

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/11/16

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIJI PRESS



DOW JONES

1. バフェット氏退任後のバークシャーと株価の未来は - Berkshire Without Buffett: What's Next for the Company and the Stock [カバーストーリー] P.1
投資家はむしろ歓迎すべき
2. AI電力需要の激増で投資対象を再考する - AI Data Centers Need More Power Right Now. These Companies Can Deliver It [フィーチャー] P.8
スピードとオンサイト電源を提供する新勢力の台頭
3. IPO市場が再び息を吹き返す気配。キャンバ、クラーケン、データブリックスが上場候補に浮上 - The IPO Market Is Poised to Reopen. Canva, Kraken, Databricks Could Be on Deck. [インタビュー] P.11
ルネサンス・キャピタルのIPO戦略責任者エイブリー・マルケス氏に聞く
4. AI向け巨額の債券発行に潜む大きなリスクと不確実性 - AI Debt Megadeals: A Lot of Risk, a Lot of Uncertainty [コラム] P.14
設備投資が減少する前に、資産価格はピークを付ける
5. FRB当局者の間で分裂が広がり12月の利下げ確率は低下 - December Rate-Cut Odds Fall as the Split Among Fed officials Widens [経済政策] P.16
霧の中で一番安全な動作は、立ち止まること
6. 「押し目買い」は依然として有効 - 'Buy the Dip' Is Still Alive. The AI Trade Is Too. [米国株式市場] P.19
利下げとAIという投資テーマは継続する可能性
7. ギャンブルとは呼ばせない、「予測市場」だ - Don't Call Them Bets. They're 'Prediction Markets' [投資戦略] P.21
ロビンフッド・マーケット快進撃の原動力とは
8. 先週の株価下落はAIバブル崩壊の兆候ではない - AI Anxiety Reaches Fever Pitch in the Stock Market. Why It's Still Not Time to Worry. [ハイテク] P.23
ささいなイベントに市場が過剰反応したにすぎない
9. 配当利回りが魅力の金融6銘柄 - Morgan Stanley, Chubb, and 4 Other Financial Stocks With Generous Yields [インカム投資] P.26
モルガン・スタンレー、チャブなど増配や割安感に期待
10. ホリデー商戦は「手頃な七面鳥」競争で始動 - Retailers Are Talking Affordable Turkey as the Holiday Season Begins [経済関連スケジュール] P.28
逆風の小売業、値ごろ感アピールに動く

※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. バフェット氏退任後のバークシャーと株価の未来は

Berkshire Without Buffett: What's Next for the Company and the Stock

投資家はむしろ歓迎すべき

[カバーストーリー]

近年のバフェット氏のパフォーマンスは低調



Johannes Eisele / AFP / Getty Images

バークシャー・ハサウェイ<BRK.A><BRK.B>は、ウォーレン・バフェット最高経営責任者(CEO)の退任が迫る中で、一つの時代の終わりを迎えている。投資家は変化を心配する必要はない。むしろ、歓迎すべきだ。

60年にわたってトップを務めた95歳のバフェット氏は、自ら選んだ後継者であるグレッグ・アベル氏にバトンを渡す。ただバフェット氏は舞台から去るわけではなく、会長職にとどまり、ネブラスカ州オマハの本社オフィスに毎日出社して助言を提供する予定だ。しかし、バークシャーはかつてと同じものにはならないだろう。

むしろ、同じになるべきではない。バフェット氏のファンは聞きたくないかもしれないが、CEOの交代は良いタイミングだ。近年のバフェット氏はペースを落とし、慎重さを増している。バークシャーの膨大な手元現金は、パフォーマンスの重しとなっている。バフェット氏は株式を購入すべき時に売却しており、最近の買収にも物足りない点が多い。バークシャーの株価は年初来で13%上昇しているものの、S&P500指数(16%上昇)をアンダーパフォームしており、過去3年間、10年間、15年間でも後れを取っている。

そこでアベル氏が登場する。63歳のアベル氏は、バークシャーの幹部を長年務めており、年次株主総会でも発言しているが、その能力は未知数だ。アベル氏はバークシャーのエネルギー事業を運営した後、2018年に副会長に就任し、保険以外の幅広い事業の責任者を務めた。アベル氏はバフェット氏の信頼を得ている。しかし、アベル氏が成功するには、師であるバフェット氏の導きに従っていてはいけない。

かつて、バークシャーに投資する理由がバフェット氏にあったとしても、今やバークシャーは「普通」の会社として発展する必要があり、これまでやる必要がなかったことをしなければならない。すなわち、配当を支払い、四半期ごとに決算説明会を開催し、場合によってはバークシャーの株式投資の一部をインデックスに移すことだ。バークシャーは変わらざる必要があり、アベル氏の強みを生かさなければならぬ。

調査会社CFRAのアナリスト、キャシー・サイファート氏は「アベル氏は事業運営と財務管理の分野で優れた実績がある。しかし、プロとしての資産運用の経験はなく、バフェット氏のようにウォール街から信頼されていない」と指摘する。

最近のパフォーマンスは低調であるものの、バフェット氏はバークシャーを素晴らしい企業に育て上げ

た。バークシャーの時価総額は1兆ドルを超え、税引き後利益は500億ドル近くに上る。アップル<AAPL>とクレジットカード大手アメリカン・エキスプレス<AXP>を中心とする株式ポートフォリオの資産額は3000億ドルで、堅固なバランスシート上に3500億ドル以上の現金を保有している。

バークシャーは世界最大の複合企業でもある。損害保険部門が最も重要で、売上高の4分の1と企業価値の約半分を占める。この部門には米国第3位の自動車保険会社であるガイコが含まれる。その他の重要な部門としては、ミシシッピ川以西の2大鉄道会社の一つであるBNSF鉄道（旧バーリントン・ノーヴィアン・サンタフェ鉄道）、大手公益電力会社バークシャー・ハサウェイ・エナジー、不動産仲介事業があり、それぞれ1000億ドル以上の価値を有するとみられる。

他にも、化学品のルーブリゾール、トラックサービスエリアのパイロット・トラベル・センターズ、航空機部品メーカーのプレシジョン・キャストペーツなど、数十の部門が存在する。バフェット氏は先週、株主向けの書簡で、バークシャーの事業が全体として「平均をやや上回る見通しを有する」と書いた。

バフェット氏の近年のパフォーマンスは「平均をやや上回る」水準に達していない。買収の手腕で知られるバフェット氏だが、過去15年間の買収は期待外れに終わっている。ルーブリゾールの利益は、バークシャーが2011年に97億ドルで買収した当時から増えていない。食品会社クラフト・ハインツ<KHC>の持ち分の価値は、バークシャーが投資した90億ドルを下回っている。プレシジョンの評価額は、バークシャーが支払った370億ドルを上回っているが、そこに至るまでに10年かかった。ほとんどの航空宇宙関連企業は、同期間にプレシジョンより良いパフォーマンスを上げている——航空機大手のボーイング<BA>さえもだ。パイロットを130億ドルで買収したのは悪くなかったが、素晴らしいもなかった。2022年に保険会社アレゲニーを120億ドル弱で買収したのは数少ない成功例である。全体として、バークシャーはこれら5件の買収に800億ドルを費やしたが、同じ金額をS&P500指数に連動するインデックスファンドに投じた方がパフォーマンスは良かった。

さらに、バークシャーにはめぼしいテクノロジー子会社が存在しない。テクノロジー銘柄への大規模な投資も、アップルの持ち分を760億ドル所有しているだけである。過去5年間で成功した新規の株式投資は、日本の商社を除けばほとんどない。また、2020～2022年にかけて、金融大手のJPモルガン・チエース<JPM>やウェルズ・ファーゴ<WFC>などの無数の株式を、現在の株価と比べて非常に安い価格で売却した。

バークシャーの手元現金は3500億ドルを超える、バフェット氏自身も多過ぎると認めている。投資銀行エドワード・ジョーンズのアナリスト、ジム・シャナハン氏は「バークシャーは現金をため込んでいる間に上昇相場を逃した」と指摘する。

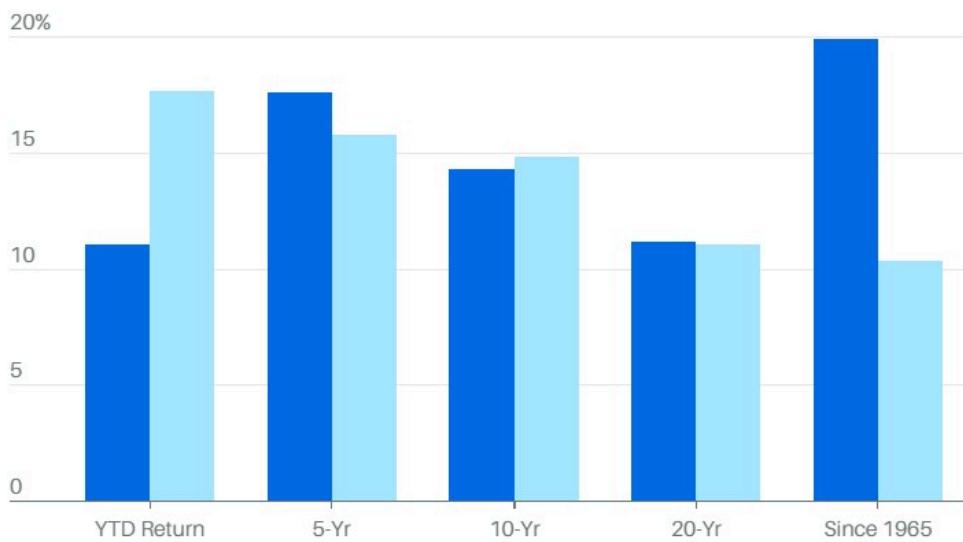
Key Managers

		Tenure Since	Age
	Warren Buffett CEO	1965	95
	Greg Abel CEO Designate, Head of Non- Insurance	2000	63
	Ajit Jain Head, Insurance Business	1986	74
	Todd Combs CEO of Geico, Investment Manager	2010	54
	Ted Weschler Investment Manager	2012	64

Berkshire's Best Days

Much of the stock's outperformance came during Buffett's first 40 years with the company.

 Berkshire Hathaway  S&P 500



Note: Returns annualized, except for year-to-date.

