

# バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/10/12

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. オラクル創業者、エリソン氏の最大の賭け - Larry Ellison's Latest Gambit to Keep Oracle on Top Is His Biggest Bet Ever [カバーストーリー]  
P.1  
AIのゴールドラッシュへ突き進むには、膨大な負債が必要
2. ウォーシュ氏、パウエル路線に決別 トランプ政権下でFRB再構築を提唱 - Inside the Mind of the Man Who May Lead the Trump Fed [フィーチャー]  
P.7  
元FRB理事が語る金利とインフレの行方 議長候補への市場の視線は「信認回復」へ
3. バンガードのプロが語る感情による投資判断の誤りを回避する方法 - Emotions Can Throw You Off Your Investing Game. A Vanguard Pro Explains How [フィーチャー]  
P.10  
自らのバイアスの認識と緊急時用資金の準備
4. 投資家は政府閉鎖を懸念していないが、心配すべきなのかもしれない - Investors Don't Fear the Shutdown. Maybe They Should. [フィーチャー]  
P.13  
堅調な米経済も政府職員の解雇と支出削減の影響を免れることは出来ない
5. 無視したい強気相場の警告サイン - Stock Market Warning Signs That I'm Trying to Ignore [投資戦略]  
P.15  
AI業界の多角的関係、ミームの再過熱、そして堅調な転換社債
6. 金価格の高騰は米財政赤字と表裏一体。どちらも先が見えない - Gold's Rally Reflects U.S. Deficit. Neither Is Ending. [経済政策]  
P.17  
米国離れ、ドル離れこそ金価格高騰の理由
7. ITバブルとは似て非なるAIバブル - AI Isn't the Dot-Com Bubble, but That Won't Stop It From Ending Badly [コラム]  
P.19  
いずれ訪れるバブル崩壊の兆候を見極める四つのポイント
8. 貿易戦争やハイテクバブルだけでは株式市場の大幅下落はない - It Will Take More Than Trade Wars and Tech Trouble to Sink Stock Market. [米国株式市場]  
P.21  
企業業績が下支えとなり上昇基調は継続
9. オープンAIによる1兆ドルの支出計画が引き起こした強気相場 - Bubble or Not, the AI Spending Binge Is Unprecedented [ハイテク]  
P.23  
問題は、資金調達の方法がまだ立っていないこと
10. 2021年以降低迷したバイオ株、いま再び上昇へ - Biotech Stocks Have Struggled Since 2021. Why They're Coming Back. [経済関連スケジュール]  
P.25  
薬価政策等への懸念が和らぎ、M&A期待も追い風に

※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。

Copyright © 2025 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

# 1. オラクル創業者、エリソン氏の最大の賭け

[カバーストーリー]

Larry Ellison's Latest Gambit to Keep Oracle on Top Is His Biggest Bet Ever

AIのゴールドラッシュへ突き進むには、膨大な負債が必要

## 何よりも重要なのはデータ



Anna Moneymaker/Getty Images

法人向けソフトウェア大手オラクル<ORCL>のラリー・エリソン会長は勝ち続けている。

エリソン氏が創業したオラクルは、人工知能（AI）ブームに乗って、新たに膨大な取引を獲得している。株価は過去3年間で373%上昇しており、市場全体（87%上昇）だけでなく、長年の宿敵であるマイクロソフト<MSFT>（123%上昇）も大幅にアウトパフォームしている。その結果、現在はオラクルの最高技術責任者と経営執行役会長を務めるエリソン氏は、一時的に世界で最も裕福な人物となった。エリソン氏が

保有するオラクルの持ち分40.6%の現在の価値は3430億ドルだ。

私生活も順調に見える。エリソン氏は最近再婚しており、81歳ながら精力的に活動している。2人の子供も映画プロデューサーとメディア業界の実業家として成功している。エリソン氏は息子と共にメディア大手パラマウント・グローバルの買収に関わり、次は同業のワーナー・ブラザーズ・ディスカバリー<WBD>を買収する可能性がある（大手ソーシャルメディアTikTok=ティクトック=の米国事業の買収提案をしているのはオラクルだけだ）。

恐らくエリソン氏にとって最も喜ばしいのは、AIによって「テクノロジーの中で最も重要なのは何か」というエリソン氏のビジョンに世界が同意しつつあることだろう。それはハードウェアでも、個人向けのインターネットでも、ソフトウェアですらなく、ただのデータだ。エリソン氏にとって、データを取得、管理、収益化することが、過去・現在・未来にわたって常に最も重要である。AIは歴史上最も多くのデータの収集と最適化を必要としており、エリソン氏の考えを裏付けている。

オラクルはAIの「ゴールドラッシュ」に向かって突き進んでいる。ウォール・ストリート・ジャーナル（WSJ）の報道によると、オラクルはオープンAIと3000億ドルの契約を締結した。しかし、この前進は膨大なコストとリスクを伴う。オラクルは完璧なポジションにあるように見える一方で、危険な立場にも立っている。

とはいえ、それはオラクルにとって珍しいことではない。エリソン氏のアイデアは、昔から大胆で、大げさで、難解に見える。エリソン氏の計画は、当初は大きな熱狂を生み出すものの、現実と直面して頓挫する。しかし、その後も元のアイデアを変化させた形で取り組みは続けられ、少なくとも部分的に実現し、往々にして株主に利益をもたらす。オラクルのAI投資はエリソン氏にとって過去最大の賭けかもしれないが、それはエリソン氏が常に言われてきたことだ。

オラクルに1984年に入社し、後に法人向けソフトウェアのシーベル・システムズとC3.ai<AI>を創業

したトム・シーベル氏は「エリソン氏は極めて適応力が高く、オラクルを何度もつくり変えてきた」と語る。顧客関係管理ソフトウェア大手セールスフォース<CRM>の共同創業者兼最高経営責任者（CEO）で、かつてオラクルのスター営業マンだったマーク・ベニオフ氏は「エリソン氏は自分の会社をオラクル（預言者）と名付けただけではない。彼自身が預言者なのだ」と語る。

## マイクロソフトとのライバル関係



Clive Brunskill/Getty Images

エリソン氏は他のテクノロジー業界の億万長者と同様に複雑な人物だ。オラクルの浮き沈みは、エリソン氏の比類ないビジョンやスキルだけでなく、彼の大言壮語癖や弱点も反映している。オラクルの歴史は、バットを大振りして、時には強打を放ち、時には空振りするというものだ。ただし、後者の場合もしぶとく生き残ってきた。

オラクルの元幹部、プライベートエクティ企業シルバーレイクの共同設立者で、現在は投資会社バイパインの会長を務めるデーブ・ルー氏は

「エリソン氏は、シリコンバレーの中でも非常に数少ない、すべてを理解している人物だ。技術や職場の文化だけでなく、財務にも精通している。同業者の中で（自社が自社株買いをすることで）保有比率を増やした唯一の人物だった」と語る。

エリソン氏があまり目立っていないとしたら、それはオラクルが他のシリコンバレーの巨大企業と異なり、消費者向け事業を手掛けていないからだろう。その代わり、企業資源計画（ERP）や企業パフォーマンス管理（EPM）といったB2Bソフトウェアを開発・販売している。中でも中核となっているのがデータベース管理システム（DBMS）だ。

1977年、エリソン氏はソフトウェア・デベロップメント・ラボラトリーズ（後のオラクル）を共同で創業した。オラクルという社名は、エリソン氏が中央情報局（CIA）の資金で取り組んだプロジェクトのコードネームからきている。CIAはオラクルの最初の顧客であり、エリソン氏に名前の使用を許可した。

1979年、オラクルは初の法人向けリレーショナル・データベース（表形式のデータを関連付けて使えるようにしたデータベース）を発売した。このデータベースはどんなハードウェア上でも実行できた。これはエリソン氏にとって最初の大きなアイデアであり、オラクルをデータベース業界の支配者に押し上げた。

リレーショナル・データベース・ソフトウェアというと退屈に聞こえるかもしれないが、実際はデジタルビジネス（つまり、現在のあらゆるビジネス）の中核だ。これはオラクルにとって非常に強力な追い風となっている。競合他社は現れては去っていったが、オラクルは業界のリーダーであり続けている。ただし、SAP<SAP>、IBM<IBM>、マイクロソフトも大きなシェアを有している。

マイクロソフトは1986年3月13日に上場したが、それはオラクルの新規株式公開（IPO）の翌日だった。

た。両社の株価は30%以上上昇したが、マイクロソフトの方が関心を集めた。その理由は、マイクロソフトのPC向けアプリケーションと基本ソフト（OS）の方が、ほとんどの人にとって分かりやすかったからだ。マイクロソフトとその創業者のビル・ゲイツ氏とのライバル関係は、株価や知名度、ゲイツ氏とエリソン氏の性格の違いを超えた、技術的な思想の問題である。ゲイツ氏がコンピューティングとは分散されたPCを強化することだと考える一方で、エリソン氏はコンピューティングパワーを中央集権化するべきだと主張した。

エリソン氏は数十年にわたってゲイツ氏の見解を激しく批判してきた。そして結局、エリソン氏は間違っていなかった。マイクロソフトの売上高はオラクルの4.9倍の2810億ドル、時価総額は4.8倍の3兆8500億ドルだが、PC部門（ウィンドウズ、ゲーム機のXボックス、検索、ニュース広告を含む）は売上高の20%未満を占めるにすぎない。

実際には、マイクロソフトとオラクルは共に自らのルーツの外に拡大している。オラクルの場合、当初はデータベース事業の上に、顧客の財務、営業、サプライチェーン運営を支援するためのアプリケーションを構築していた。その歩みは遅く、オラクルのソフトウェアは専門の同業他社に劣ることもあった。それでも、エリソン氏は自社開発にこだわった。

オラクルの元幹部で、法人向けソフトウェア会社ネットスイート（現在はオラクルの傘下）のCEOを務めたザック・ネルソン氏は「エリソン氏は買収をせずに成長することに非常にこだわっており、『どんなテクノロジーも買収しない』というモットーを掲げていた。しかし、その3年後には考えを完全に変え、すべてを買収していった」と語る。2005年にピープルソフトを100億ドルで買収したことに始まり、オラクルは次々と買収を重ね、法人向けアプリケーション業界で重要な存在となった。

## ■ オンプレミスからクラウドへ

一方で、もう一つの重大な戦略の変化が進行していた。オラクルのビジネスは、「オンプレミス」と呼ばれる永久的なライセンスソフトウェアを販売するものだった。オラクルは多額の料金を事前に受け取って、顧客のサーバーやコンピューターにソフトウェアをインストールし、その後は顧客がソフトウェアを管理していた。しかし、1990年代末から、法人向けソフトウェアがクラウドで運用できることが明らかになってきた。ソフトウェアはベンダーのサーバーにホストされ、ベンダーによって管理され、顧客はサブスクリプション料を支払う。これはサービスとしてのソフトウェア（SaaS）と呼ばれていた。

