

# バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/09/07

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. U-ホール株は買い時、利益増加で株価Uターンも - Buy U-Haul Stock. Shares Could Make a U-Turn [注目銘柄]  
as Earnings Rise P.1  
競争優位性と利益成長を加速させるさまざまな手段
2. 米国例外主義に衰退の兆し、米株偏重を見直す時期か - American Exceptionalism May Be [フィーチャー]  
Dying. How to Make the Best of it P.4  
トランプ政権への世界的信認低下が引き金
3. トランプ政権、住宅緊急事態宣言を検討 - Trump Might Declare a Housing Emergency. How [フィーチャー]  
He Could Fix It P.6  
関税や移民政策など主要政策との折り合いをつけられるか
4. AIを退職後の資産計画に役立てる方法 - AI Can Help With Retirement Planning, but It Can't [フィーチャー]  
Replace a Human Advisor P.9  
ただし、人間のファイナンシャルアドバイザーの代わりにはならない
5. 弱い雇用統計に株式市場は右往左往 - Markets Teeter on Job Miss. Investors Shouldn't Give [米国株式市場]  
Up Yet P.13  
高値圏でもみ合っても市場から離れるべきでない
6. グーグルの独禁法訴訟判決で見逃されたこと - Google's Legal Problems Aren't Over-3 Remaining [ハイテク]  
Antitrust Risks P.15  
事業分割は免れたが、依然として三つの重大なリスクに直面
7. ペイパル、アフアーム、クラナの決済3社が明らかにする新たなマネーゲーム - What PayPal, Affirm, [コラム]  
and Klarna Reveal About the New Money Game P.17  
競争と複雑に絡み合う関係
8. 割高な株式市場、下落時の助けになるETFと優良配当株 - The Market Is Pricey. Dividends Can [投資戦略]  
Provide a Cushion in a Pullback P.19  
配車サービス、リフトの将来性は
9. バンガードがアクティブ運用型株式ETFに参入 - Vanguard Is Dipping Into Active Stock ETFs. [ファンド]  
What Investors Should Know P.22  
投資家が今、知っておくべきこと
10. 原油相場は強気ムード持続、だが弱気要因も迫る - Oil Prices Have Been Bullish. But [経済関連スケジュール]  
the Bears Are Lurking P.24  
原油価格は下支えされてきたが、足元に軟化の兆し

※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. U-ホール株は買い時、利益増加で株価Uターンも Buy U-Haul Stock. Shares Could Make a U-Turn as Earnings Rise 競争優位性と利益成長を加速させるさまざまな手段

[注目銘柄]

## 堅固なモートに守られるU-ホールだが、株価は10年間期待外れ



Angus Mordant/Bloomberg

投資の神様として知られるウォーレン・バフェット氏は、企業の「モート（堀）」、すなわち持続可能な競争優位性の概念を普及させた。U-ホール・ホールディング<UHAL>ほど大きなモートに囲まれた企業はまれと言えるだろう。作業を自分で行うDIY引っ越し業界のトップ企業であり、過去20年で米国内3位のセルフストレージ（貸倉庫）事業も築き上げた。U-ホールの引っ越し市場におけるシェアは50%を大きく上回る。トラック車両数は約20万台、さらに自家用車に連結できるトレーラーは約13万7000台を数える。顧客は、全米50州およびカナダにある

2万3000カ所以上のU-ホールのレンタル拠点で機器をレンタルでき、米国の人口の90%はU-ホール施設から5マイル（約8km）圏内に居住している。

こうした競争優位性にもかかわらず、U-ホール株は今年を含めて過去10年間、期待外れの値動きを見せている。しかし、収益性の回復が予想されることから、その魅力は高まる可能性がある。2022年に発行された流動性の高い議決権なしクラスB株は現在52ドル前後で推移しており、住宅関連株の多くが最近堅調な中、今年に入ってほぼ20%下落している。議決権付きA株は57ドルで、年初来で16%下落。過去10年間では50%上昇しているが、この期間、S&P500指数は3倍に上昇した。

株価は割安とは言えない。議決権なし株は2025年3月期の1株当たり利益（EPS）1.89ドルの28倍で取引されている。この利益は前期比40%減だった。6月に終了した2026年度第1四半期のEPSは前年同期比27%減の73セントとなった。コネチカット州ダリエンに拠点を置くベンチャーキャピタル企業、キンズレッド・キャピタルの投資家であるスティーブ・ガルブレイス氏は、U-ホールの収益力は過小評価されているとの意見だ。ガルブレイス氏は年間5ドルのEPSの達成が潜在的に可能とみている。これは実現可能な水準と言える。というのも、U-ホールは2022年度、売上高が減少したにもかかわらず1株当たりほぼ5ドルの純利益を計上したからだ。

## 利益増加につながる材料は多い

U-ホールが数年前に購入したトラックの減価償却が進めば、利益は増加する見込みだ。ジョー・ショーン会長兼社長は、2022年に自動車業界が電気自動車（EV）を推進し（足元の傾向は逆転しているが）、内燃機関（ICE）トラックの重要性を軽視したことに不満を表明している。ショーン氏は「自動車メーカーは、ICE車に高過ぎる価格を設定してグリーンエネルギー政策の補填（ほてん）を企てた。これがわれわれの業界を苦しめた」と8月のオンライン投資家説明会で述べ、トラック価格が最大60%上昇したと指摘した。こうした高価格車両は、減価償却費の増加と中古車価格の下落により業績を圧迫している。

## Key Data

U-Haul Holding	UHAL.B / NYSE
Recent Price	\$52.63
YTD Change	-17.8%
Market Value (billion)	\$10.4
Net Debt (billion)	\$6.4
2025 EPS	\$1.89
2025 P/E	27.8
Dividend Yield	0.4%
Top Shareholders	Joe and Mark Shoen (42.6%)

Note: Fiscal year ends in March.

Sources: Bloomberg, company reports

さらに、新設セルフストレージ施設の稼働率が高まるにつれて利益の押し上げが見込まれる。U-ホールは、ストレージ面積を年間約10%拡大している。U-ホールの稼働率は80%未満であるのに対し、パブリック・ストレージ<PSA>、エクストラ・スペース・ストレージ<EXR>、キューブスマート<CUBE>などの上場不動産投資信託（REIT）は90%超を記録している。ガルブレイス氏は、セルフストレージ事業はU-ホールの売上高の25%を占めるにすぎないが、少なくともU-ホールの時価総額100億ドル相当の価値を有する可能性がある」と指摘する。U-ホールの純負債は約64億ドルだが、引越し事業の価値はその額を優に上回ると予想される。株価純資産倍率（PBR）はわずか1.3倍で推移しており、無形資産は極めて少ない。

### セルフトレージ事業は「金脈」

セルフトレージ事業の売上高は年間約10億ドルで、企業価値（時価総額と純債務の合計額）130億ドルのキューブスマート<CUBE>とほぼ同じ規模だ。U-ホールは7000万平方フィートに及ぶ保管スペースを保有するが、キューブスマートは4800万平方フィートだ。

U-ホール株を保有するスミード・バリュー・ファンドのリード・マネジャー、ビル・スミード氏は「U-ホールは二つの親和性の高い事業を運営する」と指摘する。セルフトレージ事業は「金脈」であり、多くのストレージ施設がトラックレンタル事業と同じ拠点にあると強調、「米国人は物を捨てない」と話す。

U-ホールは家族経営で、一族に支配されていなければ、アクティビストの格好の標的になるだろう。会長兼社長のジョー・ショーン氏は76歳で、1980年代後半から同社を率いている。弟のマーク氏と合わせて議決権の約43%を保有する。兄弟の父が太平洋岸北西部でトレーラーのレンタル事業を開始し、1945年に創業した。

# U-Haul Holding

(UHAL.B / NYSE)



Source: FactSet

## 増配や事業分離も一策

株価を引き上げるのに経営陣ができることはたくさんある。まず、配当を増やすことだ。非議決権株式の現在の配当利回りはわずか0.4%で、議決権株式は無配当だ。自社株買いを再開することもできるし、財務情報の開示を強化することもできる。また、明確な財務目標を設定することもできる。

U-ホールの株価が割安な理由の一つは、配当利回りが4%を上回るパブリック・ストレージなどの倉庫REITとは対照的に、株主還元がないことだ。U-ホールはウォール街の注目度が低く、カバーするアナリストがおらず、利益予想もない状態だ。

U-ホールは、議決権株式が過去30年間に40倍になっており、素晴らしい長期リターンを挙げている。顧客重視を掲げ、企業原則の一つが「事業の強さを強調すべきであって、株価の強さを誇るべきではない」である。

引っ越し事業とセルフストレージ事業を分離すれば、相当な価値が顕在化するはずだ。セルフストレージ企業の年間の利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）をベースにした株価EBITDA倍率は通常15〜20倍で、U-ホールは現在、利益が相当落ち込んだ水準の株価EBITDA倍率が10倍である。

U-ホールは、多くのストレージ施設がトラックレンタルと同じ拠点にあり、多くの引っ越し客が保管を選ぶため、両事業を併営することに大きな価値があるとみている。

近年のU-ホール株の不振は投資家の不満につながっている。8月にウェブキャスト上で開催された年次投資家説明会では、ある質問者が、過去10年にわたる株価の「大幅なアンダーパフォーム」に対して不



満を述べた（U-ホール株の年平均5%上昇に対し、S&P500指数は年平均15%上昇）。質問者は「問題は資本配分がまずいのか、ビジネスモデルが弱いのか、それとも事業経営がうまくいっていないのか」と尋ねた。質問者は財務情報の開示強化も求めている。U-ホールは引越事業とセルフストレージ事業の売上高をそれぞれ公表しているが、事業別の利益の開示は行っておらず、事業評価が難しい。

ショーン氏は質問者のアンダーパフォームの「前提」に反論し、U-ホールの財務情報開示に最も関心を示すのは「競合他社」だと語った。自社株買いについては「持ち帰って、取締役会に諮る」と返答した。ショーン氏は、自分は自社株買いの「教祖」ではないし、「自社株買いの真の価値を計測できるかどうか」も確信を持つことができない」と付け加えた。

経営陣が株価の弱さを是正しようとしている点は良い兆候だ。究極の結果が訪れるのは、ショーン一族がU-ホール売却の意思決定をする時だろう。スミード氏は、バークシャー・ハサウェイ<BRK.B>は関心を持つだろうと語る。バークシャーが好むタイプの事業、つまり市場支配力があり、利益に改善余地がある事業だから。

By Andrew Bary  
(Source: Dow Jones)

## 2. 米国例外主義に衰退の兆し、米株偏重を見直す時期か

[フィーチャー]

