

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/10/26

THIS WEEK'S MAGAZINE



1. トランプ大統領が開く「国家資本主義」新時代とはいかなるものか - The U.S. Is Taking Stakes in Companies. This New Activism Is Here to Stay [カバーストーリー] P.1
目的はサプライチェーンと国家安全保障の強化
2. プログレッシブが決算発表後に急落、今が買い時 - Progressive Stock Got Hit After Earnings. It's Time to Buy One of Great Companies. [注目銘柄] P.5
堅固な優位性と今後の展望
3. 避けられない米株取引24時間化、個人投資家への影響は - 24-Hour Stock Trading Is Coming-and Wall Street Isn't Ready [フィーチャー] P.8
夜間の流動性や価格形成に懸念
4. ビッグマネー調査：2026年末まで株高基調継続も - Stocks Could Climb Through 2026, According to Our Latest Survey of Money Managers. [フィーチャー] P.12
企業業績、金融緩和、財政刺激策が下支え
5. AIビジネスモデルの再構築に心血注ぐメタ - In This AI Moment, Meta's Zuckerberg Again Embraces Disruption, Inside and Out. [ハイテク] P.17
巨額の設備投資資金を調達、AI開発組織を刷新
6. 「何にでも投資可能」な債券ファンド、責任者はリスク取らず6%の利回り実現 - This 'Go Anywhere' Bond Fund Manager Delivers a 6% Yield Without Much Risk [インタビュー] P.19
国内外の社債と住宅ローンで成果を上げるピムコのソナリ・ピア氏に聞く
7. FRBは量的引き締め停止によって流動性問題の回避に動くか - The Fed Will Soon End QT to Avoid a Financial 'Plumbing' Problem. [経済政策] P.22
FOMCの注目テーマはバランスシートの扱い
8. 最高値更新の株式市場、水準維持の条件は - The Stock Market Climbed to New Highs. Here's What Can Keep It There. [米国株式市場] P.24
市場予想を上回る決算発表の継続がポイント
9. AI資金調達の急先鋒ブルー・アウルに試練 - Private-Asset Star Blue Owl Has Been Flying High. Is It Too Close to the Sun? [コラム] P.27
AIブームで急成長も株価は反動安
10. AIチャットボットの暗号資産取引、結果は悲惨 - AI Chatbots Were Told to Trade Crypto. The Returns Were Ugly. [経済関連スケジュール] P.29
著名モデル6種が競う「アルファ・アリーナ」

※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. トランプ大統領が開く「国家資本主義」新時代とはいいかなるものか The U.S. Is Taking Stakes in Companies. This New Activism Is Here to Stay 目的はサプライチェーンと国家安全保障の強化

[カバーストーリー]

納税者の利益も目的の一つ



Illustration by Federico Gastaldi

米政府は企業の大規模な持ち分を取得し、米国で最も強力な投資家となりつつある。その目的はサプライチェーンを強化し、納税者にとっての利益を獲得することだ。どちらの目的も超党派的な支持を得ており、この新たな株主アクティビズムがトランプ政権よりもはるかに長く続くことを示唆している。

「国家資本主義」の展開の中で、米政府は法的権限の枠を押し広げ、ますます多くの企業に数十億ドルを投資し、その見返りに株式を取得している。第三の目的は中国に勝つことだ。中国

は一部の原材料と製造プロセスを支配しており、貿易摩擦の中で米国の国家安全保障にとって重大な弱点が明らかになっている。

政府は半導体大手インテル<INTC>や、MPマテリアルズ<MP>、リチウム・アメリカズ<LAC>などの重要鉱物生産会社の持ち分を取得している。一部の企業の取締役会では、政府を株主に迎えることを求める声が高まっている。一方で、政府が許認可と引き換えに、株式や何らかの支配権を明け渡すことを強制するのではないかと警戒している企業もある。

トランプ政権の高官は、持ち分の取得はまだ始まったばかりだと述べている。ベセント財務長官は、ホワイトハウスは米国の国家安全保障にとって欠かせない業界をターゲットにしていると語る。その狙いは中国への過度な依存を避けることだ。政府高官は、中国が米国企業よりも価格を切り下げ、戦略的優位性を得ていると指摘する。

ベセント氏は15日のCNBCのイベントで、米政府が民間企業の持ち分をさらに取得したとしても「驚かない」と語り、「中国のような非市場経済に立ち向かうには、産業政策を行使しなければならない」と述べた。

政府は、トランプ大統領がインテルの最高経営責任者（CEO）の辞任を求めた数日後に、インテル株を取得した。トランプ氏は、バイデン前政権下でなされた納税者にとって不公平な取引を是正すると主張した。2024年11月、バイデン前政権は、インテルが米国内での半導体製造に1000億ドルを投資する計画を支援するため、約80億ドルの助成金を提供すると発表した。しかし、政府はこの取引で株式を受け取らなかった。

ホワイトハウスと政権の高官は、国家安全保障上の目的に加え、納税者のために利益を獲得したいとも述べている。ラトニック商務長官はCNBCのインタビューで「なぜ時価総額1000億ドル以上のインテルに助成金を与えるのか。それは米国の納税者にとって何の利益になるのか。トランプ大統領の答え

は、われわれは資金と引き換えに持ち分を得るべきだというものだ」と述べた。

国防総省は7月、カリフォルニア州でレアアース（希土類）鉱山を運営するMPマテリアルズに4億ドルを投資した。政府は優先株と新株予約権で15%の持ち分を取得し、筆頭株主となった。取引の一環として、政府は一部のレアアース製品の最低価格を保証した。さらに、新たな製造施設の竣工から10年間にわたり、政府や他の顧客が施設で生産された磁石の100%を購入することを約束した。

今月、政府は新たに2件の重要鉱物に関する取引を結んだ。1件目では、リチウム・アメリカズとその合弁企業1社の持ち分5%を取得した。2件目では、鉱山開発会社トリロジー・メタルズ<TMQ>の持ち分10%と持ち分7.5%相当の新株予約権を獲得した。資金提供に加え、政府はアラスカ州の鉱物資源プロジェクトに関して211マイルの道路建設を許可し、バイデン前政権の決定を覆した。

鉱業・鉱物投資会社テックメットのブライアン・メネルCEOは、米政府の投資は「極めて変革的で価値がある」と語る。テックメットは2020年に第1次トランプ政権から米国開発金融公社（DFC）を通じて2500万ドルの投資を受けている。さらに、バイデン前政権下でも8000万ドルの投資を獲得した。

他の投資家や外国政府は、米政府による株式投資によってプロジェクトのリスクが低下したと捉える。メネル氏は、テックメットがカタール投資庁（QIA）から1億8000万ドルを調達するに当たり、米政府の関与が主要なセールスポイントになったとし、「（米政府の投資は）当社にとってあらゆる面でプラスだ」と語る。

企業への影響力を獲得

政権内では政府系ファンドの設立計画があるものの、ホワイトハウスは米国企業の大規模なポートフォリオを構築する気はないと説明している。政権は持ち分の取得を、米国のサプライチェーンを強化するための単なる手段の一つと見ている。あるホワイトハウス高官は「持ち分取得の要点は、納税者の税金を不必要かつ無条件に与えないという点にある」とし、納税者の財務的リターンは国家安全保障の「副次的な利益」であると語った。

批判派は、企業の持ち分を取得しても、サプライチェーンの強化に大きく寄与するとは限らないと指摘する。元々の米政府とインテルの取引は、インテルが米国内での半導体製造プロジェクトについて特定のマイルストーンを達成することと引き換えに、助成金、融資、税制優遇を提供するものだった。インテルなどの半導体メーカーは、こうした支援がなければ、米国内での半導体製造は経済的に継続できないと述べていた。トランプ政権は取引の一環としてマイルストーンを廃止した。

一部の取引では、政府は持ち分を取得することなく、企業に対する影響力を獲得している。8月、半導体大手のエヌビディア<NVDA>とアドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>は、輸出許可と引き換えに、中国向けの人工知能（AI）半導体売上高の15%を米政府に提供することで合意した。ホワイトハウスは同月、取引はまだ確定していないと述べ、中国は両社の半導体の購入を禁止した。エヌビディアの広報担当者はコメントを拒否し、AMDはコメント依頼に返答しなかった。

さらに、政府は日本製鉄<5401>のUSスチール買収を承認する条件として「黄金株」を取得した。これは企業の一部の行動に対して政府に拒否権を与えるものだ。エール大学最高経営リーダーシップ研究所のジェフリー・ソネンフェルド所長は「市場への参入を認めることと引き換えに利益の分け前や持

Uncle Sam's Growing Influence

The U.S. has taken equity stakes in several companies and has exerted influence over others. The administration says it may do more.

Company	U.S. Investment	Stock Price Change Since Announcement	Deal Terms
U.S. Steel (now owned by Nippon Steel)	0	8.6%	Nippon Steel gets approval to buy U.S. Steel; U.S. gets veto power over some actions
MP Materials	\$400 million	176.1	DOD receives 15% of company; agrees to buy rare earths at a price floor
Intel	\$9 billion	62.1	U.S. converts Chips grant into 10% equity stake
Lithium Americas	\$2 billion	111.5	DOE defers debt service on loan, receives 5% stakes in company and one of its projects
Trilogy Metals	\$36 million	194.7	DOD receives 10% of Trilogy in exchange for road approvals
Nvidia	0	0.0	U.S. approves some chip sales to China in exchange for 15% of revenue
Advanced Micro Devices	0	39.3	U.S. approves some chip sales to China in exchange for 15% of revenue

Note: Price changes through Oct. 20; price change of Nippon Steel, which acquired U.S. Steel on June 18, is in local currency.

Sources: Bloomberg, company reports

ち分を要求するのは、強要スキーム同然だ」と指摘する。

レアアース関連企業との取引を受けて、米政府を株主にしようとする企業が殺到している。つい先週、ウォール・ストリート・ジャーナル紙は、一部の量子コンピューティング関連企業が資金提供と引き換えに商務省に持ち分を譲渡することを検討していると報じた。商務省は本誌に対し、量子コンピューティング関連企業と持ち分に関する交渉は行っていないと述べた。

トランプ氏の元顧問弁護士の一人であるY・デービッド・シャーフ氏は、重要鉱物、製造業、ロボティクスなどの業界にまたがる20~30社の企業が、米政府の投資を獲得するための後押しを求めて接触していると述べた。これまでに、政府機関に紹介する候補企業を数社に絞り込んでいるという。

政府は投資利益に関する包括的な会計報告を発表していないが、幾つかの事例に基づくと、これまでのリターンは堅調とみられる。

テックメットのメネル氏は、政府がテックメットへの投資によって年30%のリターンを得ていると語る。MPマテリアルズの直近の株価は約83ドルで、政府との取引における優先株の転換価格と新株予約権の行使価格の2倍を上回る。リチウム・アメリカズについては、政府は1億8400万ドルの負債の支払いを先送りすることを認める代わりに、9300万ドル相当の持ち分5%を取得した。恐らく最も大きな利

益を生んでいるのは、8月にインテル株の9.9%を、市場価格より割安な1株当たり20.47ドルで購入すると合意したことだ。インテルの直近の株価は約38ドルだ。

長期的には米経済のリスクか



Illustration by Federico Gastaldi

表面的には、政府による持ち分の取得は、往々にして民間株主の持ち分を希薄化させるように見える。しかし、米政府による投資の初期には、ターゲットとなった企業の株価はほとんど常に急騰する。株主は政府とともに利益を享受している。

トランプ政権の高官は、国家安全保障にとって必要不可欠と見なす複数の業界を挙げ、政府が投資する可能性があるとしている。ラトニック氏とトランプ氏はインタビューで、防衛請負業者がターゲットになり得ると示唆した。防衛請

負業者は米政府が最大あるいは唯一の顧客であることが多い。ベセント氏は15日のCNBCのイベントで、政府が既に七つの重要産業を特定しており、持ち分取得を検討する可能性があると述べたが、具体的な業界の名前は挙げなかった。

多くのケースで、政府が支援を提供している業界は、従来ならば米国で事業を運営するのはリスクやコストが高過ぎると考えられてきた業界だ。レアアース鉱山の開発は、レアアースの価格変動の激しさを考慮しなくともリスクが大きい。鉄鋼企業は長年、国の支援を受けている中国企業とは競争できないと主張してきた。米議会が2022年に半導体補助金法を可決した理由の一つは、先進的な半導体のほぼすべてが台湾で製造されていることだった。

