益ではない。ファクトセットによれば、アプティブの今年の1株当たり利益（EPS）は7ドル48セントと予想され、2021年の2ドル61セントから年平均成長率（CAGR）30%で上昇している。問題はむしろ投資家の認識にある。株価がピーク時には、将来利益ベースのPERは約36倍だったが、投資家が再び「単なる自動車部品サプライヤーにすぎない」と判断した途端、PERは10倍まで急落した。この認識問題を解消するため、アプティブは二つの会社に分割することを計画している。1社は成長が鈍

化している配電システム事業に、もう1社は成長が速い安全性およびソフトウェア事業にそれぞれ注力する。すべてが順調に進めば、2026年第1四半期に完了予定のこのスピンオフにより、両事業部門の成功と投資家の利益が実現するはずだ。

### 単なる事業再編にあらず、戦略的転換

#### Aptiv

(APTV / NYSE)



Source: FactSet

スピンオフ専門家で、エッジリサーチの創業者であるジム・オスマン氏は、「アプティブの大胆なスピンオフは単なる組織再編ではなく、戦略的転換だ」と語る。経営陣が企業分割を進める理由は明らかだ。EDS事業は2024年に83億ドルの年間売上高を計上し、利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）ベースの利益率は9.5%だった。一方、安全・ソフトウェア事業は売上高122億ドル、EBITDAベースの利益率は18.8%を達成し、自動車業界以外の顧客獲得の可能性も秘めていた。証券会社ベアードのアナリスト、ルーク・ジャンク氏は、「デルファイのスピンオフはアプティブをより優れた自動車部品サプライヤーにするためだった。今回のスピンオフは、企業全体としてより高い収益機会を追求する方向へかじを切るものだ」と指摘している。新たなアプティブ、ウォール街の専門用語でリメインコ（Re mainCo）は、自動車、航空機、その他機械向けに高度な自動運転機能と電子通信を可能にするセンサー・ソフトウェア・電子機器を販売する。戦略的買収による自動車以外の分野への拡大も目指しており、この変革は既に始まっている。アプティブは2022年に通信ソフトウェアプロバイダーのウインドリバーを買収した。

順調に進めば、アプティブは半導体を接続する製品を製造するTEコネクティビティ<TEL>やセンサーを手掛ける電子機器メーカーのアンフェノール<APH>といった資本財企業に近づく見通した。両社の2025年予想ベースの株価EBITDA倍率はそれぞれ16倍と22倍だ。もちろんアプティブはこれら企

業とは異なる。TEとアンフェノールは人工知能（AI）データセンターへの支出が大きく伸びている恩恵を受けている。ジャンク氏の推定では、スピノフ後、アプティブの非自動車関連事業比率は約25%となる。TEとアンフェノールの非自動車関連事業比率はそれぞれ約55%と80%だ。しかしアプティブは、自動車、航空宇宙、建設、製造業向けセンサーや電気部品のメーカーであるセンサタ・テクノロジーズ・ホールディングス<ST>のような株価推移を示す可能性がある。センサタの予想株価EBITDA倍率は約9倍で、アプティブの7.5倍を1.5ポイント上回る。センサタの売上高の45%は非自動車関連事業によるものだ。

EDS事業にも改善の余地がある。RBCキャピタル・マーケッツのアナリスト、トム・ナラヤン氏は、自動車部品サプライヤーの見通しは懸念されていたよりも良好で、関税に起因する減速は数値に表れていないと指摘する。これは自動車メーカーの生産がより堅調になり、自動車部品サプライヤー向けの部品需要が拡大することを意味する。独立したEDS事業は、自動化と製造拠点の変更を組み合わせることで、利益率を1桁台後半から2桁台前半に引き上げられるはずだ。

## スピノフの成否の鍵となるのは何か

### Key Data

Aptiv / APTV	Automotive hardware and software solutions
<b>Headquarters</b>	Schaffhausen, Switzerland
<b>Recent Price</b>	\$79.88
<b>YTD Change</b>	32.1%
<b>Market Value (billion)</b>	\$17.4
<b>2026E Sales (billion)</b>	\$21.0
<b>2026E Net Income (billion)</b>	\$1.8
<b>2026E EPS</b>	\$8.14
<b>2026E P/E</b>	9.8

Note: E=estimate

Source: Bloomberg

最後に、業界再編の話だ。EDS事業には「買い手がつく」とナラヤン氏は付け加え、他のサプライヤーもコスト削減を図りつつ成長する方法を模索しているからだと指摘する。ナラヤン氏はアプティブの投資判断を「アウトパフォーム」とし、直近水準から15%高い92ドルを目標株価と設定している。しかし、さらに楽観視する理由もある。電動化事業に自動車業界並みの、リメインコにセンサタ並みの評価を適用すれば、アプティブの株価は100ドルに達する可能性があり、これは直近水準から約25%の上昇となる。最大のリスクは、投資家がスピノフ後の2社を引き続き自動車関連企業と見なすことで、そうなれば株価は70ドル付近まで下落するだろう。これは8月26日の終値から約15%安となる水準だ。