Sources: Bloomberg, company reports

アベル氏は小規模事業の分離を検討すべき



Kevin Dietsch/Getty Images

それでも、バフェット氏の退任が迫っていることはやや不安を生んでいる。バフェット氏が5月の年次株主総会で、年末に退任するとサプライズ発表して以降、バークシャーはS&P500指数を20%ポイント超アンダーパフォームしている。これは「バフェット・プレミアム」の一部が剥落しているためだ。発表以降、バークシャーの株価は5%下落している（S&P500指数は20%上昇）。

ただし、バフェット氏は完全に去るわけではない。会長にとどまるだけでなく、アベル氏が地位を確立するまで、バークシャーの「大規模な」持ち分を保持する予定だ。バフェット氏のバークシャーの持ち分は14%弱だが、そのほとんどが優先議決権株式であり、議決権ベースでは約30%に相当する。バフェット氏は持ち分を毎年約5%ずつ減らしている。

バフェット氏は経営よりも投資を好み、事業運営について放任主義的なアプローチを取っていたが、アベル氏は事業の経営者や財務マネジャーとして優れている。バフェット氏は、バークシャー子会社の業績が改善したのはアベル氏の功績だとしており、アベル氏への信頼をたびたび表明している。

しかし、バフェット氏には故チャーリー・マンガー氏という腹心がいたのに対し、アベル氏は「バークシャー帝国」を指揮するための補佐役について、あまり多くを語っていない。バークシャーには強力な経営幹部がいるが、一部の重要な人材はバフェット氏の後を追って退任する可能性がある。アベル氏以外でバークシャーの最も主要な幹部は、保険事業の責任者を務める74歳のアジット・ジェイン氏だが、今後1~2年間で引退するかもしれない。後任候補としては、保険事業幹部のカラ・ライゲル氏やジョー・ブランドン氏が挙げられる。

他には、投資マネジャーのトッド・コームズ氏とテッド・ウェシュラー氏がいる。コームズ氏とウェシュラー氏は3000億ドルの株式ポートフォリオのうち約10%を2人で運用し、残りをバフェット氏が運用している。2人が10年以上前にバークシャーに入社した当時、バフェット氏は、自分が退任した暁には彼らが後を継ぐと語っていた。しかし、その後の年次株主総会ではアベル氏がポートフォリオを運用すると述べており、2人の将来の役職については疑問が生じている。

複合企業は投資家から不人気で、バークシャーも分割すべきだという意見がある。しかし、バフェット氏への賛辞というべきか、保険と投資を組み合わせるという方法で「バークシャー化」を目指す企業が増えている。例えば、アポロ・グローバル・マネジメント<APO>、KKR<KKR>、ブルックフィールド・ビジネス・パートナーズ<BBU>などの資産運用大手が挙げられる。著名投資家のビル・アッ

クマン氏も、不動産会社ハワード・ヒューズ・ホールディングス<HHH>を通じて「ミニ・バークシャー」を築こうとしている。

資産運用マネジャーでバークシャーの取締役でもあるクリス・デービス氏は、2023年の本誌インタビューで「あらゆるアクティビスト（物言う株主）と投資銀行は、バフェット氏とマンガー氏がいなければ、バークシャーの異例の構造は持続し得ないと主張するだろう。しかし、私はバークシャーには守る価値があると考えている」と語り、取締役会にはバークシャーの文化を保護する役割があると述べた。

とはいえ、アベル氏は小規模な事業のスピンオフや売却を検討すべきだ。バークシャーは、経営を最適化するには大き過ぎる。子会社は60社を超えるが、本当に重要なのは10社にすぎない。また、アベル氏はバフェット氏の買収に対する厳格な姿勢をある程度緩和しつつ、自分がよく知っている分野にとどまることが望ましい。例えば、バークシャーは企業の入札に参加しておらず、それが柔軟な行動を制約している。一方でバフェット氏は、事業を気に入り、価格が適正だと思えばどんな企業でも買う。アベル氏は、自分の得意分野、特にエネルギーと公益業界に集中すべきだ。バークシャーが最近、石油会社オクシデンタル・ペトロリアム<OXY>の化学事業を97億ドルで買収したことは、このアプローチと整合的である。

バークシャーは、現在の事業構成を変えなくても、賢明な資産配分を行えばS&P500指数をアウトパフォームできるはずだ。同指数のリターンが、過去10年間の年率14%よりも低ければなおさらだ。バークシャーの株価は長年、自己資本（純資産額）の成長とともに上昇してきた。株式市場が小幅に上昇すると想定した上で、バークシャーの収益力を踏まえると、純資産額は今後数年間で1桁後半の成長が見込まれる。これは同程度の株価上昇につながる可能性がある。

グレンビュー・トラストのビル・ストーン最高投資責任者（CIO）は、「バークシャーの絶対的な財務の健全性は安心を与えてくれる。バークシャーは多様な事業を保有しており、バランスシートは素晴らしい。バークシャーを保有していれば夜安心して眠れる」と語る。

エドワード・ジョーンズのシャナハン氏は、株価純資産倍率（PBR）が約1.5倍という妥当なバリュエーションを理由に、バークシャーに対して強気だ。このPBRは過去5年間の平均並みである。今年の予想利益に対する株価収益率（PER）は約22倍で、市場全体と同等だ。バークシャーのウォッチャーは、同社の投資先企業の利益のうち、バークシャーに帰属する部分を考慮した「ルックスルー利益」という指標に注目している。これを反映した調整後PERは20倍をやや下回る程度だ。

Buyer's Remorse

Buffett's acquisitions over the past 15 years have been hit or miss.

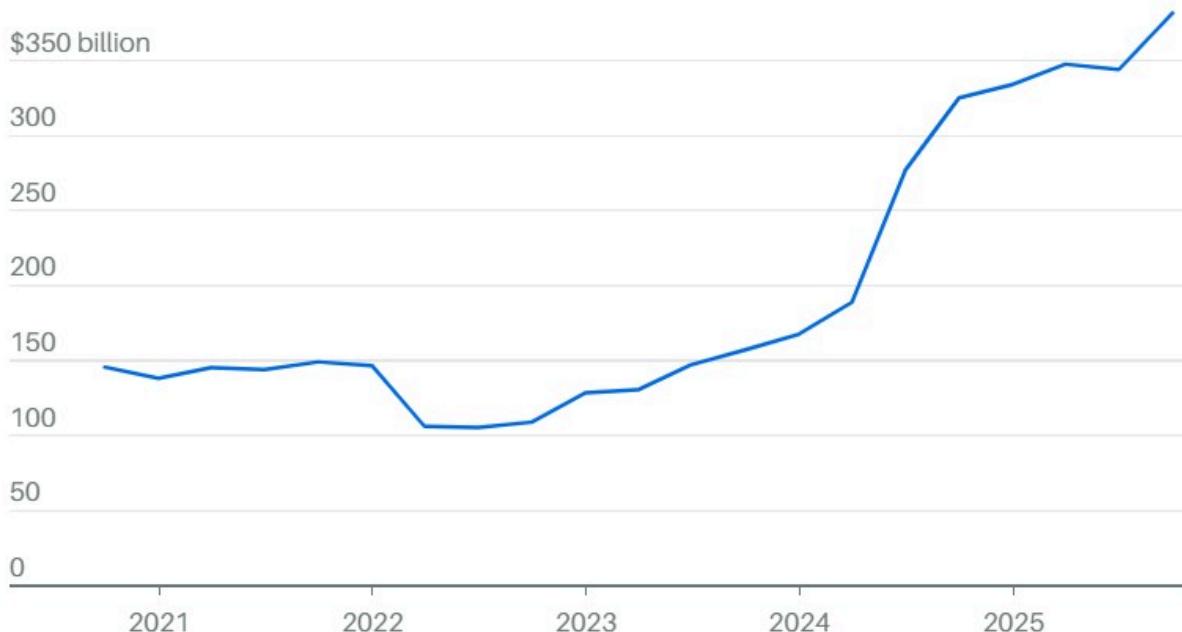
Acquisition	Date	Price Paid (billion)	Estimated Current Value (billion)	Value if Invested in S&P 500 (billion)*	Grade Scale of A to F
Lubrizol	2011	\$9.7	\$12	\$66.5	D
Kraft Heinz	2013	9.8	8.2	55.1	D
Precision Castparts	2016	37.0	50	144.7	C-
Pilot Cos.	2017-2024	13.4	14	40.6	B
Alleghany	2022	11.6	16	18.8	A

Note: Barron's estimates for current values except for the actual value of Kraft Heinz stake. *Assumes investment made when acquisition was first announced. Value through Nov. 12, 2025 and assumes dividends reinvested.

Sources: Company reports, Bloomberg, Barron's calculations.

Rolling in the Dough

The amount of cash and cash equivalents on Berkshire's balance sheet has grown precipitously over the past three years.

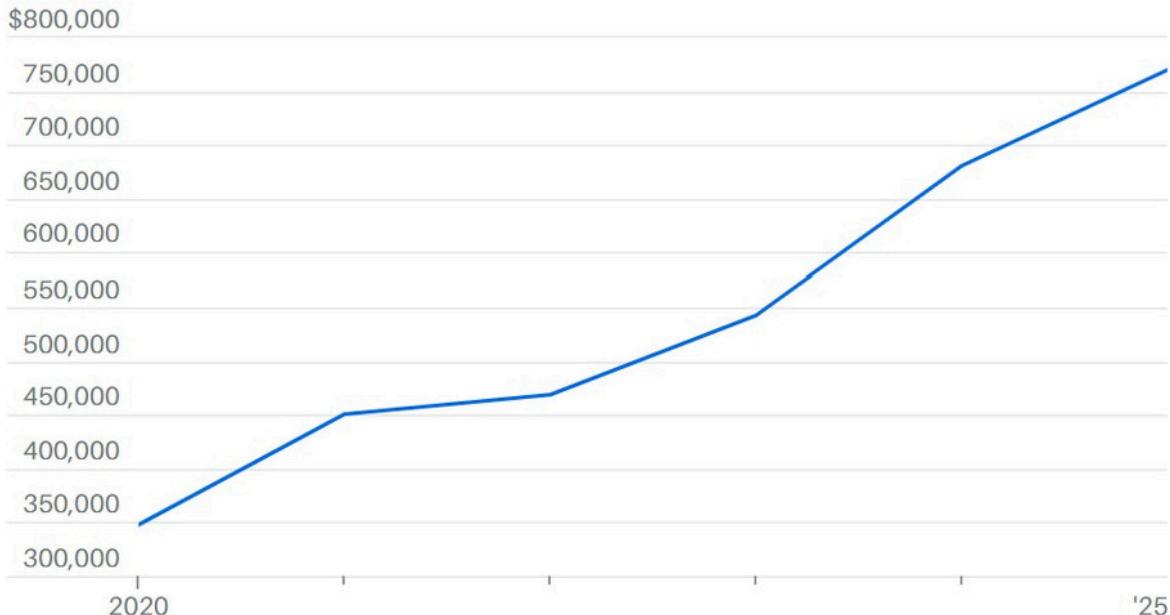


Source: Glenview Trust

自社株買いと配当を実施し、新しいストーリーを紡げるか

Berkshire Hathaway

(BRKA / NYSE)



Source: FactSet

アベル氏は幾つかの困難な決断をしなければならない。第一に、バークシャーがため込んだ現金の使い道である。割高な株価を考えると、大規模な買収の公算は小さい。自社株買いも選択肢の一つだが（バークシャーは2024年5月以降、自社株買いを実施していない）、配当も支払うべきだろう。バークシャーは1960年代終盤にわずかな配当を支払って以降、無配当だが、テクノロジー業界以外のほとんどの巨大企業は配当を実施している。投資家はバフェット氏がバークシャーの現金と利益を投資に充てることには満足しているが、アベル氏がトップとなれば、配当を拒む主張は通らない。

配当利回りを2%とした場合、バークシャーの年間費用は約200億ドルとなる。これは営業利益の50%未満だ。配当を支払っても、バークシャーの保有現金の水準は低下せず、特別配当の可能性さえ考えられる。バフェット氏はバークシャーの大規模な持ち分を保有しているため、バークシャーが2%の配当を支払う場合、年間5億ドル以上の税金を支払わなくてはならない。しかし、これは配当を行わない理由にはならない。

アベル氏は、バークシャーの投資ポートフォリオをどうすべきかについても決断する必要がある。バフェット氏は、もしバークシャーが市場をアウトパフォームできなければ、投資家は手数料の低いS&P500指数ファンドに投資する方がましたと述べた。これはアベル氏がバークシャーの株式ポートフォリオの一部について検討すべきことだ。過去10年間におけるバークシャーの銘柄選別の実績はまちまちで、アップルと日本の商社への投資は大成功だったが、期待外れの銘柄も幾つかあった。

アベル氏はバークシャー全体のポートフォリオ（大部分は株式）を監督するCIOを選任する可能性もある。また、債券ポートフォリオを構築することも考えられる。バークシャーは3500億ドル超の現金と3000億ドルの株式から成る「バーベル型」のポートフォリオを運用しており、債券は170億ドルにとどまる。

アベル氏の最終的な成功は、バフェット氏抜きで、彼自身とバークシャーへの信頼を確立できるかどうかに懸かっている。まずは自社株買いから始めるべきだろう。現在の水準での自社株買いは、アベル氏からバークシャーの株主に対して自信とコミットメントを示すものになる。

何よりも、アベル氏は新たなストーリーを紡ぐ必要がある。バークシャーは、高齢化している個人株主に代わる新たな基盤を必要としている。そうした株主を引きつけるために、アベル氏はバフェット氏退任後のバークシャーのビジョンを明確に語らなければならない。そのビジョンは以下のようなものになるだろう。

