

# バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/09/14

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIJI PRESS



DOW JONES

1. 中国のレアアース支配を打破する米国企業とは - How the U.S. Will Break China's Rare Earth Dominance—and How to Play It. [カバーストーリー] P.1  
注目の銘柄、MPマテリアルズ
2. 独立系投資アドバイザーのタイプ別のメリットとデメリット - Every Money Pro Operates Differently. Find a Good Fit. [フィーチャー] P.6  
目的に合致したアドバイザーの選択
3. スタブハブIPO、バリュエーションに割高感 - Not Every IPO Can Be Hot. Sorry, StubHub. [フィーチャー] P.8  
市場規模は巨大だがチケット再販市場には逆風
4. 銀行合併の新たな波が寄せ始めた - A New Wave of Bank Mergers Is Just Getting Started. [フィーチャー] P.11  
規制緩和を受けて銀行はディールを熱望するが、市場の反応は好意的とは限らない
5. 利下げを正当化する関税 - Tariffs Call for Cuts. The Fed Is Finally Coming Around. [フィーチャー] P.15  
ようやく理解し始めたFRB
6. 利下げが家計を直撃、より高い利回りを提供する商品は - Rate Cuts Will Hurt Households. Where to Look for Loftier Yields. [コラム] P.17  
TB、金、CEFなどに勝機がありそう
7. 心配する必要はなく、強気の継続を - Don't Worry, Be Bullish. [米国株式市場] P.20  
雇用統計の下方修正が、新たな景気サイクルの始まりを示唆している可能性
8. オラクルのクラウド事業は成功 - Oracle Did Everything Right. It's Time to Take Profits. [ハイテク] P.22  
しかし今は利益確定売りのとき
9. 過熱するビットコインとさらに過熱する金の関係性 - Bitcoin Is Hot, Gold Is Hotter. How These Worlds Collide. [投資戦略] P.24  
金と暗号資産、上昇がさらなる上昇を呼ぶ論理は成り立つか
10. 慈善団体の基金、投資運用は2024年も2桁リターン - Foundations Shored Up Endowments in 2024. Nonprofits Need the Funding. [経済関連スケジュール] P.26  
非営利団体への支援に拡大圧力も

※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. 中国のレアアース支配を打破する米国企業とは

How the U.S. Will Break China's Rare Earth Dominance—and How to Play It.

注目の銘柄、MPマテリアルズ

[カバーストーリー]

### 国防総省との調達契約で株価は2倍に



Getty Images

中国はレアアース（希土類元素）を交渉の武器としているが、ついに米国も反撃しようとしている。そんな中で、ある企業が潜在的な勝者として投資家に注目されている。

レアアースは最近、非常に強い関心を集めている。レアアースの用途には、自動車の排気ガスを浄化する触媒コンバーター、石油の精製、ガラスの研磨などがあるが、特に重要なのは磁石だ。磁石はレアアースの需要全体の40%超を占め、iPhone（アイフォーン）、電気自動車（EV）のバッテリー、風力発電用のタービンから

戦闘機に至るまで、ありとあらゆる製品に使われている。

レアアースの名は、大規模で高濃度の鉱床が発見されることがまれであることから来ており、埋蔵量からみると必ずしもレア（希少）ではない。しかし、レアアースが必要不可欠であることは確かだ。

そのため、中国が世界のレアアース加工能力の約85%を占め、市場を支配しているのは気がかりだ。さらに、中国はその独占的地位を米国に対する交渉の武器として積極的に利用している。

2011年、中国は日本との関係悪化を理由にレアアースの輸出枠を50%超削減し、価格を急騰させた。さらに、第1次トランプ政権との貿易摩擦に際し、さらなる輸出制限の可能性を示唆した。中国は今年もレアアースの輸出許可を保留し、自動車会社のゼネラル・モーターズ（GM）<GM>などが工場の閉鎖や生産の制限を警告する事態となった。米中両国が5月に合意したため、最悪のシナリオは避けられたものの、米国が中国によるレアアース市場の操作に大きな影響を受けることが浮き彫りになった。

しかし、厳しい状況は行動を促す。7月上旬、重要鉱物業界に衝撃が走った。米国防総省がMPマテリアルズ<MP>という無名の企業とレアアース磁石の調達契約を締結したのだ。MPはレアアースの鉱山、加工施設、磁石の生産工場を所有する米国企業だ。契約には、米国政府による多額の投資、価格の下限の設定、購入数量保証が盛り込まれ、ゲームチェンジャーとなる内容だった。

7月10日の契約発表以来、MPの株価は2倍以上に上昇している。MPの売上高に実質的な最低保証がある点が評価されたためだ。しかし、株価がさらに上昇する可能性は十分にある。今回の契約が、米国がレアアースに関して独立性を強化する第一歩になるというより重要な側面を持つからだ。

証券会社カナコード・ジェニュイティのアナリスト、ジョージ・ジャナライカス氏は「(この契約は)中国の重商主義政策を破壊する非常に優れた方法だ。米国のレアアース業界に成長の余地が生まれた」と語る。

中国は常にレアアース業界を支配してきたわけではない。1980年代半ばには、世界の生産量の約半分を米国が占めていた。中国の急拡大は、米国と違って、鉱山の開発や加工施設の建設に許認可や煩雑な事務手続きを必要としないことが理由の一つだ。しかし、結局のところ、欧米企業には不可能な低い利益率で製品を販売するという昔ながらの手法による部分が大きい。例えば、中国政府を最大株主とする盛和資源控股<600392.上海>の過去10年間の純利益率は約4%で、オーストラリアの鉱山会社BHPグループ<BHP>の約半分だ。

中国はレアアースの支配力をを利用して、米国の主要産業を停止させる力を手にした。トランプ大統領が「解放の日」に関税を発表して以降、中国はレアアースの輸出許可の発行を遅らせている。その結果、米国の防衛企業は磁石の調達に関する投資家からの疑問に直面し、自動車会社はサプライチェーンへの圧力について警告を発し始めた。EV大手テスラ<TSLA>のイーロン・マスク最高経営責任者(CEO)も、人型ロボット「オプティマス」の生産が中国の行動による影響を受けると述べた。

この問題に対して、国防総省は新たな解決策を考案した。すなわち、米国最大のレアアース企業であるMPに、中国企業と渡り合えるだけの資金を与えることだ。

## パワーバランスの変化は時間の問題

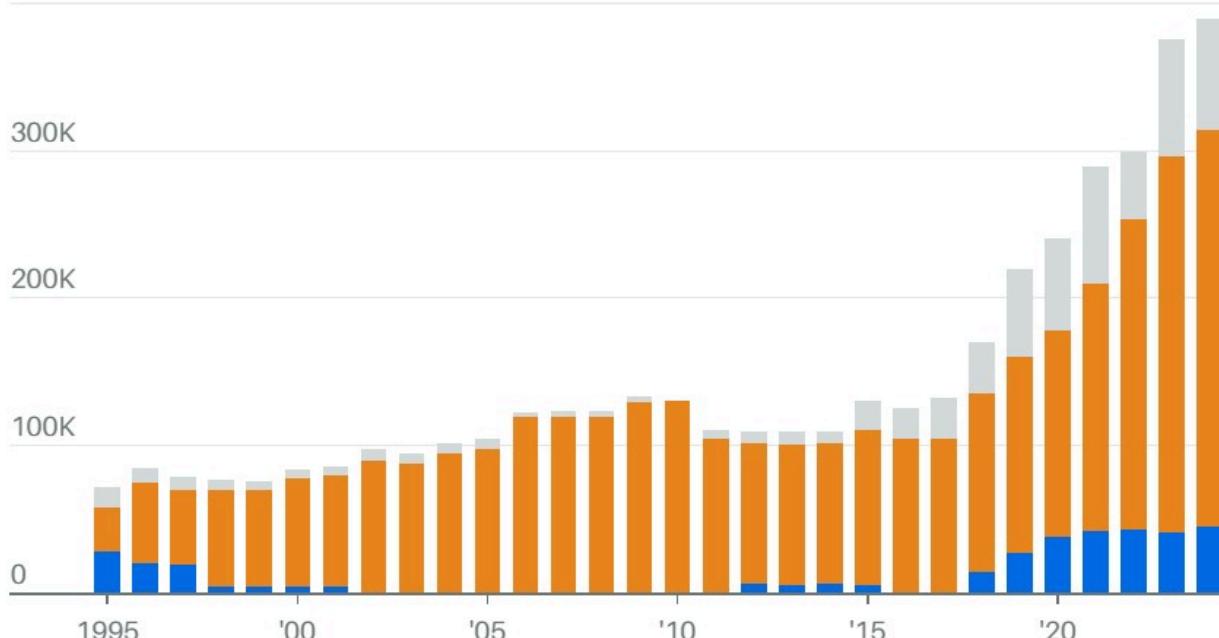
### Falling Behind

China has spent decades building its rare earth dominance, as U.S. share slumped.

Rare earth oxide production

■ US ■ China ■ Other

400K metric tons



Source: USGS

MPは1919年にモリブデン・コーポレーション・オブ・アメリカとして設立された。1970年代にモリコープに改名し、石油会社ユニオン・オイルに買収された。2005年、石油会社シェブロン<CVX>はユニオンを買収し、2008年にはレアアース事業を売却した。売却資産には米国最大のレアアース鉱山であるマウンテン・パス鉱山が含まれていた。新生モリコープは2010年に上場し、積極的な事業拡大計画に沿って垂直統合を進めた。しかし、中国との競争もあって利益が伴わず、2015年6月に破産を宣言した。

ここで登場するのが、MPの現CEOであるジェームズ・リ钦スキー氏だ。リ钦スキー氏は2017年にマウンテン・パス鉱山を2050万ドルで買収し、すぐに生産を再開させた。MPはアジアで中間製品の精鉱の販売を開始した。販売先には中国の盛和資源が含まれており、盛和はMPの株式を約1400万株保有している。

MPは2020年に特別買収目的会社（SPAC）との合併によって5億4500万ドルを調達し、その収入をレアアースの精製に投資した。これ以後、MPは磁石の製造を開始し、単なるコモディティー生産会社から、垂直統合された高成長の工業用品製造企業に変わった。

国防総省との契約によって、MPの資産は急増した。米国政府は新株予約権と4億ドル相当の優先株を取得し、実質的な最大株主となった。これに加え、新たな磁石生産施設「10X」の全製品を政府または第三者が購入する保証を受けた。さらに最も重要な点として、ネオジムプラセオジム製品の価格に、近年の約2倍となる1キログラム当たり110ドルの下限が設定された。これによって、中国が低価格の製品で市場をあふれさせ、MPが破綻に追い込まれる心配がなくなる。

この契約により、MPは年間6億5000万ドルの利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）をほぼ確実に得られる（すべての磁石生産施設をフル稼働した場合）。10Xは2028年に竣工する見込みだ。

ベアードのアナリスト、ベン・カロ氏は、価格の下限が中国の独占を打破する助けになり、「長期的には、中国に対する米国の弱点の一つが解消される」と語る。

中国のレアアース市場の支配を打ち破るには、MPだけでは不十分だ。MPは年間で約1万トンの磁石を生産する計画だが、カナコードのジャナライカス氏の推定では、米国の磁石の年間総需要は5万トン台だ。他の企業がギャップを埋める必要がある。時価総額13億ドルのレアアース採掘会社USAレア・アース<USAR>は、レアアース鉱山と磁石工場を所有しており、2026年から生産を開始する予定だが、売上高はまだない。冶金用石炭採掘企業ラマコ・リソーシズ<METC>はワイオミング州で鉱山を開発しており、「重要鉱物の生産会社」に変わりつつある。