American Exceptionalism May Be Dying. How to Make the Best of it  
トランプ政権への世界的信認低下が引き金

### 米国株上回る海外株のパフォーマンス



Prakash Singh/Bloomberg

世界市場のリーダーとしての米国の最盛期は既に過ぎたのではないかという懸念をよそに、米国株が堅調だ。いわゆる「米国例外主義」が本当に終わったのかは定かではない。だが、もし衰退しつつあるのなら、最善策が一つある。ポートフォリオに海外株を多く組み入れることだ。

S&P500指数は年初来で約10%高と、関税を巡る混乱や米連邦準備制度理事会（FRB）の独立性への圧力、批判者が「トランプ大統領の越権行為」と呼ぶその他の事例をほぼ意に介することなく推移している。

となく推移している。

トランプ氏主導の貿易戦争やその他の大統領権限の行使による足かせにもかかわらず、海外株のパフォーマンスはさらに上を行く。たとえば、上場投資信託（ETF）のiシェアーズMSCI ACWI（除く米国）ETF <ACWX>は年初来で約21%上昇している。けん引役は日本、中国、欧州だ。

海外株は複数の追い風を受けている。米国の投資家にとって大きいのはドル安だ。今年、ドルは主要外国通貨のバスケットに対して7%下落している。ドル安は、外貨建て資産を米ドルに換算した時にそ

の価値を押し上げる。

ドルは長い間過大評価されていたため、上昇分の一部を削っているのかも知れない。だが、ドルの弱さは世界の投資家が米国資産から他へ分散しつつある兆候とも言える。世界の資産の避難先としての米国の歴史的地位への投資家の信頼が揺らぐ中、米国のリーダーシップに対する世界的な信認の低下が米国株や米国債への需要の低下をもたらしている可能性がある。

BCAリサーチのチーフストラテジスト、マルコ・パピック氏は、こうした状況が米国資産以外への分散を強く後押しするものだと述べた上で、「米国の投資家は為替のことを考えるのが本当に苦手」と語った。

## 米国を除くグローバルETFが候補

自国偏重の姿勢はポートフォリオにも及ぶ。米国の株式投資家のほとんどは、海外株への投資が恒常的に不足している。モーニングスターがブルームバーグのデータを分析したところ、平均的な米国の株式投資家は株式への配分全体の81%を米国株で保有している。

世界の株式時価総額に占める米国株の比率は約65%に上る。そのため、一つのアプローチは株式配分の約35%を米国外に振り向けることだ。年間経費率が低く、米国外の市場へのエクスポージャーを提供するインデックスファンドを利用することが手軽な方法だ。

検討対象となるファンドには、フィデリティ・グローバル（除く米国）インデックスファンド〈FSGGX〉、前出のiシェアーズMSCI ACWI（除く米国）ETF、バンガードFTSEオールワールド（除く米国）ETF〈VEU〉などがある。

パピック氏はさらに踏み込む。ドルで報酬を受け取る米国人は元来ドルへのエクスポージャーが大きいいため、ポートフォリオを海外株70%・米国株30%とすることも選択肢となり、退職者なら50%・50%の配分も一案だと述べた。

## 海外資産への投資は有効な保険

S&P500指数構成企業は売上高の約41%を米国外で得ている。このため、一部のアドバイザーはより米国重視のアプローチを採用する。プラザ・アドバイザリー・グループのポートフォリオマネジメントディレクター、アンドリュー・ブリッグス氏は、非米国株の配分を最大15%程度にするよう顧客に薦めている。ブリッグス氏は「米国の例外主義は昔も、そして今も、現実だ」と説明した。

しかし、米国の大型株指数はテクノロジー株に偏っており、S&P500指数のほぼ40%をテクノロジー株が占めている。これが米国市場を高成長市場にしているが、同時に割高にもしている。S&P500指数の株価収益率（PER）が25倍なのに対し、米国とカナダを除く先進21カ国の企業を対象とするMSCI EAFEインデックスは17倍にとどまる。

アリスティア・ウェルス・マネジメントのマネジング・パートナー、ライアン・スノーバー氏は「成長を買うには米国は割高な場所だ」と指摘する。

トランプ氏による世界経済再編の試みが、新たな世界秩序をもたらすかどうかを語るのは時期尚早に違いない。米連邦最高裁判所は、トランプ政権が発動した一部関税の合憲性を審理する見通しだ。世界各国は米国を排除、あるいは米国の関与を最小限にとどめた新たな同盟を築きつつある。

いずれにせよ、海外株への健全な配分から投資家は利益を得られるだろう。S&P500指数は依然としてテクノロジーやその他の主要な米国の成長テーマへの投資手段として有効だが、世界的な米国離れが加速した場合、海外への資産の分散は有効な保険となり得る。

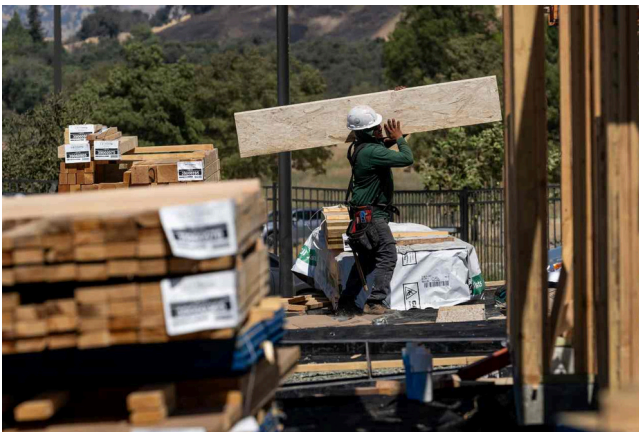
By Elizabeth O'Brien  
(Source: Dow Jones)

### 3. トランプ政権、住宅緊急事態宣言を検討

[フィーチャー]

Trump Might Declare a Housing Emergency. How He Could Fix It  
関税や移民政策など主要政策との折り合いをつけられるか

#### 掛け声だけで終わる懸念



David Paul Morris/Bloomberg

住宅購入コストが高騰し、多くの米国人にとってマイホームが手の届かないものになってしばらくたつが、先週、ホワイトハウスに動きがあった。9月1日、ベセント財務長官はワシントン・エグザミナー誌とのインタビューで「秋に全米規模の住宅緊急事態宣言を行う可能性がある」と語った。しかし、建築基準やゾーニング（用途地域）規制を標準化し、住宅取得にかかる総費用を引き下げる方策を検討していると示唆したことを除けば、具体的な内容は示さなかった。

専門家の一部は、そうした緊急事態宣言が中身を伴わないジェスチャーに終わるのではないかと懸念している。住宅危機が今も続いているのは確かだが、簡単な解決策はなく、解決に向けた多くの措置はトランプ大統領の他の目標と相いれないからだ。投資管理会社サンジャック・アルファのアンドリュー・ウェルズ最高投資責任者（CIO）は「長い年月を経て生じてきた問題であり、解決への近道は存在しない。住宅ローン金利が低下するか、保険など住宅所有に伴う諸費用が下がる必要がある。この数年われわれが経験してきた論点のすり替えや対症療法を避けるには、こうした問題への対処が必要だ」と話す。

当然のことながら、大小何らかの対策がいずれ実施されるという保証はない。さらに、不動産情報サイト、リアルター・ドット・コム（本誌発行元ニューズ・コーポレーションの子会社ムーブ・インクが親会社）の上級エコノミスト、ジョール・バーナー氏によれば、「住宅問題に対処するため、トランプ政権がどのような緊急措置を講じることができるのか、また、そうした緊急時権限の行使が合法なのかさえも、依然不透明だ」という。

仮に緊急事態が宣言されたとしても、住宅価格高騰問題への長期的な対応についてホワイトハウスがで

きることは現実には限られている。関税や不法移民の大規模な強制送還といったトランプ氏の主要政策の一部は木材価格や鋼材価格、人件費の上昇を招き、住宅コスト上昇の一因となっている。

## 住宅ローン借り換え時の金利ポータビリティ

市場ではトランプ大統領が要求してきた利下げに大方の注目が集まっており、早ければ今月にも実施される可能性があるが、住宅ローン金利が下がる保証はない。実際、前回利下げが実施された2024年の場合、住宅ローン金利は年末にかけて上昇した。住宅ローン金利（および長期国債利回り）にはインフレ率や景気の予想など、他のデータも反映されるからだ。ウェルズ氏は、米連邦準備制度理事会（FRB）が金利低下につながるような何らかの量的緩和策を導入する可能性があるが、量的緩和策はインフレを助長する可能性が高く、「即効性はあるかもしれないが、効果は限定的であり、問題全体の解決にはならないだろう」と話す。

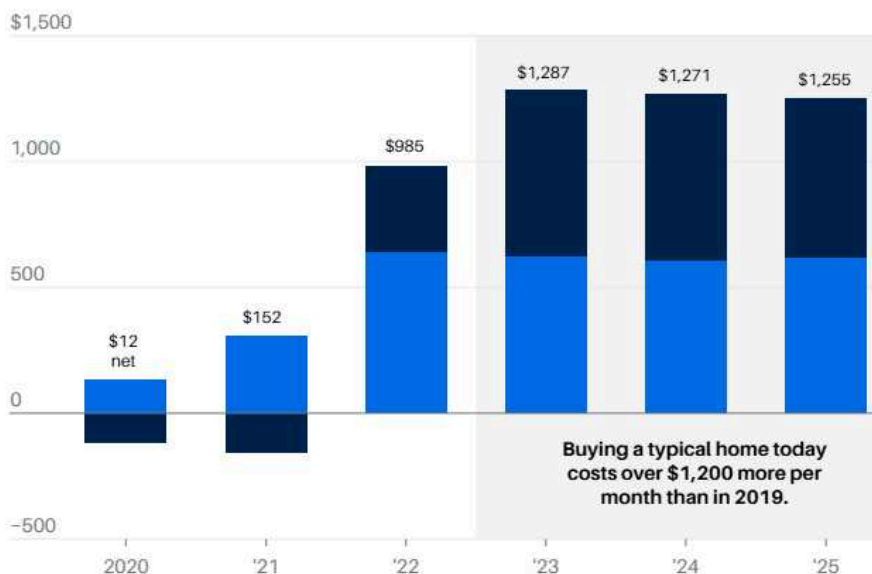
ウェルズ氏は、従来からの考え方にとらわれない解決策として、低金利で住宅ローンを借りているマイホーム所有者がその金利を住み替えの際に維持できるようにするというアイデアを挙げる。政府は、住宅ローン業界を支える巨大住宅公社のファニーメイ（連邦住宅抵当金庫、FNM）やフレディマック（連邦住宅貸付抵当公社、FRE）を利用し、コロナ禍期の住宅ローン金利3%を提供すればよい。そうすれば、現在の7%という金利水準では実現できない、既存のマイホーム所有者を住宅市場に呼び戻すインセンティブとなるが、他の複雑な問題が伴う。同じように、政府が何らかの税額控除や補助金を提供する場合も、「手が届かない資産」の購入支援策としては限定的な効果しかなく、インフレや住宅価格の上昇を招いたコロナ禍期の財政刺激策と同様に、連邦債務を再び膨張させることになる警告する。

### Squeezed by High Costs

Change in monthly payment for median list price home relative to 2019.

