

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/10/19

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIJI PRESS



DOW JONES

1. 原子力発電会社コンステレーション・エナジーにはAIに必要な「パワー」がある - Constellation Energy Has the Power That AI Needs. The CEO Is Making the Most of It. [カバーストーリー] P.1 敏腕CEOの下で巨大テクノロジー企業と長期の電力売買契約を締結
2. 米銀好決算の陰に“見えないリスク” - Banks' Strong Earnings Leave Investors Digging Deeper for Trouble Spots [フィーチャー] P.7 ダイモン発言が映す市場の不安
3. 電力インフラの雄、クアンタ・サービスが今、買いたい - This Company Powers AI Infrastructure. Buy the Stock. [注目銘柄] P.10 電力インフラの支配者がAI革命の影の立役者となる理由
4. ボラティリティ再来、平常心を保てるポートフォリオ構築 - Volatility Is Back in the Stock Market. Here's the Zen Way to Handle It. [フィーチャー] P.13 リタイア後も安心して眠れる投資戦略
5. 激化するアクティブトレーダー獲得戦 - Brokerages Battle to Win Over Active Investors. Trading Platforms Are the New Arms Race. [フィーチャー] P.15 証券会社は相次いで新プラットフォームをリリース
6. 無視界飛行を続ける米連邦準備制度理事会 - The Fed Has Been Flying Blind. It Doesn't Have To. [フィーチャー] P.19 旧パラダイム卒業の時期
7. 米国で拡大する経済悲観論を検証する - AI Is Driving Growth. But It Isn't the Only Game in Town. [コラム] P.21 AIバブル崩壊懸念は行き過ぎか、個人消費と企業に関する指標は強弱まちまち
8. 株式市場は銀行株の急落を乗り切る - The Stock Market Survives a Bank Scare. [米国株式市場] P.23 割高な株式市場に対して懸念材料を示唆している可能性も
9. 株価暴落よりも懸念すべきことがある - Worried About a Crash? Here's What You Should Be Worried About Instead. [コラム] P.25 財政赤字が金融緩和を迫る
10. ニュージーランドの新しい投資家向けビザ制度 - New Zealand's 'Golden Visa' Targets the Affluent in Search of Plan B. [経済関連スケジュール] P.28 外国の富裕層をターゲットに

※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。

1. 原子力発電会社コンステレーション・エナジーにはAIに必要な「パワー」 [カバーストーリー] がある

Constellation Energy Has the Power That AI Needs. The CEO Is Making the Most of It.

敏腕CEOの下で巨大テクノロジー企業と長期の電力売買契約を締結

株価は上場以降で750%以上の上昇



Photograph by Caroline Gutman

人工知能（AI）業界の主要企業は、先を争ってデータセンターの電力を確保しようとしている。そんな中、ジョー・ドミンゲス最高経営責任者（CEO）率いる電力会社コンステレーション・エナジー＜CEG＞は、世界で最も多くの電力を発電する企業になろうとしている。

コンステレーションは電力の大部分を米国内の複数の州に存在する21の原子炉で発電しており、米国の原子力発電の約4分の1を占める。風力発電所と水力発電所も所有している。また、米国最大級の天然ガス発電会社カルパインを買

収しようとしている。

しかし、コンステレーションの一般的な知名度は決して高くない。ドミンゲスCEOが5月にホワイトハウスを訪れた時、トランプ大統領はコンステレーションの規模を知って驚いた。トランプ氏はドミンゲス氏に「大変素晴らしい。君は実に控えめだな」と述べた。ドミンゲス氏は「私を控えめとおっしゃる方は珍しいですよ、大統領閣下」と返した。

コンステレーションは3年前に公益電力会社エクセロン＜EXC＞からスピンオフされた。エクセロンが送配電網やカスタマーサービスなどの規制対象事業を継続し、コンステレーションは発電事業を引き継いだ。コンステレーションのような独立発電事業者は、規制対象公益企業とは異なり、企業に電力を直接販売したり、競争入札で事前に決められた価格で消費者に電力を販売することができる。

コンステレーションの株価は電力需要と同様に上昇する一方だ。2022年の上場以来、株価は750%以上の急上昇を遂げ、時価総額は1250億ドルに達した。これはコンステレーションと、メタ＜META＞（旧フェイスブック）とマイクロソフト＜MSFT＞が、コンステレーションの原子力発電所で発電されたAIデータセンター向けの電力を購入する契約を締結したことによるものだ。テクノロジー企業は、コンステレーションのクリーンで信頼性の高い電力を必要としており、高額な料金を支払うこともいとわない。

一部の推計によれば、AIデータセンターの電力需要は2030年までに10倍に増加する可能性がある。増加分だけで原子炉45基分に相当する。ドミンゲス氏は、この市場を最大限に活用しつつ、リスクを最小限に抑制するための明確な行動を実施している。過去20年間で、「次なる電力需要の波」と考えられていたものを追求した結果、6社の大手電力会社が破綻した。AIの波が崩壊したらどうなるだろうか。ドミンゲス氏は同じ轍（てつ）を踏む気はない。

ドミンゲス氏は、本誌が過去1カ月間で実施した一連のインタビューの中で、どのようにしてコンステレーションの短期的な収益の急増を長期的な成長ストーリーに変えるかについて語った。第一に、誰が業界内で本当に力を持っているのかに留意する必要がある。ドミンゲス氏は「私が顧客にしようとしている企業は、時価総額が3兆5000億ドルや4兆ドルといった企業だ。そんな企業にどうすればついでいけるだろうか」と語る。

一つの答えは規模拡大だ。1月、コンステレーションは非公開企業のカルパインを266億ドル相当の株式と現金で買収することで合意した。発表以来、コンステレーションの株価は30%超上昇している。買収は順調に進んでおり、司法省が土壇場で異議を申し立てない限り、今後数週間以内に完了する見込みだ。

買収によって、コンステレーションの潜在的な発電能力は約80%拡大する。カルパインは全米に61カ所の天然ガス発電所、大規模なバッテリー貯蔵施設、米国最大の地熱電源である地熱貯留層の「ガイザー」を所有している。カルパインによると、ガイザーは非常に安定的に蒸気を産生しており、サンフランシスコ全体に電力を供給できる。

買収の結果、コンステレーションは4000万世帯以上に電力を供給するのに十分な発電能力を獲得することになる。コンステレーションはその大部分を、データセンターなどの企業に販売する。

CEOは原子力発電の税制優遇措置や規制緩和の立役者

63歳のドミンゲス氏は、エネルギー会社のCEOとしては新しいタイプだ。探査、精製、発電所運営などではなく、法務と政府関係部門で実績を上げてきた。そのため、エネルギー業界が現在直面している課題に対応するためのスキルを十分に備えている。

キューバからの移民の家庭に生まれたドミンゲス氏は、大学で工学を学んだ後、ロースクールに進学して特許弁護士になることを目指していたが、検察官に進路を変え、囑託殺人やマネーロンダリング事件の起訴を担当した。2002年に法務スキルを買われてエクセロンに入社し、社内に山積していた法務上の問題を解決した。

ドミンゲス氏は、優秀な検察官らしく切れ味のある話しぶりで、複雑な概念を分かりやすい言葉で説明するのがうまいと同僚に評されている。その後間もなく、エクセロンはドミンゲス氏を政府関係部門に異動させた。その結果、イリノイ州で電力料金の値上げを凍結しようとする提案を食い止めることができた。またドミンゲス氏は、イリノイ州とニューヨーク州で、物議を醸していた原子力関連の補助金の可決に貢献した。さらに、両州に対する主張と同じ理屈に基づき、ゲームチェンジャーとなる連邦法が成立した。2022年、インフレ抑制法（IRA）に基づく原子力発電所の税制優遇措置が導入され、電力料金の実質的な下限が設定されたのだ。

この税制優遇は原子力業界を消滅から救った。2012年から2021年にかけて、米国では12基の原子炉が稼働を停止した。主な理由は、ベースロード電源としての価値にもかかわらず、割安な天然ガスや再生可能エネルギーに入札で勝てないことだった。しかし、2022年に税制優遇が導入されて以降、稼働を停止した原子炉はない。さらに、2社は既に閉鎖した原子炉を再開すると発表した。コンステレーションは、税制優遇などによって、2023年から2020年代末にかけて基礎的な利益が年10%以上のペースで成長するとしている。

トランプ大統領の「一つの大きく美しい法案」では、風力と太陽光への優遇が撤廃されたにもかかわらず、原子力への優遇は存続した。原子力発電は、エネルギーに関して共和党と民主党の両政権から支持されている数少ない分野の一つだ。今では国民にも人気がある。ギャロップの世論調査によると、原子力業界を好ましいと思う人の割合は、2016年の44%から今年は61%まで上昇している。

ドミンゲス氏は一連の流れの中で業界の主要なアンバサダーとして活躍した。プライベートエクイティ企業エナジー・キャピタル・パートナーズの創設者であるダグ・キンメルマン氏は「公益業界、特に原子力発電所に関しては、多くの規制上の障害がある。しかし、ドミンゲス氏は思考が非常に明晰（めいせき）で、ナンセンスな規制を切り抜けることができる」と語る。なお、エナジー・キャピタル・パートナーズはカルパインをコンステレーションに売却した企業である。

キンメルマン氏は、他の政策（原子炉の許認可の加速など）に関しても、トランプ大統領とエネルギー関連の高官を説得できたのはドミンゲス氏のおかげだという。キンメルマン氏は「私はドミンゲス氏が単身で（大統領に）原子力のメリットを教えたと考えている」と語る。なお、キンメルマン氏は共和党の大口献金者で、トランプ大統領にドミンゲス氏に関して話したと述べている。本誌はホワイトハウスにコメントを求めたが、返答はなかった。

ドミンゲス氏自身は共和・民主両党の政治家に献金しており、どちらの党の支持者とも言い難い。5月、ドミンゲス氏はホワイトハウスで開催された原子力関連の大統領令の署名記念式典で、トランプ大統領を大げさに褒めたたえた。さらに、一部の環境関連規制には反対しており、太陽光と風力発電の拡大に過度に依存した排出量ネットゼロ政策を掲げる州を非現実的だと批判している。