オラクルがこの流れに乗るのは遅かった。エリソン氏はつい2009年までクラウドコンピューティングを「完全なたわ言」と評していた。この時点で、SaaSのパイオニアであるセールスフォースが参入してから既に10年がたった。ただし、エリソン氏は水面下でヘッジをしていた。セールスフォースに個人として投資し、取締役も務めていたのだ。さらに、オラクルの元幹部であるエバン・ゴールドバーグ氏を説得し、ウェブベースの会計ソフトウェア会社としてネットスイートを設立させ、自らも投資した。

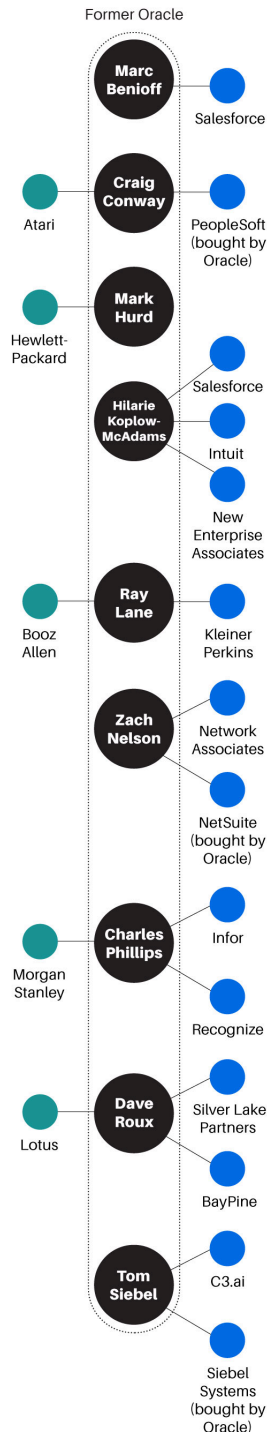
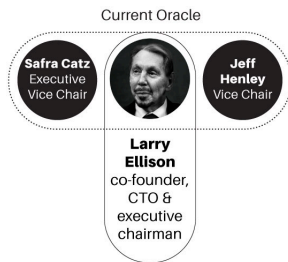
エリソン氏がオラクルのアプリケーションをクラウドに移行し始めたのは2010年ごろのことだ。さらに、中核的なデータベース事業（現オラクル・クラウド・インフラストラクチャー＝OCI＝）の移行開始には2010年代半ばまでかかった。その頃には、アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞のアマゾン・ウェブ・サービス（AWS）とマイクロソフトのアジュールは十億ドル規模のビジネスになっていた。一



# Larry's People

Some of the prominent executives who've worked at Oracle over the years

- Notable pre-Oracle affiliations
- Notable post-Oracle affiliations



Source: Barron's reporting

方、オラクルの売上高の伸びはほぼ横ばいまで減速し、2011年の売上高は350億ドル、2020年は400億ドルだった。現在、AWSとアジュールはそれぞれ30%と20%超の市場シェアを有する。アルファベット<GOOGL>のグーグルは13%で、OCIのシェアは1桁台前半で推移している。

しかし、今ではAIブームがオラクルの大きな追い風となっている。多額の資金がAIに流入し、クラウド4社すべての業績を押し上げている。売上高がもともと比較的小さかったこともあり、オラクルの株価は他の3社よりも大幅に上昇している。

オラクルには、AIを活用したクラウドサービス、法人向けアプリ、最新の中核的なデータベース製品を統合したサービスを提供しているという独自の強みもある。また、グーグルやマイクロソフトとは異なり、オラクルのAI製品は顧客とほとんど競合していない。オラクルはオープンAIなどの大規模言語モデル（LLM）と競争するのではなく、こうした企業にサービスを提供しており、中立的な立場にある。

最後に、オラクルには人脈を築くのに優れたエリソン氏がいる。去年は、電気自動車（EV）大手テスラ<TSLA>のイーロン・マスクCEOや半導体大手エヌビディア<NVDA>のジェンソン・フアンCEOとの会食で営業をかけたことが明らかになり、アナリストを喜ばせた。

オープンAIのサム・アルトマンCEOとも重要な関係を築いている。1月には、オラクル、オープンAI、ソフトバンクグループ<9984>が、オープンAIの開発を後押しするために、米国でデータセンターの建設に5000億ドルを投資するというスターゲート計画が発表された。ただし、進展は今のところ遅い。

9月はオラクルにとって非常にイベントの多い月だった。第一に、長年CEOを務めたサフラ・キャッツ氏が執行取締役会副会長に異動し、クレイ・マグワイク氏とマイク・シシリア氏が共同CEOに就任した。2人はオラクルでクラウド、AI、アプリケーションに合計28年取り組んできた。

より重要だったのは、契約の受注残を表す残存履行義務（RPO）が990億ドルから4550億ドルに増加したというニュースだ（収益は5年間かけて認識される）。2025年5月期の通期売上高が570億ドルだった企業にとって、この金額は大きい。発表の翌日に株価が36%急上昇し、終値として過去最高の328ドルをつけたのも驚きではない。その後、株価は反落して297ドルとなった。

オラクルは、受注残は3社の顧客によるものだと言っているが、うち約3000億ドルはオープンAIとの契約による。これはオラクルの将来の見通しがオープンAIと切っても切り離せないことを意味する。しかし、オープンAIは赤字のスタートアップ企業で、現在の売上高は年換算でわずか100億

ドルにすぎない。ムーディーズは最近、オラクルの顧客の集中による「カウンターパーティーリスク」について警告した。

証券会社ジェフリーズのブレント・シル氏は、オラクルはRPOに対応するために、設備増強に数百億ドルを支出する必要があると指摘する（大部分はエヌビディアの半導体を調達するための費用）。オラクルの2025年度のフリーキャッシュフローは1990年度以来で初めてマイナスになった。アナリストは同じ状況が数年間続くと予想している。

オラクルの長期負債は900億ドル以上で、債務比率は同業他社よりもかなり高い。オラクルは投資適格の格付けを維持しているものの、7月に支出を増やす必要があると示唆したことで、ムーディーズとスタンダード・アンド・プアーズ（S&P）によって格付け見通しをネガティブに引き下げられた。9月末には180億ドルの社債を発行しており、さらに数十億ドルを借り入れる必要があるとみられる。

キーバンク・キャピタル・マーケットズのジャクソン・アダー氏は、オラクルのクラウド収入に対するコストが2025年度の109億ドルから2029年度には721億ドルに急増し、粗利益率を72%から52%へ押し下げると予想している。それでも、アダー氏は投資判断をオーバーウエート、目標株価を350ドルとしている。さらに、売上高が今年の574億ドルから2029年には1609億ドルに急増し、純利益も173億ドルから426億ドルに増加するとみている。

## ティックトックやワーナー・ブラザース買収の可能性

エリソン氏がティックトックに関わろうとするのは、上記のAI・クラウド事業の急成長に関係している。ティックトックの中毒性の高いおすすめ動画アルゴリズムにはAIが活用されている。2020年、エリソン氏と小売り大手ウォルマート＜WMT＞は、トランプ政権がティックトック親会社の字節跳動（バイトダンス）に米国事業の売却を迫ったことを受けて、買収に名乗りを上げた。買収は実現しなかったが、ティックトックとオラクルは2022年に正式に提携し、ティックトックが米国の顧客データをオラクルの米国内のクラウドに移転することになった。

直近では、オラクルはシルバーレイクやアラブ首長国連邦（UAE）の政府系ファンドMGXと共に、ティックトックの米国事業を買収しようとしている。オラクルは、ティックトックのクラウドプロバイダーであり続けるとともに、ティックトックからアルゴリズムのコピーを受け取ると報じられている。オラクルはこのアルゴリズムを加工し、中国政府の影響や監視が及ばないようにモニタリングするだろう。ティックトック買収の期限は12月16日である。ただし、この期限は過去に延長されており、トランプ大統領、米議会、中国政府の承認も必要だ。

エリソン氏に近い人物は「ティックトックの買収はコンテンツ事業への参入を意図したものではない。エリソン氏にとってティックトックが重要なのは大口の顧客だからだ。もしティックトックがマイクロソフトに売却されたらどうなるか、想像してほしい」と語る。

エリソン氏は、息子のデービッド氏の映画制作会社スカイダンス・メディアを通じて、映画・TV業界にも進出しようとしている。スカイダンスは8月、TV局のCBSと映画制作スタジオを所有するパラマウントを80億ドルで買収した。うち20億ドルは投資ファンドのレッドバード・キャピタル、60億ドルはエリソン家から調達した。過去にウォルト・ディズニー＜DIS＞の取締役を務めたキャッツ氏が、買収後のパラマウント・スカイダンス＜PSKY＞の取締役会に加わった。

## Neck and Neck

Oracle went public just a day before Microsoft in 1986, and the two have been fierce rivals ever since. Their stocks' meteoric rise have pummeled the S&P 500's mere 2,780% gain.