しかし、適切に管理されたスピンオフは、これまで見いだされていなかった価値を創造する可能性がある。オスマン氏によると、燃料システム供給会社フィニア<PHIN>は、バッテリー駆動の個人移動手段への移行期にあたる2023年の自動車部品会社のボルグワーナー<BWA>からのスピンオフ後、苦戦すると予想されていたという。過去2年間でフィニアの株価は約2倍に上昇した一方、ボルグワーナーの株価は約30%の上昇にとどまった。2024年の複合企業のゼネラル・エレクトリックの企業分割では、航空機エンジンメーカーのGEエアロスペース<GE>がより注目されると予想されていたが、その株価はスピンオフ後2倍に上昇した一方で、より厳しい道のりになると予想された発電用タービンメーカーのGEベルノバ<GEV>の株価は4倍に急騰した。

結局のところ、スピンオフの成否は経営陣の実行力と市場の気まぐれにかかっている。しかしアプティブの歴史を鑑みれば、勝算があると考えている。

### 反転は本物というテクニカル分析

バロンズのシニアテクニカルアナリスト、ダグ・ブッシュ氏によると、アプティブ株の上昇は5月6日までの週に始まり、株価は10%急騰。2024年第4四半期から続く一連の高値切り下げのトレンドを打破した。ダブルボトム（二点底）から反発し72ドル53セントのレジスタンスライン（上値抵抗線）を突破した後も、素晴らしい推移を見せているという。ブッシュ氏は、アプティブ株の50週移動平均線が上向きになり始めており、この反転が本物であることを示唆していると指摘。年末までに株価が100ドルに達する可能性は十分にあるとの見方を示した。一方、もし株価が69ドルを下回った場合は売却を検討すべきという。

By Al Root  
(Source: Dow Jones)

## 6. 8月の最後は低調だったものの、9月の買い場に備える

[米国株式市場]

Stocks End August on a Down Note. Prepare for a September Swoon.

9月は年間で最も悪い月だが、今年は買い場提供の可能性も

### 8月最後は下落したものの月間ではプラス



Michael Nagle/Bloomberg

蒸し暑い8月の最後を株式市場はさえない値動きだった。これは9月の急落が早くも始まる兆しだったかもしれないが、投資家はそれに備えて資金を準備するべきだ。

先週の主要株価指数を見ると、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は0.2%安の4万5544ドル88セントで引けた。根強いインフレ圧力を示す新たな指標の発表を受けて29日に売りが広がったことが下落の要因となった。S&P500指数は0.1%安の6460.26、ナスダック総合指数は0.2%安の2万1455.55となった。このように月末は低調だ

ったものの、3指数とも8月は1.6~3.2%上昇しており、史上最高値に近い水準にある。小型株のラッセル2000指数は先週、0.2%高の2366.42で週末を迎えた。

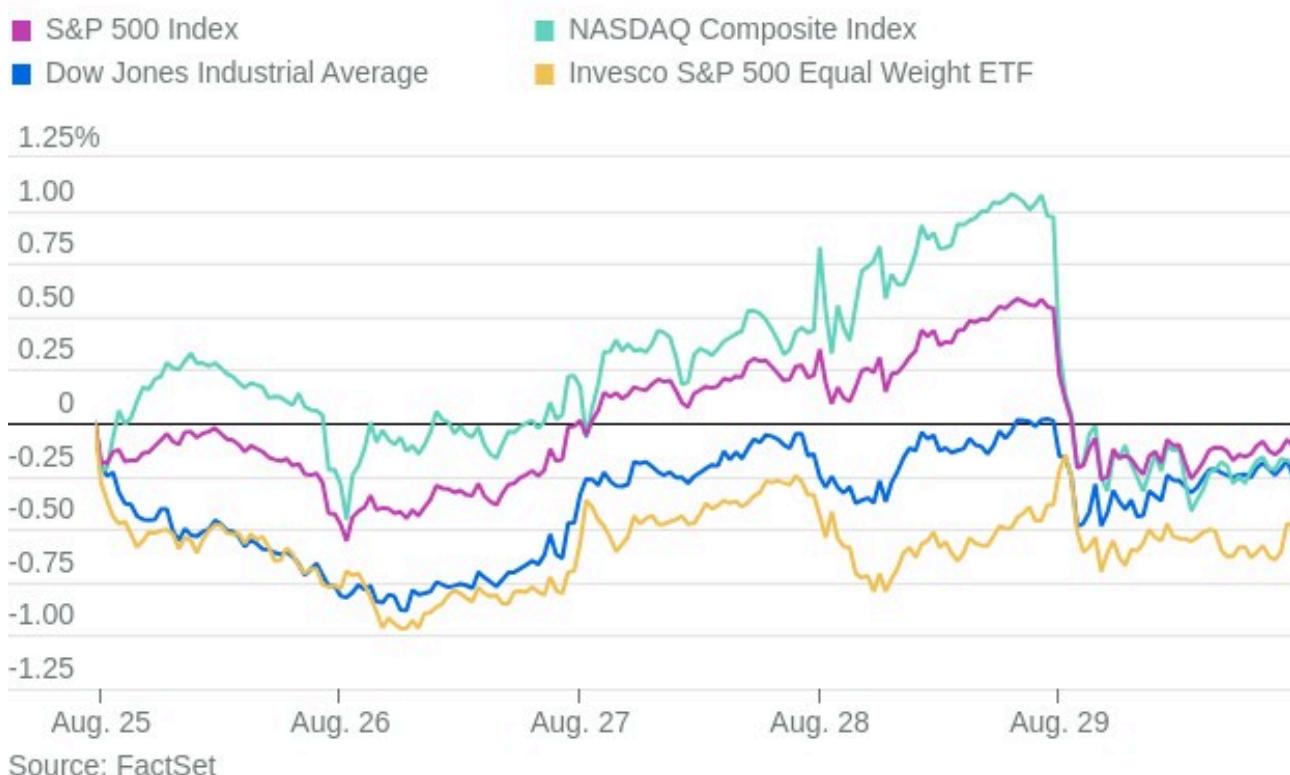
さて9月相場に移るが、過去を振り返ると株式市場にとっては最悪の月だ。今年もこうした相場になり得るという根拠を簡単に挙げることができる状況だが、投資家は、9月17日まで2日間開かれる米連邦公開市場委員会（FOMC）での利下げという救済策に期待を寄せている。