「私はバフェット氏が築いた基盤に基づき、バークシャーの持続的で豊富な利益を活用して、投資、買収、自社株買い、配当を行う予定だ。バークシャーは私のリーダーシップの下で、より的を絞った企業になり、財務の透明性を高め、堅固なバランスシートを維持する」

「私はバフェット氏にはなれない。しかし、才能あるマネジャーの助力を得て、子会社の業績を改善し、世界最大の複合企業であるバークシャーを世界で最も経営の優れた複合企業にすることを誓う。私の目標は、新世代の投資家をバークシャーに引きつけ、長期的に市場を上回るリターンを生み出す態勢を整えることだ」

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

2. AI電力需要の激増で投資対象を再考する

AI Data Centers Need More Power Right Now. These Companies Can Deliver It
スピードとオンサイト電源を提供する新勢力の台頭

[フィーチャー]

AI競争の中心は電力大手から機械・エネルギー企業へ



Courtesy of Caterpillar

1年超にわたり、エネルギー投資で最も注目されるテーマである人工知能（AI）の電力需要を追い風として、一握りの企業が株価を大幅に上昇させてきた。独立系発電事業者のコンステレーション・エナジー<CEG>、ビストラ<VST>、タレン・エナジー<TLN>など送電網に電力を供給する発電所の所有企業や、電力設備メーカーのGEベルノバ<GEV>、シーメンス・エナジー<ENR>など発電用大型タービンメーカーが該当する。

これらの企業は今後もAI需要の恩恵を受ける見込みだ。しかし、その株価は横ばいまたは下落し始めており、投資家が他の分野に目を向け始めていることを示している。最近、新しい企業グループの株価が急上昇しており、AI競争が本格化するにつれて、より中心的な役割を担うようになる可能性がある。その中には、通常、発電とは関係のない企業も含まれている。例えば、建設機械大手のキャタピラー<CAT>、エンジンメーカーのカミンズ<CMI>、石油サービス企業のベーカー・ヒューズ<BKR>、エネルギー企業リバティ・エナジー

<LBRT>、油田サービスのプロペトロ・ホールディング<PUMP>、そして代替エネルギー企業のブルーム・エナジー<BE>などだ。

スピードの必要性と電力政策の変化によってもたらされるもの

Power Players

These companies can get power to AI quickly. Their stocks are jumping.

Company / Ticker	Recent Price	One-Month Change	Market Value (billion)	2026E P/E
Baker Hughes / BKR	\$48.95	8.7%	\$48.3	18.3
Bloom Energy / BE	127.07	46.3	30.0	125.8
Caterpillar / CAT	567.93	15.6	265.8	25.5
Cummins / CMI	476.01	15.2	65.7	18.7
Liberty Energy / LBRT	17.34	43.9	2.8	N/A
ProPetro Holdings / PUMP	10.75	113.7	1.1	N/A

Note: Market data as of Nov. 11. E=estimate. N/A=not applicable.

Source: Bloomberg

この変化は、スピードの必要性と電力政策の変化という主に二つの要因によって引き起こされている。スピードの観点については言うまでもない。ハイテク企業は今、データセンターを電力に接続しなければ、高価なエヌビディア<NVDA>の半導体が活用できないまま積み上がるリスクがある。マイクロソフト<MSFT>のサティア・ナデラ最高経営責任者（CEO）は最近のポッドキャストで、「マイクロソフトにとって現在の最大の課題は電力へのアクセスだ。電力源に近い場所で、十分な速さで建設を完了させる能力が問われている。それができなければ、電気が通っていない半導体が在庫として山積みになる可能性がある。実際、それが今日の私が抱えている問題だ」と述べた。

同時に、両党の政治家は電力価格のインフレに過敏に反応している。今月のニュージャージー州、バージニア州、ジョージア州での民主党勝利の一因となり、来年の中間選挙を前に大きな懸念材料となっている。一部の州では、データセンターが電力価格上昇の原因と非難されている。なぜなら、データセンターにサービスを提供するために電力会社が送電線や発電所を建設する費用を負担せざるを得ないためだ。この懸念を和らげる一つの方法は、データセンターが通常の電力網への依存を減らすことだ。例えば、米エネルギー長官のクリス・ライト氏は、自社敷地内で独自の電源を確保できるデータセンタープロジェクトの手続きを優先的に進めるよう提案している。

このような政策、そしてスピードの必要性は、キャタピラー、ベーカー・ヒューズ、カミングなどの企業にとって追い風となっている。これらの企業はいずれも、歴史的に他の事業分野で使用してきた

エンジンやタービンを製造している。例えば、キャタピラーの天然ガスタービンや特殊エンジンは、エネルギー分野などで、パイプラインに燃料を送り込むといった用途に使われている。しかし、これらはデータセンターに電力を供給するために転用することもできる。

GEベルノバなどの企業が製造する500メガワット超の電力を発電できる大型タービンとは異なり、キャタピラーの最も強力なユニットは39メガワットで、大手企業が製造する最先端のタービンよりもはるかに効率が悪いと考えられている。しかし、大型タービンの受注は数年待ちという状況のため、データセンター事業者は入手できるものは何でも手に入れようとするだろう。転用された機器はトラックで迅速にデータセンターへ輸送され、現地で設置することが可能だ。

メタ<META>（旧フェイスブック）は、電力網から独立して稼働できるように建設されるオハイオ州のデータセンターで、キャタピラーのタービンを使用することを選択した。オープンAIが支援する大規模なデータセンターを建設するステークホルダーパートナーシップも、テキサス州の施設でキャタピラーのタービンを使用している。トラックや重機用エンジンの製造で知られるカミンズは現在、世界最大のデータセンタープロバイダーである、データセンター不動産投資信託（REIT）のデジタル・リアルティ・トラスト<DLR>にエンジンを供給している。

キャタピラーは11月4日の投資家向け説明会において、2030年までにエンジンの生産を2倍に、ガスタービンの生産能力を2.5倍に拡大すると発表した。JPモルガンのアナリスト、タミ・ザカリア氏は先月、キャタピラーの電力事業は、今後3年間で1株当たり利益（EPS）を少なくとも10ドル押し上げると予測している。キャタピラーの2024年のEPSは21ドル92セントだ。ザカリア氏は、キャタピラーの株価が最近の576ドルから730ドルまで上昇するとみている。

BYOP（Bring Your Own Power：電力は各自調達を）時代の到来

石油サービス企業もまた、このトレンドによる意外な勝者となっている。水圧破碎（フランクリン）技術で知られるリバティ・エナジーとプロペトロは、データセンター事業に頭から飛び込んだ。両社は石油事業を通じてタービンを利用できるため、これを活用してハイテク企業にサービスを提供する計画だ。これまで石油掘削の減速で株価は低迷していた。しかしここ数週間でデータセンター契約を次々と締結し始め、株価は急騰している。

同様の動きが、バッテリーのように機能する燃料電池を製造するブルーム・エナジーにも追い風となっている。ブルームの製品はデータセンターから産業施設まで、あらゆるユーザーにオンライン電源を提供できる。ブルームは企業向けソフトウェア大手オラクル<ORCL>などの企業と燃料電池を導入する契約を締結しており、株価は今年5倍に急騰した。電力を早急に必要とする企業は、送電網への接続許可を待つ代わりに、大型冷蔵庫ほどのサイズのブルーム製燃料電池を購入するだけで済む。ブルームのKR・スリダールCEOは決算説明会で、「BYOP（Bring Your Own Power：電力は各自調達を）時代が到来している。当社はこれを歓迎する」と語った。

こうした新しい銘柄への熱狂は、GEベルノバやビストラといった従来の勝者から注目を遠ざけている。両社とも過去1カ月で2桁の下落を記録した。JPモルガンのアナリスト、マーク・ストラウス氏は、GEベルノバについて「この下落は投資機会と捉えるべきだ」と書いている。同様に、シーポート・リサーチ・パートナーズのアナリスト、アンジー・ストロジンスキー氏は、コンステレーション、ビストラ、タレンに対して、最近データセンター関連の契約が十分でないという懸念を示しているにも

かかわらず、「買い」の投資判断を維持している。ストロジンスキー氏は、これらの企業がベースロード電源（季節や天候に左右されず、昼夜を問わず安定的に発電できる電源）の提供に実績ある事業者であるため、データセンター競争において依然として優位性を持っていると考えている。しかし、その優位性は時間とともに失われていくと予想している。ストロジンスキー氏は、「永遠に続くわけではない。私は辛抱強く待っているところだ」と言う。データセンター競争は新たな段階に入った。時計の針は刻々と進んでいる。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

3. IPO市場が再び息を吹き返す気配。キャンバ、クラーケン、データブリックス [インタビュー] が上場候補に浮上

The IPO Market Is Poised to Reopen. Canva, Kraken, Databricks Could Be on Deck.
ルネサンス・キャピタルのIPO戦略責任者エイブリー・マルケス氏に聞く

IPO市場の回復とマルケス氏の視点を探る



PHOTOGRAPH BY COLE WILSON

新規株式公開（IPO）市場は、2024年の低迷を経て今年に入り明らかに活気を取り戻している。IPO調査会社のルネサンス・キャピタルによれば、11月中旬までの新規上場企業は191社と、前年同期比48%増だった。人工知能（AI）インフラ企業のコアヴィープ<CRWV>、ステーブルコイン大手のサークル・インターネット・グループ<CRCL>、クラウド型デザインツールのフィグマ<FIG>による大型IPOがけん引し、いずれも10億ドル超を調達した。

それでも投資家の間には、「市場はもっと良い展開になり得たのではないか」との思いが残る。2025年は、トランプ大統領による「解放の日」関税発表が市場心理を冷やした春と、連邦政府閉鎖が発生した秋の2度にわたり、IPO市場が事実上停止したためだ。もっとも、株式市場全体の上昇基調が続くようであれば、2026年にかけてIPOの環境が再び整う可能性は高い。

ルネサンス・キャピタルで投資戦略ディレクターを務めるエイブリー・マルケス氏は、2019年の入社以来、IPO市場の浮き沈みを追いかけてきた。共同創業者で会長のキャスリーン・スマス氏と、社長兼最高経営責任者（CEO）のウィリアム・スマス氏の夫妻に師事し、マルケス氏は新規上場企業やIPO市場に関する調査レポートを作成する調査部門と密接に連携している。

ルネサンス・キャピタルは、FTSEラッセルと共同開発したIPO指数に連動する2つの上場投資信託（ETF）、ルネサンスIPO<IPO>とルネサンス・インターナショナルIPO<IPOS>を運用している。いずれも過去3年間に上場した企業に投資し、四半期ごとに構成銘柄を見直すルールベース型のETFだ。

本誌はこのほど、マルケス氏に2026年のIPO市場の展望、有力候補、そして新規発行株の有効な購入タイミングについて聞いた。

2026年に向けたIPO市場の見通し

本誌：史上最長の連邦政府閉鎖が終了し、米政府は通常業務を再開している。IPO市場は持ち直すだろうか。その場合、2026年はどのような展開が予想されるか。

マルケス氏：今年前半には待望のIPO回復があったものの、政府閉鎖期間中に勢いが弱まった。中国との関税問題やAI関連取引の脆弱（ぜいじやく）性といった懸念も残っている。それでも市場環境は依然として堅調だ。

株式市場に大きな悪材料が生じなければ、2026年初頭にはIPOが再び増加に向かうとみている。感謝祭からクリスマスにかけては例年通り季節的な減速が見込まれるが、年明け以降は今年の5月に見られた動きが再現されるだろう。まず市場の反応を確かめる役割を果たす案件が登場し、その後に発行件数が着実に増えていく展開になる。

