

# バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/09/28

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. ヘルスケア・ラウンドテーブル - Washington Is Disrupting Healthcare. 16 Stocks From Roundtable Pros That Can Win. [カバーストーリー]  
16の推奨銘柄を紹介 P.1
2. ウクライナの攻撃に揺らぐ世界の石油市場 - Ukraine Is Upending the Global Oil Market. Here's Who Benefits. [フィーチャー]  
利益を得るのは誰か P.16
3. オルタナティブ投資は果たして一般個人投資家に必要か - My Hard-Knocks Lesson in Private Investing [フィーチャー]  
プライベート投資がブームだが、リスクを慎重に見極めたい P.18
4. ミランFRB理事、政策金利は高過ぎと主張を転換 - Last Year, Trump's New Man at the Fed Thought Rates Were Too Low. What Changed. [経済政策]  
政権交代背景に財政と移民政策が転換、中立金利の見立てを下方修正 P.20
5. 巨額投資を進めるAI関連株に落とし穴 - AI Stocks Wobble As Spending Balloons. Another DeepSeek Dip, or a Dark Fiber Moment [投資戦略]  
ディープシーク・ショックやドットコム・バブルは再来するか P.22
6. 今すぐ買いを検討すべきはサービスナウとAI負け組4銘柄 - ServiceNow Stock and 4 More AI Losers to Consider Buying Now [米国株式市場]  
今は巨大企業がAIの勝ち組だが、いずれ弱小株がAIの恩恵を受けるかもしれない P.25
7. 逆行する米国株とドル、急速に広がる乖離 - The Stock Market Is Up, but the Dollar Is Down. What It Means for You [コラム]  
株高・ドル安は異例の組み合わせ P.26
8. 株式市場がAI相場の二日酔いに悩んでいる現在は何をすべきか - The Stock Market Is Suffering an AI Hangover. What to Do Now. [米国株式市場]  
均等加重のETFや海外株に注目 P.28
9. エヌビディアがオープンAIに出資する理由 - Nvidia's AI Deals Might Be 'Circular.' They're Also Smart Business. [ハイテク]  
AIインフラ投資ブームの持続に自ら貢献 P.30
10. 超難関の米国証券アナリスト認定試験、AIが数分で突破 - Passing the CFA Exam Is Tough. AI Just Did It in Minutes. [経済関連スケジュール]  
初歩的な業務が自動化の恐れ P.32

※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. ヘルスケア・ラウンドテーブル

[カバーストーリー]

Washington Is Disrupting Healthcare. 16 Stocks From Roundtable Pros That Can Win.

16の推奨銘柄を紹介

## 政策の不透明感によってアンダーパフォーム

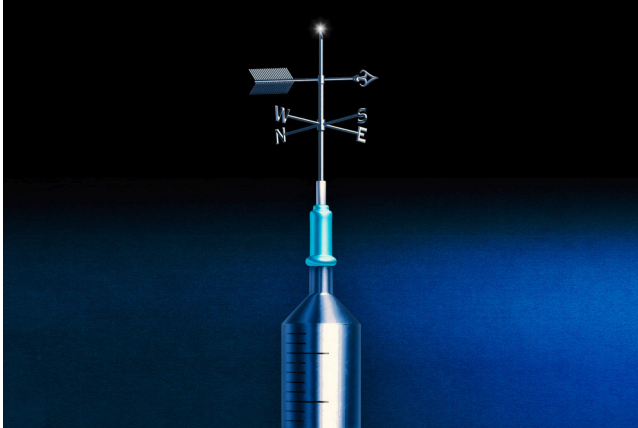


Illustration by Nicholas Konrad

病院、医療保険会社、製薬会社からバイオテクノロジー企業まで、ヘルスケアセクターはトランプ政権によって混乱している。政権は研究予算を削減し、ワクチン政策を転換し、メディケイド（低所得者医療保険制度）への支出を削減する法案を支持している。9月25日にはトランプ大統領が、輸入医薬品のメーカーが米国で工場建設に着手しない限り、10月1日から100%の関税を課すと発表した。

こうした不透明感を考えれば、医療が驚異的な進歩を遂げ、ケアの需要がますます増大してい

るにもかかわらず、投資家がヘルスケア株を敬遠するのは不思議ではない。

本誌が9月12日にオンライン開催したヘルスケア・ラウンドテーブルでは、最近の医療政策と政府高官の顔ぶれの変化が大きな話題を占めた。今年のパネリストは、みずほ証券のヘルスケア株ストラテジストのジャレッド・ホルツ氏、金融サービス会社レイモンド・ジェームズ・ファイナンシャルの連邦政府医療政策調査担当マネジングディレクターのクリス・ミーキンズ氏、ゴールドマン・サックスの米国バイオテクセクター担当マネジングディレクターのサルベーン・リヒター氏、投資銀行リーリンク・パートナーズのシニアマネジングディレクター兼シニアリサーチアナリストのデービッド・ライジンガー氏である。

業界が混乱する中で、投資家にとって明るい材料があるとすれば、多くのヘルスケア株が長年の水準よりも割安になっていることだ。以下のパネリストの議論では、こうした「掘り出し物」16銘柄とともに大局的な見解を紹介する。

本誌：ヘルスケア株は今年、株式市場全体を再びアンダーパフォームしている。S&P500指数が年初来で12%上昇しているのに対し、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2.5%下落している。これは2023年や2024年と同じで、ヘルスケア株は長年にわたって出遅れている。再びアウトパフォームする希望はあるか。

ホルツ氏：アンダーパフォームの主な理由はヘルスケアセクターの複雑さだ。他のセクターの方が簡単に利益を得られるように見えるからだ。今後の動向は他のセクターのパフォーマンスにある程度左右される。医療政策が落ち着けば追い風になるだろう。しかし、テクノロジーセクターに対して長期にわたる圧力が続くことがない限り、ヘルスケアセクターがアウトパフォームするとは思えない。

ミーキンズ氏：選挙後に一つの政党が政府を支配する状態になると、常にヘルスケアセクターの不安定さが増す。通常ならば、このような場合はマネージドケア（管理医療サービス）関連の銘柄に「避難する」ことができるが、マネージドケア業界は過去の政策やメディケア・アドバンテージ（民間医療保険

会社がメディケアの保障を代替する一体型のプラン）の料率改定を巡る問題を抱えている。

ヘルスケアセクターにとって政策リスクの大部分は過去のものとなったが、良い時代が来るというわけではない。単に悪材料がどの程度のものか予想できるようになったということだ。投資家がひとたび今後の展開を理解すれば、それを悪材料として株価に織り込み、ファンダメンタルズ分析に戻ることができる。

リヒター氏：ゼネラリスト（幅広いセクターに投資する投資家）がヘルスケアセクターへの関心を失っている最大の要因は政策だ。さらに、幾つかの人気があった投資テーマが後退している。肥満治療薬に関する銘柄は長らく好調だったが、最近は期待外れだ。医療保険会社ユナイテッドヘルス・グループ<UNH>など、かつて人気があった銘柄も苦戦している。投資家はテクノロジーなどの他のセクターの方が有望とみている。

バイオテックは常に他のヘルスケア銘柄よりも多くのスペシャリスト投資家を引き付けてきたが、投資家は政策の透明性を必要としている。米食品医薬品局（FDA）に関しては、われわれはそこに近づきつつある。薬価に関しては二つの要素がある。一つは通商拡大法第232条に基づく判断が依然として明らかになっていないことだ（トランプ政権は同法に基づき、米国が医薬品とその原材料を輸入に依存していることが、国家安全保障上の脅威に該当するかどうかについて調査を開始した。最新の関税の発表はこの調査結果に関連している可能性がある）。

第二に、より重要な点として、当社は医薬品の最恵国待遇価格を巡る動向と、インフレ抑制法（IRA）に基づくメディケア（高齢者向け医療保険制度）の薬価交渉に注目している。

今年はヘルスケアセクター全体で業績予想の下方修正が見られるが、大型バイオテックセクターの修正はおおむね落ち着いており、第2四半期決算以降のトレンドは上向いている。

ライジンガー氏：他のパネリストは連邦政府のバイオテック業界に対するアプローチの悪影響を過小評価している。政府はテクノロジーセクターに極めて協力的である一方、米国における薬価引き下げを追求し、医療分野のイノベーションを阻害し、大学や研究所への助成金を削減している。

米国のバイオ製薬業界に対する政府の姿勢が、より前向きなものになることを願っている。バイオ製薬業界が命を救う医薬品やワクチンを製造し、イノベーションと雇用を生み出す貴重な存在であるということを、政府は理解してほしい。潮目がいつ変わるかは分からないが、もし変われば、ゼネラリストもヘルスケアセクターに引き付けられる可能性がある。

## ケネディ 厚生長官とFDA混乱の影響は

### Panelists

Jared Holz	Healthcare Sector Strategist, Mizuho
Chris Meekins	Managing Director, Washington Healthcare Policy, Raymond James
Salveen Richter	Managing Director, Global Investment Research, Goldman Sachs
David Risinger	Senior Managing Director and Senior Research Analyst, Leerink

Q：厚生省のロバート・F・ケネディ・ジュニア長官は、ヘルスケアセクターに関係する政府機関に混乱をもたらしている。職員は解雇され、高官は辞任し、補助金や契約はキャンセルされている。ミーキンズ氏は最近、ケネディ長官が少なくとも来年の中間選挙まで留任するだろう

と書いていたが、これはヘルスケアセクターにとって何を意味するのか。

ミーキンズ氏：トランプ大統領は、ケネディ氏が2024年の選挙でトランプ氏を支持した見返りとして長官のポストを与えた。ケネディ氏は、中間選挙で無党派層に敬遠されることによるデメリットが、ケネディ氏の支持者が共和党を支持するメリットを上回るまで、その地位にとどまるだろう。2026年に共和党が下院で過半数を割り込んだ場合、ケネディ氏は退任する可能性が高い。

Q：リヒター氏が担当しているバイオ医薬品会社サレプタ・セラピューティクス<SRPT>の株価は、FDAの方針が逆転したことによって、今年の夏に数週間にわたって激しく変動した。サレプタのデュシェンヌ型筋ジストロフィーの遺伝子治療薬には安全性の問題があった。FDAはサレプタに販売停止を求めたが、一部の患者について立場を翻した。これが他の企業に及ぼす影響は。

リヒター氏：FDAの立場を予測するのは以前より困難になっている。トップが何度も入れ替わり、人材も不足している。FDAが具体的な疾患分野について調査する方法や、部門間のコミュニケーションの方法についても、内部の方針に変更があった。

遺伝子治療においては、代替エンドポイント（臨床上のメリットを予測するための間接的な指標）と機能的エンドポイント（患者のメリットを直接的に測定する指標）のメリットについて検討し、代替エンドポイントがその医薬品の承認に十分であるかどうかを判断する。そのため、結果が変動することがある。

また、FDAのトップが変わり、ベネフィットとリスクに関する新たな枠組みが導入されたことで、開発の後期段階や審査段階にある一部の医薬品が議論の対象となっている。さらに、FDAは最近、臨床上ではなく製造上などの問題を理由に医薬品の申請を却下したが、これは最近の職員の退職や人材不足が一因とみられる。

Q：今年、FDAの生物製剤評価研究センター（CBER）のピーター・マークス所長が実質的に解任されたことは、バイオ製薬業界に大きな不安をもたらした。後任のビナイ・プラサド氏は一度辞任した後に復帰した。こうした動向は製薬会社にとってどのような意味があるか。

ライジンガー氏：当社はFDAの状況が落ち着き、規制要件の引き下げと新薬承認の加速について、さらなる取り組みが実施されることを期待している。FDAがワクチンについて前向きな姿勢に転じることも望んでいる。

ケネディ氏は6月、米疾病対策センター（CDC）の予防接種実施諮問委員会（ACIP）のメンバー17人を全員解任した。8人の後任メンバーの何人かはワクチンの安全性に懐疑的だ。製薬会社は今後もワクチンを問題なく販売し続けるだろうが、米国におけるワクチンの導入と利用に疑問が生じる可能性がある。大手ワクチンメーカーの売上高を予想することもより難しくなるだろう。

## ■ メディケイドの予算削減と薬価引き下げ圧力

Q：7月に成立した「一つの大きく美しい法案（OBBA）」によって、メディケイドへの支出は今後10年間で9000億ドル削減される見込みだ。新たな勤労要件が課されることなどにより、保険の未加入者は1000万人増加すると予想されている。このことが保険会社や病院などのヘルスケア企業に及ぼす影響は。

ミーキンズ氏：9000億ドルや1000万人という数字は大き過ぎるように思うが、支出が大幅に削減されるのは確かだ。重要なのは、連邦政府においては、支出の増分を減らすことを削減と呼ぶということだ。10年後には、現在よりも多くの資金をメディケイドに費やしているだろう。



メディケイドから病院への償還率は以前から非常に低い。そのためメディケイドの加入者に治療をしても赤字になるだろう。しかし、州の制度によって、病院への支払額は200億ドル未満から1100億ドル超へ爆発的に増加している。

メディケイドの保険者は、予算の削減による圧力を受けており、その圧力を医療機関に転嫁しようとするはずだ。病院の償還率は、過去数年間のように上昇し続けることはないだろう。これは病院が利益を得る方法を他に見つける必要があることを意味する。メディケイドの予算削減と、医療保険制度改革法（ACA）に基づく拡大補助金の終了が重なれば、上場企業の病院グループが成長を続けることは難しくなるだろう。