Change due to...

■ House Price ■ Interest Rate



Note: Monthly payment assumes July average Freddie Mac mortgage rate, 20% down payment on home at median listing price in July of year, and a tax and insurance rate of 1.72% annually.

Source: Realtor.com



## 規制緩和に期待

2008～2009年の世界金融危機は住宅バブルとサブプライムローン（低所得者向け高金利型住宅ローン）危機が引き金となったことから、危機直後は住宅建設に及び腰となるのも自然なことだった。しかし、その後、約2000万世帯が新たに誕生したにもかかわらず、住宅はわずか1800万戸しか建設されていない。

住宅供給の増加のために大統領ができることは幾つかあるが、抵抗に遭う可能性が高い。バーナー氏は「ゾーニングに関する自治体の規制を無効化、あるいは少なくとも標準化すれば、われわれが必要とする量の住宅を住宅建設業者が供給できるようにするための大きな一歩となる。許可手続きの合理化と建設業者に対する規制緩和は、住宅供給を強化する優れた方法だ」と語る。

こうした政策が実施されれば、住宅建設業者の株価に追い風となるだろう。上場投資信託（ETF）のiシェアーズ米国住宅建設ETF<ITB>は今年、S&P500指数をわずかながらアンダーパフォームしているが、DRホートン<DHI>やパルトグループ<PHM>の株価は25%を超える上昇となっている。レナー<LEN>やNVR<NVR>など他の銘柄は出遅れている。

全米住宅建設業者協会（NAHB）のバディー・ヒューズ会長も政府措置に規制緩和が含まれることを期待しており、「安定した、手頃な価格の建材サプライチェーン（供給網）と建設業界の熟練労働者不足に対処するための政策策定」の必要性を訴え、「建材価格や建設費、人件費の低下を目的とした積極策も必要だ」と語る。

問題は、米北東部など需要が高い地域の多くは、安全性や環境保護を理由に、地域独自の規制の維持を望む可能性が高いことだ（民主党支持者が多数を占める州は法廷闘争に持ち込む可能性が高い）。そして、繰り返しになるが、労働力不足や原材料コストといった問題への対処はトランプ政権の移民政策や貿易政策とは相いれない。

とはいえ、熟慮を重ねた行動であれば、何もしないよりましだ。NAHBによれば、現在の新築住宅価格の中央値は、米国の家計の75%にとって手が届かない水準にある。これは、この住宅価格を巡る危機を緩和するための政策であれば、国民の大きな支持が期待できることを意味する。一方、長期的な解決には、時間をかけた多角的な取り組みが必要となるが、派手な記者会見にはなじみにくく、手っ取り早くホームランを打ちたがる大統領に売り込むのは難しいかもしれない。

今後何が起こるにせよ、トランプのカードで作った家のような現在の不安定な状況は長くは持たないだろう。

By Teresa Rivas  
(Source: Dow Jones)

## 4. AIを退職後の資産計画に役立てる方法

[フィーチャー]

AI Can Help With Retirement Planning, but It Can't Replace a Human Advisor

ただし、人間のファイナンシャルアドバイザーの代わりにはならない

### ポートフォリオのレビューはAIの勝ち

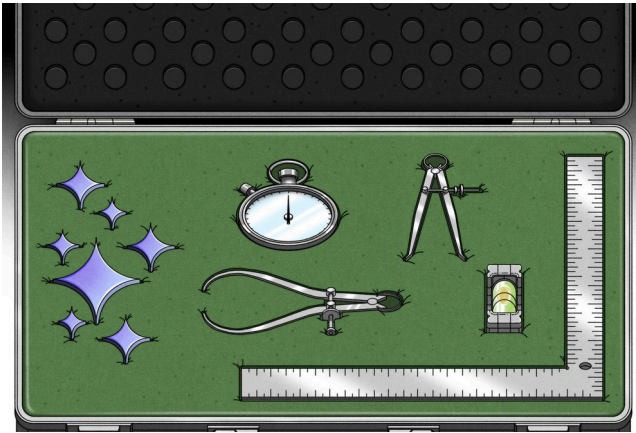


Illustration by Carolina Moscoso

データ分析サービス会社レクシスネクシス・リスク・ソリューションズの政府事業部門最高経営責任者（CEO）を務めるヘイウッド・タルコーブ氏は最近、ファイナンシャルアドバイザーとチャットGPTに対して、自身が84歳の母のために運用しているポートフォリオのレビューを実施させた。その結果、勝ったのはチャットGPTだった。

人間のアドバイザーは簡単な定性的評価をしただけだったのに対し、人工知能（AI）はセクター別の内訳や、配当株の各銘柄から受け取るイ

ンカムなど、より詳細な分析を示した。タルコーブ氏は「AIへの信頼が一層強くなった」と語る。AIの評価は綿密であるだけでなく、潜在的な利益相反の心配もない。タルコーブ氏は「アドバイザーは『私に運用させてください』と言いたげだった」と話す。

AIの進歩は、お金に関するアドバイスを「民主化」するだろう。かつては、資産計画のモデルや助言を利用するには多くの資金や時間が必要だったが、今やPCやスマートフォンがあれば誰でもアクセスできるようになった。

こうした進歩と同時に、AI投資は株式市場の大幅な上昇を促進している。メタ<META>（旧フェイスブック）やマイクロソフト<MSFT>などの大手は今後数カ月で数十億ドルを投資すると表明している。8月後半には、オープンAIのサム・アルトマンCEOさえもが、現在の状況はAIバブルだと述べた。

市場がどのような結末を迎えるかは議論の余地があるが、オープンAIのチャットGPT、グーグルのジェミニ、アンソロピックのクロードなどのアプリを通じて利用できる大規模言語モデル（LLM）が、あらゆるタスクを合理化していることは確かだ。ロボアドバイザー企業ベターメントが最近実施した調査では、50%強の回答者が金融関係の目的にAIを月1回以上使用していると答えた。ただし、実際にお金の助言を求めるほどAIを信頼していると答えたのはわずか30%だった。

今のところ、AIに資産計画を任せるのはリスクが高そうだ。LLMはブレインストーミングや問題解決には向いている。しかし、今後の暮らしとお金、支出目標、ポートフォリオを検討し、それらをファイナンシャルプランにまとめ上げるという点では、経験豊かな人間のアドバイザーの代わりには依然としてなれない。

また、一般公開されているAIモデルが投資銘柄の選別に大いに使えると期待すべきではない。金融情報サイト「ファイナンシャル・サムライ」の設立者サム・ドーゲン氏は「AIに作成させたモデルポートフォリオがS&P500指数をアウトパフォームし、お金持ちになれるという夢のようなシナリオは、まだ

実現しないと思う」と語った。

AIが資産管理ツールとして有望なのは間違いないが、それが危険をもたらすこともまた確実だ。それでは、AIをうまく活用するにはどうすべきか考えていこう。

## AIを効果的に使用するには

今日のLLMは、おしゃべりで一方的に話しかくる高校生のようなものだ。教師に何を聞かれても手を上げ、自信たっぷりに答える。たいていは自分でも内容を理解してしゃべっているが、全くの間違いということもある。

LLMは膨大なデータセットによって訓練されたAIであり、大量のテキストを消化して、ユーザーの質問に対してもっともらしい回答を作成する。「生成AI」と呼ばれるのは、チャットボットが消化したテキストの寄せ集めからオリジナルのコンテンツを生成するからだ。生成AIには知覚があるように見えるかもしれないが、ファイナンシャルアドバイザーに普通に求める感情、モラル、個人としての責任感を持っていない。また、金融に関する助言を提供する時に、登録投資顧問とは違って、受託者としてユーザーの最善の利益に沿って行動する法的な義務も負わない。

アメリカン・カレッジ・オブ・ファイナンシャル・サービスで退職所得センターの所長を務めるエリック・ルドウィグ氏は「人々が忘れてしているのは、LLMが『言葉の計算機』にすぎないことだ」と語る。

投資の基礎に関しては、LLMは総じて妥当なアドバイスを生成する。LLMの回答のレベルは、与えられた質問のレベルを超えない。従って、この段階における誤りは、退職後の計画を知りたいのに年齢を伝え忘れた、といった抜け落ちによるものが主だ。駆け出しの投資家がより正確でパーソナライズされた回答を得るには、「既に賃貸不動産を所有していたらどうなる？」といった追加的な質問を尋ねる必要があるかもしれない。

LLMの要約能力や情報の統合能力は、退職に備える投資家が計画に着手したり、既存の計画をチェックしたりする助けになる。チャットGPTに「あと20年で退職する」と伝えたと、米国株が50～60%、海外株が20～30%、債券が10～20%、オルタナティブ資産や不動産投資信託（REIT）が0～10%といった適切な配分を提案してくる。さらに、上場投資信託（ETF）のバンガード・トータル・ストック・マーケットETF<VTI>やiシェアーズ・コア米国総合債券ETF<AGG>など、ポートフォリオを構築するための具体的な低コストのインデックスファンドも推奨してくれる。

チャットボットは予測も可能だ。つい最近まで、退職後の貯金が最後まで持つ確率を計算するには、ファイナンシャルアドバイザーに頼んでソフトウェアに計算をさせる必要があった。今では、チャットGPTに「65歳の時点で100万ドルの貯金がある」と入力すれば、100歳まで貯金が枯渇しない確率は40.7%だと教えてくれる（年間引き出し額を5万ドル、インフレ率を2.5%、市場リターンを6%と想定した場合）。

しかし、アドバイスはここでストップする。チャットGPTに分析の落とし穴について聞いてみると、退職後間もない時期の株価の下落、長期的な介護ニーズが不透明であることなどを挙げる。さらに、インフレ率が高い場合、市場のリターンが低迷する場合、予想外の支出がある場合などをシミュレーションしたストレステストを行うが、これらは人間のアドバイザーなら誰でも言わずともやってくれるこ

とだ。

7月後半に新たにリリースされたチャットGPTの「学習モード」は、ユーザーがより自分に合った回答を得られるように、うまく質問をすることができる。例えば、先ほどと同じように、65歳の時点で100万ドルの貯金があるというプロンプトを入力した場合、チャットGPTは資産構成や予想される寿命についてユーザーに質問する。

つまり、賢明に使用すれば、AIは退職後の計画を立て、ストレステストを行い、見落としを発見し、市場が混乱している時に冷静になるよう助言することもできる。

## AI Gets a B+ for Retirement Planning

AI's success partly rests on the skill of the user. But it's better at some tasks than others.