有力IPO候補の顔触れ

Q：今後数カ月で上場が見込まれる企業のうち、投資家の強い関心を集める可能性が高い銘柄は。

A：規制当局への申請は足元で大きく減っているものの、幾つかの有力候補がある。医療・外科用品メーカーのメドラインは約50億ドル規模の上場となる可能性があり、2021年の電気自動車（EV）メーカー、リビアン（RIVN）以来の大型ディールとなり得る。年内の公開も選択肢に入っている。

加えて、昨年9月に申請したフィンテック系ロボアドバイザーのウェルスフロント、暗号資産サービスのビットゴー、フィンテック企業のレンドバズ、ベビーフードを手掛けるワス・アポン・ア・ファームなどを注視している。消費財セクターのIPOは珍しい。

Q：他に2026年に大型IPOが期待される非上場企業はあるか。

A：デザインソフト企業のキャンバはフィグマと同業で、上場に向けた準備を進めているが正式な申請には至っていない。総じて、来年はベンチャーキャピタル支援のテック企業やテック関連企業、フィンテック企業の上場が増えるとみている。AIは今後1~2年、場合によってはそれ以降も、IPO市場の主要テーマとなりそうだ。

AI企業のデータブリックスは常に上場候補として名前が挙がる存在だ。AIを活用したコールセンター向けソフトウェア企業のジェネシス・クラウド、暗号資産取引のクラーケンも有力候補として追跡している。ギリシャヨーグルトのチョバニは数年前に上場計画をいったん取り下げており、再挑戦の可能性がある。

Q：オープンAIが1兆ドルの評価額での上場を検討しているとの報道がある。この水準を市場は受け入れるだろうか。

A：現時点ではIPO市場にバブルの兆候は見られない。ただ、この規模のディールが持ち上がりれば、その判断は一気に難しくなる。1兆ドル超という評価額は、史上最大のIPOとなったサウジアラムコ<2222.サウジアラビア>をわずかに下回る水準で、米国市場では初の1兆ドルディールとなる。

投資家が今のタイミングでオープンAIにその価格を支払う用意があるかどうかは不透明だ。チャットGPTやAIへの熱狂が高まっているとはいえ、現時点では判断材料が十分とは言えない。IPO目論見書を確認し、事業モデルや財務状況を把握するまでは、明確な結論は出せないだろう。

IPO投資の着眼点と関連ETFの動き

Q：多くの投資家は新規上場株の初値に注目し、初日の「急騰」で成否を判断しがちだが、これは適切な見方か。

A：むしろ逆効果だ。上場後6ヶ月は目立った動きがないが、その後に事業計画の着実な実行が評価されて株価が上向くケースは少なくない。AIインフラのコアウェーブが典型だ。ソーシャルメディア企業のレディット<RDDT>もIPO当初から悪くはなかったが、その後大きく上昇した。

さらに言えば、フェイスブック（現メタ<META>）も上場初年度のパフォーマンスは期待外れだった。初日の値動きは過剰に報道され、投資家の注意を引きつけやすい。また初日に大きく上昇した銘柄がその後に伸び悩むと、必要以上のネガティブ報道につながるリスクもある。

Q：IPOは初日に買うべきか。それとも後から買うべきか。

A：多くの個人投資家にとっては、初日の急騰が落ち着いてから取得する方が有利なケースが多い。上場後最初の決算発表を待つという戦略も有効だ。ほとんどのIPOでは内部関係者の保有株には6ヶ月のロックアップ期間が設けられており、内部関係者が売却を始める際に株価に下押し圧力がかかる可能性がある。それが結果的に魅力的な買い場となることがある。

Q：近年上場した銘柄のうち、株価が低迷していて割安感のある企業はあるか。

A：過去数年のIPOを振り返ると、割安感のある銘柄には共通点が見られる。成長性に加え、評価額が調整されていること、そして黒字化または黒字化へ向けた明確な道筋があることだ。知名度が高くなき企業では、油井サービスのフローコ・ホールディングス<FLOC>、独立系エネルギー探査・生産のインフィニティ・ナチュラル・リソーシズ<INR>、エネルギー産地で土地を所有・管理するランドブリッジ<LB>、債権買い取り・管理のジェファーソン・キャピタル<JCAP>などが挙げられる。

一方で、比較的知名度のある最近の発行体としては、取引プラットフォーム運営のイートロ・グループ<ETOR>やフィンテック企業のチャイム・ファイナンシャル<CHYM>がある。IPO価格から大幅に下落しているものの、成長性・収益性に加え、最近は業績改善も確認できる。

より広い分野で見ると、資本財、消費財、従来型の金融などでも割安株が見つかる可能性がある。これらのセクターは関税や金利の不透明感から強い逆風を受けてきたが、政府閉鎖の終了を受けて安定感が戻りつつある。

Q：ルネサンスのIPO ETFは今年横ばいである一方、インターナショナルIPO ETFは約40%上昇している。国内市場が伸び悩む中、国際ファンドが好調な理由は何か。

A：ルネサンスのIPO関連ETFはいずれも米国および海外市場の流動性の高い新規上場株を組み入れる、透明性の高いルールベース型ETFだ。ルネサンスIPO指数とルネサンス・インターナショナルIPO指数の動きをそれぞれ追う設計となっており、アクティブ運用的な銘柄選択は行わない。構成銘柄は四半期ごとに見直される。

米国ETFの最近の追加銘柄にはコアウィーブ、サークル、フィグマ、チャイム、AI技術バイオ企業のカリス・ライフサイエンシズ<CAI>があり、インターナショナルETFでは半導体製造のキオクシアホールディングス<285A>、EV向けバッテリーを手掛ける寧徳時代新能源科技（CATL）<300750.中国>、半導体製造の英諾賽科（イノサイエンス）<2577.香港>、機械メーカーのレンク・グループ<RE NK.オーストリア>が新たに採用された。

パフォーマンス面では、米国IPO ETFは今年、関税や金利見通しの変動を受け、国内株式市場と同様に値動きが振れやすい展開となった。またテクノロジー企業の組み入れ比率が高いため、テクノロジーやAIのトレンドの影響を強く受け、前半は追い風、足元では逆風を受けている。上位10銘柄に含まれる半導体設計のアーム・ホールディングス<ARM>とアステラ・ラボラトリーズ<ALAB>は、異なる局面で上昇・下落の双方をけん引した銘柄だ。

一方、インターナショナルIPO ETFは構成が多様で、今年は香港株の堅調さが寄与し、パフォーマンスが大きく改善した。米国市場の金利や関税を巡る激しい値動きが海外市場には及びにくく、その点が相対的な好調につながった。

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

4. AI向け巨額の債券発行に潜む大きなリスクと不確実性

[コラム]

AI Debt Megadeals: A Lot of Risk, a Lot of Uncertainty

設備投資が減少する前に、資産価格はピークを付ける

債務に依存する資金調達はサイクル転換の兆候



Michael Nagle/Bloomberg

人工知能（AI）の歴史的に巨大な波が押し寄せていることに、議論の余地はない。それは、過去200年間に起きた19世紀の鉄道、20世紀初頭の電気、20世紀末から21世紀初頭にかけてのインターネットブームに匹敵するほどの大変革をもたらす可能性を秘めている。

投資調査会社BCAリサーチの新たなリポートは、過去の設備投資ブームの後には必ず崩壊が続いたということを思い起こさせる。BCAリサーチは、そうしたサイクルがピークを付けた後に転換する重要な要因として、巨額の支出を賄うための資金調達において債務への依存度が高まったと指摘する。

数千億ドルの資金がデータセンターの建設や設備に支出され、ここ数週間は株式市場とクレジット市場の双方で大きな焦点となっている。投資家が懸念しているのは、足元の巨額の支出だけでなく、投資が将来、どのような成果を生むのかが不確実である点だ。

その影響はハイテク株よりも、債券において特に深刻である。英国の調査会社マクロ・インテリジェ

ンス2パートナーズは先週の顧客向けノートで、グリム童話『カエルの王子様』を引き合いに、「何匹かのカエルにキスすることになっても、王子様を1人か2人見つけることができれば問題はない。しかし、クレジット市場にも同じことが言えるだろうか。アップサイドはクーポンだけであり、下振れれば投資資金の全額が損失になる」と問い合わせた。

足元の資金調達は過度に投機的

信用市場におけるこのリスク・リワードの計算に最も精通するのは、運用会社ルーミス・セイルスの副会長で、本誌読者には「債券のバフェット」として知られるダン・ファス氏である。ファス氏は92歳だが、ウォーレン・バフェット氏より3歳若い。ファス氏はもはやポートフォリオを運用しないが、今でもルーミスで朝の会議を主宰している。筆者は先週、会議後にファス氏に面談した。

ファス氏は、「当社は信用リスクを取るのが得意だ。とはいっても、リスクを取るのはクレジットを理解している場合に限る」と語った。しかし、ウォール・ストリート・ジャーナルが先週報じたように、このところ相次いでいる驚くほど複雑な巨額の調達案件によりリスクの状況は不透明となり、多くの企業が数十億ドルのデータセンター向け資金を調達している。

ファス氏は現在のデータセンターを巡る資金調達案件を投機的過ぎると考えている。ファス氏は、「リスクはあまりにも大きく、将来の収益は不確実過ぎる。利回りはそれを補うのに十分ではない」と結論付けた。

巨大クラウド事業者（ハイパースケーラー）の巨額の債務による資金調達に対する警戒感が高まり、債務不履行（デフォルト）に備える保険コストが急騰している。企業向けデータベース大手のオラクル＜ORCL＞のクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）は、オラクルが公開市場で180億ドルの社債を発行し380億ドルのプライベートローンを組んだ9月以降、2倍強に跳ね上がった。AI向けクラウドサービス企業コアヴィーブ＜CRWV＞のCDSは先週、急騰したが、これはコアヴィーブの株価下落を反映している。

これらの全てが過去の設備投資ブームからの教訓を示唆する。BCAリサーチによれば、過去の設備投資ブームでは資金調達での債務依存度が高まっただけでなく、投資家は「S字型技術普及曲線の本質」を理解していなかった。つまり、技術の普及ペースは緩やかに進行する初期段階から急激に加速した後、広く普及する前に緩やかになる傾向がある。BCAリサーチはまた、収益予測において技術の対価下落を過小評価していたと述べる。

重みを増す金利

最終段階においては、新技術を反映する資産価格は設備投資が減少する前にピークを迎えた。BCAリサーチは1800年代の鉄道会社株や債券、1920年代の公益事業株や債券、そして2000年のハイテク株は、支出が減少する前に価格がピークに達したと指摘する。さらに、過去半世紀にわたり石油業界もブームと崩壊を繰り返したと付け加える。

BCAリサーチは、設備投資ブームの崩壊は経済に重くのしかかり、さらに資産価格にも打撃を与えると述べる。ハイテクバブル崩壊に続いて住宅バブルが膨らみ、それが2008～2009年の金融危機時に破裂した。BCAリサーチは、「今回も新たなバブルが発生するかどうか確実ではないが、バブルが発生し

た場合、結果として生じる景気後退は、2001年のバブル崩壊よりも深刻になる可能性がある」と注意を喚起する。

十分に待てば救済される。ドットコムバブル時代に株価上昇が最も顕著でその後に急落したネットワーク機器大手のシスコシステムズ<CSCO>は、先週ついに2000年の78ドルという最高値に並んだ。当時を知る本誌関係者は、予想1株当たり利益（EPS）の130倍というバリュエーションに疑問を呈した本誌のカバーストーリーが激しく非難されたことを鮮明に覚えている。株価は2002年10月、最終的に1桁まで下落した。

先週、不安をさらに高めたのは、12月9、10日に予定される連邦公開市場委員会（FOMC）での追加利下げを疑問視する米連邦準備制度理事会（FRB）当局者による一連の発言だった。政策金利であるフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標が現在の3.75～4%から0.25%引き下げられる確率は、10月29日に終了した前回会合前には90%を超えていたものの、同会合でパウエル議長が「12月の利下げは確定的ではない」と述べた後、11月14日には45.8%まで低下した。