投資家がこの点にあまり注目していないことにショックを受けている。ほとんどの上場病院株と関連銘柄は年初来高値付近で推移している。しかし、業界はネガティブな変化のリスクに直面している。

ホルツ氏：ヘルスケア業界では非常に多くのリスクが同時に発生している。こうしたリスクがより大きな問題になるころには、手遅れになっているだろう。

Q：トランプ大統領は、米国の薬価を最も薬価が低い国（最恵国）の価格に連動させるという案を支持している。これは政権にとっての優先課題であるようだ。製薬会社は対応策の一つとして消費者直販を推し進めている。政権の薬価に関する取り組みはバイオ製薬会社にとってどのような意味を持つのか。投資家はリスクをどう考えるべきか。

ライジンガー氏：大局的にみると、最恵国待遇は、米国の薬価が社会主義的な医療制度並みに引き下げられるという大きな脅威だ。米国政府は関税や貿易交渉を利用して、他国が医薬品に支払う価格を引き上げ、企業が米国向けの価格を引き下げる余地を生み出せるかもしれない。しかし、トランプ政権がそれに成功するかどうかは不明だ。

議会のメンバーは、米国のバイオ製薬産業が国にとって非常に大きな資産であることを理解しているはずだ。その事実を、5月にトランプ大統領が最恵国待遇をメディケイドの薬価に適用しようとした際に、下院が抵抗したことからも分かる。一部の共和党議員は、米国のバイオ製薬業界が引き続き世界をリードすることを望んでいる。

ミーキンズ氏：トランプ政権は法律上、消費者直販の医薬品の広告を禁止することはできないが、広告をより困難にしようとしている。企業はこの状況に対処するために、政府への慎重な働きかけに取り組んでいる。政権に対して訴訟を提起し、広報戦争に突入することはためらうだろう。

リヒター氏：7月、政府は17社の製薬会社に対し、薬価を他の先進国並みに引き下げするためのステップを記載した書簡を送付した。この書簡に対する業界の統一的な返答はない。これはおそらく、政権と業界の議論が続いており、正式な政策が定まっていないことが一因だろう。

ホルツ氏：誰が大統領でも、規制当局のトップでも関係ない。バイオ製薬業界はワシントンから絶えず圧力を受ける。

## 肥満治療薬は依然として有望

Q：1～2年前、肥満治療薬はヘルスケア業界とウォール街の期待を集めていた。今や熱狂は冷め、ノボ・ノルディスク<NVO>やイーライリリー<LLY>などのバリュエーションも低下している。事業は複雑性を増し、GLP-1受容体作動薬のコンパウンド薬（医師や薬剤師が原薬を患者のニーズに合わせて加工したもの）の脅威は根強く、待望されていた一部の後続薬は期待外れだった。売上高予想は低下し始めている。投資家は楽観的過ぎたのだろうか。

ホルツ氏：アナリストの期待は妥当だった。過去10年間で肥満治療薬ほど魅力的な医薬品はほとんどなかった。

肥満治療薬が1000億ドル規模の業界になると考える理由はある。ノボとイーライリリーの両社が通年で承認済みの肥満治療薬を販売する年として、今年はまだ2年目だ。売上高は年300億ドル以上のペースに上る。これに加え、コンパウンド薬は市場の10～20%の規模を有する可能性が高い。肥満治療薬は当面、バイオ製薬業界で最大のカテゴリーとなるだろう。

しかし、肥満治療薬の市場は医薬品というより消費財の市場に近い。株式とバリュエーションの観点から、どのように考えるのが最善であるのか確信が持てない。肥満治療薬を服用する人の大部分は、病気を治療するためというより、痩せたい時に必要に応じて服用する可能性が高いだろう。

ライジンガー氏：肥満治療薬が今後も巨大な市場であり続けるという意見には賛成だ。しかし、ノボの今年の売上高は、イーライリリーのGLP-1薬「マンジャロ」や「ゼップバウンド」との競争と、自社のGLP-1薬「セマグルチド」のコンパウンド薬によって大幅な予想未達となっている。さらに、米国の雇用主は支出増の懸念を理由に、企業が提供する医療保険の適用範囲に肥満治療薬を含めることをためらっている。米国以外のほとんどの国は、GLP-1薬による肥満症治療を承認していない。

それでも、成長余地は極めて大きい。当社は最近、バイオテック企業メッツェラ<MTSR>のカバレッジを開始した。メッツェラは肥満症治療の分野で差別化された潜在性を持っていると当社は考えている。

Q：錠剤の減量薬の重要性は。

ライジンガー氏：非常に大きい。多くの消費者は美容上の理由で注射を打つことをためらう。しかし、錠剤なら服用しやすい。当社はイーライリリーの経口GLP-1薬「オルフォグリプロン」の需要が爆発的に高まると予想している（イーライリリーは今後数カ月以内に肥満症への適応を申請する見込み）。オルフォグリプロンは低分子薬であるため、大規模生産が可能という強みがあるが、忍容性（副作用を許容できる度合い）の問題がある。メトセラの経口ペプチド薬は、人間を対象とする治験に入っており、有効性と忍容性がより高い可能性がある。メトセラの三つの医薬品候補に対する初期の臨床試験結果は今後数カ月以内に発表される見込みだ。

Q：他の製薬会社がイーライリリーやノボに挑戦する余地はあるか。

リヒター氏：忍容性と薬物送達（有効成分を必要な部位に届けること）の改善がカギとなる。ウォール街は将来のGLP-1薬と肥満治療薬市場の大部分をイーライリリーとノボの2社が占めると考えている。当社はアムジェン<AMGN>のGLP-1薬「マリタイド」（第3相臨床試験中）の売上高を30億ドルと予想している。忍容性については議論の余地があるが、競争環境全体でみると、第3相臨床試験の結果が重要になるだろう。2030年までに糖尿病治療薬のバイオシミラー（バイオ後続品）が登場するか

どうかにも注目している。

Q：米国の製薬会社は中国のイノベーションに対する注目度を高めている。最近では、新たなタイプのがん治療薬、減量薬、その他の医薬品で中国の医薬品・バイオテク資産のライセンス契約が相次いで結ばれている。トランプ政権は米国企業による中国製医薬品のライセンス取得を制限し、国家安全保障委員会（NSC）による審査を義務付ける大統領令を検討中という報道もある。米国の製薬会社にとって中国のバイオテクへのアクセスはどれほど重要なのか。

ライジンガー氏：製薬業界が中国のイノベーションへのアクセスを維持するために、ロビー活動を行っているという報道もある。米国の大手製薬会社は社内で開発した医薬品のパイプラインを強化するために、外部の新薬候補を取り入れ、長期的な成長見通しを改善したいと考えている。中国のバイオテク企業は革新的な新薬を世界の製薬会社にライセンス供与し、海外での開発と商業化を進める動きを強めている。

Q：米国の製薬会社が中国企業との契約を進めれば、米国のバイオ・エコシステムは衰退するだろうか。

リヒター氏：指摘したい点が幾つかある。まず、大手バイオ製薬企業が中国に目を向け、中国企業の資産を取得したり提携したりする動きが見られた際、一部の米国のバイオテク企業は、株価に織り込まれていたM&A（合併・買収）プレミアムを失った。一部のバイオテク企業の投資家の間では、類似する治療対象に注目した中国企業の中から、急速に追従する企業が現れかねないという懸念もある。中国発のイノベーションの多くは全く新しい治療対象に的を絞った革新的技術というより、既存のバイオ技術に迅速に追従するという形を取っている。

米国における真のイノベーションは今後も正当に報われ続けると考える。米国のシステムは適応するだろう。米国企業は治療対象の公表が早過ぎないように慎重になることを学んでいる。また、米国企業は自社の資産に対して多くの知的財産保護を設けている。枠組みの中に中国を含める必要がある。

ホルツ氏：過去10年間で、市場には上場企業だけでなく未上場のバイオテク企業もあふれている。それが投資の観点から当セクターが期待外れとなっている一因だ。今は、不透明なことが多い中国で何が起きているのかを見極める必要がある。中国の資産の多くは革新的とは言えないが、中国企業が開発のタイムラインを加速させる能力については認めなければならない。

Q：中国とのバイオテク関連取引を制限する政権内の議論をどう考えるか。

ミーキンズ氏：前にも話したように、共和党も民主党も高薬価に批判的であり、製薬業界には味方がいない。また、両党とも中国のバイオテク分野で起きていることに懸念を抱いている。私は3年以上前に、今後5～7年で浮上するヘルスケア分野のテーマは、バイオテクが国家安全保障上の問題になることだと記した。トランプ政権が中国で起きていることに懸念を抱いているのは間違いない。懸念するのは重要な原材料の支配、製造企業の中国への依存、知的財産の管理などと思われるが、今後ますます重要なテーマになるだろう。



## リヒター氏の推奨銘柄



Salveen Richter/ Photograph by Lila Barth

Q：ヘルスケアがウォール街や他の市場で人気のないセクターであることは分かった。これは、ヘルスケア関連株の中に割安な銘柄が存在する可能性を示唆する。魅力的な銘柄をリヒター氏から。

リヒター氏：大型株2銘柄と中小型株2銘柄を推奨している。急成長中の大型株ではアルナイラム・ファーマシューティカルズ<ALNY>を挙げる。アルナイラムはATTR心筋症という心血管疾患の治療薬「アムヴトラ」の上市を背景に好調な業績を上げ、黒字化している。株価には上昇余地がある。ATTR心筋症は商業ベースで大きな市場機会であり、アルナイラムはこの疾患に対する初の画期的治療薬を提供している。

アルナイラムにはRNAiと呼ばれるプラットフォーム技術を通じた第2の強みがあり、これによって複数の疾患領域に対応することが可能である。今後数年間でこの技術に基づく多数のパイプラインの試験結果が公表される予定であり、その中には多発性神経炎と心筋症の両方を対象とした次世代血漿（けっしょう）タンパク質

（TTR）異常治療薬の第3相臨床試験データも含まれている。有効と認められれば、投与回数を現在の年4回から2回に減らすことが可能となり、サノフィ<SAN>に支払うアムヴトラに対する30%のロイヤルティーも不要になる。

また、アルナイラムは薬価問題による影響が限定的である。IRAでは、希少疾患治療薬（オーファンドラッグ）はメディケアによる薬価交渉の対象外とされており、さらにOBBAによって、特定の条件下でその除外対象が拡大された。

Q：アルナイラムの株価は今年、ほぼ2倍に上昇して最近450ドル付近にある。今後の上昇余地はどのくらいと見ているのか。

リヒター氏：TTR治療薬だけを見れば、評価額は1株当たり365ドル前後である。現在の株価水準にはパイプラインに対する評価として約100ドルが織り込まれている。今後の上昇余地はTTR治療薬の売り上げの伸びとパイプラインにかかっている。

Q：大型株のもう一つの推奨銘柄は何か。

リヒター氏：バーテックス・ファーマシューティカルズ<VRTX>だ。当社はバーテックスが上市した嚢胞（のうほう）性線維症治療薬「アリフトレック」が、時間とともに良好な成果を上げると予想している。疼痛（とうつう）治療も成長の原動力の一つだが、議論の余地がある。急性疼痛治療薬「ジャーナボックス」については広範な保険還付が実現しておらず、年内に三つ目の主要な薬剤給付管理会社（PBM）が稼働することで、より大きな収益貢献を見込んでいる。



市場は、バーテックスの腎疾患および自己免疫疾患という第3の事業領域の構築を見過している。バーテックスは昨年、自己免疫疾患や炎症性疾患治療薬を開発するバイオテック医薬品企業アルパイン・イミューン・サイエンシズを買収しており、2026年上半期にはIgA腎症を対象とした「ポベタシセプト」の第3相臨床試験の初期データが公表される予定だ。ポベタシセプトは自己抗体の産生を抑制する細胞間情報伝達物質APRIL/BAFFの二重阻害剤である。この分野は200億ドルの市場機会がある。バーテックスの治療法は月1回の自己注射による投与で、クラス最高となる可能性がある。

小型株ではデナリ・セラピューティクス<DNLI>に注目している。デナリは2026年1月5日までに遺伝性疾患であるハンター症候群に対する初の治療薬の承認を得る可能性がある。デナリは分子を、血液と脳の間にあるバリア構造の血液脳関門（BBB）を通過させるために設計された独自の技術プラットフォームを活用している。ハンター症候群は商業的には比較的小規模な市場だが、デナリはこの技術を活用した臨床および前臨床段階のパイプラインを複数保有している。対象疾患では遺伝性代謝疾患サンフィリップ症候群についてFDAによる迅速承認プロセスが認められたほか、ファブリー病、パーキンソン病、アルツハイマー病などが含まれる。デナリは毎年1、2件の新薬候補で臨床試験を始める計画だ。