たとえ経済的な悲観論のためであっても、利下げに関しては楽観視できる理由がある。9月5日に発表予定の8月の雇用統計では、就業者数の増加幅はわずかに9万2500人になると予想されている。これは7月の7万3000人増という失望的な数値からはわずかに増える見通しではあるものの、依然として比較的鈍い伸びにとどまる。

そして景気減速が利下げに対するゴーサインを出すものである一方、警報を発するほど急激な悪化ではない点で好材料だと考えられる。

### 利下げは確実ではなくとも企業業績が下支え

## Market Snapshot



しかし、他の懸念材料も依然としてくすぶっている。卸売物価指数（PPI）と消費者物価指数（CPI）はそれぞれ9月10日と11日に発表予定だが、投資家は関税が個人消費や企業利益に悪影響を及ぼす可能性を依然として警戒している。ステート・ストリート・グローバル・マーケットでマルチアセット・マクロ・ストラテジストを務めるケイラ・セダー氏は「利下げさえ確実ではない。（最大のリスクの一つは）将来の利下げに対する期待感だ」と述べる。セダー氏は、米連邦準備制度理事会（FRB）がデータ次第の姿勢を維持し、年内の追加利下げが確実ではない可能性があるとみている。

セダー氏は懸念を抱きつつも、FRBや金利に関する懸念は、最近成立した景気刺激のための法案による増益期待で相殺されると考えている。市場予想では、法案成立を受けて2025年は11%、2026年は13%の増益が見込まれるという。セダー氏は「株価にはさらに上昇余地がある。新たな追い風は（景気刺激策である）『一つの大きく美しい法案（ワン・ビッグ・ビューティフル・ビル）』だ。これは全ての企業、特にハイテク企業にとってのインセンティブとなっている」と指摘する。

### マグニフィセント・セブンは割高だが、市場全体は押し目買いを狙える水準

一方、コニングの株式ストラテジー部門のディレクターであるドン・タウンズウィック氏は、「マグニフィセント・セブン（M7）」以外での銘柄発掘の機会を探っている。背景にはバリュエーションの問題がある。S&P500指数の12カ月先の予想利益に対する株価収益率（PER）が22.5倍なのに対し、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PERは29.2倍、インベスコS&P500イコール・ウェートETF<RSP>のPERはわずか17.2倍だ。タウンズウィック氏は「利下げ期待と堅調な収益を勘案すると、M7以外のバリュエーションは妥当だ」と述べ、多くの企業が示す年内の業績見通しは「まさに驚異的だ」と付け加えた。

もし9月に株価が下落すれば、4月にあった「米国解放の日」後の調整局面と同様に、安値拾いの好機となりそうだ。タッチストーン・インベストメントのグローバル・マーケット・ストラテジストのクリット・トーマス氏は「9月は市場にとって最悪の月となることが多い。しかし調整局面があれば、それはむしろ買い場だろう」と話している。

まとめると、結局のところ投資家が9月を過度に恐れる必要はないようだ。

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

7. なぜこの狂った株式市場はジャック・ボーグルの『鉄則』を無視し続けるのか? [コラム]  
Why Does This Crazy Stock Market Keep Ignoring Jack Bogle's 'Iron Rule'?  
平均回帰を忘れた市場には何が待ち受ける

### 強気相場、不都合な真実を無視する

米半導体大手エヌビディア<NVDA>の決算が終わり、夏相場が一段落した今、改めて注視すべきは“不死身”とも言える株式市場全体だ。この強気相場は、まるで悪名高きロシアの怪僧ラスプーチンのように、幾度となく「死にかけてはよみがえる」。高止まりする金利、相次ぐ関税措置、鈍化する雇用増、軟調な住宅市場。