他のレアアースは海外から入手することになる。例えば、ウクライナの重要鉱物（レアアースを含む）の埋蔵量は3500億ドル相当の価値があると推定されている。米国とウクライナは今年の4月に復興基金の設立で合意した。ウクライナの鉱物資源による収益の50%は基金に拠出され、新たな鉱業プロジェクトに投資される。

今や、業界に必要なのは時間だけだ。中国がレアアース市場の支配を確立するのには数十年かかった。バランスを取り戻すには10年かかるだろう。その頃までには、MPなどの中国以外の企業は、世界の採掘・精製能力の半分を占めている可能性がある。国防総省との契約が効果的である理由は、レアアース

スの業界規模が比較的小さいからだ。年間の採掘額は、銅の2000億ドルに対してレアアース酸化物は約20億ドルである。政府からの収入だけでも、パワーバランスを変えるには十分だ。

### 他社は割高、最善の投資先はやはりMPか

## Rare Finds

Publicly traded companies devoted to mining these minerals are few and far between.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	Market Value (billion)	2027E Ebitda (million)	2027E EV/Ebitda
<b>MP Materials / MP</b>	\$62.44	300%	\$11.1	\$451	24.9
<b>Lynas Rare Earths / LYC.Australia</b>	A\$14.27	122	9.5	611	14.7
<b>Neo Performance Materials / NEO.Canada</b>	C\$17.13	114	0.5	80	6.7
<b>Ramaco Resources / METC</b>	\$26.11	155	1.9	158	12.7
<b>USA Rare Earth / USAR</b>	13.87	21	1.3	22	54.4

Note: E=estimate. EV/Ebitda=enterprise value divided by earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization.

Sources: Bloomberg, FactSet

レアアース生産会社は今や、10年先まで現金を確保した。しかし、多額の投資を必要とするため、株式としては魅力に欠ける。ラマコの2025年予想企業価値（EV）／EBITDA倍率は約32倍で、同業の石炭生産会社ピーボディ・エナジー＜BTU＞の4倍を大幅に上回る。これはラマコのレアアースを巡る事業機会が株価に完全に織り込まれていることを示唆する。

同様に、オーストラリアの鉱業会社ライナス・レアアース＜LYC.豪州＞の株価は過去6カ月で約2倍に上昇し、予想EV／EBITDA倍率は13倍近い。ライナスは2030年までにオーストラリアのマウント・ウェルド鉱山の採掘を拡大し、マレーシアの精製所の生産能力を引き上げるとしている。しかし、ライナスにはMPのような収入の保証はなく、最近、資金調達のために7億5000万豪ドル相当の株式を売り出している。これは「株価が直近のピークに達した」ことを意味する可能性があると、シティグループのアナリストは8月28日に書いている。シティはライナスの投資判断を売りとし、目標株価は現在の株価を34%下回る9.5豪ドルとしている。

カナダのネオ・パフォーマンス・マテリアルズ＜NEO.カナダ＞はレアアースの加工と磁石の生産を手掛ける。カバーしているアナリストは3人のみで、全員が評価を買いとしており、目標株価の平均は直近を40%以上上回る24.17カナダドルだ。株価は過去6カ月で2倍に上昇しており、2025年予想EV／EBITDA倍率は約8倍だ。

上場投資信託（ETF）としては運用資産額7億1000万ドルのヴァンエック・レアアース・アンド・ストラテジック・メタルズETF＜REMX＞があるが、ほとんどの投資家が求める分散効果は期待できないだろう。このETFで2番目に大きな保有銘柄はMPだが、レアアース関連企業はポートフォリオ全体の約3分の1を占めるにすぎず、そのうち約半分が中国の生産会社だ。

つまり、MPは割高だとしても、最善の投資先かもしれない。株価は5月の20ドル未満から8月には82.5ドルと4倍に上昇し、直近では63.5ドルに下落している。2028年予想EV／EBITDA倍率は約20倍で、ほとんどのレアアース生産会社に対してプレミアムとなっている。

とはいっても、それだけの値打ちはあるだろう。ベアードのカロ氏は、2027年以降の売上高は政府によって実質的に保証されており、新規顧客による値上がりの可能性は株価に織り込まれていないと指摘する。MPは既にアップル＜AAPL＞やGMと契約している（価格は非開示）。カロ氏は投資判断をアウトパフォームとし、目標株価は直近を約25%上回る80ドルとしている。

しかし、MPに投資する最大の理由は他にありそうだ。経営陣は3段階から成る5カ年計画を立てている。第一に、米政府と新規顧客のために磁石の生産に集中する。次に事業を「川下」に拡大し、他の完成品（小型電気モーターなど）に参入する。最終的には、EVよりも多くの磁石を必要とするドローンやロボットなど、他業種に磁石などの部品を供給する。

うまくいけば、MPは今後5年間で、鉱業会社というよりも、急成長中の航空宇宙・防衛サプライヤーに近い存在になるだろう。こうした変化には前例がある。エンジン部品、航空宇宙構造物、航空宇宙業界向けファスナーを製造するハウメット・エアロスペース＜HWM＞は、2016年にアルミニウム生産会社アルコア＜AA＞からスピンオフされたアーコニックを前身とする。

現在、ハウメットの営業利益率は25%で、2020年の15%から上昇している。営業利益は過去5年間で年率約20%のペースで成長している。株価は過去5年間で934%上昇し、2026年予想EV／EBITDA倍率は29倍だ。

ハウメットとMPには明確な違いがある。ハウメットは鉱山を所有しておらず、敵対的な外国が支配する業界の企業ではなく、MPが進もうとする道の数年先を行っている。しかし、タイミングと業界が適切なら、優れた企業の株価はここまで上昇する可能性があると証明している。

本当にレアなのはMPかもしれない。

By Al Root  
(Source: Dow Jones)

## 2. 独立系投資アドバイザーのタイプ別のメリットとデメリット

Every Money Pro Operates Differently. Find a Good Fit.

目的に合致したアドバイザーの選択

[フィーチャー]

### 「独立系アドバイザー」もいろいろ



Illustration by Luke Brookes

独立系アドバイザー業界は急速に成熟しつつある。米投資顧問業協会（IAA）によれば、登録投資顧問会社（RIA）の数は2000年から2024年にかけて6949社から1万5870社へと2倍以上に増加した。そして、本誌の「RIA上位100社」リスト掲載企業のうち9社（各社ともに運用資産総額900億ドル超、従業員1000人超）は、全米規模の証券会社に匹敵する存在になりつつある。

業界の成長に伴い、こうした企業の所有形態や運営方法も多様化している。ほとんど理解されてはいないが、顧客にとって重要な意味を持つ

可能性がある。20年前、大半の独立系RIA企業は、自律性の拡大や利益相反の解消、より多くの報酬を求めてウォール街の大手証券会社から独立した創業者によって所有・運営されていた。こうした企業は今も多く存在するが、他の企業構造も受け入れられるようになった。RIA企業を地域、さらには全米をカバーするネットワークに統合する「アグリゲーター」に事業を売却した者もいれば、テクノロジーや給与計算などのバックオフィス機能を簡素化するプラットフォーム企業と提携した者もいる。また、新サービスの追加や買収のための資金を確保し、または事業の所有権を換金するため、プライベートエクイティ（PE）企業へ所有権の一部を譲渡した者もいる。コンサルティング会社トランジション・トゥRIAの創設者ブラッド・ウェールズ氏は「RIAモデルは1940年代から存在するが、テクノロジーの発展もあり、この10～15年で魅力的な提携オプションが幾つか登場した」と話す。

以下は、独立系アドバイザー企業のさまざまな構造と、顧客にとってのメリットとデメリットをまとめたものだ。

### 従業員所有型RIA

創業アドバイザーが所有するRIA企業が、モチベーションの一環として、従業員に株式の持分を付与する場合がある。こうした企業では、企業のロゴから投資商品の選定まで、すべてをアドバイザーが自律的に決定できる。モーレツ型かノンビリ型かといった社風についても同様だ。退社時には事業の一部または全部を売却できる。RIAのオーナー側に大きなインセンティブがあるため、顧客はより一貫したパーソナルな体験を得られる可能性がある。例として、約20年前に従業員持株制度を創設したシンシナティに拠点を置くRIA企業、トゥルーポイント・ウェルス・カウンセル（運用資産54億ドル）が挙げられる。最高経営責任者（CEO）のスティーブ・コンドン氏は「われわれには、顧客に最善のサービスを提供できるのは従業員所有モデルだという信念がある。このモデルが最大限の利害の一致を生み出すと考える。われわれは株主として、プロとしての評判と個人資産を日々懸けている」と語る。

従業員所有型の弱点は、新規社員の採用、テクノロジーの更新（例：全データの一元管理が可能なモ

バイルアプリ)、大手企業のような幅広いサービス(例:私募投資へのアクセス)の提供に必要な資金が不足する可能性があることだ。また、リーダーの資質と事業を買収する資力の両方を兼ね備えた後継者を見つけるのも容易ではない。トゥルーポイントも、創業者のマイケル・チャズノフ氏(本誌の「独立系アドバイザー上位100人」中78位)が先を見据え、2007年から対策を講じていなければ、問題に直面した可能性があるとコンドン氏は語る。

## PE支援型RIA

ウェルスマネジメントは極めて収益性が高い業界であり、その安定した手数料ベースの収益をPE業界が見逃すはずではなく、この分野に数十億ドルもの投資を行っている。クレイトン・ダビリアー・ライスやストーン・ポイント・キャピタルといったPE企業がターゲットとしているのは大手アドバイザー企業やアグリゲーターだ。こうしたPE企業は投資先企業の成長の最大化を目指し、数年以内に利益確定を図る傾向にある。アドバイザー側は、会社を去ることなく事業所有権の一部を換金することができる。また、資金を人材やテクノロジー、買収に充てることも可能だ。

ミネアポリスを本拠とし、独立系アドバイザー企業の株式の20~49%を取得するエレベーション・ポイントは、ジム・ディクソンCEOによれば「買収を戦略に組み込み、提携企業の取引成立を支援」している。企業に投資を行うとともに、投資先企業にテクノロジーやデジタルマーケティング、ファミリーオフィス・サービス、オルタナティブ投資へのアクセスといったプラットフォームサービスをオプション提供するエレベーション・ポイントは、業界がどのような進化を遂げたかを示す良い例だ。ディクソンCEOは「われわれは少数株主として参画し、当社のリソースを提供して投資先アドバイザー企業の顧客体験向上を支援するが、顧客体験そのものを変えることはしない」と話す。

PE利用の際の留意点は、創業者がリターン改善のプレッシャーを感じ、過度な成長や顧客サービスの劣化につながる可能性があることだ。一方、顧客はより優れたリソースやサービスにアクセスできる可能性がある。