### Where AI Excels

**Portfolio Design:** Chatbots can suggest an age-appropriate stock and bond mix and funds to use

**Portfolio Gut Check:** Chatbots can assess an existing portfolio's ability to meet investor's goals

**Portfolio Stress Test:** Chatbots can highlight threats to an existing portfolio

**Equity Research:** Chatbots can compile information on individual stocks

### Where AI Falls Short

**Accuracy:** AI sometimes gets things wrong

**Stock Picking:** Off-the-shelf Large Language Models aren't much help in outperforming the index

**Math:** LLMs are trained on words and can't always be trusted with numbers

**Privacy:** Chats are not privileged like a doctor/patient or lawyer/client conversations

Source: *Barron's* reporting

## リサーチは得意だが、銘柄選別は不向き

スタンフォード大学の研究者は最近、AIが銘柄選別者として有望であることを示した。もっとも、正しく利用する力があればの話だが。6月に発表された研究では、AIアナリストは公開情報のみを利用して、1990～2020年までの期間でアクティブ運用ファンドマネジャーの93%をアウトパフォームした。アウトパフォームの幅は平均6倍だった。

しかし、研究者は既存のLLMを使用したわけではない。大量のスプレッドシート、決算説明会の資料、規制開示、投資家向けプレゼンテーションなどから投資可能な推奨銘柄を明らかにするという難しい課題のために、高度な機械学習モデルを自ら開発したのだ。

スタンフォード大学の教授で上記プロジェクトにも関わったエド・デハーン氏は、AIが情報を統合する力の活用に関しては、機関投資家に強みがあると語る。個人投資家に何ができるとしても、通常は機関投資家の方がうまくやるためのリソースを持っている。デハーン氏は「生成AIによってハンデがなくなるという考えは魅力的だが、現実的ではない」と指摘する。



AIはプロをアウトパフォームする助けにはならないかもしれないが、投資先を評価するのには役立つ。むしろ、株式リサーチこそAIが輝ける分野だ。ヘッジファンドのZXスクエアード・キャピタルのゼネラルパートナー、フェリックス・シュー氏は以前、株式アナリストとしてスプレッドシートを作成していた。今ではチャットGPTによって、企業利益や過去の株価収益率（PER）といった指標の追跡や、決算説明会の資料の要約が非常に簡単になったと語る。

シュー氏は、多くの人が手っ取り早く投資先を知りたがっていると指摘する。ただし、LLMに買うべき銘柄を聞いて何も考えずに従うのではなく、企業の課題や主な競合他社を分析することを求めるべきだと言う。さらに「もし君がアナリストなら、投資先に何を求めるか」と聞いてみてもいい。シュー氏は「常にチャットGPTに疑問を投げ掛けるべきだ」と話す。

## 計算は自力ですべし

LLMは言語によって訓練されているので、計算をしようとしてもできない場合がある。ルドウィグ氏はチャットGPTとクロードに、新たな税制・歳出法の下で夫婦が四半期に支払うキャピタルゲイン税を計算させたところ、両者の計算結果は全く異なっていた。マサチューセッツ工科大学のアンドリュー・ロー教授は、あるLLMにローンの経過利息を計算させようとしたが、LLMは複利計算の方法を知らなかったという。

チャットGPTは往々にして生成AIと同義に使われるが、複数あるLLMの一つにすぎない。ロー氏は、各LLMには人間の性格のように異なる強みと弱みがあり、それらをよく知る必要があると語る。

本誌は最近、チャットGPTとジェミニに対して、三つの証券口座を有する73歳のユーザーの必要最低引き出し額（RMD）を計算させる実験を行った。RMDとは、退職金口座から毎年引き出しを義務付けられる金額のことであり、投資家のすべての税金繰り延べ退職金口座の残高に基づいて決定される。

チャットGPTはアップロードされた文書に基づいてRMDを計算したが、ジェミニは難色を示した。ジェミニは「私はあなたの財務文書に安全にアクセスし、これを処理することはできないため、RMDを直接計算できません。これらの文書をアップロードしたり、個人的な財務情報を共有したりしないでください」と述べ、ユーザーが自分で計算するための数式を示した。

専門家は、個人を特定できる情報をLLMに入力すべきでないと指摘する。オープンAIのアルトマン氏は今年夏、チャットGPTはユーザーに対して法的な守秘義務を負わず、チャットGPTとの対話は法廷で証拠として使用される可能性があると警告した。

本誌はオープンAIに対してRMDの実験に関するコメントを求めたが、返答はなかった。グーグルの広報担当者は、ユーザーは医療、法律、金融などの専門的な助言についてジェミニに依拠すべきでないと述べた。

ロー氏は今後5年以内に、いわゆるエージェントAIが受託者として行動し、利用者の最善の利益に沿って資産を運用できるようになると予想している。しかし、安全対策はまだ導入されていない。

今のところ、ほとんどの証券会社は、主に会議でのメモ取りといった補助的な業務のためにAIを使用している。しかし、アドバイザー向けAIアシスタントを提供するジャンプのパーカー・エンスCEO兼

共同創設者は、AIエージェントがアドバイザーと共に働く「ハイブリッド」な未来はそう遠くないと語る。最終的な目標は、安全で法令を遵守したAI体験を提供することだと言う。

AIには正確性、プライバシー、法的責任以外にも多くのグレーゾーンがあり、こうした分野では経験豊かなアドバイザーが付加価値を提供できる。ファイナンシャルアドバイザーの重要な仕事は、顧客がしっかりとアドバイスに従って行動するようにすることだ（文書の作成や確定拠出年金 [401k] の移換など）。アメリカン・カレッジ・オブ・ファイナンシャル・サービスのスティーブ・パリッシュ教授は「多くのAIは『あなたは何々をすべきだ』と助言するだろう。退職に関する意思決定の多くは、イエスカノーで答えられるものではない」と語る。

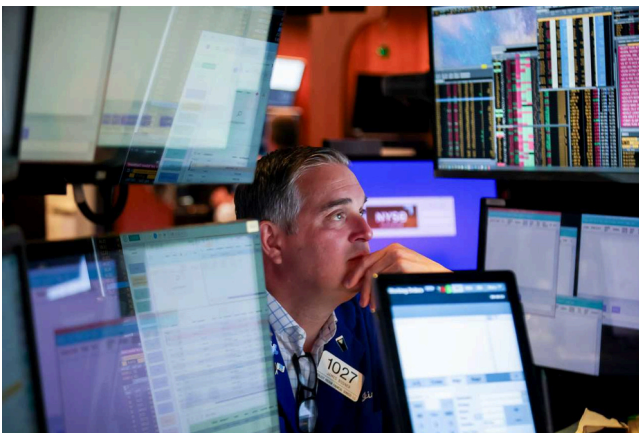
By Elizabeth O'Brien  
(Source: Dow Jones)

## 5. 弱い雇用統計に株式市場は右往左往

[米国株式市場]

Markets Teeter on Job Miss. Investors Shouldn't Give Up Yet  
高値圏でもみ合っても市場から離れるべきでない

### 弱い雇用統計で下落



Michael Nagle/Bloomberg

雇用情勢が低迷している場合、株価の上昇は長くは続かない。5日に発表された8月の雇用統計は弱い内容で、急激な落ち込みを示し、史上最高値圏にあった市場は下落した。

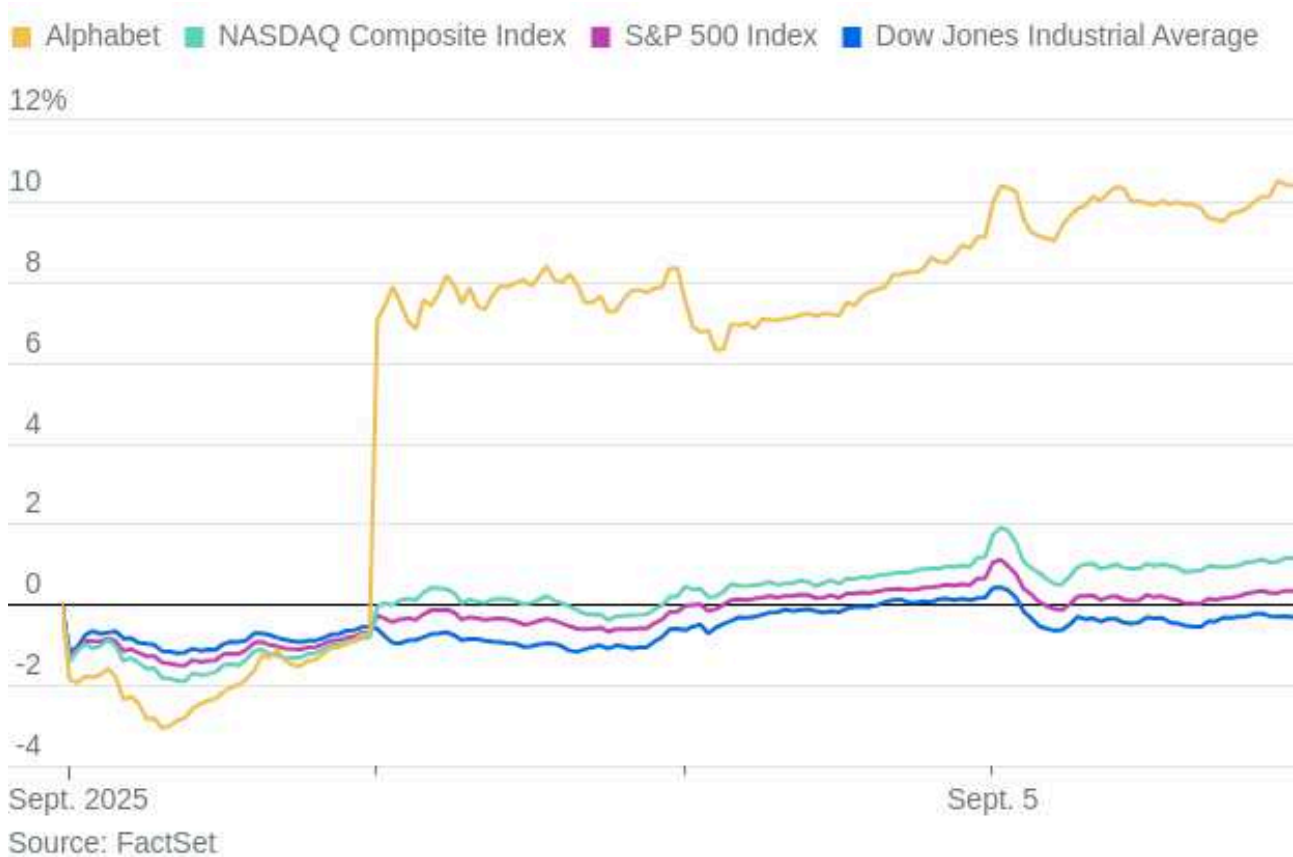
8月を含めて雇用統計は4カ月連続であまり良くない内容だった。新規就業者数はわずか2万2000人の増加にとどまり、予想の7万6500人を下回った。雇用が増加したのは医療分野などごく一部であり、製造業では減少した。6月の就業者数は前月比で減少に下方修正された。