こうしたマクロ経済の逆風にもかかわらず、市場はまったく意に介さない。もちろん、楽観派には言い分がある。失業率は4.2%と依然として低水準、賃金上昇率は4.1%と堅調で、第2四半期のGDP成長率も3.0%を維持している。しかし、これは「アメリカを再び偉大に」のルネサンスに浸るというより、むしろ警告サインを意図的に無視する市場の態度を映し出している。事実、トランプ大統領が米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長に利下げを迫るのは、政権自身が景気にテコ入れが必要だと見ている証拠に他ならない。しかも「市場先生（ミスター・マーケット）」にとっては、援護射撃など不要だ。



Vanguard founder Jack Bogle (Taylor Hill / FilmMagic / Getty Image)

ベンジャミン・グレアムが提唱したこの寓話上的人物は、日々気分によって値付けを変える市場そのものを象徴する。実際、S&P500種株価指数は2023年に24.23%、2024年も23.31%上昇し、2025年もすでに10.2%高を記録している。株価純資産倍率（PBR）は5.34倍と、ドットコム・バブル直前の1999年を上回り、株価収益率（PER）も30倍近辺に達した。これはまさに「無知は至福」モードで投資家が動いている証左だ。ではなぜ、株式市場はなおも上昇を続けるのか。

## 金融市场の「鉄則」とは

強気相場の説明には「いつもの容疑者」が挙げられる。FRBの金融政策、人工知能（AI）革命、そして「トランプTACOトレード」。しかし近年、投資家の間でささやかれるのはより根源的な仮説——「平均回帰の終焉（しゅうえん）」だ。株価は平均に回帰する。これはノーベル経済学賞受賞者ユージン・ファーマやケネス・フレンチが理論化し、投資世界で長く常識とされてきた。

米資産運用大手バンガードの創業者ジャック・ボーグルも「平均回帰は金融市场の『鉄則』だ」と断言した。だが、この鉄則が揺らいでいるとしたらどうだろうか。この「鉄則の終焉」を示す一つのバリエーションは、グラビティ・キャピタル・マネジメントのアダム・シーセルによるものだ。彼は著書『Where the Money Is: Value Investing in the Digital Age』でその考えを展開し、6年前に本誌へ寄稿している。その理論は時の試練を経てもなお説得力を失っていない。

シーセルがサンフォード・バーンスタインでアナリストとしてキャリアをスタートした頃には、「株価は必ず平均に戻る」という鉄則を教え込まれたという。だが、彼は問いかける。「米百貨店大手コールズ<KSS>や米ディスカウント小売大手ターゲット<TGT>といった実店舗型の小売は本当に復活できるのか？ 一方で、米ネット通販大手アマゾン・ドット・コム<AMZN>は下落局面で平均に回帰するのか？ 米国的小売市場で電子商取引の比率はすでに15～20%に達しているが、これが逆に縮小することはあるのか？」

シーセルの指摘は鋭い。2004年、株式市場の時価総額に占めるテクノロジー関連の比率は19%にすぎなかった。だが2024年には46%に達し、今も拡大傾向にある。背景には、米IT大手マイクロソフト<MSFT>やアマゾンといった巨大テック企業が、経済全体の成長率を大幅に上回るスピードで拡大を続けている事実がある。「愚かな一貫性は小人の悪霊だ」と思想家のエマーソンが言ったように、一貫性は美德であっても、時代が変われば拘泥すること自体が愚かになりかねない。

## インデックス資金、株式市場を肥大化させる怪物

もう一つの「平均回帰の終焉」を示す理論は、より過激だ。唱えるのは米運用会社シンプリファイ・アセット・マネジメントのマイケル・グリーン氏である。グリーン氏は、現在モーニングスターの集計で全投資信託・ETFの53.4%、総額17兆5,900億ドルに達したパッシブ投資が、市場を恒常に押し上げる構造要因になっていると指摘する。

「パッシブ投資のカッサンドラ（凶事の予言者）」と呼ばれるグリーン氏はこう説く。パッシブファンの投資家は下落局面でも売らず、むしろ資金を再投資する傾向が強い。その結果、運用会社は機械的に株式を買い続ける構造が生まれる。時価総額加重で構成されるS&P500では、資金がエヌビディア＜NVDA＞や、いわゆる「マグニフィセント・セブン」と呼ばれる巨大テック銘柄に集中する。これこそが「平均の拡大」であり、相場が下がらない理由だという。

さらに、オックスフォード大学のフェリックス・フォン・モルトケとアポロ・グローバル・マネジメント＜APO＞のチーフエコノミスト、トルステン・スローク氏も研究を進めている。彼らは「パッシブ投資家の増加は価格弾力性と市場反応性を低下させ、その結果、価格変動の増幅、流動性の低下、マクロ経済の非効率性、さらには一部の巨大銘柄への市場支配力の過度な集中を招いている」と警鐘を鳴らす。

グリーン氏は具体例を挙げる。「米資産運用大手バンガードが米電気自動車（EV）大手テスラ＜TSLA＞を組み入れたとしても、同社の決算発表に敏感に反応するだろうか？」 答えはノーだ。これによりテスラの実際に流通する株式数は縮小し、決算が不振に終わった場合には株価変動がむしろ激しくなる」。