先週、一部閉鎖されていた政府機関が再開されたことで、金融政策担当者が頼りにする一部の公式統計の発表が再開されるはずである。米労働省労働統計局（BLS）は、9月の雇用統計を11月20日に発表すると明らかにした。一方、国家経済会議（NEC）のケビン・ハセット委員長は、失業率の算出に用いられる家計調査データは利用できないだろうと述べた。

金利は株式・債券市場にとって常に重要な要因だが、AI関連債務が急増する中でさらに重要性を増すかもしれない。ブルームバーグは、JPモルガンのクレジットストラテジストの予想として、信用格付けが投資適格の社債発行額が2026年に1兆8100億ドルと前回ピークの2020年の1兆7600億ドルを上回って史上最高になると報じた。ハイテク企業の債務は2520億ドルと、年初来調達額を61%上回ると予想されている。

「信用（credit）」という言葉は、ラテン語の「信じる（believe）」を語源とする。AIブームに、疑いの余地はない。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

5. FRB当局者の間で分裂が広がり12月の利下げ確率は低下

December Rate-Cut Odds Fall as the Split Among Fed officials Widens
霧の中で一番安全な動作は、立ち止まること

[経済政策]

経済指標が不足する中、利下げを巡る議論は変化している

秋が始まるころ、米連邦準備制度理事会（FRB）は年内の利下げ局面の最終段階をほぼ描き終えたかに見えた。FRB当局者の金利・経済見通しをまとめた9月の経済予測サマリーでは、僅差ではあるものの、年末までに0.25%の利下げを3回行う可能性が示されていた。FRBは9月と10月に2回の利下げを実施し、残る3回目は12月が当然の着地点とみられていた。

しかし、パウエルFRB議長が10月に発した警告—政策決定者たちは「霧の中で運転している」—に



Alex Wong/Getty Images

は、最終的に43日間続いた米政府閉鎖よりも深い意味が込められていた。連邦政府機関がFRBの政策判断の材料となる経済指標の公表を延期する中、FRB内部では利下げを巡る議論が変化し始めた。足元の市場では12月に利下げが行われる確率は50%未満とみられており、先月までほぼ確実視されていた状況とは対照的だ。

何が起きたのか。より多くのFRB当局者が今年の初めとは異なり、労働市場の冷え込みよりも、根強いインフレの方が高リスクと考え始めたのだ。夏の終わりまで、FRB当局者は労働市場減速の可能性により注意を払っていたようだった。

パンデミック（世界的大流行）後の過剰な労働需要も弱まりつつあった。最近ではFRBのインフレ目標である年率2%を約1%ポイント上回るインフレの継続に対する懸念、および性急な利下げがディスインフレの過程を妨げるリスクがより顕著となっている。

金融緩和を支持するハト派は、ほんの数カ月前まで楽観できる材料に事欠かなかった。トランプ大統領が指名したFRB理事たちは金利引き下げに傾いており、他のFRB当局者も労働需要の冷え込みを理由に利下げを正当化していた。しかしそれ以降、経済データの遅れ、より強めのインフレ指標、さらに景気全体の底堅さが相まって状況は複雑化している。政府機関の閉鎖は11月12日（水）夜に終了したが経済指標の発表スケジュールは依然不規則なままで、まったく発表されない指標もあり得る。

そのためFRBは情報が通常より少ない中、12月の連邦公開市場委員会（FOMC）で金利について決定することになる。豪金融大手マッコリー・グループ<MQG>のストラテジスト、ティエリー・ウィズマン氏は、こうした状況下ではパウエル議長は妥協に追い込まれる可能性があり、その場合FRBは「12月に金利を据え置くか、利下げの場合には利下げサイクルは終了した可能性があるとのサインを付け足さざるを得なくなる」と述べている。

FRB当局者の意見の分裂は拡大

FRB内部では意見の分裂が拡大している。今年、FOMCで投票権を持つボストン連銀総裁のスザン・コリンズ氏は、3回目の利下げの必要性に疑問を呈している。コリンズ氏は最近の講演で「労働市場の顕著な悪化の証拠がなければ、政策をさらに緩和することにはちゅうちょする」と述べた上で、「近い将来の追加緩和に対しては比較的高いハードルを設定すべき幾つもの理由がある」との見方を強調した。

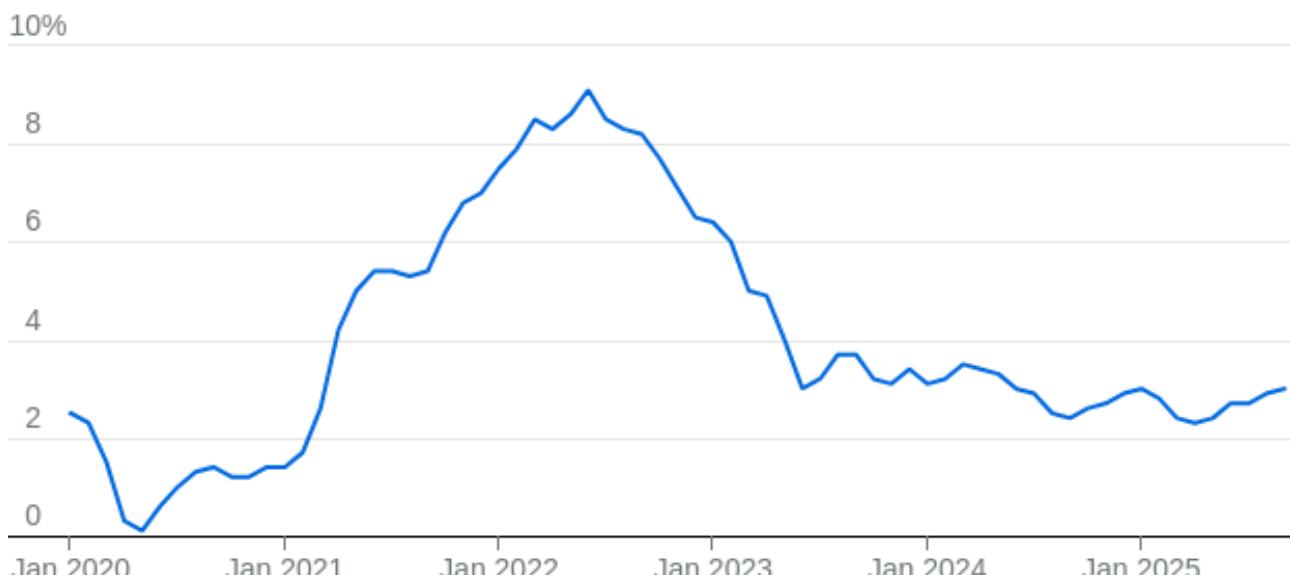
来年のFOMCで投票権を持ち、10月の利下げを支持したクリーブランド連銀のベス・ハマック総裁も、慎重な姿勢を示している。ハマック氏は今月、「金融政策は引き締め気味と言えるとしても、辛うじてそう言える程度であり、現時点でさらなるアクション（追加利下げ）が必要だとは私には思えない」と語った。

来年初めに退任するアトランタ連銀のラファエル・ボスティック総裁は、目下の局面を2017年の就任以来で「最も難しい環境」と位置付ける。それでも「より明確で差し迫ったリスクは、依然として物

So Much for That 2% Target

The consumer price index for September, the latest government inflation reading, showed 3% inflation for the year, the highest level since January.

Consumer Price Index 12-month percentage change



Source: Bureau of Labor Statistics, U.S. Department of Labor

価安定だ」とした上で、「インフレが目標の2%へ向けて再び有意に低下していると確認できるまで」、金利を据え置くべきだと主張する。

こうした発言を踏まえ、ルネサンス・マクロ・リサーチのニール・ダッタ氏は「12月の会合は、利下げ反対に回る投票者が相当出る可能性がある」と指摘した。

今年の投票権を持つセントルイス連銀のアルベルト・ムサレム総裁は、追加緩和の「余地は限られている」と警告する。同じく投票権のあるシカゴ連銀のオースタン・グールズビー総裁も、「利下げのハーフドルは過去2会合より高くなかった」と述べた。

10月会合で据え置きを主張して反対票を投じたカンザスシティー連銀のジェフリー・シュミッド総裁は14日、「物価上昇に対して、われわれには油断する余裕はない」と語った。その上で、「歴史は、粘着的なインフレが価格設定行動の心理を変え、インフレを定着させる可能性を示している。そうなれば、2%に再び戻すことは、より難しくコストを伴う。そうした状況で、（インフレが鈍化する）ソフトランディングを語り続けられるとは思えない」と語った。

次回FOMCは「霧の中」

労働市場は2023年初めより冷え込んでいるものの、失業率はなお低く、労働市場の需給は過去より軟化したとはいえ、おおむね均衡している。移民の減少、人口動態の圧力、人工知能（AI）の普及といった構造的要因も影響している。これらの変化はコストを押し上げ、採用を減速させるが、労働需要そのものの崩壊を意味するわけではない。また、利下げが解決策になる類いの問題でもない。

もっとも、ハト派が利下げを主張する論拠は残る。スティーブン・ミラン氏、クリストファー・ウォラ

一氏、ミシェル・ボウマン氏らFRB理事はここ数週間、金融政策が意図せざる過度の引き締めに転じることを防ぐため、もう一段の利下げが妥当だと主張している。ハト派は雇用の鈍化、賃金の伸びの弱さ、金利上昇が金利敏感セクターに与える打撃を挙げる。

ハト派はまた、2022年に約9%まで上昇した消費者物価指数（CPI）が着実に鈍化してきた点や、関税が当初予想ほど物価を押し上げていない点にも言及している。同時に、高所得者層と低所得者層の乖離（かいり）拡大がFRBの使命達成を難しくしている。プリンシパル・アセット・マネジメントのシーマ・シャー氏は、「米景気の底堅さの裏で、所得階層間の格差が広がっている」と警告する。高所得層は株高の恩恵を受けている一方、低所得層は与信の引き締め、賃金上昇の停滞、関税による物価上昇圧力に直面している。

FRBは12月会合で、多くの材料をてんびんに掛けることになる。インフレはほぼ5年にわたり目標を上回り、労働市場は不均衡かつ時に痛みを伴う形で軟化している。それでも今のところ、多くの政策担当者は、過度に動き過ぎるリスクをより警戒しているように見える。霧の中では、立ち止まることが最も安全に感じられるものだ。

By Nicole Goodkind
(Source: Dow Jones)

6. 「押し目買い」は依然として有効 'Buy the Dip' Is Still Alive. The AI Trade Is Too. 利下げとAIという投資テーマは継続する可能性

[米国株式市場]

一時急落したものの、結局ほぼ変わらず



Spencer Platt/Getty Images

先週、ウォール街に不吉な雲が集まったが、それはあっという間に去ったかもしれない。これは、投資家が、驚くほど持続的な今回の強気相場をまだ手放す準備ができていないことを示している。

13日の急落や取引時間中の大きな値動きにもかかわらず、S&P500指数は週間で0.1%高の6734.11となり、史上最高値まで2%程度の水準となった。3日続落となっていたNASDAQ総合指数も14日に反発し、週間でわずか0.5%安の2万2900.59で引けた。先週の12日に史上最高値を更新したダウ工業株30種平均（NYダウ）が最も堅調な値動きとなり、週間では0.3%上昇して4万7147ドル48セントで引けた。小型株のラッセル2000指数は1.8%下落して2388.23で週末を迎えた。

ピクテ・アセット・マネジメントのチーフストラテジストであるルカ・パオリーニ氏は「底値買いの心理は依然として根強い。多くの投資家が上昇相場に乗り遅れていたからだ」と語る。つまり、大きく売られる局面があれば即座に飛びつく資金が大量に待機している状態だ。

相場の追い風の失速

Market Snapshot

█ Dow Jones Industrial Average █ S&P 500 Index
█ NASDAQ Composite Index █ Roundhill Magnificent Seven ETF



Source: FactSet

とはいっても、すべてが順調だったわけではない。最近の相場は人工知能（AI）の成長と米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げという二つのテーマによって押し上げられてきたが、先週はこの二つのテーマとも失速した。FRB高官が12月に再び利下げを行うことの妥当性に疑問を呈したことで、市場では利下げの可能性は約50%しか織り込まれていない。

一方、AI関連では問題の兆候が見られた。データセンター運営会社コアウェーブ<CRWV>は10日の取引終了後に、外部開発業者のサプライチェーン問題によりデータセンターの迅速な整備に支障が出ていると発表し、翌日の株価は16%下落した。

金利が高止まりする中でAIの成長が鈍化すれば、この市場の二つの問題が相乗的に悪化する恐れがある。データセンターを建設する一部のハイテク企業は野心的な計画のための資金調達で負債を抱えており、その債務に対する高金利の影響を特に強く受けことになる。債務負担の重い企業は先週の売り圧力に特に脆弱（ぜいじやく）だった。特に顕著な下落を見せたのはコアウェーブと法人向けソフトウェアサービス大手のオラクル<ORCL>である。懸念されるのは、AIバブルが崩壊し、債務の返済期日が到来する一方で、AI関連事業が生み出すキャッシュフローが債務の元利払いに十分でなくなる可能性がある点だ。

エヌビディアの業績発表に注目

しかしバブル崩壊の兆しはまだ見られず、大手ハイテク企業は中核事業から十分な現金を生み出しており、数年間の資金需要を賄えるほどだと強気派は指摘する。AI関連支出が膨らむ中であっても、今後1年間のハイテク企業の利益に関するアナリスト予想は過去3カ月で9%上方修正されている。トゥルー

イスト・アドバイザリー・サービスの最高投資責任者（CIO）のケース・ラーナー氏は、これはS&P500指数全体の伸びの2倍だと指摘する。

ラーナー氏は「あらゆる強気相場には支配的なテーマがあり、今回はAIとハイテクだ。上昇相場では、相場のけん引役は持続する傾向がある。強気相場がまだ続いていると考えるのであれば、ハイテク株を見限るのは時期尚早だ」と述べる。

とはいって、今後の上昇が一直線だというわけではない。4月以降の市場のパフォーマンスは目覚ましく、S&P500指数は38%上げ、半導体株は120%超も上昇した。この期間中、S&P500指数が高値から5%超下落するような調整局面は一度も起きていない。ラーナー氏によると、歴史的にはこうした調整は平均77日ごとに起きるという。

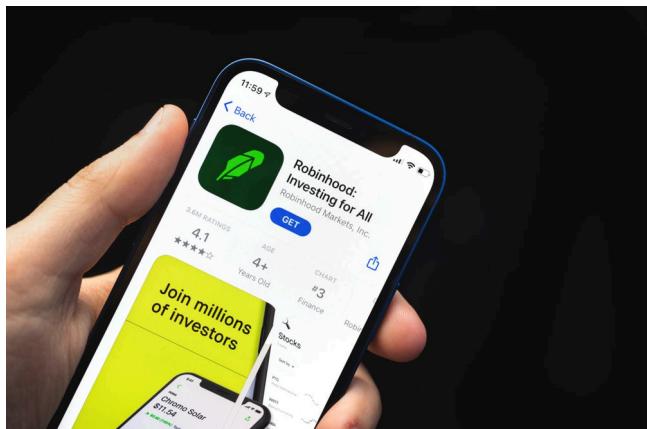
今週、半導体大手のエヌビディア＜NVDA＞が第3四半期（8～10月期）の決算を発表する。この結果によって、暗雲が完全に去ったのか、それともしばらく残る可能性があるのかが明らかになるだろう。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

7. ギャンブルとは呼ばせない、「予測市場」だ Don't Call Them Bets. They're 'Prediction Markets' ロビンフッド・マーケット快進撃の原動力とは

[投資戦略]

宇宙人の存在は公に認知されるか



Dreamstime

「米国政府は今年、宇宙人の存在を認めるか？」。今、個人向けの金融サービスプラットフォームを提供するロビンフッド・マーケット＜HOOD＞の顧客は4ドルと手数料2ドルを支払えば、証券取引用のアプリで「イエス」という予想を選択できる。的中すれば100ドルが手に入る。

株と債券中心の伝統主義者でロビンフッドのサービスを使用したことがない執筆者にとって気になるのは、この宇宙人を巡る契約がグロース投資になるのか、それともバリュー投資になるのかだ。資産配分の割合が変わるのはごめん被りたい。もし宇宙人に誘拐され、調べられた経験がある場合、インサイダーになるのだろうか。まだ経験はないが、コンプライアンス問題については先手を打っておく必要がある。

こうした取引をギャンブルなどと呼んではいけない。課税権が及ぶ限りギャンブルの道徳性について柔軟な姿勢を示す傾向にある州の規制当局にばかにされかねない。ロビンフッドが好むのは「予測市場」や「イベントトレーディング」いう呼び方だ。ロビンフッドのブローカレッジ最高責任者スティーブ・

こうした取引をギャンブルなどと呼んではいけない。課税権が及ぶ限りギャンブルの道徳性について柔軟な姿勢を示す傾向にある州の規制当局にばかにされかねない。ロビンフッドが好むのは「予測市場」や「イベントトレーディング」いう呼び方だ。ロビンフッドのブローカレッジ最高責任者スティーブ・

クワーカーによれば「当社史上、最も急速に成長している事業」であり、新規株式公開（IPO）が不発に終わった後、ロビンフッドを2年間のパフォーマンスでS&P500指数構成銘柄中トップの企業へと変貌させる要因の一つとなった。

2年間で株価が12倍超に

ロビンフッドが「手数料ゼロ」を目玉に株式やオプションのトレーダーの支持を得てから10年以上になる。それが証券業界における手数料崩壊と再編の一因となり、2020年にイー・トレードが130億ドルでモルガン・スタンレー<MS>に、TDアメリトレードが260億ドルでチャールズ・シュワブ<SCHW>に買収された。翌年、ゲーム販売会社ゲームストップ<GME>のショートスクイーズ（踏み上げ）がミーム株の狂乱取引を引き起こした後、ロビンフッドは公開価格38ドル（初値も同じ）でIPOを果たした。2年前、10ドル未満で低迷していた株価も現在は120ドル前後を付けている。

資産価格の高騰も一役買っている。史上最高値の更新が続く株式市場に加え、ロビンフッドが2019年に取引を開始した暗号資産（仮想通貨）も昨年のドナルド・トランプ氏の大統領選出を機に急騰した。大統領選後、トランプ一族は暗号資産事業で数十億ドルの利益を上げている。昨年の大統領選の直前、ロビンフッドは選挙結果を予測する金融商品を提供し、その後、米商品先物取引委員会（CFTC）の規制下にある取引所カルシと提携し、予測取引プラットフォームを立ち上げた。予測対象は経済、政治、ポップカルチャーなど多岐にわたる。最も人気があるのはスポーツだ。取引量は四半期ごとに倍増し、7～9月期は23億ドルに達した。10月は単月で25億ドルとなった。

ロビンフッドは、時価総額が突如として約1100億ドルに達し、モルガン・スタンレー<MS>やゴールドマン・サックス<GS>の半分の規模に迫りつつあるが、現状、利益水準は10分の1にすぎない。市場シェアは資産、商品ともに拡大しつつある。クワーカーによれば、多くの顧客が投機から始め、貯蓄へと移行していく。

2018年、当時（=2020年7月にスピンオフするまで）マッチングアプリ「ティンダー」を保有するマッチ・グループ<MTCH>の親会社だったメディア・インターネット企業アイ・エー・シー<IAC>の最高経営責任者（CEO）バリー・ディラー氏から「ティンダー婚もあれば、ティンダーチャイルドも生まれている」と聞かされたことが思い出される。つまり、アルゴリズムがなれそめに有用なのは当然として、そのままゴールインするカップルも多いということになる。ロビンフッドもティンダーのようなものかもしれない。ただし、この結婚生活には手数料がかかる。

イノベーションと課題

ロビンフッドの最新のイノベーションは、米国株をトークン化して欧州で取引できるようにしたことだ。その結果、欧州の投資家は高額の手数料や書類手続きを回避できる。クワーカーはトークン化によって、将来的には暗号資産を使用し、プライベートエクイティやスタートアップといった非公開資産へのアクセスが可能になるとを考えている。

トークン規制当局の出番だ。米証券取引委員会（SEC）新委員長で暗号資産支持派のポール・アトキンス氏は先週、投資契約に該当する資産の判定に使用されてきた「ハッキー・テスト」に基づいて「トークン分類法」を策定すると語った。つまり、株式トークンは株式のように扱われる可能性があるということだ。ただし、アトキンス氏は制約となる諸原則があるとしている。制約の一つは、暗号資産規

制の根拠をフロリダの果樹園のセール・アンド・リースバック取引に関する80年前の最高裁判決（ハイニー判決）に求めることではないかと思う。

新たな証券テスト、あるいは少なくとも資産形成なのかギャンブルなのか、初心者の手掛かりとなる方法が必要なのかもしれない。例えば、名称にペットへの皮肉な言及がある資産は投資とは言えない可能性がある。ただし、クラウド監視ソフトウェア企業のデータドッグ<DDOG>はS&P500指数構成銘柄であり、その名称に皮肉な意味合いはない。

ロビンフッドの予想株価収益率（PER）は60倍、今年度の売上高は前年比53%増の45億ドルを見込んでいる。個人投資家と機関投資家を合わせた獲得可能な最大市場規模（TAM）を4000億ドルとみており、ベビーブーム世代の富の移転による主要な受益者になると考えている。競合や反発にも直面している。ネット証券会社のインターネット・ブローカーズ・グループ<IBKR>やフィンテック企業のウイブル<BULL>、オンライン取引プラットフォームのクリプト・ドットコムが予測市場を提供中であり、ネバダのギャンブル事業から撤退するスポーツ賭博運営会社のファンデュエルとドラフトキングス<DKNG>も間もなく参入する。先物取引所グループ持ち株会社のCMEグループ<CME>とシカゴ・オプション取引所を運営するCBOEグローバル・マーケット<CBOE>も予測市場に参入しつつある。

一方、マサチューセッツ州がカルシを提訴しているほか、ニューヨーク州がギャンブルなど一部のイベントトレーディングを規制する法案を検討中だ。さて、次にブレークスルーをもたらすのはどのような投資商品になるのだろうか。興味は尽きない。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

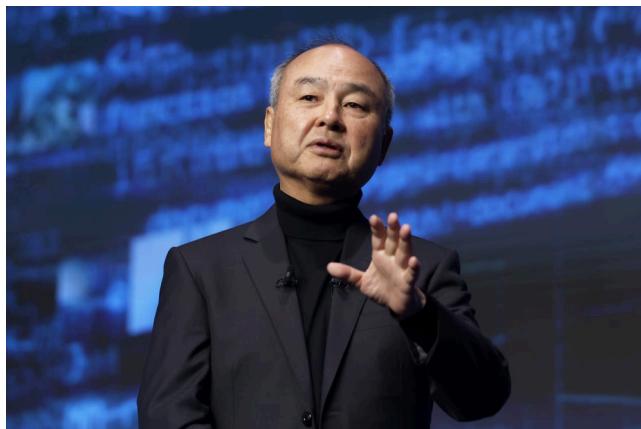
8. 先週の株価下落はAIバブル崩壊の兆候ではない

[ハイテク]

AI Anxiety Reaches Fever Pitch in the Stock Market. Why It's Still Not Time to Worry.

ささいなイベントに市場が過剰反応したにすぎない

株価下落のきっかけは著名投資家の主張



Kiyoshi Ota/Bloomberg

先週、人工知能（AI）関連銘柄の取引、いわゆるAIトレードをめぐる市場の動きが不安定さを増した。リターンをほとんど創出せずにAI投資が膨らむ中、比較的ささいなイベントに対する市場の大きな反応は、株主が不安を募らせていることを示している。

市場の懸念は、2008年の金融危機前に住宅市場の崩壊に賭けた「世紀の空売り」で有名になった著名投資家、マイケル・バーリ氏による10日のX（旧ツイッター）への投稿から始まった。

バーリ氏はこの投稿で、AIデータセンターに数千億ドルを投じている大手IT企業が会計上のトリックにより2026年から2028年にかけて総額1760億ドルもの減価償却費を削減していると主張した。

大手IT企業の減価償却は会計原則に基づいている

CoreWeave

CRWV / Nasdaq

\$200

175

150

125

100

75

50

25

April 2025

Nov.

Source: FactSet

だが、バーリ氏のこの主張は誤りだ。企業がデータセンターをゼロから構築する場合、土地、建物、設備といった資産を購入することになる。これは毎年変動する傾向のある大規模投資であるため、一般に公正妥当と認められた会計原則（GAAP）に従えば、損益計算書に一括で費用計上されることはなく、資産は一定期間、つまり耐用年数にわたって減価償却される。

大手IT企業が設備投資を急激に引き上げる中、その支出の大部分はデータセンター内の設備に向けられており、その多くが半導体大手エヌビディア＜NVDA＞の製品である。企業はサーバーやネットワーク機器の減価償却を5～6年かけて行っている。2021年にはこの期間は4年だった。

こうした償却期間の変更は年間経費に大きな違いをもたらす。償却期間が3年の場合、3億ドル規模のデータセンター機器の年間費用計上額は1億ドルだが、6年の場合はその半額となり、最初の3年間で1億5000万ドルの減価償却費を節約できる。大手IT企業の大半がAI投資ブームの初期段階にある中、バーリ氏は利益が水増しされていると主張している。

だが、こうした大手IT企業が減価償却期間を長期化させているのには十分な理由がある。バーリ氏は、新世代のハードウェアが前世代を陳腐化させると想定しているようだが、それが誤りであることを示す確固たる証拠が存在する。例えばエヌビディアのAIアクセラレーター半導体A100は2020年に初めて採用され、5年が経過した今も主要なクラウドで広く使用されている。

コアウィーブの株価急落も市場の過剰反応によるもの

今後も減価償却費は急増し、収益性は低下するだろう。だが、不正会計は存在しない。それでもバリ氏の懸念は、10日の引け後に発表されたAIクラウドベンダーのコアウィーブ<CRVV>の決算発表のお膳立てとなった。業績は好調だったにもかかわらず、株価は翌日に16%下落した。コアウィーブはAI専用クラウドに特化した「ネオクラウド」企業であり、クラウド上でAIサーバーを貸し出すことを事業の柱としている。

AIクラウドに対する需要は依然として旺盛だが、コアウィーブはデータセンター構築で問題に直面した。土地、建物、電力供給を請け負った事業者の作業完了が期限に間に合わなかったのである。この影響を受けるある顧客は、今年第4四半期に開始する予定だったコアウィーブとの契約を来年前半に先送りすることにした。結果的にコアウィーブの今後2四半期の売上高成長率は鈍化するが、その後は急上昇するだろう。投資家がコアウィーブの長期的な見通しに賛同していれば、株価がこれほど急落することはなかったと言える。

ソフトバンクグループによるエヌビディア株売却も懸念材料ではない

AI投資家は、11日にソフトバンクグループ<9984>が保有するエヌビディアの全株式を売却したと発表した時点で警戒感を強めていた。ニュースの見出しへは、世界で最もAIに注力する企業がAI関連で最も重要な銘柄から逃げ出すと示唆していたが、実際にはソフトバンクグループによる投資先の入れ替えにすぎない。

ソフトバンクはオープンAIに225億ドルを追加投資することを決め、その資金を調達するためにエヌビディアの全株式だけでなく、携帯通信大手TモバイルUS<TMUS>と電気通信大手ドイツテレコム<DE.ドイツ>の株式を売却していた。

エヌビディアの株価は3%下落した。しかし重要なのは、ソフトバンクグループの孫正義会長兼社長が次世代の投資機会に注目していることだ。ソフトバンクグループのすべての関心は、依然としてAIビジネスに向けられている。

クランチベースによると、ベンチャーキャピタルは2024年以降、AI企業に2780億ドルを投資しており、その多くがクラウド企業の設備投資に充当されている。こうした飽くなき資金需要を支えているのは未上場企業に投資するプライベート投資家であり、こうした投資行動はバブル期をほうふつとさせる。AIトレードに今起きていることは、比較的少数のベンチャーキャピタリスト、ベンチャー企業の最高経営責任者（CEO）、プライベートエクイティの経営幹部の自信の度合いに左右されている。

しかし、先週の市場の反応は行き過ぎだった。バブルは、はじけるまでに何年もかかることがある。だが先週のニュースはいずれも、バブルの終わりが近いことを示す証拠ではない。

By Adam Levine
(Source: Dow Jones)

9. 配当利回りが魅力の金融6銘柄

Morgan Stanley, Chubb, and 4 Other Financial Stocks With Generous Yields

モルガン・スタンレー、チャブなど増配や割安感に期待

[インカム投資]

金融セクターにバリュー感、配当は安定



Michael Nagle/Bloomberg

金融株のパフォーマンスはS&P500指数の中で現在、中ほどの位置に付けている。配当を含む今年のトータルリターンは約10%と、指数全体の16%を下回り、人工知能（AI）ブームの恩恵を受け、セクター別で上位に付けるハイテクセクター（今年の平均リターンは27%）や公益セクター（同18%）とは、さらに大きな差がついている。しかし、一部の大手銀行の株価が52週高値近くで取引されている中でも、金融セクターが比較的魅力的なバリュエーション、良好な配当利回りを示し、配当自体も安定かつ増額傾向にある点に注目してほしい。

コロンビア・スレッドニードル・インベストメントの配当インカム戦略のリードポートフォリオマネジャー、マイケル・バークレイ氏は「他の多くのセクターとの比較でバリュー感が高い」点を指摘する。バークレイ氏が携わる運用資産450億ドルのコロンビア配当インカムファンド＜LBSAX＞では、金融セクターが最大のセクターウェイトを占めている。

資産運用会社GW&Kインベストメント・マネジメントのポートフォリオマネジャーであり、株式配当プラス戦略の運用に携わるアーロン・クラーク氏は、規模の大小を問わず、銀行にとって信用の質は大きな潜在的懸念材料だと指摘する。信用の質が損なわれると、利益にとどまらず、配当の健全性も影響を受けかねないからだ。その上でクラーク氏は「業績報告や延滞を含め、われわれが銀行業界に関して確認しているすべての点において、依然として非常に強固な信用力が見て取れ、懸念材料とは考えていない」と語る。

安定した手数料収入が支える連続増配

クラーク氏の主要保有銘柄の一つ、金融大手モルガン・スタンレー＜MS＞の配当利回りは2.4%、株価の年初来リターンは11月11日時点で約36%だ。クラーク氏は「自社のウェルスマネジメントプラットフォームを通じた安定した手数料収入事業」を構築している点が強みであると説明する。モルガン・スタンレーは定期的に増配を実施しており、7月には四半期配当を8%増額し1株当たり1ドルとすることを発表した。

公益および金融セクターはどちらも高い配当利回りで知られるが、金融セクターにはさらに、全体的に割安なバリュエーションという魅力が加わる。ファクトセットのデータでは、上場投資信託（ETF）の金融セレクトセクターSPDR ETF＜XLF＞の2026年予想株価収益率（PER）は約16倍、一方、公益セレクトセクターSPDR ETF＜XLU＞は約19倍となっている。大手銀行をカバーするKBW銀行指数の同予想PERは11.8倍だ。

Banking on Dividends

Six financial companies that offer reliable payouts.

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (billion)	YTD Return	Dividend Yield	Recent Dividend Increase
Bank of America / BAC	\$53.63	\$392	24.2%	2.1%	8%
Chubb / CB	292.42	115	6.9	1.3	7
Citizens Financial Group / CFG	52.24	22	24.0	3.5	10
JPMorgan Chase / JPM	315.62	859	34.5	1.9	7
Morgan Stanley / MS	166.50	265	36.2	2.4	8
Old Republic International / ORI	42.13	10	26.0	2.8	9

Source: Bloomberg

クラーク氏は、公益セクターと金融セクターは「企業規模が大きく、強い規制が敷かれ、成熟度が高く成長速度は緩やか」な点で共通しているが、利回りでは金融セクターが勝ると説明する。一方、バークレイ氏は「リスクがないわけではないが、大手金融機関は資本基盤が健全で、ファンダメンタルズの点でも良好である」点を評価する。

コロンビア配当インカムファンドが保有する金融銘柄には金融大手バンク・オブ・アメリカ<BAC>（配当利回り2.1%）やJPモルガン・チェース<JPM>（同1.9%）が含まれる。バンク・オブ・アメリカは7月、四半期配当を2セント引き上げ（約8%増）28セントに、JPモルガン・チェースは9月、同配当を10セント上げ（約7%増）1ドル50セントとすることをそれぞれ発表した。

金融セクターの中で配当利回りを見いだせるのは銀行株だけではない。配当利回り1.4%の損害保険大手チャブ<CB>は5月、四半期配当を91セントから97セントに増額（6%超）することを発表。チャブの株価は年初来約7%上昇している。バークレイ氏は、今年株価は出遅れているが、チャブは驚異的な経営手腕に加えて、リスク評価や保険料設定で厳格な姿勢を取っていると指摘する。

高リターン、高利回り、増配の中堅2社

配当利回り重視の投資家には、保険持ち株会社のオールド・リパブリック・インターナショナル<ORI>にも目を向けてほしい。配当利回りは2.8%、株価は年初来で約26%上昇している。シカゴに拠点を置くオールド・リパブリックは権利保険と損害保険が主軸だ。今年1月、1株当たり2ドルの特別配当を実施し、加えて四半期配当も26.5セントから29セント（9%増）に増配した。

時価総額約225億ドルの中堅どころの地銀であるシチズンズ・フィナンシャル・グループ<CFG>も配当利回りが3.5%と魅力的だ。株価は今年約24%上昇し、クラーク氏の株式配当プラス戦略における上位10銘柄にも名を連ねている。クラーク氏はシチズンズ・フィナンシャルのウェルスマネジメント事業拡大への取り組みを成長材料に挙げ、シチズンズを「良好な配当利回りを伴う事業拡大ストーリー」としている。シチズンズは先月、四半期配当を42セントから46セントへ約10%引き上げることを発表、これは2022年以来初の増配だ。

先月のアナリスト向け第3四半期決算説明の電話会議で、ブルース・バン・ゾーン最高経営責任者(CEO)は「定期的に増配を行うサイクルに戻したい。現時点では、ボルトオン買収(大企業が戦略的な目的で比較的小規模な企業を買収すること)を資本の有効活用と考えていない」と述べ、増配と自社株買いをより重視する姿勢を示した。シチズンズはロードアイランド州プロビデンスを本拠とし、14の州と首都ワシントンに約1000カ所の支店を置き、さまざまな法人および消費者向け事業を展開している。

バークレイ氏は、引き続き金融株に対する楽観的な見通しを維持しており、イールドカーブがステイプル化している現状について、短期で借り入れ、より長期の融資を行える点で銀行にとってプラスであると説明する。