これらを受けた先週の主要株価指数を見ると、S&P500指数は4日に史上最高値を更新した後に5日に0.3%安となったが、週間では0.3%上昇して6481.50で引けた。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は5日に0.5%の下落となり、週間では0.3%安の4万5400ドル86セントとなった。ナスダック総合指数は週間では1.1%高の2万1700.39となり、小型株のラッセル2000指数は1.0%高の2391.05で週末を迎えた。

### 注目はインフレから景気懸念に

こうした中で良い知らせは、米連邦準備制度理事会（FRB）が年内に複数回の利下げを実施し、経済を支える可能性が極めて高いことだ。市場では今年中に3回の利下げが行われる確率が67%、合計で1%ポイントの利下げが行われる確率は9%と織り込まれている。こうした予想は数日前まではほとんどないと思われていた。

悪い知らせは、経済が失速していることだ。最新の雇用統計に加え、先週発表された他の雇用関連統



計でも、2021年以降で初めて求職者数が求人数を上回っていることが明らかになった。

景気全般の減速に対する懸念が、市場のもう一つの脅威であるインフレ懸念を上回っている。つい数日前に30年物米国債利回りは5%に達していたが、5日までに4.8%を下回り、10年物米国債利回りは4月以降で最低の水準まで低下した。これは、インフレがもはや投資家にとって主な懸念材料ではないことを示している。

インタラクティブ・ブローカーズのチーフストラテジストであるスティーブ・ソスニック氏は、弱い雇用統計は「市場の熱狂的なムードを転換させるような景気に対する懸念を生み出すのに十分だった」と本誌宛てのメールに記した。ソスニック氏はさらに、この弱い雇用統計は株価のバリュエーションが「限界的な高値圏」にある中で発表されたと付け加えた。

## 金利低下の中、高値もみ合いか

市場のすべての部分が悲観的なわけではない。5日は金利に敏感な業種が上昇し、上場投資信託（ETF）のiシェアーズ米国住宅建設ETF<ITB>の上昇率は2.2%だった。金利低下は住宅ローン金利の低下につながり、様子見をしていた層の一部が住宅市場での買い手となる可能性があるためだ。小型株も堅調で、ラッセル2000種指数は5日に0.5%上昇した。トゥルイスト・アドバイザー・サービスの最高投資責任者（CIO）のキース・ラーナー氏によると、中小企業の債務は大企業よりも変動金利が多い傾向があるという。金利が低下すれば、こうした企業はより有利な条件で債務の借り換えが可能となる。

先週は他の銘柄でも目に付く上昇があった。グーグルの親会社アルファベット<GOOGL>は3日、独占禁止法訴訟の大部分で敗訴したにもかかわらず、事業分割は命じられないとの判決を受け、株価は



9%急騰した。

今後数週間の値動きは、おそらくマクロ経済ニュースが主導する見通しだ。決算発表の合間にある株式市場は一時的にボックス圏に入りがちだし、FRBは9月16～17日の会合を前にコメントを出せない「クワイエット・ピリオド」に入っている。

投資家がさらなる経済指標の発表を待っている中、ストラテジストは市場に吹き荒れる弱気な風が大嵐に発展するとは予想していない。ラーナー氏は「強気相場は有利に解釈されているようだ。当面は乱高下が続く見込みだが、5日の雇用統計だけで弱気姿勢を強めるには不十分だ」と述べる。

それでも市場の勢いは失速している。再び加速させるにはFRBだけでは不十分かもしれない。

By Avi Salzman  
(Source: Dow Jones)

## 6. グーグルの独禁法訴訟判決で見逃されたこと

[ハイテク]

Google's Legal Problems Aren't Over-3 Remaining Antitrust Risks  
事業分割は免れたが、依然として三つの重大なリスクに直面

### 連邦地裁の判決は事業分割を求めず



Al Drago/Bloomberg

米国の司法省がグーグルを相手取り米連邦地裁に提訴していた裁判が先週決着した。グーグル検索は競争を阻害する独占的サービスに認定されたものの、グーグルは司法省が求めている最も厳しい是正措置の一つ、すなわちウェブブラウザのChrome（クローム）の売却を含む事業分割を回避した。この報道を受けて親会社アルファベット<GOOGL>の株価は9%高と急騰し、過去最高値を付けた。だが、グーグルが独占禁止法違反という重大な危機に瀕していることに変わりはない。

グーグルが事業分割を免れた理由は、グーグル検索を独占的と認定した2024年8月の一審判決の時から状況が変化しているためだ。

一審裁判における2023年暮れの法的責任認定の段階では、人工知能（AI）を利用した検索エンジンがもたらす新たな競争について言及する者はいなかった。しかし、裁判所が是正措置の検討を始めて以降、グーグルはAI検索サービスの分野でチャットGPTやパープレキシティといった生成AI企業と競合するようになった。連邦地裁のアミット・メータ判事は判決文で「生成AIの出現がこの訴訟の行方を一変させた」と述べている。

グーグルの弁護士は、グーグルが生成AI企業との競争にさらされているとする主張を力強く展開し、メータ判事はそれに賛同した。メータ判事は判決文で「インターネット検索分野へのベンチャー資金の



流入は、シリコンバレーの『最大の飛行禁止区域』と考えられていた。(だが今や) この分野に流入する資金の規模とそのスピードは驚異的だ。そうしたベンチャー資金を得ている企業は、グーグルと競争する上で、この20年あまりの間に存在したどの従来型検索企業よりも優位な立場にある」と指摘している。

## 一部検索データの競合他社との共有義務付け

事業分割を回避したものの、グーグルが無傷だったわけではない。今回の判決によってグーグルの事業は以下の三つの理由で打撃を受ける可能性がある。

一つはデータ共有が義務付けられたことだ。メータ判事はデータ共有に関する原告側の是正措置案の多くを削除したが、重要な部分を残した。それにより、多くの時間、人材、そして資金を投じればグーグル検索とその基盤技術をリバースエンジニアリングできる可能性が競合他社に開かれた。

リバースエンジニアリングは、現在はあまり完全ではないウェブデータに依存しているパープレキシティやオープンAIなどが提供するAI検索エンジンにとって、大きな差別化要因となる可能性がある。検索サービスにおけるグーグルの最大の競争優位性はこれまでウェブに関する独自の視点とユーザーによるウェブとのインタラクション方法にあったが、そうした優位性は失われるかもしれない。

## 訴訟は長引く可能性も

二つ目の理由は、今回の訴訟が決着せずに長引く可能性があることだ。メータ判事は、グーグルはアップル<AAPL>への支払いを継続できると述べた。この支払いは、アップルがグーグルの検索エンジンを自社のデバイスのデフォルトオプションとして使用し続けることへの対価だ。しかしメータ判事は「裁判所が課す是正措置によって競争が実質的に回復しない場合」、この措置を再検討する可能性がある」と語った。

司法省が控訴する可能性も残っている。司法省は明言していないものの控訴に前向きな姿勢を示しており、プレスリリースで「司法省の選択肢と今後の対応を検討するために判決を引き続き精査する」としている。

司法省は、原告にとって有利な（グーグルにとっては不利な）判決を引き出すために控訴という手段を使うかもしれない。あるいは、控訴を通じて今回の是正措置を取り消し、グーグルにとって不利な追加指示を添えてメータ判事に差し戻す可能性もある。

## グーグルに広告取引所売却求める訴訟が進行中

三つ目の理由は、グーグルによる独禁法違反を巡る訴訟が今後、米国の内外でさらに増える可能性があることだ。

その一つが、司法省が2023年に起こした2件目の訴訟である。この訴訟は、ウェブ上でデジタル広告の売買市場として機能するグーグルの広告ネットワークに関するもので、裁判は今年4月に結審し、グーグルは2度目の独禁法違反を言い渡された。是正措置の審理は9月下旬にバージニア州東部地区連邦地裁で開始される。

司法省によると、グーグルの広告取引所は市場シェアの過半を握り、グーグルは自らの広告ネットワークにおける最大の売り手の一つであり最大の買い手の一つでもある。訴状には「グーグルは自らを、デジタルディスプレイ広告の買い手、売り手、そしてオークション主催者としての役割を同時に果たす立場に置いた」と記されている。

司法省は裁判所に対し、グーグルに広告取引所と売り手側ソフトウェアの売却を命じるよう求めている。

アルファベットの事業におけるグーグルの広告ネットワークの重要性が低下しているのは確かだ。アルファベットの全売上高に占める広告取引所の割合はかつて21%だったが、2024年には8.7%に低下した。こうした地位の低下は、グーグル検索に「AI Overviews」（AIによる概要表示機能）が登場したことによってグーグル検索のトラフィックと広告需要が減少する中で起こっている。

だが、広告ネットワークの重要性を売上高だけで測ることはできない。裁判官がグーグルに広告取引所と売り手側ソフトウェアの売却を命じた場合、グーグルはデジタル広告市場全体を見渡すことができなくなり、より大きな広告事業であるグーグル検索とYouTube（ユーチューブ）の売上高と粗利益率に悪影響を及ぼす可能性がある。

By Adam Levine  
(Source: Dow Jones)

## 7. ペイパル、アフアーム、クラナの決済3社が明らかにする新たなマネーゲーム [コラム] What PayPal, Affirm, and Klarna Reveal About the New Money Game 競争と複雑に絡み合う関係

### バリュー、グロース、新顔がそろそろ



Robyn Twomey/Corbis/The Telegraph

「金の流れを追え」はジャーナリズムの世界で使われてきた格言だが、投資家にとっても理にかなっている。何百年もの間、それは銀行への投資を意味してきた（ロスチャイルド家やメロン家で証明できる）。しかし今日では決済会社がすべてのお金を吸い取っているようだ。

とはいえ、金融ビジネスで市場シェアを獲得するのは、赤ん坊からキャンディーを取り上げるように簡単なことではない。注目度の高い決済企業3社、すなわちペイパル・ホールディングス<PYPL>、アフアーム・ホールディングス