## 「ラスプーチン相場」いつかは沈む

グリーン氏は懸念を隠さない。「平均の拡大」は株式を著しく過大評価し、最終的に深刻な調整を招くとみる。「私はこの現象をモデル化したが、残念ながらどのシナリオも恐ろしいクラッシュに行き着く」と彼は警告する。

思い出すべきはボーグルの言葉だ。2017年、彼は筆者にこう語った。「もし全員がインデックス投資をしたら、混乱と惨事以外に言葉はない。市場は崩壊するだろう」。そして付け加えた。「ただし、全員がインデックス投資をする可能性はゼロだ」。もっとも、これで安心できるわけではない。

話は再びラスプーチンに戻る。1914年、彼は刺されたが生き延びた。2年後には青酸入りのケーキを食べさせられ、続いて毒入りのマデイラワインを飲まされ、銃撃されてもなお息を吹き返した。そして最後に、銃弾を浴びて川に投げ込まれ、ようやく命を落とした。現在の強気相場も生き延びているが、いずれは寿命を迎え、結局は「平均回帰」という鉄則に立ち戻るのだ。

By Andy Serwer  
(Source: Dow Jones)

## 8. エヌビディアの事業基盤は盤石

Nvidia Is Poised for Another Big Year. The Stock Remains Cheap.

新世代のラック型サーバーが業績をけん引へ

[ハイテク]

### 決算が市場予想を上回ったにもかかわらず株価は小幅に下落



PATRICK T. FALLON/AFP via Getty Images

も要因となった可能性がある。

米半導体大手エヌビディア<NVDA>が8月27日に発表した第2四半期（5～7月期）決算はまたもや目覚ましい内容で、売上高は前年同期比56%増の467億ドルと市場予想を上回った。また、第3四半期（8～10月期）の売上高見通しは予想レンジの中央値が540億ドルとされ、市場予想の534億ドルを上回った。

ところが決算発表の直後、エヌビディアの株価は小幅に下落した。主な要因は、株価が過去3カ月間で約35%上昇したことを受けた利益確定売りと考えられるが、中国事業を巡る不透明感

### 中国向け半導体を巡る問題は解消する見込み

エヌビディア最大の課題が中国事業であることは確かだ。一部のアナリストは、エヌビディアが中国市場向けに開発した画像処理半導体（GPU）であるH20の売上高が急回復すると期待していたが、そうはならなかった。実際、エヌビディアは決算で、H20の第2四半期の売上高がゼロだったと明かした。第3四半期ガイダンスでも中国へのH20の出荷は想定されていない。

エヌビディアの中国での売上高は米中間の駆け引きの犠牲となっている。今年4月、米国政府は輸出ライセンス要件を厳格化し、H20を中国に販売することを事実上禁止した。しかし7月、米国政府は方針を転換し、H20のライセンスを承認すると発表した。ところがその後、ラトニック商務長官の発言を侮辱的と受け止めた中国政府はいら立ちを募らせ、安全保障上の懸念を理由にH20の発注を控えるよう国内企業に指示したと報じられている。

先々週、エヌビディアの最高経営責任者（CEO）であるジェンスン・ファン氏は、こうした事態に驚いていると述べた。中国政府がエヌビディアに対し、米国政府からH20の輸出ライセンスを取得するよう要請していたからだ。ファン氏は、「中国政府に対して当社が取った対応が十分なものとなることを期待している。中国政府と協議中だ」と述べた。

中国政府がエヌビディアにH20の輸出ライセンス取得を要請していたこと、そして中国でエヌビディアのGPUに対する需要が旺盛であることを踏まえると、事態が解決する可能性は高い。

H20は、中国が最先端の人工知能（AI）ハードウェアにアクセスすることを禁じる規制に準拠するよう設計された。こうした制約があるにもかかわらず、中国企業はAI推論ワークフローを安定して実行するためにH20を好んで使用している。エヌビディアのソフトウェアが中国製のものよりも安定して

作動するからだ。

米中両国が合意に至れば、エヌビディアに大きな恩恵がもたらされる。エヌビディアは今年5月、規制されなければH20の第2四半期の売上高は80億ドルに達する可能性があると述べていた。

エヌビディアの中国事業は予測不可能で、いつ変化してもおかしくない。重要なのは、エヌビディアの中国における売上高は今後上向くのみだということだ。

## 次世代ラック型サーバーの生産が本格化

もっとも、投資家が注視すべきは、エヌビディアの今後の業績のけん引役となる主力のAI半導体である。ラック型サーバーのGB200 NVL72とGB300 NVL72はエヌビディアにとって創業以来最も重要な新製品であり、業績に大きく貢献する可能性が高い。

NVL72システムは、1台のラックに72基のGPUを搭載している。前世代の製品はラック当たりのGPUの数は8基だった。ファン氏によると、新しいラック型サーバーの生産設備は当初発生した製造上の障害を乗り越えてフル稼働している。エヌビディアのネットワーキング部門の第2四半期の売上高は前四半期から46%増えた。