Q：四つ目の銘柄は何か。

リヒター氏：エンライブン・セラピューティクス<ELVN>は小規模ながら標的型がん治療に特化した企業で、主力候補薬は血液がんの一種である慢性骨髄性白血病（CML）を対象としている。CMLの米国でのブランド医薬品市場は90億ドルを超えるが、最近ではノバルティス<NOVN>の「セムブリックス」が昨年、最初に選択される標準的な治療（ファーストライン）薬として上市された以外、新薬は限られている。エンライブンの薬剤は現在、第3相臨床試験に進んでおり、データは良好でセムブリックスに続く初期治療での使用が見込まれる位置にある。エンライブンにはM&Aの選択肢もある。

## 参考資料

### Salveen Richter's Picks

（参考）

Managing Director, Global Investment  
Research, Goldman Sachs

Company / Ticker	9/24/25 Price
<b>Alnylam Pharmaceuticals / ALNY</b>	\$458.37
<b>Vertex Pharmaceuticals / VRTX</b>	376.62
<b>Denali Therapeutics / DNLI</b>	13.48
<b>Enliven Therapeutics / ELVN</b>	19.20

Source: Bloomberg

## ライジンガー氏の推奨銘柄



David Risinger/ Photograph by Evan Jenkins

Q：ライジンガー氏の選好銘柄は何か。

ライジンガー氏：大型株には大幅に割高・割安な銘柄は見当たらない。中小型株4銘柄が有望とみている。そのうちの1社、センテッサ・ファーマシューティカルズ<CNTA>の株価は最近、上昇した。

センテッサは睡眠障害ナルコレプシー（過眠症）領域のリーダーになると予想している。睡眠・覚醒の制御に関わるオレキシン作動薬は患者の覚醒状態を維持する上で画期的な効果を示している。センテッサの第1世代候補薬であるORX7

50は、三つの重度ナルコレプシーを対象にしている。次世代候補薬のORX142については、経営陣は神経疾患および神経変性疾患の患者に対して、覚醒状態や認知機能の改善を目的とした適応症の開発を進める計画だ。前臨床段階にある候補薬ORX489は神経精神疾患の治療を目的に開発中である。

Q：株価は今月、40%前後上昇した。何が引き金となったのか。

ライジンガー氏：背景には、9月上旬に開催された世界睡眠学会で競合他社がオレキシン作動薬候補のデータを公開し、この新しい覚醒薬クラスの有効性と安全性がさらに裏付けられたことがある。

次に、メッツェラに触れる。ウォール街はメッツェラの月1回投与型のGLP-1製剤、月1回投与型のアミリン製剤、毎日服用する経口ペプチド製剤、ペプチド製造における規模の面での優位性を過小評価している。メッツェラの月1回投与型GLP-1製剤はイーライリリーのチルゼパチドに比べ、年間の有効成分（API）使用量が10分の1未満で済む。また、毎日服用する経口ペプチド製剤は、ノボの25ミリグラム経口セマグルチドに比べ、API使用量は5分の1未満だ。

編集者注：ファイザーは9月22日、マイルストーンペイメント（段階的支払い）を含め最大73億ドルでメッツェラを買収すると発表した。このニュースを受けてメッツェラの株価は50%超上昇した。本誌はライジンガー氏に次の注目銘柄を尋ね、以下はフォローアップメールに記された内容である。

「ゾーマ・ロイヤルティ<XOMA>を強気に見ている。ゾーマは資本と医薬品のロイヤルティを取得することで、創造的に株主価値を高めているバイオ医薬品ロイヤルティ企業である。ゾーマは大規模な既存ポートフォリオを有しており、当社の見解ではゾーマの成長見通し、新製品がもたらすカタリスト、将来の営業レバレッジ効果が市場で過小評価されている。次の主要な株価のカタリストとなる可能性があるのはレゾリュート<RZLT>の先天性高インスリン症治療剤RZ358に関する、最初の主要な試験結果であり、2025年末までに発表される可能性が大きい。ゾーマはRZ358に対して1桁台後半から10%台半ばのロイヤルティを受け取る権利を有し、経営陣はRZ358がゾーマにとって最大の収入源になる可能性がある」とみている」。

Q：他に注目する銘柄は何か。

ライジンガー氏：ロイバント・サイエンシズ<ROIV>は、保有資産のポートフォリオが過小評価されていると考えている。第3相臨床試験で希少皮膚疾患である皮膚筋炎治療薬候補「ブレボシチニブ」の結果が良好であれば、2027年初頭の上市によってロイバントが収益を再び生み出す段階に入ると予想

している。

ロイバントは他にも複数の資産を保有する。バランスシートには40億ドルを超えるネットキャッシュ、バイオ医薬品企業イミュノバント<IMVT>の57%の株式、パイプライン追加候補、そしてモデルナ<MRNA>およびファイザー<PFE>が販売する新型コロナウイルスワクチンに対するロイヤルティー請求権が計上されている。

編集者注：ラウンドテーブル開催後の9月17日、ロイバントはブレボシチニブの第3相臨床試験での良好な結果を発表した。これを受けて、ライジングー氏はロイバントの投資判断「アウトパフォーム」を再確認し、目標株価を18ドルから22ドルに引き上げた。株価は最近15ドル前後の水準にある。

ライジングー氏：最後に、小型株のオルカ・セラピューティクス<ORKA>に触れる。オルカは乾癬（かんせん）および関連の皮膚疾患に対する超長時間作用型の治療薬候補を開発しており、株価には大きな上昇余地があるとみている。主力となる二つはORKA-001とORKA-002である。ORKA-001は、IL（インターロイキン）-23を標的とした注射薬で、アッヴィ<ABBV>の治療薬スキリージに対して優位となるよう設計されている。ORKA-002は、IL-17 AFを標的とした薬剤で、潜在的にUCB<UCB, ベルギー>のビンゼレックスよりも優れている。ORKA-001の第2a相臨床試験の結果は、2026年に有望なデータが得られるとみている。

## 参考資料

### David Risinger's Picks

（参考）

Senior Managing Director and Senior  
Research Analyst, Leerink

Company / Ticker	9/24/25 Price
Centessa Pharmaceuticals / CNTA	\$23.97
Metsera / MTSR*	52.50
Roivant Sciences / ROIV	14.70
Oruka Therapeutics / ORKA	15.27
XOMA Royalty / XOMA	36.78

\*Pfizer agreed to buy Metsera after the  
Roundtable was held.

Source: Bloomberg



## ホルツ氏の推奨銘柄



Jared Holz/ Photograph by Lila Barth

Q：ホルツ氏の考えは。

ホルツ氏：最初の推奨銘柄は、以前推奨したことがあるイスラエルの製薬会社テバ・ファーマシューティカルズ・インダストリーズ<TEVA>だ。事業の特徴が弱いため、株価の低迷が続いている。事業の半分がジェネリック医薬品（後発医薬品）、残る半分はブランド化されたバイオテク製品だ。

ストーリーは単純だ。今後3～5年はバイオテク部門の成長が加速を続ける見込みだ。その結果、予想株価収益率（PER）は7倍を超えるだろう。

う。ディストレスト銘柄（経営難銘柄）のようなバリュエーションとなっているが、リスク要因（医薬品の特許切れ、薬価問題など）については他の大手製薬会社と大差ない。大半のリスクは株価に織り込み済みだ。

テバ最大のブランド薬の一つ「オーステド」は、神経科学に特化したバイオ医薬品会社ニューロクライン・バイオサイエンシズ<NBIX>の「イングレッザ（日本名バルベナジン）」と同様、遅発性ジスキネジアの治療に使用される小胞モノアミントランスポーター2（VMAT2）阻害薬だ。これらは、IRAのメディケア薬価交渉の次期対象薬だが、それでもテバの利益は今後数年間にわたり安定的に推移、あるいは成長するだろう。夢のようなストーリーがなくても、今後数年で30～40%程度の株価上昇は可能だ。

Q：バリュエーションがこれほど低い理由は。投資家は旧経営陣の戦略ミスを重視しているのか。

ホルツ氏：不要なトラウマを引きずっている投資家がいるのかもしれない。しかし、他の製薬業界とうまくフィットしない特殊な領域で事業を展開しているのも確かだ。

次の銘柄はエドワーズ・ライフサイエンス<EW>だ。本パネルで医療機器に触れることはほとんどないが、エドワーズは特別だ。売上高成長率は約10%で、経カテーテル大動脈弁置換術（TAVR）分野では圧倒的な存在だ。僧帽弁置換術（MVR）や三尖弁置換術（TVR）など、他の心血管疾患領域に進出しつつあり、新たな収益分野となりつつある。ウォール街の関心が、この10年間で患者の治療が進み、事業が縮小傾向にあるTAVRからMVRやTVRに移るにつれ、ここ数年明確ではなかった事業の成長側面が姿を現すだろう。この銘柄は人気がなく、株価はこの数年ほとんど動いていない。

3番目の銘柄はニューアムステルダム・ファーマ<NAMS>だ。時価総額は30億ドルだが、年間の売上高は時価総額を大幅に上回る可能性がある。

Q：事業内容は。

ホルツ氏：高LDLコレステロール血症治療薬を保有している。これまでのデータは極めて良好だ。われわれは心血管疾患に関する臨床試験結果を待っているところだ。結果次第では大幅な普及につながる可能性がある。ウォール街では十分な効果を示すか見解が分かれているが、私は十分な結果が出るとみている。低分子経口薬で、スタチン系薬剤の使用患者については併用薬、未使用患者についてはス



タチン系薬剤の代替薬として使用できる。

あまり話題に上らない開発中の医薬品もある。自社薬剤を早期発症型アルツハイマー病の治療に使用することを検討しており、2026年に向け、面白い材料になり得る。来年はアルツハイマー病治療全般について関心が高まるとみている。第2相臨床試験を実施中の薬剤があるが、バリュエーションには反映されていない。買収のターゲットとなる可能性があるものの、バリュエーションの上昇に必ずしも買収が必要なわけではない。

Q：来年、アルツハイマー病に対する関心が高まると考える理由は。

ホルツ氏：年末にかけ、セマグルチドに認知機能低下を遅らせる効果があるか評価するノボの臨床試験のデータが出始める。また、イーライリリーのトレイルブレイザーアルツ3試験（前臨床段階のアルツハイマー病患者に対する「ドナネマブ」の試験）の結果も発表される予定だ。バイオ医薬品企業バイオジェン<BIIB>の「レケンビ」の皮下投与も拡大する。この治療分野は何年もの間低迷していたが、転換期を迎えつつある。

4番目の銘柄はワクチン会社のバクサイト<PCVX>だ。万人向けではないが、面白くなりつつある。1年前の時価総額は120億ドルだったが、現在は40億ドルまで縮小している。比較的規模が大きいセグメントである小児向けの肺炎球菌ワクチンで幾つか失敗を犯した。現在、当該臨床試験の再構築を行っている。

株価下落の3分の1ないし半分は恐らくケネディ厚生長官に原因がある。長官がケネディ氏でなくなれば、株価はそのニュースだけで30%上昇する可能性がある。小児向け肺炎球菌ワクチンの試験は継続中だ。成人を対象とする臨床試験データは良好だった。市場規模は10億～20億ドル。時価総額を考慮すれば、株価は適正だ。

## 参考資料

### Jared Holz's Picks

（資料）

Healthcare Sector Strategist, Mizuho

Company / Ticker	9/24/25 Price
Teva Pharmaceutical Industries / TEVA	\$19.27
Edwards Lifesciences / EW	74.66
NewAmsterdam Pharma / NAMS	26.76
Vaxcyte / PCVX	32.82

Source: Bloomberg

## ミーキンズ氏の推奨銘柄



Chris Meekins/ Photograph by Greg Kahn

Q：銘柄選択はミーキンズ氏の専門ではないが、レイモンド・ジェームズの同僚が推奨する銘柄で注目すべきものはあるか。

ミーキンズ氏：アナリスト別に3銘柄を取り上げたい。ヘルスケアサービス担当のジョン・ランサム氏は総合ヘルスケア企業のCVSヘルス<CVS>を選好している。新経営陣となり、マネージドケア業界では数少ない期待できる銘柄だ。予想PERは今も約8倍にすぎない。ランサム氏は、CVS傘下の医療保険会社エトナが足を引っ張っていた保険事業部門の利益率が今後3年間で回復するとみている。背後には、マネージドケア業界全体の変化がある。メディケア・アドバンテージ事業はこの2～3年で打撃を受けたが、恐らく危機を脱しつつある。

医療機器担当のジェイソン・ベッドフォード氏の選好銘柄は、集中治療や輸液療法用の医療機器メーカーICUメディカル<ICUI>だ。株価は年初来で23%下落しているが、事業モメンタムの改善が反映されていない。ICUメディカルは複数の新製品を発売し、コスト構造の最適化に

継続的に取り組んでいる。関税問題で医療技術分野の他の銘柄よりも大きな打撃を受けたが、当社のチームはこれを投資機会とみている。

最後の銘柄は、ライフサイエンス向けツールを担当するアンドリュー・クーパー氏が選好するクイデルオーソ<QDEL>だ。診断検査および関連製品を販売している。呼吸器疾患の季節が近づいている。予想株価EBITDA（利払い・税引き・償却前利益）倍率はわずか7倍。クーパー氏は多くの成長機会があるとみている。

## 参考資料

（参考）

## Chris Meekins' Picks\*

Managing Director, Washington  
Healthcare Policy, Raymond James

Company / Ticker	9/24/25 Price
CVS Health / CVS	\$76.38
ICU Medical / ICUI	126.53
QuidelOrtho / QDEL	26.69