<AFRM>、今週上場するクラナ・グループ<KLAR>は複雑なネットワークで絡み合っており、簡単ではないという考えを浮き彫りにする。

コアブランドに加え、送金アプリであるベンモを子会社で展開するペイパルは現在、経営再建を進め

ている。後払い決済（BNPL）サービスを提供するアフームは、先月下旬に好調な決算を発表した。一方、スウェーデンの競合企業クラナ（社名は「明らかになる」「明るい」という意味）も、今週実施されるニューヨーク証券取引所での新規株式公開（IPO）で最大12億7000万ドルの資金調達を目指している（企業評価額は140億ドル）。

つまり、バリュー投資、グロース投資、新たな投資対象がそろっていることになる。まるで、伝説の司会者ジョニー・カーソン氏の『カーナック・ザ・マグニフィセント』のギャグが始まるかのようである。カーソン氏はよく、無関係に見える三つのアイテムの間に何らかのつながりを見出そうとしていた。

## 経営再建が進行中のペイパル

ペイパルはもちろん、この3社の中で「元祖（オリジナル・ギャングスター）」と呼べる存在である。ペイパルは1998年に、イーロン・マスク氏、ピーター・ティール氏、マックス・レブチン氏、リード・ホフマン氏といった、現在では非常に影響力のある起業家らによって設立された。

ペイパルの歴史にはドラマがある。マスク氏とティール氏の対立、2002年の華々しいIPO、そのわずか6か月後にオンライン小売りのイーベイ＜EBAY＞に買収され、子会社としての「苦難」を長く経験することになった。その後、著名アクティビスト、カール・アイカーン氏によって分離され、2015年に再びIPOを果たした。株価はパンデミックまで堅調に推移し、2021年7月には308ドルまで急騰したが、2023年10月に50ドルまで急落した。最高経営責任者（CEO）のアレックス・クリス氏は金融ソフトウェア企業インテュイト＜INTU＞に19年間勤務した後、2023年にペイパルに移った。

ペイパルの株価は現在、70ドル前後、過去12カ月実績株価収益率（PER）は15倍だが、株価は安定せず、年初来では18%下落している。クリス氏は「私が着任した時、社内では300もの異なる案件が進行中だった。私は最も重要な三つから五つの案件を挙げるようチームに求めた。ベンモは成長を回復したが、再建には時間がかかる。目標にはまだ到達していないが、正しい方向には進んでいる」と語る。

クリス氏の下でペイパルは6四半期連続で黒字となったが、利益は依然として、ウォール街の期待を下回っている。直近ではアナリストが、ペイパルなどの自社ブランドを通じた決済取引量の停滞に懸念を示している。ファクトセットによれば、ウォール街のアナリストによる投資判断は14人が「ホールド」、11人が「買い」または「オーバーウェイト」、2人が「売り」としている。

## アフームはBNPLで成長、クラナは上場へ

アフームは2012年、ペイパルの共同創業者の一人であるマックス・レブチンCEOが創業した。レブチン氏はそれまでしばらくの間、決済ビジネスを意図的に避けていたが、それは皮肉にもペイパルを共同で創業し成功を収めたことが理由だった。レブチン氏は、「20代の自分に縛られないように、30代はペイパルとは違うビジネスを構築しようとしていた。最終的には妻から『あなたの得意なことが一つあるとすれば、それは決済ビジネスだ』と言われた」と語る。

アフームは、オンラインや実店舗での支払い時に利用でき、アフームのデビットカードやアップル・ペイに対応している。アフームは加盟店に代金を前払いし、その際に手数料を得る。消費者に

は複数の支払いオプションが提供されており（中には利息が発生するものもある）、事前に明示されていない手数料や延滞手数料はない。2025年度の売上高は32億ドルに達し、2020年以降は年率38%で成長している。今年は年間ベースでGAAP（米国会計基準）による初の黒字となり、15セントの1株当たり利益（EPS）を計上した。エバーコアISI、みずほ証券、JPモルガンはアフームの投資判断を「アウトパフォーム」または「オーバーウエート」としている。

パンデミックの間、アフームの株価も急騰しその後急落したが、ペイパルとは異なりアフームは見事に復活を遂げている。株価は2022年12月9ドル弱を底に直近では87ドル台まで上昇し、上昇率は900%を超える。そうした株価の動きの中で、アフームの10%を保有し、その価値が27億ドルに相当するレブチン氏は、今でもペイパルを注視しているのだろうか。

レブチン氏は「年齢を重ねるにつれて、避けられないことがあることに気付く。だから、ペイパルは今でも大切な存在だ。今はアフームに全力を注いでおり、今はアフームの方がより大切かもしれない。とはいえ、クリス氏が、かつてつまずいたペイパルを少し活気のある面白い会社へと蘇らせているのには勇気付けられる」と話す。

実は、レブチン氏がより注視していると思われる企業がもう一つある。それがクラーナだ。今年初め、クラーナはアフームに代わって、小売り大手ウォルマート<WMT>の独占的なBNPLのパートナーに選ばれ、アフームにとってはより直接的なライバルとなっている。クラーナはストックホルムに本社を置くが、ここにも（予想通り）ペイパルとのつながりがある。クラーナは創業初期に、優良ベンチャーキャピタル（VC）企業であるセコイア・キャピタルから資金提供を受けている。そのセコイアを率いているのが、ペイパル創業メンバーの一人であるロエロフ・ボタ氏である。実際に、セコイアがクラーナに出資したことで、競争相手と見なされたアフームへの出資は見送られた。

レブチン氏に「でも、盟約があったのではないかと尋ねたところ、レブチン氏は「クラーナはボタ氏の案件じゃなかったと思う。いずれにせよ、ボタ氏は今でも親友の一人だし、クラーナへの出資決定で個人的な関係が損なわれたことは全くない」と笑みを浮かべながら語る。

司会者のカーソン氏はそれを予想できただろうか。

By Andy Serwer  
(Source: Dow Jones)

## 8. 割高な株式市場、下落時の助けになるETFと優良配当株

The Market Is Pricey. Dividends Can Provide a Cushion in a Pullback  
配車サービス、リフトの将来性は

[投資戦略]

### 不人気の配当株

米国株式市場は、減量効果のある糖尿病治療薬、オゼンピックを服用したかのように配当を減らしている。昨年末、配当性向（株主への利益配分比率）は25年ぶりの低水準に落ち込んだ。JPモルガンは大幅な反転を予測し、今後5年間の配当の伸び率は年平均7.6%と見込み、過去20年間で2%ポイント上回ると予測していた。ところが現実には低下傾向が続いている。S&P500指数全体の配当は、今年は4%の増加にとどまる見通しで、利益の11%の伸びを大きく下回っている。S&P500指数全体の配当利





Angus Mordant/Bloomberg

回りはわずか1%だ。

この流れに逆らう企業を紹介する前に、そもそも「配当を誰が気にするのか」と問うのがフェアだろう。投資家は金やビットコイン、米半導体大手エヌビディア<NVDA>のように無配の資産でも大きな利益を得てきた。正確に言えば、エヌビディアは四半期ごとに1セントの配当を支払っているが、事実上ゼロに等しい。

JPモルガンによると、1987年から2024年半ばまでのS&P500指数のリターンの55%は配当の再

投資によるものだった。ただし、過去10年では配当株のパフォーマンスはおおむね市場平均を下回っており、比較的割安で不人気な状態に置かれている。長年米国株に劣後してきた海外株の年初の状態と似た状況だ。しかし、その後、海外株のリターンは急上昇し、ドルベースで見れば米国株のリターン（年初来16%）の2倍となった。配当株にも順番が回ってきそうに見える。高配当株を集めた上場投資信託（ETF）のiシェアーズ・コア配当ETF<DIVB>は、株価収益率（PER）15倍で取引されている。これは市場全体の長期平均に近い水準だが、S&P500指数は現在、PER24倍という高水準だ。

ドイツ銀行のマクロおよびテーマ別調査部門の責任者であるジム・リード氏は、米国市場の現在のバリュエーションは、過去100年に3度あったピークと同程度の高水準であり、いずれのピークも、その後は10年間のマイナスリターン（インフレ調整後）が続いたと記している。

## 株式市場下落局面の分散投資先としての配当株

リード氏は、株式市場に対する強気は、人工知能（AI）が過去150年間に例を見ない「パラダイムシフト」をけん引するという期待が支えているようだと言及する。期待が実現しなかった場合、分散投資が助けになる。海外株は依然として妥当な水準にあり、安全な短期債は4.25%前後の利回りを提供する。そして配当は株価下落時に安心感をもたらす。

配当株へのエクスポージャーを増やしたい投資家に幾つかのオプションを紹介しよう。まずは前述のiシェアーズ・コア配当ETF。パッシブ指数に連動し分配金利回りは2.9%だ。主な組入銘柄はネットワーク機器大手シスコシステムズ<CSCO>（配当利回り2.4%）、石油大手エクソンモービル<XOM>（同3.5%）、銀行大手JPモルガン・チェース<JPM>（同1.9%）、半導体大手クアルコム<QCOM>（同2.3%）、銀行大手ウェルズ・ファーゴ<WFC>（同2.2%）などだ。

当初の利回りは高いが、分配金の増加ペースは緩やかな商品としては、姉妹ファンドのiシェアーズ・コア高配当ETF<HDV>がある。分配金利回りは3.4%で、エクソンモービルを筆頭に、医薬品大手ジョンソン・エンド・ジョンソン<JNJ>（配当利回り2.9%）、バイオ医薬品アッヴィ<ABBV>（同3.1%）、石油大手シェブロン<CVX>（同4.3%）、ホームセンター大手ホーム・デポ<HD>（同2.3%）などが主な組入銘柄だ。

逆方向、すなわち当初の利回りは低いものの分配金の増加ペースが速い銘柄となると課題も出てくる。iシェアーズ・コア配当成長ETF<DGRO>（分配金利回り2.2%）は、組み入れ上位5銘柄にジョ

ンソン・エンド・ジョンソンとJPモルガン・チェースを含むものの、その他は配当利回りが極めて低いビッグテック株だ。アップル<AAPL>は0.4%、マイクロソフト<MSFT>は0.6%、半導体大手ブロードコム<AVGO>は0.8%だ。S&P500指数のエクスポージャーを相殺するには理想的ではないかもしれない。