Source: Dow Jones Market Data

スカイダンスはCBSを従来のメディア業界の流儀にとらわれない存在にしようとしている。スカイダンスは先週、ジャーナリストのバリ・ワイズ氏が設立したメディア企業のフリー・プレスを1億5000万ドルで買収し、ワイズ氏をデービッド氏直属のCBSニュースの編集長に任命した。現在、スカイダンスとレッドバードはワーナー・ブラザーズ・ディスカバリーの買収に取り組んでいる。費用は約600億ドル（長期負債を含む）となる可能性がある。

エリソン氏はスカイダンスにどの程度関与し、資金を提供しているのか。その答えは共に「かなりの程度」だが、限界もある。関係者は「エリソン氏はハリウッドに思い入れがない。彼にとって映画はデータだ」と語る。それでも、エリソン氏は会議に参加し、厳しい質問をしているという。では、パラマウントの買収資金60億ドルのうち、どの程度をエリソン氏が拠出したのか。上記の関係者は「配分は不透明だが、エリソン氏が大部分を拠出したことははっきりしている」と語る。

ワーナー・ブラザーズ・ディスカバリーの買収に関しては、エリソン家とレッドバードが外部の資本に頼るかどうかは不明だ。エリソン氏の流動資産について考えてみよう。まず、エリソン氏は約12億株のオラクル株を保有している。50セントの四半期配当は年間で23億ドルになる。オラクルが9月26日に公表した文書によると、エリソン氏はオラクル株3億4600万株（約1000億ドル相当）を「社外の個人的な事業資金として使用するための個人的なタームローンの担保として」拠出している。

スカイダンスとレッドバードは、エリソン氏の技術的センスを活用し、現在のハリウッドやTV業界よ

りも安価なクラウドベースの方法でコンテンツを制作、配信しようとしている。デービッド氏は最近、「CBSニュースとフリー・プレスは大きな進歩を遂げ、ニュースの収集、報道、配信に関する変革の最前線に立つと確信している」と語った。

エリソン氏はいつまで経営を続けるのだろうか。「エリソン氏は今も完全に仕事に没頭している。彼はどこにも行かない」。これはスティーブ・ジョブズ氏が25年前（エリソン氏は当時56歳）にフォーチュン誌に語った言葉だが、生きていれば今でも同じことを言ったかもしれない。ジョブズ氏は14年前の先週に亡くなった。ゲイツ氏は2008年にマイクロソフトの日常業務から離れ、かなり前に引退している。つまり、エリソン氏と同世代のテクノロジー業界の大物で、まだ現役でいるのはほとんど彼一人だ。

同じフォーチュン誌の記事で、エリソン氏は「長い間」生き残ってきたと語っている。これまでの成果は素晴らしいものだった。今後も注目すべきだろう。

By Andy Serwer  
(Source: Dow Jones)

## 2. ウォーシュ氏、パウエル路線に決別 トランプ政権下でFRB再構築を提唱 [フィーチャー] Inside the Mind of the Man Who May Lead the Trump Fed 元FRB理事が語る金利とインフレの行方 議長候補への市場の視線は「信認回復」へ

### 若きエリートが見たFRBの使命——パウエル体制に欠けた信認



BARRY MORGENSTEIN

ケビン・ウォーシュ氏は、トランプ大統領が自分を次期連邦準備制度理事会（FRB）議長に指名した場合にFRBを根本から改革する理由として、あるエピソードを好んで引き合いに出す。トランプ大統領は近くパウエル議長の後任を発表するとみられ、ウォーシュ氏は有力候補の1人に挙げられている。

話は2006年にさかのぼる。当時35歳だったウォーシュ氏は、史上最年少でFRB理事に就任し、注目を集めた。スタンフォード大学を卒業後、経済学者ミルトン・フリードマン氏の研究助手

を務め、ハーバード・ロースクールを経て、米投資銀行大手モルガン・スタンレー＜MS＞で頭角を現し、国家経済会議（NEC）にも加わった。振り返って彼は「当時は金融政策について考え過ぎていた」と語る。

転機となったのは、インフレ退治で知られるポール・ボルカー元議長との面会だった。ボルカー氏は「中央銀行の仕事は二つある。金利をおおむね適正な水準に保つこと、そして自分たちが何をしているかを理解しているように見せることだ」と語ったという。ウォーシュ氏は、パウエル議長の下でのFRBはこの二つの使命をいずれも果たせていないと厳しく批判している。



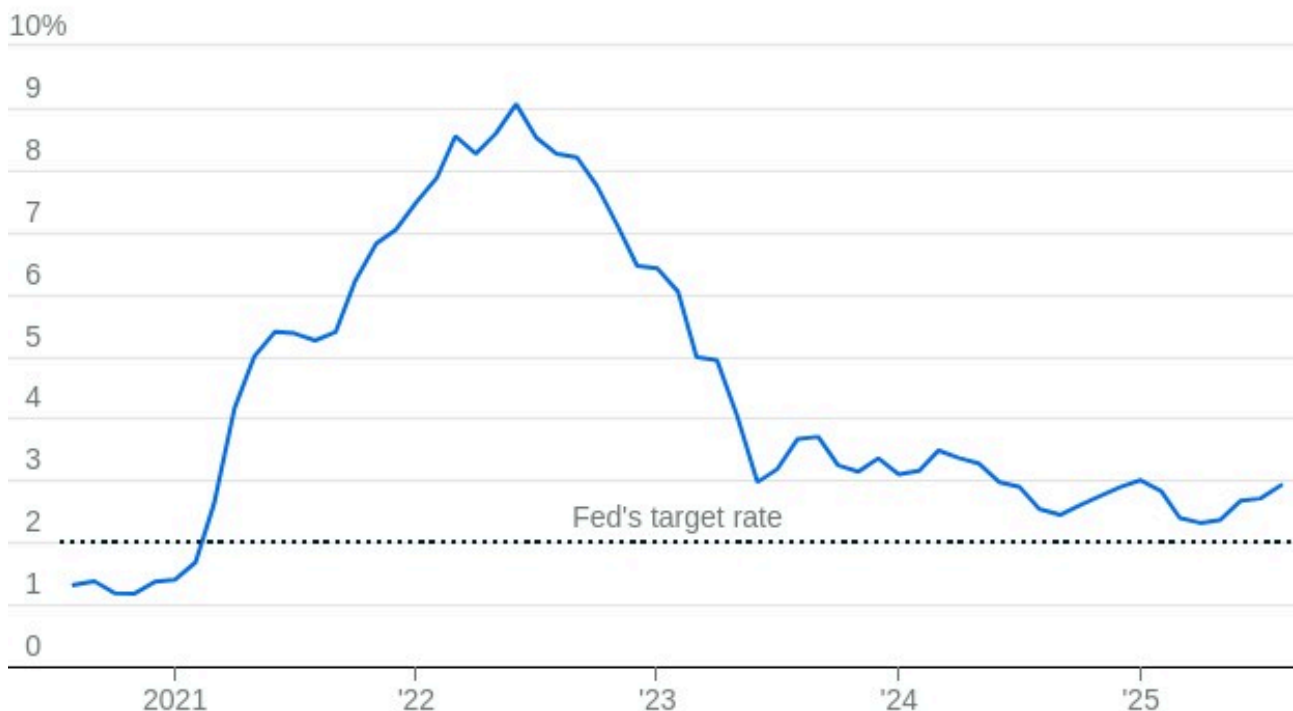
## 金利より信認——FRBの役割を再考すべき時

トランプ氏と同様に、ウォーシュ氏も金利の引き下げを望んでいる。ただし、FRBの経済予測概要（ドット・チャート）で低い金利見通しを示すだけでは、望む結果は得られないと強調する。市場が求めているのは、金利を「おおむね適正な水準」に保つだけでなく、その政策判断に信認を持たせられる議長の存在だとウォーシュ氏は語る。一連の政策対応の誤りによりFRBは信頼を損ない、インフレを過熱させたとみている。2024年8月の消費者物価指数（CPI）は年率2.9%上昇と、FRBの目標である2%を上回る中、翌月には0.25%の利下げが実施された。

ウォーシュ氏によれば、信認の回復には、FRBが市場や経済、そして政府との関係をどう位置付けるかを根本から見直す必要がある。ウォーシュ氏は、サプライチェーンや関税などの供給要因よりも、政府支出の拡大やマネーサプライの増加こそがインフレの主因だと指摘する。また、FRBが他の政府部門の政策運営に政治的に干渉しているとの見方を改めるべきだと主張する。こうした立場から、ウォーシュ氏は金利水準そのものにはこだわらない。FRBが信認を取り戻せば、市場が自律的に反応し、借り入れコストは自然に低下するとみている。

ウォーシュ氏は、FRBの問題はコロナ禍よりも前から始まっていたと指摘する。2018年には市場の減速局面で利上げを強行し、2020年には「平均インフレ目標」の導入によって物価上昇を容認した。「彼らは高い物価を自ら求めた」と語る。結果、対応の遅れが響き、2022年6月にはCPIが前年比9.1%上昇と、インフレ率はピークに達した。

**Inflation has plummeted, but is still higher than the Fed's annual target rate of 2%.**



Note: consumer-price index  
Source: Labor Department

## インフレの源は政府支出——ウォーシュ氏が唱えるFRB再設計論

ウォーシュ氏は、こうした問題は今も続いていると指摘する。「直近の会合でも、FRBは自らを“困難な立場にある被害者”のように語っていた。だが、彼らは物価上昇の被害者ではない。原因そのものだ」と語る。彼によれば、度重なる政策の誤りにより、FRBは事実上、金利を十分に制御できなくなっている。「市場も企業も家計も、過去の過ちを忘れていない」と強調する。その例として、2024年後半の利下げ局面を挙げる。FRBが政策金利を引き下げたにもかかわらず、長期金利は上昇し、市場が中央銀行の影響力に疑念を抱いていることが示されたという。

一方で、パウエル議長を擁護する声もある。コロナ禍に伴うインフレの急騰への対応は遅れたものの、最終的には物価の沈静化につながったとの見方だ。また、ウォーシュ氏の批判は、民間の立場から都合の悪い時期を選び取ったものだとする指摘もある。それでもウォーシュ氏は、FRBの実績は「レジームチェンジ（体制転換）」を求めていると主張する。「われわれはマクロ経済の見方そのものを根本から見直す必要がある。すなわち、FRBが依拠する経済モデルとインフレ理論そのものを再考すべきだ」と語る。

ウォーシュ氏によれば、FRBのモデルは経済実態を誤って捉えている。「FRBはインフレを賃金上昇や過剰消費に結びつけているが、私は根本的に異なる見方をしている。インフレの本質的な原因は、政府の過剰支出と通貨供給の膨張にある」と指摘する。彼は、インフレは過剰なマネー供給によって引き起こされるとするマネタリズムの復権を唱える。「この考え方は、FRBの内部でも、ハーバード大学の経済学部でも異端とされている」と語る。さらに、銀行監督などの分野では、FRBの権限は縮小されるべきであり、政治的な機関が担うのが望ましいと主張している。

ウォーシュ氏によれば、現在のFRBの巨額の資産保有は実質的に財政分野まで踏み込んでおり、本来そこは選挙で選ばれた政府の当局者が責任を負うべき領域である。FRBの大規模な資産保有は、一部の国債の利回りを抑制することで市場に影響を与えていると考えられる。

ウォーシュ氏は、市場の混乱を避けるために十分な事前告知を行った上で、FRBのバランスシートを単に縮小するだけでなく、その実施方法やタイミングについてベセント財務長官に大きな権限を与えるべきで、「FRBの資産保有残高の変更は隠れた財政政策の側面を持つため、財務長官が受け入れるかどうかを判断すべきだ」と主張する。ウォーシュ氏は、FRBのいわゆる「印刷機」のようなマネー創出機能のうち、国債等の大量保有を停止する意向だ。これにより、「金利を引き下げる余地が生まれる」と言う。

## 華やかな経歴と人脈

ウォーシュ氏は、2008～2009年の金融危機時にFRB理事を務め、2011年に退任した。その後、スタンフォード大学でポストを得た。妻のジェーン・ローダーは、祖母の名を冠した化粧品会社エスティ・ローダー<EL>の株式を保有する億万長者である。

だがウォーシュ氏の「本業」は、伝説的投資家スタンレー・ドラッケンミラー氏の下で働くことだ。ドラッケンミラー氏が外部投資家からの資金運用を停止しデュケイン・ファミリー・オフィスを設立した2011年、ウォーシュ氏は採用された。マンハッタンの事務所で、トレーディング業務をフルタイムで行っている。デュケインは、現在は上場しているデータ分析ソフトウェアのパランティア・テクノロジー

ズ<PLTR>のようなスタートアップの非上場企業への投資で成功を収めた。

また、大学時代から投資家であるピーター・ティール氏やベンチャーキャピタリストのマーク・アンドリーセン氏とも親しく、彼らがデュケインを早い段階でビットコインに導いたという。現在もデュケインは暗号資産分野で積極的に活動している。

さらに、同じくドラッケンミラー氏の門下生のスコット・ベセント氏とも、時とともに「親しい友人」になったと語る。ベセント氏が財務長官に就任する以前から、2人は長年にわたり定期的に話をする仲だという。現在も関係は良好だが、ウォーシュ氏いわく「以前ほど頻繁には話していない」とのことだ。

## FRB議長候補としての動きや意見表明

しかし、2人の間には最近、ひとつ重要な会話があった。ウォーシュ氏は9月、「FRB議長候補として、スコットと正式な面接を行った」と語っている。現在トランプ氏は、次期FRB議長の最有力候補として国家経済会議（NEC）委員長ケビン・ハセット氏、FRB理事クリストファー・ウォラー氏、そしてウォーシュ氏の3人を挙げている。ベセント氏が候補者の審査を正式に担当しており、3～5人の候補者リストを近日中にトランプ氏に提出する予定だという。

FRBが金利をどの水準に設定すべきかについてベセント氏およびトランプ氏からの指示はなかったとのことだ。ただしトランプ氏は、FRBが金利を最大3%引き下げるべきだと公の場で何度も発言している。現在のフェデラルファンド金利の目標レンジは4.00～4.25%である。こうしたトランプ氏の介入は、FRBの独立性の将来に対する投資家の懸念を招いている。FRBの独立性は、インフレ抑制における信頼性の根幹を成すものだ。

ウォーシュ氏は「大統領の望む方向にFRBが沿うべきだ」との自身の意見については、単に大統領の政策が経済にとって望ましいからだと説明する。「私の発言は、ここ十数年一貫してきた考えに基づいている。それを都合が良いと見るか都合が悪いと見るかは、あなた次第だ」と述べる。

By Matt Peterson  
(Source: Dow Jones)

## 3. バンガードのプロが語る感情による投資判断の誤りを回避する方法 Emotions Can Throw You Off Your Investing Game. A Vanguard Pro Explains How 自らのバイアスの認識と緊急時資金の準備

[フィーチャー]

### 暴落への恐怖の克服

投資家の恐怖心のせいでポートフォリオが台なしになることがある。恐怖心から、誤ったタイミングで資産売却を急いだり、目標に対して保守的過ぎるポートフォリオ配分を採用したりするためだ。以下は、資産運用大手バンガードの投資戦略グループで投資家調査および政策のグローバル責任者を務めるフィオナ・グレイグ氏が市場暴落への恐怖を克服する方法や第一印象バイアスの影響、2000ドルの緊急時貯蓄の重要性など、投資家の心理と金融行動を巡る知見について、本誌に語った内容だ。



Photograph by Jonno Rattman

本誌：まず、今年の投資家心理と市場について。株式相場は4月に関税政策を理由に急落したが、その後は反発し、現在は史上最高値を更新している。バンガードでは投資家の行動をどう見ているか。

グレイグ氏：われわれは、バンガードの投資家の取引状況を4月3日から9日まで見ていた。相場は下落していたが、92%の投資家は取引せず、取引を行った投資家も77%は押し目を買っていた（特に若年層）。売っていたのはどちらかと言えば年配の投資家だ。当時、恐らく多くの機関投資家が資金を動かしていただろうが、個人投資家、特にバンガードの投資家は自ら制御可能なことの制御、ノイズの遮断、バランスの維持に注力していた。われわれがよく口にする投資方針の堅持、それがバンガードの投資家が行っていたことだ。こうした恐怖やボラティリティーへの対処は多くの人にとってストレスであり、ファイナンシャルアドバイスが重要な選択肢となる。ポートフォリオ価値の向上だけではなく、ストレス軽減の面でも有効だ。

Q：今、投資家は何を恐れ、または懸念しているのか。

A：われわれは投資家の恐怖、具体的には株式市場の予想りターンおよび大惨事発生（向こう1年間で30%以上の株式相場下落）に関する確率認識を隔月で追跡している。実は、この二つは市場の動きと連動しており、相場が下落すると大惨事が迫っていると考える人が増える。4月の関税騒動の際は、株式市場の大惨事に関する懸念が11%を超え、過去最高を記録した。しかし、興味深いのは、前述の通り、そうした予想（株式相場はさらに30%下落する）に基づいて取引をした投資家がほとんどいなかったことだ。

Q：感情が投資家の意思決定に影響を及ぼすのはどのような場合か。

A：二つ例を挙げる。一つ目は「損失回避」。投資家は含み損がある資産を売りにたがらない。含み損を抱えている投資家の売却活動は、損益ゼロまたは含み益がある投資家を大幅に下回っている。

二つ目は「第一印象バイアス」。市場における初期の経験は長期にわたって影響を及ぼす。2000年代初頭のITバブル崩壊時のような市場低迷期に投資を始めた投資家は、数十年後も保守的なポートフォリオを保有し続ける傾向にあり、超過リターン獲得の機会を見逃す可能性がある。これに対し、強気相場で投資を始めた投資家の場合、過剰なリスクを取る可能性がある。

Q：2008～2009年の世界金融危機の最中、もしくはその直後に成人したミレニアル世代にそうした行動は見られるか。

A：イエスだ。金融危機中に口座を開いた投資家は、今も運用資産に占める株式の比率が低い（中央値で70%台前半）。これに対し、1990年代の強気市場で投資を始めた投資家の中央値は86%だ。

Q：市場暴落への恐怖を克服し、誤った投資判断を回避する最善の方法は。

A：ノイズの遮断だ。市場のリターンは制御できないが、コスト水準や老後資金プランのための拠出額、資産配分は制御可能だ。市場が混乱に陥った場合、自身の目標や時間軸に変更があるか自問すべきだ。変更がなければ、資産配分を変更すべき理由はない。



もう一つの方法は、資産配分の決定をプロに委ねることだ。ロボアドバイザーでもかまわない。低コストのソリューションが数多く存在し、資産配分の維持に活用可能だ。

## ■ 両親と子供の対話の重要性

Q：今年、退職間近のあなたの両親と対話した経験について書いておられたが、詳しい話をお聞きしたい。

A：私の両親はベビーブーム世代だ。われわれはこのシルバーツナミ（高齢化の波）の中にいて、かつてない数の人々が老後生活に移行しつつある。金融的にも大きな局面を迎えている。この世代は80兆ドルを超える富を蓄積しているからだ。しかし、周知の通り、富は偏在しているため、老後の備えが十分であるとは限らない。従って、備えはあるのか、十分か、使い道は、財産が残った場合の優先順位はといったことを両親に確認しておく必要がある。

私の両親は、父親と母親で目的も時間軸も異なっている。父親はバランス感覚に問題があり、何度も転倒している。それがリスクだ。一方、母親は今も世界中を旅行し、102歳になる母親（私の祖母）の面倒を見ている。そういう意味で、両親の時間軸は同じではない。幸い、両親には十分な蓄えがあるようだ。バンガードは老後資金の準備状況について調査を行っているが、準備不足の人は多い。

また、女性の方が長生きであり、70%の確率で妻が夫よりも10年長生きする。そして、夫に先立たれた場合、多くの女性がファイナンシャルアドバイザーを解雇する傾向にある。これは、夫と妻のそれぞれの目標は何か、妻の財務上の優先順位が老後資金計画に反映されているか、改めて話し合う必要があることを意味する。

Q：人々がそうした率直な対話をためらうのはなぜか。

A：価値観の問題だろう。私には3人の子供がいて、貯蓄の目的や、意義を認める使い道と認めない使い道など、お金にまつわる話をよくするが、具体的な収入額や大学の貯蓄プランへの拠出額については話さない。幼過ぎると感じているのかもしれない。問題は、今が適切な時期でないなら、適切な時期など来ないかもしれないということだ。

そして、それが強調しておきたいもう一つの点だ。私のチームは認知機能の低下について調査しているが、認知機能の低下はわれわれの想像以上に若い時期に始まり、想像以上に広く見られる現象だ。認知機能低下の影響はまず金融に関連して見られることが多く、例えば、金融詐欺の犠牲者となる可能性がある。従って、認知機能が低下する前にこうした議論をしておくことが極めて重要だ。

## ■ 2000ドルの緊急時用貯蓄

Q：バンガードの2023年の調査レポートによれば、無借金の投資家の3分の1、借金のある投資家の2分の1が財務面で不安を抱えている。より詳しい説明をお願いしたい。

A：借金もいろいろだ。住宅ローンは価値が上昇する資産とひも付けられているため、良い借金と言えるかもしれない。一方、クレジットカードは利息が発生し、良い借金ではないのかもしれない。大事なのは、悪い結果ではなく良い結果を生むため、借金とうまく付き合い、活用する方法だ。われわれは、余裕資金がある場合に借金返済と貯蓄のどちらを選択するかという問題を巡る人々の誤りについて、より多くの時間を費やしている。

例えば、当社の老後資金プラン参加者の約55%がリボルビング型クレジットカードの負債を抱えており、その約3分の1が雇用主の拠出額を上回る金額、例えば8%、9%、10%を自らの老後資金プランに拠出していることが分かった。つまり、高コストのクレジットカード債務を抱えながら、老後資金プランへの拠出を積極的に行っている人がいるというわけだ。

次は借金を抱えることによるストレスについて。われわれは、2000ドルの緊急時用貯蓄の保有が人々の経済的な幸福度に与える影響度の大きさに驚いた。100万ドルの金融資産を保有する場合の幸福度の向上に匹敵するからだ。本当に驚きだった。

時間節約の側面もある。2000ドルの貯蓄がある人は、貯蓄がない人よりも、お金の管理に費やす時間が週に約4時間も少ない。

われわれは、短期の貯蓄をしていると長期の貯蓄ができないなど、貯蓄をゼロサムゲームのように捉えることがある。しかし、実際はそうではないことが分かりつつある。緊急時用の貯蓄がある人は老後資金プランへの拠出を行う可能性が高く、これを解約する可能性は低い。これは、緊急時用貯蓄が単に精神衛生面で優れているだけではなく、バッファーになり得ることを示している。多くの人にとって収入は不安定であり、こうしたバッファーは有用だ。

By Andrew Welsch  
(Source: Dow Jones)

#### 4. 投資家は政府閉鎖を懸念していないが、心配すべきなのかもしれない

[フィーチャー]

Investors Don't Fear the Shutdown. Maybe They Should.

堅調な米経済も政府職員の解雇と支出削減の影響を免れることは出来ない

##### 政府閉鎖をものともせずマーケットは上昇



Illustration by Barron's; Dreamstime (2)

経営陣が資金の最適な使途について合意できない。そんな企業に融資するだろうか。経営陣が予算を巡る争いの最中に操業停止を選択した。そんな企業の株を買うだろうか。驚くことに、過去1週間まさにそのような投資で利益を上げることができたのだ。米国の驚異的な経済的回復力のさらなる証しとして、政府機関の閉鎖が長期化するとの予想さえも見通しにダメージを与えないことを、金融市場は示している。S&P500指数もナスダック総合指数も、閉鎖開始以降上昇を続けている。

しかし、投資家はワシントンで繰り広げられている最新のドラマに無頓着でいるべきではない。政府機関閉鎖の代償は、共和、民主両党の意図や市場の予想よりもはるかに高くなる可能性がある。というのも、この窮地に立った政治家たちは、非難を受けずに済むなら、経済的ダメージを与えることを気にしていない様子だからだ。もちろん、トランプ大統領と民主党の上院院内総務チャック・シュー

マー氏との電話一本で、政府の機能は突然復旧するかもしれない。民主党は、彼らが予算案に抵抗する核心部分の医療保険補助金に関して、一部の変更に同意し、共和党は医療保険補助金の延長を約束するかもしれない。しかし今のところ、政府職員の一時帰休、インフラ支出の凍結、経済データ収集の停止が長期化する兆しが至る所で見られる。下院は休会中で、上院指導部は交渉のふりすら見せておらず、大統領はソーシャルメディアで民主党を嘲笑することに忙しそうだ。

## 実体経済への影響はこれから

実体経済への影響は今月、200万人の連邦政府職員と130万人の現役軍人が10月1日以降の給与の支払いを受けられなくなることから始まる。議会が最終的に遡及（そきゅう）給与を承認するため、一時的な不便に聞こえるかもしれないが、住宅ローンの滞納、信用スコアの低下、旅行のキャンセルなど、その間の経済的混乱を考慮すべきだ。大統領が連邦政府職員を永久に解雇すると脅したことで、さらに深刻なダメージが生じる恐れも高まっている。行政管理予算局（OMB）のラッセル・ボート局長は、資金が確保されておらず「大統領の優先事項と整合性がない」職務を削減する計画を立てるよう、全政府部門に指示した。トランプ大統領は、一時帰休している職員全員に給与を支払わない可能性もあると発言しており、政府機関閉鎖による経済的打撃はさらに深まりそうだ。一方、ホワイトハウスは民主党の支持基盤地域向けに計画されていた数十億ドルのインフラプロジェクトを中断し、連邦準備制度理事会（FRB）は最新の経済データがないまま、重要な金利決定を行わなければならない。

さらに、予算論議の中心となっている医療保険補助金の削減による潜在的なコストもある。民主党は、これにより家族の医療保険料が数千ドル増加する可能性があると主張している。補助金が失効する2026年1月まで経済的な影響は見られないかもしれないが、多くの保険プランの加入受け付けに伴い保険料率の上昇が明らかになる来月にも、政治的な影響が表面化する可能性がある。

## 政党の関心は政治的優位性だが有権者は経済的影響を憂慮している

摩擦はここにある。民主党と共和党は、政府機関閉鎖が米国民に与える潜在的な打撃よりも、相手党に与える政治的ダメージを重視している。経済的な苦痛は政治の計算を左右する。しかし、政治家が議論に勝つ可能性があるかと判断したら、その苦痛を無視することは容易だ。ほとんどの戦争と同様、戦闘よりも悪いことはただ一つ、降伏だ。現段階では両党とも勝利は目前と考えている。ホワイトハウスは民主党が弱体でまとまりに欠けるとみており、民主党は、2000万の人々が共和党支持地域に集中しており、彼らが医療保険料の急騰を目の当たりにするとなればトランプ大統領は妥協せざるを得ない、と確信している。

有権者は成り行きを注視している。先週発表されたCBSニュースとユーガブの共同世論調査によると、調査の対象となった有権者の49%が政府機関閉鎖の経済的影響を「非常に懸念」していると回答した。いずれの政党の目標も閉鎖を「正当化する」と考える回答者はほとんどいない。有権者は閉鎖の責任は、民主党をわずかに上回りトランプ大統領と共和党にある、としている。予算は優先順位と価値観の問題であるため、政治構造がこの二つを巡って深く分断されている中、歳出計画の可決が困難なのは驚くに当たらない。しかし年率3.8%の成長を続ける経済でさえも、長期にわたる一時帰休と支出削減の影響を免れることは出来ない。株価にももろさがうかがえる。

もちろん、現在の対立局面で政治的優位性を重視する向きには、統計担当者が全員一時帰休している



時ほど、経済成長崩壊の責任を免れるのに好都合な時期はない。

執筆者のクリストファー・スマート氏は、投資戦略コンサルティング会社アープロース・グループのマネジング・パートナーで、オバマ政権で上級経済政策顧問を務めた。

By Christopher Smart  
(Source: Dow Jones)

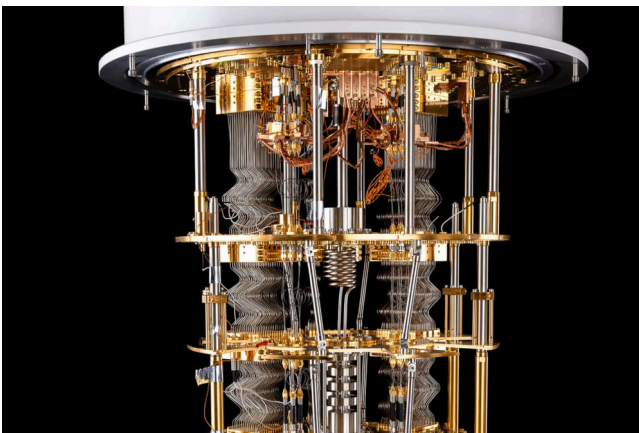
## 5. 無視したい強気相場の警告サイン

[投資戦略]

Stock Market Warning Signs That I'm Trying to Ignore

AI業界の多角的関係、ミームの再過熱、そして堅調な転換社債

### 強気相場の警告サインを考える



Drew Bird Photography

株式、金、暗号資産は史上最高値を更新し、ポートフォリオ残高は潤っている。何が問題になるというのだろうか。いや、答えないでほしい。投資家にとっての以下の警告サインは、ひとまず無視することで合意しよう。なぜなら、強気相場は楽しいし、天井を当てるのは至難の業だからだ。

もちろん、S&P500指数の株価収益率（PER）25倍は割高に見える。しかし、現在のバリュエーションと短期的なリターンの間には歴史的にほとんど相関関係がなく、別の言い方をすれば高

値だからといってさらに高くないとは限らないということだ。今、手元資金を確保すれば急落のリスクを軽減できるが、売却が早過ぎたために全額投資した隣人に負けるリスクは高まる。これは上昇相場の終盤における原動力だと筆者は確信している。

では、これらの警告サインを都合よく素早く確認した後、それらは無視して、慎重に計画した資産配分を堅持することにしよう。

### AI業界の多角的関係

モルガン・スタンレーの最近のレポートでは、人工知能（AI）業界内の循環的な財務関係を可視化しようとした。その結果は、参加者が楽しんでいるように見えても、見る者をぎょっとさせ、不快にさせるものだ。筆者は3月、本誌でAI向けデータセンターを運営するコアウィーブ<CRWV>の奇妙な事例を取り上げた。コアウィーブは暗号資産のマイニングから半導体大手エヌビディア<NVDA>のAI用半導体を導入してデータセンターを運営する事業に転換したが、その主要投資家にエヌビディアが名を連ねている。エヌビディアは9月、チャットGPT開発元であるオープンAIに対し、コンピューティングインフラの構築を支援するための巨額の投資に合意した。先週にはオープンAIがエヌビディアのライバルである半導体大手のアドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>との提携を発表した。企業向けソフトウェア大手オラクル<ORCL>はオープンAIにサービスを提供し、コアウィーブのようにベンダ



ーファイナンスを利用してエヌビディアから製品を購入している。

モルガン・スタンレーは、投資家にとってさらなる情報開示が有益だと主張し、将来の契約収益を示す指標である「残存履行義務（RPO）」を指摘する。オープンAIはオラクルのRPOの約3分の2、コアウィープの40%を占めており、両社ともオープンAIの成功に依存していることを意味する。また業界全体では「新たな革新的な金融構造とオフバランスシートでの提携」が「リスク評価を困難にしている」と述べている。2022年11月のチャットGPTの一般公開以降、S&P500指数の上昇分のほぼすべてをAI企業が占めており、一般のインデックスファンド投資家でさえ、このAI業界の「ポリアモリー（多角的な関係）」に大きくさらされているということだ。

## 再過熱したミーム

ゲーム販売会社ゲームストップ<GME>の騒動を覚えているだろうか。ビデオゲームをディスクで販売する衰退産業の企業の、空売りが大量に入っていた株が突然急騰した。その主な理由は、ウォールストリートベッツ（WSB）というレディットのチャットルームでアイデアを探すトレーダーたちが面白そうと判断したことだった。同じ時期に他の予想外の銘柄も急騰した。すなわち、経営不振の映画館チェーン、社名にズームを掲げる企業（ただし読者が想像しているあの企業ではない）、旧ブロックバスター・ビデオの資産を保有する持ち株会社などだ。2021年12月、上場投資信託（ETF）のラウンドヒル・ミームETF<MEME>が設定された。誰もが予見していた通りに、このファンドはほぼ即座に急落した。2年もたたずに上場廃止となった。それが今、戻ってきた。

これが不吉な予兆だとしても、厄介なものだ。当初のファンドは空売り動向とネット上の話題性をミーム株の判断基準としていたが、新ファンドはアクティブな銘柄選定を採用している。その主要保有銘柄には量子コンピューティング、燃料電池、暗号資産、AI、レアアース金属の関連企業が含まれる。これらの多くは、利益を得る見込みが遠い、最近の急騰株だ。例えば、最大の保有銘柄のリゲッティ・コンピューティング<RGTI>は量子コンピューティング用半導体を開発しているが、売上高は立地の良い酒屋よりも少なく、2030年までに黒字化する見込みはないが、株価は1年間で6000%超上昇している。

これらは、モメンタムファンドや将来性のある成長株と絵空事の株を選別するベンチャーファンドの理想的な投資対象となるだろう。しかしミーム株に不可欠な唯一の特性、すなわちオチを欠いている。間違ったズーム株だと知りながら購入し、他人にも勧める行為は、必ずしも面白いとは言えないが、ある程度は面白がろうとしている。もし利益が出る何年も前に量子コンピューティング株を急騰させるなら、投資家は事業見通しか、あるいは単なる取引のモメンタムのどちらかを真剣に信じている証しだ。かつて低迷したミームファンドがミーム株なしで復活した場合、それは依然として警告サインなのだろうか。逆に、ミームファンドを再開させる運用会社がミームとは何か理解していないように見える場合、それ自体がミームなのではないか。われわれはどこに立っているのか筆者には分からない。

## 堅調な転換社債が意味するもの

S&P500指数は年初来、15%も上昇している。しかしビットコインの30%上昇や金価格の50%超上昇と比べれば大したことはない。連邦債務の増加が限界を超えつつあること、あるいは連邦準備制度理事会（FRB）がさらなるインフレを招く水準まで金利を引き下げる可能性を懸念する投資家が、ドルと連動しない資産に資金を移す、すなわちディバースメント取引（通貨価値切り下げトレード）について

の議論が高まっている。異例なのは、転換社債が株式市場を上回るパフォーマンスを示していることだ。iシェアーズ・コンバーティブル債券ETF<ICVT>は年初来約23%のリターンを記録している。

株式と社債は、企業が資金調達を望み、そのために所有権の一部を明け渡す、または利息を支払う意思がある場合に発行される。転換社債は利息を支払い、普通株ほどではないものの株式の上昇余地を提供する。転換社債の発行体はもともとリスクが高いことが多いが、現在はいつも以上に奇抜に見える。iシェアーズ・ファンドの最大保有銘柄はビットコイン保有大手のストラテジー<MSTR>で、そのビジネスモデルは資金調達をしてビットコインを買い集めることだ。他にも暗号資産、燃料電池、AIといった資金を大量に消費する企業が多く組み込まれている。

転換社債が利益を上げているという事実は、見過ごされてきた債券市場の一角がバリュー投資家に評価されているということではない。リスクの高い株式が狂乱状態にあることを示しているのだ。警告サインか。筆者に聞かないでほしい。筆者は既に無視し始めている。

By Jack Hough  
(Source: Dow Jones)

## 6. 金価格の高騰は米財政赤字と表裏一体。どちらも先が見えない Gold's Rally Reflects U.S. Deficit. Neither Is Ending. 米国離れ、ドル離れこそ金価格高騰の理由

[経済政策]

### 金は1オンス＝4000ドルを突破



Justin Sullivan/Getty Images

現在の人工知能（AI）関連株のブームは、21世紀への変わり目に破裂したドットコムバブルを経験した人にとって、かなりの既視感を思い起こさせるものだ。

しかし、特に印象的なのは、現在の経済と1990年代の経済との対比だ。金のパフォーマンスの格差にその対比が最も明瞭に現れている。当時、金価格は低迷し、今は高騰している。どちらも、米国が当時あるいは現在直面している、それぞれ大きく異なる財政状況に対応した動きだ。

金相場は8日に節目の1オンス＝4000ドルを突破し、年初来50%超上昇している。金は、2024年初頭に初めて2000ドルの大台を突破した後はほぼ一直線で上昇してきた。1990年代とは劇的な対比をなしている。当時金は1990年代初頭の400ドル超から1999年には250ドル近くの安値まで下落した。一方、米国株式はS&P500指数が5倍以上に上昇し、2000年3月のピーク時には1500超に達した。金は実際に、よく知られるように経済学者のジョン・メイナード・ケインズが「野蛮な遺物」と酷評した通りのものに見えた。マットレスの下に隠したドル紙幣よりもひどいもののようなものだった。

先週に金価格が最高値を更新したとのニュースからは気付かないかもしれないが、インフレ調整後で辛

うじて最高値を更新した。実質ベースでは、1980年1月の熱狂的な上昇時につけた800ドル超の最高値をようやく更新したにすぎない（最新の8月の消費者物価指数で調整）。

そのため、この基準では、金は最近になってようやく価値の貯蔵手段としての地位を再確認したにすぎない。しかし、1990年代の底値から今世紀に入って、金の上昇率は実際に株式を上回っている。言い換えると、モルガン・スタンレー<MS>のストラテジスト、マイケル・ウィルソン氏によれば、S&P500指数は金との比較では、25年前のピーク時に比べ約70%も低い。確かに、金は大幅に下落した水準から、株式はドットコムバブル時代のバブルのピーク水準からの比較ではあるため、割り引いて考える必要はあるが。

しかし、世界の中央銀行が準備預金の運用先として米財務省証券よりも金を選好した結果、今世紀に入ってから金価格の反転が起きたことは偶然には見えない。2022年にロシアがウクライナに侵攻した後の制裁について多くのことが言われているが、ローゼンバーグ・リサーチはそのほか以前からこの変化は進行していたと指摘する。

## 金の歴史

先週発表されたローゼンバーグ・リサーチのリサーチレポートでは、1990年代にピークに達した中央銀行の金売却と過去20年間の金の蓄積の歴史が詳述されている。金に対する関心が再燃したことは、地政学および経済状況の大幅な変化を反映している。

1990年代には、米国の予算が1992年に国内総生産（GDP）の4.7%に達するほどの大幅な赤字から1998年初頭には黒字に転換した。ビル・クリントン政権下の増税とその後の共和党が支配した議会が法制化した歳出削減は財政赤字の黒字化に寄与した。ベルリンの壁の崩壊は平和の配当をもたらし、軍事費は20世紀初頭の対GDPで5%から3%まで削減された。

モルガン・スタンレーのウィルソン氏は「この時期は、実質賃金成長、高い生産性、均衡予算（すなわち、小さな政府）が見られ、住宅やヘルスケア、教育、食品、エネルギーなどの日常的なニーズを満たしやすい時期だった。過去15～20年とはほぼ真逆だった」と的確に指摘する。

二つの海外における主要な戦争の後、2008～2009年の世界金融危機、その後の成長鈍化、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）を受けて、米国の財政は世紀の変わり目の黒字から以前は戦時中にしか見られなかった水準の赤字へと落ち込んだ。超党派でつくる「責任ある連邦予算委員会（CRFB）」は昨年、2001年以来のGDP対比の連邦債務の増加の37%は大幅な減税の影響であるとし、33%は主要な歳出が原因、28%はリセッション（景気後退）に対応した政策の結果であるとした。連邦議会の予算のデータによれば、かなり回復はしたものの、9月30日で終了する2025年度の財政赤字は依然として1兆8000億ドルに上る。

ローゼンバーグ氏によれば、金にとっての転換点は2010年で、当時中央銀行は数十年ぶりに買い越しに転じた。米国の財政悪化と並んで、ローゼンバーグ・リサーチは、バーナンキ議長指揮下の連邦準備制度理事会（FRB）が量的緩和（QE）を導入した2008～2009年以来、金相場が4倍になっているのは偶然ではないと記す。量的緩和は、中央銀行が大量に債券を購入することを指す遠回しの表現で、現代版の紙幣の増刷方法である。



## 米国に対する信用力懸念が金の需要を後押しする

シタデルの創業者で大富豪のケン・グリフィン氏は、金の方がドルより安全資産だと見なされていると警鐘を鳴らしていたが先週、その効果について次のようにまとめていた。グリフィン氏はブルームバーグとのインタビューで「人々が実質的なドル離れを模索し、ポートフォリオから米国のソブリンリスクを切り離そうとする中で、ドル以外の資産の大幅なインフレが起きている」と語った。

金相場は、リセッションあるいはプライベートエクイティ（PE）やクレジットの危機といったFRBが金融システムに流動性を再び大量供給する事象が発生することもないまま4000ドルを突破した、とローゼンバーグ氏は言う。

スコット・ベセント財務長官は先週、2025年度予算における財政赤字の対GDP比率は昨年の6%から5%へ低下したと胸を張ったが、かつてはこの規模の財政赤字は深刻な景気悪化あるいは戦争期に限られたものだった。

金の発するメッセージは、経済が完全雇用を達成し、インフレが依然としてFRBの目標値の2%を上回って推移しているときに依然として大幅な財政赤字を計上しているとしたら、状況が厳しくなったら何が起きるかということだ。特に中央銀行が政権の従属物になった場合は。

当面、金価格の高騰には出遅れ懸念（FOMO）の側面がある。しかし、金価格をここまでけん引してきたファンダメンタルズは依然として健在だ。

By Randall W. Forsyth  
(Source: Dow Jones)

## 7. ITバブルとは似て非なるAIバブル

[コラム]

AI Isn't the Dot-Com Bubble, but That Won't Stop It From Ending Badly  
いずれ訪れるバブル崩壊の兆候を見極める四つのポイント

### ITバブルの本質



Chris Hondros / Newsmakers / Getty Images

ITバブルの本質を理解している人は少ない。そして人工知能（AI）バブルの本質もまた、一般に思われているほど単純ではない。AIバブルへの懸念が広がっている。ニューヨーク・タイムズ紙からグーグルの検索トレンドに至るまで広く取り上げられている。株式市場の急上昇に加え、クラウドGPUサービス企業のコアウィーブ<CRWV>やデータ分析企業のパラシティ・テクノロジーズ<PLTR>の台頭、そして半導体大手エヌビディア<NVDA>やチャットGPTを開発したオープンAIを筆頭にあらゆる業種のテック企業同士による循環的な取引関係を目の当

たりにして、「やはりバブルだ」という見方が強まっている。



弱気派にとって「ITバブル以来」という言葉は、特にバリュエーションに対する一種の合言葉のようになっている。一方で強気派は、2000年11月の上場からわずか9カ月後に破産したペット用品オンライン販売のペッツ・ドットコムのような明らかに過熱した投機銘柄が見当たらないことを理由に、まだバブルは愚かな段階には至っていないと主張する。だがこうした議論はいずれも、ITバブル崩壊がなぜあれほど壊滅的だったのかという本質を見落としている。それは単なる株式市場での投機熱だけの問題ではなかった。

「バブル」は、金融市場でもっとも乱用されている言葉の一つだ。ある企業群の株価上昇が、ファンダメンタルズに比べてばかげて高く見える時、すぐにこの言葉が持ち出される。キャシー・ウッド氏率いるアーク・インベストメント・マネジメントが運用する上場投資信託（ETF）、アーク・イノベーションETF<ARKK>で好まれた赤字のテック株が2020年から2022年にかけて急騰した現象は「バブル」と呼ばれた。同様に、2021年に始まったゲームソフト販売のゲームストップ<GME>や映画館チェーン大手のAMCエンターテインメント<AMC>など「ミーム株」への熱狂もバブルと評された。さらに2021年には特別買収目的会社（SPAC）のブーム、2017年と2021年には暗号資産（仮想通貨）ビットコインの高騰がバブルと見なされた。これらのバブルははじけたが、2022年の株式市場での一時的な調整を除けば株式市場や米国経済に長引く損害を与えることはなかった。

ITバブルは違った。確かに、ペッツ・ドットコムや即配インターネット通販のコズモ・ドットコム、さらには書店チェーンのバーンズ・アンド・ノーブルのオンライン事業のBNドットコムといった企業の株価を急騰させた投機熱が存在した。だが、ITバブルの本質は、別のところにある。

株式市場や米国経済に本当の損害を与えるのは、投機熱が現実経済に波及した時だ。例えば、電力会社モンタナ・パワーが電力事業から離れ、光ファイバー網の構築へと事業転換を図った時。また、優良企業のメディア大手タイム・ワーナーが、経営不振のネット接続サービス大手AOLと合併を決めた時などだ。当時、多くの米国人は株価上昇による含み益により消費を膨らませた。しかし株価が崩れると資産は一瞬で蒸発した。ITバブルの末期には、株価高騰はもはやインターネット関係の企業だけに限らなくなった。1999年、アマゾン・ドット・コム<AMZN>の株価上昇率はわずか28%だったが、通信半導体大手クアルコム<QCOM>は2600%も急騰した。

## AIバブルの現在地

AIバブルはまだその段階には至っていない。だが、そこに向かっているのは間違いない。オープンAIのチャットGPT、アルファベット<GOOGL>傘下のグーグルのジェミニなどは、簡単なコーディングや電子メールの下書き、一般的な調査業務であれば新人社員と同レベルでこなせる。将来、本誌の伝説的コラムニスト、アラン・エイベルソン氏のようなコラムを書くようになり、筆者の仕事を奪う日が来るかもしれない。AIは好奇心の対象から、経済と株式市場の双方をけん引する主役に変貌した。その経済的インパクトを正確に測るのは難しいが、今年上半期におけるAI関連設備投資が国内総生産（GDP）成長に寄与した度合いは、0.1%ポイントとする控えめな推計から成長全てをAIがけん引したとする見方までである。

S&P500指数の上位10銘柄のほぼすべてがAIによってけん引されている。22Vリサーチによると、これら上位10銘柄のリターンの約4分の3がAIによるものであるという。同様の傾向は業種別でも見られる。AIに肯定的に言及した資本財・サービスセクターの企業の株価は年初来14%上昇しているのに対し、AIにまったく言及しなかった企業の株価はわずか7.6%の上昇にとどまっている。

ブック・レポートのピーター・ブックバー氏は「概して言えば、米国経済と金融市場は生成AIエコシステムの構築にほぼ全面的に賭けている状態にある」と指摘する。とはいえ、AI投資が持続可能かどうかには疑念もある。他社に資金を貸し付け、その資金で自社製品を購入させるという循環的な資金調達（サーキュラー・ファイナンス）の規模が拡大しているからだ。オープンAIは、半導体大手アドバンスト・マイクロ・デバイシズ（AMD）＜AMD＞の半導体の購入契約に関連してAMDの株式の一部を取得するオプションを得た。また（オープンAIと共に巨額の投資プロジェクトを実施している）ソフトウェア大手オラクル＜ORCL＞と3000億ドル規模のクラウド契約を結んだ。全体で、オープンAIは今後、まだ手にしていない資金を含めて1兆ドルをAIインフラ構築に投じる計画である。

もし懸念がオープンAIだけなら、ここまで心配する必要はないだろう。しかし最近では、テキサス州でデータセンター向けに電力供給を計画するフェルミ＜FRMI＞、AIを活用して交通ソリューションを提供するヴィア・トランスポーターション＜VIA＞、そしてAIデータセンターやAIインフラの設計を手掛けるホワイトファイバー＜WYFI＞といった企業が相次いで新規株式公開（IPO）を行っている。まだ愚かな季節（シリー・シーズン）に入っているとは言えないが、また同じことが始まりそうだとし、市場にはすでに苦笑まじりの空気が漂い始めている。

## ■ 上昇相場を失速させる四つの要因

それでも、いま直ちにAIと距離を置く必要はない。S&P500指数が1995年から1999年までの間、毎年20%以上の上昇を続けたことを思えば、まだ上昇余地が残されている可能性がある。

ウェルス・コンサルティング・グループのタリー・レジャー氏は、この上昇相場を失速させかねない四つの要因に注視している。その要因とは、AIに必要な膨大な電力の供給が不可能になること、投資家がAI関連支出の採算性に疑念を抱き始めること、大手ハイテク企業の資本効率が悪化し投資家が失望すること、そしてテック企業が資金をAI投資ではなく配当や自社株買いによる株主還元へと振り向け始めることである。これらの相場反転要因が現実化するまでは、AIバブルを恐れるのではなく楽しむべきだ。

By Ben Levisohn  
(Source: Dow Jones)

## 8. 貿易戦争やハイテクバブルだけでは株式市場の大幅下落はない It Will Take More Than Trade Wars and Tech Trouble to Sink Stock Market. 企業業績が下支えとなり上昇基調は継続

[米国株式市場]

### ■ 10日に急落したものの上昇基調は変わらず

10月12日の日曜日に強気相場は3周年を迎えるが、投資家は人工知能（AI）バブルを懸念し、関税問題の再燃を口実に株式を売却することで、この節目を祝った。それでも大きな問題ではなく、市場が4周年も祝う可能性は十分にある。

すべての株価上昇には始まりと終わりがあり、先週はその終わりに当たった。主要株価指数を見ると、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は週間で2.7%安の4万5479ドル60セントとなった。S&P500指数



Michael Nagle/Bloomberg

は2.4%安の6552.51、ナスダック総合指数は2.5%安の2万2204.43で引けた。小型株のラッセル2000指数は3.3%下落し、2394.59で週末を迎えた。

先週はAIバブルの懸念を感じながら始まった。半導体大手アドバンスト・マイクロ・デバイス（AMD）＜AMD＞がオープンAIと、AIデータセンター用チップの販売と引き換えにAMDの株式をオープンAIが取得する契約を締結したことがきっかけだった。そして、トランプ大統領がトゥルース・ソーシャルで、中国との交渉が

「敵対的」になったと発言したことを受け、株価は急落して終わった。

しかし、わずかな調整局面があったとしても、2022年10月12日の底値から株式市場がどれほど好調に推移してきたかが隠されるわけではない。S&P500指数は、インフレの全般的な落ち着き、米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げ開始、持続的な経済成長、そしてあらゆる分野でのAIブームに支えられ、その日から85%上昇している。先週の下落が小幅な調整局面の始まりだとしても、この強気相場の上昇が4年目に突入する可能性は十分にある。

## 業績発表シーズン

### Market Snapshot



UBSグローバル・ウェルス・マネジメントのグローバル・エクイティ部門の責任者であるウルリケ・ホフマン・ブチャイディ氏は「ここ最近の急騰の後に調整局面が来ても驚くことではないが、株式相場の



上昇は堅調なファンダメンタルズに支えられており、これが引き続き市場を下支えすると考えている」と書いている。

そのファンダメンタルズだが、銀行大手のJPモルガン・チェース<JPM>、シティグループ<C>、ゴールドマン・サックス<GS>などによる14日の決算発表を皮切りに全面的に明らかになるだろう。シーポート・リサーチ・パートナーズによると、S&P500指数採用企業の利益は前年同期比8.8%増、売上高は同6.4%増が見込まれているが、この予想は低過ぎる可能性がある。これまでを振り返ると、企業の3分の2が予想利益を上回る決算を発表しているからだ。

第3四半期以降も利益は成長を続ける見込みだ。データセンター向けの半導体をはじめとするハードウェアの需要は引き続き堅調であり、AIソフトウェアは成長の初期段階にある可能性がある。利下げは金融や資本財などの景気敏感セクターにとって追い風となる見込みだ。その結果、ファクトセットによると、S&P500指数の売上高は2025年末から2027年にかけて年率6.4%で成長し、利益は年率14%のペースで増加すると予想されている。

### 割高感も金利低下を背景に大きな懸念ではない

さらなる上昇の障害があるとすれば、S&P500指数のバリュエーションが要因となる可能性がある。12カ月先の予想利益に対して23倍という株価収益率（PER）がこれ以上大きく上昇する余地は少ない。しかし、特に金利の低下はバリュエーションのハードルを引き下げることから、PERは安定し得る。トゥルイストの最高投資責任者（CIO）であるキース・ラーナー氏は「FRBの利下げと堅調な利益が続けば、少なくともPERが安定する環境は整っていることになる」と語る。

たとえ、現在の市場がそれほど安定しているとは感じられなくても。

By Jacob Sonenshine  
(Source: Dow Jones)

## 9. オープンAIによる1兆ドルの支出計画が引き起こした強気相場

[ハイテク]

Bubble or Not, the AI Spending Binge Is Unprecedented  
問題は、資金調達のめどがまだ立っていないこと

### 目下のAIトレードは本物か？

2025年の強気相場を悩ませている大きな疑問は、1990年代のドットコム投資ブームに似た人工知能（AI）バブルが起こっているのではないか、である。

サプライヤーが顧客企業に資金を提供し、AIデータセンターという単一の資産クラスに投資が集中するなど、バブルの兆しが表れている。こうした最近の動向はいずれもAIコンピューティングへの飽くなく需要によって支えられており、その立役者が2022年にチャットGPTを世界に送り出して生成AIブームを引き起こしたオープンAIだ。

AI需要は旺盛だが、AI関連銘柄の株価を上昇させている要因は将来の投資収益率への期待である。メタ<META>（旧フェイスブック）、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アルファベット





Kyle Grillo/Bloomberg

<GOOGL>、マイクロソフト<MSFT>の2025年のAI設備投資額は合計3350億ドルに上る見通しだ。

一方、ベンチャー企業情報データベースのクランチベースによると、AI関連スタートアップは2024年以降に総額2590億ドルを調達した。その先頭に立つのはオープンAIで、2025年に過去最高となる400億ドルの資金調達ラウンドを実施した。ただし、この調達額はオープンAIが約束済みの将来の支出額を大きく下回っている。

## オープンAIが1兆ドルの支出計画を打ち出す

オープンAIの最高経営責任者（CEO）であるサム・アルトマン氏は昨年、世界中に新たなAIデータセンターを建設するという巨額の投資計画を潜在的なパートナーに売り込み始めた。これは、チャットGPTの応用範囲をグーグル検索の規模に広げる計画の一環である。

オープンAIは現時点で、消費電力の合計が16ギガワットの複数のデータセンターを建設する契約を締結済みだ。ウォール街の推計によると、そのための投資額は約7500億ドルに上る。

さらにオープンAIは企業向けソフトウェア大手のオラクル<ORCL>との間で、今後5年間で3000億ドル相当のクラウドコンピューティングサービスを購入する契約も結んでいる。オープンAIが公表した支出の現時点での総額は約1兆ドルだ。

## 1兆ドルの資金をどうやって賄うのが問題

オープンAIが歴史上最も注目を集めたスタートアップ企業であることは確かであり、オープンAIを支えたいと考えている投資家は多い。しかし、1兆ドルという金額は常軌を逸している。これは米国の2024年の国内総生産（GDP）の約3.4%に相当する。しかも、オープンAIは依然として巨額の損失を抱え、その額は増えている。筆者はAIの可能性を強く信じているが、数学も信じている。オープンAIの場合、投資額と損益との帳尻が合っていない。

オープンAIとそのパートナーは1兆ドルの支出のための資金をどうやって賄うのか。1兆ドルの支出計画はAIトレードによる相場の急騰の原動力となっているのに株式市場がさほど懸念していないのはなぜか。

オープンAIが必要とする資金のうち約1000億ドルは半導体大手エヌビディア<NVDA>からの出資によって賄われる。他にも、オラクルやソフトバンクグループ<9984>といった資金力のあるパートナーが資金を提供する。

だが、残りの少なくとも8000億ドルの資金はどこから調達しなければならない。その源泉はキャッシュフローか、株主資本か、負債か。そのいずれであっても、企業財務の長い歴史の中でこれほど巨

額の資金を集めた例はない。ちなみに8000億ドルはアップル<AAPL>が創出するフリーキャッシュフローの10年分に相当する。

オープンAIが野心的な目標を達成する上で直面するもう一つの障害は電力かもしれない。

オープンAIは、エヌビディアの出資を得て、半導体大手アドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>の半導体を使用する16ギガワット相当のデータセンターを建設すると発表している。米国で最後に建設された2基の原子炉、ジョージア州のボーグル3号炉とボーグル4号炉はそれぞれ1.1ギガワットの発電能力を持つ。投資額は最終的に300億ドルを超え、建設には15年を要した。オープンAIの野心的な目標を実現するには、こうした原子炉が15基必要となる。

## 資金を調達できなければ強気相場は崩壊

オープンAIがアルトマン氏の野望を実現するための資金を調達できない場合、強気相場の基盤を揺るがす連鎖反応が起こる可能性がある。オープンAIとオラクルによるクラウドサービス利用契約締結の発表を受けてオラクルの株価は36%高と急騰し、時価総額は1日で2480億ドル増えた。オープンAIがオラクルに支払うための資金を調達できない場合、オラクルの株価は急落するだろう。

これは、オープンAIを中心に、時価総額で世界最大のエヌビディアからクラウドプロバイダー、土地開発会社、電力会社、ガスタービンメーカーに広がる、深刻なカウンターパーティーリスクの一例にすぎない。

足元のAI株の上昇がバブルなのかどうかはまだ分からないが、これだけは言える。一つの民間企業が株式市場の成功にこれほど中心的な役割を果たしたことはかつてなかった。

By Adam Levine  
(Source: Dow Jones)

## 10. 2021年以降低迷したバイオ株、いま再び上昇へ Biotech Stocks Have Struggled Since 2021. Why They're Coming Back. 薬価政策等への懸念が和らぎ、M&A期待も追い風に

[経済関連スケジュール]

### ファイザー、メルク、上場投資信託SPDR S&Pバイオテックなど

ここ数年低迷していたバイオテクノロジー株に変化が生じている。株価が上昇に転じたのだ。製薬大手ファイザー<PFE>とホワイトハウスの中で成立した薬価合意や、相次ぐM&A（合併・買収）の動きが追い風となり、中小型バイオ株を組み入れた上場投資信託（ETF）SPDR S&PバイオテックETF<XBI>は9月25日以降に9.5%上昇し、年初来では16.6%の上昇となっている。

バイオ株の勢いが失われたのは、約5年前にさかのぼる。コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）初年に当たる2020年には、低金利とバイオ医薬品事業への投資熱を背景に急騰したが、そのバブルは2021年2月に崩壊。SPDR S&PバイオテックETFは6月までに50%超下落した。パンデミック期には、質の疑わしいバイオテック企業が次々に上場し、プロ投資家の資金が将来性のない銘柄に塩漬けとなった。金利上昇も重なり、投資家は投機的なバイオ株への投資を手控えるようになった。



Illustration by Elias Stein

しかし、いま構造的な問題が解消に向かい始めている。倒産の波がプロ投資家の資金を解き放ち、政権の医薬品価格政策をめぐる懸念も和らぎつつある。さらに利下げによって、投資家はよりリスクの高い分野に資金を移す可能性がある。加えて、ファイザーやメルク<MERK>など大手製薬が深刻な「特許の崖（パテントクリフ）」、つまり特許切れ問題に直面していることもM&Aを促す要因だ。

みずほ証券のヘルスケア株ストラテジスト、ジャレド・ホルツ氏は、M&A動向の予測は難しいとしながらも「敵対的な政治環境が多少なりとも緩和すれば、むしろ追い風になるはずだ」と指摘する。

一方、キャンター・フィッツジェラルドのアナリスト、ジョシュ・シマー氏とエリック・シュミット氏は「過去の上昇局面が長続きしなかったため、投資家は神経質になっている」と分析する。それでも「この業界は収益性が一段と高まっており、われわれは未知の領域に踏み込んでいる。今回は本物かもしれない」と付け加えた。

## 先週の出来事

### 市場動向

日本の与党・自民党が次期首相の有力候補となる新総裁に高市早苗氏を選出した。高市氏が首相に指名されれば、日本初の女性首相となる。日本株は上昇し最高値を更新した一方で、円は下落した。米国では政府閉鎖が続いている。金先物は4000ドル（1オンス当たり）の大口を突破した。S&P500指数は7営業日連続で上昇した後、7日に反落。8日に再び最高値を更新したが、9日には再び下落に転じた。トランプ大統領が10日、対中貿易で強硬姿勢を打ち出し、追加関税100%にも言及したことで、株価が下落。

週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は前週末比2.7%下落、S&P500指数は2.4%下落、ナスダック総合指数も2.5%下落となった。

### 企業動向

- ・電気自動車（EV）大手のテスラ<TSLA>は、スポーツ用多目的車（SUV）「モデルY」の低価格版を発表した。
- ・半導体大手アドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>は、対話型AI(人工知能)「チャットGPT」を開発するオープンAI（OpenAI）との間で、オープンAIが運営するデータセンターでAMD製半導体を使用する5年間の契約を締結した。オープンAIは最終的にAMD株の最大10%を取得する可能性がある。
- ・米連邦政府は、カナダ・バンクーバーを拠点とする小規模な鉱山会社トリロジー・メタルズ（従業員5人）の株式10%を取得すると発表した。
- ・英製薬大手アストラゼネカ<AZN>は、バイオテクノロジー企業アルジェン・バイオテクノロジーズのAIを活用した遺伝子編集プラットフォームを5億5500万ドルでライセンス契約した。
- ・自動車部品メーカーのファースト・ブランズ・グループが米連邦破産法第11条（日本の民事再生法に

相当)の適用を申請したことを受け、スイス金融大手UBS<UBS>と米投資銀行ジェフリーズ・ファイナンシャル・グループ<JEF>は、自社ファンドが損失を被ったことを認めた。企業の短期資金調達を支援する米金融サービス会社レイストーンは、債権者として23億ドルを「失った」と述べている。

・中国が米国産大豆の購入を停止した影響で米国の主要農産品である大豆の輸出が急減。秋の収穫期を迎え、米国の農家に救済措置が検討されている。また中国は、レアアース輸出管理を強化した。

#### M&A (合併・買収) など

・大手地方銀行のフィフス・サード・バンコプ<FITB>は、金融サービス会社コメリカ<CMA>を109億ドルで買収することで合意したと発表した。

・日本のソフトバンクグループ<9984>は、データセンター向けに電気機器を供給するスイスのABB<ABBN.スイス>から産業用ロボット事業を約54億ドルで買収すると発表した。

・英金融大手HSBCホールディングス<HSBA>は、傘下の香港地場銀行、恒生(ハンセン)銀行<11・香港>を買収により非公開化すると発表した。HSBCはハンセン銀行の株式63%を保有しており、残る37%を買い付ける。

### 今週の予定

10月13日(月)

米債券市場はコロンブスデーの祝日で休場。

10月14日(火)

7~9月期決算シーズンが始まる。14日には、資産運用大手ブラックロック<BLK>、銀行大手シティグループ<C>、ゴールドマン・サックス<GS>、JPモルガン・チェース<JPM>、ウェルズ・ファーゴ<WFC>、医薬品大手ジョンソン・エンド・ジョンソン(J&J)<JNJ>が決算発表。15日には、医薬品アボット・ラボラトリーズ<ABT>、半導体製造装置メーカーのASMLホールディング<ASML>、銀行大手バンク・オブ・アメリカ<BAC>、モルガン・スタンレー<MS>、物流不動産大手プロロジス<PLD>、航空大手ユナイテッド航空ホールディングス<UAL>が続く。16日には、金融サービス会社チャールズ・シュワブ<SCHW>、半導体受託生産の台湾積体回路製造(TSMC)<TSM>、地方銀行のUSバンコプ<USB>が発表し、17日にはクレジットカード大手アメリカン・エクスプレス<AXP>の決算発表で週を締めくくる。

10月15日(水)

連邦準備制度理事会(FRB)は、今年8回のうち7回目となる「地区連銀経済報告(ページブック)」を公表する。この報告は、全米12地区連邦準備銀行から集めた、現在の経済情勢に関する声をまとめたものだ。

10月16日(木)

国勢調査局(商務省)が9月の小売売上高を発表。市場予想は前月比0.4%増で、8月を0.2ポイント下回る。



## 統計と数字

1兆8000億ドル: 2025会計年度の米財政赤字額。関税収入が増加したにもかかわらず、2024年度からほぼ変わらず。

0.72%: 米社債と米国債の利回り差。1998年以来の水準まで縮小した。

330億ドル: 投資家が上場投資信託のSPDR S&P500から引き揚げた資金額。年間ベースでは過去最大の流出となる見通し。

80%: 退職後の生活資金目標に「ほとんど、またはまったく進展していない」と回答した米国の労働者の割合。

By Josh Nathan-Kazis  
(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』 2025/10/12

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