調査会社ビーコン・ポリシー・アドバイザーズのアナリスト、オーウェン・テッドフォード氏は「これらのセクターと業界については、十分な国内生産と備蓄を確保したいという超党派的な共通認識がある。方法がベストではなくても、その結果は長い目で見れば価値があるということも、党派を超えてある程度合意されている」と語る。

法律の専門家は、経済危機ではないのに企業の持ち分を取得するのは異例だが、取得自体は違法ではないと指摘する。議会は政府にDFCを通じて企業の株式を取得することを認め、DFCはレアアース関連の取引を数件実施した。インテルへの資金提供を可能にした法律は、政府の株式取得について明示的に規定してはいないが、禁止してもいない。さらに、インテルが自発的に契約を締結している以上、誰が訴訟を起こすのかも明確ではない。

政府による持ち分の取得は、民主党が大統領選に勝っても続く可能性がある。急進左派のバーニー・サンダース上院議員はインテルとの取引を称賛し、「米国の納税者は妥当な見返りを得る権利がある」と述べた。バイデン前政権のホワイトハウス高官も、政府支援と引き換えに持ち分を取得するという施策には、本質的に間違っているところはないと言っている。

シンクタンク、グラウンドワーク・コラボレーティブの政策・アドボカシー責任者で、バイデン前政権

時に国家経済会議（NEC）の職員だったアレックス・ジャッケス氏は「持ち分の取得は、助成金、税制優遇、融資、関税などと同様の産業政策ツールの一つだ。賢明で戦略的な方法で使用することもできるが、下手な方法で誤用される可能性もある」と語る。

ソネンフェルド氏は、大企業のリーダーの多くが政府の持ち分取得に恐怖を感じているが、トランプ大統領のターゲットになるのを恐れ、公に発言することはないだろうと語る。さらに、一部のリーダーは、米政府の後ろ盾を得ることで、ライバルを出し抜き、株価を一時的に急上昇させることができると考えているという。

リバタリアン系シンクタンクであるケイトー研究所のバイスプレジデント、ノーバート・ミッセル氏は、長い目で見ると、政府の高圧的な姿勢によって、米経済に他国よりも大きな成功をもたらしてきた条件が失われるリスクがあると指摘する。ミッセル氏は「『政府が5社の企業の持ち分5%を取得するだけなら、ファシズムや社会主義には当たらない』といった明確な線引きは存在しない」と語る。

米政府が投資ポートフォリオを構築し終えた後、何が起きるかはほとんど不明だ。インテルに関しては、ホワイトハウスは経営への介入権を取得しないことに合意した。しかし、他の取引については、既に自らに有利になるように介入を始めている。トランプ氏は先月、USスチールに対して初めて拒否権を行使し、イリノイ州の工場の稼働停止を阻止した。あるホワイトハウス高官は9月、稼働停止は「妥当な経営判断だったかもしれない」が、米国の利益には反すると本誌に語った。

USスチールの広報担当者は、どのような状況でも一時解雇は行われなかっただろうとし、トランプ政権は「米国鉄鋼業界にとって素晴らしい友人である」と述べた。

By Joe Light
(Source: Dow Jones)

2. プログレッシブが決算発表後に急落、今が買い時

[注目銘柄]

Progressive Stock Got Hit After Earnings. It's Time to Buy One of Great Companies.

堅固な優位性と今後の展望

成長鈍化の懸念が株価を押し下げる



Courtesy Progressive

損害保険大手のプログレッシブ<PGR>は米国を代表する金融企業の一つであり、1971年の新規株式公開（IPO）以来、驚異的な成長と株式市場での実績を誇っている。そしてプログレッシブの株価は現在、4月のピークから20%超下落し約218ドルまで値下がりしたことで割安感が高まっている。この下落には、2025年7～9月の業績が予想をわずかに下回ったとの直近のニュースを受けての5%下落も含まれる。S&P500指数が新高値を更新したにもかかわらず、プログレッシブの株価は10月24日に52週間の最安値に迫った。

米国2位の自動車保険会社であるプログレッシブは金融分野のグロース株だが、残念ながらここ数カ月で成長は鈍化している。プログレッシブは依然として急速に事業を拡大しており、9月の自動車保険契約数は前年同月比15%増となったものの、この数値は今年の年間20%増のペースから低下している。保険料も圧迫されている。自動車保険料は2023年と2024年に2桁の伸びを示したが、10月24日に発表された9月の消費者物価指数（CPI）では自動車保険料が0.3%下落した。同時にプログレッシブをはじめとする自動車保険各社は、事故車両の修理費が継続的に上昇する課題にも直面している。これらの要因が相まって、プログレッシブの成長はさらに鈍化する可能性がある。プログレッシブの高水準の利益率は2026年に低下し、2025年と比較して減益の見通しだ。

しかし株価の反応は、市場が長期的な見通しよりも短期的な懸念を優先した事例と言える。プログレッシブは依然としてテクノロジーとデータにおける優位性を保ち、業界をリードしており、長期的な成長ストーリーは損なわれていない。株価収益率（PER）も予想利益ベースで2025年は12倍、2026年は13倍という水準で妥当な株価といえる。特にこれほど長く堅調であった企業としては適正水準だ。

データとテクノロジーで築いた優位性

Mileage May Vary

How Progressive compares with two rival auto insurers.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	Market Value (billion)	2025E EPS	2025E P/E	2026E EPS	2026E P/E
Progressive / PGR	\$220.59	-6.2%	\$129.3	\$17.90	12.3	\$16.55	13.3
Allstate / ALL	194.46	0.9	51.2	23.88	8.1	23.00	8.5
Mercury General / MCY	78.91	18.7	4.4	4.50	17.5	7.40	10.7

Note: E=estimate.

Source: Bloomberg

ティー・ロウ・プライス・フィナンシャル・サービス・ファンド<TFIX>の共同マネジャーであるグレッグ・ロクラフト氏は「プログレッシブは素晴らしい会社だ」と述べ、プログレッシブを「最も優れた経営」の自動車保険・住宅保険会社と評している。長期保有者にとって不満は一切ない。プログレッシブ株は1971年のIPOでの株式分割調整後の約8セントから2500倍超上昇し、過去5年、10年、20年にわたって、S&P500指数や自動車保険会社ガイコを保有する競合のバークシャー・ハサウェイ<BRK.B>を上回るパフォーマンスを示している。

プログレッシブがこれほど好調な理由は何か。テレマティクス（リアルタイムの運転情報）やその他の分析手法（アナリティクス）を保険料算出にいち早く導入した点にある。プログレッシブはブローカーを活用する一方、成長著しい消費者への直販事業により重きを置いている。多額の広告費用を費やし、広告用の女性キャラクターのフロ（Flo）を通じてブランド認知度を高めている。さらに全米50州のマネジャーに対し、業界の状況や競争環境を踏まえた保険料設定の権限を付与している。その成果は業績に表れている。プログレッシブの保険料収入は2023年と2024年の両年で約20%増加し、2025年

は13%の増加が見込まれている。保険業界に特化した信用格付け機関であるAMベストによると、2024年の自動車保険の保険引受利益率は12%で業界平均を7.5%上回り、2025年も同様の差が予想される。株主資本利益率（ROE）ベースでは、米大手商業銀行であるJPモルガン・チェース<JPM>や損害保険大手であるチャブ<CB>といった金融大手をも大きく上回っている。グラビティ・キャピタル・マネジメントの最高投資責任者（CIO）アダム・シーゼル氏は「プログレッシブは成長マシーンだ。そして保険を販売するテクノロジー企業だ」と語る。

今後の見通し

プログレッシブには、細分化された自動車保険市場で拡大余地が十分にある。市場シェアはわずか17%（業界首位のステート・ファームに約2%差）で、テクノロジー面での優位性がなかったとしても、中小の上場保険会社や相互保険会社からシェアを奪える。バークシャー傘下のガイコを追い抜いたように、ステート・ファームを追い抜き米国最大の自動車保険会社となるのも時間の問題かもしれない。ガイコとプログレッシブはかつて同程度の成長を示していたが、近年ではプログレッシブが先行している。両社のコントラストは鮮明だ。本誌の推計によれば、プログレッシブの自動車保険契約数は2019年末比75%増の2620万件に達した一方、ガイコは重大なテクノロジー面の問題修正に注力したため、自動車保険契約数は約10%減の約1600万件にとどまっている。バークシャー・ハサウェイの最高経営責任者（CEO）のウォーレン・巴菲特氏は今年の年次書簡で、ガイコの「目覚ましい改善」を称賛した。しかし、ガイコの利益率は現在プログレッシブと同水準にあるものの、テクノロジー面でプログレッシブに匹敵するかどうかは議論の余地がある。

プログレッシブは他の優良金融会社ほど注目を集めていないが、それは部分的には意図的なものだ。プログレッシブは機関投資家との面談を行わず、業界の会議も避けている。本社はクリーブランド郊外にあり、金融活動の中心地とは言い難い。それでもプログレッシブは四半期決算説明会で戦略を率直に開示しており、次回は11月上旬に予定されている。またS&P500指数の構成企業で唯一、月次決算を発表している企業でもある。

すべてが順風満帆というわけではない。自動車保険料率の高騰は強力な政治問題となりつつあり、保険料が横ばい、あるいはフロリダ州のように下落しているところもある。プログレッシブは2023年の法改正後、フロリダ州で非常に高い利益を上げたため、2023年から2025年にかけて法定上限を超えた巨額の利益に基づき、2026年からフロリダ州の保険契約者に約9億5000万ドルを払い戻す予定だ。保険業界は自動車修理費の高騰に直面している一方、今後10年間の自動運転車の普及により事故件数が減少する可能性があり、プログレッシブの引受優位性の一部が相殺される可能性がある。こうした要因が競争圧力を高め、プログレッシブの利益率を圧迫している。ただし、プログレッシブは最低保険引受利益率目標である4%を余裕で上回り、引き続き市場シェアを拡大していくと予想される。

プログレッシブは革新的な資本還元プログラムも実施している。別の業界のリーダーである倉庫型スーパー大手のコストコ・ホールセール<COST>と同様に、わずかな通常配当（現在は年間40セント）に加え、余剰資本が蓄積した際には定期的に特別配当で補完している。プログレッシブは2024年末に4ドル50セントの特別配当を発表している。ティー・ロウのロクラフト氏は、2025年の堅調な利益を背景に、2025年末にも同様の発表があり、2026年にはさらに別の特別配当が行われる可能性があると予想している。

プログレッシブの株価は、割安な評価を受けている。プログレッシブの2025年の予想PERは12倍で、

過去10年平均の16倍やS&P500指数の現在の22倍を大きく下回っている。レイモンド・ジェームズのアナリスト、グレッグ・ピーターズ氏は最近、プログレッシブが目標を上回る収益性を継続するとの予想を理由に、プログレッシブの株価について「コンセンサスを上回る」アウトパフォーム評価を再確認した。目標株価は1株当たり305ドルから265ドルに引き下げたものの、それでも20%超の上昇余地があることを示唆している。優れた企業が売り出されるとときは、通常、買い時だ。そして間違いなく、プログレッシブは素晴らしい会社だ。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

3. 避けられない米株取引24時間化、個人投資家への影響は

24-Hour Stock Trading Is Coming-and Wall Street Isn't Ready

夜間の流動性や価格形成に懸念

[フィーチャー]

24時間取引が必要とされる理由



Illustration by Kathleen Fu

ウォール街の関係者は、米国株式市場の24時間取引が避けられない点では一致している。ただし、歓迎はしていない。米国的主要取引所で株式を売買できるのは通常、東部時間の平日午前9時半～午後4時に限られる。一部では「プレマーケット」や「アフターマーケット」と呼ばれる取引時間があり、前者は午前4時から始まり、後者は午後8時で終わる。

しかし、株式の24時間取引はいずれ新たな常識となる。ニューヨーク証券取引所 (NYSE)、NASDAQ、ロンドン証券取引所 (LSE) はいずれも、平日の夜間まで取引時間を延長することを検討中だ。