実際、直近の決算発表シーズンでは大手ハイテク企業が設備投資を増やし続けていることが明らかになった。より多くのAIコンピューティングリソースを求めるスタートアップや大企業にとって、NVL72はまさに必要な製品である。

AI向けラック型サーバーの生産が本格化しつつあることから、エヌビディアの業績は今後数四半期にわたって好調に推移すると予想される。株価は今年4月に付けた安値から2倍に上昇しており、予想株価収益率（PER）は32倍に達しているが、ウォール街のアナリストが今年度の増益率を50%と予想していることを踏まえると、まだ割安な水準にあると言える。

エヌビディアの株主にとって最善の策は、長期的な視点を持ち、エヌビディアの長期見通しに大きな変化がない限り、株価の変動に反応せずに株式を保有し続けることだ。

エヌビディアの事業基盤は依然として強固だ。もうしばらくは保有し続けることをお勧めする。

By Tae Kim  
(Source: Dow Jones)

## 9. セールスフォース株は大きく下落したが、今が買い時かもしれない

[ハイテク]

Salesforce Stock Has Had a Terrible 2025. It Might Be Too Cheap to Pass Up

決算が反発に必要なきっかけとなる可能性

## 低迷する株価



David Paul Morris/Bloomberg

クラウドソフトウェア企業のセールスフォース<CRM>の株価が苦戦するなか、俳優マシュー・マコノヒーがCM出演料を受け取っていないことを願いたい。しかし、新規投資家にとっては、9月3日の決算発表を前に買い場を見極める時かもしれない。

遠慮なく言えば、セールスフォースは不振が続いている。株価は年初来で25%以上下落し、ダウ工業株30種平均（NYダウ）で2番目に大きく出遅れている。本誌がセールスフォースを取り上げた5月初旬と比べても10%下落している。

それでも、一部のファンドマネジャーやウォール街のアナリストは、この顧客関係管理サービス分野のリーダー企業にとって最悪期がようやく終わった可能性があると見ている。

投資家を不安にさせる要因は、拡大鏡を使わなくても明らかだ。人工知能（AI）が企業向けソフトウェア企業の収益源や高い利益率を侵食する懸念がソフトウェア業界全体を直撃しており（上場投資信託=ETF=のSPDR S&Pソフトウェア&サービスETF<XSW>は年初来で約2%下落）、セールスフォースについてはAIの脅威が否定できないため、このような懸念が特に深刻だ。

「AI（人工知能）投資の拡大がソフトウェア投資を圧迫する懸念がある」と語るのは、オーケマーク・セレクト・ファンド<OAKLX>でセールスフォース株を保有するハリス・アソシエイツ社のパートナー兼ポートフォリオマネジャー、アレックス・フィッチ氏だ。

## 悪材料は織り込み済みか

しかし、このような懸念は、現時点で株価に十分織り込まれているようだ。セールスフォースの株価は2025年の予想利益の22倍で取引されており、これは10年ぶりの低水準で、セールスフォースの予想株価収益率（PER）の平均の54倍を大きく下回っている。

セールスフォースの株価にはこのように高く評価される理由がまだあると主張するつもりはない（7～9ヶ月の予想利益成長は前年同期比8.6%と厳しいものになる可能性がある）が、20倍台前半の予想PERは低過ぎるかもしれない。

アナリストは今後数年間で平均年間利益成長率が15%超に加速すると予測しており、これはセールスフォースのPEGレシオがわずか1.4倍であることを意味する。一方、ドイツの競合企業SAP< SAP>のPEGレシオは2.1倍、今年株価が41%上昇した米法人向けソフトウェア大手のオラクル<ORCL>は2.4倍、株価が19%上昇したマイクロソフト<MSFT>は3.9倍である。

これは市場がセールスフォースに対するAIの影響を競合他社より深刻に懸念し、「エージェントフォース (Agentforce)」(AIエージェント・プラットフォーム) による独自のAI戦略を過小評価していることを示唆する。ハーバー・キャピタルのマルチアセット・ソリューションズチームでポートフォリオマネジャーを務めるジャスティン・メンネ氏は「セールスフォースは特に注目に値する。バリュエーションは縮小しているが、AIソフトウェアの提供が拡大すれば好業績を上げるだろう」と語る。

## ■ 株価反発の可能性

ウォール街の見方も同様で、58人のアナリストのうち47人が「買い推奨」だ。コンセンサス目標株価は343.58ドルで現在の株価を40%超上回る。また、セールスフォースは、データ管理ソフトウェア企業インフォマティカ<INFA>を80億ドルで買収し、過去の買収(ミュールソフト、タブロー、スラックなど)を補完することでAI事業の成長を図っている。

それでも駄目なら、アクティビスト(物言う株主)のヘッジファンドであるスターボード・バリューが今年4~6月期にセールスフォース株を40万株買い増した事実が株価上昇のきっかけとなり得る。2022年に初めてセールスフォース株を取得したスターボードは、セールスフォースのマーク・ベニオフ最高経営責任者(CEO)に対し、新たなAI機能の展開をさらに積極的に進めるよう促す可能性がある。スターBOARDの働き掛けは過去に効果を発揮した実績があり、2023年にセールスフォースの株価はほぼ倍増した。アクティビストの圧力と、バリュエーションが歴史的な低水準にある状況が相まって、株価の大幅な上昇につながる可能性がある。

だからこそ、マコノヒーは今こそ(CM出演料に代えて)セールスフォース株を要求する時かもしれない。それが「オーライ、オーライ、オーライ」(マコノヒーの代名詞的なフレーズ)な結果をもたらすかもしれない。

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

## 10. 地味に見えてハイテク大手よりも強い銘柄とは

[経済関連スケジュール]

Some Boring Stocks Are Beating Big Techs. Plus, You Can Sleep at Night.