## 大規模ネットワークとの提携

複数のアドバイザーが独立した企業を設立する場合、投資やプランニングに関する助言だけを行えばよいわけではなく、テクノロジー基盤の構築から業界の規制順守まで、あらゆる業務について責任を負うことになる。そのため、より大規模な、RIA企業向けプラットフォーム企業との連携は魅力的に映る。アドバイザー側は完全な所有権を保持し、通常はネットワーク側へ手数料を支払う。ただし料率体系はさまざまだ。

こうしたプラットフォーム企業の例としてはダイナスティー・ファイナンシャル・パートナーズやファーザーがある。独立系アドバイザー企業は先進テクノロジーや投資上の選択肢、コンプライアンス支援、各種サービスへのアクセスが可能となり、その結果、自社の業務が簡素化され、既存顧客へのサービスの提供や新規顧客の獲得に専念できるようになる。

しかし、プラットフォームで提供されるテクノロジー上の選択肢や投資メニューの制約に不満を抱くようになるアドバイザー企業もある。トランジション・トゥRIAのウェールズ氏は、「内製化すれば、柔軟性と収益性を向上させられるのでは」と考える企業が出てくると指摘する。

一方、アドバイザー企業の顧客はプラットフォーム企業が提供するモバイルアプリや洗練された財務プランニングツールなどの恩恵を高く評価する可能性がある。しかし、より裕福な層は、プラットフォームが承認していないという理由で特定のPEファンドに投資ができないことに気付く可能性がある。

### ■ ウエルスマネジメント・アグリゲーター

アグリゲーター（RIAコンソリデーターまたはロールアップ企業とも呼ばれる）は独立系アドバイザー企業を買収し、大規模なネットワークを迅速に構築する。その多くがPE企業の支援を受け、数十億ドルもの投資を行い、地域全体もしくは全米規模で事業基盤を拡大している。アグリゲーターの一部となることで、アドバイザーは人事管理や規制順守などの業務から解放され、テクノロジーへのアクセスを獲得し、自らが築いた事業から離れずに事業の所有権を換金することが可能になる。

フォーカス・パートナーズ・ウェルス（本誌「メガRIAランキング」第9位）を保有するアグリゲーター、フォーカス・ファイナンシャル・パートナーズ（本拠ニューヨーク市）のマイケル・ネイサンソンCEOによれば、顧客のメリットとしては特定の投資商品の価格面の優位性や提供機能の拡大が挙げられ、フォーカスの「大規模ブティック」モデルを通じ、顧客は税務、経理、保険の各種サービスや洗練された投資商品、フォーカス独自の信託サービスにアクセスできるようになる。

アグリゲーターへの事業売却の利点の一つに後継者問題がある。アドバイザー業界では高齢化が急速に進みつつあり、従業員所有型企業は社内に後継者がいない場合が多い。アグリゲーターの一部になることにより、アグリゲーター内のより若手の同僚に顧客を段階的に移管することが可能になる。ただし、顧客側は従業員所有型企業のパーソナルな対応が失われ、残念に思うかもしれない。アドバイザー側にとってのデメリットとしては、意思決定における自律性の低下が考えられる。親会社が方針を決定し、テクノロジーを選択し、多くの場合、投資管理の集中化が必要となるためだ。

独立系アドバイザーの事業モデルはいずれも、アドバイザーと顧客にとってメリットとデメリットがある。どれが最適かは、投資家の優先事項やニーズ、価値観によって異なる。適切な質問をし、メリットとデメリットを理解したうえで、自らの目標に最も合致したビジネスモデルを採用するアドバイザーを選択する必要がある。

By Steve Garmhausen  
(Source: Dow Jones)

### 3. スタブハブIPO、バリュエーションに割高感

Not Every IPO Can Be Hot. Sorry, StubHub.

市場規模は巨大だがチケット再販市場には逆風

[フィーチャー]

### ■ 大型上場も熱気限定的

米チケット再販大手スタブハブ<STUB>は2000年創業。米投資銀行大手JPモルガンとゴールドマン・サックスを主幹事に新規株式公開（IPO）に挑む。ただし利益は2024年比で減少し、株価はすでに割高感が強い。掲げる長期財務目標も、直近の業績や米ライブ・ネイション・エンターテインメント<LYV>傘下チケットマスターの競争力を踏まえると、過度に楽観的に映る。



Dreamstime

人気イベントの入手困難なチケットを扱うスタブハブだが、9月16日前後に見込まれる上場が「ホットIPO」となる可能性は低い。

2000年の創業以来、スタブハブはライブイベントのオンライン二次市場を切り拓き、チケット所有者と購入希望者を直前でも結びつける仕組みを築いた。今回の上場ではJPモルガンとゴールドマン・サックスが主幹事を務め、発行株式数は3400万株（浮動株の約10%）。仮条件22～25ドルの中央値で売却されれば、約8億ドルを調達し、時価総額はおよそ86億ドルに達する。

今年のIPO市場は、クラウド運営のコアウィーブ<CRWV>、米フィンテックのサークル・インターネット・グループ<CRCL>、ソフト開発支援のフィグマ<FIG>などに投資家が熱狂し、活況を呈している。しかし、スタブハブに同様の熱気は望みにくい。二次チケット市場の競争は激化し、利益は2024年比で減少。株価は依然として高止まりしている。市場で圧倒的なシェアを握っているにもかかわらず、投資家はこの公開劇を冷ややかに眺める公算が大きい。

## ■ 創業者の再登板と世界展開

### Key Data

#### StubHub Holdings (STUB/NYSE)

<b>Recent Price</b>	\$23.50*
<b>Shares Outstanding</b>	368 million
<b>Market Value</b>	\$8.6 billion*
<b>2024 Gross Merchandise Sales</b>	\$8.7 billion
<b>2024 Revenue</b>	\$1.8 billion
<b>2024 Ebitda</b>	\$299 million
<b>2024 Free Cash Flow</b>	\$255 million
<b>Average Fee as % of Ticket Sale</b>	20%
<b>Controlling Shareholder</b>	CEO Eric Baker

\*Note: at midpoint of pricing range

Source: company reports

スタブハブのIPOに至るまでには長い道のりがあった。エリック・ベイカー最高経営責任者（CEO）（52）は2000年、スタンフォード大ビジネススクール在学中にスタブハブを創業。当時、彼と恋人がブロードウェイの『ライオンキング』の完売公演チケットを入手しようとしたが、不透明な二次市場に阻まれた経験が出発点となった。ベイカー氏は2007年、米ネット通販大手イーベイ<EBAY>に売却される前に退社。その後、欧州で「ビアゴーゴー」を設立し、2019年には同社がイーベイからスタブハブを4

1億ドルで買収した。現在ベイカー氏はスタブハブ株の10%を保有し、優先議決権株を通じて経営を掌握している。

スタブハブは「世界最大のライブイベント向け二次チケット市場」を自称し、北米でのシェアは約50%と推定される。国際部門の中核を担うビアゴーゴーの収益は、IPO目論見書によれば全体の約15%を占める。

## 競争激化と規制強化の逆風

個人投資家向けプレゼンテーションサイト「RetailRoadshow」で、ベイカーCEOは「巨大な機会が待ち受けている。世界中のあらゆるイベントのチケット入手できる場をつくりたい」と語った。

市場規模は巨大だ。北米の二次チケット市場は年間約180億ドル、国際市場は約230億ドル。一方、スタブハブが昨年参入した一次チケット市場は1500億ドルを超える。スタブハブはそのシェア拡大を狙っている。2024年のプラットフォーム取扱高は87億ドル、収益は18億ドル。平均チケット価格は約200ドルで、手数料は総額の20%だった。

ただし二次市場の競争は熾烈だ。最大の脅威は、世界最大のコンサート運営会社ライブ・ネイション・エンターテインメント傘下のチケットマスターである。米調査会社ウォルフ・リサーチのピーター・スピノ氏は6月のリポートで「転売ビジネスはコモディティー化が進み、新規参入や顧客流出を防ぐ障壁は乏しい」と指摘。「二次市場は一次市場より本質的に劣る」と断じた。

規制強化も逆風だ。米連邦取引委員会（FTC）は5月、二次市場に手数料の明示義務を課した。さらに英バンド「オアシス」は2025年ツアーでプレミアム転売チケットを無効化。加えてアーティストが価格を公正水準に設定すれば、転売業者、ひいてはスタブハブの商機は削られる。

## 割高感残るバリュエーション

こうした要因が重なり、2025年のチケット転売市場は一段と厳しさを増している。米二次チケット販売中堅のビビッド・シーツ＜SEAT＞は第2四半期決算で「業界環境の厳しさ」を認め、利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）は前年同期比68%減の1400万ドルに落ち込んだ。株価は先週、52週安値の15ドルを付け、年初来で80%超の下落。収益規模がスタブハブの約3分の1にとどまるビビッドの時価総額は、わずか1億7500万ドルにすぎない。

ライブ・ネイションのジョー・バーチャルド最高財務責任者（CFO）は最近の業界会議で「スポーツ分野の二次市場は今年、好調とは言い難い」と述べ、一部プレーヤーが「二次市場でのシェア拡大に注力している」と言及した。

こうした逆風下でも、スタブハブは市場での主導的地位を維持している。2025年上半期の総商品取扱高は44億ドル（前年同期比11%増）、収益は8億2800万ドル（同3%増）。一方で調整後EBITDAは26%減の1億0200万ドルに縮小した。直接チケット販売への継続投資と市場シェア拡大に向けた支出増が要因だ。米会計基準（GAAP）ベースでは、為替換算損失を除けば同期間はほぼ損益分岐点だった。

直接販売へのシフトは戦略的に合理性がある。一次チケット事業は二次市場より利益率が高いためだ。

ただし、この分野ではチケットマスターが支配的で、一次市場で過半のシェア、北米の二次市場でも25%を握り、スタブハブに次ぐ第2位に位置している。こうした背景を踏まえ、スタブハブは長期財務目標として総商品取扱高の年率20%成長とEBITDAマージン35~40%を掲げている（上半期実績は12%）。しかし足元の業績や競合の強みを考えれば、過度に楽観的に映る。

問題はバリュエーションだ。仮条件の中央値ベースで算定すると、株価は2024年のEBITDA（2億9900万ドル）の約30倍に相当する。ライブ・ネイションが過去12カ月のEBITDAに対して約17倍で取引されているのと比べれば、スタブハブの水準は割高感が際立つ。現在のバリュエーションは、スタブハブにとって誤りが許されない水準といえる。

By Andrew Bary  
(Source: Dow Jones)

#### 4. 銀行合併の新たな波が寄せ始めた

[フィーチャー]

A New Wave of Bank Mergers Is Just Getting Started.