ロビンフッド・マーケット<HOOD>、インターラクティブ・ブローカーズ・グループ<IBKR>、ファーストレード、チャールズ・シュワブ<SCHW>などは、すでに多くの銘柄について平日24時間取引を実施している。株式の決済を行うデポジタリー・トラスト・アンド・クリアリング・コーポレーション (DTCC) も、早ければ2026年第2四半期にも24時間取引に対応できるよう準備中だ。

週末の取引は当面、対象外となる。しかし、ウォール街では24時間化の波を不安げに見守っている。「資産運用会社は真夜中にも人員を配置しなければならないのか」、「夜間の流動性は個人投資家に不利ではないか」、「午前1時に銀行が破綻したらどうなるのか」といった声が聞かれる。

証券取引所が24時間化に向かう理由は幾つもある。まず、半導体大手のエヌビディア<NVDA>やマイクロソフト<MSFT>などの米国大型株に関心を高めているアジアの個人投資家に、サービスを提供したいと望んでいること。次いで、暗号資産（仮想通貨）市場やコモディティー市場がすでに24時間体制で動いていること。加えて、さらに多くの海外企業に米国上場を促す狙いもある。しかし、需要があるのか、いぶかしむ人もいる。NASDAQの統計によると、2025年時点での時間外取引の出来高は全

体の11%にすぎず、午後8時から翌日午前4時の取引はわずか0.2%しかない。

一方、NYSEやNASDAQが動くことで取引の活発化を期待する人もいる。NASDAQ北米市場担当シニアバイスプレジデントのチャック・マック氏は「われわれが参入することで新たな需要が生まれるだろう」と語る。

実際に取引量が増えれば、トレーダーや取引所にとっては大きな恩恵となる。しかし、「クロージングベル（取引終了の鐘）」が鳴らない市場は、ウォール街の生活リズムをも変えてしまう可能性がある。シティグループで北米電子執行の責任者を務めるジェニー・ハディアリス氏は「賛否は関係ない。メリットもデメリットもある。だが、もう止まらない」と話す。

■ フラッシュ・クラッシュ多発の危険

Many Organizations Are Moving Toward 24-Hour Trading—but at Different Paces

Available now Headed that way

Organization	Comment
Interactive Brokers	Launched overnight weekday trading for select stocks in November 2022, expanded in July 2023
Robinhood	Launched overnight weekday trading in May 2023
Schwab	Launched overnight weekday trading for select clients in late 2024, expanded to all clients in February 2025
NYSE	The largest stock exchange plans to offer trading 22 hours a day, five days a week, pending regulatory approval
Nasdaq	The second-largest stock exchange wants to offer 24-hour trading five days a week in second half of 2026, pending regulatory approval
24X	This start-up exchange offers 4 a.m. to 8 p.m. trading, and has received regulatory approval to launch 23-hour trading five days a week in second half of 2026
Securities Information Processors (SIPs)	These organizations provide the public "tape" of trading prices. They are working on a plan for regulators outlining the rollout of 24-hour, five-day trading
Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC)	The main market clearinghouse plans to support 24-hour, five-day trading by June 2026, pending regulatory approval

Source: Barron's, companies

本誌が話を聞いた十数人の金融のプロは、24時間取引の影響に関してさまざまな懸念を抱いているが、同時に不可避な変化であることを強調した。多くが懸念するのは、流動性と株価形成だ。参加者が少ない時間帯では、マーケットメーカー（株式の値決め役）は保有株を長時間抱えるリスクを負うため、その分の補償としてスプレッド（買値と売値の差）を拡大させる。夜間など取引参加者がほとんどおらず、一部のマーケットメーカーしか活動していない時間帯には、スプレッドが異常に広がることもある。

不注意な投資家が夜間に発注すると、日中に比べてはるかに不利な価格で約定する恐れがある。また、流動性不足による損害は個人にとどまらない。投資家が夜間に大量の売り注文を出し、買い手がほとんどいない場合、価格が急落し、その動きが自動売却の引き金となり「フラッシュ・クラッシュ」が多発する危険性がある。

当面は午後8時から翌日午前4時の流動性は極めて低いとみられるが、米大統領選や地政学的危機など重大イベントがあれば、急に商いが膨らむこともあり得る。トレーダーや投資家にとって、クロージングベルは貴重な区切りだ。午後4時以降は帳簿整理や社内会議、顧客との懇談、そして睡眠時間を確保できる。形式的には夜間も価格は動くが、実際の取引は薄く、テープ（取引記録）はほとんど意識されない。

だが、取引が24時間途切れることなく行われるようになれば、株価の動きがいやでも目に入る。投資家の夜間取引を支援するフィンテック企業ドライブウェルズの最高事業成長責任者（CGO）、ジョン・シャマス氏は「株式トレーダーにとって、絶え間ないストレスと不安の新時代になるだろう。休む時間がないからだ。先物やオプションのトレーダーはすでにほぼ24時間取引に慣れているが、株式トレーダーの多くはそうではない」と語る。

人員配置の問題

夕方にカクテルを楽しむ投資家だけが、クロージングベルを頼りにしているわけではない。現在、取引所や証券会社は夜間を利用して、決済処理、終値の確定、株式分割、誤約定の修正、配当支払いなど多くの業務をこなしている。24時間体制では、こうしたマーケットの「裏方作業」をどのように行うのかが不明確だ。

人員配置の問題は避けて通れない。モルガン・スタンレーの株式アナリスト、マイケル・シプリス氏は「市場が開いている以上、流動性が乏しいかどうかに関係なく投資家には価格リスクが生じる」と語る。少なくとも要求水準の高い顧客を抱える企業では、そのリスクを管理するために夜間も担当者を置く必要があるだろう。

業界団体の米国証券業金融市场協会（SIFMA）は、証券取引委員会（SEC）への提出書類の中で「夜間取引が始まれば、規制当局、証券会社、外部のサービス提供業者はシステムの監視や顧客対応のために追加人員を確保する必要が生じる。この追加コストは誰が負担するのか」と問い合わせた。

こうした追加コストが、業界再編をさらに促す可能性がある。大手のトレーダーや資産運用会社の多くは、すでに世界レベルで24時間体制を敷いている。ニューヨーク市場が閉まっている間に株価が動いても、シンガポールのオフィスが即座に対応できる。しかし、グローバル展開していない中小規模の会社にはそれが難しい。

誰が利益を得るのか

多くの金融関係者は、市場を動かすニュースが深夜に流れた場合の影響を懸念しているが、市場が通り開くようになれば、資産運用会社はリアルタイムで市場の変化に反応し、ポートフォリオを即座に調整できるようになる。その一方で、特に個人投資家による冷静さを欠いた「衝動的な売買」が増えるリスクも高まる。翌朝まで待てば冷静な判断ができるはずの場面で、感情的に行動してしまう危険性

が高まるということだ。

衝動的な投資行動が増えれば、得をするのはむしろプロの投資家だ。現在すでに時間外市場を支配しているのは、ヘッジファンドや自己勘定取引のトレーダー、アルゴリズム取引を駆使するファンである。こうしたプロの投資家が、非合理な価格形成を利用して利益を得ることになるだろう。ロングターム・キャピタル・マネジメントの共同創業者で、現在は資産運用会社を率いるビクター・ハガニ氏は、「24時間取引に大きな利点はない。結局のところ、それは個人の投機家からプロのトレーダーへの富の再分配を加速させるだけだ」と語る。

24時間取引の導入はコンピューターを駆使した高速取引をさらに有利にする可能性もある。現在の仕組みでは、午後8時のニュースリリースを午後8時5分に読んでも大差はない。すべての投資家が翌朝まで取引できず、その間に十分な時間をかけてニュースを消化できるからだ。しかし、取引所が24時間開いていれば、ニュースへの反応速度がより重要になる。すでに一部ファンが日中の取引で活用しているウェブスクレイピングや機械学習などの情報解析手法は一段と重要性を増すだろう。

ある米大手銀行のトレーディング部門幹部は、「夜間取引が市場の連鎖的な混乱を悪化させる恐れがある」と指摘する。そして「2008年3月の投資銀行ペラー・スターンズ破綻時、当局と銀行幹部は週末を含む数日間の話し合いで救済案と売却案をまとめた。しかし今後は、こうした時間的余裕は少なくなるだろう」と語る。

ベター・マーケッツの証券政策ディレクター、ベンジャミン・シフリン氏も同じ懸念を示す。「ゲームソフト販売のゲームトップ＜GME＞騒動の時に、市場が年中無休で開いていたら、どうなっていたかを想像してほしい。当時ですらSECはじめ市場関係者は、市場で何が起きているかを把握するのに苦労していた」と述べている。

多くの投資家は24時間取引の利点に懐疑的で、流動性の低さを警戒し、夜間取引とは距離を置く姿勢を取っており、他の投資家も同じ反応をするだろうと考えている。ステート・ストリートのチーフ・インベストメント・ストラテジストであるマイケル・アローン氏は「長期投資家や機関投資家はおそらく静観するだろう」と述べる。

しかし、それは「卵が先か、鶏が先か」の状況を招く。機関投資家が夜間の流動性を提供しなければ取引量は増えず、取引量が少なければ機関投資家はますます夜間市場に参加しない。結果的に、市場は個人投資家と専門的な取引会社だけのものとなるだろう。それでも、競争の圧力が高まれば、資産運用会社やトレーダーも夜間対応の体制を整えざるを得なくなる可能性がある。

ヘッジファンド、ロングテール・アルファの創業者で最高投資責任者（CIO）のビニアー・バーンサリ氏は、「取引相手が夜間対応をしてくれないなら、対応してくれる他の会社に乗り換える。対応しない会社にとっては数百万ドル規模の機会損失となり得る」と語る。ドライブウェルスのシャマス氏は「夜間の売買は5年以内に、端株取引のように誰もが利用するようになるだろう」と述べ、この仕組みが定着すると予測する。一部の証券会社は技術的な制約から24時間取引に対応できない可能性もあるが、「顧客はそれを当然のサービスとして求めるようになるはずだ」と付け加えた。

投資家はどう備えるべきか

當時取引の時代に、投資家はいかに備えるべきか。ウォール街は近い将来、この問い合わせに答えなければならないだろう。膨大な分析ツールを持たない投資家にとって、最適な戦略はこれまで通りバイ・アンド・ホールドだ。市場のタイミングを計るのは危険であり、スプレッドが広がるタイミングを狙うのはさらに危険だ。

それでもバーンサリ氏は、夜間に市場が急変した場合に備えて、ポートフォリオを再調整するプランを持っておくべきだと助言する。バーンサリ氏がウォール街でキャリアをスタートさせたのは30年以上前で、当時はポートフォリオの再構築に非常に時間を要したという。「1994年には数カ月、2008～2010年には数週間かかった。それが突然、時間が短縮され、今では数分どころか数秒だ」と語る。

バーンサリ氏は、24時間取引をこの「加速化」の延長線上に位置付けている。昼夜を問わず株価に影響を与えるニュースが流れる時代には、ポートフォリオ・マネジャーは即応力が求められる。取引を事前に準備しておかなければならない。「実際に事が起きた時には、取引の指示を送るだけにしておく必要がある」と話す。

株式の売買が対面で行われていた時代に形作られた日中の取引制度は、もはや時代遅れに見える。資産運用会社クリエイティブ・プランニングのピーター・マルク社長は「市場が閉まる時間があること自体がばかげている。しかし、市場が多くの人にとってストレスの原因であることを踏まえると、常時取引になるのは望ましくない。人々の不安はこれまで以上に高まるだろう」と懸念を示す。

By David Wignall
(Source: Dow Jones)

4. ビッグマネー調査：2026年末まで株高基調継続も

[フィーチャー]

Stocks Could Climb Through 2026, According to Our Latest Survey of Money Managers.

企業業績、金融緩和、財政刺激策が下支え

投資家心理は半年で大幅に改善



Illustration by Seba Cestaro

弱気の投資家を強気に変える要因として、活況を呈する株式市場に勝るものはない。プロの投資家を対象とする本誌の最新の「ビッグマネー調査」では、回答者の47%が今後12カ月間の市場見通しについて強気であることが分かった。今年春の調査では、強気回答の比率はわずか28%と、1997年以降で最低を記録していた。

この半年の間に起きた出来事によって、春の調査の回答者やウォール街を覆っていた弱気は一掃された。深刻な打撃をもたらしかねない貿易戦争への懸念が薄れる中、S&P500指数は4月の

安値から約40%上昇している。人工知能（AI）関連銘柄を巡る新たな熱狂もS&P500指数の相次ぐ最高

値更新に一役買っている。追加利下げと財政刺激策への期待も投資家心理を高揚させている。最新の調査では、株価見通しについて弱気と回答したのはわずか19%（4月の調査では約30年間で最高となる32%）だった。また、中立的と回答したのは34%と、春の42%から低下した。

しかし、株価の反発が新たな懸念を生んでおり、安堵（あんどの）できる状況にはない。AIに対する関心の高まりによって、半導体大手のエヌビディア＜NVDA＞やブロードコム＜AVGO＞などの株価が押し上げられる一方で、AIバブルに対する懸念も高まっており、1990年代末のITバブルとその後の市場暴落になぞらえる見方も多い。サンフランシスコを拠点とする登録投資顧問業者（RIA）ファルコン・ポイント・キャピタルのジェームズ・ビツター最高投資責任者（CIO）は「AIは変革をもたらすだろうが、株価が高騰し過ぎている。バリュエーション低下のリスクがある」と話す。

本誌は、エルドス・メディア・リサーチの協力を得て、春秋の年2回、ビッグマネー調査を実施している。今回の調査では、ウォール街最大手の投資会社からより規模が小さい独立系投資アドバイザーまで全米のポートフォリオマネジャーや投資ストラテジストを対象に、9月末に電子メールで依頼し、122人から回答を得た。

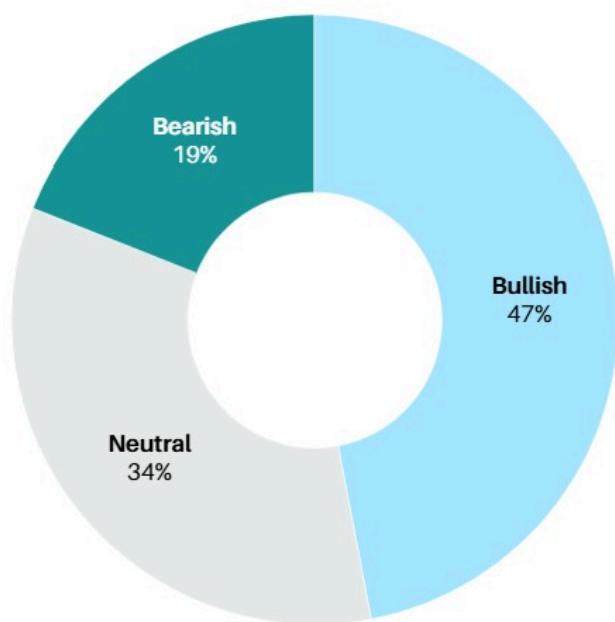
強気派

MARKETS

Click or tap buttons below for survey responses:

OUTLOOK MEASURES STOCKS VALUE CLIENTS RISK

Describe your investment outlook for U.S. equities in the next 12 months.



強気派の割合は増加したが、回答者の57%は株価が割高であるとしており、割安と回答したのはわずか3%だった。

強気派は、2026年末のダウ工業株30種平均（NYダウ）、S&P500指数、NASDAQ総合指数が現在の水準を9~10.5%上回ると予想している。株価上昇をけん引するのは利益成長だ。回答者のうち約38%がS&P500指数構成銘柄の1株当たり利益（EPS）が今年度比で6~10%増加すると予想しており、さらに13%の回答者が10%超の増加を見込んでいる。

オッペンハイマー・アセット・マネジメント（ニューヨーク州）の主席投資ストラテジスト、ジョン・シュトルツファス氏は、AIのおかげで経済の効率化が進んでおり、株価上昇の波は他のセクターへも波及すると予想する。アキュベスト・グローバル・アドバイザーズ（カリフォルニア州）のエリック・クラークCIOもこれに同意し、「2026年に焦点となるのは、エヌビディアやブロードコム、ソフトウェア大手のオラクル＜ORCL＞などの支援を受けてAIの構築に取り組む企業だ。AI銘柄とは見なされていない一部の企業もAIの本格的な導入により収益力が大幅に強化される」と指摘する。

CFSインベストメント・アドバイザリー・サービス（ニュージャージー州）の創設パートナー、ハリス・ニディック氏も強気で、「S&P500指数構成銘柄のうち少数の銘柄が相場を支配する場合が多かったが、残る490銘柄も魅力的であり、収益力も高く、配当も堅調で、消費者も底堅さを見せている」と話す。実際、先週は第3四半期決算がウォール街の予想を上回り、第4四半期の業績予想も良好だったことから、大手自動車メーカーのゼネラル・モーターズ＜GM＞や化学・電気素材メーカー大手3M＜MMM＞など、ハイテク以外のさまざまな銘柄の株価が上昇した。

株価上昇に伴い、強気派は積極的に上値を追っている。回答者の3分の2超が、自社ポートフォリオの株式のウエートを半年前よりも引き上げたとしている。

資産運用会社は米国株の上昇だけでなく、欧州や日本などの先進国市場や中国やブラジルなどの新興国市場の株価上昇の恩恵も受けている。回答者の約60%がこの12カ月で米国以外の株式に対する資産配分を増加させており、約40%は今後12カ月で増加させる計画だ。

株価が上昇を続ける中、回答者の62%は債券および現金への資産配分を減少させている。最も保守的な資産を回避する一方で、回答者の3分の2が金については強気だ。金価格は年初来で約57%上昇し、1オンス当たり4055ドルとなっている。10月20日には4398ドルを付け、史上最高値を更新した。ヒューストンのリンスコム・ウェルスのウォルター・クリストファーソン会長は「ドルに代わる外貨準備として金準備の増強を図る中央銀行や、オルタナティブ投資資産を求める個人投資家からの需要が続いている」と指摘する。

弱気派

ライアン・インベストメンツ（コロラド州）のクリス・ライアン最高経営責任者（CEO）は、4月以降の株価上昇は大半が「取り残される恐怖」、いわゆるFOMO（fear of missing out）によるものだと語る。ライアン氏はむしろ、ソフトウェア会社のパランティア・テクノロジーズ＜PLTR＞やNASDAQの急騰銘柄などハイテク銘柄の急落から「取り残される喜び」、すなわちJOMO（joy of missing out）を重視しているとし、「誤解しないでほしい。AIは世界を変えるだろう。しかし、AIの初期の勝者が長期的な勝者とは限らない」と話す。パランティアの来年度予想利益に対する株価収益率（PER）は約205倍で、調査回答者の4分の1が「市場で最も割高な銘柄」としている。アキュベスト・グローバルのクラーク氏は「モメンタム銘柄は、モメンタムを失うと売りが殺到し、株価が急落する」と指摘する。

INVESTING

Click or tap buttons below for survey responses:



Describe your current asset allocation.

*Note: Other includes gold, commodities, cryptocurrencies, private equity, and other alternative assets; results don't equal 100% due to inconsistent number of responses.

市場で最も割高な銘柄として電気自動車（EV）大手のテスラ＜TSLA＞を挙げたのは回答者の21%、エヌビディアを挙げたのは13%だった。来年度予想利益に対する予想PERはテスラが約180倍、エヌビディアが28倍だ。AI半導体最大手のエヌビディアのファンは多い。回答者の5%が選好銘柄としており、CFSインベストメントのニディック氏は「AI業界を先導する銘柄であり、成長を続けるための他社にはない事業基盤を確立している」と話す。

回答者が当面の最も大きなリスク要因として挙げたのは、景気後退、期待外れの業績、政治的混乱だ。それでも、回答者の37%は来年の国内総生産（GDP）成長率を2～3%と予想している。さらに25%が、わずか1.5%の成長と予想している。

トランプ政権およびFRB

トランプ政権の経済政策の多くは歓迎されていない。トランプ大統領の関税政策に対する不支持は回答者の約3分の2に上り、58%が全体としての財政政策をCまたはDと評価している。

一方、トランプ氏が他国との関税交渉に前向きな姿勢を見せたことを評価する回答もあった。オッペンハイマーのシュトルツファス氏は「関税は好きではないが、貿易はより公平であるべきだ。この『衝撃と畏怖』政策は市場にとっては酷い政策だが、日本や韓国、欧州連合（EU）、カナダと交渉中の取引内容はいずれもはるかに友好的だ」とし、トランプ政権の経済政策にB評価を与えている。ニディック氏も対中貿易については強行姿勢が正しいとし、「米中ともに関税を巡り抜き差しならぬ状況に陥っているが、どこかで冷静を取り戻すだろう。幸い、米中ともに相手と合意に至るべき理由が多い」と話す。

米連邦準備制度理事会（FRB）とその金融政策について、回答者は一定の評価を与えている。9月に0.25%の利下げを実施し、年内に2回、2026年には数回の利下げが予想されている。回答者の57%がFRBの現在のスタンスを適切としたのに対し、34%は引き締め過ぎとしている。春の調査では回答者の70%が「ちょうど良い」、23%が金融緩和と利下げを行うべきだとしていた。

FRBは、パウエル議長が5月で任期満了となるため、2026年の市場にとって重要なテーマとなる。利

THE ECONOMY & THE FED

Click or tap buttons below for survey responses:

GDP **INFLATION** **RATES** **THE FED** **FED CHAIR** **10-YEAR** **DOLLAR**

Predict the growth rate of real U.S. GDP in 2025 and 2026.

■ 2025 ■ 2026

40%

30

20

10

0

-1.50% -1.00% -0.50% 0.00% 0.50% 1.00% 1.50% 2.00% 2.50% 3.0% or more



下げるに踏み切らないパウエル議長を厳しく批判してきたトランプ氏は年内に後任を指名する見通しだ。後継者については意見が分かれており、回答者の31%は現理事のクリストファー・ウォーラー氏、30%は元理事のケビン・ウォーシュ氏が適任であるとみている。両者ともに、さらなる利下げを支持している。国家経済会議（NEC）現委員長でトランプ大統領の最高顧問であるケビン・ハセット氏に対する支持率は18%だった。しかし、ハセット氏が本命の可能性もある。予測市場のカルシやポリマー・ケットでは最有力候補となっている。

トランプ氏が指名し、上院が承認するのが誰であれ、労働市場が最近軟化基調にあり、インフレも緩和が見込まれる中、FRBの将来の政策は利下げに偏る可能性が高い。利下げや、規制緩和や減税によるさらなる財政刺激策が見込まれることが、多くの投資家にとって市場にとどまる材料となっている。

セボルド・キャピタル・マネジメント（イリノイ州）のショーン・セボルド社長は「バリュエーションは極めて割高だが、だからといって株価が下落することにはならない。トランプ政権やFRBが何をするかにかかっている。1997年がそうであったように、株式市場の狂乱状態がさらに数年続く可能性もある。ワシントンからの資金供給がストップしない限り、株価上昇は続く。そして、（資金供給が）まだストップする様子はない」と話す。言い換えれば、セボルド氏や他の強気派は、さまざまな要因が重なることにより、株価上昇が続くとみている。時折、株価調整局面を迎える可能性はあるが、右肩上がりの収益見通しが続き、金融環境が過度に引き締め的とならず、連邦政府が景気を支える限り、市場は右肩上がりのトレンドが続く。

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

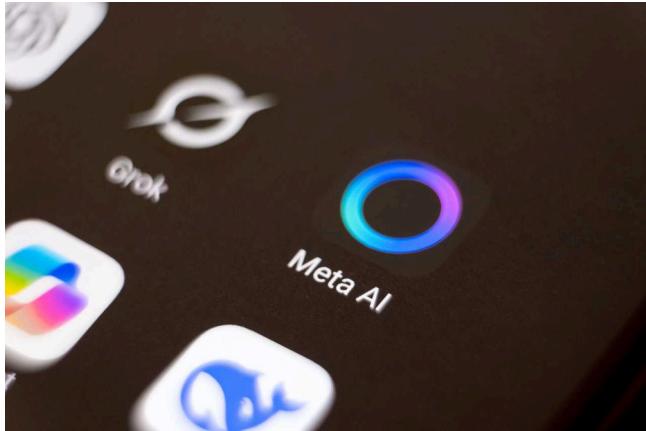
5. AIビジネスモデルの再構築に心血注ぐメタ

In This AI Moment, Meta's Zuckerberg Again Embraces Disruption, Inside and Out.

巨額の設備投資資金を調達、AI開発組織を刷新

[ハイテク]

AI時代に向けて改革続ける強い意志



Nikolas Kokovlis/NurPhoto/Getty Images

メタ<META>（旧フェイスブック）の最高経営責任者（CEO）、マーク・ザッカーバーグ氏は、ある使命を帯びている。それは、フェイスブックが2010年代にソーシャルメディアの支配的地位を築いて以来、ザッカーバーグ氏が掲げてきた「破壊されることなく、自ら破壊することをいとわない」という使命だ。

先週、メタが人工知能（AI）データセンターを建設するために290億ドルの資金調達を進めていることや、AI開発組織の刷新に取り組んでいることが明らかになった。こうした取り組み

は、AI時代に向けてメタを改革し続けるというザッカーバーグ氏の意思を示している。

データセンター建設に今年だけで約700億ドル投入へ

メタがAI時代の先頭集団を走っているとはまだ言えないかもしれないが、それは努力が足りなかったせいではあるまい。メタは新しいAIデータセンターの建設に今年約700億ドルを投じる計画で、さらに多額の設備投資を行うと表明している。AIデータセンターに巨額の投資を行っている他の大手ハイテク企業と異なり、メタはすべてのコンピューティング能力を自社で利用する。

こうした設備投資はメタの財務を圧迫し始めているが、業績は引き続き好調で、第2四半期の営業利益は前年同期から38%増えた。年初来の株価上昇率は25%とハイテク株中心のナスダック100指数の19%を上回っている。営業キャッシュフローは2024年と2025年に急増しており、過去12カ月間の創出額は約1020億ドルに達した。しかし、設備投資を差し引いたキャッシュフローは減少し始めている。

営業キャッシュフローだけではAIデータセンター建設資金を賄えないため、メタは外部からの資金調達に取り組んでいる。2024年の新規負債額は100億ドルを超え、2025年第2四半期には負債およびリース負債が現金および短期投資を初めて上回った。

そこでメタは、ルイジアナ州で建設中の巨大データセンター（名称はハイペリオン）の資金を調達するため、独創的な方法を編み出した。メタが投資運用会社ブルー・アウル・キャピタル<OWL>と設立する合弁会社がデータセンターを所有し、少なくとも今後4年間はメタのみが顧客となる。合弁会社におけるメタの持ち分は20%にとどまるため、連結貸借対照表には計上されず、キャッシュフロー計算書を損なうこともない。

AIモデルの開発体制を強化

ザッカーバーグ氏は、メタのアプリ群の35億人のデイリー・アクティブ・ユーザーにAIサービスを提供するには膨大なコンピューティング能力が必要だと考えている。さらに、業界最高水準の大規模言語モデルを開発することで、全てのサービスで新しいユーザー体験を提供し、広告ターゲティングの精度を高めたいとも考えている。メタがAIを活用して広告売上高を伸ばしていることを示す証拠は既にある。

一方でザッカーバーグ氏は、自社のAIモデルがオープンAIのモデルに後れを取っているのではないかと懸念している。メタは4月に最新のAIモデルであるLlama（ラマ）4をリリースしたものの、高い評価は得られなかった。そこでザッカーバーグ氏は自社のAIエンジニアリングチームを刷新する必要があると判断した。

世界トップクラスのAI研究者に9桁の複数年の報酬パッケージを提示したと報じられたメタの採用ラッシュは6月に始まった。最初のターゲットはデータラベリング（データのラベルづけ）を手掛ける新興企業スケールAIで、290億ドルの評価額で発行済み株式の49%を取得した。スケールAIのCEOだったアレクサンダー・ワン氏は、新設されたメタ・スーパーインテリジェンス・ラボの最高AI責任者に就任し、AI研究を統括している。ワン氏が率いる組織には、高額な報酬で新たに採用され、将来のAIモデルの開発に取り組む科学者を擁するTBDラボや、Llamaモデルの開発を担ってきたファンダメンタルAIリサーチ・チーム（FAIR）などがある。

新規採用と責任体制の変化のせいで組織が混乱する中、先週、メタが組織再編の一環としてAI部門で600人のレイオフを開始したと報じられた。その一方でTBDラボは現在も採用活動を行っている。ニューヨーク・タイムズ紙の推定では、メタのAIスタッフの総数は約3000人に上る。

他社との競争を巡る懸念が進化の原動力

以上で見てきたことが、ザッカーバーグ氏がハイテク業界で最も優れたCEOの1人であり続ける理由だ。過去の成功に甘んじることなく、現状に満足することもない。2010年代、フェイスブックがソーシャルメディアの覇権を握ったにもかかわらず、ザッカーバーグ氏はアマゾン・ドット・コム＜AMZN＞やグーグルなどとの競争を常に懸念していた。これらの競争相手がメタに勝てなかった背景には、ザッカーバーグ氏のこうした懸念がある。

AIビジネスモデルの再構築にこれほど多くの資金と労力を費やした大手ハイテク企業はメタだけだ。ただし、それは成功を保証するものではない。

By Adam Levine
(Source: Dow Jones)

6. 「何にでも投資可能」な債券ファンド、責任者はリスク取らず6%の利回り実現 [インタビュー]

This 'Go Anywhere' Bond Fund Manager Delivers a 6% Yield Without Much Risk

国内外の社債と住宅ローンで成果を上げるピムコのソナリ・ピア氏に聞く

不安定な時期に人気を集めるファンド



PHOTOGRAPH BY MAGGIE SHANNON

10月中旬、債券投資家は間髪入れずに、二重の打撃を受けた。まず、過剰債務を抱えた自動車部品会社ファースト・プランズ・グループが連邦破産法第11条（日本の民事再生法に相当）の適用を申請。これとは別に、二つの地方銀行が不良債権による損失を償却しなければならなかつた。

債券運用大手ピムコ（パシフィック・インベストメント・マネジメント）でマルチセクタークレジットを担当するポートフォ

リオマネジャーのソナリ・ピア氏はチームを招集した。目の前の課題は運用する債券ポートフォリオの保有資産を見直すことだけではない。ピア氏は、他の運用会社がファンドの償還に対応するため売却を余儀なくされた質の高い債券、すなわち本当に価値のあるものを追加購入する態勢を整えたいと考えている。

信用市場は現在のところ安定しているが、不安定な時期こそディフェンシブ運用を志向する上場投資信託（ETF）であるピムコ・マルチセクター債券アクティブETF<PYLD>のようなファンドが真価を発揮する好機だ。このファンドはリターンが過去1年間で8.4%となり、投資調査会社モーニングスターによれば、米国のマルチセクター債券ファンド全体の上位7%に入っている。分配利回りは6.6%と注目を集め、設定から3年足らずで運用資産は85億ドルに急増した。

ピア氏は過去2年間、本誌の「米国金融界で最も影響力のある女性100人」に選ばれている。

来年には景気が上向く可能性がある

本誌：最近の企業の経営破綻や銀行の不良債権問題を受けて、信用市場の健全性に不安を感じているか。

ピア氏：これらの出来事の多くは、意思決定に際しての信用力の査定（クレジット・デューデリジェンス）に関わる問題だ。高度な審査基準とリソースが充実した調査チームを持つことが重要だ。ピムコでは企業を理解し、資金の出所や資金使途を十分に把握するよう努めている。積極的な信用力の選別こそが、チームの運用成績を支える重要な要因だ。

Q：現在の経済状況をどう見ていくか。

A：当社は国内総生産（GDP）の成長率は今年が約1.6%、来年は1.8%と予想している。インフレ率は約3%とみているが、これは依然として米連邦準備制度理事会（FRB）の目標を上回る。チームは軟調な労働市場のデータを懸念しており、関税や人工知能（AI）を取り巻く混乱によって、短期的に景気が弱含む可能性があると考える。実際に経済の不安定化要因は多いが、来年には景気が再び加速する可能性もある。

Q：景気が上向く要因は何か。

A：減税効果はプラスに働くだろう。また、AIが成長を促す可能性もある。ただし、AIの恩恵を受けられる企業も中抜きされる企業も出てくる可能性がある。クレジット投資家としての当社の役割の一つは、それを見極めることにある。

Q：FRBはどのようにこの局面を乗り切ると予想するか。

A：全体を眺めると、年末までにFRBがあと2回の利下げを行う可能性がある。関税が中期的なインフレ加速につながるかどうか注視する必要はあるが、つながらなければ、FRBは軟調な労働市場に対処することができる。FRBの利下げは当社のような戦略のトータルリターンをさらに高める可能性があるとみる（注：債券価格は金利と逆方向に動く）。

Q：FRBが政治的干渉から独立性を保てるかどうかを懸念しているか。

A：FRBの独立性は、米国資本市場の強さを支える理由の一つだ。信用格付けがCCCの信用力が低い債券を発行しても、投資家が資本市場はオープンで強固さを維持するだろうとの認識の下で積極的にそうした債券を購入する国は多くない。FRBが独立性を維持することは非常に重要だと考える。

柔軟な運用が人気の理由

Q：ピムコ・マルチセクター債券アクティブETFの戦略を教えてほしい。

A：このファンドはベンチマークにとらわれず、投資対象とするクレジット商品の幅が広く、社債、証券化商品、新興国債券、銀行ローンなどに投資することが可能だ。顧客にとっての利点は当社のトップダウンによるマクロ経済の見解と、ボトムアップによるクレジット商品の選別を組み合わせている点だ。85名を超える調査チームと洗練されたポートフォリオ分析が選別を支えている。

Q：リターンが好調である主因は何か。

A：資産配分、業種選別、地域選別、個別銘柄の選別と、金利感応度の管理に役立つマクロ経済面の見解を挙げたい。また、当社は幅広く深い専門性を備え、世界中と連携するためのプラットフォームを構築している。そのため、機会のある分野を取り込むことができ、非常に強固なポートフォリオを構築することが可能だ。

Q：運用資産は3年足らずで80億ドルを超えた。人気を集めている理由は何か。

A：社債や政府系（エージェンシー）住宅ローン証券の利回りが約5%、新興国市場債券やハイイールド債の利回りが7%近い現在の金利水準と、柔軟な運用により、まずまずのインカムゲインを生み出すことが可能だ。加えて、株式のバリュエーションは前例がないほど高水準にあり、債券は魅力的だ。

Q：このファンドは投資適格債にほとんどを投資するなど、ディフェンシブな運用を行っている。人気の理由は投資家の不安感だろうか。

A：ファンドの魅力はベンチマークに縛られず、何にでも投資できる戦略にある。チームは長期の戦略

的視点を持ちながらも、迅速に動いて資産配分を変更することが可能だ。よりベンチマークに連動するファンドは、起こり得る市場の混乱を活用するのが少し難しい。

ファンドは資産クラスをまたいで分散されている。分散によってボラティリティーは縮小するが、それでもリターンを確保することは可能だ。例えば、投資適格社債やエージェンシー住宅ローン商品を通じて金利感応度から恩恵を受けるが、ハイイールド債を組み入れることで株式に類似した感応度も取り込める。

Q：ポートフォリオの変更事例にはどのようなものがあるか。

A：ファンドの立ち上げ当初は社債の比率が高かったが、現在では証券化商品の比率がやや高い。証券化商品には住宅ローン担保証券（RMBS）、ローン担保証券（CLO）、資産担保証券（ABS）が含まれる。これらは多くの場合変動金利であり、ポートフォリオの耐久力を高める。

エージェンシー住宅ローン商品は、良好な相対的価値が見られる例だ。投資適格社債と同等の利回りが得られるうえ、暗黙の政府保証が見込めるほか、流動性も高い。

Q：ファンドが非公開のプライベートクレジット（PC）商品を保有することは可能か。

A：公開証券と非公開証券を保有することが可能だ。非公開証券を選択する場合は流動性の低さに見合ったリターンが得られることを確認し、信用構造にも細心の注意を払う。一般的に、当該債券を償還まで保有する可能性が高いため、それに見合った十分なリターンが得られることを重視している。現在、流動性が低い証券の割合は1%未満だ。

国際分散投資によってリターンを追求

Q：国際分散投資の事例は。

A：金利低下の恩恵を狙う一つの方法は、英国やオーストラリアへのエクスポートジャーを増やすことだ。米国では30年固定金利住宅ローンが中心だが、低利の住宅ローン利用者は住み替えない傾向があるため、金融政策の影響は遅れて表れる。現在、米国の住宅所有者の60%強が金利4%未満で住宅ローンを利用している。一方、オーストラリアや英国では住宅ローンの年限が短い上に変動金利であるため、金融政策の効果はより直接的だ。これらの国では、今後利下げが必要になると予想する。

Q：金利感応度やデュレーションという点でどのようなポジションを取っているのか。どの年限の債券が最も魅力的か。

A：現在、チームはイールドカーブの中間部分、すなわち、5年から10年という年限が最も魅力的だと考えている。ポートフォリオは、長期債では金利上昇、短期債では金利低下の恩恵を受けられるポジションを取っている。しかし、ポートフォリオ全体のデュレーションは5年未満だ。

Q：財政赤字が長期金利の上昇につながることを懸念しているか。

A：財政赤字問題にはいずれ対処する必要があるが、現時点では取り組もうという姿勢が見られない。このことによってある程度の圧力が生じるだろう。そのため、チームはイールドカーブのスティープ化（長短金利差の拡大）に備えたポジションを取っており、今年は既にその動きが見られる。

Q：インフレへの備えはどうか。

A：ファンドではインフレ指数連動国債（TIPS）にも一定程度投資している。これは、金利の方向性に

に対する当社の見解を実行するまでの4本目の柱だ。

Q:三次元のチェスのようだ。

A:多少、そう見えるかもしれない。

By Amey Stone
(Source: Dow Jones)

7. FRBは量的引き締め停止によって流動性問題の回避に動くか The Fed Will Soon End QT to Avoid a Financial 'Plumbing' Problem. FOMCの注目テーマはバランスシートの扱い

[経済政策]

量的引き締め停止が濃厚



Andrew Harnik/Getty Images

10月28~29日に開催される連邦公開市場委員会(FOMC)を受けて、報道陣は、連邦準備制度理事会(FRB)がフェデラルファンド(FF)金利の誘導目標を現行の4.00~4.25%から0.25%ポイント引き下げたと形通りに伝えるだろう。これは驚くようなことではない。CMEのフェドウォッチサイトによると、24日のFF金利先物市場では、この結果になる確率が96.7%と予測されていた。

FOMC後の記者会見では軽く扱われがちだが、既定路線よりはるかに重要なのは、FRBがバランスシートをどう扱うかである。FOMCは量的引き締め(QT、資産の計画的な削減)の停止をほぼ即座に開始すると発表することが見込まれる。

この点は投資家にとって一定の重要性を持つ。FRBの証券保有状況は経済の流動性に影響するし、より目立たないが、金融市場のいわば「配管(マネーの流れ)」にも影響を与える。そして家を持つ多くの人が実感するように、配管は通常見えないところで静かに機能しているが、ある時突然機能しなくなると、厄介で場合によっては壊滅的な余波をもたらすものだ。

市場の混乱再発を避けたいFRB

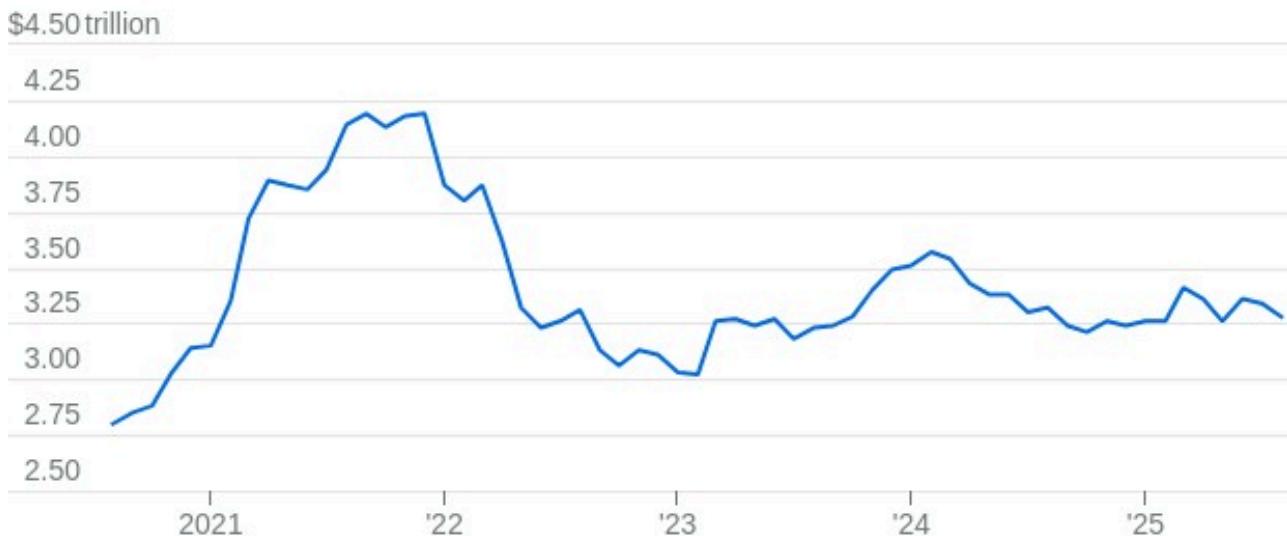
FRBのバランスシートが、2022年4月のピーク時の約9兆ドルから、22日までの週の6.6兆ドルへと縮小するにつれて、銀行準備預金も減少している。準備預金残高が減少した結果、最近では短期借入の一部で割高な金利を支払わざるを得ない状況となっている。具体的には、SOFR(担保付き翌日物金利)がFRBのIORB(準備預金金利)を上回り、準備の余裕が縮小していることを示している。

ただし、これは2019年9月に米国債を担保とした買い戻し契約(レポ)の金利が一時9%まで急騰した「レポカリクス(レポの大災害)」には程遠い。当時のFF金利目標レンジ上限は2.25%だったが、同時にFRBはQTの終盤に差し掛かっていた。

Dwindling Reserves

As the Fed has reduced its balance sheet, banks' reserves also have fallen, according to monthly data through August. The latest weekly numbers through Oct. 22 show a further drop below \$3 trillion.

Reserves of depository institutions



Source: St. Louis FRED

ビアンコ・リサーチの創業者ジェームズ・ビアンコ氏は、資金調達市場で同様の混乱を防ぐことが、現在のFRBの最優先課題となるだろうと指摘する。ビアンコ氏によると、当時の不手際と、2020年代初頭の「一時的インフレ」を巡るFRBの大失敗を踏まえ、トランプ政権からの圧力に直面するFRBは、不必要な市場の混乱を避けるために極めて慎重になる可能性が高い。

QTの停止を支持する逆方向の金融市場指標も存在する。自動車部品メーカーのファースト・プランズや自動車ローンサービスのトライカラーの破綻を受けて、FOMC記者会見でも信用市場にひびが入りつつある状況を巡る質問がなされるだろう。

TSロンバードでグローバルマクロ戦略担当マネージングディレクターを務めるスティーブン・ブリット氏は、流動性の引き締めは株式市場の上昇にとっても脅威になると述べる。ブリット氏は顧客向けリポートで「株式がこの経済を支える要であることを考えれば、FRBはマクロ面の議論が株価支援の妨げになることを認めないはずだ」と記した。

同様に、ローゼンバーグ・リサーチのデービッド・ローゼンバーグ氏は、主要株価指数の史上最高値更新が続いていることは「S&P500指数が実体経済から完全に乖離（かいり）しているという見方の証左だ」と記した。ローゼンバーグ氏は政府機関の閉鎖で公式統計が途絶えた空白を埋めるため、人工知能（AI）を用いてFRBのベージュブック（FOMCのためにまとめられる報告書）を分析した。

ローゼンバーグ氏の分析によれば、米国経済のうち拡大局面にある領域は、6週間前の43%から減少してわずか18%だった。これは2020年5月以来の低水準で、コロナ禍以前では、金融危機後の景気後退期にあたる2009年7月まで遡らなければ、これほど低い数値は見当たらない。

一方、24日に発表された消費者物価指数（CPI）の上昇率が予想をわずかに下回った後も、インフレは

固着している。9月の総合CPIは前月比0.3%上昇、コアCPI（食品・エネルギー除く）は0.2%上昇だった。これはいわゆる持ち家の帰属家賃の上昇率が予想を下回る0.1%にとどまったことが寄与している。前年同月比では両指標とも3%上昇した。

ブリーン・キャピタルでチーフ・エコノミック・アドバイザーを務めるジョン・ライディング氏は統計を分析して、関税圧力による衣料品・履物・家庭用品価格の上昇を指摘した。貿易関連以外では、住宅を除くサービス価格が引き続き懸念材料だと説明した。住宅を除くコアサービス価格は直近3カ月で年率4.7%上昇した。

市場予想が外れる可能性も

2%のインフレ目標に向けた進捗（しんちょく）の停滞にもかかわらず、FRBが労働市場の軟化を強調する中、今回と12月のFOMCにおける0.25%ポイントの利下げは完全に織り込まれている。2026年については、現在のインフレのペースを前提に、市場はさらに2回の0.25%利下げを見込み、年末までに中間値2.875%への低下を予想している。これは、2026年末のFOMCドットプロットの中央値である3.4%や、バンク・オブ・アメリカの金利ストラテジストの予測値も大きく下回っている。

ビアンコ氏は、こうした市場予想はスポーツのオッズと同様、覆されることもままあると指摘する。もちろん、パウエル議長の任期が来年5月に終了するため、FRBの陣容も変わるだろう。

FRBはQTを停止することで、マネーマーケットの配管の詰まりを防ぐ可能性が高い。しかし、金融情勢は緩和的な状況にある。ブルームバーグによると、株価が最高値を記録すると同時に、クレジット市場も活況で、法人向けソフトウェア大手オラクル＜ORCL＞関連のデータセンター向けに過去最高の380億ドルの合意が準備中である。FRBが来年、FF金利をインフレ率以下に引き下げるという市場の予想は裏切られないとも限らない。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

8. 最高値更新の株式市場、水準維持の条件は

[米国株式市場]

The Stock Market Climbed to New Highs. Here's What Can Keep It There.

市場予想を上回る決算発表の継続がポイント

多くの悪材料を織り込みながら史上最高値を更新

悪いニュースが大きく報じられているものの、株式市場の上昇が続いている。

率直に言って、先週の株式市場では悪材料が相次いだ。米連邦政府機関の閉鎖は24日間に及び、史上2番目に長い閉鎖となっている。米国がロシアに対する制裁を強化したことによって原油価格が急騰した。また、レーガン元大統領の演説を使ったオンタリオ州の広告を受けてトランプ大統領がカナダとの交渉を打ち切ったことで、貿易摩擦が引き続き注目を集めた。注目が集まっていた企業の決算発表の中にも投資家を失望させるものがあった。動画配信大手ネットフリックス＜NFLX＞は22日に発表した利益が予想を下回り、株価は10%の急落となった。



Mario Tama/Getty Images

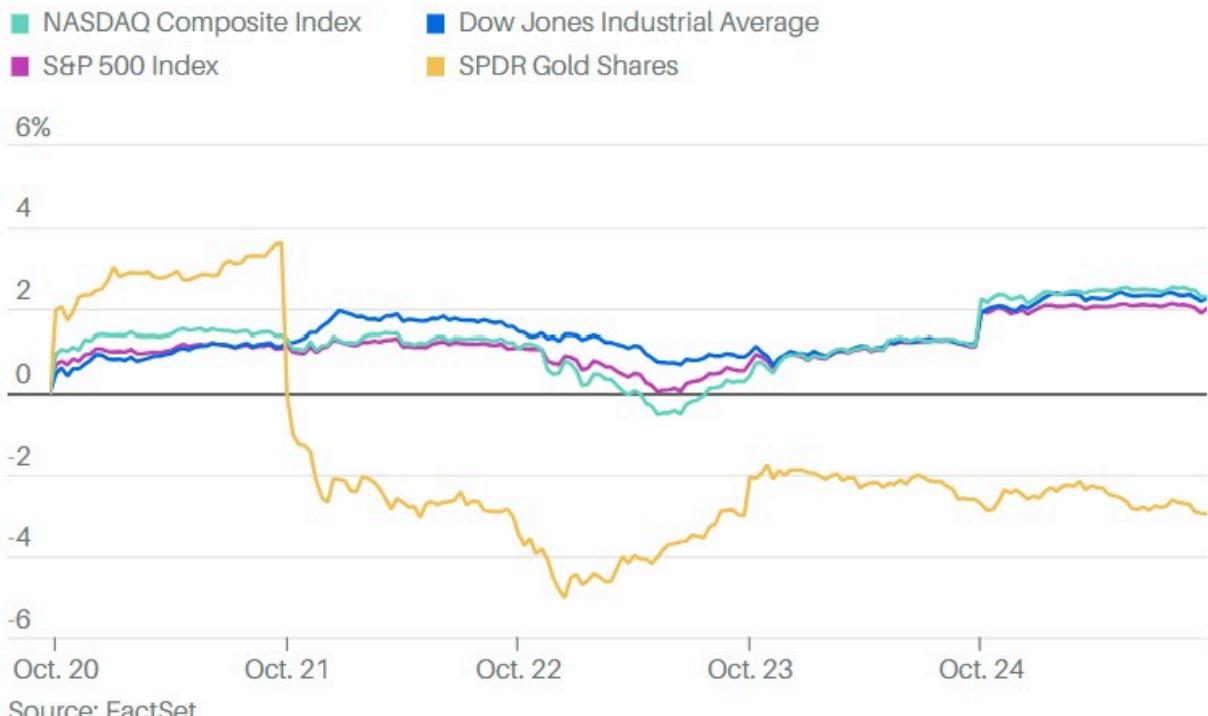
プラスに働き、10月29日の米連邦準備制度理事会（FRB）による追加利下げが一層確実視されている。通常は安全資産と見なされる金価格が下落したことは、安全資産への逃避傾向が弱まりつつある兆候かもしれない。

それでも、これらは問題にはならなかった。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2.2%高の4万7207ドル12セント、S&P500指数は1.9%高の6791.69、ナスダック総合指数は2.3%高の2万3204.87となり、いずれも史上最高値を更新して引けた。小型株のラッセル2000指数は2.5%上昇し、2513.47で週末を迎えた。

市場は、連邦政府の経済指標で遅れて発表された9月の消費者物価指数（CPI）から追い風を受けた。CPIが予想を下回ったことが市場心理に

決算発表と株価の反応

Market Snapshot



しかし結局のところ、すべては企業業績次第だ。飲料大手のコカ・コーラ<KO>、航空エンジンの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>などの主要企業は堅調な決算を発表しており、エバーコアISIのデータによると、現時点の発表と予想に基づくと、第3四半期の利益は8.9%増となる見通しだ。エバーコアのストラテジストであるジュリアン・エマニュエル氏は、予想からの堅調な上振れが続けば、増益率が13%近くになるとみている。

この状況では、主要企業は市場予想を上回る決算を発表するプレッシャーに直面しており、そうでな

い場合に深刻な結果になる可能性がある。ファクトセットによると、23日までに予想を下回る決算を発表したS&P500指数採用銘柄の株価は、発表前2日間から発表後2日間で4%下落した。これは決算が予想を下回った企業の過去5年間の平均下落率2.6%を上回る（ファクトセットは4日間を分析することで、決算発表前後の株価変動をより長めに捉えている）。さらに、データセンター大手のバーティブ・ホールディングス<VRT>や発電システム大手のGEベルノバ<GEV>のように極めて良好な決算を発表した企業でさえ、株価は下落した。

こうした下落は株式市場の割高感が原因だ。S&P500指数の2026年の予想利益に対する株価収益率（PER）は22.2倍と、過去5年間の平均である19.5倍を大幅に上回っている。つまり、ほぼすべての企業が予想を上回る業績を発表しないと、この割高なバリュエーションを正当化できない状況だ。SLCマネジメントで投資戦略・資産配分担当のマネージング・ディレクターを務めるデック・マラキー氏は「バリュエーションは極めて厳しい状況で、予想を下回る決算には大きなペナルティが課される」と本誌に語った。

ピークを迎える決算発表

投資家は、この点を踏まえて決算発表のピークを注視すべきだ。今週、主要IT企業であるマグニフィセント・セブンのうちアルファベット<GOOGL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アップル<AAPL>、マイクロソフト<MSFT>、メタ<META>の5社が決算発表を予定している。NYダウ構成銘柄である、決済サービスのビザ<V>、ヘルスケア企業のユナイテッドヘルス・グループ<UNH>、通信のベライゾン・コミュニケーションズ<T>、建設機械のキャタピラー<CAT>、航空機のボーイング<BA>、エネルギーのシェブロン<CHV>も同様だ。これらの決算の多くが予想を下回ると、市場は打撃を受ける可能性がある。

小型株もまだ完全に厳しい時期を乗り越えたわけではない。小型株指数であるS&P600指数の利益は2023年と2024年に減益となったが、2025年は10%の増益、2026年には20%の増益になると予想されている。こうした状況を踏まえて、投資家は小型株の組み入れにかなり前向きになっている。ファースト・イーグル・インベストメンツの小型株チーム責任者、ビル・ヘンチ氏は「小型株投資家にとっては厳しい時期を脱しつつあり、現時点でわずかながら希望の光が見え始めている」と指摘する。

覚えておいてほしいのは、希望を持つことは戦略ではなく、結果が期待外れだとすぐに絶望へと変わるという点だ。

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

9. AI資金調達の急先鋒ブルー・アウルに試練

[コラム]

Private-Asset Star Blue Owl Has Been Flying High. Is It Too Close to the Sun?

AIブームで急成長も株価は反動安

突如の主役登場



Michael Nagle/Bloomberg

新興オルタナティブ資産運用会社ブルー・アウル・キャピタル<OWL>が、にわかに存在感を強めている。

ブルー・アウルは21日、メタ<META>（旧フェイスブック）がルイジアナ州で進める総額270億ドルのAIデータセンターのための資金調達を発表。その前週、ロサンゼルスのCAISオルタナティブ・インベストメント・サミットでは、共同最高経営責任者（CEO）のマーク・リップシュルツ氏が、金融大手JPモルガン・チェース<JPM>のジェイミー・ダイモンCEOによる

「ゴキブリが1匹いれば他にもいる」とのプライベート・クレジットのリスクに関する警鐘に反論した。今月には、13兆ドル規模の退職年金市場への本格展開も示唆している。

創業からまだ10年に満たない企業としては異例の歩みだ。カーライル・グループ<CG>、ブラックストーン<BX>、KKR<KKR>、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>といった大手オルタナ運用会社がJPモルガン並みに知られる存在となった今、ブルー・アウルはどこから現れたのか。

市場の追い風とプライベート資産の台頭

米老舗資産運用会社ニューバーガー・バーマンのCEO、ジョージ・ウォーカー氏は「彼らが達成したことは並外れている」と語る。ニューバーガー・バーマンの従業員は信託を通じて、ブルー・アウル株を保有している。ウォーカー氏は「創業期は単なるスタートアップだったが、いまや時価総額は266億ドルに達し、100年の歴史を持つ大手金融機関にも匹敵する規模だ」という。

経緯はともかく、ブルー・アウルはプライベート・マーケット（非公開資産市場）の台頭を体現している。マサチューセッツ大学の推計では、同市場の運用資産は過去10年で約3倍の26兆ドルに拡大した。ブルー・アウルは信用サイクルとAIブームという現在の主要テーマの中心に位置し、投資対象そのものとしての評価も問われている。

プライベート・クレジットを中心とする企業形成史

ウォール街のトレーダー、デービッド・ウィリアムズ氏は「ブルー・アウル・キャピタルは、今一番注目を集めている。プライベート・クレジットの取扱額は数十億ドル規模に上る」と語る。

ブルー・アウルの事業は3本柱で構成されるが、その主力はプライベート・クレジット事業、特にプラ

イベート・エクイティ（PE）取引における直接融資（ダイレクト・レンディング）である。中核の直接融資部門（運用資産1450億ドル）は、2016年にダグ・オストロバー氏（元GSOキャピタル・パートナーズ〈現ブラックストーン・クレジット〉共同創業者）、クレイグ・パッカー氏（元ゴールドマン・サックス）、リップシュルツ氏（元KKR）によってアウル・ロックとして設立された。

アウル・ロックは、従来のGP（無限責任組合員）／LP（有限責任組合員）型ではなく、事業開発会社（BDC）と呼ばれる仕組みを採用した。BDCは株式を発行して資金を集め、企業に融資して得られた利息収入を配当として投資家に還元する。不動産投資信託（REIT）に似た高配当型の構造が特徴だ。

ブルー・アウル傘下のBDCのうち、ブルー・アウル・キャピタル・コーポレーション<OBDC>（利回り11.4%）とブルー・アウル・テクノロジー・ファイナンス<OTF>（9.9%）の2社は上場している。ブルー・アウルの株価は年初来で下落しているが、ゴールドマン・サックスは「割安」とみており、業績に対する懸念は行き過ぎとの見方を示す。

ブルー・アウルの共同CEOオストロバー氏は「ブルー・アウルは安定的で予測可能な収益を生み出しており、株価が同業他社より大きく下落しているのは筋が通らない」と語る。ウォール街では直接融資事業への警戒感がくすぶるなか、この分野を主力とするアレス・マネジメントとともに株価が大きく下落している。ブルー・アウルの二つ目の柱であるGPストラテジック・キャピタル事業は、リーマン・ブラザーズ出身のマイケル・リース氏がニューバーガー・バーマン在籍時に始めた。

同部門はのちに独立してダイアルとして再編され、資産運用会社やPEファンドに出資。2020年には、HPSインベストメント・パートナーズ（後にブラックロック<BLK>が買収）の特別買収目的会社を通じてアウル・ロックと合併し、現在のブルー・アウルが誕生した。ニューバーガーの従業員は現在もブルー・アウル株の約25%を保有している。

2021年には、シカゴを拠点とするオーク・ストリート・リアルエステート・キャピタルを買収し、セール・アンド・リースバックやトリプルネット・リースを専門とする第三の事業を加えた。

第三の柱である不動産部門（運用資産710億ドル）は、メタによるインフラ投資や、AI関連案件の資金調達を支えている。現在、AIクラウド企業エヌスケールや投資会社バロー・エクイティと連携し、半導体大手エヌビディア<NVDA>製の半導体購入の資金を手当てる取引を進めているという。

■ 株価下落と過熱警戒

ブルー・アウルは、シリコンバレー流の「まず規模を拡大し、収益化は後回しにする」手法で直接融資事業を築いてきた。ブルー・アウルの直接融資の多くは、トーマ・ブラボ、ブラックストーン、ウォーバーグ・ピンカスといったプライベート・エクイティ（PE）ファンドによるバイアウト案件の一環として実施されている。

プライベート・クレジット市場は、2020年の2兆ドルから2025年初頭には3兆ドルへ拡大した。2008～09年の金融危機後に導入された規制で融資余力が縛られた大手銀行のシェアを一部取り込んだ格好だ。JPモルガンのダイモンCEOが、足元の銀行破綻の連鎖を引き合いにプライベート・クレジットを批判したのは「負け惜しみ」だったのか。彼の決め台詞はこうだ——「ゴキブリを1匹見たら、たいていはもつといる」。これに対し、ブルー・アウルのリップシュルツ共同CEOはCAISオルタナティブ・イン

ベストメント・サミットで応酬した——「つまりダイモンは、JPモルガンにはもっと多くのゴキブリがいるかもしれないと言っているのだろう」。その後リプシュルツ氏は、このやり取りについて「本質から目をそらす派手な言い回しにすぎない」とトーンダウンし、問うべき核心は「個別事象が信用全体の広範な問題を示唆しているのかどうか」だと述べた。その上で「最近の個別事象はプライベート・クレジットとは無関係であり、間違いなくブルー・アウルとも無関係だ」と強調した。

もし彼の見立てが正しければ、ブルー・アウルはウォール街の「ビッグバード」へと羽ばたく。そうでなければ、その成長神話にも陰りが見えるだろう。

By Andy Serwer
(Source: Dow Jones)

10. AIチャットボットの暗号資産取引、結果は悲惨

AI Chatbots Were Told to Trade Crypto. The Returns Were Ugly.

著名モデル6種が競う「アルファ・アリーナ」

[経済関連スケジュール]

人間の壁はまだ厚い



Illustration by Elias Stein

人工知能（AI）を用いたチャットボットが世界的な熱狂を巻き起こしている。しかし、人間のプロ投資家のように市場で利益を上げられるかといえば、現時点では答えは否だ。AIスタートアップのノフワンが主催する「アルファ・アリーナ」は、著名な大規模言語モデル（LLM）6種類の投資能力を競わせる実験的な試みとなつた。

ノフワンは17日、各モデルに1万ドルを与え、暗号資産（仮想通貨）先物での取引を指示した。23日時点での結果は芳しくない。オープン

AIの「チャットGPT」はわずか6日間で72%の損失を出し、保有資産は2752ドルにまで減少した。グーグルの「ジェミニ」も60%の損失を計上した。イーロン・マスク氏率いるxAI（エックス・エーアイ）の「グロック4」、オープンAIの元社員が設立したアンソロピックの「クロード・ソネット」も同様にマイナス圏に沈んだ。一方で、プラス圏を維持したのは、中国勢の2モデルだけだ。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>が開発した「クウェン3マックス」は25%の利益を、AI開発企業ディープシークの「ディープシーク・チャット」は17%の利益を上げた。

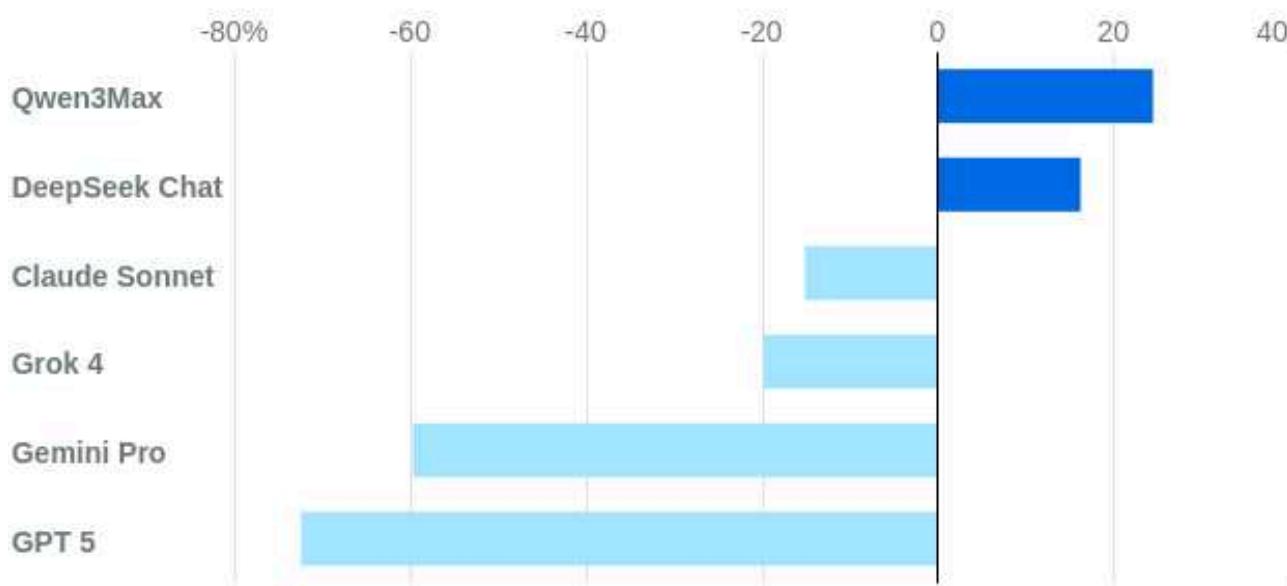
もっとも、チャットボットの成績が芳しくないのは驚くことではない。彼らは数値ではなく言葉で動作するよう設計されているからだ。ノフワンは現在、数値データを基に訓練された新モデルを開発中であり、将来的にはトップ投資家を上回るパフォーマンスを目指しているという。今回のアルファ・アリーナは、既存チャットボットの取引能力を評価するベンチマークを設定する目的で設けられ、競技は11月3日に終了予定だ。今のところ、ウォール街のトップトレーダーたちの地位が奪われることはなさそうだ。

先週の出来事

AI in the Arena

Early returns for well-known chatbots in the crypto trading contest have been dismal.

Returns of AI Chatbots



Note: Returns as of Oct. 22

Source: Alpha Arena

市場動向

日本の国会が高市早苗氏を初の女性首相に選出したことを好感し、日経平均株価は過去最高値を更新した。アルゼンチン・ペソは軟調だ。米財務省による200億ドル規模の通貨スワップ協定による救済策が大豆や牛肉をめぐる貿易摩擦に巻き込まれ、米国の介入にもかかわらずペソ安が進行した。米国では政府機関の一部閉鎖が長引いている。金先物は21日に5.7%急落し、2013年以来の下落率を記録した。トランプ大統領はロシアの主要石油会社に対する制裁を発表し、また高関税政策を批判したカナダのオンタリオ州政府のテレビ広告に抗議して貿易交渉の打ち切りを宣言した。米労働省が24日発表した9月の消費者物価指数（CPI）の伸びは前月比でわずかな上昇にとどまった。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は前週末比2.2%上昇、S&P500指数は1.9%上昇、NASDAQ総合指数も2.3%上昇した。

企業動向

米ネット通販大手Amazon・ドット・コム<AMZN>のクラウド事業Amazon・ウェブ・サービス（AWS）で一時障害が発生し、世界各地で各種アプリやサービスに問題が生じた。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>は、不良債権問題に係る費用計上にもかかわらず増益となった。米国はオーストラリアと、同国産レアース（希土類）の共同開発に向けた合意文書に署名した。動画配信大手のネットフリックス<NFLX>の決算は、ブラジルでの税関連費用が利益を圧迫し、利益が市場予想を下回った。デンマークの製薬大手ノボ・ノルディスク<NVO>では、大株主である財団との対立を理由に独立社外取締役らが辞任した。電気自動車（EV）大手のテスラ<TSLA>の利益は37%減少した一方、マスクCEOは1兆ドル規模の巨額報酬案の承認を株主に求めた。

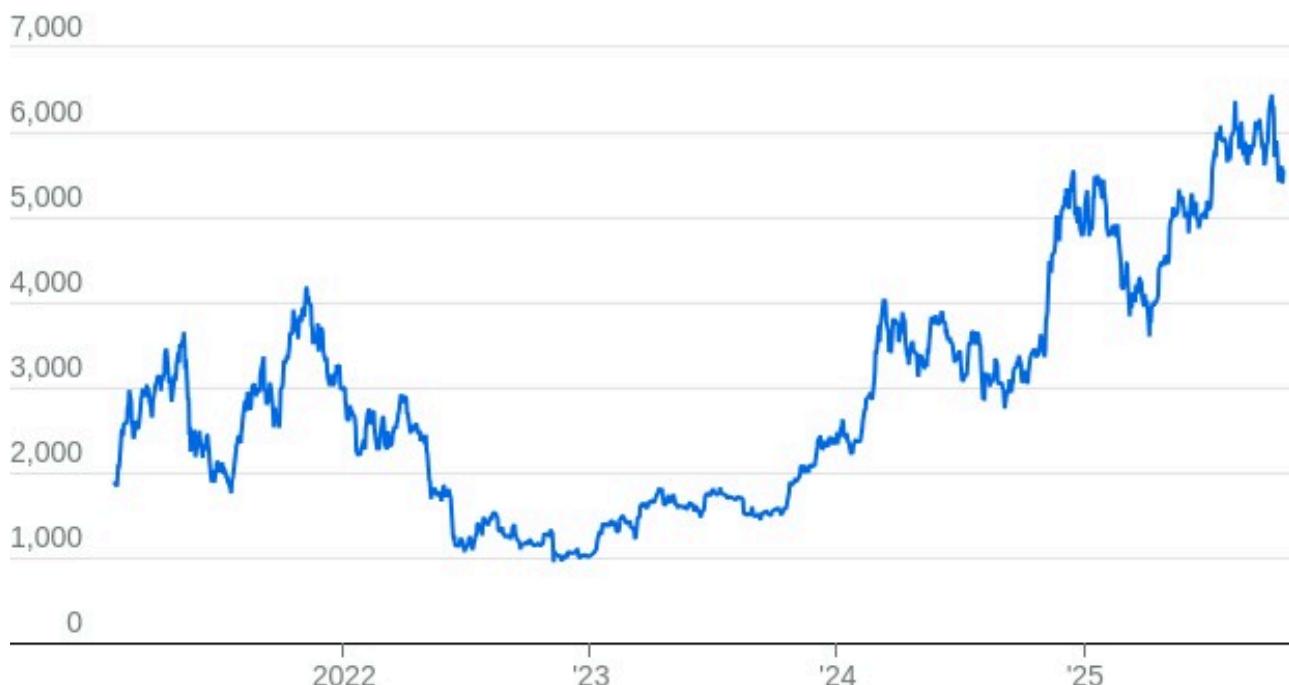
M&A（合併・買収）など

- ・グッチを傘下に持つ仏高級品グループのケリング<KER>は、美容品事業を仏化粧品大手ロレアル<OR>に47億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、アクティビスト（物言う株主）スター・ボード・バリューがエンジニアリング会社フルーア<FLR>の株式を約5%取得したと報じた。
- ・大手投資会社ブラックストーン<BX>とプライベート・エクイティ（PE）投資会社TPGは、医療機器メーカーのホロジック<HOLX>を最大183億ドルで買収し、非公開化することで合意した。
- ・議決権行使助言会社のインスティテューション・シェアホルダー・サービスズ（ISS）とデータセンター運営会社コア・サイエンティフィック<CORZ>の一部大株主は、AIクラウドベンダーのコアウェーブ<CRWV>との合併案に反対を表明した。

今週の予定

Prediction Problem

In its short history, cryptocurrencies have challenged traders with significant volatility.



Source: Bloomberg

10月28日（火）

7-9月期の決算発表が集中するピーク週に入り、S&P500構成銘柄の約160社が決算を発表し、ハイテク大手の発表も相次ぐ。28日には、旅行関連オンラインサービスのブッキング・ホールディングス<BKNG>、再生可能エネルギー大手のネクステラ・エナジー<NEE>、医療保険会社ユナイテッドヘルス・グループ<UNH>、クレジットカード大手ビザ<V>が決算を発表する。29日には、アルファベット<GOOGL>、航空機大手ボーイング<BA>、建設・鉱山機械大手キャタピラー<CAT>、メタ<META>（旧フェイスブック）、マイクロソフト<MSFT>、コーヒーチェーン大手スター・バックス<SBUX>、通信大手ベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>が続く。30日には、アマゾン・ドット・コム、アップル<AAPL>、製薬大手ブリストル・マイヤーズ・スクイブ<BMY>、暗号資産取引所運営のコインベース・グローバル<COIN>、製薬大手イーライリリー<LLY>、バイオ医薬のギリアド・サイエンシズ<GILD>、クレジットカード大手マスターカード<MA>、製薬大手メルク

<MRK>が、アナリスト向け電話会議を開催する。

31日には、バイオ医薬品会社のアッヴィ<ABBV>、石油大手シェブロン<CVX>、同エクソンモービル<XOM>の決算発表で週を締めくくる。

10月29日（水）

米連邦公開市場委員会（FOMC）が金融政策を発表する。0.25ポイントの利下げはほぼ確実視されており、フェデラルファンド（FF）金利誘導目標は3.75～4.00%に引き下げられる見通しだ。市場の関心は、連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長による会見と、年内と2026年初めにどの程度の追加利下げが見込まれるかに集まっている。9月中旬のFOMC会合以降、複数のFRB理事が講演で労働市場への下押しリスクを繰り返し強調しており、トレーダーは12月会合でも0.25ポイントの追加利下げが行われる確率を95%超と織り込んでいる。市場では、来年6月までにFF金利誘導目標が3～3.25%に低下するとの見方が優勢だ。

統計と数字

1兆1000億ドル：9月の米国市場における信用買い残高。前月比で約670億ドル（6.3%）増加し、過去最高を更新した。

50%：米国の上位10%の富裕層世帯による支出が全体に占める割合。1989年の統計開始以来、過去最高となった。

100人超：オープンAIが金融モデル構築のAI訓練を目的に採用した元投資銀行出身者の数。

7兆7000億ドル：2000年以降、自然災害によって米経済が被った損失額。この期間の国内総生産（GDP）成長率の約36%に相当する。

By George Glover
(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』 2025/10/26

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