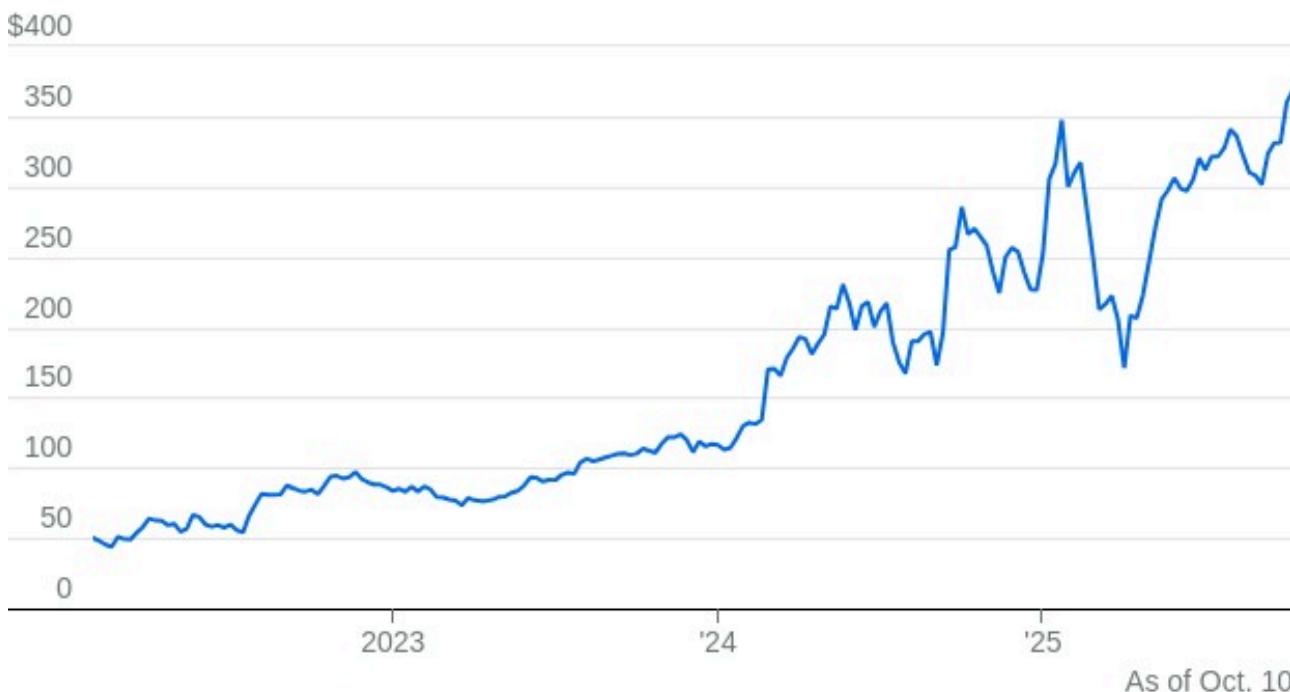
しかし、ドミンゲス氏は気候変動について、エネルギー企業が正面から取り組むべき切迫した問題と考えており、トランプ政権とは見解が異なる。ドミンゲス氏は2023年にバイデン政権下で導入された排出量規制に反対する発電所の所有者を公然と批判している。一方、トランプ大統領は電力業界に対するすべての炭素排出量基準を廃止しようとしている。

ドミンゲス氏には、環境に優しい政策を支持する経済的なインセンティブがある。コンステレーションの原子炉の電力料金が石炭や天然ガスの火力発電所より高い理由の一つは、二酸化炭素を排出しないためだ。しかし、コンステレーションはカルパインの買収によって、間もなく米国最大規模の天然ガス火力発電所を所有することになり、排出量は大幅に増える。ドミンゲス氏は、カルパインの買収は自身の気候変動に関する見解と整合的であると語る。カルパインがドミンゲス氏にとって魅力的である理由の一つは、炭素回収に取り組んでいることだ。炭素回収は、発電所から排出された二酸化炭素を回収して液化し、地下に貯留するプロセスだ。ドミンゲス氏は、もしコンステレーションがより多くの天然ガス火力発電所を建設するならば、炭素回収技術を搭載できるような設計にしたいと言う。

この点から見て、コンステレーションの次なる買収のターゲットは、炭素排出量がはるかに少ない企業になる公算が大きい。ドミンゲス氏は9月、再生可能エネルギー発電資産に注目していると述べた。トランプ大統領と議会が補助金を削減しているため、いずれ割安な価格で資産が売却されるはずだという。ドミンゲス氏は「その時々で政治的に人気のあるものだけに投資するわけにはいかない」と語る。

Constellation Energy

(CEG / Nasdaq)



Source: FactSet

発電所の資産価値は時価総額を大幅に上回る

コンステレーションとAIブームのつながりは、コンステレーション株の最大のセールスポイントであると同時に、最大の潜在的リスクでもある。1月、中国のAI開発企業ディープシークが登場したことで、投資家は本当にAIが多くの電力を必要とするのか疑い始め、株価は急落した。AIブームに保証は全くない。さらに、発電所の建設資金を回収する前に、データセンターは役に立たなくなる可能性がある。

AIによる電力需要の急増が続くとしても、ドミングス氏は自身に特有のリスクに直面するだろう。コンステレーションが巨大なAI企業についていくには、いずれ新たな原子炉やガス火力発電所を建設しなければならない可能性がある。しかし、ドミングス氏が発電所の建設に携わった経験は乏しい。ドミングス氏は自身の経験から、建設の遅れとコストオーバーによって、電力会社が債務のスパイラルに陥ることを知っている。ドミングス氏は本誌とのインタビューで「私の発電所建設に関する知識は、壊滅的な結果となった20年前のニューイングランドで止まっている」と語った。

「壊滅的な結果」というのは、2000年代前半にマサチューセッツ州で一連の発電所建設プロジェクトが大幅に遅延し、訴訟につながったことだ。当時、苦しんだのはエクセロンだけではなく、電力会社にとっては困難な時代だった。電力需要は停滞し、規制は変化していた。1990年代から2000年代前半にかけて、米国の約半数の州が電力市場の規制を緩和し、発電事業は独占的な公益電力会社の手から解放された。新たな独立系発電事業者が市場シェアの獲得に走り、数十もの発電所を購入、あるいは建設した。複数の企業が急速に拡大し過ぎた結果、財政難に陥った。2000年代前半から半ばにかけて、カルパインとNRGエナジー<NRG>は破産法の適用を申請した。明らかな詐欺会社もあった。エクセロンの数多くの事業の一つは発電だった。

現在の電力市場は当時とは大きく異なるが、過剰建設のリスクは変わらない。フェルミ<FRMI>などの一部の新興企業は、テクノロジー企業からの収入を当て込んで、事実上、投機的に発電所を建設している。

ドミンゲス氏が発電能力の増強を巡るリスクに対処する方法の一つは、発電所を新設するのではなく、既存の資産を拡大・更新することだ。この戦略の典型が、1979年の悪名高い炉心溶融（メルトダウン）の現場となったスリーマイル島である。コンステレーションはこの島において、事故とは無関係の原子炉を保有している。原子炉は2019年に経済的理由から稼働を停止したが、コンステレーションは2027年までに稼働を再開しようとしている。その一環として、スリーマイル島の原子炉で発電した電力を20年にわたってマイクロソフトに販売する契約を締結した。アナリストによると、料金は近隣地域の現行価格の2倍以上とみられる。同様に、メタもコンステレーションのイリノイ州の原子力発電所から電力を20年間購入する契約を結んだ。

コンステレーションの株主はこうした取引に好意的である。20年にわたって平均以上の電力料金を固定できるからだ。ドミンゲス氏は直近の決算説明会で、同様の契約について「野球でいえば7回まで来た」と述べた。先月のインタビューでは、当該契約の交渉は順調に進んでおり、新たな買い手候補が取引を模索していると語った。

コンステレーションは発電設備のアップグレードによって発電容量を拡大しようとしている。このような戦略は「アップグレーティング（増強）」と呼ばれる。ドミンゲス氏は、アップグレーティングによって、大型原子炉5~6基分に相当する発電能力を増やせると考えている。

データセンターに電力を供給するもう一つの方法は「カーテイルメント（抑制）」である。仕組みはこうだ。発電所は通常、十分な電力需要がないためフル稼働していない。しかし、1年間のうち数日だけ（熱波が到来した日など）、送配電網に過大な負担がかかる。一部の企業はこの間、電力消費を抑制する代わりに、電力料金の割引を受けたいと考えている。電力を24時間365日必要とするデータセンターは、料金を支払ってでも電力を使いたいと思っている。コンステレーションは両者の間を仲介し、少額の仲介料を得る。コンステレーションによると、12月までに原子炉約1基分に相当するカーテイルメント契約を仲介できる可能性がある。

コンステレーションの来年の利益は22%増加する見込みで、S&P500指数の13.8%増を大幅に上回る。しかし、その成長の大部分は既に株価に織り込まれている。コンステレーションの2026年予想株価収益率（PER）は32.9倍だ（S&P500指数は20.8倍）。

もう一つ、コンステレーションの株式に投資する、より強力な根拠がある。それは、コンステレーションの資産の再調達価額と現在の時価総額との比較だ。コンステレーションが所有する発電所を現在、建設しようと思ったら、コンステレーションとカルパインが当初支払った金額ではとても足りない。新たな天然ガス発電所の建設コストは急騰しており、1キロワット（kW）当たり約2500ドルとなっている。原子炉なら1kW当たり1万ドル以上だ。現在、カルパインとコンステレーションの合計企業価値は約1500億ドル、発電能力は約60ギガワット（GW）となる見込みだ。これは1kW当たり約2500ドルに相当し、原子炉の価値や、発電所が既に送配電網に接続されているという事実（新興企業は接続まで5年かかることもある）をほとんど織り込んでいないことになる。

再調達価額を保守的に推計しても、買収後の企業価値はかなり高くなる。例えば、天然ガス発電所が2

500ドル、原子力発電所が8500ドルとしてみよう（政府による最終コスト推計の一つに基づく）。コンステレーションとカルパインの発電所の構成を考慮すると、資産の再調達には恐らく1kW当たり4000ドル以上かかる。これは両社の現在の企業価値の合計を60%超上回る。

投資家はAIを巡る熱狂を手っ取り早く利益に変えるために、次に流行するエネルギー株を探している。ドミングス氏のビジョンはすぐには実現しないかもしれないが、今後何が起きるとしても、コンステレーションは中心的な役割を果たすだろう。

Powering Up

The plants of Constellation and Calpine together will cover the country and provide energy from a wide variety of sources.

■ Battery Storage Facilities ■ Gas / Oil ■ Nuclear ■ Renewable



Note: Renewables include solar, wind, geothermal, biomass, and hydroelectric power. Some plant locations are under development.

Source: Company reports

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

2. 米銀好決算の陰に“見えないリスク”

Banks' Strong Earnings Leave Investors Digging Deeper for Trouble Spots
ダイモン発言が映す市場の不安

[フィーチャー]

好決算の熱気と市場のざわめき



Michael Nagle/Bloomberg

先週後半、二つの銀行の開示内容が投資家心理を揺さぶったものの、金融大手の最新決算は総じて堅調で、一部の投資家からは「何をそんなに懸念しているのか」との声も上がった。

米最大手の商業銀行であるJPモルガン・チェース<JPM>、リテール金融に強みを持つウェルズ・ファーゴ<WFC>、全米展開の総合金融グループであるバンク・オブ・アメリカ<BAC>、グローバル展開するシティグループ<C>に加え、投資銀行大手のゴールドマン・サックス・グループ<GS>とモルガン・スタンレー

<MS>が発表した2025年7～9月期（第3四半期）決算は、ウォール街の活況、メインストリート（実体経済）の底堅さ、そして消費者の健全な資金繰りを浮き彫りにした。

各社の決算説明会では、アナリストや記者から経営陣に対し、次々と懸念が投げかけられた。「投資家がまだ把握していない形で金融リスクが積み上がっているのではないか」「融資ポートフォリオにひずみが生じているのではないか」「今秋に相次いだ自動車関連企業2社の破綻は、借り手の財務体質の悪化を示しているのではないか」といった声が相次いだ。

各行が強調する信用の健全性

簡潔に言うと、経営トップらは懸念を否定した。バンク・オブ・アメリカの最高財務責任者（CFO）のアラステア・ボースウィック氏は「信用ポートフォリオは堅調に推移しており、特段の変化は見られない」という。純貸倒償却額と延滞率はいずれも改善し、「信用ポートフォリオは現時点ではきわめて健全である」と強調する。

他の大手行幹部もほぼ同様の見解を示した。ウェルズ・ファーゴは、返済が滞る可能性のある顧客に備える貸倒引当金を減額。シティグループは、延滞率の指標が過去1年間で改善したと説明した。JPモルガン・チェースは、カードローン全体の今年の予想純貸倒率を、3.6%から3.3%へ引き下げた。

JPモルガンのジェレミー・バーナムCFOは「消費者と中小企業は依然として底堅い」と述べた。労働市場が弱まれば信用状況は最終的に悪化するとしながらも、「現時点ではその兆しは見られない」と付け加えた。

世界経済を広く見渡す各大手銀行は、消費者と企業の健全性についてそろって力強いメッセージを発した。粘着性のあるインフレ、貿易戦争、政府機関の一部閉鎖、トランプ政権の移民政策が労働市場を圧迫し、複数の逆風が重なる中でも、銀行の業績は、経済全体に見られる一見矛盾した動きと歩調を

合わせている。

株価は史上最高値に迫る水準にある一方で、消費者マインドは低迷している。米連邦準備制度理事会（FRB）の最新のベージュブックによれば、消費支出は高水準を維持し、失業率も比較的低いものの、経済活動は鈍化し、企業による人員削減が進んでいるという。

Earning Their Keep

Major U.S. banks' third-quarter financial results topped analyst estimates across the board.