規制緩和を受けて銀行はディールを熱望するが、市場の反応は好意的とは限らない

##### 以前は非現実的だった業績不振銀行のM&Aも今は可能



Illustration by Zohar Lazar

トランプ米大統領の金融規制緩和を受けて銀行の合併は4年ぶりの高水準に達し、さらなる合併が見込まれている。リスクとチャンスは多い。米国34位の金融サービス会社コメリカ<CMA>はその好例だ。デトロイト・セービングス・ファンド・インスティチュートとしてスタートし、1840年代に当時としては斬新だった預金への利息付与という特典を顧客が利用できる、貯蓄口座サービスの草分けだった。以後、競合他社との合併、社名変更を経て本社をダラスに移転した。数十年にわたる合併と数世紀にまたがる変革の産物であるコメリカは、米銀行業界統合の長い歴史の中で最新の波とも言える重要な分岐点に立っている。

7月にコメリカは、第2四半期の1株当たり利益（EPS）がウォール街の予想を上回ったと報告した。それににもかかわらず、電話会議に参加したアナリストらは株価の低迷と期待外れの成長を理由にカーティス・ファーマー最高経営責任者（CEO）を批判し、独立を維持するだけの資格があるのか、と疑問を投げかけた。目下、アクティビスト系ヘッジファンドの1社はコメリカに対し、好機となる規制環境を捉え、今年、M&A案件を進めている競合他社に倣って自社を売却せよと迫っている。

コメリカの問題に対するM&A解決策は、わずか1、2年前は非現実な選択肢だったかもしれない。しかしトランプ政権は今夏、厳格な合併ガイドラインを撤廃し、銀行のM&A案件の審査の迅速化を推進した。コメリカが買い手を探して自社価値を高める可能性について、投資家はほとんど確信できなかつたが、今やそれが最良の選択肢になり得ると彼らは見ている。

## 10~15年後に生き残る銀行になるためには今が実行の時

### Falling Behind

Regional U.S. lenders have outperformed their larger counterparts, but both groups have lagged the S&P 500 since 2000.

— S&P 500 — KBW Bank Index — KBW Regional Banking Index



Source: Bloomberg

コメリカだけではない。金融データ・技術ソリューションを提供するS&Pグローバル・マーケット・インテリジェンスの分析によると、今年に入って米国で発表された銀行間の提携は118件、総額233億ドルに達し、昨年1年間の126件を上回るペースで進んでおり、総額163億ドルを既に超えている。2023年の案件数は96件、総額41億ドルだった。大手投資銀行モルガン・スタンレー<MS>のデータによれば、これらの総額は1998年のピーク時につけた銀行関連の案件数約500件には依然遠く及ばない。しかし規制当局が銀行ロビイストの意向に傾く新たな時代では、M&Aの加速が予想される。モルガン・スタンレーの北米金融機関投資銀行部門共同責任者、グラント・グレゴリー氏は「今後数年間で1000億ドル以上の銀行再編が起こる可能性があり、次の10年の基盤となる。今後10~15年に生き残る銀行になりたいのなら、達成しなければならないことを実行に移すチャンスだ」と述べている。

銀行が合併への意欲を強めるためには、規制当局の意向だけでは足りない。トランプ政権による貿易戦争、市場ボラティリティーの激化、経済減速懸念により年初は低調なスタートとなった。しかし市場が環境に適応するにつれ、逆風は順風に変わりつつある。例えば、低金利に対する期待は、資金調達コストの低下、市場の活況、評価倍率の上昇を通じて、M&A活動を促進する傾向がある。銀行の楽観論をさらに強めているのは、銀行業界における信用力が全体的に健全である点だ。これは銀行が買収対象の財務状況を精査する際に考慮する重要な要素である。

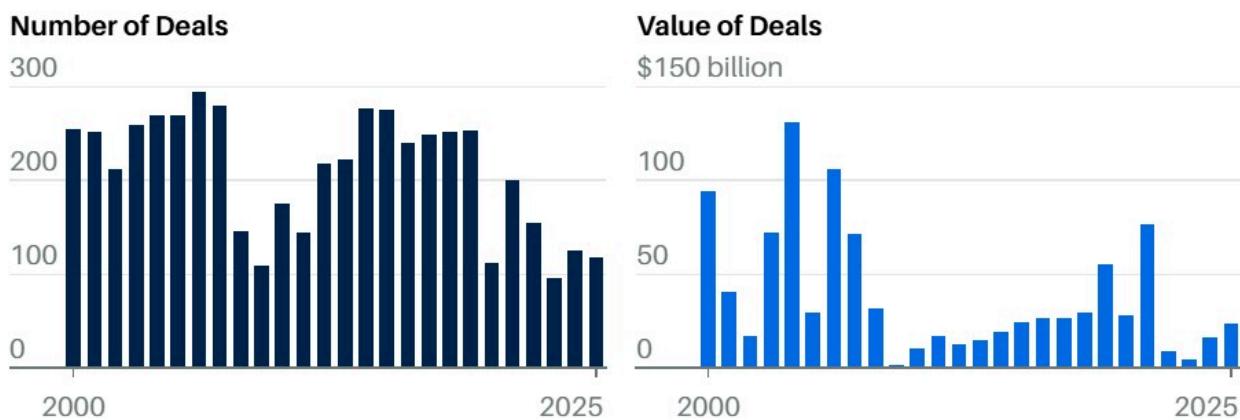
しかし規制緩和が最大の追い風となった可能性が高い。規制当局は銀行間M&Aの支援に素早く対応

し、手元資金の豊富な経営陣がバイデン政権時よりも積極的に買収案件を評価できる環境を整えた。企業はこの変化を既に活用している。S&Pグローバル・マーケット・インテリジェンスによれば、7月には26件の米銀合併が発表され、月間ベースでは件数、ディール総額ともに2021年以来の最高値を記録した。

## 銀行合併に規制緩和の追い風

## On Its Heels

The number of banks has been declining for decades



Note: 2025 data through Sept. 9.

Source: S&P Global Market Intelligence

共和党と民主党は、銀行の合併を巡る2つの共通の基本的な信念について合意点を見出そうとする傾向がある。つまり、競争の促進は望ましいという点と、少数の超巨大銀行が影響力を強めることは望ましくないという点だ。しかし、共和党の規制当局者は、民主党は過度な負担を強いられる監視方法に頼りがちで、小規模行にとってはコンプライアンス費用が増加し、消費者の選択肢を減らし、顧客サービスを継続するには合併以外の道がなくなってしまうと非難する。一方、民主党の規制当局者は、共和党は銀行の合併の監督がずさんで、銀行の合併はもっと厳格な審査手続きを経るべきであり、そうすることで競争を阻害する巨大銀行の誕生を阻止することができると反論する。

トランプ氏がホワイトハウスに返り咲き、合併に関わる審査手続きは軽減され、望ましい合併であれば抵抗は減っている。その最も象徴的な合併案件が、5月のキャピタル・ワン・ファイナンシャル＜COF＞によるディスカバー・ファイナンシャル・サービスズの353億ドルで全額株式を対価とする大型買収案件だ。この合併には2024年初頭から厳しい反対意見が寄せられていた。消費者アドボカシーグループおよび一部議員は、両社が合併すれば、手数料が上がり、交渉力が強化され、競争が減少すると主張した一方で、両行は合併により、消費者のコストは軽減され、選択肢も増え、合併後の会社は大手銀行と伍（ご）していくようになると主張した。合併案件は最終的に承認され、銀行業界は、新政権では何が可能になるかを理解することになった。

## 銀行の数が減る中で大手行との競争へ

### Common Interest

The largest bank combinations in the U.S. this year by deal value

Deal	Value (billion)	Type	Date Announced
Pinnacle Financial Partners and Synovus Financial	\$8.6	Merger of equals	July 24
PNC Financial Services Group and FirstBank Holding	4.1	Acquisition	September 8
Mechanics Bank and HomeStreet Bank	3.3	Acquisition	March 31
Columbia Banking System and Pacific Premier Bancorp	2.4	Acquisition	April 23
Huntington Bancshares and Veritex Holdings	1.9	Acquisition	July 14

Note: Deal value as of announcement date

Sources: FactSet, Dow Jones Market Data

合併により、キャピタル・ワンは全米最大のクレジットカード発行会社となり、資産規模で全米第6位の銀行となったが、規模の必要性というもう一つの合併の要素を強調することになった。全米の4414行の大多数は小規模銀行であり、バンク・オブ・アメリカ<BAC>、シティグループ<C>、ウェルズ・ファーゴ<WFC>、そしてこれら3行の時価総額合計を上回る時価総額8000億ドルのJPモルガン・チェース<JPM>といった超大手行と競争していかなければならない。

米連邦準備制度理事会（FRB）および米国通貨監督庁（OCC）と並んで銀行監督を担う主要な規制当局である米連邦預金保険公社（FDIC）のデータによれば、米銀の数は1989年のピーク時の1万8083行から75%減少している。消費者がテクノロジー志向を強め、よりよいサービスを求めていることから、銀行は規模拡大を目指し、テクノロジーに要する費用や人件費を減らそうとしている。

## 銀行の合併に市場は冷淡な反応

銀行が貪欲に合併案件を模索する一方で、年初来最大の銀行合併案件に対して、市場の反応は芳しくなく、株主が求めるものに対する疑問が生じている。7月に、ナッシュビルに本拠を置くピナクル・ファイナンシャル・パートナーズ<PNFP>とジョージア州のシノブス・ファイナンシャル<SNV>の株式交換による86億ドルの合併が発表された。トゥルース・セキュリティーズのアナリスト、ジョン・マクドナルド氏は、両行の株価は合併発表の翌週にそれぞれ16%、17%下落し、市場がこの組み合わせを気に入らなかったのか、同規模同士の合併であるという事実のせいか、あるいは企業の合併・買収（M&A）全般に対する疑念によるものなのか、議論百出となったリサーチノートに記した。マクドナルド氏は、これら3つの要素が複合的に作用したとみている。その上で、同時にさらに大きな問

題が提起されたとして、「銀行株の投資家は実際、M&Aを望んでいるのか、それとも単に話題にしているだけなのか」と指摘する。

規模が小さ過ぎるとか、利益が少ないとか、株価がアンダーパフォームしているからという理由で、アナリストが買収の標的になりそうな先のリスト化をやめることにはならない。先月、デービッド・キャベリニ氏が率いるジェフリーズのアナリストチームは、潜在的な買収候補先を挙げた。ソルトレークシティに本拠を置くザイオンズ・バンコープ<ZION>、メリーランド州のイーグル・バンコープ<EGBN>、テキサス州アーバインのファースト・ファウンデーション<FFWM>、オクラホマ州のタルサを拠点とするBOKフィナンシャル<BOKF>だ。アナリストは、買収側の候補として、時価総額80億ドルのキュレン・フロスト・バンカース<CFR>、同150億ドルのイースト・ウエスト・バンコープ<EWBC>を挙げた。

2008年の金融危機では、ウォール街の規制の抜本的な見直しによって合併のガイドラインが改訂され、合併には財務の安定性が義務付けられた。その規制はようやく今、緩和され始めたところだ。

少なくとも、次の危機が来るまでは。

By Rebecca Ungarino  
(Source: Dow Jones)

## 5. 利下げを正当化する関税

Tariffs Call for Cuts. The Fed Is Finally Coming Around.  
ようやく理解し始めたFRB

[フィーチャー]