\*Recommendations of Raymond James  
healthcare analysts  
Source: Bloomberg

### ユナイテッドヘルス問題

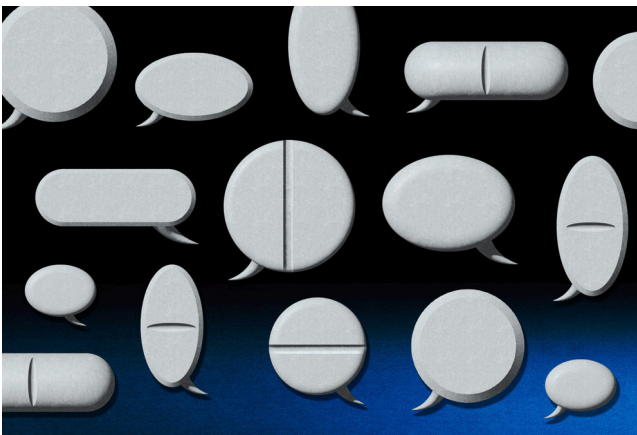


Illustration by Nicholas Konrad

Q：ホルツ氏からメディケア・アドバンテージの問題に言及があったが、ユナイテッドヘルス・グループのメディケア・アドバンテージ請求慣行が連邦政府の捜査対象となっている。株価が一時50%超の下落となったことや、ユナイテッドヘルスの事業は全米国人に何らかの形で関わりがあることから、この問題はヘルスケア投資における今年最大の話題の一つとなっている。新経営陣は来年度の利益成長率を低水準ないし中程度とし、その後改善すると約束しているが、未解決の問題が残されている。大半の出席者にとってはカバー外だが、ユナイテッドヘルスの見通しについて聞かせてほしい。

ミーキンズ氏：安値は250ドル前後と恐ろしく割安だったが、現在の株価は350ドルとなり、成長軌道へ復帰するというストーリーの下、バリュエーションはかなり上昇している。元最高経営責任者（CEO）で再びユナイテッドヘルスを率いることになったスティーブン・ヘムズリー氏は会社の立て直しと現実的な目標の設定に取り組んでいるようだ。ユナイテッドは大方の受け取り方よりも有利な状況にあると思われ、メディケア・アドバンテージの料率も、今後はより有利になる可能性がある。実効性のある経営に必要なリソースを備えている企業であり、安値を付けた際の内部者の株式購入は会社の将来に対する自信を示すものだ。

Q：ホルツ氏の見方は。

ホルツ氏：予測困難な逆風が吹き荒れる環境の中、ある種の再構築を行っているところであり、現時点で問題となるのは執行力だ。現在、バリュエーションは市場と同水準、恐らくはやや割高だろう。チャートが恐ろしいことになったためバリュエーション株のように見えるが、利益が大幅に下方修正されたため、この株価水準がそれほど割安なのか自信はない。トレーディング銘柄としては魅力的だが長期保有したいとは思わない。

ミーキンズ氏：補足だが、捜査や政策絡みの話については懸念していない。悲観シナリオの場合、罰金を課されることになるだろうが、問題はない。

## 2026年の予想テーマ

Q：最後の質問は、ヘルスケアラウンドテーブルが来年何に焦点を当てることになるかだ。

リヒター氏：中間選挙が控えていることから、政策関連の議論が続くだろう。ホルツ氏の指摘通り、アルツハイマー病、特に早期発症型アルツハイマー病の治療は重要なテーマになる。皮下投与製剤が市場に参入するからだ。

もう一つ焦点となるテーマは心血管疾患だ。リポタンパク（a）を標的とする薬剤のデータが年明けに発表される予定だ。肥満を巡るテーマや2025年から2026年にかけての中国のイノベーションについても議論した。新たなイノベーションサイクルについて議論できればと考えている。

ミーキンズ氏：中間選挙については同じ意見だが、政策専門家が1年後のラウンドテーブルで話すべきことは少なくなるだろう。規制上の決定よりもマクロ経済問題の方が市場に重くのしかかると予想されるからだ。「最恵国待遇薬価」はより明確化され、OBBBAの実施段階に移っているだろう。大統領権限の制約について裁判所が何を認め、何を認めないか、より明確になるだろう。FDAの承認に関する1年分の追加情報が蓄積する。ヘルスケア分野では今よりも大幅に確実性が高まっているはずだ。

ライジンガー氏：今年よりも良い年を迎えたセクターを議論することになればと願っている。2025年は打撃を多く受けた。金利水準の低下に伴い中小バイオテクノロジー企業は恩恵を受けるだろう。薬価やFDAを巡る大きな不確実性といった懸念も一部解消されることだろう。2025年をヘルスケア株の底入れの年として振り返ることになるかもしれない。

Q：締めくくりはホルツ氏にお願いする。

ホルツ氏：繰り返しになるが、アルツハイマー病領域は、既存プレーヤーであれ新規プレーヤーであれ、投資家にとってますます面白い分野になる。肥満治療分野では、大手製薬会社やバイオ医薬品企業のうちどれが本物か、今後12カ月で明らかになるだろう。現市場は二強状態であり、今後も二強体制が続くと予想するが、予想外の上昇を見せる銘柄が登場する可能もある。

中間選挙も議論するだろうが、いつも2年前から次の選挙サイクルの話を始めている。最後に、ウォール街の大物銀行家は皆、ヘルスケアに限らず、全業種について巨大なM&Aの波が来ると予測している。この予測通りになった場合、統合後のヘルスケア業界がどのような姿になるのだろうか。

本誌：良い質問だ。来年取り上げることにしたい。

By Lauren R. Rublin and Josh Nathan-Kazis  
(Source: Dow Jones)



## 2. ウクライナの攻撃に揺らぐ世界の石油市場

[フィーチャー]

Ukraine Is Upending the Global Oil Market. Here's Who Benefits.  
利益を得るのは誰か

### 石油製品の価格上昇により恩恵を受ける企業



RONALDO SCHEMIDT/AFP via Getty Images

ウクライナ戦争はこう着状態にあり、和平交渉は進展していない。しかし、ウクライナは、ドローン攻撃で石油精製施設を破壊するという、ロシア経済を混乱させる新たな方法を見いだした。この戦略は世界の石油市場に大きな影響を与えている。

一方、原油価格への影響はそれほど大きくない。原油価格は年初から約8%下落し、大半の石油会社の株価上昇率はせいぜい1桁台である。一方、ガソリンや軽油のような石油製品市場はドローン攻撃の影響を受け、価格がアナリ

ストの予想以上に上昇している。

石油製品を生産するバレロ・エナジー<VLO>やマラソン・ペトロリウム<MPC>のような精製業者は原油と燃料製品の価格差から利益を得る。過去1カ月で、バレロの株価は17%、マラソン・ペトロリウムは13%上昇した。より小規模な精製業者のPBFエナジー<PBF>は27%上昇している。

### ドローン攻撃が市場に影響を与える

#### Refiners' Boom

A handful of refining stocks have benefited from Ukrainian attacks on Russian oil infrastructure.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	Market Value (billion)	2026E P/E
Marathon Petroleum / MPC	\$193.10	38.4%	\$58.7	15.3
PBF Energy / PBF	32.19	21.2	3.7	27.9
Valero Energy / VLO	170.83	39.4	53.1	15.4

Note: E=estimate.

Source: Bloomberg

今年に入り、トランプ大統領はウクライナ戦争を終結させる努力をすると約束した。しかし、9月23日、トランプ大統領は軌道修正し、ウクライナは全領土を奪還することができると表明し、「プーチン大統領とロシアは深刻な経済問題に直面している。今こそウクライナが行動を起こす時だ」と自身のSNS「トゥルース・ソーシャル」に投稿した。

ロシアは攻撃を緩める兆しをほとんど見せず、国際社会がさらなる制裁について議論する中、ウクライナは新しい戦術を試みている。ウクライナ軍は初夏以来、ロシアの製油施設への攻撃を強化した。数百機のドローンをロシア領に送り込み、インフラを爆破している。ウクライナのゼレンスキー大統領は演説で、「最も効果的な制裁、つまり最も早く効果を発揮する制裁は、ロシアの石油精製所、そのターミナル、石油貯蔵施設の爆破だ」と述べた。

ウクライナのドローン攻撃は、個々の成果はまちまちだが、全体ではガソリンや軽油の価格に影響を与えるほど、製油所の処理能力に打撃を与えている。TDカウエンのアナリスト、ジェイソン・ゲイブルマン氏によると、ドローン爆撃によって、150万バレル以上の石油精製能力が影響を受けた。これは、ロシアの全石油精製能力の約30%に相当する。

今月、ロシア産の軽油やガソリンといった石油製品の輸出は、昨年同時期と比べて日量約30万バレル減少した。世界の総精製能力は1億バレルを超えるが、供給の小さな変化が大きな影響を与える可能性がある。コモディティーは、マージナルバレル（訳者注:需要を満たすために必要な最後の1バレル）の供給量の変化に基づいて取引されることが多いためだ。

## 精製株が続伸する可能性

ロシア以外の国の製油企業は、通常は操業を減速させる秋にフル稼働している。ロシアへの攻撃が増産のさらなるインセンティブを生み出した。投資会社ジェフリーズによると、ガソリンと軽油の両方を考慮に入れた精製マージンの指標の中には、前年比34%増を示すものもある。精製業者は過去4週間にわたり、94%の精製能力で稼働している（昨年は92%）。一部のアナリストは、ウクライナによる攻撃が引き続き追い風となり、精製業者が7～9月期の業績予想を修正するとみている。

ゲイブルマン氏は「ドローン攻撃が起こる前の市場はやや軟化するとみられており、実際、そうなり始めた。しかし、これらの攻撃が不確実性を生み出している。だからこそ、今は流れに逆らうのは難しい」と語る。

ゲイブルマン氏は、高水準のマージンを活かしたキャッシュフローの拡大で優れた実績のあるマラソン・ペトロリアムを選好している。アナリスト予想では、マラソン・ペトロリアムの1株当たり利益（EPS）は来年41%増加する見通しだ。株価は、2026年の予想利益の14倍で取引されており、市場全体を大きく下回っている。

UBSも、ウクライナによるドローン攻撃を精製企業の買いの理由として挙げている。UBSのアナリストのマナブ・グプタ氏は、バレルの利益予想を引き上げ、目標株価を165ドルから183ドルに上方修正した。株価は直近、172ドルで推移している。

By Avi Salzman  
(Source: Dow Jones)

### 3. オルタナティブ投資は果たして一般個人投資家に必要か My Hard-Knocks Lesson in Private Investing プライベート投資がブームだが、リスクを慎重に見極めたい

[フィーチャー]

#### FAも専門家もプライベート投資を推奨するが…



Illustration by Matt Williams

多くのファイナンシャルアドバイザーや専門家が、プライベート投資と投資家のポートフォリオや退職年金口座で果たすべき役割について、口々に意見を述べている。

しかし、彼らが臆面もなく投資を推奨していることを考えると、どうやらたいていの御仁はプライベート市場への投資経験がないか、あってもほんのわずかにすぎないことは間違いないと考える。彼らとは異なり、私はプライベート案件への投資経験は数十件は下らず、利益が出た投資もあれば、損が出た投資もあり、何ならK-

1（税務申告書に添付する損益明細書）を見せることもできる。運用資産180億ドルのウェルスマネジメント会社の創業者兼前会長として、多数の投資家のために数十年にわたり資金を運用してきた経験からすると、私が経験した浮き沈みに耐え得る人は10指にも満たないのではないだろうか。

プライベートエクイティ（PE）、ベンチャーキャピタル（VC）、プライベートデット、不動産投資信託（REIT）、それらの派生商品が大流行しているが、大概の理由は小口投資家に門戸が開かれたからだ。同時に、流動性が低く、不透明で、株式、債券、ミューチュアルファンド、上場投資信託（ETF）の代替として投資したもののパフォーマンスがさえないことの多いオルタナティブ資産に多額の投資を行ってきた機関投資家は、高揚感を喪失しているようだ。

オルタナティブ投資分野において機関投資家のリーダー的存在であるエール大学基金でさえ、売却し始めている。1980年代半ばにデービッド・スウェンセン氏の指揮下で、エール大学は基金の大きな割合を「プライベート資産」への投資に振り向けた。リターンは目覚ましく、オルタナティブ投資は大学基金や年金基金にとって不可欠のものとなった。

しかし、今日では、414億ドルのエール大学基金は、オルタナティブ投資の持ち分の30億ドル程度を売却している。ポートフォリオ全体の7%相当で、オルタナティブ投資の時価で見ればさらに比率は高まるだろう。エール大学は売却を前向きに捉えている。しかし、外部者の目には、この動きはプライベートエクイティなどのプライベート資産の全盛期は過ぎ去ったと映るだろう。

重要なのは次のことだ。小口投資家にオルタナティブ投資の道を開くことについての議論が盛り上がり、ニュースでは「民主化」という言い方もされるが、小口投資家が直面するであろうリスクについてはほとんど取り上げられていない。