フランクリン・テンプルトンで二つの配当戦略を担当し、このほど成長重視型であるフランクリン配当成長ETF<FRIZ>を立ち上げたマット・クインラン氏に、配当利回りが控えめでも配当の急成長が見込める銘柄選択について話を聞いた。クインラン氏が注目するのは、配当利回り1.5%のオルタナティブ投資会社アポロ・グローバル・マネジメント<APO>だ。アポロはプライベート・クレジット市場をリードし、評価の高いファンドの立ち上げや安定した資金調達を進めている。クインラン氏は、手数料関連利益は年率20%程度の成長が見込まれ、配当もそれに合わせて増加するとみている。

クインラン氏は、ホテル大手のマリオット・インターナショナル<MAR>の配当利回りはわずか1%だが、配当は年率2桁台前半の伸びが期待できると言う。5%増の客室数、数%の値上げ、マージン改善が寄与する見通しだ。アジアからの強い需要に加え、人気のロイヤルティプログラムや旺盛なビジネス需要も追い風となる。産業機器メーカーのパーカーハネフィン<PH>もまた、配当利回り1%ながら年率2桁台前半の配当成長が期待できる銘柄だ。クインラン氏は、確かな財務実績（過去10年でS&P500指数の2倍以上のリターン）、そして航空宇宙、デジタル化、電動化といった魅力的な市場での存在感を評価している。さらに、配当利回りがやや高めで配当の増加ペースが中程度の銘柄として、シスコシステムズ、防衛関連のRTX（旧レイセオン・テクノロジーズ）<RTX>（配当利回り1.7%）、無煙たばこの分野で急成長しているたばこ大手のフィリップ・モリス・インターナショナル<PM>（同3.3%）を挙げる。

## 配車サービス、リフトの将来性

話題を転じる。配車サービス大手のリフト<LYFT>には株価面で二つの強みがある。第一に、株価が比較的割安であることだ。株価売上高倍率（PSR）は1.0倍で、競合のウーバー・テクノロジーズ<UBER>の3.7倍を大きく下回る。第二に、フリーキャッシュフローが本格的にプラス転換し、今年中に時価総額の13%程度に達する見通しだ。収益性の改善は、2023年に創業者から経営を引き継いだ最高経営責任者（CEO）のデービッド・リッシャー氏によるところが大きい。就任発表以来、リフト株は76%のリターン（S&P500指数は68%）を上げているが、ウーバーの202%には及ばない。これが最大の懸念点だ。ウーバーの方が規模が大きく成長率も高いのだ。リッシャー氏はこの点について、主力市場である米国内ではウーバーとほぼ同じ速さで成長していると反論する。7月に欧州の配車アプリ、フリーナウを買収したことで、海外市場でも勢いを得るだろう。その他の成長戦略には、高齢者向けサービス「リフトシルバー」もある。

ビジネス拡大の最も簡単な方法は、より多くのウーバー利用者に対して、予約前にリフトも確認してもらうよう促すことだ。リッシャー氏は競争環境について、米国では年間の乗車回数が1600億回だが、ウーバーとリフトを合わせても25億回程度にすぎないと指摘し、「人々は勝者総取りという考え方をしがちだが、それは間違っている。この市場は2社で非常にうまく機能していると思う」と続けた。

By Jack Hough  
(Source: Dow Jones)

## 9. バンガードがアクティブ運用型株式ETFに参入

[ファンド]

Vanguard Is Dipping Into Active Stock ETFs. What Investors Should Know  
投資家が今、知っておくべきこと

### パッシブ運用の王者の新たな一手



Hannah Beier/Bloomberg

パッシブ運用型インデックスファンドの王者であるバンガードが、初のアクティブ運用型上場投資信託（ETF）をまもなく設定する。バンガードは8月、3本のアクティブ運用型株式ETFの計画を発表した。これらのファンドでは、バンガードの長年の資産運用パートナーであるウェリントン・マネジメンがサブマネジャーを務める。投資家はこの動向に注目すべきだろう。これが最後になることはまずないからだ。

新ファンドは、「バンガード・ウェリントン・配当グロース・アクティブETF」＜VDIG＞、「バ

ンガード・ウェリントン・米国グロース・アクティブETF」＜VUSG＞、「バンガード・ウェリントン・米国バリュー・アクティブETF」＜VUSV＞だ。これらは現在、規制当局の承認待ちで、第4四半期中に設定される見込みだ。

3本のファンドはすべて、バンガードらしい低い手数料で提供される見込みだ。配当投資やアクティブ型株式戦略に関心のある投資家は、経験豊富なマネジャー、税制優遇、低い手数料からこれらのファンドを検討すべきだろう。

### 新ファンドの特徴

バンガード・ウェリントン・配当グロース・アクティブETFのマネジャーは、ウェリントンのピーター・フィッシャー氏が務める。フィッシャー氏は現在、バンガード配当グロース・ファンド＜VDIGX＞のマネジャーを務めており、このミューチュアルファンドは8月31日時点で、平均年間リターンが過去5年間で9.84%、過去10年間で11.45%だ。ミューチュアルファンドとETFの名称に同じ「配当グロース」を掲げ、魅力的な配当を支払う大型株に投資することを目指しているものの、このETFはミューチュアルファンドの単なる複製ではない。約25銘柄に集中投資する株式戦略を目指す。バンガードのウェブサイトによると、ミューチュアルファンドは44銘柄を保有しており、上位保有銘柄はマイクロソフト＜MSFT＞、半導体大手ブロードコム＜AVGO＞、事業・財務管理ソフトウェア関連企業イントゥイット＜INTU＞である。

バンガード・ウェリントン・米国グロース・アクティブETFはグロース株への投資を目指し、約40銘柄によるポートフォリオ構築を目標とする。ベンチマークとしてラッセル1000グロース指数を採用する。このETFのマネジャーは、マイケル・マスデア氏とブライアン・バルベッタ氏が務める。この2人はバンガード・グローバル・エクイティ・ファンド＜VHGEX＞のマネジャーでもあり、このファンドではウェリントンとベイリー・ギフォードがサブマネジャーを務めている。

## Brave New World

**Vanguard plans to launch its first three actively managed stock ETFs later this year.**

ETF / Ticker	*Expected Expense Ratio	Manager
Vanguard Wellington Dividend Growth Active / VDIG	0.40%	Peter Fisher
Vanguard Wellington U.S. Growth Active / VUSG	0.35	Michael Masdea, Brian Barbetta
Vanguard Wellington U.S. Value Active / VUSV	0.30	David Palmer

Note: \*Estimated amounts for the current fiscal year.

Source: Vanguard

最後のバンガード・ウェリントン・米国バリュー・アクティブETFは、逆張り型バリュー投資スタイルを採用し、ポートフォリオに約80銘柄を保有する方針だ。ベンチマークとしてラッセル1000バリュー指数を採用する。ポートフォリオマネジャーのデービッド・パーマー氏がこのファンドを運営する。パーマー氏はまた、ファンドのアドバイザーが将来的に収益性の高い投資になると判断した、不人気株に投資するバンガード・ウィンザー・ファンド<VWNDX>のマネジャーでもある。このミューチュアルファンドのサブマネジャーはプゼナ・インベストメント・マネジメントとベイリー・ギフォードが務める。

### アクティブ運用型ETFへのシフト

バンガードがサブマネジャーを活用する手法は、株式ミューチュアルファンドで成功を収めてきた自らの戦略を反映している。これまでにベイリー・ギフォード、プライムキャップ・マネジメント、ウェリントンなどの資産運用会社を活用してきた（バンガードのアクティブ運用型債券ファンドは自社で運営している）。バンガードは一部のミューチュアルファンドでサブマネジャーを変更することができ、実際に変更してきたが、新ファンドにウェリントンの名称が付いている事実は、両社が関係強化にコミットしていることを示唆している。

また、バンガードには特定のテーマに基づいて投資するファクターETFがあるが、これらはバンガードのクオンツチームが監督しているため、今回の新たなアクティブ運用型ETFは実質的には銘柄選定の専門家によって運用される最初のファンドとなるだろう。



バンガードは今後、さらに多くのETFとアクティブ運用型ファンドを立ち上げる可能性が高い。投資家は税制優遇と透明性を理由にETFへ資金を集中させ、その過程でミューチュアルファンドから離れている。モーニングスターによると、バンガードを含む資産運用会社はこの需要に応えるため、アクティブ運用型ETFを2024年に510本、2025年上半期に295本、相次いで設定した。2025年上半期にはアクティブ運用型ETFが1830億ドルの資金を集めた。

ファイナンシャルアドバイザーのアラン・ロス氏は、バンガードが間もなく設定するこれらのファンドに投資するかどうかは決めていない。ロス氏は通常、アクティブ戦略よりも株式インデックスファンドを選好しているが、投資家はより大きな視野を持つべきだと勧めており、「アクティブ型対パッシブ型」という問題ではない。世の中には、質の低いパッシブファンドもたくさんある。重要なのは、そのポートフォリオが分散されているか、そして低コストであるかどうかだ」と言う。

By Andrew Welsch  
(Source: Dow Jones)

## 10. 原油相場は強気ムード持続、だが弱気要因も迫る Oil Prices Have Been Bullish. But the Bears Are Lurking 原油価格は下支えされてきたが、足元に軟化の兆し

[経済関連スケジュール]

### 弱気ファンダメンタルズでも、エネルギー関連銘柄は上昇



Illustration by Elias Stein

夏場を通じて原油先物価格は、懐疑的な見方を振り切るように高止まりを続けた。供給過剰のリスクが高まっていたにもかかわらず、高値を維持したのである。しかし、市場が永遠に現実から逃れられるわけではない。国際エネルギー機関（IEA）によれば、2025年には原油生産量が日量250万バレル増加する一方、需要の伸びはわずか68万バレルにとどまる見通しだ。市場には使われない原油があふれつつある。

トレーダーの間では価格下落への備えが進んでいる。CIBCプライベート・ウェルスのシニア・

エネルギー・トレーダー、レベッカ・バビン氏によると、8月下旬には弱気が強気を大きく上回り、その比率は2008年以来最も悲観的な水準になったという。それでも国際的な指標であるブレント原油先物は底堅さを保ち、夏の終わりまで1バレル65ドル超を維持した。

最大の支えとなったのは中国だ。S&Pグローバル・コモディティー・インサイツの原油リサーチ責任者ジム・パークハード氏によれば、中国は平均で日量53万バレルを備蓄目的で購入しており、通常の2倍に達している。こうした買い付けはすべて国家安全保障を目的としたものであり、世界最大の原油輸入国である中国は現在14億バレルを備蓄している。その結果、貿易戦争の局面において米国への依存度を引き下げている。

もっとも、中国の旺盛な買い付けが余剰供給を無制限に吸収できるわけではない。長年にわたり生産を抑制してきた石油輸出国機構（OPEC）とロシアなどの協調国は、既に日量220万バレルの供給を市場に戻しており、年内にもさらに供給量を増やす可能性がある。バビン氏は、最終的には需給のファンダメンタルズが支配的になると考えている。ただし、トレーダーは既に下落を織り込んだポジションを取っているため、大規模な売り注文が発生する可能性は低いとみられる。