しかも投資家が安眠できそうな投資先はどれか

## ■ トランクター・サプライ、ドミノ・ピザ、オールド・ドミニオン

「マグニフィセント・セブン(M7)」に支えられた高原相場でも、投資妙味は派手な銘柄に限らず、退屈に見える銘柄にも注目すべき存在がある。また、生成AI(人工知能)や量子コンピューティングへの期待が多くの見出しを飾っているが、それはすべて誇大宣伝というわけではない。実際に、ハイテク大手企業の利益はS&P500指数を上回るペースで成長すると予想され、利益率も高水準を維持する見通しだ。その一方で、足元のハイテク株の調整を受け、投資家の中にはボラティリティ(変動率)が小さめの選択肢を求める動きもある。ただし、安定性を選んだからといって利益を犠牲にする必要はない。

米投資ファンドのアポロ・グローバル・マネジメントのチーフエコノミスト、トルステン・スローク氏



Illustration by Elias Stein

のリポートによれば、一部のハイテク大手の株価は、「退屈」と思われるがちな地味銘柄にパフォーマンスで負けているという。スローク氏がまず例に挙げるのは、農業用品小売りチェーンのトラクター・サプライ<TSCO>とアップル<AAPL>だ。トラクター・サプライは2001年以降アップルをアウトパフォームしてきた。過去5年間で株価は2倍超に上昇し、アップルの83%を上回っている。

続いてはピザ宅配大手のドミノ・ピザ<DPZ>とグーグルの親会社アルファベット

<GOOGL>だ。2007年以降、ドミノはアルファベットを上回るパフォーマンスを続けている。さらに貨物輸送のオールド・ドミニオン・フレイト・ライン<ODFL>の株価は過去5年で約56%上昇し、アマゾン・ドット・コム<AMZN>の約33%を大きく引き離した。

スローク氏は「結局のところ、派手なハイテク株は過度に注目を集めているが、投資家はその成長戦略や新製品を検討するのに不相応に多くの時間を費やしている」と指摘した。その上で「他のさまざまな銘柄や投資戦略を選ぶことで、より良く、より安定したリターンを得られる。しかも眠れぬ夜も減るだろう」と述べた。「面白い時代に生きられますように」という言い回しは、一見すると祝福のようだが、実際には呪いと解される。それは合点がいく解釈だ。

(編集注：こちらの記事は8月27日配信の「退屈でも巨大IT株より好リターンの3銘柄」のアップデート版となります)。

## 先週の出来事

### 市場動向

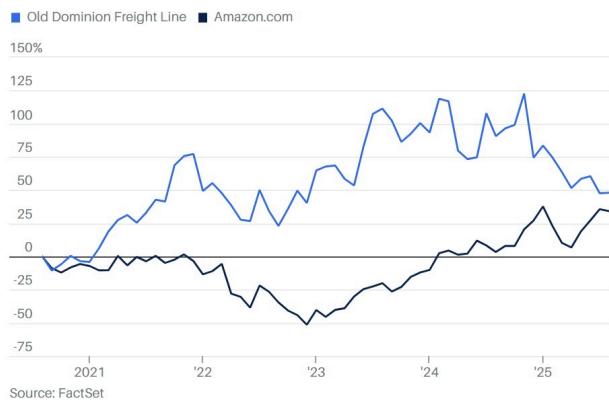
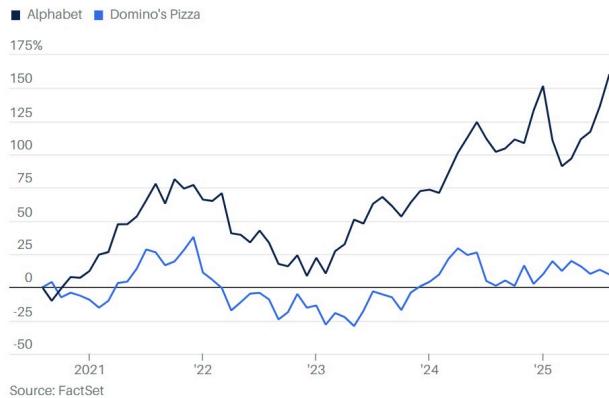
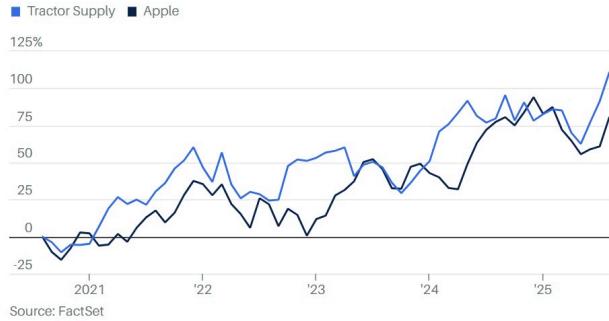
週明けの米国市場では、ジャクソンホール会議後の上げ相場が早々に失速。25日、トランプ米大統領は米連邦準備制度理事会(FRB)のクック理事を解任すると表明。クック氏はな何の罪でも起訴されておらず、辞任しないと明言している。株式相場は上昇した。27日、半導体大手エヌビディア<NVDA>は市場予想を上回る決算を発表したが、中国との取引を巡る不透明感から株価は下落。米政権はインドからの輸入品に対する関税を従来の2倍となる50%に引き上げ、また海外からの小包など少額輸入品に対する免税措置を終了。28日、S&P500指数とダウ工業株30種平均(NYダウ)が最高値を更新したものの、29日には反落。週間ベースでは、NYダウが0.2%安、S&P500指数は0.1%安、NASDAQ総合指数も0.2%安となった。夏相場も幕を閉じた。