## ■ 筆者の経験を踏まえたプライベート投資の実情

実務でこれらの投資がどのように機能するかを最前列の席から見てもらうことにしよう。

最初に、プライベートデットを取り上げる。私が行った投資の幾つかの案件では、気前の良い約束がなされ、質の高いチームが運用していたにもかかわらず、何年もの間資金が戻ってこなかった。これが現実だ。優秀で自前のローンのストラクチャーを持つと思われたあるプライベートデットのチームは、30%の内部収益率（IRR）を生み出せると見込み、6年間でキャッシュ・オン・キャッシュ・リターン（投資した現金に対して得られる利益）は2〜3倍になり、3年目の終わりまでに投資金額を回収できると予想していた。

3年以上経過し、回収できた資金は投資資金の65%に過ぎなかった。10年経過し、ゼネラル・パートナーは、キャッシュ・オン・キャッシュのマルチプル（倍率）は2倍以下で、ネットIRRは14.3%、清算信託を組成して残りの投資案件数件を保有するが、資金返還が行われる見込みは薄いだろう、と話した。

ベンチャーキャピタルはどうか。幸運だったことも、不運だった経験もある。不運だったのは投資価値がゼロになってしまったこと。それ以外はまして、特に1案件は8年前に投資してから70倍以上になっている（ただし、同じ投資グループの案件では2件で価値がゼロになった）。

私はかつて自分の料理を食べない料理人に価値がないのと同様、自分の商品に投資しないアドバイザーは尊重しないと言っていた。そのことを念頭に置いて、レストランへの投資を始めた。古い格言に、たいていのレストラン投資家は資金が戻ってくれば喜び、リターンが出れば狂喜する。私はそのどちらも経験している。ピザは味が良く、シュリンプ・ア・ラ・プランチャは絶品だったが、最大のリターンは、それが利益をもたらしたか否かに関係なく、素晴らしい起業家たちを多少なりとも支援できたことだ。

これらすべてのプライベート投資に当てはまるが、駄目な投資は早々に駄目になり、あるいはせいぜいどっちつかずだ。優れた投資は実を結ぶまでに思ったより時間がかかる。それぞれの投資期間中に得た情報は、詳細な四半期ごとの投資状況もあれば、1ページの書面、時には単に納税時期にK-1だけということもあった。動向さえ聞かされていないプライベート企業に塩漬けになっている資金もまだある。わずかでも資金が戻って来るかは大いに疑わしい。

私の投資リターンに関する限り、勝ち組は負け組を凌駕している。しかし、税金も考慮する必要がある。私は依然として「オルタナティブ資産」に多額の投資を行っており、その幾つかでも大当たりすれば、嬉しい。しかし、大半がまずまずの成績なら、古き良きミューチュアルファンドやETFにしておいた方が投資成果は上がったであろう。

もし私が単に運が悪かっただけで、「専門家」であればよりうまくやるだろうと考えているとすれば、私はこう伝える。要は、数年先に数字が出てくるまでプロがどこで間違えたのかを知ることはできないのだと。

投資家はポートフォリオにオルタナティブ投資を追加することで、リターンを改善し、リスクを低減させると主張する専門家は、私がかかなり疑わしいと考える数字を使って計算し、たいていの投資家が直



面する現実からかけ離れている。

真実があるとすれば、流動性の欠如と不透明感がプライベート投資で直面するリスクだ。しかし、最大のリスクは結果的に老後の生活が被害を受けることだ。それだけは間違いない。

筆者はRWAウェルス・パートナーズの創業者兼前最高経営責任者（CEO）で、登録投資アドバイザー。意見はすべて個人的見解による。

By Daniel Wiener  
(Source: Dow Jones)

#### 4. ミランFRB理事、政策金利は高過ぎと主張を転換

[経済政策]

Last Year, Trump's New Man at the Fed Thought Rates Were Too Low. What Changed.  
政権交代背景に財政と移民政策が転換、中立金利の見立てを下方修正

##### ミラン氏の転身と経歴



Michael Nagle/Bloomberg

たった1年で状況は一変した。2024年、スティーブン・ミラン氏は本誌で、米連邦準備制度理事会（FRB）がフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を「低過ぎる水準」に据え置いていると批判した。ところが現在では、昨年9月以降に計1.25%ポイントの利下げを実施したにもかかわらず、FRBは依然として「高過ぎる水準」で政策金利を維持していると主張している。

転機となったのは政権交代だ。税制、関税、移民といった分野で大幅な政策転換が進む中、ミラン氏自身も市場から政策当局へ活動の場を移

した。現在はホワイトハウスの経済諮問委員会（CEA）委員長を休職し、FRB理事を務めている。

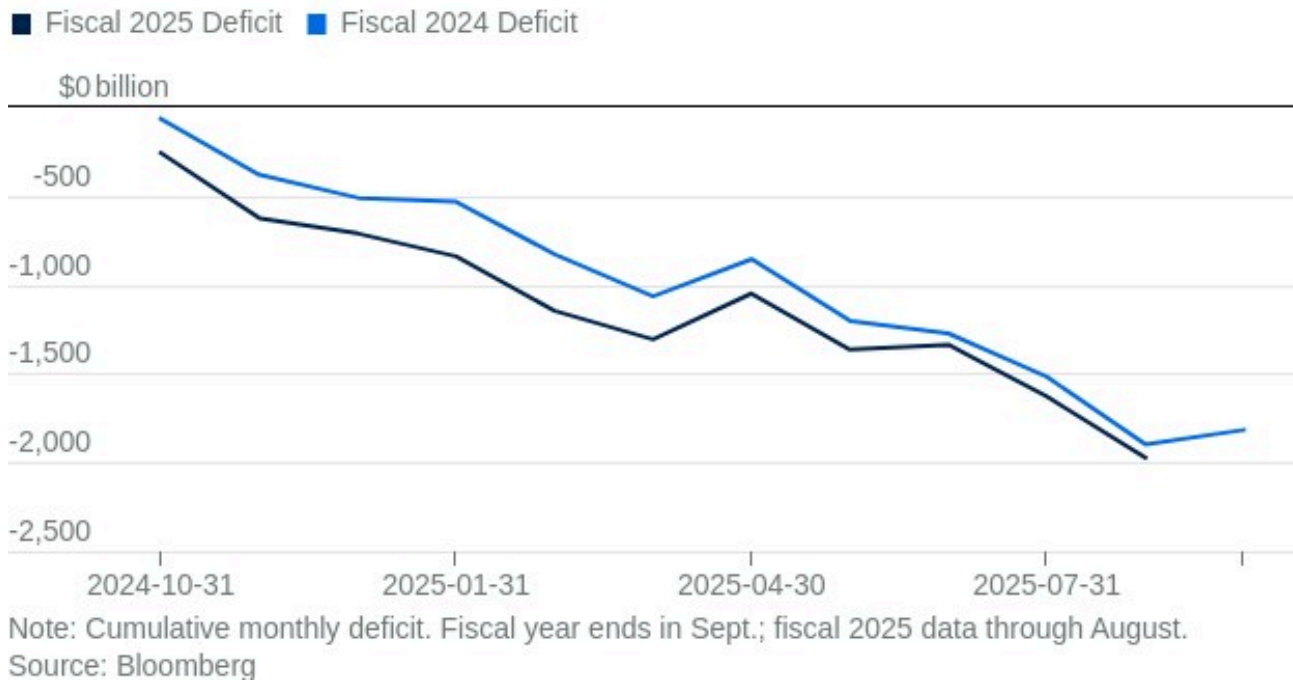
##### 中立金利を巡る主張

新たな立場でミラン氏は、経済環境の変化が（インフレ調整後の）実質中立金利を押し下げていると強調する。経済学者の間ではこの水準を「 $r^*$ （Rスター）」と呼ぶ。もし中立金利が従来の推計値を下回れば、FF金利の誘導目標は中立金利に比べて相対的に高いことになり、金融政策はFRBが認識する以上に引き締めのということになる。

ミラン氏は9月22日の講演で「従来の高水準の移民流入や、財政拡張に伴う国民純貯蓄の大幅な減少はいずれも中立金利を押し上げる要因だったが、過去の推計では十分に織り込まれていなかった」と指摘。そのうえで「当時の金融政策は想定されていたほどタイトではなかった。同様の効果がいまも生じている可能性があるが、今回は逆に作用している。国境政策や財政政策の変化による中立金利への強い下方圧力を十分に考慮していないため、政策が実際より緩和的だと誤解されている」と述べた。

## Tariff Impact?

Tariff revenue lowered the federal deficit only slightly from what Stephen Miran wrote last year was "unprecedented fiscal recklessness."



米連邦公開市場委員会（FOMC）が9月会合で公表した経済見通し（SEP）では、長期的なFF金利の中央値は3%と見積もられた。そこからFRBの物価目標である2%を差し引けば、中立金利は1%程度となる計算だ。だがミラン氏は講演で、中立金利はゼロ近辺にある可能性を示唆。これはFF金利が2～2.5%程度で適正とする見立てであり、現行の誘導目標レンジの4～4.25%を大きく下回る水準となる。

### ■ 昨年の見解との対比

ミラン氏は、FOMCがFF金利の誘導目標を0.25%ポイント引き下げた直近の決定では、0.5%ポイントの利下げを求めた。また、2025年末の政策金利見通しについて、FOMCが公表したSEPで示された2.88%という中間値が自身の予測であることを明らかにした。中央値である3.63%は、10月と12月の会合でそれぞれ0.25%ポイントの利下げが見込まれることを意味している。

現在の「FRBの金利は高過ぎる」との主張は、2024年3月に本誌に寄稿した論考とは正反対である。ミラン氏は当時、リーマン・ショックやコロナ禍を経て金利を歴史的な低水準に押し下げた要因はすでに失われたと指摘していた。具体的には、米家計の債務残高はもはや減少しておらず、テクノロジー投資も従来のソフトウェア中心の資産軽量型投資から、人工知能（AI）関連プロジェクトに代表される巨額の設備投資へとシフトしていたというものだ。

### ■ 移民財政とFRBの独立性

当時は移民が急増し、住宅コスト、とりわけ家賃を押し上げていた。グローバリゼーションは逆流し、米国の資本市場に流れ込んでいた世界的な過剰貯蓄は縮小した。戦争やそれに伴う制裁、関税は国内投資を促したが、資本支出を要するだけで効率性の改善には結びつかなかった。ミラン氏は「好況期の平時に2兆ドル近い財政赤字を計上するという前例のない無謀な財政運営」を厳しく批判していた。

英マクロ調査会社TSロンバードのエコノミスト、スティーブン・ブリッツ氏は直近のリポートで「状況はほとんど変わっていない」と指摘した。関税収入が年間3500億ドルに達しても、財政赤字は2兆ドルから1兆6500億ドルへ縮小する程度にすぎない。ブリッツ氏は「改善ではあるが、すう勢の反転には程遠い」とし、赤字は依然として国内総生産（GDP）比5%の巨額の水準にとどまると分析した。

一方で、ミラン氏の現在の仮説の多くは、不法移民の流出で家賃上昇がさらに鈍化するという見方に基づいている。JPモルガン・チェースのチーフエコノミスト、マイケル・フェローリ氏は、この仮説が2003年のマリエル・ボートリフト（キューバからの大量移民流入）を分析した学術論文に依拠していると説明。同論文は短期的な実質家賃の動きしか扱っていないが、ミラン氏はこれを2028年までに当てはめている。

米議会予算局（CBO）の調査でも、移民は家賃を押し上げる一方で、サービス価格（エネルギーと住宅を除く）のインフレ率を抑制する効果が確認された。非農業部門の就業者数の伸びが最近鈍ったのは、移民の流出による労働力減少が一因とされる。フェローリ氏は、ミラン氏の「政策金利はさらに引き下げられるべきだ」との主張には矛盾があると指摘する。ミラン氏は関税ショックが中立金利を押し下げるとする論文を引用するが、それは景気後退と結びつくためだ。

「実質金利を押し下げる公共政策は成長を促すどころか逆効果だ」とブリッツ氏は批判。「中立金利の低下を補うために利下げが必要だ」という主張は、政権の政策が低金利を前提にしていることの裏返しだ」とも述べた。フェローリ氏は、FOMCメンバーの大勢がミラン氏の利下げ論に賛同する可能性は低いとみる。労働市場が大幅に悪化すれば急激な利下げはあり得るが、それは新任理事の論拠ではないとした。さらに「ミラン氏の政策志向が実現する別の道は、FOMCのメンバーがホワイトハウスの意向に沿う場合だ」とも語った。

クックFRB理事がトランプ大統領による解任を争う最高裁訴訟で敗れば、他の理事も解任リスクに直面する可能性がある。その場合、FRBは党派色の強い人選で固まり、2026年には地区連銀総裁の解任もあり得る。さらにトランプ大統領は、パウエル議長を任期満了の2026年5月に解任する意向を公言している。こうした事態になればFOMCがミラン氏寄りの政策に傾く可能性はあるが、為替・債券・株式の市場はいずれも否定的に受け止めるだろう。

By Randall W. Forsyth  
(Source: Dow Jones)

## 5. 巨額投資を進めるAI関連株に落とし穴

[投資戦略]

AI Stocks Wobble As Spending Balloons. Another DeepSeek Dip, or a Dark Fiber Moment  
ディープシーク・ショックやドットコム・バブルは再来するか

### 超巨大データセンターの建設が相次ぐ

ハードディスクドライブ（HDD）メーカーの株が突然、人気を集めている。ベンチマーク・エクイティ・リサーチによれば、シーゲート<STX>とウエスタン・デジタル<WDC>の高容量ドライブの納品までのリードタイムは、顧客である人工知能（AI）関連企業からの旺盛な需要により突如としてほぼ1年にまで長期化している。両社とも利益と株価が驚異的な伸びを見せる中、製品価格を引き上げて



Gabby Jones/Bloomberg

いる。

しかし、つい最近まで状況は違った。2018年のウェスタン・デジタルの予想PER（株価収益率）はわずか6倍で、筆者は当時、本誌記事で「クラウドコンピューティングの需要がウェスタン・デジタルの株価を『悲惨な』水準から標準的な『割安』水準まで押し上げ、ディープバリュー投資家に報いるだろう」と書いた。しかしそうはならず、データストレージの一元化や既存ハードディスクの容量を最大限に活用する技術により、安価なテラバイト級のHDDが過剰に供給

されることとなった。

しかし今や、ハイパースケーラー（巨大なクラウドサービスプロバイダー）企業はインターネットの屋根裏スペースにAIの知見を結集し、サッカー場やショッピングモールを超える規模の新たなデータセンターを猛烈な勢いで建設している。2022年末の「チャットGPT」の出現以来、S&P500指数の上昇分のほぼ全てをAI関連企業がけん引してきた。予想では、ハイパースケーラーの設備投資額は年率30%で増加し、2027年までに5000億ドルに達する見込みだ。

今のところ、AI搭載のマシンには休む暇がない。オープンAIの創業者、サム・アルトマン氏は今年初めに「人々がチャットGPTの生成画像を楽しんでくれている様子を見るのは非常に嬉しいが、我が社のGPUは溶ける寸前だ」とツイートした。AIブームの主演は半導体大手エヌビディア<NVDA>が主導する画像処理半導体（GPU）だ。アルトマン氏が講じた短期的な熱対策は処理速度を制限することだが、長期的にはマシンを増設する必要がある。

データセンター拡張の潮流は、あらゆる関連産業に新たな活力をもたらしている。今月初め、ビーオブエー・セキュリティーズのあるストラテジストが、なぜAIに十分な電力を供給するためには2050年までに原子力発電に全世界で3兆ドルの新規投資が必要なのかということと、AIが小型モジュール炉や、長年サイエンス・フィクション（SF）の中だけの存在だった核融合といった次世代原子力技術の開発をいかに加速させているのかという仕組みを説明してくれた。

## AI効果は幅広い分野に波及

エアコンから土木機械まで、あらゆる分野でAI主導の強気論が語られており、HDDも例外ではないはずだ。ウェスタン・デジタルとシーゲートの株価はこの3年で300%超上昇している。ベンチマーク社の見通しでは、両社、特に技術面で優位性を持つシーゲートにはさらなる上昇余地がある。シーゲートの予想PERは21倍だが、来期は24倍になる見込みがありそうだ。

一方で、HDDの納期が1年待ちという状況では顧客からの注文が2倍、3倍と増え、必然的に供給過剰となり、その後の需要後退につながるという可能性はないだろうか。あるいは現在の巨額のAIへの投資が1990年代末のドットコム・バブルの再来である可能性はないだろうか。当時、企業は過剰な資金借り入れにより需要を上回る光回線を敷設し、「ダークファイバー」（稼動していない余剰の回線）を生み出した。



冷静な目で見ているのは筆者だけではない。ヘッジファンドマネジャーのデービッド・アインホーン氏も、先週のAI企業の株価の乱れを受け、その投資が急速かつ過剰である点を警告した。もしアインホーン氏の指摘が正しいのなら、PERが25倍で取引されているS&P500指数は脆弱である可能性がある。例えばバリュースタックを購入するといった投げやりな行動に筆者を駆り立てるのに十分なリスク水準だ。

しかし、パークレイズ・キャピタルは心配には及ばないと述べている。今日のハイパースケーラー企業は概して、自社株買い向けの資金を手元に残した上で、キャッシュフローからデータセンター拡張の資金を賄っている。さらに、ほぼすべての産業セクターでAI関連の求人情報が急増するなど、堅調なAI需要の兆候が認められる。マイクロソフト<MSFT>は決算報告でAIサービスの売り上げ急増を発表した。オープンAIの退職者により5年前に設立されたアンソロピックは、企業向けの比率が消費者向けより高く、売り上げランレート（直近の実績をもとに算出する予測値）は今年、5倍に急増し50億ドルに達した。

## ■ ディープシーク・ショックに学ぶ

比べるのであれば、今年1月の「ディープシーク・ショック」の例が恐らくドットコム・バブルより適切だろう。中国のAI開発企業ディープシークがチャットGPTに対抗する無料のチャットボットを発表すると、低い開発コストで実現した性能の高さにウォール街は動揺し、米国企業が投じる莫大な投資への疑念から、テクノロジー株とエネルギー株が大きく下落した。エヌビディアの株価は1日で17%急落した。しかし、同日のS&P500指数の下落率は1.5%にとどまり、指数構成銘柄の約7割は上昇して取引を終えた。投資家がバリュー株、クオリティー株、生活必需品株に殺到したためだ。

パークレイズはディープシークの一件から、もしAIの今後の発展を見誤ったとしても、投資家が受けるマイナスの影響は必ずしも壊滅的なものにはならないと考えている。パークレイズの複数のストラテジストは、仮にデータセンターへの投資が20%減少したとしても、翌年のS&P 500指数のコンセンサス予想に与える影響は1株当たり利益（EPS）で3~4%の低下、PERで10~13%の低下だとしている。理論上では可能性の高い下落リスクでも、起きた時のダメージが概ね控えめだと分かっているのは心強い。もちろん、こうした見通しは絶対ではない。

ウェルズ・ファーゴ・インベストメント・インスティテュートのシニア・グローバルマーケット・ストラテジストのスコット・レン氏は、現在の株価バリュエーションに違和感はないとする。レン氏はデータセンター投資への間接的なエクスポージャーを理由に資本財セクターと公益セクターを、またイールドカーブ（利回り曲線）のスティープ化による恩恵を受ける銀行株を選好し、小型株やバリュースタック、海外株式に手を出すことで米国市場のAI株偏重の効果が弱まることを推奨していない。過剰な現金が手元にあり、押し目買いの機会を待つ投資家は資金の3分の1を今すぐ投入し、残りの資金の追加投資も計画するべきだと助言している。

By Jack Hough  
(Source: Dow Jones)

## 6.

### 今すぐ買いを検討すべきはサービスナウとAI負け組4銘柄

[米国株式市場]

ServiceNow Stock and 4 More AI Losers to Consider Buying Now

今は巨大企業がAIの勝ち組だが、いずれ弱小株がAIの恩恵を受けるかもしれない

#### AIを巡る株価動向は両極



David Paul Morris/Bloomberg

人工知能（AI）は株式市場に大幅な上昇をもたらしたかもしれないが、大きな損失の原因にもなっている。ソフトウェア、サービス、その他の市場分野で逆張り投資を始める時が来た可能性がある。ビッグ・テック銘柄の最近の調整にもかかわらず、米半導体大手のエヌビディア〈NVDA〉とブロードコム〈AVGO〉、巨大サーバーリソースを使ってクラウドサービスを展開するハイパースケーラーのマイクロソフト〈MSFT〉、アルファベット〈GOOGL〉、メタ〈META〉（旧フェイスブック）、オラクル〈ORCL〉が今年もたらした株価上昇は、堅調

な業績とAIへの期待やブームによるもので、決して人工的なものではない。これら6銘柄は2025年に入り平均約40%上昇している。

しかし、AIの勝ち組と目される企業に注目が集まる一方で、この破壊的技術は他の企業、特にAIツールによって自社のビジネスが複製される可能性のあるソフトウェア企業に悪影響を及ぼすとの懸念も高まっている。文書・画像処理ソフトウェア大手のアドビ〈ADBE〉が好例だ。2025年度（2024年12月～2025年11月）の9カ月間の純利益は前年同期比で36%増加したにもかかわらず、株価は今年20%下落している。株式投資戦略を提供するフランクリン・エクイティ・グループの最高投資責任者（CIO）、ジョナサン・カーティス氏は「ソフトウェアはAIに取って代わられてしまうとの見方が一般的だ。だがソフトウェア株は過小評価され誤解されている」と述べている。

#### 株価不振の企業に対するAI懸念は過剰との見方も

これを念頭にカーティス氏は、クラウドソフトウェア・プラットフォームのサービスナウ〈NOW〉の株価は今年10%以上も下落したが、より多くの顧客がAIを採用するにつれて順調に推移するはずだと主張する。カーティス氏は顧客情報管理ソフトウェア大手セールスフォース〈CRM〉も同様だと考えている（本誌はセールスフォースについて8月にこのコラムで取り上げており、以来株価は約1%下落している）。英国の会計・給与計算ソフトウェア会社、セージ・グループ〈SGE〉は米国のビジネスソフトウェア開発企業インテュイト〈INTU〉と競合しているが、特に魅力的だ。セージの株価はロンドン証券取引所では今年15%下落し、米国預託証券（ADR）価格は約8.5%下落している。足元のセージ株の2026年予想株価収益率（PER）は23倍にすぎず、インテュイトやセージの5年間の平均と比べても割安だ。

サービス分野では、対話型AIサービスのチャットGPTやその他の生成AIオプションが低コストであることから、データ依存度の高い企業に対する影響が懸念されている。金融企業向け情報の大手、ファクトセット・リサーチ・システムズ〈FDS〉を見れば明らかだ。株価は今年40%以上急落し予想PERは

16倍と、15年ぶりの低水準にある。スイス最大の金融サービス企業UBSのアナリスト、アレックス・クラム氏はファクトセットの株価の重荷となっているAI懸念は過剰だと主張し、最近FDS株の投資判断を「買い」に引き上げた。クラム氏は金融サービス企業がAIを迅速に導入すると想定するのは誤りの可能性があるとして、多くの銀行は「複雑性と規制要求を考慮して動きが遅い」とし、さらにファクトセットは「顧客のワークフローに深く組み込まれており、顧客が世代間の変化を乗り切る中で、信頼できるパートナーとして強固な立場を維持している」と指摘している（本誌は市場データについてファクトセットを利用している）。

## ローテク企業にもAIの恩恵は見込める

他のサービス企業を見ると、ローテク企業でさえもAIによる成長の可能性を秘めている。施設管理会社のABMインダストリーズ<ABM>が良い例だ。スコット・サルミアース社長兼最高経営責任者（CEO）は9月の決算説明会で、一部の業務にAIとロボット技術を活用する可能性はあるが、AIは自社の「基本的に人主導」の中核事業である保守・エンジニアリングを「中抜きすることはない」と述べた。

さらに投資家は、ABMがAIを活用してコスト削減や新規顧客開拓および収益創出を行う能力を過小評価している可能性がある。時価総額30億ドル弱の小型株であるABMの株価は、2025年予想利益のわずか12倍で推移している。しかし、強気派が期待するほどの効率性と利益率の向上をAIが実現すれば、最終的にPERは上昇する可能性がある。

今は巨大企業がAI分野の明らかな勝ち組だが、いつかは弱小株がAI革命からより多くの恩恵を受けるかもしれない。

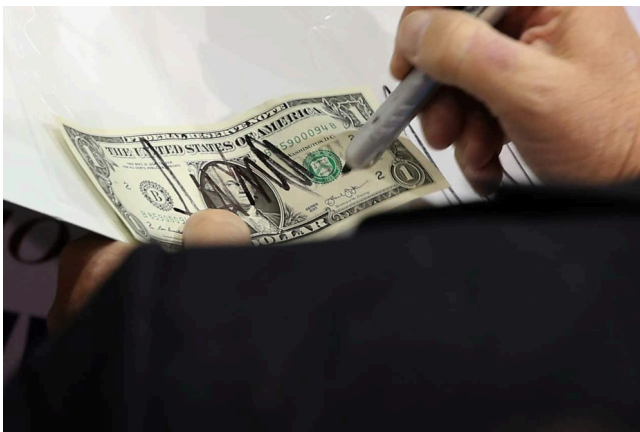
By Paul R. La Monica  
(Source: Dow Jones)

## 7. 逆行する米国株とドル、急速に広がる乖離

[コラム]

The Stock Market Is Up, but the Dollar Is Down. What It Means for You  
株高・ドル安は異例の組み合わせ

### AI関連株には強気も米経済には弱気



Chip Somodevilla/Getty Images

お気づきだろうか。米国株式市場とドルが猛烈に真逆の方向へ動いていることを。S&P500指数は年初来で12%上昇し、4月初旬の「解放の日」後の安値から約30%も伸びている。一方、ドルは同じ期間に9%安と、歴史的な水準の下落率を記録している。疑問は多い。なぜこうなっているのか。どれほど異例なのか。そして、投資家にとってどんな先行きを示唆しているのか。

最初は「キャプテン・オビアス」（最も明白な答え）からだろう。投資家は米国企業、特に人工

知能（AI）ブームの恩恵を受ける大型テクノロジー株の見通しに強気だ。同時に、海外投資家の多くは米国経済に弱気で、関税、くすぶるインフレ、公的債務、政府機関閉鎖リスク、米連邦準備制度理事会（FRB）の独立性への介入を懸念している。前者が株式を買う一方、後者はドルを実際に売るか空売りに回っている（アポロ・グローバル・マネジメントのチーフエコノミスト、トルステン・スロック氏によれば、外国人は米国株の20%に当たる18兆5000億ドル相当、米国債の30%に当たる8兆5000億ドルを保有している）。

モルガン・スタンレーのチーフ為替ストラテジスト、ジェームズ・ロード氏は「株高とドル安は整合的だ。株式市場は経済そのものではないのだから」と語る。ロード氏はまた、今年はドル安が米国の輸出企業の業績を押し上げていると指摘した上で、「弱いドルは米国株と多国籍企業の収益にとって、過小評価されているが、追い風だ。S&P500指数構成企業は売り上げの約40%を海外で稼いでいる。利益予想の修正とドルの動きには強い相関がある。両者は互いに作用する」と説明した。モルガンの推奨通り、米国株と米国債をロング、ドルをショートした投資家はうまくいった。

つまり、ドルと株式の動きの乖離（かいり）は矛盾というよりパラドックスに近い。そもそも、ドルとS&P500指数は本質的に強く相関していないが、ここまでの大きな乖離は珍しい。ゴールドマン・サックスが機関投資家を対象に行った調査によると、金融市場にはドルに弱気、米国株に強気という異例の組み合わせが反映されている。ドル弱気派が強気派を7対1超の割合で上回っており、この比率は過去約10年で最大だ。

## ドル安の一因は関税戦争への懸念

アポロのスロック氏は「ある国の通貨が好まれるのは、相対的にその国の金利が高いからだ。米国は長期間、経済成長が強く金利が高かった。だからこそドル高が続いた」と語る。しかし、足元ではとりわけ関税戦争への懸念が高金利の魅力を上回り、ドルが売られていると付け加えた。

スロック氏によれば、貿易戦争が始まった時、ドルは金利差から予測される以上に下落した。FRBは今や利下げに動いており、ドル安に拍車を掛けている（米国の投資家には、海外の株や投資信託、上場投資信託＝ETF＝に投資することでドル安の恩恵を受けることが可能だ）。

トランプ大統領は「ドルが強ければ気分はいいが、米国への観光には好ましくない。トラクターも売れない、何も売れない。インフレに対してはありがたいが、われわれはインフレを一掃した。私は安い通貨が好きだとは決して言わないが、弱いドルの方が強いドルよりはるかに儲かる」と語ったことがある。

## 今年のドル下落率は1973年以来の大きさ

バノックバーン・グローバル・フォレックスのチーフストラテジスト、マーク・チャンドラー氏は、購買力平価で見ればドルは過大評価されていたと説明し、「過去50年でドルの大きな上昇局面は3度あった。最後は世界金融危機後に始まったが、それも終わり、今は下落局面に入った」と指摘する。モルガン・スタンレーは今年のドルの下落は1973年以来最大であり、「2026年末までにさらに10%下がる可能性がある」と予想する。

だが、ゴールドマン・サックスの見方は真逆だ。グローバル・バンキング＆マーケッツ部門で債券・為



替・コモディティーを統括するアンシュル・セーガル氏は、今回のドル安は一時的な現象にすぎないと考えており、「ドルは割安。現在ほど分断された世界ではドルは依然として優れた価値の保存手段だ。私はドルが長期の強気相場の最中にあると考えている」と語った。

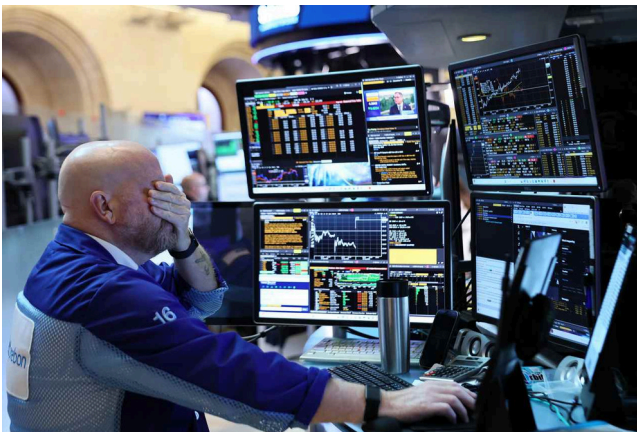
結論：株式投資家がAIに寄せる熱狂が時価総額加重のS&P500指数を高みに押し上げる一方、米マクロ経済に対し恐怖と懸念を抱く世界の投資家がドルを押し下げ、両者の間に大きな隔たりを生んだ。どちらかの流れが途切れたとき、そのギャップに注意が必要だ。

By Andy Serwer  
(Source: Dow Jones)

## 8. 株式市場がAI相場の二日酔いに悩んでいる現在は何をすべきか The Stock Market Is Suffering an AI Hangover. What to Do Now. 均等加重のETFや海外株に注目

[米国株式市場]

### ハイテク株中心に調整



Michael M. Santiago/Getty Images

ハイテク株は急落しているが、株式市場には人工知能（AI）関連株以外にも重要な投資対象があることを覚えている限り、問題はない。

表面的には、株式市場は定期的に起きるごく普通の調整に苦しんでいるように見える。先週の主要株価指数を見ると、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は前週末から一時0.8%安となったが、0.1%安の4万6247ドル29セントで引け、S&P500指数は0.9%安まで下落した後、0.3%安の6643.70となった。ナスダック総合指数は1.1%安まで下落したものの終値は0.7%安の2万2484.

07となり、いずれの指数も依然として史上最高値付近で推移している。小型株のラッセル2000指数は0.6%安の2434.32で週末を迎えた。

しかし詳細を見ると、下落の影響は表面的な数字以上に深刻なようだ。上場投資信託（ETF）のラウンドヒル・マグニフィセント・セブン<MAGS>は約1.5%下落しており、保有銘柄の中でも特にアマゾン・ドットコム<AMZN>、アルファベット<GOOGL>、メタ<META>（旧フェイスブック）が打撃を受けている。投機色の強いAI関連銘柄の下落はさらに大きかった。今年もしくは2026年まで黒字化が見込まれていない原子力技術企業のオクロ<OKLO>は先週10%を超える下落となった。今月初めにオープンAIとの大型契約締結で株価が急騰した企業向けソフトウェア大手オラクル<ORCL>は5%下落。メモリー半導体製造大手のマイクロン・テクノロジー<MU>は4%下落した。

## AI関連銘柄以外の組み入れ

### Market Snapshot



株価の調整は、投資家が最も過熱したAI関連銘柄以外にポートフォリオの多様化を検討するきっかけだろう。アルファシンプレックスのチーフ・リサーチ・ストラテジストであるケイティ・カミンスキー氏は「株式市場は微妙な局面にあり、確かに刺激的な話題に関する懸念は存在する」と述べる。

唯一の問題は、米国市場が大型ハイテク株に大きく偏っている点だ。クレデント・ウェルス・マネジメントの最高投資責任者（CIO）であるエジソン・ビズカ氏は、この（下げ）引力から逃れるには、通常のS&P500指数よりも、今年これまで市場全体に対して出遅れていた均等加重型のS&P500指数に注目すべきだと考えている。インベスコS&P500均等加重ETF＜RSP＞の2026年予想利益に対する株価収益率（PER）は約16.5倍で、S&P500指数の22倍を下回っている。

ビズカ氏は「超大型株のバリュエーションがこれほど割高な状況において、投資家は今後12カ月間の投資戦略を再考すべきだ」と本誌に語り、資本財セクターとヘルスケア・セクターが特に魅力的に見えるると付け加えた。

## 米国以外の市場に注目

それでも、AI関連株は大型ハイテク株だけではなくウォール街では疑いようのない投資テーマであり、コネクタ大手のアンフェノール＜APH＞や大手デジタルインフラ企業のバーティヴ＜VRT＞といった資本財銘柄、排出ガスゼロのエネルギー大手であるコンステレーション・エネルギー＜CEG＞や発電大手のビストラ＜VST＞といった公益事業銘柄、ウィリアムズ＜WMB＞のようなガスパイプライン銘柄もAI関連銘柄とされており、これらは今年に入っていずれも上昇している。資産運用会社LNWのCIOであるロン・アルバハリー氏は、米国株の過熱感を懸念し「より有望な投資先は海外にあるかも

しれない」と述べる。

アルバハリー氏は「この米国の強気相場の続きがあるのかどうか疑問に思うべきだ。ここ数年は米国株に傾斜する投資が奏功してきたが、ここ数カ月ほどは米国以外の株式も好調だ。これはドル安の影響もあるが、バリュエーションがより割安なことも一因だ。こうしたローテーションが起きるのを確認したい」と指摘する。

アルファシンプレックスのカミンスキー氏は、欧州・オセアニア・極東（EAFE）市場に注目することを推奨している。米国以外の株式市場は「久しぶりに興味深い」状態にあると指摘し、その根拠として利益成長が回復し始めている点を挙げる。また、EAFE株は依然として割安であり、ETFのiシェアーズ MSCI EAFE<EFA>は2026年の予想利益に対するPERが15倍を下回っている。

市場にはAI以上の投資対象があり、今はその事実を目を向ける時だ。

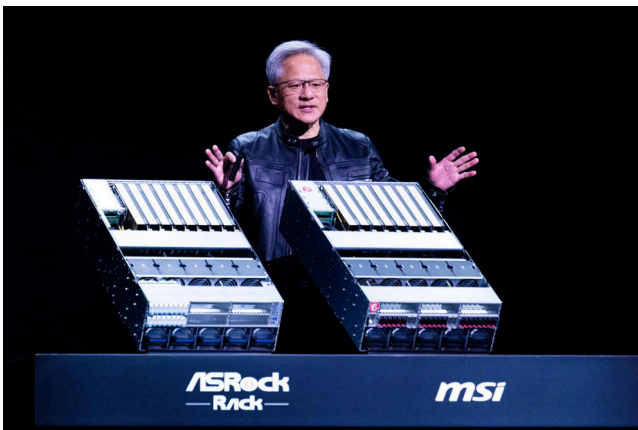
By Paul R. La Monica  
(Source: Dow Jones)

## 9. エヌビディアがオープンAIに出資する理由

[ハイテク]

Nvidia's AI Deals Might Be 'Circular.' They're Also Smart Business.  
AIインフラ投資ブームの持続に自ら貢献

### AIインフラへの投資は自社製品の販売増につながる



Annabelle Chih/Bloomberg

米半導体大手エヌビディア<NVDA>は過去6四半期で1120億ドルものフリーキャッシュフローを創出した。こうした潤沢な現金を抱える企業の問題は、その莫大な資金を何に使うかである。例えばアップル<AAPL>は数十億ドル規模の自社株買いを実行し、事業に再投資すると決めた。エヌビディアは、自らの成功の源泉であるAIインフラ投資ブームのバックストップ（安全装置）となるために使うことにした。

確かにエヌビディアもキャッシュフローを自社株買いと再投資に充ててきた。自社株買いに過

去6四半期で580億ドルを投じ、今年8月には取締役会が新たな600億ドル規模の自社株買いを承認した。最近発表された第2四半期の研究開発費は前年同期から39%増加した。

こうした支出にもかかわらず、エヌビディアの現金および短期投資は11四半期連続で増え現在は570億ドルに達している。かつて多くの企業がM&A（合併・買収）にも現金を活用していたが、エヌビディアが2020年から2022年にかけて英半導体設計大手ARMホールディングス<ARM>の買収を試みたものの失敗に終わったように、大型のM&Aにとって規制環境はもはや好ましいものではなくなっている。

## ■ 始まりはAI特化型クラウド企業コアウィーブへの出資

エヌビディアのAIバックストップ戦略は2023年に始まった。発端は、最高経営責任者（CEO）のジェンソン・フアン氏が当時は小規模なAI特化型クラウドサービスプロバイダーだったコアウィーブ<CRWV>に目を付けたことだ。フアン氏はアマゾン・ウェブ・サービス（AWS）やマイクロソフト<MSFT>のAzure（アジュール）、アルファベット<GOOGL>のGoogle Cloud（グーグル・クラウド）といった少数の「ハイパースケーラー」クラウド企業に依存したくないと考え、エヌビディア製AIサーバーの当初の販売先をコアウィーブにした。コアウィーブは今では時価総額800億ドルの上場企業に成長している。

コアウィーブにとって、エヌビディアは最も重要なサプライヤーであり重要な顧客でもある。しかもエヌビディアはコアウィーブの発行済み株式の約5%を保有している。さらに2週間前、エヌビディアはコアウィーブから63億ドル相当のクラウドサービスを購入することで合意した。コアウィーブの顧客が使い切らなかった余剰能力についてもエヌビディアが買い取る。コアウィーブのビジネスモデルは急成長と巨額の負債による資金調達を必要とする。エヌビディアがそれを支える安全装置となると約束しているため、他の企業はコアウィーブの野心的な成長戦略に対する投資をより強い自信を持って行える。

同じ週、エヌビディアはやはりAI特化型クラウドサービスを手掛ける英国の新興企業、エヌスケールとの提携を発表した。エヌスケールは2024年12月の資金調達ラウンドで1億5500万ドルを調達したが、エヌビディアから十分な信頼と信用を得た現在、エヌビディアを含む企業グループから11億ドルの調達を目指す資金調達ラウンドを実施している。さらに英国でAIデータセンターを展開するためにマイクロソフトおよびオープンAIと新たな契約を締結したほか、AIデータセンターの国際展開も計画している。

## ■ オープンAIには最大1000億ドルを出資

さらにエヌビディアは先週、オープンAIに最大1000億ドルを出資すると発表した。オープンAIは自社で電力消費量10ギガワットのデータセンターを建設する計画で、エヌビディアによる出資はその一環だ。

データセンターは膨大な電力を必要とすることが制約要因だ。そのため、プロジェクトの規模の大きさの尺度に電力消費量が用いられる。10ギガワットのデータセンターは、2024年に稼働を開始した米国で最も新しい原子炉であるジョージア州ボーグル4号機の全出力に加え、同等の発電量を持つ原子炉8基分の電力を消費する。

オープンAIはマイクロソフトや企業向けソフトウェア大手オラクル<ORCL>およびコアウィーブとの間でクラウドコンピューティング契約を締結しているが、CEOのサム・アルトマン氏は将来的にはるかに多くのコンピューティング能力が必要になると考えている。エヌビディアによる1000億ドルの資金はオープンAIが必要とするAIインフラの一部に充当されるにすぎない。



## AIスタートアップへの出資は今後も続くと予想される

エヌビディアはAIインフラ構築をけん引する世界のスタートアップの株式を取得し、その投資をAIサーバーの販売という形で回収するだろう。投資した資金が自社製品の購入に充てられるため、エヌビディアが購入する株式のコストは実質的にゼロだ。

エヌビディアとオープンAIとの契約では、オープンAIが新たに建設するデータセンターで使用されるAIサーバーはエヌビディアのものに限定されることも保証されている。

大きな野心を持ちながらキャッシュフローを創出していないAI開発企業はオープンAIのほかにも存在する。イーロン・マスク氏が率いるxAI（エックス・エーアイ）やアンソロピックなどだ。エヌビディアはそうした企業の株式も取得し、それに伴う投資をAIサーバーの販売によって回収すると考えられる。

やがて、エヌビディアがAI業界における「最後の投資家」となる日が訪れるだろう。AIブームをみすみす終わらせる気は、エヌビディアには毛頭ない。

By Adam Levine  
(Source: Dow Jones)

## 10. 超難関の米国証券アナリスト認定試験、AIが数分で突破

[経済関連スケジュール]

Passing the CFA Exam Is Tough. AI Just Did It in Minutes.

初歩的な業務が自動化の恐れ

### AIモデルは楽にクリア

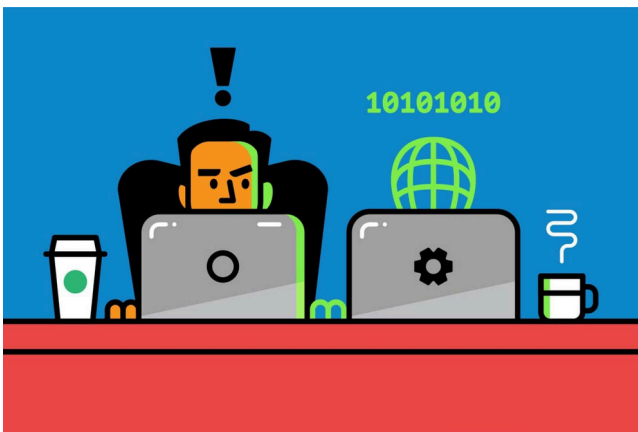


Illustration by Elias Stein

3部構成の試験を突破して証券アナリスト（CFA）の称号を得れば、ポートフォリオ管理、資産評価、資産計画に精通する専門家と認められる。この試験は金融業界で最難関の一つとして広く知られている。そこに登場したのが人工知能（AI）だ。AIを活用する資産アドバイザリー会社グッドフィンとニューヨーク大学スターン・スクールの研究者らは最近、23種類の大規模言語モデル（LLM）にCFA試験の最上位であるレベルIIIの模擬試験を受けさせる実験を行った。

AIモデルは瞬く間に合格基準を突破した。調査によれば、多くのモデルが余裕をもって合格ラインの65%を超え、その中でオープンAIの推論特化型生成AI「o4-mini」が79.1%を記録して首位に立った。

今回の結果は、AIツールがいかに急速に進歩しているかを浮き彫りにした。昨年の段階ではAIはCFA試験のレベルIとIIを突破できたものの、自由記述の論文問題を含むレベルIIIは依然として大きな壁とされていた。しかし、その壁はもはや存在しない。

グッドフィンのアンナ・ジューフィー最高経営責任者（CEO）は、AIモデルが特別な試験対策を受けたわけではないと強調し、CFAの職を脅かす存在になるには依然として改良の余地があると述べた。例えば、クライアントのボディーランゲージ（動作や表情などの意思表示）を読み取ることはできないという。

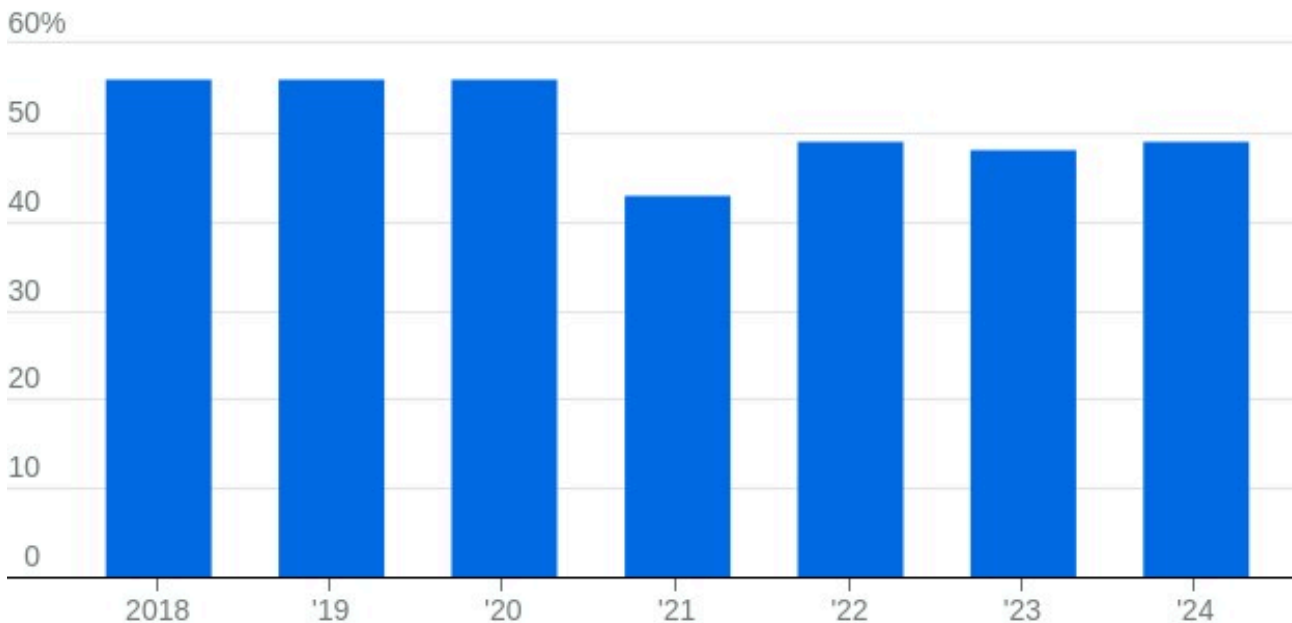
フォルツァ・ウェルス・マネジメントの創業者マイケル・デマッサ氏は、AIがアナリストの職を奪うとは考えていない。ただし、若手CFAが本来習得すべき基本的なスキルを学ぶための初歩的な業務がAIによって自動化されることを危惧している。デマッサ氏は「もし小学校で子どもに九九を覚えさせるとき、電卓を使わせたら、代数に進んだときに何も理解できなくなるだろう」と述べ、「AIはCFAにとってまさにその電卓のような存在だ」と語った。

## 先週の出来事

### A True Test

The percentage of people who pass the CFA, never high, has been falling.

#### Pass Rate



Source: cfabenchmark.com

#### 市場動向

前週の米連邦準備制度理事会（FRB）による利下げ決定の余韻から、株式市場は週初に上昇して始まったが、暗号資産は下落した。米商務省は4～6月期の実質GDP（国内総生産）確定値を前期比3.8%増へ上方修正した。米政府はアルゼンチンに対し、通貨ペソ支援のため200億ドル規模の通貨スワップ枠を提示したほか、トランプ政権はつなぎ予算が成立せず政府機関が閉鎖される事態に備え、各省庁に大量解雇計画の策定を指示した。株式市場は23日から3日続落した後、26日に反発した。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は前週末比0.15%安、S&P 500指数は0.31%安、ナスダック総合指数も0.66%安となった。

#### 企業動向

- ・トランプ大統領が、外国人専門技術者向け就労ビザ「H-1Bビザ」（ITや金融、医療など高度な専門知識を持つ外国人が米国で一時的に就労するためのビザ）の申請料を1件当たり10万ドルにすると発表し、米IT業界は混乱に陥った。連邦裁判所は、デンマークの洋上風力大手オーステッド＜ORSTED.コペンハーゲン＞が米ロードアイランド州沖で進める風力発電プロジェクトについて、停止されていた工事の再開を認めた。
- ・米ネット通販大手アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞は、顧客を同意なしに有料会員サービス「アマゾンプライム」に加入させ、解約を難しくしたとされる問題で、連邦取引委員会（FTC）と和解し、最大で25億ドル（約3750億円）を支払うことで合意した。
- ・米半導体大手エヌビディア＜NVDA＞は、オープンAIに最大1000億ドルを投資すると発表した。オープンAIは米国で計画中のデータセンターについて、ソフトウェア大手オラクル＜ORCL＞や日本のソフトバンク＜9434＞と組み、1カ所から6カ所に拡大する。中国大手ハイテク企業のアリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）＜BABA＞＜9988.香港＞もAI関連投資を加速させている。
- ・トランプ氏は、解熱鎮痛剤アセトアミノフェンが自閉症に関連すると主張したが、その証拠は示さなかった。アセトアミノフェンはコンシューマーヘルス企業ケンビュー＜KVUE＞の解熱鎮痛剤「タイレノール」などの商品名で世界的に使用されている。またトランプ氏は、米国内に工場を持たない製薬会社から輸入する医薬品に対し100%の関税を課すなどと発表した。

## M&A（合併・買収）など

- ・製薬大手ファイザー＜PFE＞は、肥満治療薬の開発会社メッツェラ＜MTSR＞を最大73億ドルで買収すると発表した。
- ・スペインのバンコ・ビルバオ・ビスカヤ・アルヘンタリア銀行（BBVA）は、同国のサバデル銀行＜SAB.スペイン＞に対する買収提案額を引き上げた。
- ・米銀大手シティグループ＜C＞は、メキシコのリテール銀行部門バナメックスの株式25%を、実業家で元投資銀行家のフェルナンド・チコ・パルド氏に約23億ドルで売却することで合意した。
- ・ウォール・ストリート・ジャーナル紙は、米ゲーム大手エレクトロニック・アーツ＜EA＞が株式非公開に近づいており、買収額は最大500億ドルに達する可能性があると報じた。

## 今週の予定

### Top of the Class

These leading AI models scored above the CFA's 65% passing score.

Company	Model	Overall Score
OpenAI	04-mini	79.1%
Google	Gemini 2.5 Flash	77.3
Anthropic	Claude Opus 4	74.9
xAI	Grok-3	73.8
DeepSeek	DeepSeek-R1	67.4

Source: Advanced Financial Reasoning at Scale: A Comprehensive Examination of Large Language Models on CFA Level III

## 9月30日（火）

2025会計年度（2024年10月～2025年9月）の予算は30日午後11時59分で失効する。議会が新たな予算案またはつなぎ予算で合意できなければ政府資金が枯渇し、政府機関が閉鎖に追い込まれる。雇用統計を含む経済指標の公表にも影響が出る可能性がある。

## 10月1日（水）

米サプライ管理協会（ISM）が9月の購買担当者景況指数（PMI）を発表する。市場予想は製造業PMI

が49.2（前月48.7）、3日に発表されるサービス業PMIが52（前月も52）。

10月3日（金）

米労働省労働統計局（BLS）は9月の雇用統計を公表する。非農業部門就業者数は前月の2万2000人増に続き、5万人増と予想されている。失業率は4.3%で前月と横ばいの見通しだ。直近4カ月の雇用増は月平均2万6750人にとどまり、労働市場の弱さは複数のFRB理事がフェデラルファンド（FF）金利の利下げ加速を正当化する根拠として挙げている。ただ、歴史的に見れば失業率は依然として低水準であり、採用も解雇も抑制された「雇わず、解雇せず」の状態が続いている。

## 統計と数字

20%：1999年を基準に、米国の1人当たり段ボール箱出荷量が減少した割合。景気の動きに敏感な指標とされる。

220億ドル：2025年上半期に延期または中止された米国の再生可能エネルギー事業の推定価値。

13%：株式を選ぶためにチャットGPTを利用していると答えた世界の個人投資家の割合（eToro調査）。

32%：第2四半期において米国株は外国人投資家が保有する米国資産の約32%を占め、1968年以来の最高水準となった。

By David Wignall  
(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』 2025/09/28

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