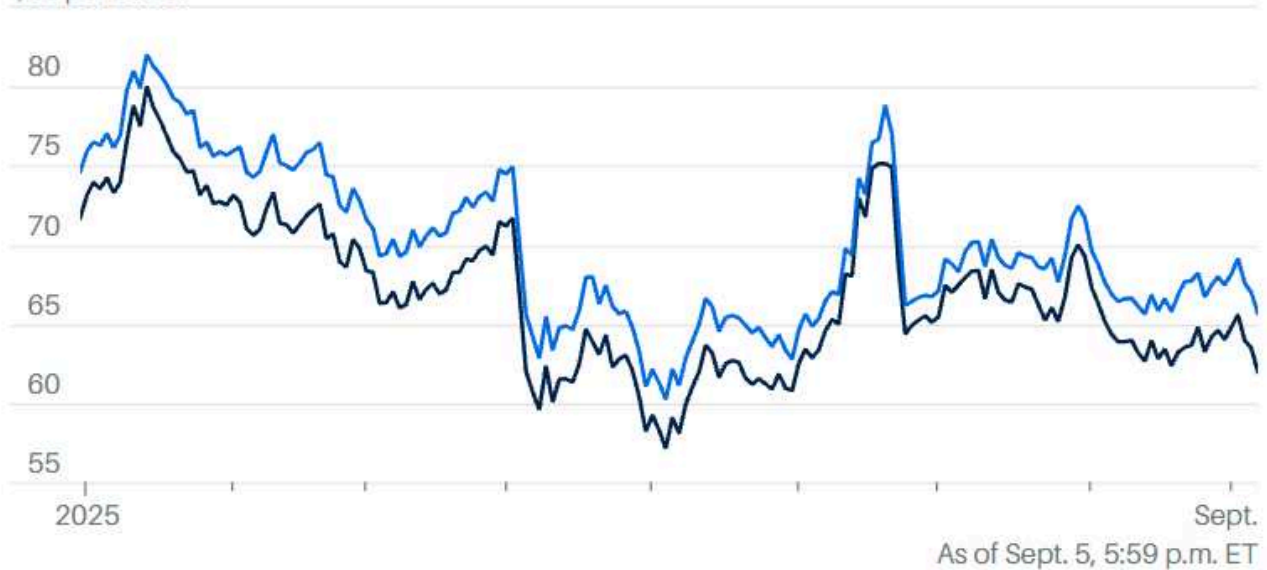
## 先週の出来事

### A Pricing Anomaly

Throughout the summer, oil prices have held up—until the past few days."

■ Brent Crude ■ West Texas Intermediate

\$85 per barrel



Source: FactSet

## 市場動向

レイバーデー祝日明けの市場は動揺して始まった。前週に米連邦巡回区控訴裁判所がトランプ米大統領による相互関税を違法と判断したことを受けたもので、トランプ氏は最高裁に上訴する意向を示した。米国債が世界的に売られ利回りが上昇したことで株価は下落した。米サプライ管理協会（ISM）の発表によると、8月の製造業購買担当者景況指数（PMI）は50を下回り、6カ月連続で縮小傾向を示した。金価格は高値を付け、ドルは下落した。4日にはS&P500指数が最高値を更新した。5日は8月の雇用統計が弱かったことによる利下げ期待から株価は一時上昇したが、景気懸念によって下げに転じた。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均は0.3%安、S&P500指数が0.3%高、ナスダック総合指数が1.1%高で週を終えた。

## 企業動向

- ・中国とロシアはモンゴル経由の第2の天然ガスパイプライン建設で合意した。インドのモディ首相はロシアとのエネルギー連携を支持する姿勢を改めて示した。
- ・スイス食品大手ネスレ<NESN.スイス><NSRGY>はローラン・フレイシェ最高経営責任者（CEO）を解任した。公にされていない恋愛関係を理由としている。
- ・アルファベット<GOOGL>傘下のグーグルに関連する反トラスト法（独占禁止法）違反を巡る訴訟

で、首都ワシントンの連邦地裁は、ウェブブラウザ「クローム」の売却を求めた司法省の要求を退けた。またグーグルのスマートフォン向け基本ソフト（OS）「アンドロイド」の売却も不要と判断した。

- ・米ヘッジファンドのエリオット・インベストメント・マネジメントは、食品・飲料大手ペプシコ＜PEP＞株40億ドル相当を取得した。
- ・フィナンシャル・タイムズ紙によれば、資産運用会社アポロ・グローバル・マネジメント＜APO＞は、スポーツ投資を手掛ける50億ドルの新ファンドを設立する計画だ。
- ・電気自動車（EV）大手のテスラ＜TSLA＞の取締役会は、イーロン・マスクCEOに対し最大で1兆ドルに達する可能性のある報酬案を提示した。

M&A（合併・買収）など

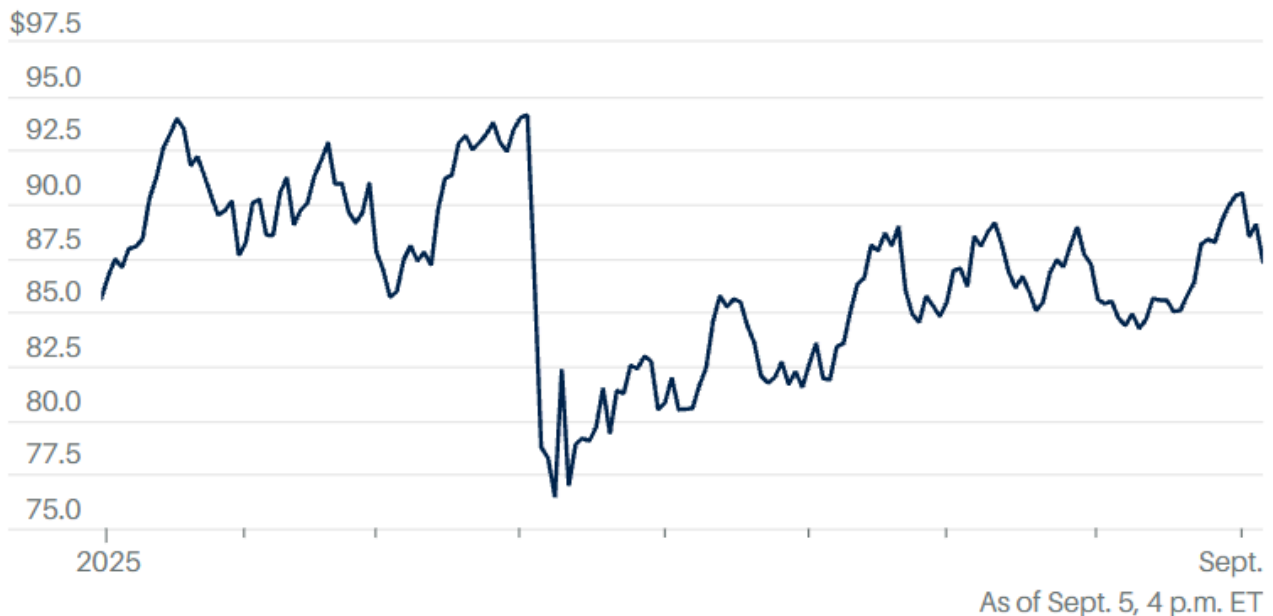
- ・食品大手クラフト・ハインツ＜KHC＞は、会社を二つに分割すると発表した。クラフト・ハインツは、2015年にチーズ製品で知られるクラフトフーズ・グループと、トマトケチャップで有名なハインツが合併して誕生した企業だ。
- ・スウェーデンに拠点を置き後払い決済サービス（BNPL）を展開するフィンテック企業クラナは、ニューヨーク市場での株式公開に再挑戦する。今年4月にはいったん上場を見送っていた。
- ・米スピリット・アビエーション傘下で格安航空を運営するスピリット航空＜SAVE＞は、2度目となる連邦破産法11条の適用を申請した。

## 今週の予定

### Paddling Upstream

Energy stocks have recently rallied despite bearish fundamentals.

#### Energy Select Sector SPDR ETF



Source: FactSet

9月9日（火）

今週の決算発表スケジュールは、9日にソフトウェア大手のオラクル＜ORCL＞、11日に文書・画像処理ソフトウェア大手のアドビ＜ADBE＞と大手スーパーマーケット・チェーンのクローガー＜KR＞が、それぞれ6～8月期決算を発表予定。

米労働省労働統計局（BLS）は、2025年3月までの12カ月間の雇用統計について年次改定の暫定値を発表する。ウェルズ・ファーゴのエコノミストは47万5000～79万人の純減が「妥当な」推計としている。これによれば、この12カ月間の月間雇用増加数は8万3000～11万人となり、従来報告の14万9000人を大きく下回ることになる。もし労働市場が従来想定よりも弱かった場合は、連邦準備制度理事会（FRB）は景気を支えるため、利下げを急がざるを得ない可能性がある。

9月11日（木）

BLSが8月の消費者物価指数（CPI）を発表する。市場予想は前年同月比2.9%の上昇で、7月を0.2ポイント上回る見込み。また、変動の大きい食品とエネルギーを除くコアCPIは前年同月比3.1%上昇と見込まれ、7月と同水準の見通し。

9月12日（金）

ミシガン大学が9月の消費者景況感指数を発表。市場予想は59.3で、8月より1ポイント高いが過去の水準に比べれば大幅に低い。また1年先の期待インフレ率は、8月の調査では4.8%だった。

## 統計と数字

28万台：中国の工場が年間に導入するロボットの数。2023年には世界全体の半数を中国が設置した。

1600万人：65歳超で一人暮らしをしている米国人の数。高齢者人口の28%に当たる。

70%：ウォール・ストリート・ジャーナル紙とシカゴ大学全米世論調査センター（NORC）が実施した調査で、「アメリカンドリームを信じない」と答えた人の割合。

23%：今年の米国のM&Aディールは2024年比で23%増加、大型の企業買収や会社分割がその背景にある。

By Avi Salzman  
(Source: Dow Jones)



『バロンズ・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

時事通信社

編集人

川田 重信（かわた しげのぶ）

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

『バロンズ・ダイジェスト』 2025/09/07

THIS WEEK'S MAGAZINE

発行 : Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信 : 時事通信社

編集

THIS WEEK'S MAGAZINE : エグゼトラスト

TODAY'S MAGAZINE : 時事通信社

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

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

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

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

※図・表・データの無断使用を禁止します。

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

Copyright © 2025 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます