

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/11/09

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIJI PRESS



DOW JONES

1. 中国政府のテクノロジー振興策で中国株が急上昇 - China's Stocks are Flying as Beijing Doubles Down on Tech. [カバーストーリー] P.1
しかし、依然として経済は低迷
2. 米国の太陽光発電ビジネス復活に賭けるコーニングの実情とは - Inside Corning's Bold Bid to Revive the U.S. Solar Industry [フィーチャー] P.7
再生可能エネルギーが支持を失うも収益性とグローバル展開が期待できる事業に挑む
3. トランプ氏の力が揺らぎつつある中、新たな政治の時代がもたらすもの - Trump's Power Looks to Be Slipping. What a New Political Era Might Bring [フィーチャー] P.10
政治家にとって金融引き締めは利益にならない
4. 勝ち組企業はエヌビディア、メタ、アルファベット、そしてシャークニンジャ？ - Nvidia, Meta, Alphabet, and SharkNinja? This Manager Thinks All Four Are Winners. [インタビュー] P.12
フィデリティ・ブルーチップ・グロース・ファンドのソヌ・カルラ氏に聞く
5. 市場に迫るビッグ・ブラザー - It's Not Just Mamdani. Big Brother Is Coming for the Stock Market. [コラム] P.16
トランプ政権もNY市政も市場介入、揺らぐ市場原理
6. 「最高の四半期決算」を発表したパランティア - Palantir's CEO Says His Earnings Were the Best Ever. They Weren't Even the Best of the Week. [フィーチャー] P.18
強みは政府機関との契約、課題は企業のAI需要取り込み
7. 割高なハイテク株が下げを主導 - Big Tech Sank the Stock Market. What to Buy Instead [米国株式市場] P.20
サブタイトル: 実体経済は底堅く、金融株が次の柱になる可能性
8. AI関連投資と高PERが市場を二極化 - Free-Spending Big Tech Dominates Earnings. As for the Rest: Don't Miss. [投資戦略] P.22
不安定な市場にもかかわらず堅調な決算発表から見えるもの
9. キンバリー・クラークとケンビューの合併は求められる合併 - No Tylenol-Kleenex Deal Might Be Best for Dividend Investors [インカム投資] P.24
配当志向の投資家には合併破談が最も望ましい
10. 初回住宅購入者、40歳の現実 - Nothing to Celebrate: The Median Age of First-Time Home Buyers Hits 40. [経済関連スケジュール] P.26
2010年の30歳から上昇、警戒水準に

※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. 中国政府のテクノロジー振興策で中国株が急上昇 China's Stocks are Flying as Beijing Doubles Down on Tech. しかし、依然として経済は低迷

[カバーストーリー]

技術発展と景気低迷は表裏一体

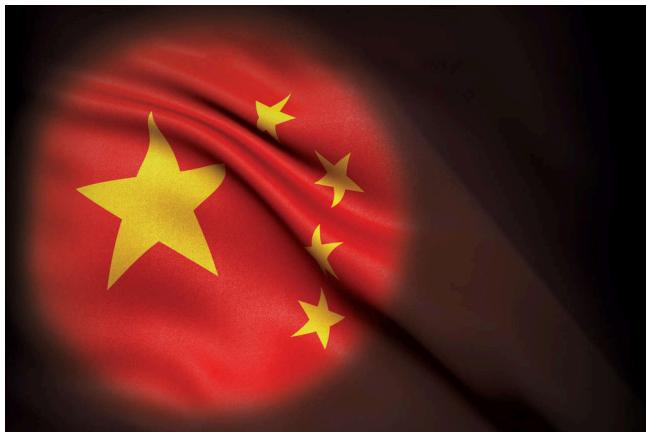


Illustration by Guillem Casasús

ロボティクス、バイオテクノロジー、人工知能（AI）の未来は、香港上場のバイオテク企業、晶泰科技控股（クリスタルパイ・ホールディングス）<2228.香港>の完全自動化された中国全土の数百の研究所で実現しつつある。クリスタルパイは、研究所で生成されたデータを利用してAIモデルを訓練し、創薬を加速しており、ファイザー<PFE>やイーライリリー<LLY>などの欧米の大手製薬会社とのパートナーシップを獲得している。

クリスタルパイまだ小規模だが、中国経済で進んでいる大きな変化を象徴する存在だ。中国は長らく世界の工場で知られていたが、急速にイノベーションの源となりつつある。医薬品に関しても、かつては既存製品を製造するだけで満足していたが、今や、がん、糖尿病、肥満の新たな治療薬を開発している。同時に、航空、ロボティクス、半導体、AIに関してもブレークスルーを強く推進している。今年、世界の市場を揺るがした中国のAI開発企業ディープシーク（深度求索）は、始まりにすぎなかったのかもしれない。

経済協力開発機構（OECD）の最新データによると、中国の研究開発（R&D）支出は年9%ほどのペースで増加してきた（米国は1.7%）。中国は2024年に7万0160件の国際特許を出願しており、米国の5万4087件を大幅に上回る。さらに、同年には米国の約10倍に当たる約30万台の産業用ロボットを導入している。全世界の電気自動車（EV）の販売台数でも3分の2ほどを占める。

こうした新たなダイナミズムによって、中国株は急速に上昇している。MSCI中国指数は長年横ばいだったが、今年に入って43%上昇しており、S&P500指数の2倍以上の上昇となっている。一部の資産運用会社は、上場投資信託（ETF）と個別銘柄の両方にさらなる上値余地があるとみている。

しかし、中国経済のすべてがうまく行っているわけでは全くない。ハイテク業界の爆発的なイノベーションとは裏腹に、経済は長期的な不振に陥っているようだ。政府の景気刺激策にもかかわらず、固定資産投資は縮小し、小売売上高の伸びは鈍化しており、人口は3年連続で減少してきた。不動産市場は4年以上にわたって低迷しており、家計にとって最大の資産価値が失われている。膨大な債務も国全体の重しとなっている。その結果、今後数年間の国内総生産（GDP）成長率は近年の6~8%から3~4%に低下すると予想される。

中国の急速な技術発展と経済の衰退という二つの姿は、見た目ほど矛盾してはいない。それどころか、表裏一体の関係にある。中国政府は景気低迷に何らかの形で対処しようとしたが、インフラと建設プロジェクトに資金を投じるという昔ながらの手法はもう通用しなかった。さらに、米国との対立が激化する中で、重要技術に関して欧米の依存度を引き下げる必要があった。

そこで、政府は製薬、半導体、量子コンピューティングなどのセクターを国家戦略上の優先分野と位置付け、多額の補助金、長期投資、改革による規制緩和を通じて業界を支えている。バンク・オブ・アメリカは、今年の中国のAI投資が計6000億～7000億元（840億～980億ドル）に達する可能性があり、その半分以上が政府によるものだと推定している。

中国政府のハイテク振興策は米国企業に圧力をもたらすだろう。これは今世紀2度目のチャイナショックだ。2001年の世界貿易機関（WTO）加盟以降、中国による鉄鋼業界などへの多額の投資は、米国や世界各国における製造業の空洞化につながった。当時と同様に、中国の新たな取り組みは、先進国経済をけん引している先端産業に挑戦を突き付けている。この事実は、習近平国家主席が10月の米国との貿易交渉において、レアアース（希土類）鉱物とその加工における支配力を武器に強硬な姿勢を見せたことからも明らかだ。

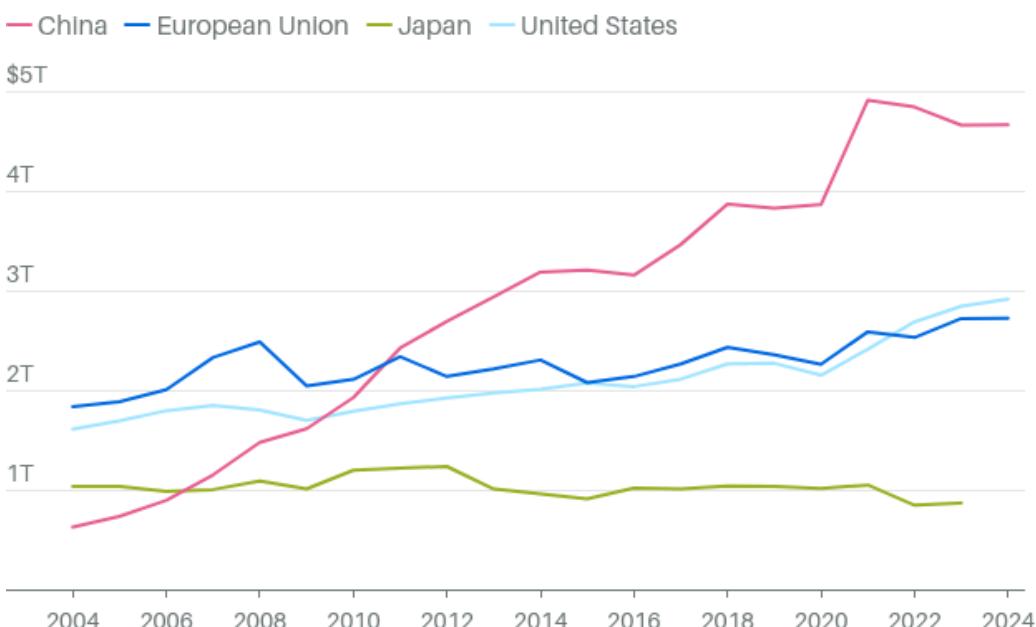
中国は過去の経済の転換によってコモディティー、自動車、資本財を貪欲に消費するようになり、それが世界経済の成長を促進してきた。今回のハイテク開発の加速は、当時に比べて非常に一方的なものになる可能性がある。つまり、中国企業と、積極的にリスクを取って中国企業に投資する投資家ばかりが恩恵を受けるかもしれない。

■ 輸出依存から消費主導への転換が必要

Manufacturing Success

China's share of global manufacturing far outstrips its major competitors.

Manufacturing, value added (current US\$)



Source: World Bank Group

中国の新たなイノベーション推進策が本格的な経済の改善につながるかどうかは、全く別の話だ。ストレスの兆しはある所に見られる。招商銀行（チャイナ・マーチャント・バンク）<3968.香港>は直近の決算説明会で、顧客の支出が11%減少し、個人向けローンが圧力を受けており、中国の上位企

業30社のうち25社が価格競争に巻き込まれていると強調した。

調査会社ロジウム・グループのパートナー、ローガン・ライト氏の見解では、たとえ中国不動産市場の低迷が終わりに近づいているとしても、不動産セクターは以前に比べてほんのわずかな規模にしかならず、従来の40%に縮小するかもしれない。これは経済に大きな穴があいた状態が放置されることになる。かつて不動産はGDPの4分の1近くを占めていたからだ。

ライト氏は、中国政府によるAI、製薬などの先進技術への投資はGDPの10%弱にしかならず、ギャップを埋められないだろうと指摘する。しかし、これは始まりにすぎない。ゴールドマン・サックスのアジアチームは最近、中国がテクノロジー輸出に取り組んでいることを理由に、来年のGDP成長率予想を0.5%ポイント引き上げて4.8%とした。

中国は多くのエコノミストが推奨する「強い薬」を服用するのに消極的に見える。その薬とは、中国以外の国の需要に頼るのではなく、中国の家計が国内産の商品とサービスの消費を増やすようにすることだ。中国は世界の投資額の27%を提供しているが、世界の消費に占める割合はわずか12%だ。

しかし、ついに待望の変化の兆しが現れている。10月、中国共産党中央委員会が発表した第15次5カ年計画の基本方針では、党が消費を促進する必要性を認識していることが示された。これは大きな変化である。公共サービスに投入するリソースの増加を含め、家計支出を促進するための取り組みを強化することが示唆された。既に、幼い子供を持つ親への現金支給や、障害のある高齢者の家族への支援が行われている。

TSロンバードの中国リサーチ責任者、ローリー・グリーン氏は「技術・軍事面で超大国となるには、社会の安定を維持するための最低限の経済活動が必要だ。不動産が利用できず、投資が制約に直面し、輸出にも頼れない状況では、消費以外の選択肢はない」と指摘する。

大規模な構造的変化には時間とリソースが必要だ。例えば、ロジウム・グループの推定では、中国国民が安心して貯金を減らし、消費を増やすためのセーフティーネットの構築には、年間GDPの約3分の1を要する可能性がある。

一方で中国指導部は、こうしたコストのかかる施策を回避したいと考えており、そのためテクノロジーと産業の進歩によって生産性を向上させ、国家の窮状を緩和しようとしている。最新の5カ年計画の基本方針では、政策決定者が重要鉱物などの強みを生かしつつ、半導体や高性能機器といった重要分野におけるブレークスルーを促進し、米国などの諸外国への依存を打破するために「異例の措置」を導入することを強く要求している。

ポーラー・キャピタル・エマージング・マーケット・スターズ・ファンド<POLEX>のマネジャー、ジョリー・ノデカー氏は「中国はテクノロジーと生産性向上戦略にすべてを賭けることで、欧米のテクノロジーに対する依存を低減し、経済を修復するという一石二鳥を達成できる可能性がある」と語る。

中国がレアアースの支配力を生かして関税を吸収し、米中間の緊張に対処していることは、ハイテク戦略を実現できるという当局の自信につながっていると、最近中国を訪問した地政学コンサルタントは語

る。実際、貿易戦争によって対米輸出が27%減少したにもかかわらず、中国の9月の輸出額は前年同月比で8%増加した。

厳しい中国市場を生き残った企業はグローバル市場にも適応



Courtesy Hua Hong Group

敵対国から課される制約は、中国のイノベーションへの取り組みを加速している。中国は、最先端半導体の分野では米国とその同盟国を超えることができていない。この分野には、半導体大手エヌビディア<NVDA>やオランダの半導体製造装置会社ASMLホールディング<ASML>といった企業の技術が必要だが、その輸出は厳しく管理されている。

しかし、中国は中程度の半導体や光配線、部品、その他ハードウェアなどのAIエコシステムの一部には取り組んでいる。その一例が中国最大のファウンドリー、華虹半導体（ホワ・ホン・セミコンダクター）<1347.香港>である。ホワ・ホンの半導体は幅広い消費者向け機器に導入されている。

世界のファンドマネジャーは、中国のイノベーションを把握するために多くの企業を追跡している。こうした企業の一部に対して、投資が制限されているにもかかわらずである。例としては、ドローン業界のリーダーである非上場企業のDJI、医療用モニタリングおよび画像診断機器メーカーの深圳邁瑞生物医療電子（マインドレイ）<300760.深圳>、自動搬送ロボットメーカーの極智嘉科技（ギークプラス）<2590.香港>が挙げられる。

ストラテジストとファンドマネジャーは、現在の上昇相場を消化するのに時間が必要であるとしても、新たな上昇相場が生まれる可能性があるとみている。

調査およびアドバイザリー企業であるブリッジワークス・グローバルの創設者、ザック・ディヒトヴァルド氏は「中国企業が他と一線を画しているのは、極めてスリムなコスト構造、非常に要求レベルの高い顧客に対する並外れた価値提案、世界の同業他社より大幅に短い製品サイクルだ。中国市場は競争が激しく、価格とコストの要求も厳しいため、中国における勝者は、ほとんどの国の企業よりもグローバル市場にはるかに適応している」と語る。

一方、欧米企業は中国との競争において三重の苦しみに直面している。中国企業は、ブラジルやオーストラリアなどの二次的市場で欧米企業からシェアを奪い、本国でも強力なライバルとして台頭している。さらに、欧米企業の中国事業は、関税引き上げ、報復リスク、成長の鈍化、嗜好（しこう）の変化によって厳しさを増している。コーヒーチェーン大手スターバックス<SBUX>は先週、中国事業の経営権をアジアのプライベートエクイティ企業に売却すると発表した。スターバックスは1999年に中国市場に参入したが、近年は瑞幸咖啡（ラッキンコーヒー）などの国内企業との競争激化に直面していた。

中国企業は世界に進出する一方で、国内での調達を増やしている。政策決定者は、国内サプライヤー

からの調達を行うよう、企業に圧力をかけている。例えば、ロイター通信は6日、中国政府が資金を提供するデータセンターの建設において、エヌビディアなどの海外企業が生産したAI半導体を禁止したと報じた。

こうした動きを踏まえると、貿易摩擦は今後も大きなテーマであり続けるだろう。中国企業が先進国に進出する中で、先進国側の政策決定者は関税を引き上げて中国企業を追い返し、中国（の国家資本主義）に倣った産業政策を実行している。例えば、米国は半導体大手インテル<INTC>に出資し、重要鉱物生産会社の持ち分を取得した。

TSロンバードのグリーン氏は、中国と同様の政策は米国でも効果を上げる可能性があるという。しかし、「中国の得意分野で勝つことは難しい。なぜなら、中国のシステムは大きなトップダウンの目的のために設計されており、インセンティブが導入され、選挙もなく、政策が一貫しているからだ」と語る。

地政学的には、中国の技術面の脅威が高まっているという認識は、欧米諸国の国際的な同盟関係を再び活性化させる可能性がある。例えば、米国は最近、マレーシア、オーストラリア、日本との間で、中国に代わるレアアースの供給元を見つけ出すための合意文書を結んだ。しかし、中国は多国籍企業や欧米の政策決定者の頭痛の種になる一方で、投資家にとっては機会を生み出すだろう。

上昇相場の開始からもうすぐ1年だが、今後も上値余地がありそう

Chinese Exceptionalism

U.S. stocks have done well this year. China's are doing better.



Source: FactSet

今年、中国株式市場は息を吹き返した。多くの海外投資家は、中国政府のコロナ禍における厳格なロックダウン、教育企業とインターネット企業に対する締め付け、地政学的な緊張を理由に、中国を投資不可能と見なしてきた。しかし、政策決定者が景気を安定させるための取り組みを強化し、ディープシ



Courtesy Geekplus

ークなどのイノベーションの成功が続いたことで、中国株は昨年秋から力強く反発している。バリュエーションはもはや極めて割安ではなく、MSCI中国指数の2026年予想株価収益率（PER）は14倍だが、それでも依然としてS&P500指数の22.5倍を大幅に下回っている。

中国株の上昇相場は往々にして1~2年で終わる。今回の相場も間もなく1年を迎えるが、中国を専門とする調査会社ゲイブルのアナリスト、トマス・ガトリー氏によると、現在の出来高は2024年終盤の相場開始時よりも大きい。ガトリー氏は、今回の上昇相場は以前とは異なり、政府の手入れではなく、AI関連セクターなどの業績改善に基づくものだと指摘する。

さらに心強いのが、中国株の時価総額が約100兆元であるのに対して、中国の銀行預金が計165兆元に達していることだ。ゲイブルによると、これは多額の資金が低利回りの預金に放置されており、いずれは株式に流入する可能性を示している。

ガトリー氏はさらなる上値余地があるとみており、中国ITセクターやインターネットサービス大手テンセント・ホールディングス（騰訊控股）<700.香港>、電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集團）<BABA>などの企業を、市場全体を対象とする株価指数よりもオーバーブートとすることを推奨している。iシェアーズMSCI中国マルチセクター・テクノロジーETF<TCHI>は年初来で39%上昇している。

TSロンバードのグリーン氏も、特に海外投資家による中国株の保有比率が依然としてベンチマークよりも低いことを理由に、今後も投資機会があるとみている。グリーン氏は、伝説的な投資家で長年の中国強気派であるジム・ロジャーズ氏の「中国人が買っているものを買え」というアドバイスに従っている。現在の購買対象は主にサービスだ。瞑想（めいそう）リトリート（自然の中でリフレッシュする旅）やニッチな高級ブランド（国内ブランドが多い）が旅行とともに引き続き人気を集めている。

中国政府が景気の下支えとイノベーションの促進に成功した場合、中国の家計が大量に買うかもしれない

い商品がもう一つ存在する。それは中国株だ。国内投資家が株式に現金の置き場所を求めるならば、中国株の上昇相場は米国よりも底堅いものになる可能性がある。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

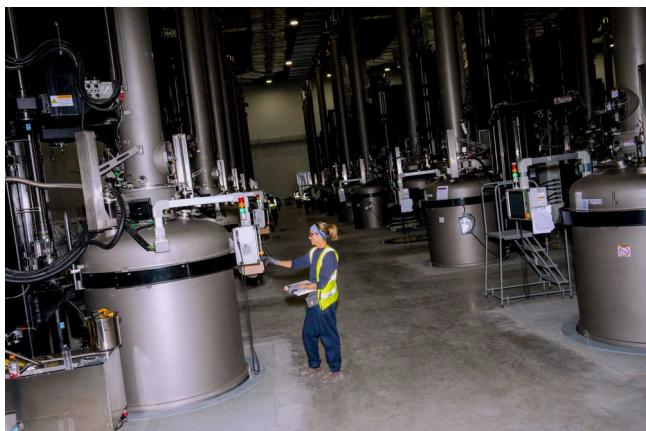
2. 米国の太陽光発電ビジネス復活に賭けるコーニングの実情とは

Inside Corning's Bold Bid to Revive the U.S. Solar Industry

再生可能エネルギーが支持を失うも収益性とグローバル展開が期待できる事業に挑む

[フィーチャー]

米国での太陽光パネル基礎部品の製造は10年ぶり



Photograph by Nic Antaya

ミシガン州の田舎道沿い、カボチャ売り場のすぐそばに、資本財企業のコーニング<GLW>が新設した、他に類を見ない太陽光発電設備工場がある。そびえ立つ灰色の建物群はコーニングの米国における最大規模の施設であり、iPhone（アイフォーン）やApple Watch（アップルウォッチ）の耐傷性ガラスを製造するケンタッキー工場よりも大きい。

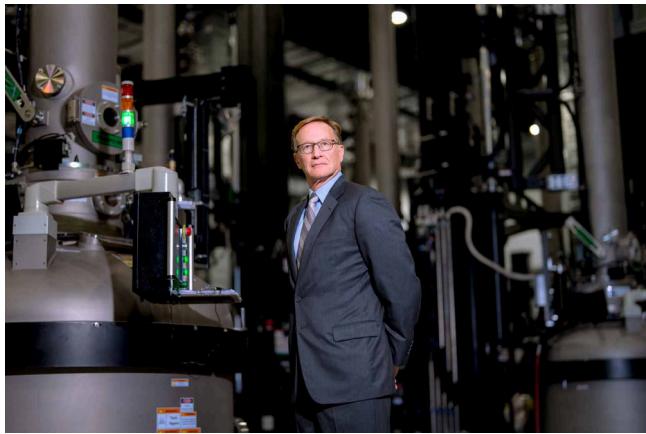
現場は活気に満ちている。工場の外で柵や道路の建設が進む一方、工場内では作業員たちが製品を次々と生産している。高温と精密な切断工具を用い、分厚い結晶シリコンの塊をワッフルほどの大きさの完璧な四角い板に加工している。完成品は人間の髪の毛ほどの薄さだ。ウエハー（基板）と呼ばれるこれらの薄い四角い板は、太陽光パネルの基礎部品である。太陽光発電は米国内の新規発電量で最大のシェアを占めるにもかかわらず、米国では過去10年間、ウエハーが製造されることとなかった。

太陽光発電は米国がアジアに外注した産業の一つにすぎない。最新の政府データによれば、中国のウエハーアクションシェアは97%に達している。ミシガン工場は、米国がこの事業を奪還できるかの賭けとなる。コーニングは既に1日数千枚のウエハーを生産しており、1日100万枚超の生産を目指している。この新工場は米国の太陽光発電サプライチェーンにおける最後の段階であり、新工場のおかげで、少なくとも10年ぶりに100%国産の太陽光パネルの製造が可能になる。

厳しい外部環境にもかかわらずコーニングは挑戦する

10月27日の週に行われた工場視察の際、コーニングの最高経営責任者（CEO）ウェンデル・ウィークス氏は本誌に対し、太陽光事業がコーニングの新たな主力ビジネスとなり、年間少なくとも25億ドルの売り上げ（安定した自動車部品部門すらも上回る）を生み出す可能性があると語った。ウィークス氏は米国ウエハー市場において最大15%のシェア獲得を見込んでおり、「この分野で世界一の地位を築けると確信している」と語った。

特殊ガラス・セラミックス製造で174年の歴史を築いてきたコーニングにとって、この工場は賭けと言



Photograph by Nic Antaya

対決を試みた事例は繰り返し失敗に終わっている。中国企業は強力な国家支援、低賃金、はるかに先進的な再生可能エネルギー製造分野から恩恵を受けているためだ。トランプ大統領と共和党主導の議会は夏に成立させた大型減税法で、太陽光発電設備への支援を縮小した。トランプ大統領は再生可能エネルギーにさらなる障害を設けつつ、政府の資金を太陽光発電の競争相手である石炭火力発電所に振り向けている。

一方、太陽光発電に関わる製造事業はリスクが高く、財政破綻に追い込まれる企業が後を絶たない。米国企業が中国と太陽光発電分野で直接

ヘムロック工場の全容

工場があるミシガン州ヘムロックは小さな町である。この地域は地質条件に恵まれ、化学メーカーから長年注目されてきた。漂白剤の原料となる塩水鉱床が豊富で、1890年代には化学大手ダウ・ケミカル<DOW>の創業者ハーバート・ヘンリー・ダウ氏がこの土地を気に入り、近郊のミッドランドに本社を構えた。ダウの本社は今もその地にある。

ダウとコーニングは1943年、当地でシリコンや軍需製品を製造する合弁会社を立ち上げた。1960年代に両社がヘムロックに建設した複数の工場のうちの一つが、現在のコーニングにおける太陽光関連および半導体事業の中核拠点となっている。

この旧施設は、新設されたウエハー工場の向かいに位置し、「ヘムロック・セミコンダクター」として知られている。ここでは、太陽電池や半導体に使われる高純度シリコン「ポリシリコン」を製造している。合弁事業は2016年に解消され、コーニングは2020年に一連の取引を通じてヘムロックの過半数の株式を取得した。取得額は4億ドル未満で、現在の工場建設費の約10分の1程度の金額だった。これにより持ち分比率を80.5%へ倍増させ、残る19.5%は日本企業が保有している。

この取引により、コーニングはバイデン政権下で太陽光発電需要が高まり始めた時期に、低コストで太陽光事業に参入する好機を得た。既存工場が原材料を生産し、利益を安定的に生み出すようになると、同社はバリューチェーンの上流工程であるウエハー製造に進出し、中国勢とより対等な立場で競える自信を深めた。

ウィークスCEOは「私は対等な戦いは好みない。ヘムロックは当社に『有利な参入点』をもたらした」と語る。コーニングは拡張を決断すると、実行スピードを最優先した。その速さは、新型コロナワクチンの迅速な供給計画「ワープスピード作戦」の立案者の一人を起用するほどだった。コーニングはヘムロックの向かいの大畠を取得し、最初の鉄骨を打ち込んでからわずか17カ月で太陽光パネル用ウ

える。コーニングにはもっと確実な成長機会もある。コーニングは今年、アップル<AAPL>のiPhoneとスマートウォッチ用ガラスを全量米国で製造すること、およびマイクロソフト<MSFT>の次世代光ファイバーネットワークを構築することを発表した。直近四半期において、データセンター向け供給品を含む部門の売上高は58%急増している。

エハーの量産を開始した。

道路を挟んで向かいにある旧工場から新工場へ、銀色の岩状のポリシリコン原料をトラックで運び入れる。これを溶解炉に投入し、約6メートル上方からつり下げる細いワイヤを炉内の溶融物に浸し、3日かけてゆっくり回転させていく。この工程により、長いポリシリコンの円柱「インゴット」が形成される。人力と機械の力を組み合わせたこの生産工程には、すでに数百人の従業員が従事しており、最終的には1000人を超える雇用が見込まれている。

政策支援と市場展望

コーニングは今年初め、ヘムロック工場におけるウエハー製造施設と太陽光発電関連設備の拡張に総額15億ドルを投じる計画を発表した。同社はミシガン州から税制優遇措置と6800万ドルの助成金を獲得し、さらにトランプ政権の大型減税法案による恩恵も受けている。エド・シェレシンジャー最高財務責任者（CFO）は「太陽光事業は2026年にキャッシュフローが黒字化する見通しだ」と語り、資本支出と運営費を上回る利益を見込む。

太陽光関連部門の年間売り上げ目標は25億ドルで、これは前年度の連結売上高の約19%に相当する。コーニングによると、太陽光事業の利益率は既存事業と同等か、それを上回る可能性がある。同社は2023年の営業利益率16%から、年末までに20%への引き上げを目指す。JPモルガンのアナリスト、サミック・チャタジー氏は「太陽光事業の利益率は20%台半ばまで拡大する余地がある」と分析する。

アナリストの多くは、アップルとの供給契約やテレビ用ガラス事業など、コーニングの主要分野に注目しがちだが、一部の市場関係者は新たな成長ドライバーとして太陽光事業を注視している。チャタジー氏は「目標を達成すれば財務へのインパクトは極めて大きい」と述べ、コーニング株の投資判断を「オーバーウエート」とし、目標株価を100ドルに設定している。

トランプ政権が太陽光発電導入に逆風となる政策を打ち出しているものの、コーニングの新工場で生産される製品には確かな需要がある。米国の電力会社は今年、太陽光発電容量を33ギガワット増やす見通しで、新規電力源としては最大規模となる。アナリストらは、トランプ政権の方針が成長率を鈍化させると指摘するが、業界全体を衰退させるものではない。太陽光発電は今も新規電力を送電網に供給する上で、最も迅速かつコスト効率の高い手段の一つだからだ。

トランプ大統領の税制改正法案は、来年以降の太陽光発電設置に対する優遇措置を廃止したが、一部の既存案件では数年間の経過措置が認められる見通しだ。一方で、同法は国内製造に対する大幅な税制優遇を維持しており、コーニングはその適用を受ける見込みである。これにより、同社の原材料は米国内で太陽光パネルなど最終製品を製造する企業にとって、より魅力的な選択肢となる。

さらに、トランプ大統領とバイデン大統領の両政権は、中国製太陽光関連製品に対して高関税を課している。ウィークスCEOは「政策動向やその他の要因を総合的に踏まえると、当社は世界で最も低コストのウエハー生産体制を確立しつつある」と語る。

ウィークス氏は、「太陽光発電市場が崩壊することはない」とみている。たとえ市場が伸び悩んでも、海外メーカーからシェアを奪うことで成長を維持できると考えている。「税制改正により国産製品の使用が圧倒的に有利になった。市場規模が5分の1に縮小しても、国産製品が求められる限り当社にとっ

ては十分だ」と語る。

ミシガン州の太陽光発電設備工場が稼働を拡大する一方で、再生可能エネルギーは政治的支持を失いつつある。しかし創業174年の老舗メーカーであるコーニングは、これまでにも数々の製品を市場の懐疑の中で成功に導いてきた実績がある。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

3. トランプ氏の力が揺らぎつつある中、新たな政治の時代がもたらすもの

[フィーチャー]

Trump's Power Looks to Be Slipping. What a New Political Era Might Bring

政治家にとって金融引き締めは利益にならない

トランプ政権の転換点を示唆



Kevin Dietsch/Getty Images

11月4日の選挙結果を受け、トランプ大統領は珍しく、自身にとって何かがうまくいかなかつたことを認めた。トランプ氏は4日にニューヨーク市、ニュージャージー州、バージニア州の選挙、カリフォルニア州の住民投票で民主党が圧勝した要因を分析し、「政府機関の一部閉鎖は大きな要因であり、共和党にとってマイナスだった」と共和党の上院議員に語った。

連邦最高裁判所も追い打ちをかけたようだ。注目された4日の公聴会では保守派判事からは関税に関する政府の正当性に懐疑的な質問が相次

いた。最高裁の判断を予想するのは難しいことで有名だが、ここ数日の政治的な逆風は、トランプ政権が転換点にあることを示唆する。これまで独断で政策を推し進める力を誇示し、株式、債券、ドル相場を急激に変動させてきた大統領は、今や突然、より多くの制約を受けている。

投資家は、そのことでひとまず安心するかもしれない。現状は株価の最高値更新を可能にする一方、債券利回りを比較的低い水準に低下させてきた。しかし、米国政治における変化は、長期的な懸念をもたらしてもいる。中間選挙が近づく中、トランプ氏個人は自身の権力が弱まりつつあると気付くかもしれない。一方で、対立陣営はトランプ氏の戦略を学んでいる。新世代の民主党員も、前例のないやり方で権力を追求し行使しようとしている。それは、政治的な混乱は抜きにして、投資家が人工知能（AI）の将来性や米連邦準備制度理事会（FRB）による利下げ期待に集中できた環境を覆す可能性がある。

政策を取り巻く環境は現時点では比較的安定しているものの、最高裁による関税への懐疑的な姿勢は不確定要素だ。公聴会ではトランプ氏が任命した判事が、関税は本来、憲法が大統領ではなく議会に委ねている課税と歳出政策に該当するのではないかと問い合わせた。これまでに関税がもたらした数百億ドルの歳入は、政府が語る財政シナリオに不可欠だ。ベセント財務長官は最近、「財政赤字の国内総生産（GDP）比は昨年の6.4%から5.9%に縮小する見込みだ」と述べた。ベセント氏は11月2日のCNN

のインタビューで、「もし歳出が縮小しているのであれば、インフレは減速していると考える。インフレが減速しているのであれば、FRBは利下げすべきだ」と語った。

市場関係者の中には、最高裁が関税政策を無効と判断すれば、歳入源の一つが失われ財政悪化に向かい、これまでの流れが脅かされると懸念する声もある。しかし、これは行き過ぎた見方かもしれない。運用会社PGIMフィクスト・インカムの共同最高投資責任者（CIO）であるグレッグ・ピーターズ氏は、「最高裁の審理は重要だが、関税戦略や関税からの歳入を今後も活用するという意向が変わる可能性は小さい」と述べる。トランプ政権は、財務省への資金の流れを維持する別の法的根拠に基づく代替的な関税に迅速に動く公算が大きい。

それでも、政権は看板政策において守勢に回ることになるだろう。債券市場を満足させるだけの歳入は確保できるかもしれないが、交渉の場に引き出された各国はトランプ氏の力に疑問符が付く状況を踏まえ、譲歩したり譲歩を維持したりするのに消極的になるかもしれない。その結果、米国経済に約束されていた数兆ドルの投資資金の流入が鈍る可能性がある。

民主党が学んだトランプ化

トランプ氏は議会においても制約を受けている。最近、上院は多くの関税政策を正当化するために使われていた国際緊急経済権限法（IEEPA）に基づく緊急事態宣言の終了を決議した。この決議は下院が反対しているため、トランプ氏の署名に至ることはないが、有力な政治的象徴となっている。

共和党の上院議員は、ほとんどの法案可決に60票の賛成票が必要となるフィリバスター（少数政党による採決妨害）を廃止せよというトランプ氏の要求にも抵抗している。4日の選挙後、政策調査会社シグナム・グローバル・アドバイザーズのルー・ルーケンス氏とジョージ・ポラック氏は顧客向けメモに、「民主党の圧勝で、中間選挙を控えて自己保身を目的にトランプ氏に同調したくない共和党議員が増える可能性がある」と記している。

視野を広げれば、今回の選挙結果はトランプ氏が常に、最も影響力のある政治家とは限らないことを示している。ニューヨーク大学センター・フォー・グローバル・アフェアーズの非常勤上級研究員エド・プライス氏は、「もはや、トランプ氏だけが注目される状況ではない」と語る。今回当選した新人政治家の一人は、次期ニューヨーク市長に選出されたカリスマ的な若き民主社会主義者ゾーラン・マムダニ氏である。マムダニ氏は実現が困難なほど巨額の資金を必要とする政策公約によって当選した。例えば、マムダニ氏は新しく手頃な価格の住宅を建設するために、700億ドルの市債を発行したいと公言している。この計画は州憲法で定められた債務上限を超えるが、マムダニ氏は債務上限を撤廃することで問題を解決しようと計画している。

同様に、カリフォルニア州のギャビン・ニューサム知事は、連邦議会民主党に有利となるようにカリフォルニア州の選挙区割りを再編する住民投票に勝利した。ニューサム氏はこの計画で「毒をもって毒を制す」つまり、トランプ流のやり方でトランプ氏を打ち負かすと表明した。一方、トランプ氏はテキサス州や他の州に対し、共和党が議席を獲得できる選挙区割りに変更するよう圧力をかけている。これは、往々にして政権与党への逆風が強まる中間選挙で優位に立つことが目的である。

金融引き締めは利益にならない

民主党がトランプ氏に勝つには「トランプ氏になる」ことが必要という教訓は、インフレ率が3%に高止まりする状況下では厄介な意味合いを持つ。パウエル議長の下でFRBはインフレ再燃リスクを踏まえ、12月以降の利下げ計画を見直し始めている。しかし、パウエル氏の残された任期は長くない。トランプ氏はさらなる利下げを約束する候補者に交代させると公言している。

そのような政策上の問題点は、市場に悪影響を与えることではなく、少なくとも当初は悪影響は生じないだろう。金融緩和によって、株価や暗号資産価格は上昇する可能性が大きい。本当の問題は、FRBの独立性という規範が一度崩れれば、どの政治家もパンチボールを片づけるのは自分の利益にならないと考える点にある。それは、トランプ氏自身にとっても、より「トランプ的な」民主党にとっても同じだろう。

トランプ氏の勝者総取り型の統治姿勢は、米国政治の対立を強めている。トランプ氏は規制緩和や減税など、さまざまな手段で市場を支援してきた。しかし、問題なのはルールを変更すると相手側もものはや従来のルールではプレーしなくなることだ。トランプ氏は健全な政策立案よりも、単に勝つことが報われるような権力闘争を引き起こした。

それが強い経済や健全な市場をいつまで支えるのか、誰にも分からぬ。

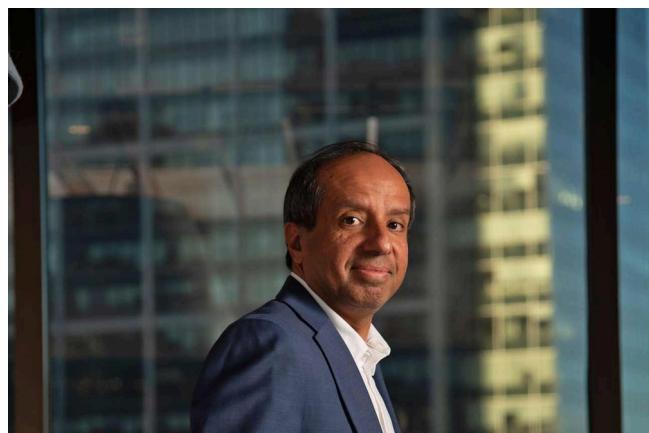
By Matt Peterson
(Source: Dow Jones)

4. 勝ち組企業はエヌビディア、メタ、アルファベット、そしてシャークニンジャ [インタビュー] や？

Nvidia, Meta, Alphabet, and SharkNinja? This Manager Thinks All Four Are Winners.

フィデリティ・ブルーチップ・グロース・ファンドのソヌ・カルラ氏に聞く

15年間の年平均リターン18%超



PHOTOGRAPH BY PHILIP KEITH

ソヌ・カルラ氏は2009年からフィデリティ・ブルーチップ・グロース・ファンド<FBGRX>（運用資産880億ドル）のマネジャーを務めている。ファンドの投資先にはアマゾン・ドット・コム<AMZN>やグーグル親会社のアルファベット<GOOGL>、メタ<META>（旧フェイスブック）、マイクロソフト<MSFT>、半導体大手のエヌビディア<NVDA>などのマグニフィセント・セブン（M7）銘柄をはじめ、現在の強気市場の勝ち組銘柄が多く含まれている。カルラ氏は、これらの企業とその株価を押し上げてきた人工知能（AI）の成長の妨げとなり得る要因に対する警戒を怠らないようにしているが、AI関連技術はまだ黎明（れいめい）期にあり、関連銘柄にはさらに大きな上昇余地があると考えている。

カルラ氏は、投資アイデアを探索し検証する際、10代の若者の行動を観察する。未来を形成するのはこうした若い消費者であり、彼らは持続的な成長の原動力となり得るテクノロジーやトレンドをいち早く取り入れると確信しているからだ。こうした戦略によって、カルラ氏は大きな成長を遂げる可能性のある企業の発掘に成功した。カルラ氏が好むのは、自己資本利益率（ROE）や投下資本利益率（ROIC）が改善傾向にある企業への投資だ。このアプローチのおかげで、フィデリティ・ブルーチップ・グロース・ファンドは過去15年間の平均リターンが年率18%を超え、モーニングスターの同カテゴリーのファンド中で上位4%の成績を上げている。

以下は、チャットGPTがもたらすiPhone（アイフォーン）登場時に匹敵するような変革、連戦連勝を続けるエヌビディア、アマゾンの電子商取引を巡る機会などについて、本誌がカルラ氏と10月に面談または電子メールで行ったインタビューの概要だ。

AIブームを巡る懸念

本誌（Q）：AI関連銘柄はあなたを含め多くの投資家を魅了してきたが、現在は巨額のAI関連投資に対して懸念が高まっている。今後、どのような展開を予想するか。

カルラ氏（A）：AIは、25年を超える私のキャリアにおける4番目のテクノロジーの波だ。1990年代後半のインターネット、2000年代のスマートフォン（iPhone発売は2007年）、2010年代のクラウドインフラがこれまでの波だ。最新の波、生成AIが本格的に始まったのは2022年11月のチャットGPT発表時で、一般大衆がAIを手にした時だ。iPhoneの登場に匹敵する瞬間だった。

生成AIは投資とエネルギーを知能に変換する。目標は汎用（はんよう）AIだ。全米で約1億人、世界全体では約10億人の知識労働者がいる。それぞれの労働者に何らかの価値（単純化のため10万ドルとする）を割り当て、AIで生産性が10%改善すると仮定した場合、米国だけで1兆ドル、世界全体では10兆ドルの価値を生む。それが、私がAIを信奉する理由だ。

Q：1990年代後半のITバブルとの類似点があるとすれば、それは何か。

A：ITバブル関連銘柄は1990年代後半から2000年代初頭にかけて調整局面を経験した。しかし、その後の20年間で、インターネットはわれわれのあらゆる活動に浸透し、価値を生んできた。私は生成AIについても同様のロードマップを想定している。

私は、「われわれにはテクノロジーの短期的な影響力を過大に、長期的な影響力は過小に評価する傾向がある」という「ア马拉の法則」を信じている。例えば、私はネットスケープ（インターネットブラウザの企業）を使用している。1995年に新規株式公開（IPO）し、インターネットが普及するきっかけをつくった点でチャットGPTと似ている。当時、インターネットの二次的、三次的な影響（例えば、タクシー営業権の価値が10分の1になり、見ず知らずの人の家に安心して泊まれるようになること）を予測するのは困難だった。配車サービス大手のウーバー＜UBER＞や民泊仲介大手エアビーアンドビー＜ABNB＞の登場でそれが現実となったのだ。ウーバーがシリーズAの資金調達を行ったのは、ネットスケープによってインターネット時代の幕が上がってから15年後の2010年のことだった。

Q：企業が成長資金を相互に供給し合う循環型資金調達も現在、懸念材料となっている。1990年代にも似たことはあったか。

A：イエスだ。こうした企業間の資金調達取引が悪い結果に終わるとは限らないが、把握し、注視して

いく必要がある。ハイテク最大手の投資が増収や生産性向上といった具体的な見返りをもたらし、正当化されることを市場が要求するのは健全なことだ。

勝ち組銘柄について

Q：現時点での勝ち組銘柄は。

A：エヌビディアを筆頭に挙げたい。AIインフラ構築に必要な製品を提供する代表的な企業だ。AI活用の面ではメタが自社広告プラットフォームの効率化とエンゲージメントの向上におけるAIのメリットを吹聴してきた。メタの売上高の伸びはこの数年で加速している。

AI分野の研究者数が最も多いのはアルファベットだ。多くのテクノロジーがグーグルで発明されている。売上高は大半が検索関連であり、生成AIの世界への橋渡しを図っている。独自のAIモデルを保有し、有名なジェミニ以外にも動画向けのAIがある。

Q：これらの銘柄を含め、何がAI関連企業の見通しを再評価する要因となるのか。

A：市場シェアの低下は警告サインとなる。設備だけではなく人材にも多額の投資を行っているため、収益性が伴う必要がある。これらの企業は、既存企業として優位性を確保していると考えている。生成AIで成功するには、過去のテクノロジーの波とは異なり、ユーザーとデータの膨大な基盤が必要となる。

Q：エヌビディアは米国の中止に対する先進技術のアクセス制限によって打撃を受けてきたが、他にも地政学的なリスクはあるか。

A：エヌビディアにとって、これ以上悪化することはない。過去6～12カ月間で中国向けの売上高はゼロになった。投資家としては、すべての打撃が既に織り込み済みだ。エヌビディアが中国で健全な事業を開拓できる方法を米国政府が見いだせるなら素晴らしいが、「あれば良い」という話であり、「必須」ではない。

Q：エヌビディアがAI向けクラウドサービスのコアウェーブ<CRWV>など複数の「ネオクラウド」企業に投資し、そうした企業がエヌビディアの半導体を購入しているが、これは賢明なアプローチと言えるのか。

A：こうしたクラウドベースのAIサービスを提供するプロバイダーは、AIインフラの構築に注力している。グーグルやアマゾン、その他のハイテク企業にはエヌビディア製品と競合する半導体があるため、エヌビディアは可能な限り多くの販売代理店を通じて自社製品を提供している。とはいえ、ネオクラウド企業が計画通りの収益を上げているのかは確認が必要だ。ネオクラウド企業は数十億ドルを投じてデータセンターを建設した上で顧客を獲得する。契約期間中、毎月対価が支払われ、キャッシュフローはプラスだが、損益分岐点に到達するのには時間がかかる。

Q：エヌビディアのバリュエーション評価の枠組みは。

A：エヌビディアは大規模言語モデルの学習や推論のための半導体やインフラを提供する代表的な企業だ。半導体、システム、ソフトウェア、ネットワークを含む包括的な、そして最先端かつ最高クラスのパフォーマンスを実現するソリューションを提供している。データセンターの、従来のCPU（中央演算処理装置）ベースのアーキテクチャーからGPU（画像処理半導体）ベースのアーキテクチャーへの移行は、まだ初期の段階にある。

2026年度1株当たり利益（EPS）コンセンサス予想に対するエヌビディアの予想株価収益率（PER）は30倍未満と、チャットGPT発表時点（2022年末）の35倍を下回っている。2025年の売上高の伸び率は60%を超えている。

Q：AIの潜在的な制約要因は。

A：電力は成長の潜在的な制約要因となり得るため、当社チームが注視している。この5ヵ月、電力や電力へのアクセスを巡って多くの取引が行われた。電力関連の発表内容、供給開始までの期間、データセンターへ十分な電力が供給されるかなどを注視している。多額の電力投資が必要だ。

私が最も注視しているのは活用の場面だ。日常生活でAIが活用され、従来不可能だった体験が可能になればと考えている。チャットGPTを開発したオープンAIは最近、旅行関連業務でオンライン旅行サービス会社のエクスペディア<EXPE>、ブッキング・ホールディングス<BKNG>と、不動産検索業務で住宅情報サイト運営のジロー<Z>と、コンテンツ制作・共同作業でグラフィックデザインツールのフィグマ<FIG>、キャンバと、ショッピング関連業務で小売大手のウォルマート<WMT>、電子商取引用プラットフォームのショッピファイ<SHOP>、手作りクラフト品向けのマーケットプレイスを提供するエツツィ<ETSY>と提携した。また、料理宅配サービスのドアダッシュ<DASH>、ウーバー、電子決済サービスのペイパル・ホールディングス<PYPL>およびレストラン・オンライン予約のオープンテーブルとの将来の統合も予定している発表した。

しかし、われわれが注目しているのは、AIがわれわれに代わって業務を完結できるかどうかだ。成功例の一つがプログラミングだ。カスタマーサービスの根本的な変革も可能なはずだ。テクノロジーとAIが成熟するにつれ、より迅速で正確なソリューションをより低コストで提供できるようになるはずだ。

AI分野以外の注目銘柄

Q：上位投資先のうち、AI以外のテーマで勢いのある銘柄は。

A：アマゾンは引き続き電子商取引における最有力企業であり、電子商取引が米小売業界の売上高に占める割合はまだ20%を下回る水準にある。電子商取引の段階的な浸透がアマゾンにとって長期的な追い風となる。小売業界の売上高拡大の半分を電子商取引が占めている。2026年度コンセンサス予想EPSに対するPERは小売大手のコストコ・ホールセール<COST>が42倍、ウォルマートが35倍であるのに対し、アマゾンは32倍と競合企業と比べて割安だ。2025年の売上高伸び率はアマゾンが12%、コストコが8%、ウォルマートが4%だ。

Q：ハイテク以外にイノベーションが見られる分野は。

A：家電メーカーのシャークニンジャ<SN>はサプライチェーンの大半が中国にあるため、関税を巡る懸念から打撃を受けている。しかし、新たな分野で変革を起こしつつある。ミキサー、掃除機で知られているかもしれないが、「クリーミー・アイスクリーム」などの新商品を投入している。私の娘も購入し、プロテインアイスを自宅で作っている。ソーシャルメディアやインフルエンサーを活用した製品プロモーションにたけ、さまざまな分野に進出し、3段階の成長戦略を採用している。キッチン用品などの既存分野でのシェア拡大、屋外グリルや美容・スキンケア分野への進出、そして海外進出（米国外売上高は全体のわずか30%）だ。2026年コンセンサス予想EPSに対するPERは14倍、売上高と利益の成長率は年15%だ。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

5. 市場に迫るビッグ・ブラザー

It's Not Just Mamdani. Big Brother Is Coming for the Stock Market.

トランプ政権もNY市政も市場介入、揺らぐ市場原理

[コラム]

マムダニ氏勝利、市場への影響



Adam Gray / Bloomberg

最近の選挙では、資本主義が苦戦を強いられた。それは投資家にとって好ましくないニュースだ。ニューヨーク市ブルックリン在住の筆者は、米国ビジネスの中心地だったニューヨーク市で、社会主義を掲げる政治団体、米国民主社会主義者（DSA）所属のゾーラン・マムダニ氏が市長に当選したことで資本主義の劣勢を肌で感じた。マムダニ氏は、市営バスの無料化、家賃の凍結、富裕層および企業への増税、市営食料品店の設置という政策を掲げて勝利した。いずれの政策案も現実の問題を解決するためのものだが、理想主義的な発想に基づくものか、結果として問題を悪化させかねないものだ。

マムダニ氏の公約の多くはニューヨーク市長の権限の範囲を超えており、ジェフリーズのアナリスト、アニケット・シャー氏によると、マムダニ氏には市の行政機関を通じて住宅維持コード（貸主が入居者の居住環境を保つ義務に関する条例）の運用を厳格化したり、市が保有する車を電動化したりする権限がある。一方で、家賃の凍結には独立機関の承認が必要であり、バス事業はニューヨーク都市圏交通公社（MTA）の管轄にあるため市長の権限外だ。税金や最低賃金も州の決定事項であり、市営食料品店の設置でさえ市議会の承認が必要で実現性は低い。

マムダニ氏の当選は、限定的な範囲ではあるが株式市場にも影響を与えている。ニューヨーク市のオフィス物件に特化した不動産投資信託（REIT）であるSLグリーン・リアルティ<SLG>とボルネード・リアルティ・トラスト<VNO>の株価は、マムダニ氏が民主党予備選で勝利して以来、それぞれ21%と10%下落した。新市長の政策によって企業がニューヨーク市を離れる可能性が懸念されたためだ。その間、S&P500指数は12%上昇した。家賃規制付きアパートに融資している（ニューヨーク周辺で融資活動を展開する）銀行株も売られ、フラッグスター・フィナンシャル<FBC>は同期間に4.3%安、ダイム・コミュニティ・バンクシェアーズ<DCOM>も2.7%下落した。一方、全米の地域銀行株に投資するステート・ストリートの上場投資信託（ETF）SPDR S&Pリージョナル・バンキングETF<KRE>は4%上昇している。

拡大する公的権力の市場介入

マムダニ氏の勝利による市場への直接的な影響は限定的だが、その象徴的な意味は小さくない。米国では、社会主義的な主張をする左派からトランプ大統領による「重商主義」を支持する右派まで、統制的な政府への支持が広がっている。ローゼンバーグ・リサーチ創業者のデービッド・ローゼンバーグ氏は「自由な企業活動を掲げる米国が保護主義、経済ナショナリズムそして国家介入を掲げる大統領を選び、強欲な資本主義のとりでであり世界の金融の中心であるニューヨーク市が社会主義者を名乗る人物を市長に選んだとは、なんとも皮肉な現実だ」と語る。

筆者は自由市場主義を重視するリバタリアンではない。政府が明確なルールを設定し、それを等しく執行するべきだと信じている。その上で最も優れた企業が勝つべきだ。だが、政府が勝者と敗者を選ぶようになれば、やがて企業は政治家に取り入ることを目指すようになる。トランプ大統領が米国企業の経営に細かく介入するのを見ると少なからず残念に思う。トランプ政権は、半導体大手のインテル<INTC>への補助金を出資という形に切り替え、鉄鋼大手のU.S.スチールと日本製鉄<5401>の合併を承認する見返りとして「黄金株」を取得した。また、半導体大手のエヌビディア<NVDA>とアドバンスト・マイクロ・デバイセズ<AMD>が中国に半導体を販売することを認める代わりに、その売り上げの15%を徴収することで合意した。

一部の取引には戦略的な合理性もある。米国が半導体製造を国内に呼び戻す必要があるのは確かだが、それをインテルへの政府出資により実現できるのかは、なお見通せない。むしろ理にかなっているのは、米政府がレアアース採掘会社のMPマテリアルズ<MP>と結んだ契約である。中国が採算度外視で支配してきたこの市場において、重要資源の国内生産を迅速かつ容易に拡大する手段となり得る。

問題は、こうした動きにより投資家の視線が、堅実な業績による資本効率の高い企業ではなく政府の支援を受けられそうな企業に向き始めることだ。MPマテリアルズとの契約発表後、USAレア・アース<USAR>やラマコ・リソーシズ<METC>などのレアアース関連銘柄が上昇した。しかしこれらの企業は、MPマテリアルズとは異なり、レアアースを採掘、精製し、磁石に加工するプロセスを行う能力をまだ持っていない。

企業の時価総額が20億ドル未満のうちの大半は大きな問題にはならないかもしれない。だが、大企業が政府の支援を求め始めれば話は別だ。チャットGPTを開発したオープンAIのサラ・フライアー氏がウォール・ストリート・ジャーナル主催のテック・ライブ会議で、「米政府はAIインフラ構築を支援するために融資保証を提供すべきだ」と発言し、物議を醸した。

オープンAIはこの発言を撤回したものの、人工知能（AI）業界の巨人に政府が融資保証をするという発想、そしてその可能性にウォール街は警戒感を示した。D.A.デビッドソンのアナリスト、ギル・ルリア氏は「米政府は他の企業への出資に一段と積極的であり、もし出資条件が十分魅力的であれば、提案に乗る可能性がある」と指摘していた。

過度な市場介入がもたらす代償

投資家は概して政府の過度な介入リスクを軽視している。しかし、それは誤りだ。右派、左派を問わず、政府が企業を政策の道具として使えば何が起きるか、われわれは既に目の当たりにしてきた。例えば、ブラジルの国営石油会社ペトロブラス<PBR>は、左派、右派の両陣営の政権に利用された

結果、業績が悪化した。株式の過去20年間のリターンは年率6.2%にとどまり、石油大手シェブロン<CVX>の9.2%を3%ポイント下回る。中国では共産党の意向に左右される企業経営が続く中、電子商取引企業のアリババ・グループ<BABA>の過去20年間のリターンは年率8.7%で、アマゾン・ドット・コム<AMZN>の27%に遠く及ばない。iシェアーズMSCI中国ETF<MCHI>の同じ期間のリターンもわずか年率4%で、S&P500指数の13%の3分の1にも満たない。過剰な規制が経済を抑え込んでいる欧州については語るまでもない。

米国市場のパフォーマンスが長期にわたって他の地域を圧倒してきたのには理由がある。私たちは自らの責任でその代償を払うことになる。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

6. 「最高の四半期決算」を発表したパランティア

Palantir's CEO Says His Earnings Were the Best Ever. They Weren't Even the Best of the Week.

強みは政府機関との契約、課題は企業のAI需要取り込み

[フィーチャー]

直近の決算を「40%ルール」に基づいて評価すると…



David Paul Morris/Bloomberg

テロ対策の調査および運用支援ソフトウェアを開発するパランティア・テクノロジーズ<PLTR>は11月2日、第3四半期決算を発表した。パランティアのアレックス・カープ最高経営責任者(CEO)は決算説明会で、「ソフトウェア企業がこれまでに達成した最高の四半期決算であることはほぼ間違いない」と胸を張った。

実際、パランティアの決算は、他社と比べても自社の成長の歴史と比べても目覚ましいものだった。しかし、「ソフトウェア企業にとっての過去最高の四半期決算」というのは正しいのだろうか。そもそも、それを測定する基準はあるのだろうか。

ベンチャーキャピタリストは長年、売上高の伸びとキャッシュフローの両方が最も高い水準にあるという理由でソフトウェア企業への投資を好んできた。

こうした投資家が好んで口にする評価基準が「40%ルール」、つまりソフトウェア企業の売上高の伸び率と利益のマージンの合計は40%超えているべきで、それも高ければ高いほど良いという考え方だ。

カープ氏はパランティアの業績について議論する際にこの基準を頻繁に用いる。

確かに、「40%ルール」の基準に照らすと、パランティアの第3四半期決算は輝かしいものだった。売上高成長率は63%、フリーキャッシュフロー(FCF)マージンは42%で、「40%ルール」スコアは前四半期の101から105に上昇した。

だが、パランティア社の直近四半期決算は実際には「ソフトウェア企業にとっての過去最高の四半期決算」ではない。以下、過去にパランティアを上回る四半期決算を発表したことのあるソフトウェア企業の事例を挙げる。

ズーム・コミュニケーションズ（2020～2021年）

パランティアのカーブ氏が、新型コロナウイルスの流行に伴うロックダウン初期に、オンライン会議サービスのズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>の業績を除外した理由は理解できる。正直に言うと、筆者も当時のズームの業績のことを忘れていた。2020年に入り、数億人もの人々が毎日ビデオ会議を利用するようになるとズームの売上高は急成長し、2020年5月からの3四半期における売上高の伸び率は平均363%に達した。この3四半期におけるFCFマージンは49%で、「40%ルール」スコアは平均413だった。

結局のところ、ズームのモート（堀）はさほど強固なものではなく、マイクロソフト<MSFT>とグーグルが競合製品を自社の生産性向上ソフトウェアにバンドルすると、ズームの勢いは失われた。2020年11月以降の株価下落率は83%だ。

アトラシアン（2021年）

パンデミック（世界的大流行）の局面でパランティアの直近の決算を上回る決算を発表したソフトウェア企業は他にもある。ビジネスソフトウェア企業のアトラシアン<TEAM>はその一つで、2021年1～3月期の売上高成長率は38%、FCFマージンは70%と驚異的な水準に達した。当時、アトラシアンの幹部は投資家に対して、こうした数字に慣れ過ぎないように警告し、まさにその通りになった。この決算発表以降の株価下落率は36%で、同じ期間のS&P500指数のトータルリターンは74%だ。

ショッピファイ（2022年春）

電子商取引企業のショッピファイ<SHOP>もパンデミックが追い風となり、2020年春のロックダウンが完全に反映された最初の四半期の売上高の伸び率は104%、FCFマージンは21%を記録したが、それ以降にこれらの数字を上回ることはなかった。それ以降、現在までの年率換算リターンは10.4%とS&P500指数の16.7%を下回っている

アップラビン（2025年11月5日）

デジタル広告プラットフォームを運営するアップラビン<APP>が2025年11月5日に発表した第3四半期の売上高の伸び率は、既に高かった市場予想をはるかに上回る68%となり、FCFマージンは75%に達した。「40%ルール」のスコアは143と前四半期の138を上回った。

マイクロソフト（1996年1月18日）

マイクロソフト<MSFT>の1995年10～12月期の売上高の伸び率は48%、FCFマージンは約60%だった。Windows95を発売したおかげである。1995年当時、マイクロソフトは既に成熟企業だったことに鑑みると、これは特筆すべき偉業だ。それ以降の年率トータルリターンは18.2%で、S&P500指数の10.4%を上回る。

パランティアの成長の源泉は政府機関との契約と民間企業のAI需要

では、以上の事例はパランティアにとって何を意味するのか。まず、パランティアは、率直な物言いで知られており、時に誇張した表現を用いる傾向がある、非常に有能なCEOが率いている。「パランティアが世界を変える」というビジョンを掲げる中、この点は心にとどめておく価値がある。

一方、前述の優良ソフトウェア企業と比べてもパランティアが一線を画した企業だと考える理由がある。すぐに枯渇する可能性の低い顧客基盤を築き上げているからだ。政府機関との契約が長年にわたりパランティアの強みとなっており、それがもたらす売上高は急激に成長し続けている。

パランティアの強固な顧客基盤は、人工知能（AI）を活用したサービスを追求する米国の企業顧客の増加によってさらに強化されている。第3四半期の売上高の34%を米国企業向けが占め、この割合は前年同期の25%から上昇した。この新たな市場におけるパランティアの成長余地は大きい。

パランティアが直近四半期の好調な業績を繰り返したいのであれば、現在の勢いを維持する必要がある。

By Adam Levine
(Source: Dow Jones)

7. 割高なハイテク株が下げを主導

[米国株式市場]

Big Tech Sank the Stock Market. What to Buy Instead

サブタイトル: 実体経済は底堅く、金融株が次の柱になる可能性

大型ハイテク株が急落

上昇が大きければ大きいほど、下落はより激しい。先週の大型ハイテク株は、まさにこのように大きく下落した。

逃げ場はなかった。週間でマイクロソフト<MSFT>は4%、電気自動車（EV）大手テスラ<TSLA>は5.3%、半導体大手ブロードコム<AVGO>は7.3%、半導体大手エヌビディア<NVDA>は8.9%、企業向けソフトウェア大手オラクル<ORCL>は10%の下落となった。分析ソフトウェアのパランティア・テクノロジーズ<PLTR>は13%の急落だった。いずれも「悪材料」と考えられるようなニュースがないにもかかわらず下落した。

株式市場全体の結果は思った通りだった。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1.5%安の4万6987ドル10セントで引けた一方、S&P500指数は2.1%安の6728.80となった。どちらも週間ベースでは10月10日の



Michael Nagle/Bloomberg

週以降で最も大きく下落した。NASDAQ総合指数は3.7%下落して2万3004.54となり、トランプ大統領の「米国解放の日」があった4月4日までの週以降で最大の下落率となった。とにかく悲惨な状況だった。

市場の下落に必ず理由を求める人々を信じるすれば、急落の引き金となったのはチャレンジャー・グレイ・アンド・クリスマス社が発表したデータで、10月に企業による人員整理が急増したことを示していた。7日の金曜日に予定されていた10月の雇用統計の発表が延期されたため、チャレンジャー社のデータは、短期的な投資家が行動を起こす数少ないきっかけの一つとなった。

ハイテク株の割高感

チャレンジャー社のデータは、利益を確定する口実だったのかもしれない。あるいは投資家は、パラティア・テクノロジーズのアレックス・カープ最高経営責任者（CEO）が「おそらくソフトウェア企業がこれまで達成した中で最高の決算」と称した（実際にはそうではなかった）にもかかわらず、パラティア株が12カ月先の予想利益の248倍という超割高圏にあることに気づいたのかもしれない。他のハイテク銘柄にも同様のことが言えたのだろう。

市場の残りの部分を見てみよう。上場投資信託（ETF）のインベスコS&P500イコール・ウェートETF＜RSP＞の先週の下落率はわずか0.8%だった。これは、一般的な銘柄が指数内の大型株よりもはるかに良好なパフォーマンスだったことを示唆している。その理由は単に、指数内の非テクノロジー銘柄の下落余地が小さかったためかもしれない。このS&P500イコール・ウェート指数は2025年に入ってからは時価総額加重のS&P500指数に対して7.4%ポイントのアンダーパフォームとなっており、割安だ。アナリスト予想の今後12カ月の利益に対する株価収益率（PER）は16.7倍と、S&P500指数の22.6倍よりも26%割安であり、5年平均の17%のディスカウントを超える割安感がある。

次の先導役は金融株か

もはや利益成長もハイテク銘柄だけのものではない。ファクトセットによると、S&P500イコール・ウェート指数の2026年の売上高成長率のアナリスト予想は5%だ。これは11%の利益成長を生み出すのに十分であり、時価総額加重のS&P500指数の売上高成長率の見通しである13%を大きく下回るものではない。政府機関の閉鎖にもかかわらず、経済は成長し続けており、特に低調な雇用データを背景に米連邦準備制度理事会（FRB）は利下げを継続する可能性が高く、企業の増益基調を後押しするには十分だろう。

さて、ハイテク株に代わるものとして金融株は相場の主役となるだろうか。先週、ETFの金融セレクト・セクターSPDR＜XLF＞はほぼ変わらずで、経済に対する懸念が株式の売り圧力の主因ではないことを示唆している。XLFのPERは16倍弱で市場全体を大幅に下回る一方、利益率は1.5ポイントの上昇が見込まれている。さらに複数の追い風が吹いている。銀行は、融資需要の拡大、企業の合併・買収（M&A）の増加、トレーディング収益の拡大からの恩恵が期待される。資産運用会社は運用資産の増

加が追い風となる。保険会社は緩やかな雇用成長の恩恵を受ける可能性がある。これらの企業はいずれも、コストの一部を人工知能（AI）で代替することで利益率の向上が見込まれる。

ハイテク株への売りは続くだろう。そろそろ他のセクターが輝く番だ。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

8. AI関連投資と高PERが市場を二極化

[投資戦略]

Free-Spending Big Tech Dominates Earnings. As for the Rest: Don't Miss.

不安定な市場にもかかわらず堅調な決算発表から見えるもの

大型ハイテク企業がAI関連設備投資で市場全体の利益成長をけん引



Courtesy Winnebago Industries

米国上場企業は年4回、決算発表シーズンと呼ばれる「低めに設定されたリング」でのダンクコンテストに臨む。直近のシーズンは、先週の不安定な市場にもかかわらず、例年以上に好調だった。ウォール街のアナリストは、S&P500指数構成企業の第3四半期の利益成長率予測を、年初の13%から9月末までに8%に引き下げていた。予想を下方修正することは決算発表時にポジティブな「サプライズ」を生み出す標準的手法だが、アナリストらは今回、切り下げ幅が大きすぎたようだ。予想を上回る企業は頻度・規模ともに4年ぶりの高水準に達し、第3四半期全体の利益成長率は13%に達する見通しだ。

関税の影響は予想ほど深刻ではなかった。ビーオブエー・セキュリティーズによると、在庫状況から判断して、企業は8月に終了した関税の適用猶予期間中に在庫を積み増していた。これらの在庫は今は恐らく取り崩されておりくず、第4四半期の利益率はより多くのことを物語るかもしれない。ドル安も追い風となり得る。10%の下落ごとに利益は3%押し上げられる。

これらはささいな要素だ。投資家がインデックスファンドに集中し、インデックスは大型ハイテク銘柄で占められている。株価が高騰している今、何よりも二つの疑問が重要になる。一つが大規模なデータセンターなどを提供する人工知能（AI）のハイパースケーラーが引き続き議会のように支出しているのか。そしてもう一つが投資家は引き続きそれを好むかだ。答えは「はい」と「おおむね」だ。ビーオブエー・セキュリティーズによると、マイクロソフト<MSFT>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アルファベット<GOOGL>、メタ<META>（旧フェイスブック）の4社だけで、今年の設備投資額は合計3560億ドルで56%増えると予測されている。一方、S&P500指数のその他の企業では合計9040億ドルで5%増だ。バークレイズ・リサーチによると、この設備投資増額の多くは大手ハイテク企業で使われる見込みで、大手ハイテク銘柄の第3四半期の利益は約29%増だ。一方、S&P500のその他の企業の利益成長率は5%となっている。

例外はあるものの、多額の設備投資見通しは好評だった。アマゾン株は、ウェブサービスの力強い成長がAI投資の成果を示唆したため、10%急騰した。しかし、メタのマーク・ザッカーバーグ最高経営責任者（CEO）は、「スーパーインテリジェンス（超人工知能）」への理論的な道筋に関して的外れな話をし、「最も楽観的なケースに備えるため、積極的に初期の能力構築を進める」と述べた。株価は11%下落し、過去3年間で最大の下落幅となった。

高PER市場が決算予想を下回る企業に厳しいペナルティーを与える

ウォール街の集計によれば、利益の伸びが結果として想定よりも小幅にとどまる一方で、予想を下回る場合には厳しい打撃を受けた。S&P500指数の株価収益率（PER）が25倍と野心的な水準である現状では当然の反応だ。決算発表の90%が終了した今、今後2週間でメディア娯楽大手ウォルト・ディズニー<DIS>は11月13日、半導体大手エヌビディア<NVDA>は11月19日、小売り大手ウォルマート<WMT>は11月20日となるなど、残る一握りの主要企業が決算発表を予定している。

筆者は最近、決算発表日の株価変動だけに焦点を当てた独自のスクリーニングを実施した。株価の反応は、利益が予想を上回るか否かよりも多くのことを物語ることが多いからだ。10月初旬以降に決算を発表したS&Pコンポジット1500指数の構成企業である大企業から中小企業までさまざまな企業の中で、106社が2桁の増加率、115社が2桁の下落率を記録しており、その多くはAIとはほとんど関係がなかった。主な事例を幾つか紹介する。

デッキ・手すり製造会社トレックス<TREX>は苦境に立たされた。トレックスは木くずとリサイクルされたプラスチック製ショッピングバッグから作られた複合材デッキ板を主力製品としており、加圧処理木材よりも耐久性に優れると宣伝している。しかし顧客は、木材を一切使用せずマホガニー、チーク、ヒッコリー模様のポリ塩化ビニールを採用したティンバーテックなどのブランドにひかれる傾向が強まっている。住宅市場の軟調と競争激化を理由にトレックスが業績予想を下方修正した結果、株価は31%下落した。大手日用品メーカーであるニューウェル・プランズ<NWL>は10年にわたる下降トレンドを継続し、売上高の減少を受けて1日で28%急落した。ニューウェル・プランズは関税対応として値上げを実施したが、競合他社は追随しなかった。これとは対照的に、キャンピングカー（RV）メーカーのウィネベーゴ・インダストリーズ<WGO>はRV車両需要の低迷を価格引き上げで相殺し、29%急騰した。

トラック輸送の回復は始まっているのだろうか。貨物輸送量を見る限り、まだ早いかもしれない。しかしコスト削減と堅調な利益により、物流大手JBハント・トランスポーティ・サービス<JBHT>の株価は22%上昇し、輸送・物流サービスのC.H.・ロビンソン・ワールドワイド<CHRW>は20%上昇した。来年、非米国市民に対する商用運転免許（CDL）の連邦規制が強化されるとトラック輸送能力が削減され、輸送価格上昇を招く可能性がある。外食チェーン大手のチポトレ・メキシカン・グリル<CMG>はブリトー販売の落ち込みについて、学生ローンの返済に加えて賃金上昇が鈍い若年の低所得者層の苦境を挙げた。株価は18%下落した。レストランチェーンのウイングストップ<WING>は既存店売上高の減少を報告したが、キッチン改装とロイヤルティープログラムの計画により株価は11%上昇した。自動車大手ゼネラル・モーターズ（GM）<GM>はガソリン車需要の堅調さと電気自動車（EV）による損失を削減する計画が好感され15%上昇、自動車大手フォード・モーター<F>も12%上昇した。またレンタカー大手ハーツ・グローバル・ホールディングス<HTZ>は、レンタカー車両を小売り販売する新規事業が好調で2年ぶりの黒字を発表後、36%急騰し、今シーズン最大の1日当たりの上昇銘柄となった。

苦戦するビール業界での生存戦略の例

苦戦するビール業界とある醸造会社の「イノベーション」を見てみよう。3年前、ビールメーカーのモルソン・クアーズ・ビバレッジ<TAP>は飲料大手コカ・コーラ<KO>と共同で、ビールと同等のアルコール度数5%のフルーツ飲料「シンプリー・スパイクド」を発売した。今年初めには「シンプリー・スパイクド・ボールド」を追加。その「揺るぎない大胆な姿勢」が8%のアルコール度数をもたらしたという。先月開催のコンビニエンスストアの会議で、クアーズは小型缶入りでアルコール度数12%の「シンプリー・スパイクド・ボルダー」を発表した。

これは酒販店で高収益を上げるフラスコ型のボトルに入った甘いスクリューキャップ飲料の威力に匹敵する。米国でコロナやモデロビールで知られる酒類大手コンステレーション・プランズ<STZ>はバルクワイン事業から始まり、1954年にリチャーズ・ワイルド・アイリッシュ・ローズで成功を収め、その後2019年にガロに売却した。モルソン・クアーズの新製品は強化ワインではなく、モルト飲料に分類される。この分類によりビールクラークでの販売が可能となる。どうやら現在のビール市場の低迷に逆行する二つの潮流は、ノンアルコールビールと高アルコール度数のフルーツポンチらしい。

ゴールドマン・サックスは長年苦戦するモルソン・クアーズの投資判断を「買い」としている。その根拠はアルコール度数12%ではなく、PERが8倍と割安である点、そして来年のオリンピック、ワールドカップ、米国の建国250周年がビール需要を押し上げる可能性があることだ。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

9. キンバリー・クラークとケンビューの合併は求められる合併

[インカム投資]

No Tylenol-Kleenex Deal Might Be Best for Dividend Investors

配当志向の投資家には合併破談が最も望ましい

表面上は好ましい合併に見えるが…



Michael Nagle/Bloomberg

昔からよくある話だが、2社の配当貴族（長年増配を続ける優良企業）が出会い、相思相愛となり、合併する。誇らしげなインカム重視の投資家は支払い原資が拡大することを期待しながら眺めていた。米国製使い捨て紙おむつのハギーズのメーカー、キンバリー・クラーク<KMB>とばんそうこうメーカー、ケンビュー<KVUE>の合併はそうした話とは異なる。

表面上は、両社の合併は魅力的に見える。合併により、キンバリー・クラークは、事業領域をおむつ、ティッシュペーパーなどから解熱鎮痛

剤のタイレノールやばんそうこうなどの消費者向けヘルスケア製品に拡大できるだろう。キンバリー・クラークのマイク・スー会長兼最高経営責任者（CEO）は、合併を通じて年21億ドルのシナジー効果を期待し、利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）が単体事業の69億ドルに対し、合併すれば90億

ドルになると見込む。

EBITDAが増加すれば増配が可能になる。両社は既に輝かしいキャッシュリターンの実績がある。キンバリー・クラークおよびケンビューは、S&P500指数構成銘柄のうち、過去25年以上増配を続けている配当貴族指数を構成する69社の2社だ。

キンバリー・クラークのスーCEOは、3日の合併発表後のコンファレンスコールで「両社とも強力な人材を持ち寄り、それぞれの強みに磨きをかけ、1+1が3になるように努める」と説明した。「ケンビューの業績改善の手助けができるはずだ。弊社業務の無駄を省いた効率的な取り組みにより、大幅なコストシナジーを達成し、事業に再投資する余力を解放し、株主価値を大幅に高めることができる」と語った。

合併に市場は厳しい見方

しかし、市場の見方は異なる。この合併発表後、ケンビューの株価が12.3%上昇した一方、キンバリー・クラークの株価は14.6%下落した。両社を合算した企業価値は先月31日から20億ドル減少し、790億ドルとなった。奇妙なことに、市場の当初の反応は、両社の合併は価値のないというものだった。

その一因は買収価格にあるのかもしれない。年間売上高約150億ドル、EBITDAは34億ドルを誇るケンビューの株主は1株当たり3.50ドルの現金とキンバリー・クラークの株式0.14625株を受け取る。キンバリー・クラークの年間売上高は約180億ドル、EBITDAは35億ドルとなる。ケンビューの買収価値評価額は約490億ドルで、2025年予想EBITDAの14倍超だ。合併発表前の約10倍から上昇した。

ウォール街でこの合併を前向きに評価する声はほとんど見当たらない。好意的に評価するアナリストの1人であるドイツ銀行のスティーブ・パワーズ氏は、両社の投資評価を「ホールド」とするが、合併は「戦略的なロジックがないわけではなく」、キンバリー・クラークは事業規模と一定程度、成長機会を高めることになろう、と語る。一方、シティのアナリスト、フィリッポ・ファローニ氏は「ケンビューの事業の課題は大幅な立て直しの必要があることだ」と懸念した。ファローニ氏はケンビューの投資評価を「ホールド」、キンバリーを「セル」としている。

未知数ながらタイレノール訴訟は大きな不安材料

ファローニ氏の指摘は的を射ている。ケンビュー株のパフォーマンスはさえない。3日の取引開始時点での株価は年初来33%下落しており、過去12カ月の純利益では配当を賄い切れていない。さらに、ロバート・F・ケネディ・ジュニア米保険福祉省長官が最近、タイレノールが小児の自閉症に関連があると指摘したことを見て、費用の見積もりが難しいタイレノール関連の訴訟債務にも直面している。なお、ケンビューはその因果関係に科学的根拠はないとの立場だ。

訴訟リスクにより配当支払いの継続にも暗雲が垂れ込める。ケンビューの配当利回りは合併発表前で5.8%とS&P500配当貴族指数の構成銘柄中2番目に高い水準だった（ケンビューを上回るのはアムコール<AMCR>のみ）。S&P500指数の配当実施企業の平均利回りは2.3%、配当貴族指数の平均配当利回りは2.7%である。

キンバリー・クラーク株の配当利回りは合併発表前で4.2%と高水準だった。純利益によるカバー率の

高さが、配当利回り水準が平均を上回る理由の一つだ。過去12カ月の純利益の80%以上を配当として払い出しており、S&P配当貴族指数構成銘柄の平均65%を大きく上回る。両社とも配当支払いが可能に見えるが、何か少しでも問題が発生すれば、将来的には配当貴族が減少しかねない。

投資家にも言い分があるだろう。合併には株主の承認が必要であり、合併が成立する保証はない。ケンビュの株主にとっては、キンバリー株と現金を合わせて約18.17ドル相当となるが、ケンビュの株価は16.08ドルと、買収価値を11%下回る。RBCのアナリスト、ニック・モディ氏は、ある程度の乖離（かいり）は生じるもの、その差が大きければ不安の種になると語る。

配当志向の投資家にとっては、合併の破談が最善の結果であろう。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

10. 初回住宅購入者、40歳の現実

[経済関連スケジュール]

Nothing to Celebrate: The Median Age of First-Time Home Buyers Hits 40.

2010年の30歳から上昇、警戒水準に

新型コロナ禍後の住宅価格上昇が拍車



Illustration by Elias Stein

住宅購入は中年のためだけなのだろうか。初回の住宅購入者の年齢中央値が初めて40歳に達した。2010年の30歳から上昇した。

住宅販売は、物件高と高水準の住宅ローン金利という打撃を受けて低迷している。全米不動産業者協会（NAR）の2025年住宅購入者・売却者プロファイルによると、初回購入者は1997年当時なら既に次の家に買い替えていた年齢で、ようやく持ち家を取得している。NAR副チーフエコノミスト兼リサーチ担当バイスプレジデントのジェシカ・ラウツ氏は「住宅市場の何かが変わったと感じる」とし、「より手頃な住宅の在庫が増加するような大きな変化がない限り、初回購入者の年齢が再び若返るかどうかはわからない」と述べた。

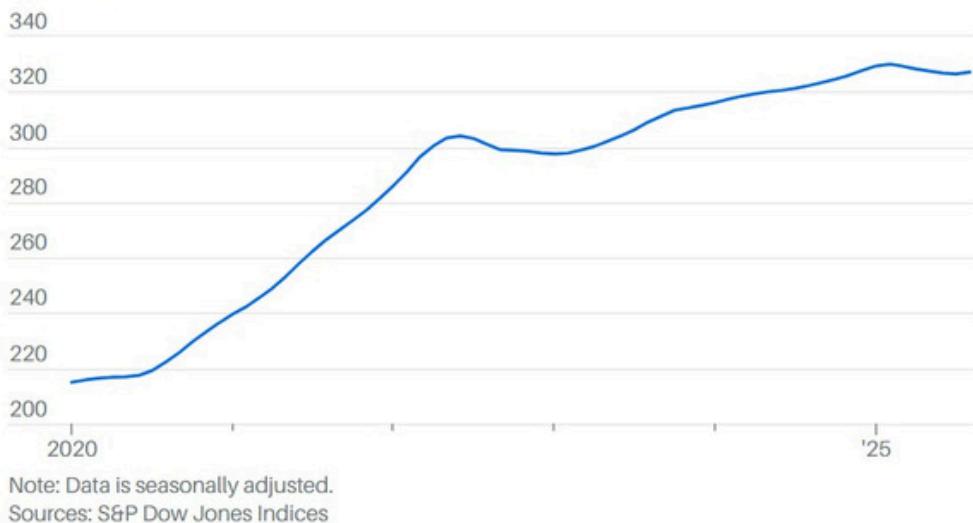
NARのデータは、停滞する住宅市場の実態を浮き彫りにした。現金購入者の割合は26%で、2024年と並び過去最高となった。一方で、初回購入者の割合は21%と低い水準にある。再購入者（リピーター）は、購入価格の23%（中央値）を頭金として支払っており、2003年以来の最高水準だ。初回購入者の頭金割合も10%と、1989年以来の高水準に上昇した。また、売り手が同じ家に住み続けた期間も、前年の10年間から11年間へと延びた。ラウツ氏は「人々は引っ越しやす、とにかく現状を維持したいようだ」と話す。

もっとも、好材料も見られる。住宅ローン金利は、直近1年間の平均6.7%を下回って推移している。連邦住宅貸付抵当公社（フレディマック）の集計による30年固定金利型の住宅ローン金利は6.22%まで

低下しており、例えば40万ドルのローンを抱える借り手にとっては、調査平均と比べて月額100ドル超の節約になる。しかしラウツ氏は、この金利低下だけでは住宅需要を押し上げることはできないだろうと指摘した。

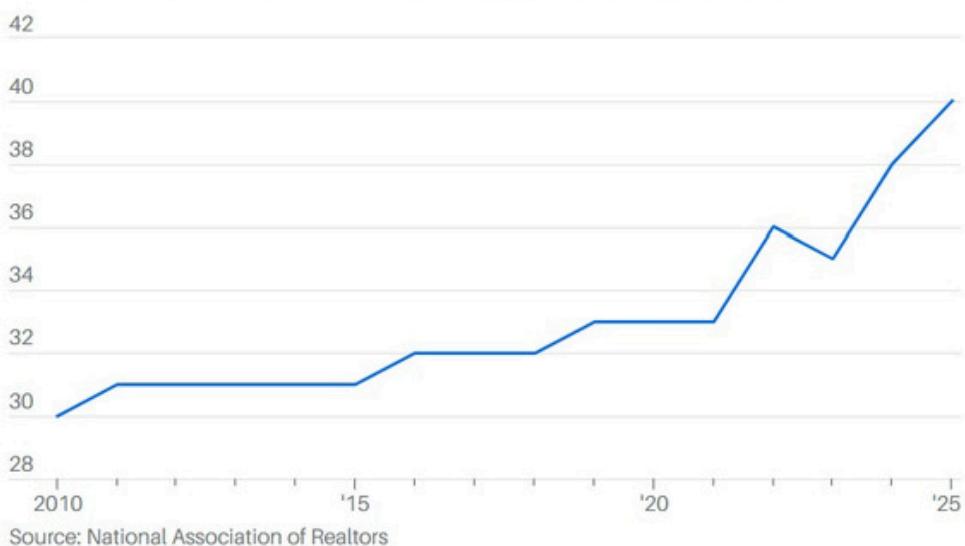
Up and Away

The National Case-Shiller Home Price Index has significantly increased since the pandemic.



A Red Flag

The median age of first-time home buyers has grown by a third since 2010.



先週の出来事

市場動向

石油輸出国機構（OPEC）と非加盟産油国で構成するOPECプラスが増産計画を一時停止したことを受け、原油価格は上昇した。連邦政府機関の閉鎖は続き、また米サプライ管理協会（ISM）が発表した10月の購買担当者景況指数（PMI）では製造業PMIが8カ月連続で低下した。株式市場では、人工知能（AI）銘柄への警戒感が広がるなか、データ分析プラットフォームのパランティア・テクノロジーズ

<PLTR>は、過去最高の売上高を発表したものの、株価は下落した。民主党は州知事選や地方選挙で圧勝し、連邦最高裁判所はトランプ大統領による関税措置に対して懐疑的な姿勢を示した。6日には、企業や政府機関の人員削減が急増したことを示す民間統計が発表され、S&P500指数が1.1%下落した。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1.2%下落、S&P500指数は1.6%下落、NASDAQ総合指数も3%下落となった。

企業動向

電気自動車（EV）大手のテスラ<TSLA>の株主総会で、マスク最高経営責任者（CEO）に対する総額1兆ドル規模の報酬案が承認された。ホワイトハウスは、米半導体大手エヌビディア<NVDA>の最先端半導体について、米国企業向けに確保し、中国には提供しない方針を示した。また、デンマーク製薬大手ノボ・ノルディスク<NVO>および米製薬大手イーライリリー<LLY>の2社と、肥満症治療薬の価格引き下げに関する取り決めに合意した。連邦航空局（FAA）は、連邦政府機関の閉鎖の影響により、航空機の運航数を10%削減すると発表した。

M&A（合併・買収）など

- ・製薬大手ファイザー<PFE>は、ノボ・ノルディスク<NVO>による肥満治療薬開発会社メツエル<MTSR>の買収を差し止めるようデラウェア州の裁判所に請求したが、同裁判所は5日、ファイザーの訴えを退けた。
- ・独立系石油・天然ガス企業（シェールオイル・ガス）のSMエナジー<SM>と同業シビタス・リソーシズ<CIVI>は、128億ドル規模（負債を含む）の合併に合意した。
- ・産業機器製造のイートン<ETN>は、熱管理ソリューション企業ボイド・サーマルの液体冷却事業を95億ドルで買収すると発表した。
- ・貴金属生産大手コー・マイニング<CDE>は、カナダ金鉱会社ニュー・ゴールドを70億ドルで買収すると発表した。
- ・コーヒーチェーン大手スターバックス<SBUX>は、中国事業の60%を中国系投資会社ボイユ・キャピタル（博裕資本）に40億ドルで売却する。
- ・日用品大手キンバリー・クラーク<KMB>は、解熱鎮痛剤「タイレノール」を製造するケンビュー<KVUE>を、現金と株式で約490億ドル（負債を含む）で買収すると発表した。
- ・金融サービス会社チャールズ・シュワブ<SCHW>は、未公開株取引所のフォージ・グローバル<FRGE>を6億6000万ドルで買収すると発表した。

今週の予定

11月10日（月）

AI関連企業の決算発表は今週も続く。10日は、いわゆる「ネオクラウド」企業のコアウィーブ<CRWV>、11日は原子力技術スタートアップのオクロ<OKLO>、12日はネットワーク機器大手シスコシステムズ<CSCO>がそれぞれ発表する予定だ。直近数週間の有力AI関連企業の決算はまちまちであり、ウォール街では、AI分野の拡大で恩恵を受けるとされる銘柄のバリュエーション高騰に対する警戒感が広がっている。

11月11日（火）

主要株式市場は通常通り取引を行うが、祝日（退役軍人の日）のため債券市場は休場となる。

11月12日（水）

メディア娯楽大手ウォルト・ディズニー<DIS>が、今週の決算発表の主役となる。ファクトセットがまとめたアナリスト予想では、7~9月期の1株当たり利益（非GAAPベース）は1.05ドル、売上高は227億6000万ドルと見込まれている。株価は今年横ばいで推移している。

11月13日（木）

ウォール街は今週、インフレ動向に関する重要な統計の発表を控えていたが、連邦政府機関の閉鎖により経済指標の公表が停止している。本来であれば、10月の消費者物価指数（CPI）が13日に、卸売物価指数（PPI）が14日に発表される予定だった。

■ 統計と数字

4カ月：銀行合併を認可するまでに規制当局が平均で要している期間。1990年以来で最も短い。

2パーセントポイント：連邦政府機関の閉鎖が8週間続いた場合、米国の第4四半期成長率の押し下げ幅。

66%：米国の国内総生産(GDP)と比べた2024年の中国の国内総生産（GDP）の割合。2021年の75%から低下した。

110万人：人材調査会社チャレンジャー・グレイ・アンド・クリスマスの推計による、今年これまでの米国での人員削減数。2008~2009年の景気後退期と同水準。

By Shaina Mishkin
(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』 2025/11/09

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