### 関税はインフレではなく経済の収縮をもたらす

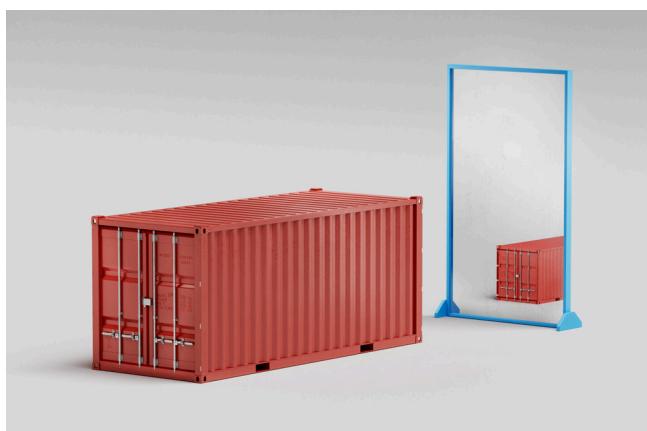


Illustration by Jason Allen Lee

米連邦準備制度理事会（FRB）はようやく正しい判断を下し始めたようだ。FRBは、今週の米連邦公開市場委員会（FOMC）での利下げ決定を示唆しており、これは米経済にとって重要な一步だ。

それでも、利下げ反対派や危機をあおる者たちは、警鐘を鳴らし続け、依然として不透明な関税環境下での利下げは経済に悪影響を与えるかねないと主張している。この主張の誤りは、税金の一形態である関税と、需要超過によってもたらされるインフレとを混同している点にある。

利下げは妥当だ。こうした根本的な誤解のもとに金利を据え置き続ければ、1930年代の大恐慌の一因となった破滅的な意思決定を繰り返すことになる。

見た目や振る舞いがアヒルのようだからといって、必ずしもアヒルであるとは限らない。関税は確かに物価を押し上げる。ニューヨーク州で売上税を引き上げれば、物価が上がるのと同じだ。しかし、F

RBは増税と闘うために設立されたのではない。その使命は雇用の最大化と、貨幣供給の過剰時に発生するインフレを抑制して物価を安定させることだ。関税は、通常のインフレのように継続的に物価を押し上げるものではない。

経済学の基本によれば、税金はインフレ要因とはならない。なぜなら、税金は民間部門から資金を吸い上げて財務省の歳入とすることで、経済を収縮させるからだ。トランプ大統領が自慢するように、すでに1500億ドルの歳入が関税によってもたらされている。

確かに関税は1回限り物価を押し上げるかもしれない。しかしそれは需要超過によるものではなく、供給コストが高くなるためである。供給曲線が上方にシフトし、均衡価格が上昇して需要は減少する。消費者の可処分所得は減り、企業の投入コストは上昇する。これはFRBが抑え込むべき景気過熱の兆候ではなく、むしろFRBが立ち向かうべき経済の収縮だ。

リベラル派の経済学者であるポール・クルーグマン氏でさえ、関税は税金だと見なしている。仮に議会が今日、所得税の5%引き上げを決定したとしても、誰もインフレを恐れはしないだろう。その場合、FRBは、増税が必要を抑制するとし、利上げよりも利下げに動くはずだ。

## ■ 軟化する労働市場、大幅利下げの必要性

利下げはまた、労働市場が今まさに必要としている下支えとなる。関税は短期的に労働市場を圧迫する。企業は、より高い投入コストに直面すれば投資を抑え、採用を控え、賃金を据え置く。そして、よくあることだが、海外諸国が報復すれば輸出は減少し雇用も減る。

労働市場はすでに軟化している。失業率は4.3%で2021年以来の高水準にある。非農業部門就業者数の増加ペースは前例のない低水準にまで鈍化している。8月の就業者の増加数は市場予想を5万人以上下回り、2万2000人にとどまった。(修正発表された)6月の就業者数は1万3000人のマイナスで、4年ぶりに就業者数が減少となった。これらの数値はいずれも、新型コロナウイルスのパンデミック(世界的な大流行)のピーク時以降で最低の水準だ。FRBは関税によるインフレ懸念を心配するのではなく、今週のFOMCで0.5%の利下げ決定を行い、この収縮に対抗すべきだ。

FRBは過去にも同じ過ちを犯したことがある。

かなり以前のことになるが、筆者はハーバード大の卒業論文で1930年のスマート・ホーリー法による関税の影響を取り上げた。同法により、課税対象輸入品の平均関税率は52.8%にまで上がった。そして、その2年以内に、輸出入は1929年の約30%にまで激減した。農業所得は第一次世界大戦前の基準を20%近く下回る水準にまで減少した。失業率は急上昇し、とりわけ製造業と農業で深刻な影響が表れた。

FRBは対応に失敗した。金流出やインフレ高進を恐れるあまり、金融緩和を拒み、利上げをしたのである。その判断の誤りが大恐慌をさらに悪化させる一因となった。

## トランプ政権の戦略とFRBの責務

利下げをすれば、同じ過ちを繰り返さないで済むだろう。トランプ大統領はそのことを理解している。

トランプ大統領は大胆な経済政策に乗り出し、国内経済の均衡を回復し、輸入を高コストにすることで国内生産を促そうとしている。また、米国の製品や投資を受け入れてこなかった国々から通商上の譲歩を引き出すために関税を活用している。FRBの理事は、こうした通商政策の転換を好むと好まざるとにかかわらず、政治的動機や誤った経済理論に基づくのではなく、こうした状況下の経済を支える行動をとるべきだ。

トランプ大統領はここ数カ月、FRBに利下げを求め続けてきた。関税と歳出削減の組み合わせに対して、利下げが正しい対応だと理解しているからだ。経済政策の移行期に伴う影響をFRBが理解し、民間部門の成長拡大に向けて動くことをトランプ大統領は期待している。

FRBが、関税がインフレを引き起こすとの懸念を理由に金利を据え置くという誤った論理を手放すまでに時間を要したが、パウエル議長はようやく方針を転換したように見える。手遅れになる前に利下げを実行すべきである。

筆者は外部寄稿者で、テクノロジーに強みを持つマーケティングサービス企業、スタッガウェルの会長兼最高経営責任者（CEO）

By Mark Penn  
(Source: Dow Jones)

## 6. 利下げが家計を直撃、より高い利回りを提供する商品は

Rate Cuts Will Hurt Households. Where to Look for Loftier Yields.  
TB、金、CEFなどに勝機がありそう

[コラム]

### 利下げ幅が焦点



Al Drago/Bloomberg

歌手のボブ・ディランが作詞した有名な曲の一節に、「風向きを知るのに予報士はいらない」とある。9月16、17日の金融政策決定会合で米連邦準備制度理事会（FRB）が利下げを実施することはほぼ確実と予想されているが、より重要なのは、金融緩和が経済や投資にどんな影響を与えるかという点である。

労働市場が勢いを失ってきたことで、FRBのパウエル議長と政策担当者はトランプ政権による前例のない利下げ圧力を受け入れ、米連邦公開市場委員会（FOMC）の政策金利であるフェデ

ラルファンド（FF）金利の誘導目標を、昨年12月から続く4.25～4.50%の水準から引き下げるだろ

う。

12日朝の時点で、FF金利先物は利下げの可能性を100%としている。残る唯一の問題は利下げ幅である。シカゴ・マーカンタイル取引所（CME）のフェドウォッチによると、今回のFOMCでの0.25%の利下げ確率は94.7%、0.5%の大福利下げの確率は5.3%となっている。FF金利先物市場は10月と12月のFOMC会合でもそれぞれ0.25%の利下げを予想しており、年末までに合計0.75%の利下げを織り込んでいる。これは、6月の会合で示された、年末までに2回の利下げが実施されるとするFOMCメンバー予想の中央値3.9%を上回る。さらに先を見ると、先物トレーダーは2026年末までに0.25%の利下げが6回あると予想し、年末の誘導目標レンジを2.75~3%としている。

市場とFRBの政策担当者は短期金利の引き下げで一致しており、インフレ率がFRBの目標である2%を上回る状況であっても実施されるだろう。エコノミスト予想では、FRBが重視する食品とエネルギーを除くコア個人消費支出（PCE）物価指数上昇率（今月後半に発表予定）は前年同月比2.9%と見込まれている。FRBのもう一つの使命である最大雇用については、8月の失業率は4.3%だった。最近、より注目されるのは、非農業部門就業者数の急速な鈍化と、過去の統計値の下方修正である。

## TB利回りは中期国債を上回る

それでは、FRBによる利下げは何をもたらすのだろうか。借入コストの低下は、不動産デベロッパーのようなレバレッジが高い借り手にはプラスとなる。しかし、JPモルガン・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、デービッド・ケリー氏は最近のリサーチメモで、短期金利の引き下げは家計にとって、支払い利息減少のメリットよりも、受け取り金利減少のデメリットの方がはるかに大きいと記している。ケリー氏の試算では短期金利が1%低下すると、金融市場への投資から家計が受け取る金利収入は、年間1400億ドル減少する。

対照的に、ケリー氏は同じ1%の利下げでも、家計が節約できるのは300億ドルにとどまるとみる。家計にとって最大の負債である住宅ローンはほとんどが固定金利であり、その金利はほとんどが現在の6%超より大幅に低い水準に設定されている。住宅は経済の中で最も金利に敏感なセクターだが、FF金利の低下によって大きな恩恵を受ける可能性は小さい。住宅ローン金利は翌日物金利ではなく、10年物米国債利回りに連動するためだ。

FF金利引き下げによる最大の受益者は米政府だろう。利払い費は連邦政府の財政赤字の大きな要因である。ゴールドマン・サックスの最近のリサーチメモによれば、米国は2029年までに国内総生産（GDP）の4%超を利払いに充てる見通しであり、これはイタリアに次いで2番目に高い水準になる。主要10カ国（G10）の中で短期金利の1%低下から最も恩恵を受けるのは米国であり、GDP対比で利払い費が0.51%ポイント減少する。

金利低下局面での投資家向けアドバイスの定番は、金利がさらに低下する前に利回りを固定することである。しかし、債券市場は既に利下げを織り込んでいる。9月12日には6ヶ月物財務省短期証券（TB）から7年物国債までが利回り3%台となった。それでも、ベテラン債券ストラテジストのジェームズ・コーチャン氏は現在、投資家はリスクの割にリターンが小さい満期の長い国債に手を出すよりも、TBにとどめるのが賢明だと考えている。国債イールドカーブの中間部分を見ると、2年債利回りは3.562%、7年債利回りは3.819%と、3ヶ月物TBの4.028%を下回る。10年債利回りは先週、11日に瞬間に4%を下回った後、4.070%で引けた。

一方、TSロンバードのストラテジストであるダニエル・フォン・アーレン氏とアンドレア・シシオーネ氏は、米国債利回りが今後さらに上昇するリスクがあるとみている（債券価格は下落）。両氏は顧客向けメモの中で、10年物米国債利回りは恐らく、4%が下限になるだろうと記している。2026年末までにオーバーナイトの金利が3%を下回るというFF金利先物市場の予想は、景気後退がない限り低過ぎるもの、ホワイトハウスからの圧力による影響は予測不能だと認める。

逆に、タームプレミアム（投資家が長期間資金を固定するために求める追加利回り）は今後、上昇する可能性が高いと付け加える。これは、政権がFRBに利下げを促していることや、インフレが目標を上回る状況にもかかわらずFRBが緩和姿勢を見せていていることが背景にある。一方、財政赤字への懸念がすぐには消えることはなさそうであり、最近の米国のガバナンスや法制のトレンドも米国債にとっては引き続きマイナス材料となっている。結論として、リスク資産に対するヘッジ手段としての米国債の魅力は薄れるかもしれない。代わりに、金をはじめ他の投資戦略が、その役割を担う可能性が高い。

## 地方債CEFにも注目

債券の他の領域では、社債が提供するリスクプレミアムがほぼ過去最低水準にある。これは投資適格債とハイイールド債に共通である。新興国市場の債券利回りは魅力的であり、ドル安の恩恵も受ける。

コーチャン氏は地方債も割高だと語る。信用格付けがAAAの10年物地方債の利回りは、期間が同じ米国債の73%にとどまる。これは、過去の平均レンジである75~85%を下回る。短・中期の信用格付けがAマイナスやAAマイナスの地方債は、税引き後ベースで投資価値があるかもしれない。

非課税のインカムを求める投資家は、長年見過ごされがちなクローズドエンドファンド（CEF）に目を向けるのが良いかもしれない。ほとんどはレバレッジをかけているため、理論的にはFRBによる利下げの恩恵を受けるはずである。しかし、多くのファンドは実際に得るインカムを上回る分配金を支払うという方針を取っている。表向きには8%を超える利回りを謳い、実際のインカムとの差額は元本の払い戻しという形をとる。これは、純資産価額（NAV）に対するディスカウントを縮めるためである。

元本払い戻しがほとんどなく規模が大きい全国型の地方債CEFとしては、ピムコ・ミュニシパル・インカムII<PML>とブラックロック・ミュニイールド・クオリティ<MQY>がある。先週は共に6%前後の利回りだったが、所得税率区分が24%の投資家にとっては実質利回り7.9%に相当する。いずれもNAVに対して約6%のディスカウントであり、金利低下を見越して価格が上昇している。人気のない市場の片隅でも、風向きは読まれている。

By Randall W. Forsyth  
(Source: Dow Jones)

## 7. 心配する必要はなく、強気の継続を

Don't Worry, Be Bullish.

雇用統計の下方修正が、新たな景気サイクルの始まりを示唆している可能性

[米国株式市場]

### 弱い経済指標でも株価は上昇



Michael M. Santiago/Getty Images

経済ニュースの見出しを見ると恐ろしく感じる一方で、市場には明るい未来しか見えていないようだが、株価が適正な水準にあると信じるに足る理由は十分にある。

労働統計局が9日に発表した経済指標ほど恐ろしいものはなかったかもしれない。それによると、2025年3月までの12カ月間の就業者増加数（推定値）が91万1000人下方修正された。これは、企業が積極的な雇用拡大に踏み切るほど需要が強くないと判断している中で、雇用情勢が従来考えられていたよりもはるかに弱かったことを示している。

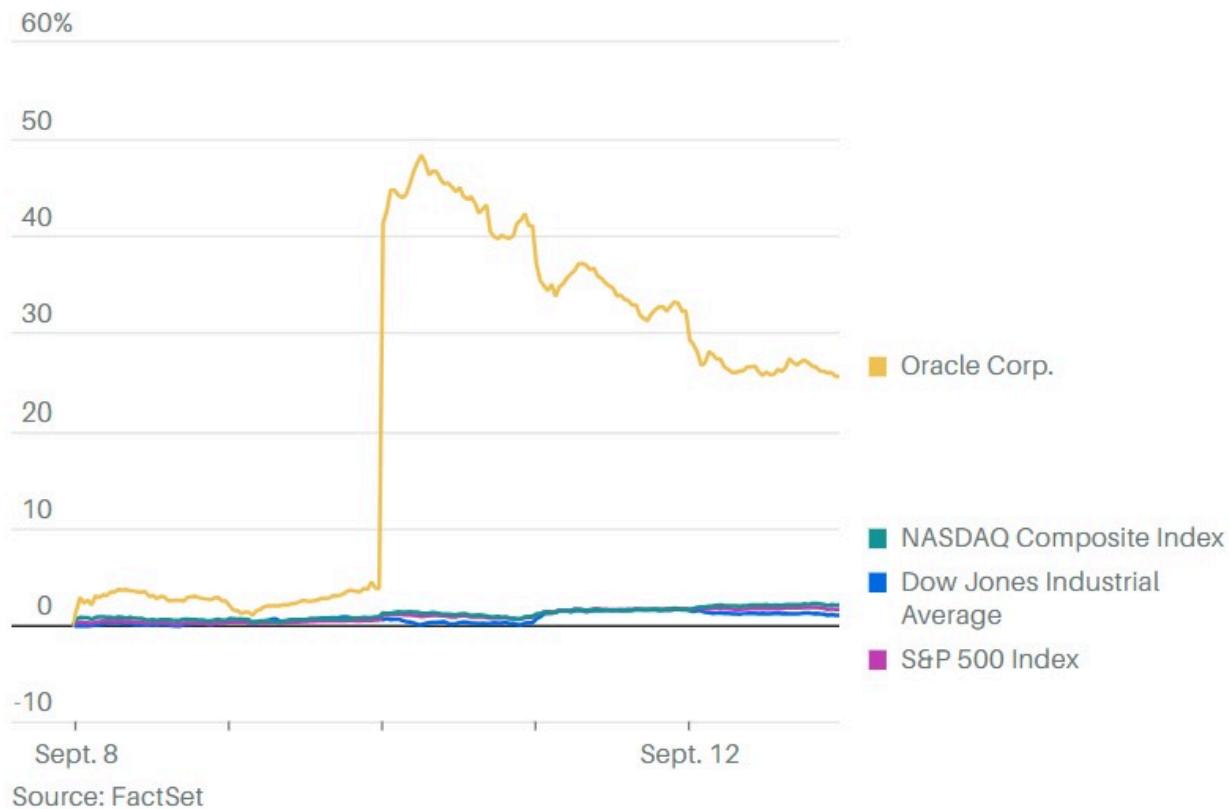
しかし、株式市場はそういう見方を取らなかった。主要株価指数を見ると、S&P500指数は1.6%高の6584.29で引けた。NASDAQ総合指数は2.0%上昇して2万2141.10、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1.0%上昇して4万5834ドル22セントとなった。この上昇は、株式市場が景気減速を無視しているのか、あるいは経済指標で示されていない何かに反応しているのか、（もしくは法人向けソフトウェア大手オラクル＜ORCL＞の予想を大幅に上回る決算報告に反応しているのか）を示唆している。

### 新たな景気循環が始まる可能性

弱気筋が気付いているものは明白で、景気サイクルが後期段階にある点だ。これは、経済成長がすでに数年続いた後で減速が始まる局面を指す。減速幅が大きくなれば、市場も企業も消費者も皆、景気後退を懸念し始める。雇用市場などからの弱い経済指標は、経済が壁にぶつかろうとしている可能性を示唆している。

しかしモルガン・スタンレーの米国株式チーフストラテジストであるマイク・ウィルソン氏は、必ずしもそうだとは考えていない。投資家が1年半前のデータの修正に注目する一方、ウィルソン氏はより最近の雇用関連指標に楽観的な兆しを見出している。ウィルソン氏は、月次統計の修正幅は縮小しており、労働市場が6月に最も弱い時期を迎えた可能性が示唆されると指摘する。モルガン・スタンレーの過去データを1979年まで遡ると、経済が下降局面から脱して新たな拡大の初期段階に入る際に、こうした労働市場の統計の修正幅の改善が見られる傾向があるという。

ウィルソン氏の見方が正しければ、米国は「ローリング・リセッション」に苦しんでいることになる。これは、経済全体の低迷には決してならないものの、消費財や製造業などの個々のセクターが順次景気減速の中心となる状況を意味する。そうして景気の弱さが終わろうとしているのであれば、経済はさらに減速するのではなく、再び加速し始めているだけなのかもしれない。ウィルソン氏は「雇用関



連指標の弱さは、景気循環の初期段階に移行しつつあるという見解を裏付けるものだ」と述べ、S&P500指数の目標値を6500としている。

### 利下げも経済を下支え

そして、米連邦準備制度理事会（FRB）が17日から始めるであろう一連の利下げによって、その見方は完全に達成される可能性がある。利下げは本質的に米国経済に資金を供給することで、経済を活性化させることができる。ウルフ・リサーチのチーフ投資ストラテジストであるクリス・セニエク氏はこれに関して、関税政策の緩和やトランプ大統領の税制・財政支出法案による刺激策と並び、利下げは「景気循環の初期への持続的な移行」をもたらす三つの要因の一つだと指摘する。

もし本当に景気循環の初期段階であれば、企業の売り上げと利益は成長を続けるはずであり、市場はこれを既に見通している。ファクトセットによると、アナリストによる来年のS&P500指数の利益見通しは13%の増益で、そうなれば市場のさらなる下支えとなる。

ただ一つ怖いものがあるとすれば、恐怖それ自身だ。

By Jacob Sonenshine  
(Source: Dow Jones)

## 8. オラクルのクラウド事業は成功

Oracle Did Everything Right. It's Time to Take Profits.

しかし今は利益確定売りのとき

[ハイテク]

### クラウドサービス企業を目指す戦略を完璧に実行



Will Oliver/EPA/Bloomberg

本誌は2021年2月のカバーストーリーで企業向けソフトウェア大手のオラクル<ORCL>に焦点を当て、今後有力なクラウドサービスプロバイダーになると書いた。オラクルの創業者で現在も会長兼最高技術責任者（CTO）を務めるラリー・エリソン氏はこの指摘に反応し、同年3月のフェイスブックへの投稿で「オラクルはクラウドコンピューティング時代に向けて自らを変革できている」と書いた。

エリソン氏のこの投稿以降、オラクルのトータルリターンは437%と驚異的な水準に達してい

る。年率換算値は45%で、S&P500指数とNASDAQ100指数の14%を大きく上回る。

オラクルの最高経営責任者（CEO）であるサフラ・キャツ氏は、老舗のソフトウェア企業が主要なクラウドサービス企業になるという、かつてマイクロソフト<MSFT>が取ったのと同様の戦略をほぼ完璧に実行してきた。オラクルが初めてクラウドサービス部門単独の業績を公表した3年前の四半期決算では、同部門の増収率は45%となり、売上高が会社全体の31%を占めたことが明らかにされ、多くの業界関係者を驚かせた。直近の6～8月期（第1四半期）の増収率は28%で、総売上高に占める割合は半分に達した。

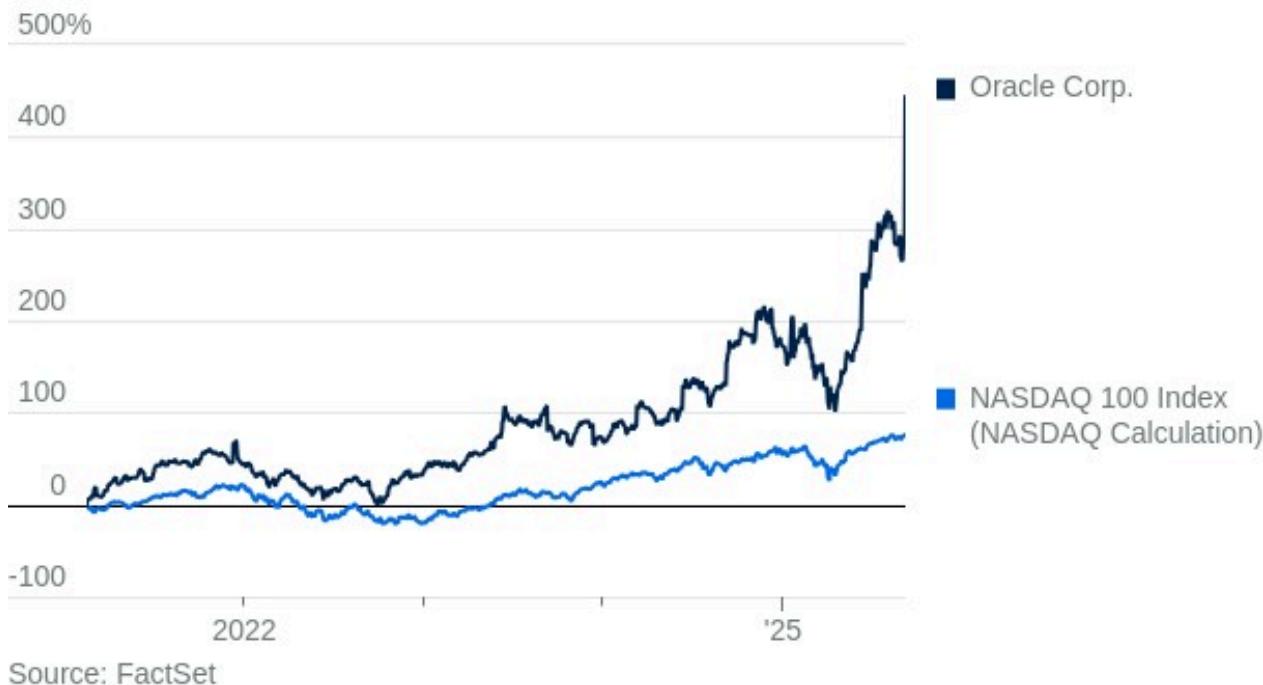
### 今後はクラウドサーバーレンタル事業の急成長が見込まれる

しかし、オラクルのクラウド事業をけん引するのはクラウドサービス部門だけではない。顧客にクラウドサーバーをレンタルするOracle Cloud Infrastructure（オラクル・クラウド・インフラストラクチャー、OCI）部門は直近四半期に55%と驚異的なペースで成長した。OCI部門の競争相手は亚马逊・ウェブ・サービス、マイクロソフトのAzure（アジュール）、Google Cloud（グーグル・クラウド）だ。エリソン氏はOCI部門を「最も利益を生む事業機会」とみている。

OCI部門の第1四半期末時点での残存履行義務（RPO、受注残を測る指標）は前四半期末から3170億ドルも増加し、4550億ドルに達した。キャツ氏は、OCI部門の売上高が今後5年にわたり年率70%のペースで成長し、3810億ドルに達する見通しだと述べた。このニュースを受けてオラクルの株価は36%高と急騰し、過去最高値を更新した。

## Cloud Gains

Oracle has returned 437% since Barron's cover story about the company in February 2021.



Source: FactSet

### オラクルはもはやバリュー株ではなくグロース株

筆者はこの数年、オラクルの株価は割安だと考えてきた。オラクルに関するウォール街の見方はいつも同社のデータベースソフトウェアに向けられていたからだ。オラクルは、増収ペースこそ緩やかだが、潤沢なキャッシュフローを創出する企業であり、2006～2023年に自社株買いを通じて発行済み株式数を半減させた。この間の予想株価収益率（PER）は平均15倍程度で、迅速なキャッシュフロー還元プログラムを備えた成熟したソフトウェア企業としては妥当な水準にあったが、その後上昇し、2024年度末の時点では19倍だった。

多くのグロース投資家はオラクルを退屈なバリュー株とみなしていたが、ここにきて実はグロース株であることによく気づき始めた。予想PERは9月9日時点で34倍に達し、翌日には46倍に急上昇した。

### 現在の株価を割高と考える二つの理由とは

だが、こうした株価上昇局面ではいつであっても、たとえ強気派であっても一歩引いて投資を見直す必要がある。

OCI部門の売上高は既に総売上高の5分の1に達しているが、オラクルはそれを今後5年間で1300%成長させるという非常に高い目標を掲げている。米半導体大手のエヌビディア<NVDA>の場合、データセンター部門の売上高を5年間で3400%以上も伸ばした。オラクルが直近の株価を正当化するには、エヌビディアの前例のない成功に近いレベルの成功を収めなければならない。

受注残の質についても疑問が残る。米紙ウォール・ストリート・ジャーナルは9月10日、オラクルのROP增加分のほぼ全てがオープンAIとの契約（2027年からの5年間の支払い額は3000億ドル）によるものだと報じた。しかし投資家は、その3000億ドルがどこからもたらされるのかを自問するべきだ。

オープンAIは現金を消費し続けており、急成長のための資金を投資家に依存している。オープンAIがこれまでに実施した最大の資金調達ラウンドでの調達目標額は400億ドルで、その半分はオープンAIが2025年末までに非営利団体から公益目的株式会社に転換することを条件としている。だがこの組織転換は、依然としてカリフォルニア州とデラウェア州の規制当局からの承認待ちの状況にある。

オープンAIが400億ドルの資金を調達すると仮定した場合でも、3000億ドルの契約額を賄うには巨額の追加資金調達が不可欠だ。ソフトバンクグループ<9984>はオープンAIの最大の投資家であり、今回の投資を後押しするには、他の投資家からの資金に加え、より多くの負債が必要になるだろう。ファクトセットによると、ソフトバンクの負債総額は6月時点ですでに1370億ドルに達している。

一方、オラクルも、オープンAIとの契約を履行するためのデータセンター能力をどうやって構築するかという課題に直面している。オラクルの過去12ヶ月間の営業キャッシュフローは220億ドルだが、その全てが270億ドルの設備投資に充当された。債務残高は過去1年間で270億ドル増えて1120億ドルに達している。オラクルがオープンAIとの契約を履行すると、債務残高は大きく膨らむと予想される。

オラクルとオープンAIはいずれも1000億ドル規模の資金調達という課題に直面しており、その解決策はまだ見つかっていない。既に利益を積み上げているオラクルの投資家にとって、若干の売り場が到来しているのかもしれない。

By Adam Levine  
(Source: Dow Jones)

## 9. 過熱するビットコインとさらに過熱する金の関係性

[投資戦略]

Bitcoin Is Hot, Gold Is Hotter. How These Worlds Collide.

金と暗号資産、上昇がさらなる上昇を呼ぶ論理は成り立つのか

### 暗号資産保有企業の株価が大幅上昇



SeongJoon Cho/Bloomberg

エイトコ・ホールディングス<ORBS>は元は段ボール箱メーカーだったが、暗号資産を購入すると発表すると、株価が1日で3000%上昇した。公平のために言うと、エイトコは4月に段ボール事業から撤退し、電子商取引の再販業者からの在庫買い付け・転売事業（電子再々販事業というべきか）に注力するとしている。先週には私募での株式売り出しを発表し、ワールドコインという暗号通貨を買いためる計画を公表した。

この取引には投資ミーム周辺のあらゆる部分が

絡んでいる。ワールドコインは、チャットGPTを開発したオープンAIの創業者サム・アルトマン氏の支援を受けている。エイトコは取締役会長に、ウォール街のアナリストで電気自動車（EV）大手テスラ＜TSLA＞の超強気派であるダン・アイブス氏を任命している。エイトコは、ベンチャーキャピタリストのピーター・ティール氏が支援し、ウォール街の暗号資産アナリストであるトム・リー氏が会長を務めるブロックチェーンテクノロジー企業、ビットマイン・イマージョン・テクノロジーズ＜BMNR＞からの資金注入も受けた。ビットマインはイーサリアムという別の暗号資産を大量に保有しており、暗号資産を保有する事業を行う上場企業200社以上の中で、最近第3位の規模となった。最大手はビットコイン保有大手のストラテジー＜MSTR＞（旧マイクロストラテジー）とマラ・ホールディングス＜MARA＞である。

## ビットコインとS&P500指数を上回る金の上昇率

暗号資産がいざれ金の魅力の一部を奪うのではないか、という疑問に対する現時点での答えはノーダ。金の年初来上昇率は39%と、ビットコインの22%、S&P500指数の12%（配当込み）を大きく上回る。JPモルガンは、金とビットコインの買い集めを、ドル安をヘッジする取引の一環と分析している。

JPモルガンはS&P500指数について短期的に慎重な見方をしている。S&P500指数は過去約20年間で最高の5ヵ月間パフォーマンスを上げ、株価収益率（PER）は今年の利益予想の24倍となっている。最近では人工知能（AI）関連銘柄約30社が指数の時価総額の43%を占め、2022年11月のチャットGPT公開以降、これらの銘柄がリターンのほぼ全てと利益成長の大部分を占めている。ここからさらに上昇を続けるには、投資家が弱い雇用統計などの低調な経済指標を、米連邦準備制度理事会（FRB）が望む水準を上回るインフレ率にもかかわらず、利下げ見通しにとっての好材料と解釈することが必要となるかもしれない。

JPモルガンは世界最大の貴金属ディーラーでもあり、金に対して極めて強気だ。金を「FRBの独立性の喪失または縮小のリスクに対する最も効果的なヘッジ手段の一つ」と位置付けつつも、最近の価格変動の大部分は、短期実質金利との逆相関関係が回復したことによる起因すると指摘する。

1年物米国債利回りは昨年夏以降、利下げ期待もあり5%超から3.6%まで下落した。一方、同期間の前年比インフレ率は昨夏の3.1%が直近の2.9%と、そこまで大きく変化していない。つまり短期国債の実質利回り（インフレ調整後）が低下したのだ。そして金価格はこれと逆の動きを見せている。言い換えると、投資家は、FRBが失業を抑えるためにインフレを多少許容するとみており、これは引き続きドルには悪材料だが、金には好材料となり得る。こうした見通しから、金の目標価格は来年夏までに4020ドルと、直近の3640ドルからの上昇が予想されている。

## 金との比較でさらなる過熱が正当化されるビットコイン

ここで状況は循環論法的に展開する。JPモルガンのストラテジストは、現在のビットコイン価格が金に対して低過ぎるように見えると説明している。その理由は、暗号資産保有企業による買い占めだ。企業は今や、ビットコイン総供給量の6%超を保有している。これは、2008年の金融危機後に中央銀行が国債を大量購入した量的緩和と似ている。量的緩和の効果の一つはボラティリティー抑制だった。同様に、ビットコインのボラティリティーも今年は半減し、歴史的な低水準にある。

金融において、リスクとリターンには直接の相関関係があると言われる。細かい議論はさておき、ビットコインの金に対するボラティリティーの6カ月移動平均が2.0まで低下し、過去最低を記録している。この状況で直近のビットコインの時価総額2兆2000億ドルは、民間で上場投資信託（ETF）・金貨・地金として保有される金の総額5兆ドルに比べ、若干低く見える。JPモルガンはビットコインに13%の上昇余地があると試算している。

また、暗号資産保有大手のストラテジーは今のところS&P500指数に採用されていないものの、（大型株ベンチマークの）ラッセル1000指数には採用されている。こうした企業が指数に加わるほど、その株式に対するパッシブ投資資金の流入が増え、将来的な暗号資産の購入資金となる資本をさらに供給する可能性がある。

以上が、金を根拠とするビットコインの自己増強説だ。あとはこれをS&P500指数の上昇説に結びつける方法があれば良いのだが。私はその解を考えつつ、市場が持ちこたえることを願っている。

By Jack Hough  
(Source: Dow Jones)

## 10. 慈善団体の基金、投資運用は2024年も2桁リターン

[経済関連スケジュール]

Foundations Shored Up Endowments in 2024. Nonprofits Need the Funding.  
非営利団体への支援に拡大圧力も

### 使命を果たすには、長期的かつ相当なリターンが必要



Illustration by Elias Stein

民間の慈善団体などが運用するエンダウメント（基金）は2024年、2年連続で2桁の運用成績を記録し、手数料控除後で年間平均10.3%のリターンとなった。この結果は、全米財団協議会と資産運用会社コモンファンドが取りまとめた報告書に基づくものだ。

この報告書は、合計1049億ドルに上る基金を調査対象としており、対象には、特定の個人や家族、大企業の大口寄付によって設立されたプライベート財団（例：ヘルムズリー慈善信託、基金規模73億ドル）や、地域の市民や企業など多数の寄付者によって支えられるコミュニティ財団（例：ボストン財団、基金規模19億ドル）が含まれる。この調査によれば、運用成績は堅調であり、プライベート財団の平均12.6%、コミュニティ財団の14.1%という2023年の水準には届かなかったものの、2022年の損失を埋め合わせる格好となつた。

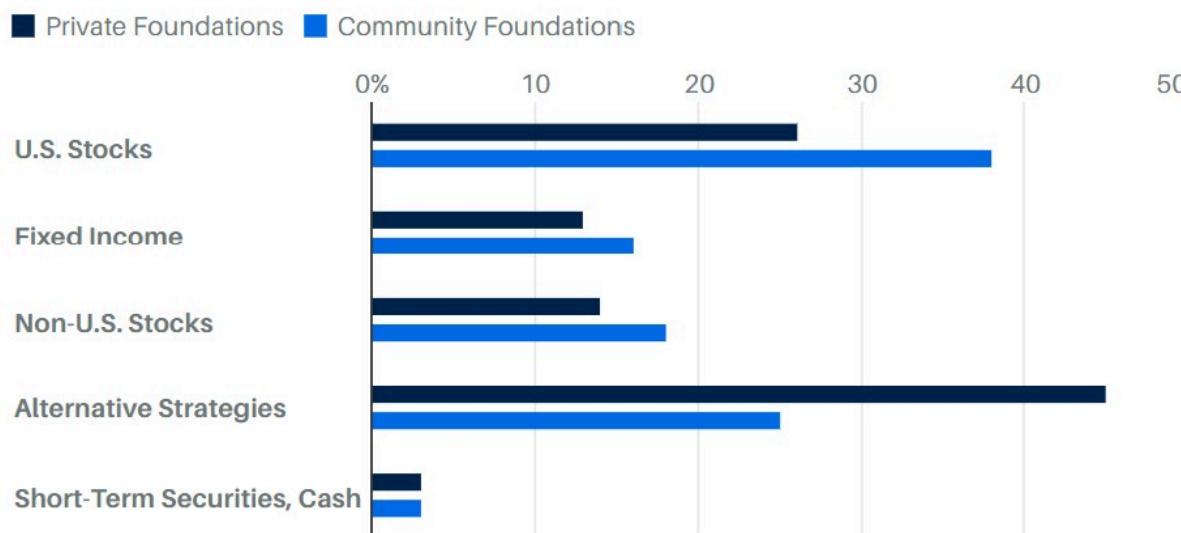
コモンファンドのジョージ・サトルズ専務理事は「1年ごとの結果は常に話題になるものだが、基金は永続的な存在である以上、10年、15年、20年、25年などの長期リターンを重視することが重要だ。そのほうが、基金を責任ある形で運営しているかどうかをより明確に示すだろう」と語る。

一方で、財団には、連邦政府の資金や助成金を失った非営利団体への支援を拡大する圧力が高まっている。2024年の支出率はプライベート財団が5.2%、コミュニティー財団が4.6%であり、これを賄うにはそれぞれ7.7%、7.1%の投資リターンが必要となる。しかし、基準を満たした基金は全体の約3分の1にとどまった。投資配分を見ると、プライベート財団は資産の平均45%をオルタナティブ投資に振り向けており、コミュニティー財団は38%を米国株式に、25%をオルタナティブに充てている。

## 先週の出来事

### Alternate Routes

Private and community foundations differ in how they allocate endowment funds for investment.



Source: Council on Foundations' Commonfund Study of Investments of Endowments for Private and Community Endowments

## 市場動向

週明け、日本株は石破茂首相の辞任表明を受けて高値を付けた。金価格はドル安を背景に1オンス3600ドルを突破した。米労働省労働統計局（BLS）が発表した2025年3月までの12カ月間の雇用統計に関する年次改定暫定値は、91万1000人の大幅な下方修正となった。また8月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比2.9%の上昇だった。しかし利下げ期待を背景に、株価指数はそれぞれ史上新高値を更新し、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は初めて4万6000ドルの大台を突破した。週間ベースでNYダウは1%高、S&P500指数は1.6%高、NASDAQ総合指数も2%高となった。

## 企業動向

- ・アップル<AAPL>は新型スマートフォン「iPhone（アイフォーン）17」シリーズを発表、ラインアップに史上最薄のモデルを加えた。
- ・衛星通信会社エコスター<SATS>は、イーロン・マスク氏率いるスペースXに対し、衛星周波数帯のライセンスを170億ドルで売却することで合意した。代金のうち85億ドルはスペースX株で支払われる。
- ・S&P500指数が構成銘柄を入れ替え、モバイル広告のアップラビン<APP>、電子取引所のロビンフッド・マーケット<HOOD>、インフラ建設のエムコア・グループ<EME>を採用。3銘柄と入れ替わるのは、電子取引所のマーケットアクセス・ホールディングス<MKT>、カジノ運営のシザーズ・

エンターテインメント<CZR>、エネルギー技術のエンフェーズ・エナジー<ENPH>。

・ソフトウェア大手のオラクル<ORCL>は、人工知能（AI）関連の受注残が急増したと発表した。背景には、対話型AI「チャットGPT」を開発したオープンAIとの3000億ドル規模の取引がある。

・マイクロソフト<MSFT>とオープンAIは、提携関係の継続に向けた暫定合意に達したと発表した。

#### M&A（合併・買収）など

・地方銀行のPNCファイナンシャル・サービス・グループ<PNC>は、コロラド州を拠点とする地方銀行のファーストバンクを41億ドルで買収することで合意した。

・後払い決済（BNPL）サービスのクラーナ・グループ<KLAR>が新規上場、株価は30%上昇した。

・英鉱業大手アングロ・アメリカン<AAL.英國>とカナダの鉱山会社テック・リソーシズ<TECK>が合併で合意、時価総額530億ドル規模の銅鉱山大手が誕生する。

・米メディア王、マードック家の相続争いが決着した。長男ラクラン・マードック氏が単独でメディア資産を引き継ぎ、本誌を傘下に持つ大手マスメディアのニュース・コーポ<NWS>などを率いる。

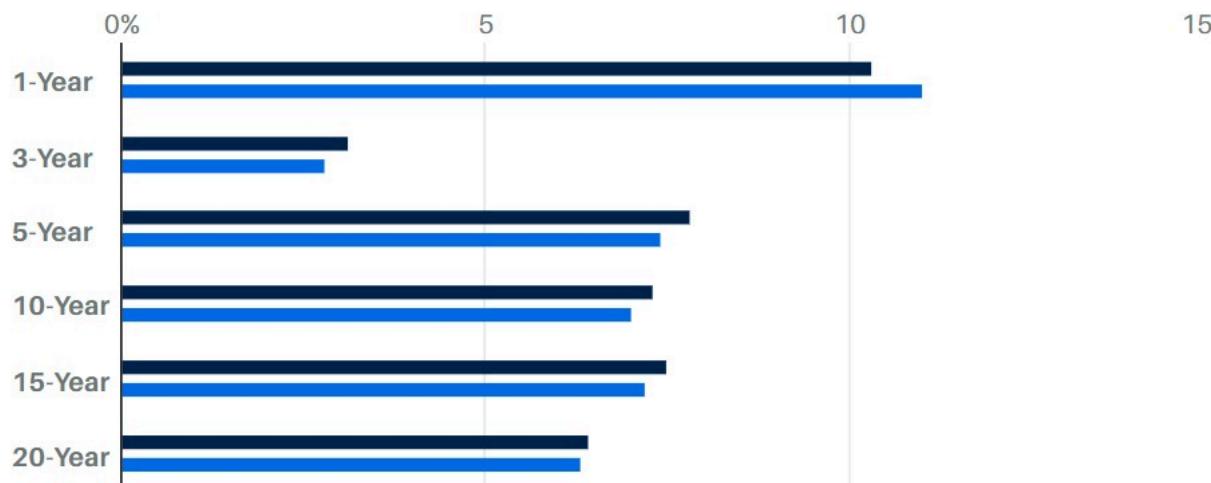
・ウォール・ストリート・ジャーナル紙は、米メディア大手パラマウント・スカイダンス<PSKY>が同業ワーナー・ブラザース・ディスカバリー<WBD>の買収提案を準備していると報じた。

#### 今週の予定

### Investing for Perpetuity

Foundations have long time horizons and require significant returns over many years to fulfill their missions.

■ Private Foundations ■ Community Foundations



Source: Council on Foundations' Commonfund Study of Investments of Endowments for Private and Community Endowments

#### 9月16日（火）

国勢調査局（商務省）が8月の小売売上高を発表する。市場予想は、前月比0.2%増（7月は同0.5%増）。自動車を除いたベースでは0.4%増（7月は同0.3%増）と見込まれる。

#### 9月17日（水）

米連邦公開市場委員会（FOMC）が、金融政策決定と四半期ごとの経済見通し（SEP）を公表する。市

場では、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を0.25%引き下げ、4.00～4.25%とする予想が優勢だ。インフレ率は連邦準備制度理事会（FRB）が目標とする2%を約1ポイント上回って推移しているものの、8月下旬にパウエルFRB議長がジャクソンホール会議での講演で示唆したように、労働市場の軟化がより大きな懸念事項となっている。雇用の伸びは過去3カ月平均で月2万9000人増にとどまり低迷。

この問題をさらに悪化させたのは、BLSが2025年3月までの12カ月分の雇用統計を大幅に下方修正したこと、夏場の雇用減速前から、労働市場は従来想定よりも弱かったことが示唆された。FOMCが6月に公表したSEPでは、2025年末までに0.25%幅の利下げを2回行うとの予想中央値だった。しかし、市場では年内に3回の利下げが行われる確率を85%と織り込んでいる。

## 統計と数字

54%：資本主義を好意的に見ていると答えた米国人の割合。2021年の60%から低下した。

24%：木材先物価格の下落率。8月に3年ぶりの高値を付けた後、1000ボードフィート（材木の体積単位）当たり527ドルに下落した。

9.5%：保険ブローカー大手のエーオン＜AON＞が予想する、2026年に雇用主が負担する健康保険料の上昇率。2011年以来の最高水準だ。

8万4000ドル：2024年の米国における世帯所得の中央値（インフレ調整後）。2023年の国勢調査局推計とほぼ同水準。

By Abby Schultz  
(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』 2025/09/14

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