### 企業動向

- トランプ政権は、ロードアイランド州沖で建設が進められていた洋上風力発電所について、デンマークの洋上風力大手オーステッド<ORSTED.コペンハーゲン>に工事中止を命じた。総額15億ドル規模のこのプロジェクトは、既に8割が完成していた。
- 実業家イーロン・マスク氏率いる米宇宙開発企業スペースXは、大型ロケット「スターシップ」の飛行試験に成功した。またマスク氏が率いる生成AI開発企業「xAI」は、チャットGPTのオープンAIおよびアップルを反トラスト法(独占禁止法)違反の疑いで提訴した。
- 電子証券会社インタラクティブ・ブローカーズ<IBKR>がS&P500指数の構成銘柄に採用され、シ

**Pain or Gain**

Over the past five years, Tractor Supply and Old Dominion Freight have outpaced Apple and Amazon. Domino's trails Alphabet over five years, but not since 2007.



ナモア・パートナーズに買収されたドラッグストアチェーンのウォルグリーン・ブーツ・アライアンス<WBA>と入れ替わった。

- ・ウォール・ストリート・ジャーナル紙は、米石油大手エクソンモービル<XOM>はロシア最大の国営エネルギー会社ロスネフチと、ウクライナ戦争前の提携関係回復に向けた協議を行ったと報じた。

- ・トランプ政権は就任間もない米疾病対策センター（CDC）所長を解任した。所長は、ロバート・F・ケネディ・ジュニア厚生長官とワクチン政策を巡って対立していた。

**M&A（合併・買収）など**

- ・飲料大手のキューリグ・ドクターペッパー<KDP>は欧州のコーヒー会社JDEペーツを184億ドルで買収すると発表した。計画では、コーヒー事業とソフトドリンク事業を切り離し、2018年のキューリグとドクターペッパーの合併を解消する。

- ・通信大手AT&T <T>は、衛星通信会社エコストー<SATS>から周波数帯域を230億ドルで取得する方針を明らかにした。

**今週の予定****9月1日（月）**

米株式・債券市場はレーバーデー祝日で休場。

**9月2日（火）**

米サプライ管理協会（ISM）が8月の購買担当者景況指数（PMI）を発表する。市場予想は、2日発表予定の製造業PMIが48.9で7月の数字から1ポイント程度の改善、4日発表予定のサービス業PMIが50.5で7月の数字から若干の上昇が見込まれている。

**9月3日（水）**

今週の決算発表は少なめだが、大型ハイテク2社が注目される。3日に顧客情報管理（CRM）サービス大手セールスフォース<CRM>、4日に半導体大手ブロードコム<AVGO>が、5～7月期決算を発表す

る予定。

9月5日（金）

米労働省労働統計局（BLS）が8月の雇用統計を発表。市場予想では、非農業部門就業者数は7月より2000人多い7万5000人増と見込まれ、失業率は7月の4.2%から4.3%に小幅上昇すると予想されている。雇用の伸びが弱いとの結果が示されれば、9月中旬に開催予定の米連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策会合において、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標の引き下げの見方を補強するだろう。市場では利下げ予想が90%に達している。

## ■ 統計と数字

21.6%：7年返済の自動車ローンが、自動車ローン全体に占める割合。かつては珍しかったが、車両価格の上昇に伴い急増。

1兆2000億ドル：世界の企業が今年ソフトウェアに投じると予想される金額。2024年比約11%増。

20万5000人：2025年に米国への移民流入の純増数が減少すると見込まれる人数。国境封鎖、強制送還、国外移住が要因。

30%：アラビカ種コーヒー先物価格の8月の上昇率。2014年以来最大の月間上昇。

By Teresa Rivas  
(Source: Dow Jones)

## 『バロンズ・ダイジェスト』

## 発行

Dow Jones &amp; 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』 2025/08/31

THIS WEEK'S MAGAZINE

発行 : Dow Jones &amp; 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 © 2025 Dow Jones &amp; Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます