

# バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/09/21

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIJI PRESS



DOW JONES

1. 今後の利下げ局面で勝つ株式、債券、ファンドとは - Make Rate Cuts Work for You. Own These Stocks, Bonds, and Funds. [フィーチャー] P.1  
ディフェンシブ株と景気循環株の組み合わせ、海外債券にも投資
2. 米中首脳、協議継続に合意 - Trump and Xi Agree to Talk More. TikTok in U.S. Remains Unresolved. [フィーチャー] P.5  
TikTok問題は依然未解決
3. IPOブームはまだ序盤戦、焦って飛びつな - The IPO Stock Frenzy Is Just Getting Started. Don't Get Burned. [フィーチャー] P.8  
上場初期は株価が激しく変動
4. 米国例外主義を脅かす縁故資本主義 - Crony Capitalism Stages a Comeback. U.S. Exceptionalism Will Take a Hit. [フィーチャー] P.12  
選ばれた企業のみ優遇される危機的状況
5. 原子力銘柄が急騰、上場目指す3社を評価する - Nuclear Stocks Are Soaring. We Size Up the Prospects for 3 New Ones. [フィーチャー] P.14  
投資対象は増えるがリスクも
6. FRB政策、2025年は明確も先は読めず - Powell's Fed Sees Cuts Through 2025. But All Bets Are Off in 2026. [コラム] P.16  
過熱する市場と利下げ、どう判断すべきか
7. 四半期か半期か 企業開示頻度を巡る攻防 - Quarterly or No? How to Argue About the Frequency of Financial Reports. [投資戦略] P.18  
市場の信頼か経営の自由か
8. 利下げ受け上昇基調続く - The Stock Market Got a Rate-Cut Boost. Where It's Headed Next. [米国株式市場] P.20  
幅広い上昇、相場の強さ物語る
9. エヌビディアの出資、インテルに四つの恩恵 - Nvidia Solves 4 of Intel's 5 Big Problems. The Final One Is a Doozy. [ハイテク] P.22  
半導体受託生産、なお最大の課題
10. 銀、金よりホットな投資先 - The Ratio That Tells You Silver Is Undervalued to Gold [経済関連スケジュール] P.24  
「指標」が示す割安感

※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. 今後の利下げ局面で勝つ株式、債券、ファンドとは

Make Rate Cuts Work for You. Own These Stocks, Bonds, and Funds.

ディフェンシブ株と景気循環株の組み合わせ、海外債券にも投資

[フィーチャー]

### 今後のパフォーマンスは利下げ回数次第



Illustration by George Wylesol

17日、米連邦準備制度理事会（FRB）はフェデラルファンド（FF）金利の目標レンジを0.25%引き下げた。同日に発表されたFRBの「ドットチャート（政策金利見通し）」は、2025年内に追加で2回の0.25%の利下げが見込まれることを示した。しかし、追加利下げの保証はない。今のところ、FRBはリセッション（景気後退）に備えた保険として利下げを実施している。アトランタ連銀の「GDPナウ」は第3四半期の国内総生産（GDP）成長率を3.4%と予測している。調査会社コンファレンス・ボードの予想では、来年の実質GDP成長率は1~2%だ。

これは株式にとって何を意味するのか。その大部分は、FRBが2025年に合計何回の利下げを実施するかに左右される。一つの手掛かりになり得るのは、過去にFRBが（現在と同じように）長期間停止した後で利下げを再開した際に、景気循環セクターとディフェンシブセクターがどのように推移したかということだ。

調査会社ネッド・デービス・リサーチが1976年までさかのぼって調査したところ、FRBの利下げが2回以下だった場合、景気循環セクターがディフェンシブセクターを上回った。4回以上の利下げが行われた場合、その後6カ月間でディフェンシブセクターがアウトパフォームした。

パフォーマンスの乖離（かいり）は理にかなっている。通常、FRBがより多くの利下げを行う必要があるのは、景気が急速に冷え込むケースだ。投資家は公益、生活必需品、ヘルスケアなど、ディフェンシブなセクターに安全を求める。景気が好調な時は、何度も利下げをする必要はなく、金融、テクノロジー、資本財、小型株などの景気循環セクターに人気が集まる。

### ディフェンシブセクター

手始めにヘルスケアセクターを見てみよう。年初来では0.5%の下落と苦しんでおり、S&P500指数のセクターの中で最もパフォーマンスが悪い。しかし、ポートフォリオの防御としては魅力的に見える。予想株価収益率（PER）はわずか17倍で、市場全体（22倍）に比べて割安だ。

ヘルスケアセクターは、薬価に対する圧力や保険会社に支払うコスト増加など、多くの課題に直面している。しかし、歴史的にみると、FRBが利下げ停止後に4回以上の利下げを行う場合、パフォーマンスは好調である。ネッド・デービスの調査では、このようなケースのうちヘルスケアは3回中2回（1986年と1990年）でアウトパフォームしており、利下げ開始後6カ月のリターンの中央値は20%だった。

## Get Ahead of the Fed

Consider these stocks and bond funds as the Fed gears up to cut rates.

| Investment / Ticker                        | Recent Price | YTD Return | Recent Yield | Forward 12-Month P/E |
|--|--------------|------------|--------------|----------------------|
| <b>EQUITIES</b>                            |              |            |              |                      |
| Alerian MLP / AMLP                         | \$47.71      | 5.1%       | 8.2%         | 12                   |
| Campbell's / CPB                           | 33.56        | -17.3      | 4.7          | 13                   |
| iShares Core S&P Small-Cap / IJR           | 117.98       | 3.6        | 1.5          | 15                   |
| PNC Financial Services Group / PNC         | 200.94       | 7.1        | 3.4          | 12                   |
| UnitedHealth Group / UNH                   | 339.78       | -31.6      | 2.6          | 22                   |
| Welltower / WELL                           | 165.21       | 32.9       | 1.8          | 30                   |
| <b>FIXED INCOME</b>                        |              |            |              |                      |
| Hartford Strategic Income / HSNIX          | \$8.51       | 8.4%       | 6.5%         | N/A                  |
| Pimco Global Bond Opportunities / PGNPX    | 9.87         | 7.0        | 4.8          | N/A                  |
| Vanguard Mortgage-Backed Securities / VMBS | 47.22        | 7.3        | 4.1          | N/A                  |

Note: Welltower's P/E ratio is based on funds from operations

Source: FactSet

上場投資信託（ETF）のヘルスケア・セレクト・セクターSPDR ETF<XLV>は、ヘルスケアセクターへの幅広いエクスポージャーを提供する。より的を絞って投資するなら、医療保険会社ユナイテッドヘルス・グループ<UNH>はどうだろう。株価は年初来で31%超下落しているが、問題の峠は越えた可能性がある。8月にはウォーレン・巴菲特氏率いるバークシャー・ハサウェイ<BRK.B>が、500万株を購入したことを開示した。9月には、事業が予想通りの業績を上げているとの発表を受けて、株価が8%と急上昇した。

年初来で3%下落している製薬会社イーライリリー<LLY>も、反発が近い可能性がある。投資家はブロックバスター（大型新薬）の減量薬「ゼップバウンド」と「マンジャロ」が競争にさらされることを懸念しているが、売りは行き過ぎている可能性がある。競合候補には、投資家が不安視するほどの実績はない。

生活必需品にはディフェンシブセクターの勝者としての歴史がある。年初来ではわずか7.5%しか上昇

していないが、ネッド・デービスによると、過去にFRBが利下げを停止した後に4回以上利下げしたケースでは20%上昇している。

業績回復銘柄として目立つのが、食品大手キャンベルズ<CPB>と酒類大手コンステレーション・ブランド<STZ>だ。モーニングスターは両社ともに割安だとしている。関税が懸念視され、株価は年初来てそれぞれ17%と38%下落している。しかし、キャンベルズは最近、予想を上回る第4四半期（5～7月期）決算を発表した。モーニングスターによれば、有名ブランドを擁するコンステレーションも逆風を乗り切る公算が大きい。

エネルギーセクターは通常、利下げの恩恵を受けるが、現在の見通しは良くない。石油輸出国機構（OPEC）が増産を続けるため、原油価格は2026年まで伸び悩むとみられる。しかし、エネルギーセクターの中でもマスター・リミテッド・パートナーシップ（MLP）は魅力的に見える。MLPはパイプライン、処理工場などの「川中」の施設を運営しており、コモディティー市場の圧力を受けにくい。さらに、利益の90%をインカムとして分配することが法的に義務付けられており、1桁後半の利回りを誇る。

MLPセクターに連動するアレリアンMLP ETF<AMLP>の分配金利回りは8%強で、年初来のリターン（分配金を含む）は5.1%だ。主な保有銘柄としては、エンタープライズ・プロダクツ・パートナーズ<EPD>やウエスタン・ミッドストリーム・パートナーズ<WES>などがある。個別銘柄に投資すればより多くのインカムを得られるが、税務申告が複雑になる。ETFを通じて投資すれば面倒を避けられる。

公益企業は、最も退屈なセクターから最も魅力的なセクターの一つに変わった。人工知能（AI）とデータセンターの成長によって、電力需要は急増している。現在の予想PERは18倍で、長期平均の15倍を大幅に上回る。

バリュエーションを押し上げているのは、ビストラ<VST>やコンステレーション・エナジー<CEG>などの話題の原子力銘柄だ。しかし、ガベリ・ユーティリティーズ・ファンド<GAUX>の共同ポートフォリオマネジャー、ティム・ウィンター氏は、成長が緩やかな規制対象電力会社さえも、電力需要の増大による増益の波に乗っていると語る。従来、公益企業の利益成長率は年3%が一般的だったが、ウォール街は8～9%の成長率を予想している。

ウィンター氏の選好銘柄の一つは公益電力会社アイダコープ<IDA>だ。アイダホ州の人口の劇的な増加から恩恵を受けると見込まれる。アイダコープは2025年の利益を4～6%増と予想しており、5月には州の規制当局に全体で13%の電力料金の値上げを申請した。

もう一つの選好銘柄は、ウィスコンシン州に本社を置く公益ガス・電力会社WECエナジー・グループ<WEC>だ。同州では昨年、マイクロソフト<MSFT>がデータセンターに30億ドルを投資する計画を発表した。アナリストは今後2年間でWECの1株当たり利益（EPS）が平均6～7%増加すると予想している。

## 景気循環セクター

リセッションを回避できれば、グロース株と景気循環株は主導権を維持する公算が大きい。テクノロジーセクターは当然、選択肢に入ってくるが、バリュエーションが割高だ。資本財セクターも恩恵を受けるが弱点もある。PERは24倍と、25年ぶりの高水準にある。

対照的に、金融セクターは特に割高ではない。さらに、短期金利の低下によって長期金利との差が拡大し、イールドカーブがスティープ化することによる恩恵を受けるだろう。CFRAリサーチのチーフ投資ストラテジスト、サム・ストーバル氏は、スティープ化によって融資の利ざやが拡大すると指摘する。

金融セクターは年初来で11%上昇しているが、ストーバル氏は地方銀行のPNCファイナンシャル・サービスズ・グループ＜PNC＞（年初から7.1%上昇）やフィフス・サード・バンコープ＜FITB＞（同8.5%上昇）などの出遅れ銘柄に依然として妙味があるとみている。ストーバル氏はシティグループ＜C＞も選好している。株価は約46%と急騰しているが、PERは13倍で、業界平均の14倍を下回っている。

小型株は利下げの恩恵を受ける。中小企業は債務比率が高く、変動金利で融資を受けている傾向にあるからだ。景気が堅調を維持する中で、FRBが金利を引き下げることができれば、小型株にとっては「ゴルディロックス」（適温）状態となる。

ビーオブリー・セキュリティーズのストラテジスト、ジル・キャリー・ホール氏は、小型株はもはや歴史的に割安ではないと指摘する。しかし、現在の予想PER16倍という水準でも、歴史的に割高な大型株よりは割安に見えるという。ホール氏は小型株の上昇が今後数週間は続くと考えている。さらに、製造活動が上向き、米国がさらなる関税危機を避けられれば、来年まで上昇が続く可能性があるとしている。

質が高く、下落相場でも底堅い小型株にこだわるべきだろう。iシェアーズ・コアS&P小型株ETF＜IJR＞は、黒字の小型株56%を選別して投資している。配当利回りは1.5%だ（小型株中心のラッセル2000指数とS&P500指数は1%強）。

不動産セクターは、FRBが2022年初めに利上げを開始して以降、低迷している。しかし、短期金利がついに低下したため、当セクターも反発が見込まれる。ウォール街は不動産投資信託（REIT）の今後2年間の利益成長率を平均で6~7%と予想している。配当利回りは3.3%で、S&P500指数のセクターの中で最も高い。

ジャナス・ヘンダーソン米国不動産ETF＜JRE＞の共同ポートフォリオマネジャー、グレッグ・クール氏は、潜在的な成長分野として、米国の高齢化から恩恵を受ける高齢者向け住宅と、AIブームに乗るデータセンターを挙げる。クール氏のファンドにおける上位5位の保有銘柄には、高齢者向け住宅カテゴリーで最大のREITであるウェルタワー＜WELL＞と、データセンターREITのエクイニクス＜EQIX＞とデジタル・リアルティ・トラスト＜DLR＞が入っている。

## 債券

金利が低下すると債券価格は上昇するため、債券投資家のトータルリターンは向上するはずだ。しかし、これから投資する債券の利回りは低くなるだろう。短期の米国債や超短期債ファンドから、より大きなリターンが見込める投資先に乗り換えてみてはどうか。

マルチセクター債券ファンドは、一般的な中期債ファンドよりもリターンの幅が広くなるように設計されている。このカテゴリーで過去10年間のパフォーマンスが特に高かったのは、ハートフォード・ストラテジック・インカム・ファンド<HSNAX>（平均年率リターン5.1%）やピムコ・インカム・ファンド<PIMIX>（同4.4%）などだ。

ハイイールド債はより高い利回りを提供するが、バリュエーションは過去30年間で最も割高だ。ピムコのポートフォリオマネジャー、マイク・クジル氏は、住宅ローン担保証券（MBS）や海外国債の方が大きな妙味があると語る。

バンガードMBS ETF<VMBS>（分配金利回りは4.1%）のポートフォリオは、ファニーメイ（連邦住宅抵当金庫）やフレディマック（連邦住宅貸付抵当公社）などの政府系金融機関が発行した債券で構成されているため、信用リスクは実質的にゼロだ。ただし、金利が再び上昇した場合に打撃を受けるという金利リスクがある。

クジル氏は、MBSのバリュエーションは割高ではないと語る。これは主に、コロナ禍における景気刺激策の一環として数十億ドルのMBSを買い入れていたFRBが、最近になってポートフォリオを圧縮し始めたことで、MBSが過剰供給となっていることによるものだ。

海外国債も魅力的な利回りと分散効果を有する。ピムコ・グローバル・ボンド・オポチュニティーズ・ファンド（米ドルヘッジあり）<PGBIX>の利回りは5%弱で、年初来のリターンは約7%（金利含む）だ。現在のFRBを取り巻く混乱の中では、米国以外の銘柄に少し分散投資することが、ポートフォリオにとってまさに必要なものかもしれない。

By Ian Salisbury  
(Source: Dow Jones)

## 2. 米中首脳、協議継続に合意

Trump and Xi Agree to Talk More. TikTok in U.S. Remains Unresolved.  
TikTok問題は依然未解決

[フィーチャー]

### 10月末の韓国APECで対面会談へ

19日、トランプ米大統領と習近平中国国家主席の電話会談がようやく実現し、さらなる協議を行うことで合意した。電話会談後も、米中貿易の将来や米国における中国系短編動画投稿アプリ「TikTok（ティックトック）」の今後に関する具体的な進捗（しんちょく）状況は明らかにされていない。両首脳は10月末に韓国で開催されるアジア太平洋経済協力会議（APEC）にあわせて対面で会談を行うと表明し、電話会談については前向きな評価を与えたが、TikTokに関する枠組み合意の承認など多くの未解決問題について合意に達していないようだ。



Thomas Peter / Getty Images

トランプ氏は19日、自身で立ち上げたSNSのトルース・ソーシャルへの投稿で「貿易、フェンタニル、ロシアとウクライナの戦争終結の必要性、TikTok取引の承認など、多くの極めて重要な問題で進展があった」と述べた。トランプ氏は、同日改めてTikTok取引が承認されたと述べ、ただし、TikTokの「おすすめ」エンジンを動かしているアルゴリズムなど、幾つかの詳細を詰める必要がある事項が残っていると説明した。米ユーザー向けのアルゴリズムが中国のコントロール下にあるという懸念から、米連邦議会は2024年にTikTokを禁止している。

会は2024年にTikTokを禁止している。アルゴリズムに関する質問に対し、トランプ氏は「すべて解決する。米国の極めて適切なコントロール下に置く。米国人、米投資家のコントロール下に置く」と答えた。

19日のトランプ氏と中国政府による声明を分析したアナリストは、双方とも、ここ数カ月の緊張緩和基調を維持することに前向きな姿勢を示しているが、発表内容には若干の違いが見られると指摘する。トランプ氏はSNSへの投稿で今後の会談に言及したが、中国政府の発表にそうした会談や訪問に関する言及がない。

調査会社22Vの中国部門責任者マイケル・ハーソン氏は、依然として数多くの懸案が残されており、より包括的な米中合意には、まだまだ時間がかかると見る。ハーソン氏は「トランプ氏が訪中するとなれば、それに見合うような極めて大きな経済的成果への期待が高まっただろう。しかし、韓国での会談となったということは、両国が交渉を継続する間のつなぎ的な位置付けである可能性が高い」と述べる。

中国側のTikTok取引に関する見解も、トランプ氏の説明ほど確定的には聞こえない。中国外務省の声明は「中国政府は当該企業の意向を尊重し、市場ルールに沿った建設的な通商交渉によって、中国の法令に準拠し、双方の利益を考慮に入れた解決策が得られることを期待している。米国側は中国の投資家に対し、開放的で公正で差別のない環境を提供する必要がある」としている。

## 対ロシア制裁が波乱要因

交渉が長期化することで、今後事態がさらに複雑化する可能性もある。BCAリサーチの地政学担当主席ストラテジスト、マット・ガートケン氏は、ウクライナにおけるロシアの行動（および欧州の反応）が米中合意の行方に大きな影響を与える可能性があると指摘し、「ロシアのプーチン大統領がトランプ氏の和平仲介の申し出をはねつけ、北大西洋条約機構（NATO）との国境近辺で挑発行為を続けているのは大きなマイナス要因だ。その結果、欧州は対ロシア制裁の強化、さらにはロシア産原油の最大の顧客である中国にとって打撃となる二次制裁の実施を迫られている」と話す。

米国はロシア産原油の輸入を理由に、インドに対して25%の追加関税を課したが、中国に対しては同様の措置を取っていない。欧州がこうしたさらなる制裁に動けば、ロシアにウクライナ停戦への合意を迫るため、米国も同調が必要となる可能性がある。問題は、米国が中国に対して二次制裁を科す

か、関税を課すことになれば、19日に示された米中協議の暫定的な進展が台無しになると予想されることだ。ガートケン氏は「中国に対する制裁・関税の強化や米中協議の後退を招くような材料が出てくれば、調整局面を迎える株式市場にとって、マイナスのカタリストとして働くだろう」と語る。

## TikTok問題の行方に注目

最終的にはTikTokが株式市場にとって重要な材料になりつつある。中国を専門とする調査会社ゲイブルのテクノロジー部門責任者レイラ・カワジヤ氏は「習主席は、特朗普氏がTikTokを欲しがっており、より広範な交渉のテーブルに着かせる材料になると見ている」と述べ、中国政府にとってTikTokはそれほど重要ではないと付け加える。

成功を収めている中国IT大手、字節跳動（バイトダンス）では売上高の約4分の1を海外が占めているが、米国のTikTokが占める割合は20%未満だ。米国のコンテンツ制作者や中小企業にとってTikTokは重要な収益源となっている。ウォール・ストリート・ジャーナル紙の報道によれば、TikTokを巡る枠組み合意ではソフトウェア大手オラクル<ORCL>を含む米国のコンソーシアムが米国版アプリの80%を所有し、新会社がバイトダンスから技術ライセンスを取得して、TikTokの価値をこれほどまでに高めたアルゴリズムを再構築することになる。データ管理はオラクル（既にデータ管理についてTikTokと提携済み）が担当することになる。

米国に所有権のない、こうしたライセンス契約では、連邦議会が現行版のTikTokを米国で禁止する原因となった国家安全保障上の懸念が未解決のまま残る可能性がある。しかし、アナリストによれば、大統領が承認すれば、そうした取引が成立する余地があるという。さらに、いかなる取引であれ、テクノロジーの輸出を制限している中国政府の承認が必要となる。

アナリストによれば、TikTokを巡る取引はさらに、国家安全保障上の懸念から保留されていた米自動車大手フォード・モーター<F>と中国電池メーカーのCATL（寧徳時代新能源科技）<300750.中国>のライセンス取引復活への道を開くなど、より広範な影響を及ぼす可能性がある。ただし、中国の大手電気自動車（EV）メーカーBYD（比亞迪）<1211.香港>が米国市場へのアクセスを獲得する可能性は低いというのがアナリストの見方だ。米自動車メーカーにとり脅威となるからだ。

特朗普氏は中国の対米投資に前向きな姿勢を示しているものの、その「アメリカ・ファースト投資政策」によって、こうした投資は制限されている。中国は、中国によるテクノロジーへのアクセスの制限撤廃に加え、対米投資の制限緩和も要求している。

特朗普政権がそうした道を選択する場合、地政学上のライバルである両国間の緊張緩和が進む可能性がある。株価指数が最高値を更新する中、それこそが株式市場が期待している展開だ。

By Reshma Kapadia  
(Source: Dow Jones)

### 3. IPOブームはまだ序盤戦、焦って飛びつくな

The IPO Stock Frenzy Is Just Getting Started. Don't Get Burned.

上場初期は株価が激しく変動

[フィーチャー]

#### 今年のIPOは150社超、調達額は285億ドル



Illustration by Timo Lenzen

プロスポーツのプレオフ観戦チケットが定価よりもはるかに高くても、どうしても手に入れたいのであればチケット再販大手のスタブハブは欠かせない存在だろう。だが、親会社のスタブハブ・ホールディング<STUB>の株もまた割高で、投資妙味は乏しいかもしれない。同社は新規株式公開（IPO）初日の取引で公開価格23.50ドルを6%下回って引け、さえないデビューとなった。

IPO市場が再び活況を呈しているとはいえ、多くの企業が割高な価格と脆弱（ぜいじやく）な

財務基盤を抱えたまま上場している現実に思い至る一例だ。中には堅実な銘柄もあり、短期売買で一財産を築ける可能性もあるが、熱気が冷めるまで待つのが賢明かもしれない。

数年の空白を経て、米国の株式市場にIPO熱が戻ってきた。ルネサンス・キャピタルによると、今年はすでに150社超が従来型のIPOで上場し、昨年同時期の99社、一昨年同時期の76社から大きく増えた。これまでの資金調達額は285億ドルで、昨年の240億ドルを上回っている。トライバリエート・リサーチによれば、初日の平均上昇率は26%と、2020年以来の高水準だ。

暗号資産（仮想通貨）から人工知能（AI）、さらには小型原子炉を開発する企業まで、多彩な企業が上場済み、もしくは上場を計画しており、波はさらに大きくなりそうだ。ルネサンスは年内にさらに40～60件のIPOを見込んでいる。

成果は莫大（ばくだい）になり得る。今年の目玉IPOには、ステーブルコインのリーダーであるサークル・インターネット・グループ<CRCL>、デザインソフトウェアのフィグマ<FIG>、保守系ケーブルテレビ局ニュースマックス<NMAX>、ドローンメーカーのエアロ・グループ・ホールディングス<AIRO>、電子取引所のブリッシュ<BLSH>、宇宙探査企業ボイジャー・テクノロジーズ<VOYG>などがあり、公開価格から初日で82～735%上昇した。後払い決済（BNPL）サービスのクラーナ・グループ<KLAR>も30%超値上がりした。

小型IPO株でも利益は得られている。たとえば、ウォーターブリッジ・インフラストラクチャー<WBI>は9月17日に新規上場し、公開価格20ドルに対し約15%高で初日を終え、6億ドル超を調達した。同社は石油・ガス業界向けの水処理サービスという堅調な事業基盤を持つ。

大きな勝者がいる一方で、不発や低迷する銘柄もある。スタブハブは期待外れだった。暗号資産交換業のジェミニ・スペース・ステーション<GEMI>はIPO価格を割り込んでいる。宇宙開発のファイアフ

ライ・エアロスペース<FLY>は初日でほぼ倍増したが、最近は公開価格の45ドル近辺まで戻っている。

### IPO株に付き物のボラティリティー

An exchange-traded fund made up of the stocks of newly public companies has been on the climb for the past few years.

#### Renaissance IPO ETF



Source: FactSet

投資家にとってのハードルはIPO価格決定の不透明さだ。価格決定は、投資銀行、企業のインサイダー、機関投資家の間で決められる「職人芸」と言える。ゴールドマン・サックス、シティグループ、モルガン・スタンレーといった大手投資銀行はブックランナーを務め、ロードショーから価格決定、機関投資家への配分まで担う。中小の投資銀行も関与する。

中には上場前から成功が見えている案件もある。需要が供給を上回る「オーバーサブスクライブ」の場合、公開価格が引き上げられ、初日に強い寄り付きと高騰を見せる傾向がある。逆に上場前に価格が下がるようなら割高のシグナルで、初日の上昇は疑わしい。

上場前にIPO株を入手できれば理想的だが、容易ではない。通常は機関投資家が優先される。フィデリティやチャールズ・シュワブ<SCHW>のような証券会社も一部配分を受けるが、ロビンフッド・マーケット<HOOD>やムームー証券のように小口投資家へのアクセスを広げる動きも出ている。しかし、真に注目に値するIPOは希少品で、富裕層投資家でない限り配分は得られないか、得られてもごくわずかにとどまる。

調査会社IPOXシュスターの最高経営責任者（CEO）で創業者のヨーゼフ・シュスター氏は「初期配分

のゲームはヘッジファンドのもの。われわれはIPO株を何年も保有するつもりで買う。市場が落ち着いてから勝者を選べばいい」と語る。

IPOにとってボラティリティーは欠点ではなく、いわば本質だ。非公開企業は通常、株式の15~20%程度しか売り出さないため、市場を通じた適正な価格形成プロセスを経なければならない。IPO以前から投資している初期投資家が保有株を手放せる180日のロックアップ期間後は、特に変動が大きくなる。加えて、証券会社による調査リポートが出そろい、機関投資家が本格的に参入するまでに数カ月を要する。

## IPO直後は値動き荒い展開も



IPO直後の株価は値動きが荒くなることもある。例えば、クラウド運営のAI企業コアウェーブ<CRWV>は3月下旬のIPO時には関心を集めなかった。IPO後に一時は公開価格を下回ったが、その後、テクノロジー株やAI株の需要が再燃し、決算で売上高の成長率とガイダンスが堅調だったことから株価は上昇へ転じた。現在、株価は120ドル台で推移しており、公開価格の約3倍に達する。

注意しておきたいのは、新規株式公開して日が浅いハイテク株のバリュエーションは極端だと思われる場合が少なからずあることだ。サークル・インターネット・グループの予想株価収益率(PER)は130倍以上、フィグマは184倍である。ジェミニ・スペース・ステーションは2024年の売上高で計算した株価売上高倍率(PSR)は21.6倍で、競合企業のコインベース・グローバル<COIN>の13倍に対して大幅なプレミアムが付いている。

トライバリエート・リサーチの創業者、アダム・パーカー氏は、赤字企業あるいは低収益企業は、上場して最初の18カ月に最終利益が黒字になった企業を「かなりアンダーパフォームする」と最近のリポートで記した。また、大株主(50%以上を有する株主)の売却を伴わないIPOは競合企業をアンダーパフォームし、ロックアップ期間のあるIPOは最初の2~3年の間、ロックアップ期間のない企業をアンダーパフォームするという。一般的にIPOが優れた賭けであるかどうかははっきりしないが、パーカー氏によれば、2020年以来、平均的なIPOはIPO初日終値から3年間にわたり、平均して業界平均を4%下回る。

シェローダーの米州マルチアセット責任者、アダム・ファーストラップ氏は1990年代後半と現在の違いについて、当時の企業はライフサイクルの初期段階で上場していたが、現在は非上場期間が長期化しており、依然として割高ではあるものの、質の高い企業が増加していると話す。

最近のIPO銘柄の中には魅力的な銘柄も確かに存在する。インターネットに接続されたテレビ上の広告の監視を支援する企業MNTN<MNTN>を考えてみよう。5月のIPO時の公開価格は16ドル、現在の株価は約20ドルで公開価格から25%上昇している。2026年に黒字化見込みで、予想PERは23倍にすぎない。9人中7人のアナリストが評価を「買い」としており、目標株価は現在の水準を67%上回る33.67ドルだ。

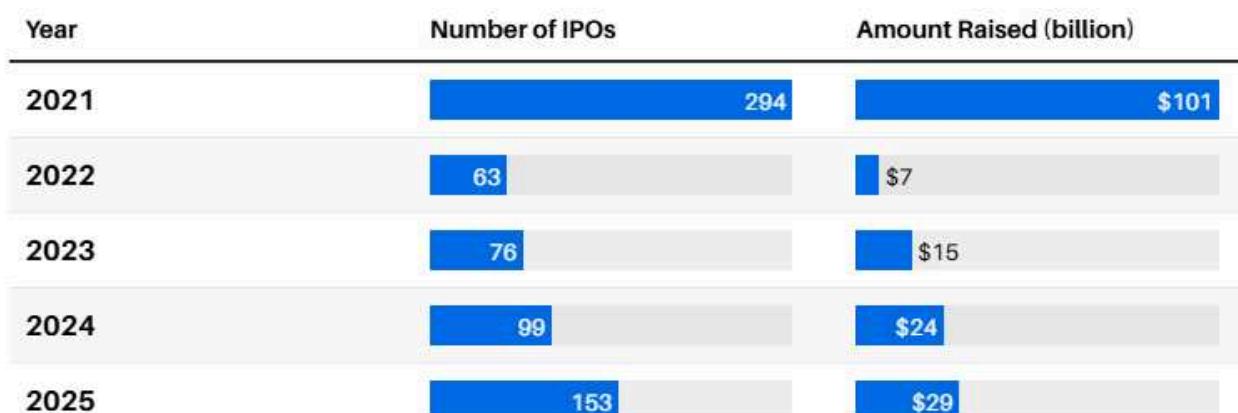
暗号資産（仮想通貨）ブームに乗りたい投資家は、割高なジェミニやギャラクシー・デジタル＜GLXY＞の代わりに、オンライン証券のイートロ・グループ＜ETOR＞を検討してみるのもよいかもしれない。イートロ・グループも5月にIPOしたが、8月の決算発表は市場予想を上回った。株価は費用増加が嫌気されて下落したが、キャンター・フィッジエラードのアナリスト、ブレット・ノブラウフ氏は過剰反応だという。ノブラウフ氏は投資判断を「買い」とし、目標株価を現在の株価水準を85%上回る80ドルに設定している。イートロの予想PERは20倍で、ロビンフッドの72倍を大幅に下回る。

暗号資産取引所で8月にIPOしたブリッシュも真価を發揮しつつある。第2四半期の決算発表で1億0800万ドルの純利益を計上した。シティのアナリスト、ピーター・クリスチャンセン氏は決算発表を受けて目標株価を引き上げ、現在の株価を約20%上回る70ドルとした。2026年の利益成長予想に自信を深めたとしている。

## 2026年はユニコーン企業のIPOが見込まれる

### IPOs Wake From Their Slumber

The number of initial public offerings is down from the postpandemic deluge in 2021. But IPOs are making a comeback after several softer years.



Note: Data through Sept. 16 for all years.

Source: Renaissance Capital

今年のIPO銘柄に魅力を感じるものがないならば、来年IPOが見込まれる新規株式公開予備軍として、ソフトウェア企業のソレラ、ロボアドバイザーのウェルスフロント、暗号資産企業のグレイスケール・インベストメントが有力IPO候補として挙げられる。2026年のIPOに期待が高まるのはいわゆるユニコーン企業（評価額が10億ドル以上）で、AI分析のデータブリックス、金融ハイテク企業のストライプとレボリュート、スポーツ・アパレルやスポーツ賭博を手掛けるファナティクスなどが挙げられる。データブリックスは直近の調達ラウンドで1000億ドルと評価されている。ファナティクスの評価額は300億ドル以上だ。

巨大ユニコーンであるオープンAIとスペースXも控える。両社とも現在、財務基盤は十分だが、初期投資家が持ち分を資金化できるようにIPOを検討する可能性がある。PwCの米国IPO責任者、マイク・ベ

リン氏は「ユニコーン企業のIPOが増加するだろう。最終的に、従業員や初期投資家に報いるには持ち分の現金化の機会が必要になり、企業にとっても買収資金を調達できる」と語る。

もちろん、他の方法でIPOブームに乗ることもできる。ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、シティグループあるいは規模は小さくなるがジェフリーズ・ファイナンシャル・グループ<JEF>などの仲介企業に投資する手もある。各社とも投資銀行部門の営業収益が増加している。IPOを巡るパーティーがまだ序の口であれば、たとえ新規公開企業の株価が大きく下落しても、投資銀行の利益は増加し続けるはずだ。

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

#### 4. 米国例外主義を脅かす縁故資本主義

Crony Capitalism Stages a Comeback. U.S. Exceptionalism Will Take a Hit.

選ばれた企業のみ優遇される危機的状況

[フィーチャー]

#### 投資家になる政府、損失を負担する国民



HUM Images/Universal Images Group/Getty Images

トランプ政権は、米国人全体が危機感を覚えるような一線を越えた。

トランプ政権はこの2カ月、米半導体大手インテル<INTC>への約90億ドル規模の投資を含め、民間企業の株式を取得し始めた。また、日本製鉄<5401>が買収したUSスチールに「黄金株」を要求したり、米半導体大手のアドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>やエヌビディア<NVDA>に対しては、中国向けの売上高の一部（15%）を政府に支払うよう圧力をかけたりした。政府高官は、動画投稿サイトのティックトックなどと同様の「取引」が今後も続くと明言している。ティックトックとの取引では、取締役会に政府が指名した人物が入ることになると報じられている。

これは規制でも補助金でも産業政策でもない。これは国家資本主義であり、実態は単なるクロニー・キャピタリズム（縁故資本主義）にすぎない。

その危うさはよく知られている。政府が民間のリスクを引き受ければ、市場はゆがみ、ロビー活動が技術革新に取って代わり、納税者が負担を負うことになる。歴史にはそうした事例は数多く存在するが、政府が市場に勝てると期待する人々に安心を与えるものは一つもない。

政府が投資家として振る舞う時、三つの問題点がほぼ例外なく現れる。第一はモラルハザードだ。政府の支援を受けた企業は、救済があると確信して、より大胆にリスクを取るようになる。第二は縁故主義だ。政府が支援先を決める基準は業績ではなく政治的影響力になる。最後は、恒久的な補助金の仕組みだ。一度つくられた政府資金によるプログラムは、どれほど高コストで非効率でも解消できなく

なる。

この三つの問題点が最も明確に、しかも深刻かつ予想通りに表れたのは、住宅金融大手のファニーメイ（連邦住宅抵当金庫）とフレディマック（連邦住宅貸付抵当公社）の事例だ。何十年もの間、両社は事実上の政府保証の下で莫大（ばくだい）な利益を享受してきた。投資家は米財務省が決して両社を倒産させないと信じリスクを積み増した。2008年の金融危機で両社は経営危機に陥り、投資家の見込み通り政府が救済に動いた。そして納税者は、1900億ドル規模の負担を強いられた。両社は今日もなお政府管理下にある。モラルハザードの典型例だ。

もう一つの事例は、ソーラーパネルメーカーのソリンドラである。ソリンドラは2009年に5億ドル超の連邦政府保証付き融資を受けた。オバマ政権はソリンドラを「グリーンエネルギーの未来」と称賛した。しかし2年もたたないうちにソーラーパネルの価格は下落し、ソリンドラは倒産に追い込まれた。融資が政府保証だったため、その損失は納税者の負担となった。問題はクリーンエネルギーに対する野心が過大だったことではない。未成熟で急速に変化する産業において、勝者を選び出せると考えた政府の思い上がりだった。

三つ目の事例は旅客鉄道会社アムトラックだ。民間会社が次々と撤退した後、政府が1971年に旅客鉄道を存続させる暫定措置として設立した会社だ。設立から50年以上が経過し、累計で数百億ドルの公的資金が投入された結果、今や恒久的な存在となっている。政治的圧力により不採算路線の削減や事業再編はほぼ不可能となり、出口戦略の欠如が納税者に非効率のツケを無期限に負担させている。当初は一時的な措置にすぎなかったものが、終わりなき義務へと変質した象徴的な事例だ。

## ■ 機会こそが米資本主義の本質

規模も分野も異なるが、これらの事例には共通する構図が明確に存在する。政府の民間企業への投資は、政府への依存を生み、市場競争や技術革新への意欲をそぎ、企業のエネルギーを技術革新から政府に対する影響力の行使へと向けさせる。いずれの事例においても、政府は自らにも支持者にも「国家の利益のため」と信じ込ませた。そして、利益を享受したのは民間企業で、損失を負担したのは納税者だった。

トランプ政権の最近の動きの支持者は、国益を守るために戦略産業に「投資」しなければならないと主張する。しかし、資本主義において投資とは、民間資本がリスクを取り、競争の中でリターンを得ることを意味する。政治家が税金を使って、どの企業が勝ち、負けるかを決めているのであれば、それは投資とは言えない。

政府が戦略的利益の確保に関心を持つのは当然だ。だがそれは、特定の選ばれた企業を優遇するということではない。例えば米国が半導体製造を国内に呼び戻したいのであれば、政治的に結びつきのある企業を選ばれた企業として特別扱いするのではなく、競争的な市場を育成するほうが望ましい。

関税を巡る対立解消のために、巨額の投資の約束を受け入れることも最善の方法ではない。日本は関税率の引き下げの見返りとして、5500億ドルの投資先の選定をトランプ政権に委ねることに同意した。トランプ大統領は、どの事業に資金を投入するかを自ら決定すると述べている。アップル＜AAPL＞もまた、関税対象からの除外を条件として6000億ドルの投資を約束した。

トランプ政権による国家資本主義の試みは、過去と同じ過ちを繰り返している。中立的でルールに基づいた政策を、政治的に結びつきのある特定の企業を優遇する個別の取引にすり替えている。それは中国ではおなじみの手法であり、かつてのソ連でも見られたものだ。

米国の例外主義は、政府による資本配分から生まれたのではない。法の支配の下で、起業家や投資家に与えられた挑戦の自由、平等で開かれた競争、そして恣意（しい）的な国家権力からの保護によって築かれてきたものだ。

米国資本主義の本質は国家による所有ではなく、常にオポチュニティ（機会）にある。その理念を忘れれば、われわれ自身に危機をもたらすことになる。

筆者は外部寄稿者で、ワシントンで32年間にわたり、連邦議会や証券取引委員会（SEC）、さらに米連邦準備制度理事会（FRB）で要職を歴任した。

By Brian Gross  
(Source: Dow Jones)

## 5. 原子力銘柄が急騰、上場目指す3社を評価する

Nuclear Stocks Are Soaring. We Size Up the Prospects for 3 New Ones.

投資対象は増えるがリスクも

[フィーチャー]

### SPAC方式での株式公開申請



Terrestrial Energy

世界で80社を超える企業が、新型原子炉の開発に取り組んでいる。今後10年間に、電力会社は原子炉に数百億ドルを投じると見込まれ、各社がこれを狙う。しかし、米国には原子力専業の上場企業は3社しかなく、投資家がこのトレンドに乗るのは難しい。

こうした状況は、近く変わる可能性がある。新型小型原子炉の開発を進める3社、すなわちテラ・イノベータム、テレストリアル・エナジー、イーグル・エナジー・メタルズの3社は、特別買収目的会社（SPAC）を通じて上場を申請し

ており、年末までの取引開始を目指している。

3社の株式公開は、原子力の新技術に市場が熱狂しているタイミングとなる。新技術は人工知能（AI）向けデータセンター（DC）やその他の工場による電力需要の増加に対応する解決策の一つとして注目されている。巨大クラウド事業者（ハイパースケーラー）であるネット通販大手のアマゾン・ドット・コム<AMZN>やIT大手のグーグル（親会社はアルファベット<GOOGL>）は、まだ実績のない原子力企業と契約を結び、原子炉で発電される電力を購入する。投資家もこの業界に資金を投入している。新興原子力企業のオクロ<OKLO>、ニュースケール・パワー<SMR>、ナノ・ニュークリア・

エナジー<NNE>の株価は上場以来、いずれも3倍超に上昇している。

これから登場するSPAC3社は、現在稼働している巨大原子力発電所よりも小型の原子炉を設計しており、安全性が高く機敏に作動する新技術を採用している。

### ■ 小型原子炉の稼働実績はない

新型原子炉の設計は多種多様だが、一般的には「小型モジュール炉（SMR）」と総称される。モジュール式は原子炉を個別の仕様に基づいて現地で建設するのではなく、工場で部品を組み立てることを意味する。こうした工程によって、理論的には大型発電所よりも建設コストは低くなるが、まだ、それを証明するデータはない。実際に建設された例は世界でも数例にすぎず、米国での実績はない。

イタリアに拠点を置くテラ・イノベータムは、発電容量がわずか1メガワット（MW）の超小型原子炉の販売を目指している。これは、数百世帯分の電力需要を賄うのに十分な規模である。米国における既存原子炉の発電容量は少なくとも800MWである。テラ・イノベータムの原子炉は各辺が10メートル（約33フィート）の立方体であり、あらゆる場所に輸送し設置可能とされる。

ノースカロライナ州シャーロットに拠点を置くテリストリアル・エナジーは、発電容量約390MWの原子炉を設計している。原子炉では、核エネルギーを電力に変換するタービンを動かすため、水の代わりに溶融塩を使い、核分裂の冷却にも用いる。テリストリアルのサイモン・アイリッシュ（CEO）は、溶融塩は水よりもずっと効率的な熱媒体であり、冷却材だと語る。

テリストリアルは上場申請書類の中で、発電プロセスが革新的であるため規制当局の承認が遅れる可能性があることを認めている。しかし先月、テリストリアルは米エネルギー省が選定する10社のうちの1社に選ばれ、早ければ2026年7月に小型原子炉を稼働させる試験プログラムに参加する。

ネバダ州リノに本社を置くイーグル・エナジー・メタルズは、原子炉の開発とウランの採掘を行っている。最も重要な資産はオレゴン州にあるウラン鉱山で、「米国内で採掘可能な確認埋蔵量が最大のウラン鉱床」とされている。マーク・ムヒジャCEOはインタビューで、商業生産の開始は2032年まで見込んでいないと述べた。しかし、ムヒジャ氏の当初見積りによれば、稼働すれば年間100万～400万トンのウランを生産できる可能性がある。イーグル・エナジー・メタルズは、原子炉事業は非常に有望だが鉱山開発の優先順位が高いと述べる。

モジュール式原子力の実績が限定的であり、これらの企業がいずれも稼働中または認可を受けた原子炉を持っていないという現状を考慮すると、小型原子炉の動向全体を投機的過ぎるとして退けたくなる誘惑に駆られる。定義によれば、核はリスクーな技術なのだ。ブルームバーグ・ニュー・エナジー・ファイナンスの主任原子力アナリストであるクリス・ガドムスキー氏は、各社の理論には現実的な課題があると語る。運転実績がないため、投資家が「初物に飛びつく」リスクを取ることになりかねない。

## 投資可能な選択肢は一握り

SPACは株式公開への裏道のように見える投資ビーカルである。SPACのスポンサー（多くは金融会社やファンドマネジャー）は、将来的に未公開企業と合併しその企業を上場させる意図で、投資家から資金を調達する。合併が完了すると株は公開市場での売買が始まる。従来、SPACによる上場は伝統的な新規公開（IPO）プロセスよりも審査が緩く時間もかかるないとされてきたが、最近では米証券取引委員会（SEC）の規制が強化され、その差は縮まっている。

SPAC方式は1990年代から使われ、2020～2021年の投資家が積極的にリスクを取った局面で急速に注目を集めた。悪評も高まり、昨年発表されたある学術研究によると、2017～2022年に上場したSPACの平均リターンは、3年間保有した投資家にとってマイナス61%だった。2022年には人気が落ち発行も減少したが、2025年には再び活気を取り戻している。

SPACは全体として苦戦しているが、原子力関連は注目すべき例外である。オクロとニュースケールはSPAC方式で上場し、原子炉建設の実績がないにもかかわらず、株価は急騰している。これは、当業界への期待は大きいが、投資する選択肢が少ないというだけのことである。

テレストリアルのアイリッシュCEOは、「状況によっては、SPACは独自の価値ある役割を果たすことがある。型にはまったIPOよりもリスクが少なく、より迅速に企業を公開市場に導くことができる」と述べる。次に登場する原子力関連銘柄のリターンは、先頭グループほど大きくなれないかもしれない。オクロ、ニュースケール・パワー、ナノ・ニュークリア・エナジーは当時、投資可能な一握りの選択肢だったことから恩恵を受けた。イーグル・エナジー・メタルズを上場させたSPACスポンサーであるスプリング・バー・アクイジションのクリス・ソレルズCEOは、「希少性がパフォーマンスを高めた。選択肢が増えれば、投資家はどの企業に投資するかをもっと選別できるようになるだろう」と語る。

ブルームバーグのガドムスキー氏は、原子力スタートアップ企業に疑問を抱く理由は様々であると考えている。技術は開発するよりも実際に利用可能にすることの方がはるかに難度が高いからである。ガドムスキー氏は、「いつ終わるのか、いつ崩れるのか、頭を抱える」と語る。しかし、投資家からの需要を冷静に見ており、「すぐに勢いが落ちる兆しは見られず、今のところ参加する投資家は現状にとても満足している」と語る。

By Avi Salzman  
(Source: Dow Jones)

## 6. FRB政策、2025年は明確も先は読めず

Powell's Fed Sees Cuts Through 2025. But All Bets Are Off in 2026.

過熱する市場と利下げ、どう判断すべきか

[コラム]

## 将来の金利巡り広範な意見相違

少なくとも2025年末までは、その道筋は明確だ。しかし、それ以降は不透明だ。米連邦準備制度理事会（FRB）は先週、市場の予想通り、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を0.25%引き下げ、4～4.25%とした。また、12月までさらに2回の同様の利下げを見込んでいる。しかし、予測できるのはそこまでだ。2026年までに、FRBの政策決定者が大幅に変化する可能性がある。また、現在の理事会



Kent Nishimura/Bloomberg

メンバーや地区連銀総裁の間でも、将来の金利の動向について、異例なほど幅広い意見の相違がみられる。

しかし、今のところ、曖昧さはほとんどない。パウエル議長は、先週の金融緩和策を、政策担当者が経済にとっての主なリスクとみなしている「民間雇用の減速」に対する保険として特徴づけた。そのため、連邦公開市場委員会（FOMC）の最新の経済見通し（SEP）では、来年の国内総生産（GDP）とコアインフレ率を上方修正し、失業率を下方修正したにもかかわらず、

FRBは1回の利下げを行い、12月までにさらに2回の利下げを予定している。

マイケル・ハートネット氏が率いるバンク・オブ・アメリカの戦略チームは、市場にとってより重要なことは、金、暗号資産（仮想通貨）、株式、社債が過去最高値を更新している中で、FRBが金融緩和を行っていることだと指摘している。さらに、関税引き下げ、減税、利下げが相まって「経済を過熱させる」米国の政策につながり、これは「経済と株式は『大き過ぎて潰せない』と暗黙裡（り）に保証」することを示していると9月19日の顧客向けノートに書いている。

## グリーンスパンの手法を想起

キャピタル・エコノミクスの北米チーフエコノミスト、ポール・アッシュワース氏は、これは1990年代から2000年代に当時のアラン・グリーンスパンFRB議長が採用したリスク管理手法を想起させると指摘する。「マエストロ（巨匠）」と呼ばれたグリーンスパン議長は、1998年のロシア債務危機時に金融緩和を実施した。この時期、米国経済は前回のテクノロジーブームの後期に入っていたり、それが世紀の変わり目のドットコムバブルを煽ることになった。

ロス・キャピタル・パートナーズのチーフエコノミスト兼マクロストラテジスト、マイケル・ダーダ氏は、FRBがさらに遡って1960年代後半の「ゴーゴー市場」時代を再現するリスクを指摘する。筆者が昨年、この歴史を説明したように、FRBは明らかな信用収縮に直面し、ベトナム戦争時代の拡張的な「大砲もバターも（軍事費の拡大と社会福祉政策の両立）」財政政策のさなかに金融緩和を行った。それが1970年代のインフレの前触れとなった。ダーダ氏は、短期金利が中期・長期債券利回りを上回る逆イールドカーブが将来の景気後退の予兆とならなかった最後の例でもあると指摘する。かつては信頼のおける指標とされたものが、景気後退を誤って予測したのだ。

## FOMCメンバー、大幅交代も

しかし目を凝らして先を見ると、見通しはかなり不透明だ。年内のSEP中央値（FOMCメンバー19人中、上下の極端な値を除く）は、さらに2回の0.25%の利下げを示しており、これは9人の見解を反映している。1回の利下げを予想するメンバーが2人、追加利下げなしを予想するメンバーが6人いた。さらに他とかけ離れた2人の予想もあり、1人は直近の利下げを覆す0.25%の利上げを主張し、もう1人は1%を超える利下げで3%未満にするべきだと考えている。新しいFRB理事であるスティーブン・ミラン氏（兼大統領経済諮問委員会=CEA=委員長）は9月19日、後者の見方が自身の見解だと認めた。

より重要なのは、2026年の利下げ予測の中央値が、あと1回の0.25%の利下げ（FF金利の誘導目標を3.25～3.5%にする）となっており、広範な意見の不一致を覆い隠していることだ。しかもこれは大幅なメンバー交代の可能性がある現在のFOMCメンバー間での予測だ。

来年には新たなFRB議長が誕生し、疑惑がもたれているリサ・クック理事の解任が支持されれば、トランプ大統領が前政権時に指名したクリストファー・ウォラー氏とミシェル・ボウマン氏に加えて、トランプ大統領が任命したメンバーが7名で構成されるFRB理事会の過半数を占めることになるだろう（パウエル議長が任期満了とともに理事の職を辞任すると仮定すると5議席）。そして、2026年2月には、これまで自動的に更新されていた12人の地区連銀総裁の雇用契約更新の問題もある。もはや前例は通用しない。

ジュリアン・エマニュエル氏が率いるエバーコアISIのストラテジストらは、政治的な問題はさておき、経済が成長する中で金融緩和政策が取られているため、FOMO（取り残されることへの恐怖）が再び市場の中心的テーマになっていると述べている。主要指数、すなわちS&P500指数、ナスダック総合指数、ダウ工業株30種平均（NYダウ）、そして小型株のラッセル2000指数までもが軒並み最高値を更新する株式市場で、資産運用担当者らは取り残されたくないのだ。エバーコアのアドバイスは、季節的な下落相場に売りに出るのではなく、買い入れるために、ナスダック100指数に連動する上場投資信託（ETF）のインベスコQQQトラスト・シリーズ1<QQQ>の安価なプットオプションでヘッジすることだ。この点は明らかだ。

By Randall W. Forsyth  
(Source: Dow Jones)

## 7. 四半期か半期か 企業開示頻度を巡る攻防

[投資戦略]

Quarterly or No? How to Argue About the Frequency of Financial Reports.

市場の信頼か経営の自由か

### 決算頻度で論争



Dreamstime

四半期か年二回か。上場企業の決算開示の頻度について、どちらを選ぶべきかの簡易ガイドを示そう。直近では米国のトランプ大統領がSNS「トゥルース・ソーシャル」で半期報告を支持すると表明し、議論に火が付いた。米公開企業に四半期ではなく半年ごとの財務報告を認めれば「コスト削減につながり、経営陣が本来の企業運営に集中できる」と投稿した。さらに「中国は企業経営を50年から100年単位で捉えるが、米国は四半期単位で動いている。これは好ましくない」とも指摘した。

公開企業による財務報告の制度は1934年にさかのぼる。当時は株価暴落を契機とした大恐慌のさなかで、米証券取引委員会（SEC）が創設された。1970年に市場が再び底を打つと、SECは報告頻度を四

半期に改めた。現在、米国の上場企業は年三回、財務諸表、経営陣による経営分析、主要なディスクロージャーを盛り込んだ未監査の10-Qを提出しており、年次で監査済みの包括的な10-Kを提出する。

2018年にもトランプ大統領は同様の主張を掲げたが、SECはパブリックコメントを募ったのみで具体策には至らなかった。SECの新委員長は2025年4月に就任したばかりで、暗号資産に前向きかつ規制緩和派として知られる。SECは今、大統領の要請を優先課題に据えている。

## 半期派の論理

半期派の主張は「コストと規制が株式市場を圧迫している」という点で筋が通る。ただしプライベート・エクイティ（PE）が市場を侵食している現実には触れない方が無難だ。規制が企業をPEに追いやっているのか、それともPEが潤沢なグロースキャピタルを供給しているため上場を避けるのか。いずれにせよ、トランプ大統領は先月、米労働省に対し、PEが確定拠出年金（401k）資金にアクセスできるよう検討するよう指示した。筆者の試算では、2050年には上場銘柄が二十数社にまで減る可能性がある。筆者自身はS&Pの9ファンドで分散投資を続けるつもりだ。

短期主義の問題も無視できない。企業が四半期ごとの数字にとらわれ過ぎれば長期的な投資は難しくなる。ただ、米国企業は過去5年間でキャッシュフローの37%を研究開発（R&D）や設備投資（CAPE X）に充てており、半期報告が主流の欧州企業の17%を大きく上回る。これは米金融大手ゴールドマン・サックス＜GS＞の分析による。

最後に、半期派への筆者の助言は単純だ。「レッドテープ（官僚的な手続きの無駄）」という言葉を多用することである。この言葉を好意的に語る人はまずいない。テープメーカーですら気まずそうにしている。

## 四半期派の反論

一方で四半期派を選べば、既得の立場の恩恵を受けることができる。投資家向け情報の開示を減らすという論理は、支持を得るのが難しい。仮にかつて米エネルギー大手であったエンロンが半年に一度しか決算を開示していなかつたらどうだったか。結果は同じだったかもしれないが、それは本質的な論点ではない。

この立場を取るなら「インフォメーション・アシンメトリー（情報の非対称性）」という言葉を多用するのが有効だ。企業が十分な頻度で業績を開示しないと、情報にアクセスしやすい投資家が他より有利になる、という程度の意味を持つ。ただし違法な非対称性については、SECが定めるフェア・ディスクロージャー規則（Reg FD）が開示頻度にかかわらず選別的なディスクロージャーを禁じている。合法的な格差という観点では、インデックスファンドがアクティブ運用のファンドマネジャーを大きく上回ってきた実績そのものが、究極の非対称性といえる。

四半期報告の支持理由はもう一つある。半期報告に移行すれば決算発表のサプライズが大きくなり、ボラティリティーが増して市場の信認を揺るがす恐れがあるという点だ。この主張をするときは冷静でなければならない。ウォール街の市場関係者が今年4～6月期にS&P500指数の利益成長率を4.8%と予測し、実際には12%の伸びを記録したように、アナリストは予想値を低めに設定し、達成を容易にする傾向がある。そこに感情を交えてはならない。

忘れてはならないのは、時価総額が小さい「マイクロキャップ」と呼ばれる企業が、荒唐無稽な「ムーンダスト（=月の砂）採掘」から、架空の暗号資産「ドゥーディーコイン」の買い集めへと事業を転換し、それに米SNS大手レディット<RDDT>の個人投資家が「YOLO（人生一度きり）」精神で飛びつく状況である。こうした投資家の市場への信頼を損なうことは、決して笑い事ではない。

## ■ 欧州事例と妥協案

いずれの立場が優勢になっても制度が大きく変わる見込みは薄い。報告頻度の変更が企業業績に与える影響については、海外市場を対象にした研究が多数あるが結果はばらついている。米国と欧州を比べても隠れた変数が多く、単純に結論づけられない。米国がアウトパフォームしているのは四半期報告制度のおかげなのか、それとも企業構成の違いなのか。もっとも過去10年間、半期と四半期の比率がおおむね五割ずつとなっている欧州は、自然実験の場として興味深い。

ゴールドマン・サックスによれば両グループの業績や評価はほぼ同水準だ。欧州の四半期報告企業の推定株主資本利益率（ROE）の中央値は14%で、予想株価収益率（PER）は14.4倍だ。半期報告企業のROEは15%で、予想PERは14.8倍だ。

では、報告制度を見直すことで得られる「大きな果実」はどこにあるのか。極端に言えば財務報告をやめてしまい、「プライス／モジョ（勢いや人気）」や「ネット・swagger（ネット上の存在感）」といった新指標で投資判断を下す時代に進む可能性もある。情報の非対称性は高まるが、長期主義の観点では一考に値する。

By Jack Hough  
(Source: Dow Jones)

## 8. 利下げ受け上昇基調続く

The Stock Market Got a Rate-Cut Boost. Where It's Headed Next.  
幅広い上昇、相場の強さ物語る

[米国株式市場]

### 予想通りの決定でも高値更新



Michael M. Santiago/Getty Images

先週の株式市場はすべてが順調に進んだ。この好調は、少なくともしばらくは続きそうだ。

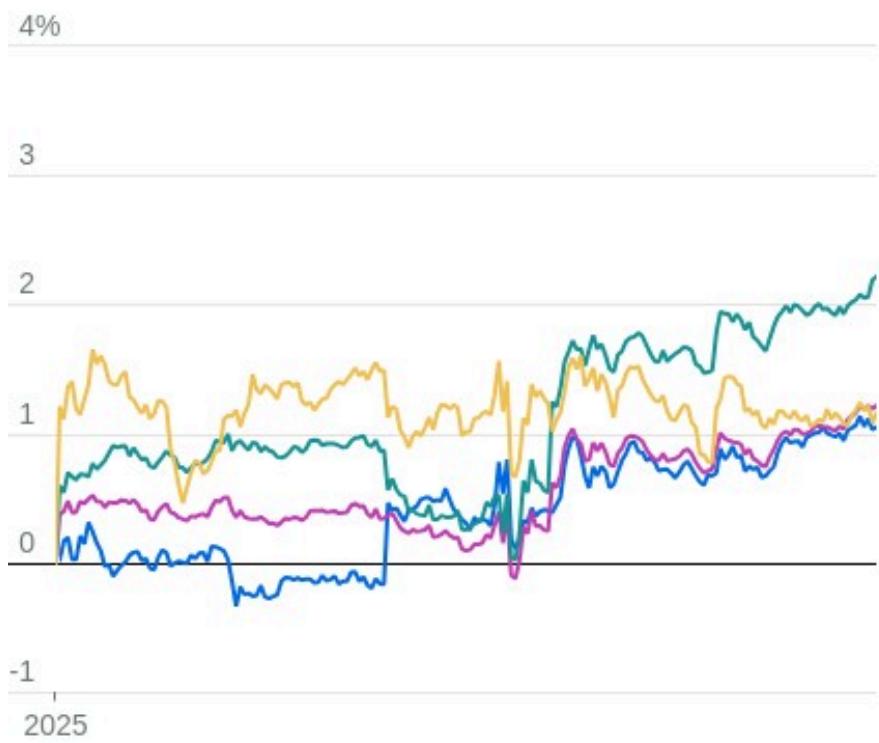
主要株価指数を見ると、S&P500指数は週間で1.2%上昇して6664.36となり、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1.1%高の4万6315ドル27セント、ナスダック総合指数は2.2%高の2万2631.48で引けた。3指数とも19日に史上最高値で取引を終え、NYダウは今年6回目、S&P500指数は27回目、ナスダック総合指数は28回目の最高値更新となった。小型株も上昇の波に加わった結果、小型株のラッセル2000指数は18日に今年初

の最高値更新となり、2.2%高の2448.77で週末を迎えた。

お祝いムードが漂っていた。米連邦準備制度理事会（FRB）がついに利下げに踏み切り、0.25%の利下げ決定は予想通りだったが、その判断は的を射たものだった。予想外の0.5%の利下げによって、景気に対する懸念をあおるようなことはなかった。将来の利下げに関するより大きなコンセンサスを望む声もあったものの、データトレックの共同創設者であるニコラス・コラス氏は、FRBのパウエル議長のコメントについて「米国経済と金融情勢の現状について自信があることを表明しており、議長のコメントは、これまでで最も強気であると同時に、最も簡潔なものだった」と指摘する。

### 長期トレンドでも力強さ

## Market Snapshot



Source: FactSet

つまり、パウエル議長は利下げが投機的な株式バブルをさらに助長するかどうかについては意見を述べなかつたが（グリーンスパン元議長の「根拠なき熱狂」という発言が結果的にどうなったかを考えると、おそらく賢明だろう）、株価上昇の中身を見ると安心できるものとなっている。調査会社センチメントトレーダーが強調しているように、S&P500指数の高値更新は、上場投資信託（ETF）のテクノロジー・セレクト・セクターSPDR<XLK>、コミュニケーション・サービス・セレクト・セクターSPDR<XLC>、一般消費財セレクト・セクターSPDR<XLY>が高値を更新したことからも分かるように、主要セクターの上昇を伴っている。センチメントトレーダーは、「成長志向のセクターが先鋒（せんぱう）として主導し、金融や資本財などの景気敏感セクターがそれに続くような」幅広い上昇は、市場にとって健全な動きだと指摘する。

センチメントトレーダーは、S&P500指数の高値更新の際に値上がり銘柄が限られることが多いため（多くの場合、1、2セクターだけが同時に高値を更新する）、先週見られた3セクターが同時に高値を更新する状況は、「市場参加者が大幅に拡大しており、歴史的に健全で幅広い強気相場の上昇局面における

典型的な特徴だ」と書いている。こうした状況はこれまで86回あったが、約4分の3の確率で1年後に市場は上昇しており、上昇率の中央値は8%を超えていた。センチメントレーダーは「長期トレンド指標として一定の力強さを示している」と指摘する。

### ■ 長期金利が4.5%に達するまでは安心か

懸念がないふりをしたいわけではない。雇用市場は依然として弱含みである。トランプ大統領は依然として関税を課している。株価は依然として割高圏にある。パウエル議長自身、リスクのない道など存在せず、政策立案者は依然として綱渡りをしていると述べている。

米10年物国債の利回りも上昇し、4週連続の低下傾向に歯止めがかかった。これは、FRBのよりハト派的な姿勢を期待していた投資家を含む市場参加者が、保有資産の組み換えを行い、その他の経済指標を評価した結果である。

しかし後者について22Vリサーチのデニス・デブシェール氏は、現時点で投資家が懸念する必要はない」と指摘する。デブシェール氏は、少なくとも過去に問題を引き起こした水準である4.5%に戻るまでは、景気後退リスクの縮小に伴って10年債の利回りと株価は同じ方向に動くはずだと述べる。ただし現在はわずか4.14%なので、金利上昇の懸念は将来の問題だ。

いずれにせよ、当面はパーティーを続けよう。

By Teresa Rivas  
(Source: Dow Jones)

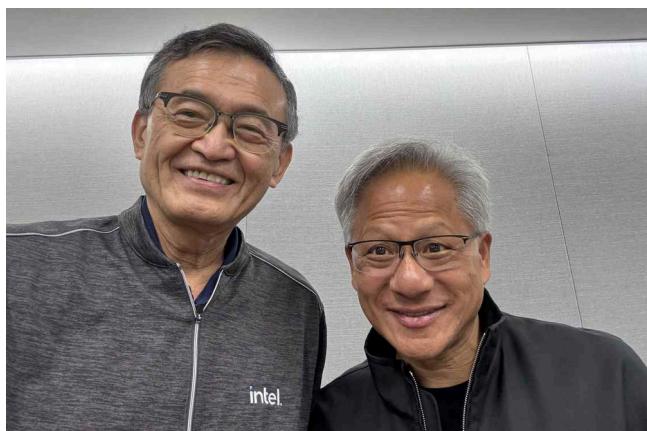
## 9. エヌビディアの出資、インテルに四つの恩恵

[ハイテク]

Nvidia Solves 4 of Intel's 5 Big Problems. The Final One Is a Doozy.

半導体受託生産、なお最大の課題

### ■ 50億ドル出資と半導体共同開発で合意



Lip-Bu Tan / X

米半導体大手のエヌビディア<NVDA>とインテル<INTC>は先週、エヌビディアがインテルに50億ドルを出資し、PCおよびデータセンター向け半導体に関する業務提携を行うことについて合意した。投資家は次の展開として、苦境にあえぐインテルのファウンドリー（半導体受託製造）事業をエヌビディアが救済するのではないかと期待している。

エヌビディアによる出資はインテルに四つの恩恵をもたらす。しかし、インテルの苦境の根本的な原因、すなわち半導体製造技術の面で台湾

積体電路製造（TSMC）<TSM>に後れを取っているという最大の問題を解決するものではない。

## 設備投資に充当、投資家の信頼回復も

インテルにもたらされる第一の恩恵は、エヌビディアから受け入れる資本を設備投資に充てられることだ。インテルは計画していた半導体工場の建設を大幅に先送りし、2025年上半期の設備投資額を25%削減した。ファウンドリー事業でTSMCに追いつくというインテルの計画を実行するうえで設備投資は不可欠な要素だが、大きな問題が製造技術であることに変わりはない。

第二の恩恵は、投資家からの信頼の回復だ。インテルは今年8月、米商務省から57億ドルの補助金を受け取り、代わりに発行済み株式の9.9%を米政府に提供することで合意した。これにより投資家は、米政府がインテルを破綻させないとの確信を深めた。しかも、その後まもなくソフトバンクグループ＜9984＞がインテルに20億ドルを出資し、エヌビディアが50億ドルを出資することが決まった。結果的に、インテルは合計127億ドルの出資を受け、5億7600万株を発行するため、既存株主の株式は12%希薄化する。しかしキャッシュよりも重要なものの、つまり有力企業による暗黙の支持を獲得し、それが投資家からの一層の信頼につながっている。

インテルにとっての第三の恩恵は、PC向け半導体を高性能化する道筋が開かれたことだ。インテルの中央処理装置（CPU）とエヌビディアの画像処理半導体（GPU）をエヌビディアの高速接続回路によって統合し、ゲームソフトウェアや端末に内蔵された人工知能（AI）の処理能力を高めることができるようになるからだ。

第四のメリットは、データセンター市場におけるインテルの地位回復だ。データセンター向けサーバーでは当初、インテル製のCPUが主に使用されていたが、AI需要の出現によって状況は一変した。

AIサーバーは当初、2個のインテル製CPUと8個のエヌビディア製GPUを接続した構成をとっていた。しかしその後、エヌビディアは英半導体設計大手アーム・ホールディングス＜ARM＞の技術に基づく独自のCPUを製造するようになり、インテルはAIデータセンター市場からほぼ完全に排除された。だがインテルは、エヌビディアと共同開発することで失った事業の一部を取り戻す可能性がある。

## 「市場は過剰反応」との見方も

以上のような四つのメリットはいずれもインテルにとってのプラス材料だが、9月18日に23%もの株価上昇を演じた価値があるとまでは言えないかもしれない。

米国みずほ証券のジョーダン・クライン氏は、投資家は今のところインテル株を回避すべきだと考えており、「インテル株を追う短期的なモメンタムは見られるが、私には株式の評価見直しや成長見通しの大幅な引き上げに絡むようなものとは思えない。個人的には、インテルの株価上昇を追うために他の優良半導体銘柄を売る準備はまだできていない」と最新の顧客向けリポートで述べている。

インテルの最大の問題はファウンドリー事業だ。インテルは4年前、世界の半導体設計企業向けに先進的な半導体を製造するという壮大な事業計画に着手した。狙いは、アップル＜AAPL＞やサムスン電子＜005930.韓国＞およびエヌビディアなどの企業に対し、TSMCに代わる生産委託先になることだった。しかしこまでのところ、この計画は失敗に終わっている。めぼしい顧客を獲得できておらず、製造技術面でTSMCに後れを取っている。新たに最高経営責任者（CEO）に就任したリップラー・タン氏は最近の四半期決算発表で、次世代の製造技術を開発するための費用はインテルの売上高だけでは賄

えないと述べた。

インテルはファウンドリー事業を前進させるために外部顧客を必要としているが、エヌビディアはそれに関する約束はしていない。実現する可能性はあるが、保証されてはいない。9月18日の記者会見で、インテルのタン氏とエヌビディアのCEOであるジェンスン・ファン氏はその可能性について何度も問われたが、両氏はこの問題に触れようとはしなかった。

By Adam Levine  
(Source: Dow Jones)

## 10. 銀、金よりホットな投資先

The Ratio That Tells You Silver Is Undervalued to Gold  
「指標」が示す割安感

[経済関連スケジュール]

### 「金銀比価」で一段の上昇余地



Illustration by Elias Stein

ニューヨーク商品取引所（COMEX）の銀先物価格は年初来で44%上昇し、2011年以来の高値を付けた。だが、「金銀比価」という重要な指標をみると、銀にはまだ上昇余地がありそうだ。

投資家は年初来、金と銀の両方に資金を振り向いている。世界貿易の再編、米連邦準備制度理事会（FRB）の独立性への脅威、米ドル安といった環境が背景にある。さらに銀は半導体製造に欠かせない材料でもある。ローゼンバーグ・リサーチの創業者デビッド・ローゼンバーグ氏は最近、「自分の個人口座で金と銀の延べ棒をど

っさり買って、貸金庫に直行させた」と記した。

金は年初来で約39%上昇しており、1979年以来で最高となるペースだ。一方、銀は金に対して割安な可能性がある。「金銀比価」とは、金1オンスを購入するのに必要な銀のオンス数を示す比率であり、投資判断に使われる指標の一つだ。数値が高ければ高いほど、銀は金に対して割安とされる。FRBが利下げを開始して以来、この比価は90前後で推移している。これは2019年8月～2020年3月の金融緩和期に見られた約87を上回り、2007年9月～2008年12月の金融危機時の約59を大きく超える水準だ。ダウ・ジョーンズ・マーケット・データによれば、過去50年間の平均は63、過去20年間では70だった。

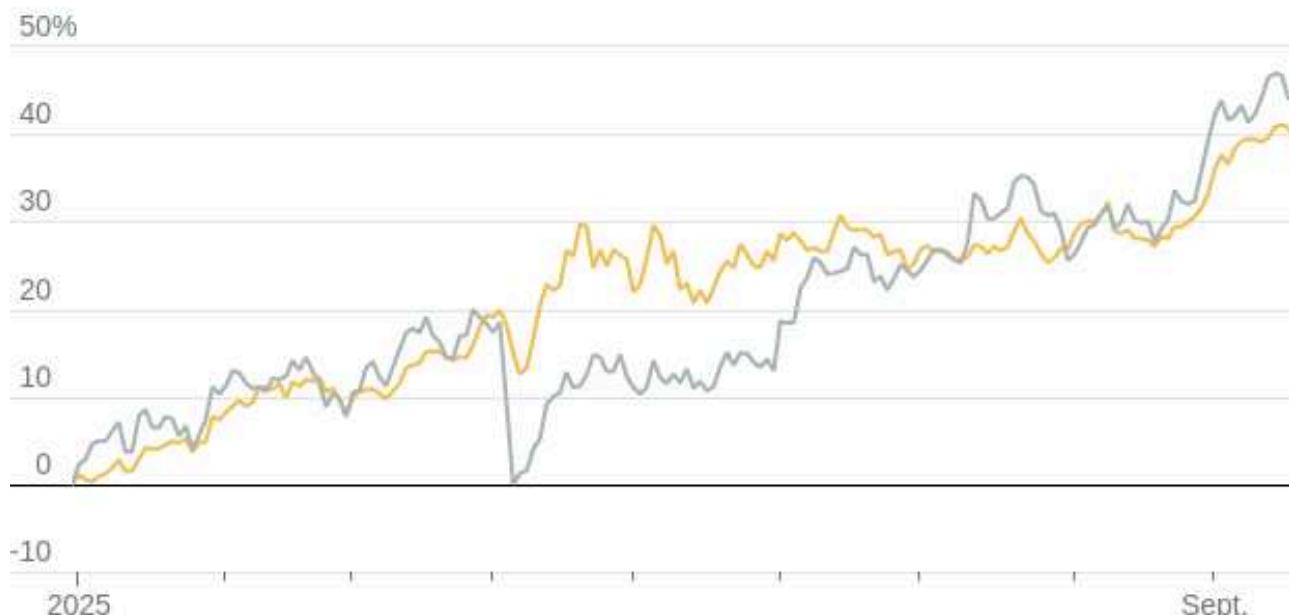
ガベリ・ゴールド・ファンド<GOLDDX>の共同運用責任者クリス・マンシーニ氏は、金がさらに上昇すれば、より多くの個人投資家がむしろ銀に目を向ける可能性があると指摘する。投資家向け市場リポートを配信するベア・トラップ・リポートもこの見方を支持し、9月12日の時点で「当社は金と金鉱株のエクスポージャーを減らしたが、銀は買い持ちを続けており、強気姿勢を崩していない」と述べている。

## 今週の予定

### Why They're Precious

Prices of both gold and silver have rallied strongly this year.

■ Silver ■ Gold



Source: FactSet

9月23日（火）

S&Pグローバルが9月の製造業およびサービス業購買担当者景況指数（PMI）を発表する。市場予想では、製造業PMIが51.9、サービス業PMIが53.9と見込まれている。8月はそれぞれ53と54.5だった。

9月24日（水）

米国勢調査局が8月の新築住宅販売件数を発表する。予想は季節調整済み年率換算で65万戸と、7月とほぼ横ばいの見通し。

9月25日（木）

全米不動産業者協会（NAR）が8月中古住宅販売件数を発表する。市場予想は季節調整済み年率換算で395万戸で、7月からわずかに減少する見込み。中古住宅販売は15年ぶりの低水準近辺での低迷が続いている。

9月26日（金）

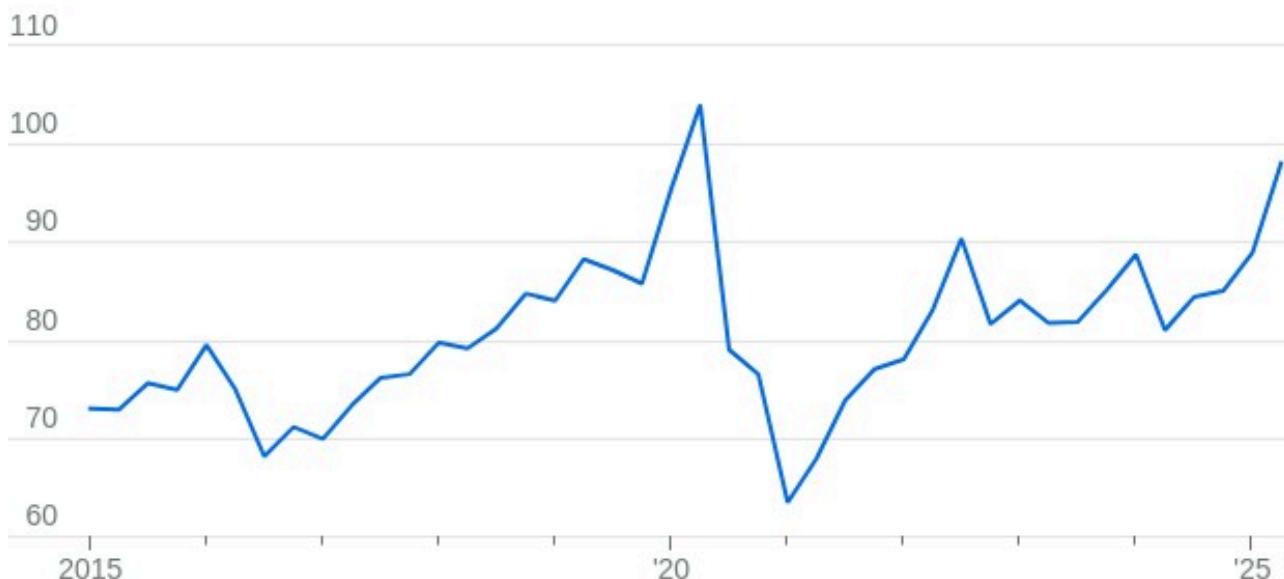
米商務省経済分析局（BEA）が8月の個人消費支出（PCE）物価指数を発表する。市場予想は前年同月比2.7%上昇と、7月比で0.1ポイント増加する見通し。また変動の大きい食品とエネルギー価格を除いたコア指数は前年同月比2.9%上昇で、7月と同じ水準の見込み。

## 統計と数字

### Relative Value

Over time, the value of gold to silver has varied widely, rising in uncertain periods such as the pandemic—and today.

#### Gold/Silver Ratio



Source: Longterm Trends

190万人：6ヶ月以上失業している労働者数。失業者全体の約26%を占め、コロナ禍以降の最高水準。

49.2%：第2四半期（4～6月期）における上位10%の所得層による個人消費の割合。1989年以来最高となつた。

7.5%：8月の黒人労働者の失業率。前年同月の6.1%から悪化。要因の一つは大規模な連邦政府の人員削減だ。

895ドル：アメリカン・エキスプレス<AXP>のプラチナ・クレジットカードの新たな年会費。従来の695ドルから引き上げられた。JPモルガン<JPM>の最上位カードは795ドル。

By Karishma Vanjani  
(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』 2025/09/21

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