Company / Ticker	Recent Price	1-Week Change	Q3 EPS	Analysts' EPS Estimate	Q3 Revenue (billion)	Analysts' Revenue Estimate (billion)
Bank of America / BAC	\$50.44	1.3%	\$1.06	\$0.95	\$28.1	\$27.5
Citigroup / C	96.26	0.4	1.86	1.73	22.1	21.0
Goldman Sachs Group / GS	758.09	-2.8	12.25	11.03	15.2	14.1
JPMorgan Chase / JPM*	298.54	-2.3	5.07	4.85	47.1	45.5
Morgan Stanley / MS	160.02	2.4	2.80	2.10	18.2	16.7
Wells Fargo / WFC	84.00	5.1	1.66	1.55	21.4	21.1

Note: Data through Oct. 16. *Revenue and expectation on a managed basis, a non-GAAP measure

Source: FactSet, company reports

浮上する不安要因と投資家心理の揺らぎ

それでも、先週発表された銀行決算には、かすかな陰りが差した。自動車関連企業のファースト・ブランズとサブプライムローン会社のトライカラー・ホールディングスが相次いで経営破綻したことで、投資家の間では「どこかで何かが崩れ始めているのではないか」との不安が広がった。加えて、地域金融機関のザイオンズ・バンコーポレーション<ZION>とウエスタン・アライアンス・バンコーポレーション<WAL>が、一部個人向け融資の対応に苦慮していると開示したことも警戒感を強め、週末にかけて銀行株の足かせとなった。

米証券会社トゥルリスト・セキュリティーズのアナリスト、ブライアン・フォラン氏は「これまでの銀行の決算はいずれも健全で、むしろ予想を上回る内容だった」と指摘する。フォラン氏は、信用コストや個人ローンの延滞率、問題を抱える商業用不動産の状況が総じて良好である点を挙げたうえで、「それでも過去6週間で3件目となる巨額の不正損失が発覚し、投資家心理を冷やしている」と述べた。

好況と警戒が交錯するウォール街

米国の主要銀行の経営幹部らは、足元で見られる一部の弱さを一時的な要因と位置付け、ストレスの兆候には引き続き注意を払っていると強調した。シティグループの決算説明会で、マーク・メイソンCFOは、法人向け延滞債権の小幅な増加は「2件の特異な格下げ」が要因であり、消費者信用には懸念すべき傾向は見られないと述べた。

PNCフィナンシャル・サービス・グループ<PNC>も、延滞債権や貸倒債却額の改善を報告した。ビル・デムチャック最高経営責任者(CEO)は、雇用が維持され消費が堅調に推移する限り、「経済環境には十分な安定感がある」との見方を示した。

一方で、金融業務は好調を維持し、利益を押し上げた。ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、ウェルズ・ファーゴはいずれも投資銀行部門で好業績を上げ、モルガン・スタンレーでは株式引受収益が前年比80%増加。テッド・ピックCEOは、地政学的な不透明感はあるものの、投資銀行業務は「今後も堅調な成長が見込める」と語った。株主の反応はまちまちだった。モルガン・スタンレーとウェルズ・ファーゴの株価は過去最高値を更新した一方で、JPモルガン・チェースとゴールドマン・サックスの株価は下落した。

週末にかけては、決算内容よりもJPモルガンのジェイミー・ダイモンCEOの警戒発言が注目を集めた。ダイモン氏は、トライカラー・ホールディングスとファースト・ブランズ破綻を引き合いに出し、「トライカラーへのエクスポートジャーナーは当行にとって最善の判断ではなかった」と認めたうえで、「ゴキブリを1匹見つけたときは、たいてい他にもいるものだ」と警鐘を鳴らした。この発言は、金融機関のバランスシートに潜む見えざるリスクを投資家に意識させ、いずれ再び問題が表面化する可能性を示唆するものとなった。

By Rebecca Ungarino
(Source: Dow Jones)

3. 電力インフラの雄、クアンタ・サービスズが今、買いだ This Company Powers AI Infrastructure. Buy the Stock. 電力インフラの支配者がAI革命の影の立役者となる理由

[注目銘柄]

AIブームの中、際立つクアンタの強み



Dreamstime

明かりを灯し続けることほど重要なものはない。その恩恵を得る一つの方法が、送配電インフラの大手であるクアンタ・サービスズ<PWR>の株式だ。

クアンタは一般に知られた企業ではないが、多くの米国の人々の家庭を支えている。クアンタは公益事業、石油・ガス会社、通信事業者などを顧客とする産業サービスプロバイダーだ。人工知能（AI）のおかげで電力需要が飛躍的に増加する中、クアンタは老朽化した発電所の維持管理や送電線の近代化にかつてないほど忙殺されている。

ティー・ロウ・プライスの米国株式部門で米国ストラクチャード・アクティブ・ミッドキャップ・グループ戦略のアソシエイト・ポートフォリオマネジャーを務めるダンテ・ピアソン氏は、「クアンタは国家が必要とするあらゆるものを構築し、それを確実に遂行する」と述べる。全国的にインフラのハードウエアを近代化しようとする喫緊の取り組みは、クアンタにとってプロジェクトが不足することはないということを意味する。ピアソン氏は、「供給が限られていて、そしてクアンタに独自性を与えているのは、熟練労働力、すなわちこうした作業を遂行できる職人労働力だ。クアンタはこうした人材を擁しており、労働力の規模と質において、クアンタを代替不可能な企業としている」と指摘する。

AIブームに支えられ豊富な業務を抱えるクアンタにとって、優秀な人材の確保と定着は重要な課題だ。テクノロジー大手がギガワット単位の電力を消費する中、閉鎖予定だった発電所は稼働期間を延長するよう求められる一方、新しい発電所も稼働を開始している。その結果として、受注残高は360億ドルに達しており、オールスプリング・グローバル・インベストメンツのグロース株チームの責任者であるマイク・スミス氏は、「長期的な成長の見通しが明確である」と言う。

スミス氏は、「AIインフラには深刻なボトルネックが存在する。データセンターは電力を大量に消費するが、送電網はそのような負荷に対応できる構造になっていないのだ。クアンタは価格決定力を獲得しており、成長のフライホイール（弾み車）が回転し始めている。予測可能な成長、拡大する利益率、増加するフリーキャッシュフロー（FCF）が期待できるのだ」と言う。

こうした状況は堅調な最終利益にもつながっている。コンセンサス予想では、1株当たり利益（EPS）が今年と来年に17%超増加し、2026年には過去最高の12ドル39セントに達すると見込まれており、売上高も二桁成長を続けるとされている。もちろんウォール街もこの事実を見逃しておらず、株価は今年

だけで3分の1超上昇した。クアンタの株価収益率（PER）は2026年予想利益ベースで35倍超となり、直近の437ドルと言う株価は、アナリストの目標株価の平均である435ドルを既に上回っている。

割高でも買うべき理由

スミス氏は、「割高に見えるが、希少価値があれば起こることだ。クアンタのような能力、規模、そして実行力を兼ね備えた企業は多くない。インフラがイノベーションのチョークポイント（戦略的に重要な海上水路）になる現代において、クアンタは単なる請負業者ではなくイネーブラー（ビジネスを成功させるために支援する企業）だ。このプレミアムは当然得られるものだろう」と言う。

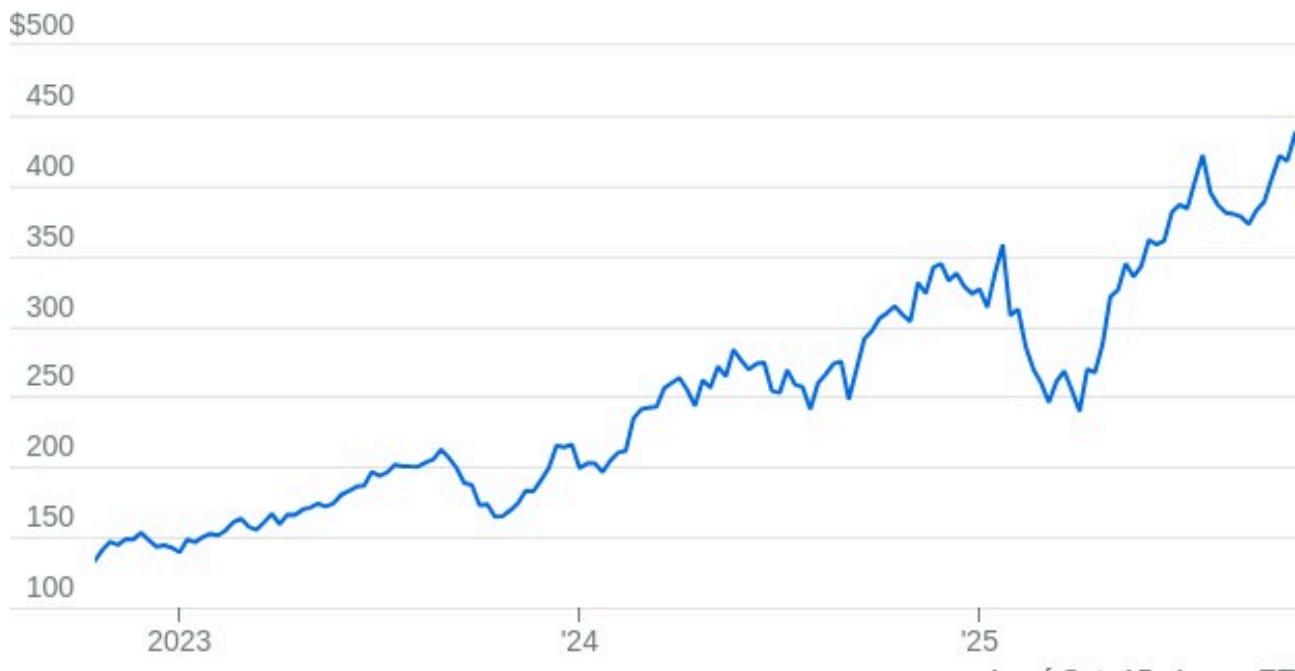
クアンタのバリュエーションが高いのは、今に始まったことではない。過去5年間のクアンタの平均PERは40倍をわずかに下回る水準だ。その一因は確かにAI効果によるもので、もしこれがなくなれば、投資家は株価調整を懸念するかもしれない。

しかし、ピアソン氏は、クアンタは近年、より強固で規律ある企業へと変貌し、かつて投資家を悩ませたプロジェクトリスクやコスト超過の問題は解消されたと指摘する。ピアソン氏は、「AI以前にもクアンタを保有する理由はあった。例えばカリフォルニアでは、山火事関連のリスクや混乱を皆が目の当たりにしたため、送電線を地中化する大規模プロジェクトが進行中だ。これはAIとは無関係だ」と言う。

クアンタのバランスシートは強固で、優秀な人材の確保・維持や設備購入に充てられる手元資金が豊富にある。配当利回りは0.1%とほとんど言及する価値もないが、クアンタは今年第2四半期までに1億3500万ドル近くの自社株買いを精力的に実施しており、2026年までの自社株買いの承認枠は3億6500万ドル余り残っている。

Quanta Services

(PWR / NYSE)



Source: FactSet

強固な基盤の上に築かれる今後の見通し

Key Data

Quanta Services (PWR / NYSE)	Infrastructure solutions for energy and communications industries
Headquarters	Houston
Recent Price	\$436.93
52-Week Change	43%
Market Value (billion)	\$65.1
2026E Sales (billion)	\$30.9
2026E Net Income (billion)	\$1.8
2026E EPS	\$12.36
2026E P/E	35.3
Dividend Yield	0.1%

Note: E=estimate.

Source: Bloomberg

エクトの前倒し実施は確認しておらず、開発業者が従来型のセーフハーバー手法を継続すると見込んでいる」と書いている。

これらすべてを総合すると、クアンタは安定した利益成長を遂げている企業であり、投資価値があるということだ。ピアソン氏は、「AIとデータセンターの成長は、既に非常に強固な基盤の上に築かれた、椅子のもう一本の脚とみている」と述べている。これは、投資家も安心できる状況ということだ。

クアンタ株の懸念材料は、2024年の売上高の約3分の1を占める再生可能エネルギー事業だ。当該事業の約90%が米国に集中しており、トランプ政権がグリーンエネルギーに敵対的であるため、一部の投資家は収益源が危険にさらされるのではないかと懸念するかもしれない。

しかしながら、最高財務責任者（CFO）のジェイ・シュリー・デサイ氏と先月面会したJPモルガンのアナリストのマーク・ストラウス氏は、デサイ氏が「再生可能エネルギー開発の複数年にわたる見通し、特にクアンタの中核事業である公益事業規模の太陽光発電と蓄電市場について非常に前向きである」と述べたと指摘している。

「一つの大きく美しい法案（ワン・ビッグ・ビューティフル・ビル）」が可決される前から、クアンタは2027年までのプロジェクトについて確かな見通しを有していた。8月には米財務省がクリーンエネルギー税額控除の適格性に関する明確化を図るセーフハーバーガイダンスを発表した。ストラウス氏は、「これによりデサイ氏は、顧客が2030年までの税額控除を確保するために、今後9カ月間でプロジェクトをセーフハーバー化すると予想している。クアンタはプロジェクトの前倒し実施は確認しておらず、開発業者が従来型のセーフハーバー手法を継続すると見込んでいる」と書いている。

By Teresa Rivas
(Source: Dow Jones)

4. ボラティリティ再来、平常心を保てるポートフォリオ構築

Volatility Is Back in the Stock Market. Here's the Zen Way to Handle It.
リタイア後も安心して眠れる投資戦略

[フィーチャー]

分散されたポートフォリオ作りの勧め



Dreamstime

市場を動かすニュースが絶え間なく流れ、ボラティリティが再び戻ってきた。それでもバランスの取れたポートフォリオであれば、リタイア後の投資家も安心して眠れるはずである。

株式市場は10日の急落までは、極めて落ち着いた値動きを続けていた。S&P500指数は同日2.7%下落し、変動幅が1%未満という静かな相場の連続が33営業日で途絶えた。33日連続は2020年1月以来の最長である。

市場は、トランプ大統領による貿易戦争とその経済への影響を甘く見てきたかもしれない。通商摩擦の再燃が、その楽観を揺さぶる可能性がある。シェビー・チェイス・トラストの債券ポートフォリオ・マネジャー、カールトン・ディビス氏は、ポートフォリオを見直す好機であり、想定通りのポジションを本当に取れているか確認してほしいと話す。

現在の大きな論点は、21世紀初頭のITバブル崩壊のように、市場が再びテクノロジー株の暴落に向かっているのではないかという点だ。市場の行方を正確に予測できる者はいないが、テクノロジー株が失速すればS&P500指数が打撃を受けるのは確実である。半導体大手のエヌビディア<NVDA>、マイクロソフト<MSFT>、アップル<AAPL>、グーグルの親会社であるアルファベット<GOOGL>のわずか4銘柄だけでS&P500指数の時価総額の25%超を占める。もし株式ポートフォリオのすべてをS&P500指数に投資していれば、テクノロジー株への依存度が高過ぎて安心できないかもしれない。

日々のニュースに一喜一憂せずに済むような分散されたポートフォリオをどう構築すべきか。その具体的な形は、投資家それぞれの目標やリスク許容度によって異なるが、念頭に置くべき基本的な考え方は幾つかある。

株式資産の分散

昨年までは、分散投資は無意味だと考えても無理はない相場環境だった。しかし今年は、資産をS&P500指数の構成銘柄以外に分散させる意義が再び高まっている。忘れてならないのは、分散されたポートフォリオとは、保有しているファンドの多さではなく、ファンド間で重複が少なく、値動きの相関が低い組み合わせを指すという点だ。

米国株を除いた国際株で構成されるMSCIオール・カントリー・ワールド（除く米国）指数は、年初来で約26%上昇しており、S&P500指数の13%を大きく上回っている。一部の専門家は、株式資産全体のおおよそ4分の1を米国外の株式に配分することを推奨している。

もう一つの分散手法は、均等加重型の株価指数を保有することだ。S&P500指数は時価総額加重型であり、各銘柄の指標内での比重は時価総額によって決まる。より多くの銘柄を組み入れている時価総額加重型のS&P1500指数に連動するファンドでさえ、ポートフォリオの40%超をテクノロジー株が占めている。テクノロジー株への集中を抑えたい投資家は、インベスコS&P500イコールウェートETF＜RSP＞のような均等加重型の上場投資信託（ETF）を検討するのも一案である。このETFでは、どの銘柄も資産全体の2%を超えないように組み入れられている。大型テクノロジー株の比重が低いためS&P500指数ほどのパフォーマンスではないが、年初来で9%上昇と堅調だ。

金（ゴールド）相場は今年に入り57%という目覚ましい上昇を見せている。インベスコのグローバル・マーケット・ストラテジストであるブライアン・レビット氏は、その上昇に追随するのではなくポートフォリオの「火災保険」として資産の約5%を金に固定配分するのが望ましいと助言する。金への投資手段としては、SPDRゴールド・シェアーズ＜GLD＞が手軽に利用できるETFである。

債券資産の分散

リタイア後の投資家の中には、2022年の債券急落で痛手を負った記憶がいまだに残っている人も少なくないだろう。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）によるインフレ高進を受けて米連邦準備制度理事会（FRB）が急速な利上げに踏み切り、債券が株式とほぼ同程度に下落した年だった。レビット氏は、コロナ禍のような比較的まれな事態でない限り高格付けの債券は通常、株式市場の変動を和らげてポートフォリオ全体のリスクを抑える役割を果たすと話す。

モーニングスターのパーソナルファイナンスおよびリタイアメント部門ディレクター、クリスティン・ベンツ氏は「複雑に考える必要はない」と話す。最新のインフレ指標を注視したり、金利の方向を予測したりしようとするのではなく、目的に基づいた債券配分をするよう推奨している。具体的には、退職後にポートフォリオから年間で引き出す予定の金額を10倍し、その金額を短期および中期の高格付け債に振り向けるという考え方である。10年分の生活費を市場の変動から切り離して確保しておくことで、心理的な安心感が得られるという。低成本で債券に分散投資する手段としては、高格付けの中期債に投資しているディメンションナル・コア・フィクスト・インカムETF＜DFCF＞や、短期米国債に投資するショート米国債ETF＜SCHO＞が代表的である。

ベンツ氏は「現金の備えを退職前に築いておくべきだ」と警告する。解雇や健康上の理由などで予定より早く退職を余儀なくされる人は少なくない。生活費を貯めるために、損失を被るかもしれないタイミングで株式を売却するような事態は避けるべきだ。

ベンツ氏は「夜ぐっすり眠れるポートフォリオを一度構築したら、動かさないことだ。多くの投資家にとって、年に一度の見直しで十分だ」と話す。やり過ぎないことこそが、うまくいく秘訣（ひけつ）である。

By Elizabeth O'Brien
(Source: Dow Jones)

5. 激化するアクティブトレーダー獲得戦

Brokerages Battle to Win Over Active Investors. Trading Platforms Are the New Arms Race.

証券会社は相次いで新プラットフォームをリリース

[フィーチャー]

最新機能やAIで利便性を拡充



Courtesy Fidelity Investments

9月下旬のとある夕べ、ボストンに拠点を置く証券会社大手のフィデリティはウォーターフロントに位置するボストン現代美術館に有力個人顧客約200名を招き、パーティを開催した。プログラムの目玉の一つはフィデリティの伝説的ファンドマネジャー、ピーター・リンチ氏による講演で、来場者の多くは使い込まれたリンチ氏の古典的名著『One Up on Wall Street (邦題:ピーター・リンチの株で勝つ)』(1989年)を携えて参加した。

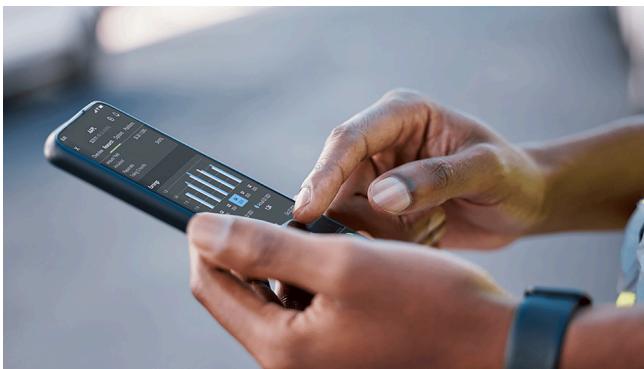
イベントは数日前にリリースした新たな取引プラットフォーム「フィデリティ・トレーダー+ (プラス)」のお披露目の場でもあった。これはより強力なツールを複数装備し、特に注目すべきは利用者がデスクトップ、モバイル、ウェブ間を横断できる統合体験を実現した点だ。例えば、利用者はデスクトップで開始した取引を後でモバイル端末上で執行することが可能だ。

アクティブトレーダー（頻繁に取引を行う個人投資家）の数は増加しており、その獲得競争が激化している。フィデリティのブローカレッジ・プロダクト・ストラテジーを率いるジョシュ・クルーグマン氏は「より広範で優れたサービスを提供できれば、当社への乗り換えを促す原動力になるとを考えている」と語る。証券取引アプリを提供するロビンフッド・マーケット<HOOD>も9月に、1000人を超えるアクティブトレーダーを招いて、ラスベガスでアクティブトレーダー向けの新プラットフォーム「ロビンフッド・レジェンド」をお披露目した。

個人投資家の争奪戦では、チャールズ・シュワブ<SCHW>、インタラクティブ・ブローカーズ・グループ<IBKR>、フィデリティといった老舗証券会社と、ロビンフッドや今年上場したオンライン証券のイートロ・グループ<ETOR>といった新興勢力とが対峙（たいじ）している。規模の大小にかかわらず、金融サービス各社は高度な取引プラットフォームを立ち上げ、取引時間を延長し、チャート機能の充実を図り、提供する投資商品のラインアップ拡充を進めている。個人投資家による取引機会の特定を支援する人工知能（AI）アシスタントの開発にも積極的だ。ロビンフッドは投資に特化したソーシャルメディアの計画を発表しており、スティーブ・クワーカー最高ブローカレッジ責任者は「価値を提供し続けなければ、顧客は去っていく。競争は厳しい」と語る。

競争の激化で新サービスのリリースが相次いでいる。7月にはインタラクティブ・ブローカーズが新取引プラットフォーム「IBKRデスクトップ」をリリースしたが、3ヵ月たたずにバージョン1.2をリリースし、ポートフォリオ分析を提供するAIツールやワンクリック注文など、より多くの機能が拡充されたという。

相乗効果が期待できるスーパーユーザー



Courtesy Fidelity Investments

アクティブライダーユーザーが証券会社にとって非常に魅力的な顧客層であるのは、一般的な個人投資家と比較して、より多くのサービスを利用する傾向があるからである。例えば、仮想通貨取引やオプション取引、信用取引などは、利ざやの大きいビジネスだ。特に今年は信用取引が大幅に増加している。ブローカーやディーラーの監督機関である金融業規制機構（FINRA）のデータによると、9月までの証拠金債務（マージンデット）額は過去最高の1兆1300億ドルに達している。活発な取引は証券会社各社の取引収入や純金利収益（受取金利と支払金利の差額）を押し上げ、利益も拡大している。

ロビンフッドの第2四半期の株式取引高とオプション契約数は過去最高水準を記録した。シュワブの第2四半期の1日平均取引高は前年比38%増、インタラクティブ・ブローカーズは同49%増と、どちらも急増を報告した。シュワブの1日当たりの平均収益取引件数（DART）は、今年1月から8か月連続で700万件を上回った。モルガン・スタンレー＜MS＞傘下のEトレードも、第3四半期のDARTは24%増加の100万件超えを達成した。

証券会社シチズンズで金融テクノロジー調査の責任者を務めるデビン・ライアン氏は、証券業界はいわゆる「80：20の法則」が実践されるいい例だと説明する。収益の80%は20%の顧客によって生み出される。しかし、アクティブライダーユーザーの割合は2割に満たない可能性もある。ライアン氏は「少数の投資家を巡る競争が激化している」と指摘する。実際、アクティブライダーユーザーに関する数字やその定義を明らかにしていない証券会社は多い。顧客数410万人のインタラクティブ・ブローカーズは、年間1000回以上取引する口座が約25万件あると発表している。

デイトレーダー以外にも波及

20～30年前なら、投資家を「デイトレーダー」や「買い持ち（バイアンドホールド）派」など、明確なカテゴリーに分類することができた。しかし証券会社の経営層によれば、現在では主にテクノロジーの進歩により、投資家のタイプは混合タイプになりつつある。アクティブライダーユーザーが用いるツールや戦略に关心を示す一般の個人投資家は増えている。ファイナンシャル・アドバイザーを持つ顧客でさえ、自主運用型証券口座を開設するケースが増えている。インタラクティブ・ブローカーズの創業者トマス・ピーターフィー氏は「この（個人投資家）層は拡大している。長引く強気相場では増加する傾向にある」と語る。

ブロードリッジ・フィナンシャル・ソリューションズのデータによると、自主運用型口座を持つ投資家の割合は2020年の24%から2025年には33%に上昇し、同時に自主運用型口座の資産額の割合も同期間に17%から24%に増加した。証券会社各社は新規口座数と取引量の着実な成長を報告しており、特に今年はAIと関税問題が貢献している。シュワブでは過去12カ月間、毎月30万～40万件の口座開設があった。フィデリティは第2四半期の個人口座数が前年比13%増、1日平均取引件数は同34%増と発表した。フィデリティのクルーグマン氏は「個人投資家の顧客数と口座数が増加する一方、投資家の平均年

齢は低下している。若年層が当社のプラットフォームを利用するようになってきたのは、口座開設のハードルがほぼ無いからだ」と説明する。

Trading Up

A selection of enhancements to trading platforms that brokerage firms have announced this year.

Firm	New Feature	What It Does
Charles Schwab	Expanded trading hours	Clients can trade more than 1,100 stocks and ETFs 24 hours a day, five days a week, on the thinkorswim platform.
E*Trade from Morgan Stanley	Personal trading setup	Users can choose from as many as 120 tools and charts to display within six customizable workspaces across multiple monitors on Power E*Trade Pro.
Fidelity Investments	Dynamic platforms	Investors can start a trade on one platform—such as desktop, web, or mobile—and complete it on another.
Interactive Brokers	An artificial-intelligence buddy	Investors can use Ask IBKR, an AI tool, to analyze their portfolios. For example, they can ask which sectors they are underweight relative to the S&P 500 index.
Robinhood Markets	Build-your-own indicators	Robinhood Cortex, the company's AI assistant, will help users customize indicators to identify trading opportunities.

Source: company reports

投資戦略への関心高める個人投資家

個人投資家の間で、洗練された取引戦略への関心が高まっている。こうした流れは、さまざまな形で具体的に表れ始めている。シュワブは今年、対面式の投資教育セミナーを20回以上開催する計画だ。イベントにはベテラン投資家から初心者まで、数千人規模が集まるという。

最近、ダラスで開かれたイベントには約1000人の投資家が参加し、過去最大規模となった。シュワブの定義では、参加者の半数が「非トレーダー」に分類される層だった。トレーディングサービス部門責任者のジェームズ・コスチュリアス氏は「ワークステーションの築き方、取引の分析手法、オプション取引を自身のポートフォリオ全体の中でどう位置づけるなど、われわれは幅広いテーマについて案内できる」と話す。

コスチュリアス氏によれば、シュワブの取引プラットフォーム「thinkorswim」にログインする顧客の約半数は、アクティブトレーダーではない。コスチュリアス氏は「彼らは調査ツールや教育コンテンツ、チャート機能などに強い関心を持つ投資家だ」と説明した。

個人投資家の裾野は、1975年5月1日に米証券取引委員会（SEC）が固定手数料制度を廃止した「メーデー」以降、拡大を続けている。この改革は、シュワブのような手数料の安い証券会社の成長を促し、最終的に手数料がゼロになる流れを生み出した。また、株式や投資信託に関する情報も、過去に比べて圧倒的に入手しやすくなった。

こうした流れを一気に加速させたのは、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）だ。ロビンフッドやウィブル証券＜BULL＞などが提供する無料取引アプリを使い、数百万人の米国人が投資を始めるきっかけとなった。いまや、自主運用型投資家は証券業界で最も成長の速い顧客層の一つとなっている。

取引が容易になったとはいえ、顧客に新しいプラットフォームを試してもらうのは容易ではない。長期投資家を自称するアイバン・ジャクソン氏は、ロビンフッドを長年利用している理由について「技術力と革新性」と述べた上で、「良い体験ができているなら、わざわざ乗り換える理由はない。ロビンフッドから離れるとすれば、何か悪いことが起きたときだろう」と語った。

証券会社には副次的なメリットも

自主運用型の投資家層にサービスを提供することは、証券会社に副次的なメリットもたらしている。アクティブトレーダー市場は、新たなツールやサービスの実験場として機能している。フィデリティのデジタルプロダクト責任者アダム・イーリー氏は「この層向けに開発した多くの機能は後に、一般顧客やウェブサイト、モバイルアプリにも展開されている」と話す。時間の経過とともに、顧客が取引以外のサービスも利用する傾向が見られる。各社は、アクティブトレーダー向けに退職口座や資産運用サービスを提供することや、ファイナンシャル・アドバイザーの助言を受けている顧客向けにブローカーサービスを提供する機会を見出している。

ロボアドバイザーの草分けであるベターメントでは、顧客の約75%が他社に自主運用型口座を持っており、ベターメントも新たに自主運用型サービスを立ち上げる計画だ。サラ・レビー最高経営責任者（CEO）は、「アクティブトレードを促すためにやるのはではない。投資家が両方やりたいと望んでおり、それは合理的なことだ」と話す。

大手金融機関も自主運用型投資サービスを拡充

投資マネーの獲得争いには、他の金融サービス企業も続々と参入している。例えば、銀行大手のJPモルガン・チェース＜JPM＞は、自主運用型投資サービスの拡充を進めている。また、学生ローン事業を起点に成長したフィンテック企業のソーファイ・テクノロジーズ＜SOFI＞も、同様のプラットフォーム「ソーファイ・インベスト」を積極的に拡大中だ。

一方、イスラエルを本拠とするイートロ・グループは、米国市場で本格的な足掛かりを築こうとしている。暗号資産（仮想通貨）のラインアップを拡充するとともに、投資に特化したソーシャルネットワー

ク型の機能を通じて市場シェア拡大を目指している。

既存大手も安閑とはしていない。フィデリティのクルーグマン氏によると、同社は新たに発表した取引プラットフォーム「トレーダー+」の機能追加にすでに着手しており、ブローカー業務全体のサービス拡充も計画している。クルーグマン氏は「投資家はそれ以上の進化を期待している」と語る。

By Andrew Welsch
(Source: Dow Jones)

6. 無視界飛行を続ける米連邦準備制度理事会

The Fed Has Been Flying Blind. It Doesn't Have To.
旧パラダイム卒業の時期

[フィーチャー]

中立金利に固執

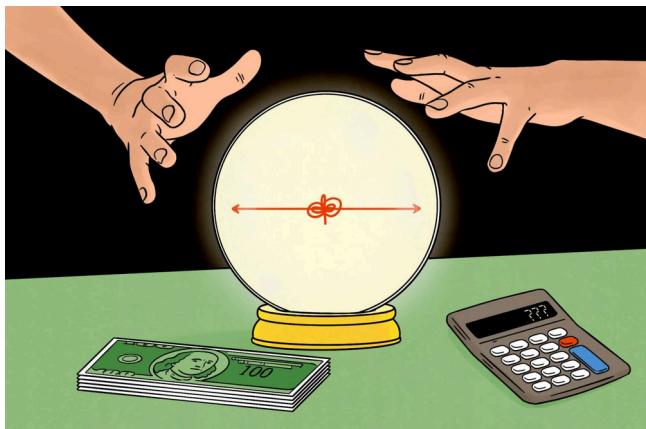


Illustration by Simon Bailly

米連邦準備制度理事会（FRB）は重大な局面を迎えている。連邦公開市場委員会（FOMC）委員の意見が分裂し、コロナ禍後の変化、人工知能（AI）、および政治力学によって経済環境が変容する中、FRBの伝統的な経済指標は信頼性を失った。ますます捉えどころがなくなり、重要性を失いつつある中立金利（景気を刺激も抑制もしない政策金利水準）はそうした指標の一つだ。FRBは中立金利に固執せず、「悪影響を与えること」に重点を置き、景気減速やインフレ再燃を回避する政策を取るべきだ。

中立金利（別名「Rスター」）は、インフレ率が目標水準にあり、金融政策が景気拡張的でも景気抑制的でもない状態における実質（＝インフレ調整後）金利だ。20世紀初頭、スウェーデンの経済学者クヌート・ビクセル氏が景気循環を説明するためにこの概念を導入し、市場金利が中立金利を下回ると信用拡大と資産価格上昇が発生し、最終的にはリターンが資本コストを下回った時点で反転すると主張した。1993年に米経済学者ジョン・B・ティラー氏がこの概念を「ティラー・ルール」として公式化した。これによれば、中立金利を下回る政策金利はインフレを加速させるため、FRBは利上げを行う必要がある。

世界金融危機までFRBは、インフレ率が政策金利が中立金利を下回る場合の明確なシグナルになると想えていた。それが2000年代初頭の住宅市場のリスクについてFRBが無頓着だった理由の一つだ。金融危機発生まで物価水準は安定していた。

金融危機後、FRBは考え方を改め、インフレ率よりも金融市場の方が、金融政策が抑制的かどうかを判断する上でより信頼できるというビクセル氏の当初の解釈に立ち戻った。それが、2018年末の株価急落を受けて突如0.75%の利下げに踏み切り、コロナ禍中に積極策を取る判断を下した理由だ。

政治経済環境の変化で有効性を喪失

金融市场の状況は長年にわたり金融政策が抑制的であるかどうかを判断する上で有益な情報を提供してきたが、今日ではそうした相関関係が崩れている。米国市場のパフォーマンスは金利よりも大型ハイテク株やAIを巡る熱狂によって左右される。金利水準が2%であろうと5%であろうと、ハイパースケーラー（巨大クラウド企業）のAI投資は続く。その結果、S&P500指数の景気循環指標としての機能が弱まっている。

インフレももはや明確なシグナルではない。物価見通しは金融政策、マネーサプライ、関税、為替変動、移民、住宅供給、規制緩和、政府支出、生産性といった要素の複雑な組み合わせによって決まり、その複合的な影響を予測するのはほぼ不可能だ。高水準の政策金利によって労働需要が抑制され、失業率に影響を及ぼしていたが、今後は金利よりもAIによる雇用喪失の影響が大きくなる可能性があり、また、短期的な雇用見通しはFRBのコントロールが及ばない移民政策に左右される。

こうした不透明性を踏まえ、FRBのパウエル議長はデータに基づくアプローチを提唱している。また、FRBの目標対比で失業率よりも乖離（かいり）が大きいインフレをより重視したいと考えている。しかし、「様子見」姿勢を取ることで、景気減速やインフレ高進への対応が遅れることになりかねない。

一方、新任のスティーブン・ミラン理事は、トランプ政権の政策によって中立金利が低下するため、より積極的な利下げサイクルが正当化されると主張している。

9月のFOMC会合では、政策金利見通しついで、パウエル議長、ミラン理事、およびその他メンバーの意見が割れた。現在の金融政策がどの程度抑制的かについて見解が分かれているのが根本的な原因だ。パウエル議長は現金利水準を「やや抑制的」、ミラン理事は「極めて抑制的」と表現した。結局、ミラン理事は0.25%の利下げを支持した他のメンバーとは異なる判断を示し、0.5%というより大幅な利下げに賛成票を投じた。

意見相違の根底にあるのは中立金利を巡る議論だが、中立金利の推定が昨今では極めて困難になっているため、これに基づいて金融政策を策定するのはリスクが大き過ぎる。

第三の道の必要性

第三の道が必要だ。FRBは物価の安定と最大限の雇用を両立させる最低水準の実質金利を維持すべきだ。これは短期金利連動型の資金調達に依存する中小企業の雇用を抑制している政策金利を引き下げるることを意味する。

ただし、利下げには慎重さが求められる。急激な利下げは資産価格をさらに押し上げ、遅々として進まないFRBのインフレ抑制策を頓挫させる可能性がある。資産価格上昇による資産効果がサービス部門の根強いインフレの一因となっており、消費の約半分は上位10%の所得層によるものだ。物価上昇圧力が続ければ、富裕層の浪費が助長される可能性がある。

皮肉なことに、2021年から2023年初頭にかけてのインフレの急激な高進で、FRBの政策金利見通しの中央値と予想インフレ率が既に「悪影響を与えない」アプローチに沿った水準になっている理由が説

明できる。2026年末の予想中央値は3.4%、コインフレ率は2.6%だ。これは、今後15カ月間の利下げ幅がわずか0.75%であることを示唆している。投資家はより積極的な金融緩和と株式市場の力強いモメンタムを想定し、短期債券に殺到しているが、FRBの利下げが市場の予想よりも穏やかな場合、失望することになるだろう。

金融政策には常に不確実性が伴う。しかし、AIと政府の政策が、FRBが金融政策が抑制的かどうかを判断するために使用するシグナルをさらに複雑化させている。FRBは「正しい」中立金利の特定に努めるのではなく、インフレを再燃させることなく経済成長と雇用を支え、悪影響を最小限に抑えるような政策金利を設定すべきだ。

執筆者は外部寄稿者で、資産運用会社ウェリントン・マネジメントで債券ポートフォリオマネジャー兼シニアマネジングディレクターを務めている。本記事は執筆者の見解および意見を反映したもの。

By Brij Khurana
(Source: Dow Jones)

7. 米国で拡大する経済悲観論を検証する

[コラム]

AI Is Driving Growth. But It Isn't the Only Game in Town.

AIバブル崩壊懸念は行き過ぎか、個人消費と企業に関する指標は強弱まちまち

目下の経済成長のけん引役はAIだけではない



Kim Raff/Bloomberg

人工知能（AI）投資の急増に伴うリスクを巡る悲観論があふれる中、奇妙なAIバブルが続いている。だが、AI投資リスクを巡る懸念は今のところやや行き過ぎかもしれない。

オバマ大統領の下で経済諮問委員会の委員長を務めたハーバード大学教授のジェイソン・ファーマン氏は、AIがなければ米国経済は低迷するだろうと述べている。また、株式相場の上昇が大手ハイテク企業のAI事業がもたらす利益の伸びにどれほど依存しているか、それが期待外れに終わった場合に株式にどれほどの打撃を与えるかについて、数え切れないほどの分析がなされている。

こうした状況のどれもが、ドットコムバブルが崩壊する3年あまり前の1996年に当時の米連邦準備制度理事会（FRB）議長だったグリーンスパン氏が「根拠なき熱狂」と評した有名な警告を思い起こさせる。今回のバブルが異なるのは、経済成長のけん引役はAIだけではないことだ。

BNPパリバのエコノミストの計算によると、最近の米国の国内総生産（GDP）成長率の約4分の1（約0.5%ポイント）がAI関連の技術と設備投資によるものだ。AIに触発された株価上昇による資産効果は、GDP成長率をさらに0.4%ポイント押し上げている可能性がある。アトランタ連銀のGDPナウによると、直近四半期のインフレ調整後のGDP成長率は3.9%だ。

個人消費は「底堅い」

ボブ・ディランの有名な言葉にもあるように、風向きを知るのに天気予報士は必要ない。窓の外を眺めるだけでも多くの気象情報が得られるからだ。企業がビジネスをどのように評価しているか聞くことでも貴重な情報が得られる。

そこで、ワンポイントBFGウェルス・パートナーズの最高投資責任者（CIO）、ピーター・ブックバー氏に話を聞いた。ブックバー氏の職務の一つはマクロ経済の監視で、もう一つが顧客のポートフォリオに組み込む様々な銘柄の運用だ。連邦政府の経済統計調査部門が閉鎖されている中でもブックバー氏の洞察は鋭い。

このところ本格化している四半期決算発表シーズンは貴重な洞察をもたらしてくれる。ブックバー氏によると、大手銀行の決算発表で示された経済見通しはかなり楽観的なものだ。ブックバー氏は先週のインタビューで、「大手銀行は個人消費に関して『底堅さ』という言葉を使っている。だが問題は、『底堅さ』と『成長』は必ずしも同じではないということだ」と指摘した。

一方で、富裕層と低所得層の消費者の二極化は依然として顕著だ。大手ピザチェーンのドミノ・ピザ＜DPZ＞は直近四半期の業績は低調だったと述べたのに対し、高級品販売大手のモエ・ヘネシー・ルイ・ヴィトン（LVMH）は米国とアジアおよび欧州の高所得層消費者の支出が回復傾向にあると指摘した。

企業の信用度は低下しているものの、「ファンダメンタルズは健全」

企業の状況に目を向けると、JPモルガン・チェース＜JPM＞、バンク・オブ・アメリカ＜BAC＞、シティグループ＜C＞といった大手銀行の貸し付けは好調に推移しており、一部の銀行は貸倒引当金を減額している。ところが、米自動車部品メーカーのファースト・プランズとサブプライム自動車ローン会社のトライカラーの経営破綻を受けて、JPモルガンのジェイミー・ダイモン最高経営責任者（CEO）が企業の貸付先に「ゴキブリ」が増えている可能性があると指摘して注目を集めた。

10月16日には、ザイオンズ・バンコープ＜ZION＞とウェスタン・アライアンス・バンコープを筆頭とする地方銀行株が急落し、上場投資信託（ETF）であるSPDR S&Pリージョナル・バンキングETF＜KRE＞は4.6%下落した。株式市場が上昇する中、同ETFの2024年11月の直近高値からの下落率は14%に達している。

こうした信用度の低下は、米国経済全体が堅調を維持する中で起こっている。公開市場で取引される投資適格級社債とハイイールド債の対米国債利回りスプレッドは依然として過去最低水準にある。一方、資産運用会社ルーミス・セイルズが独自に集計する信用度指標は、ボトムアップのファンダメンタルズは健全であり、「懸念」シグナルを優に上回っていると評価している。

直近の四半期決算とベージュブックは強弱まちまち

ブックバー氏によると、10月28～29日の連邦公開市場委員会（FOMC）会合に向けて12の地区連銀がまとめた経済報告（ベージュブック）と同様、企業決算は強弱まちまちなものとなっている。投資銀行ブリーン・キャピタルのチーフ経済アドバイザー、ジョン・ライディング氏は10月17日付けの調査リポ

ートで、目下の状況は今月末のFOMC会合での追加利下げを支持するほどのものではないが、いずれにせよ利下げが行われるのはほぼ確実だと述べている。

株式市場にとって、懐疑的な見方こそが最大の武器なのかもしれない。AIバブルに関する論評が急増している一方で、CNNビジネスが提供する「恐怖と貪欲指数」は10月16日の「極度の恐怖」から翌17日には「恐怖ゾーン」に改善した。監視されているバブルは通常崩壊しない。金融緩和によってバブルが膨らみ続けている場合はなおさらである。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

8. 株式市場は銀行株の急落を乗り切る

The Stock Market Survives a Bank Scare.

割高な株式市場に対して懸念材料を示唆している可能性も

[米国株式市場]

地銀の不良債権問題で一時急落



Samuel Corum/Bloomberg

最近の株式相場の上昇は無敵に感じられていたが、先週は少なくとも一つ、人工知能（AI）ブームを投資家に忘れさせる可能性のある要因が示された。それは昔ながらの信用不安で、こうしたゴキブリのようなものを怖がらない者などいるだろうか。

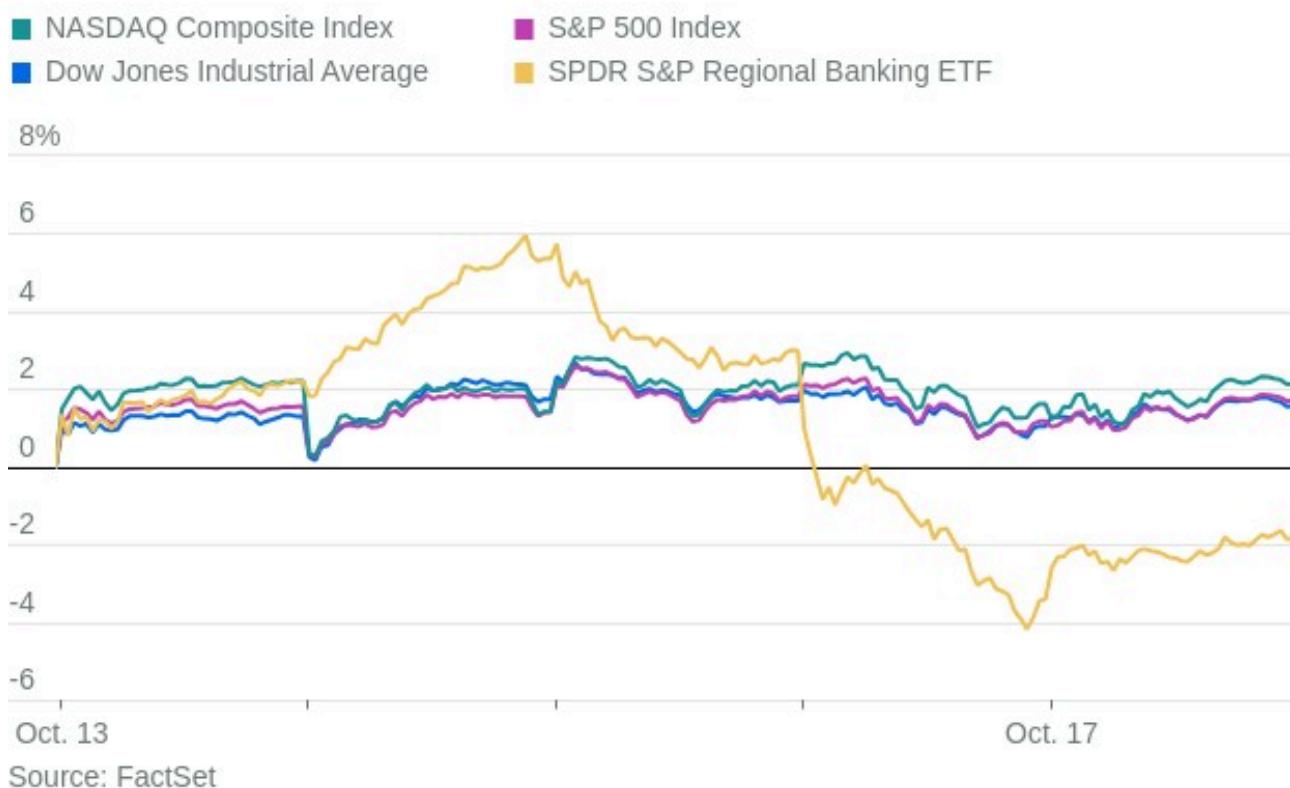
JPモルガン・チェース<JPM>の最高経営責任者（CEO）であるジェイミー・ダイモン氏は、この昆虫の比喩を使い、自動車関連企業のトライカラーとファースト・プランズの最近の経営破綻をドミノの最初の一つが倒れるにすぎない

可能性があると警告した。ダイモン氏の警告は、二つの地銀に関する報道で的中したことがほぼ即座に証明された。米西部を中心とするザイオンズ・バンコープ<ZION>は不正融資に関連する可能性のある5000万ドルの貸倒償却を行うと発表し、アリゾナ州を本拠とするウエスタン・アライアンス・バンコープ<WAL>は借り手に対して1億ドルの回収を求める訴訟を8月に起こしたと提出書類で明らかにした。これらを受けて16日には地銀株とともに株式市場全体が急落した。

ただし株式市場に対する影響は十分に抑えられたため、主要株価指数は週間ベースで上昇した。S&P500指数は1.7%高の6664.01、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1.6%高の4万6190ドル61セントとなった。NASDAQ総合指数は2.1%上昇して2万2679.97で引け、小型株のラッセル2000指数は2.4%高の2452.17で週末を迎えた。

プライベート・クレジットによる不透明な融資

Market Performance



Source: FactSet

それでも、こうした報道は投資家に不安を抱かせている。問題は融資そのものの性質にある。預金金融機関以外の金融機関（NDFI）への融資には不透明な側面があり、ヘッジファンドのような透明性の低い借り手に対し、その金融面の活動のための資金を提供しているからだ。JPモルガンのデータによると、NDFI向け融資は現在、大手銀行が組成する商業・産業向け融資全体の約33%を占めている。ペイブ・ファイナンスのチーフ・マーケット・ストラテジスト、ピーター・コーリー氏は、「この問題の恐ろしい点は、NDFIの融資基準が緩いため、さらに多くのリスクが存在すると想定せざるを得ないことだ」と指摘する。

2008年から2009年にかけての金融危機を経験した者なら、複雑な融資商品がいかに急速に不良化するかを覚えているだろう。非公開市場で行われるプライベート・クレジットの拡大は、大手金融機関と潜在的な繋がりを持つ疑わしい融資が他にも存在する可能性を示唆している。ミュリエル・シーバートの最高投資責任者（CIO）マーク・マレック氏は「プライベート・クレジットは近年爆発的に拡大している」と述べ、その規模は「アポロ・グローバル・マネジメント<APO>、アレス・マネジメント<ARES>、ブラックストーン<BX>、KKR<KKR>といったプライベート・クレジットの巨人たちが運用するファンドに数兆ドルが流入し、ギリシャの神々がオリンポス山を埋め尽くすほどだ。ここで問題となっているのは、機関投資家、年金基金、各種財団が、非公開でストレステストも実施されておらず、完全に理解がなされていないレバレッジド・ローンの不透明なプールに資金を提供している点だ」と指摘する。

融資基準の厳格化の経済への影響

たとえゴキブリがいなくなったとしても、信用収縮が経済に冷や水を浴びせる可能性は残る。現在、あらゆる種類の貸し手が自社の貸し出し状況を精査し、新規融資の基準を引き上げるのは当然のことだ。マッコリー・グループのグローバル外国為替・金利ストラテジスト、ティエリー・ウィズマン氏は「第4四半期には、すべての貸し手が少なくともある程度審査プロセスを厳格化せざるを得なくなり、それが経済に波及効果をもたらす可能性がある」と指摘する。

これは、株価がさらなる景気拡大を織り込んだ水準にある時に強気筋が聞きたい話ではない。資金力のある企業でさえ投資資金調達のために社債の発行を始めた現状を踏まえると、AI業界にとっても必ずしも朗報とは言えない。

もちろん、今回の強気相場は2023年のシリコンバレー銀行の破綻という小規模な信用危機をすでに乗り越えている。AI関連や生産性の向上、およびインフレの減速といった他の指標もおおむね順調だ。デットワイヤーでクレジット調査のグローバル責任者を務めるティム・ハインズ氏は「最近の混乱は『警戒信号』であり、崩壊の予兆ではない。システム全体の資本の基盤は依然として比較的堅固だからだ」と指摘する。

17日の反発が示したように、一部の投資家は混乱をむしろ利用している可能性すらある。マホニー・アセット・マネジメントのケン・マホニーCEOは「本質的には、現在は間違いなく依然として強気相場だ。この乱高下は確かな投資機会を生み出すはずだ」と述べる。

割高感がなければ問題はないはずなのだ。S&P500指数の12カ月先の予想利益に対する株価収益率(PER)は22.6倍であり、投資家は多くの好材料を期待し、悪材料はほとんどないと考えていることを示している。つまり、株価が完璧な状態を織り込んでいる時、1匹のゴキブリでさえも大きな問題を引き起こす可能性はある。

By Teresa Rivas
(Source: Dow Jones)

9. 株価暴落よりも懸念すべきことがある

[コラム]

Worried About a Crash? Here's What You Should Be Worried About Instead.

財政赤字が金融緩和を迫る

投資家に高まる懸念

最近、金融市場のバブルは必然的に暴落につながるという話題が多い。それこそが暴落を防いでいる最大の要因である。

1929年の株価大暴落の亡霊が再び姿を現した。ニューヨーク・タイムズのジャーナリスト、アンドリュー・ロス・ソーキン氏によってこれを題材にした新刊が出版され、今週、人気ドキュメンタリー番組であるCBSの「60ミニッツ」で特集された。この放送と同じ週のニューヨーク・タイムズ・マガジンの記事で、ソーキン氏は約100年前との類似点を描いている。ソーキン氏は特に、現在進められている個人投資家へのプライベートエクイティ(PE)やプライベートクレジット(PC)商品の提供は、1920



FPG/Hulton Archive/Getty Images

年代の好景気時代に新しく奇抜な金融商品を一般に積極的に売り込んだことと似ていると指摘する。こうした金融商品は暴落によって一掃された。

今世紀に入り既に2度の暴落があった。すなわち今世紀初頭のハイテクバブルの崩壊、その数年後の住宅バブル崩壊による金融危機を経験したため、投資家が株式市場の強気相場に慎重になるのは当然だろう。読者の誰もが分かる通り、S&P500指数は過去3年間で85%上昇したが、その上昇は一部の銘柄に集中している。特に、半

導体大手エヌビディア<NVDA>の株価は人工知能（AI）開発企業オープンAIによるチャットGPTの初公開とほぼ同時期に上昇し始め、上昇率は1600%にも達する。

過去との違い

これらのすべてが、世紀の変わり目に起きたハイテクバブル期の熱狂との類似点を思い起こさせる。違いは何だろうか。現在の市場をけん引する企業の業績は好調であり、2000年にNASDAQ市場がピークに達した当時、本誌が指摘したような資金を大量に消耗するキャッシュバーン状態ではない。

1929年の暴落を慎重に語るソーキン氏とは対照的に、ハイテクバブルの絶頂期にベストセラーの一冊となったのがジェームズ・グラスマン氏とケビン・ハセット氏による『DOW 36,000』だった（ハセット氏は、トランプ大統領が指名する次期米連邦準備制度理事会=FRB=議長候補として名前が挙がっているとも報じられている）。ダウ工業株30種平均（NYダウ）はついに2021年にその水準に到達したが、その予測は野球実況放送の名アナウンサーだったボブ・ユッカー氏の言葉を借りれば「少し外れた球」となるだろう。

サブプライム危機に先立つ2005年当時、大統領経済諮問委員会（CEA）委員長だったベン・バーナンキ氏は「住宅価格が全国的に下落したことはない」という有名な発言をした。その後、2007年5月にFRB議長としてバーナンキ氏は、信用力が低い個人向け（サブプライム）住宅ローン問題が金融システムや経済全体に大きな波及効果をもたらすことはないと予想した。しかし、その16カ月後、証券大手リーマン・ブラザーズが破綻し、1930年代以来、最悪の景気収縮につながった。

こうした過度に楽観的な予測と、日々積み上がる懸念によって現在の強気相場がようじ登っている「懸念の壁」がますます高くなっていることは対照的である。とはいっても警戒すべき理由はある。

2週間前、筆者はクレジット市場に亀裂が生じ始めていることを書いた。先週、亀裂はさらに鮮明になった。地銀のザイオンズ・バンコープ<ZION>とウェスタン・アライアンス・バンコープ<WAL>で不良債権問題が明らかになった。これは、サブプライム自動車ローンを手掛けているトライカラー・ホールディングスと自動車部品メーカー、ファースト・プランズ・グループの経営破綻を受けて、JPモルガン・チェース<JPM>のジェイミー・ダイモン最高経営責任者（CEO）が先週語った、「ゴキブリを1匹見つけたら、他にもいると思え」という言葉を裏付けるものだった。

今回がこれまでと違う点は（このフレーズが持つ重みを承知の上で書いている）、過去の暴落がいずれもFRBが金融引き締め政策に転じた後に起きたのに対し、今回はFRBが既に、2024年9月から政策金利であるフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を引き下げ始め、合計1.25%の利下げが行われたという点である。

1928年と1929年は対照的に、FRBは過熱した投機を抑えるために利上げを行っていた。ハイテクバブル崩壊の前にもFRBはFF金利の誘導目標を2%近く引き上げた。そして世界金融危機（GFC）の前には、FRBは「慎重なペース」でFF金利の誘導目標を4.25%引き上げた。

富裕な投資家だけが恩恵を享受

現在議論されているのは、今後の利下げ幅と利下げのペースである。結局、シカゴ連銀の最新データによれば、金融環境は依然として非常に緩和的である。株価は史上最高値近辺で高止まり、米国債に対して投資適格債およびハイイールド債の社債利回りに上乗せされるクレジット・スプレッドも歴史的に低い水準にある。それにもかかわらず、最近トランプ大統領によってFRB理事に指名されたスティーブン・ミラン氏はFF金利の誘導目標は現在の4.00～4.25%よりも約2%低い2%台半ばであるべきだと考えている。

「60 ミニッツ」が金融危機について、「オオカミが来た」と騒いできた過去は横に置く。2010年、著名な金融アナリスト、メレディス・ホイットニー氏は同番組で、地方債の債務不履行（デフォルト）が「数千億ドル規模」に達すると予想したが、実際にはそうはならなかった。そうした1930年代を超えるかのような根拠のないデフォルト懸念によって利回りが急上昇した際、本誌は強力に地方債の購入を勧めた。

リスクが存在しないということはない。通貨価値の下落に対するヘッジとして金やビットコインなどの資産に資金を移す、いわゆるディベースメントトレードによって、株式や債券といった証券の価値に対する懸念が高まり、金価格は史上最高水準にある。一方、米国は戦争も景気後退もない状況で、国内総生産（GDP）比5%を超える財政赤字を抱える。財政面の圧力はFRBの金融政策に、短期金利を低水準に維持するか、将来の長期金利に対するイールド・カーブ・コントロールを通じ、財政赤字への対応を迫るかもしれない。

皮肉なことに、金融緩和がもたらすイージーマネーが株価を押し上げ、富裕な投資家を利する一方でそれ以外の人々の生活費を押し上げる。これはウォール街の弱気相場よりも大きなリスクだろう。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

10. ニュージーランドの新しい投資家向けビザ制度

New Zealand's 'Golden Visa' Targets the Affluent in Search of Plan B.

外国の富裕層をターゲットに

[経済関連スケジュール]

今月改定のビザ制度、米国人に人気



Illustration by Elias Stein

ニュージーランド政府が、いわゆるゴールデンビザ（査証）の取得要件を緩和している。投資を通じて永住権、ひいては市民権を得られる制度であり、世界の多くの国がこうした投資移民制度の要件を厳格化するなかで、対照的な動きを見せている。今年4月1日に改定されたビザの新制度（新AIP）では、既に369件の申請が提出された。旧制度下の2024年に申請された65件から大幅に増加しており、移民局によると、このうち244件が「原則承認」されたという。新AIPは、海外の富裕層を呼び込むことを狙いしている。エリカ・スタンフォード移民相は「われわれが関心を持つのは、卓越した才能やスキル、専門知識、そして人脈を備えた人々だ」と述べている。

われわれが関心を持つのは、卓越した才能やスキル、専門知識、そして人脈を備えた人々だ」と述べている。

さらに、外資規制の見直しも進行中だ。2018年に制定された海外投資改正法では、ビザ保有者であっても年に少なくとも6ヶ月間、国内に居住しなければ不動産を購入できなかった。しかし、この規制は今後、高額住宅を対象に緩和される見通しだ。改正案では、非居住の投資家が500万ニュージーランドドル（約300万米ドル）を超える価格の住宅を購入できるようにする方針が示されている。この措置によって、一般的なニュージーランド人の住宅価格が押し上げられることはないと見込まれている。

移民アドバイザリー会社ナッシュ・ケリーのスチュアート・ナッシュ最高経営責任者（CEO）は電子メールで「欧州での戦禍、中東の危険地帯、南シナ海の軍事的緊張、そして米国の国内政治から遠く離れている」と評価する。ナッシュ氏によると、同社の業務の約75%は「プランB」（新AIPでのビザ2種類のうちの一つ）を検討している米国人からの移住相談だとし、「これが新しいビザ制度の影響なのか、米国の現状によるものなのか、判断は難しいが、おそらく両方の要素があるのだろう」と語る。

先週の出来事

市場動向

イスラム組織ハマスはパレスチナ自治区ガザの人質を解放し、イスラエルはパレスチナ囚人を釈放した。トランプ大統領は中国との貿易交渉について軟化姿勢を見せたが、両国は引き続き貿易紛争で相手方を非難している。連邦政府の閉鎖は長引いており、またS&Pグローバルは、保険会社がプライベートクレジット市場への投資を拡大するなかで、その複雑性と情報開示の不足がもたらすリスクについて警告した。

株式市場は、週初は大手銀行が予想を上回る決算を発表したことによって上昇した。その後は、地方銀行のウェスタン・アライアンス・バンコープ<WAL>とザイオンズ・バンコープ<ZION>が、融資先による不正行為で損失が発生したと発表したことで急落したものの、17日には不安が和らぎ株価が

反発して週を終えた。この結果、週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は前週末比1.6%上昇、S&P500指数は1.7%上昇、NASDAQ総合指数も2.1%上昇した。

企業動向

対話型AI（人工知能）「チャットGPT」を開発するオープンAIは、半導体大手ブロードコム＜AVGO＞と新たな半導体供給契約を結んだ。契約規模は10ギガワット相当のチップで、総額は数千億ドル規模に上る。大手銀行JPモルガン・チェース＜JPM＞は、国家安全保障や経済の強靭（きょうじん）性に不可欠な産業支援を目的に、総額1兆5000億ドル規模の融資・投資計画を進めている。その中には100億ドル規模の直接株式投資も含まれる。英製薬大手アストラゼネカ＜AZN＞は、トランプ政権との間で一部処方薬の価格を大幅に引き下げる代わりに医薬品関税を3年間免除することなどに合意した。政権は既に製薬大手ファイザー＜PFE＞とも同様の取り決めを結んでいる。トランプ氏は、デンマークの製薬大手ノボ・ノルディスク＜NVO＞の2型糖尿病治療薬オゼンピックの価格を標的にしている。イスの食品大手ネスレ＜NESN.Swiss＞＜NSRGY＞は、1万6000人規模の人員削減を発表した。

M&A（合併・買収）など

- ・米メディア大手ワーナー・ブラザース・ディスカバリー＜WBD＞は、同業パラマウント・スカイダンス＜PSKY＞による1株当たり20ドルの買収提案を拒否した。
- ・金融大手ゴールドマン・サックス＜GS＞は、ベンチャー投資会社インダストリー・ベンチャーズを10億ドル弱で買収することで合意した。
- ・カナダの大手オルタナティブ投資会社ブルックフィールド＜BBU＞は、傘下の資産運用会社オーケツリー・キャピタル・マネジメントの残り26%の持分を、30億ドルで取得する。
- ・森林地不動産投資信託（REIT）のレイヨニア＜RYN＞とポトラッチデルティック＜PCH＞は、70億ドル規模の株式交換による合併を計画している。
- ・金融サービス会社のS&Pグローバル＜SPGI＞は、非公開市場データ会社ウィズ・インテリジェンスを18億ドルで買収する。

Going Remote

New Zealand's Revised Active Investor Plus has outpaced its earlier visa program.

	Number of Applicants	Approved in Principle	Estimated Investment	% of U.S. Applicants
New Active Investor Program, April 1, 2025	369	244	\$NZ2.2 billion (\$1.3 billion)	36
Previous Visa Program	65	12	\$NZ600 million* (\$344 million)	26

*Potential overall investment from the program

Source: Immigration New Zealand

Its revised Active Investor Plus visa aims to attract affluent foreigners. “We are interested in people who have incredible talents, who have skills and expertise and connections,” says New Zealand Minister of Immigration Erica Stanford.

今週の予定

10月21日（火）

主要企業の決算発表が本格化する。21日、飲料大手コカ・コーラ<KO>、ライフサイエンス企業ダナハー<DHR>、航空エンジンメーカーのGEエアロスペース<GE>、自動車大手のゼネラル・モーターズ<GM>、航空・宇宙関連大手ロッキード・マーチン<LMT>、動画配信大手のネットフリックス<NFLX>、防衛大手RTX<RTX>、半導体大手テキサス・インスツルメンツ<TXN>が発表。22日、通信大手AT&T<T>、再生可能エネルギー関連のGEベルノバ<GEV>、コンピューターサービス大手のIBM<IBM>、電気自動車（EV）大手のテスラ<TSLA>、科学関連サービス企業のサーモ・フィッシャー・サイエンティフィック<TMO>が発表。23日、大手投資会社ブラックストーン<BX>、自動車大手フォード・モーター<F>、コングロマリットのハネウェル・インターナショナル<HON>、半導体大手インテル<INTC>、米通信大手TモバイルUS<TMUS>が、アナリスト向け決算説明会を開く。24日、防衛大手ゼネラル・ダイナミクス<GD>、病院運営のHCAヘルスケア<HCA>、家庭用品大手プロクター・アンド・ギャンブル<PG>が決算発表を行い、週を締めくくる。

10月24日（金）

米労働省労働統計局（BLS）が9月の消費者物価指数（CPI）を発表する。市場予想は前年同月比3.1%の上昇で、8月を0.2ポイント上回る見込み。また、変動の大きい食品とエネルギーを除くコアCPIは前年同月比3.1%上昇と見込まれ、8月と同水準の見通し。連邦政府の閉鎖が続く中でも、社会保障庁（SSA）が年金給付額を決めるための年次の「生活コスト調整（COLA）」を算定できるよう、BLSの一部職員がCPIデータの収集業務に一時的に呼び戻された。

S&Pグローバルが10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51.7、サービス業PMIが53.5と見込まれている。9月はそれぞれ52と54.2だった。

Moving Costs

New Zealand's new investor visa program offers two paths to achieve permanent residency.

	Growth	Balanced
Minimum Investment	\$NZ5 million (\$2.9 million)	\$NZ10 million (\$5.8 million)
Investment Types	Direct equity or expansion capital in high-growth NZ businesses or in private funds focused on growth businesses.	Lower risk investments in stocks, bonds, and property tax increases housing stock. Can include some high-risk investments.
Minimum Investment Period	Three years	Five years
Residency Requirements	21 days over three years	105 days over five years
Path to Residency	Apply for permanent residency after three years if investment conditions are met.	Apply for permanent residency after five years if investment and residency conditions are met.

Source: Nash Kelly Global

統計と数字

8.3%：中国の輸出は9月に前年同月比8.3%増と、市場予想を大きく上回った。輸入も同7.4%増だった。

70億ドル：2025年に、フォード・モーター、ゼネラル・モーターズ、ステランティス<STLA>の「ビッグスリー」が負担すると見込まれる関税関連コストの推計額。

50.13ドル：13日時点の銀のトロイオンス当たり価格で、1980年の過去最高値（48.70ドル）を上回った。

22州：格付け会社ムーディーズ<MCO>の分析によると、22州（ワシントンD.C.を含む）が既に景気後退入り、またはその瀬戸際にある。

By Abby Schulz
(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』 2025/10/19

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