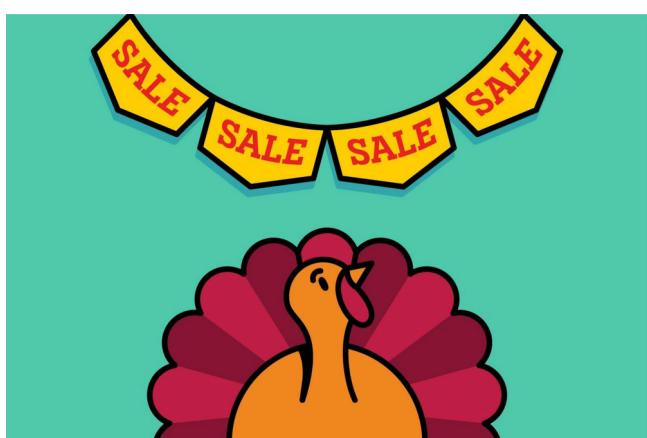
米連邦準備制度理事会(FRB)は先月、フェデラルファンド(FF)金利誘導目標を前回の連邦公開市場委員会(FOMC)に続き、さらに0.25%引き下げた。追加利下げも真剣に検討される見通しだ。バークレイ氏は「FRBが金融緩和を継続し、短期金利がさらに低下した場合でも、イールドカーブのステイプル状態は保たれるだろう。この状況は従来、金融サービス株、特に銀行株にとって好環境とされているものだ」と語る。その結果、金融セクターの増配傾向は続く見通しだ。

By Lawrence C. Strauss
(Source: Dow Jones)

10. ホリデー商戦は「手頃な七面鳥」競争で始動 Retailers Are Talking Affordable Turkey as the Holiday Season Begins 逆風の小売業、値ごろ感アピールに動く

[経済関連スケジュール]

七面鳥価格は、昨年の鳥インフルエンザ被害後も高止まり



小売り各社が、感謝祭の食卓をどこまで安く提供できるかに躍起になっている。過去一週間で、ディスカウント型総合小売りのターゲット<TGT>は、食品、飲料、生活必需品の3000品目の値下げを発表した。ターゲットによれば、冷凍七面鳥、じゃがいも、クランベリーソース、スタッフィング(詰め物)、グレービー、パン、冷凍コーンをそろえた4人分の感謝祭向けの食事セットは「過去最低価格」となり、20ドル未満、1人当たり5ドル未満に収まったという。

Illustration by Elias Stein

総合小売り最大手のウォルマート<WMT>

も、独自の感謝祭向けセットを打ち出している。価格は40ドル未満で20品目が含まれ、10人分に相当する。1人当たりでは約4ドルだ。食品スーパー大手のクローガー<KR>やドイツ系食品スーパーのアルディも、1人当たり4~5ドルの感謝祭向けセットを提供している。

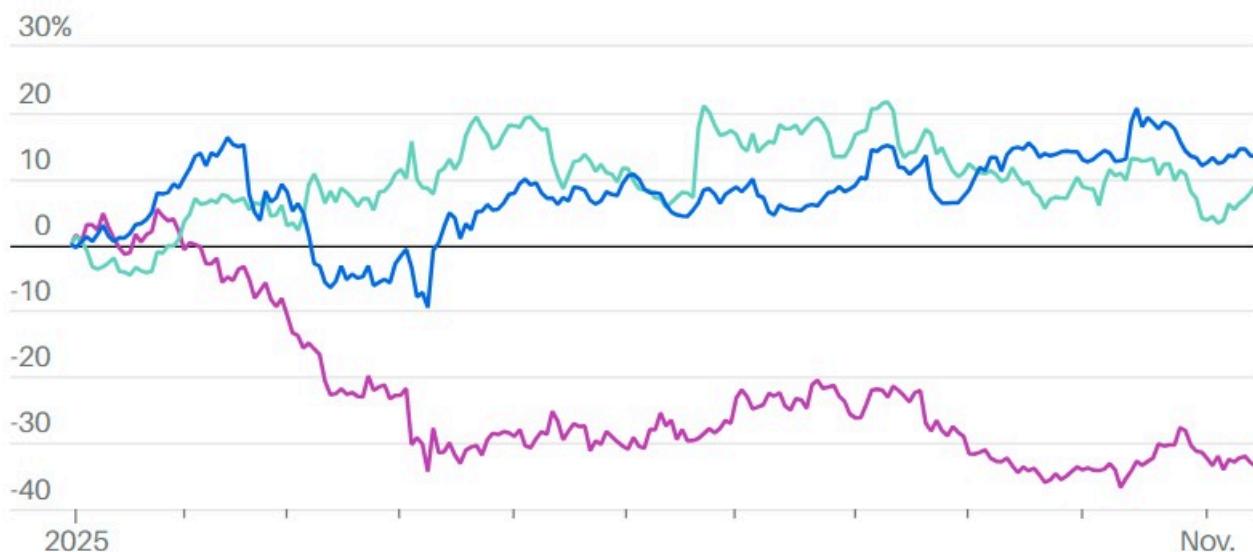
インフレの影響で、購買客、中でも低所得世帯は価格に対してより敏感になっていると、予測筋は警告する。追い打ちをかけたのが政府機関の閉鎖だ。補助栄養支援プログラム（SNAP、フードスタンプ）による食料支援は一部州で遅延しており、100万人超の連邦職員の給与も支払われていない。閉鎖は終わったものの、SNAP受給者や連邦職員への支給には、なお遅れが生じる恐れがある。

小売業者にとって値下げは、市場シェアと売上高の伸びを守る上で合理的な戦略だ。もちろん、利益は圧迫される。だが、オッペンハイマーのアナリストであるルペシュ・パリク氏が指摘するように、消費者に資金がなければ、利益率の高い裁量的的商品、すなわちあってもよい商品の購入にはつながりにくい。主要小売企業の多くは今週、第3四半期（7~9月期）決算を発表する予定だ。投資家は、消費者動向と年末商戦への影響について、企業側がどのような見通しを示すのか注視することになる。

Selling Affordability

The big retailers have been hit by uncertainties this year, from tariffs to inflation to the government shutdown.

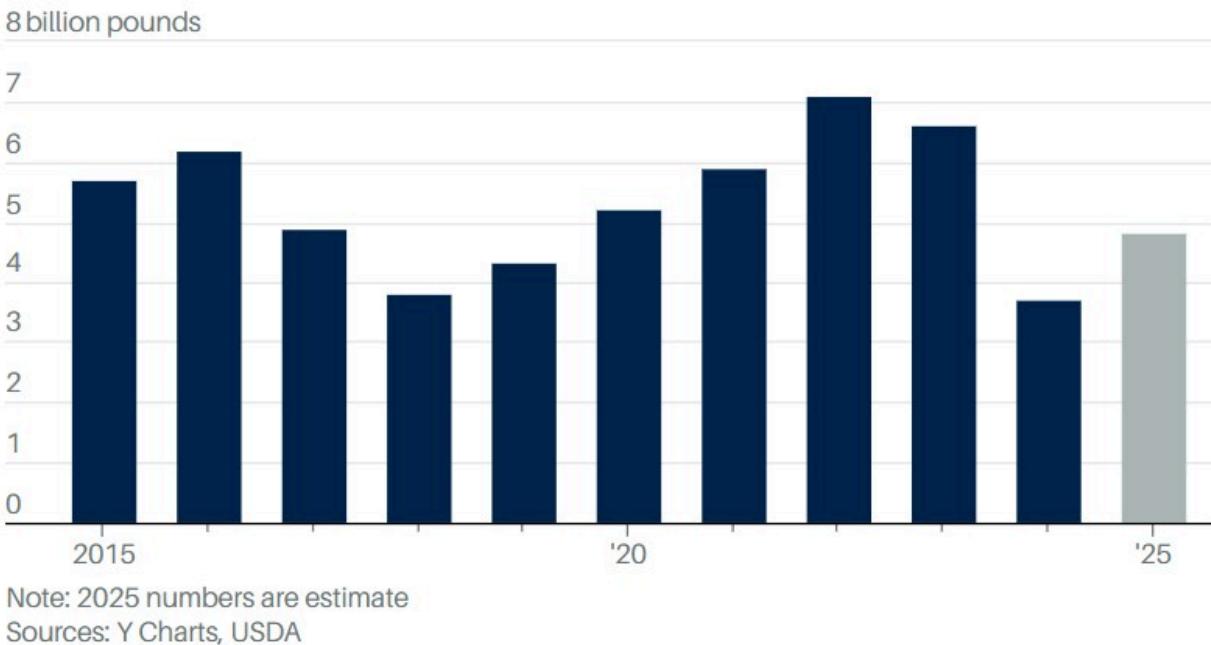
■ Walmart ■ Kroger ■ Target



Source: FactSet

Bird Inflation

U.S. turkey production has bounced back after a bird-flu ravaged 2024. Prices, however, remain high.



先週の出来事

市場動向

来年1月末を期限とするつなぎ予算案の修正案が上院を通過し、下院も可決した。トランプ大統領がこの修正案に署名し、予算が成立した結果、政府機関の一部閉鎖が終了した。10年物米国債利回りと金価格は上昇した。トランプ氏は、50年住宅ローン導入推進と、関税収入の「配当」として米国民の大部分に1人当たり2000ドルを支給する案を打ち出した。人工知能（AI）関連企業の社債利回りは、米国債利回りとの差（スプレッド）が拡大した。株式市場では、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は12日に最高値を更新したが、13日にはハイテク株、暗号資産関連株、小型株が売られた。この結果、週間ベースでは、NYダウは前週末比0.3%上昇、S&P500指数は0.1%上昇、ナスダック総合指数は0.5%下落となった。

企業動向

連邦航空局（FAA）は、宅配・航空貨物大手ユナイテッド・パーセル・サービス＜UPS＞の貨物機事故を受け、マクドネル・ダグラス（現ボーイング）製MD11型機を全機運航停止とした。日本のソフトバンクグループ＜9984＞は、AI向け投資資金確保のため、保有する半導体大手エヌビディア＜NVDA＞株を約58億ドルで売却したと発表した。クレジットカード大手のビザ＜V＞とマスターカード＜MA＞は、加盟店向けの決済手数料を引き下げることで加盟店側と合意し、20年に及んだ訴訟が決着する見通しとなった。連邦取引委員会（FTC）は、議決権行使助言会社のグラス・ルイスとインスティチューションナル・シェアホルダー・サービス（ISS）に対し、反トラスト法（独占禁止法）違反の疑いで調査を開始した。映画「マネー・ショート」（原作「The Big Short（世紀の空売り）」）のモデルとして知られる投資家、マイケル・バーリ氏は、自身が率いるヘッジファンド、サイオン・アセット・マネジメントを閉鎖した。トランプ氏は、食料品にかかる関税を引き下げる大統領令に署名した。

M&A（合併・買収）など

- ・医薬品大手ファイザー＜PFE＞は、肥満症治療薬を開発する新興企業メッツェラ＜MTSR＞の買収を巡り、デンマーク製薬大手ノボ・ノルディスク＜NVO＞との争奪戦に勝利した。買収総額は100億ドルを上回る可能性がある。
- ・動画共有プラットフォームのランブル＜RUM＞は、ドイツのデータセンター運営会社ノーザン・データ＜NB2. ドイツ＞を最大9億7000万ドルで買収する計画を明らかにした。両社はいずれもステーブルコイン発行企業テザーの支援を受けている。
- ・プライベートエクイティ投資大手アポロ・グローバル・マネジメント＜APO＞は、スペインのサッカーカークラブ、アトレティコ・マドリードの過半数株式を25億ドルで取得することで合意した。

今週の予定

11月19日（水）

米連邦公開市場委員会（FOMC）は、10月下旬に開いた金融政策会合の議事要旨を公表する。その会合では、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を0.25%引き下げ、3.75～4.0%とする決定が下された。この決定には二人が反対票を投じた。連邦準備制度理事会（FRB）のミラン理事は0.5%の利下げを主張し、カンザスシティ地区連銀のシュミッド総裁は利下げ自体に反対した。意見が割れたことで、今後の金利見通しを巡って、ウォール街では通常以上の不透明感が生じている。市場では、12月9～10日の次回会合で利下げが実施される確率はほぼ五分五分とみられている。これは1週間前の3分の2の確率から低下したもので、複数の委員が先週、12月の利下げに反対姿勢を示したことが背景にある。

AI関連銘柄の指標的存在であるエヌビディアが、2025年8～10月期（2026年度第3四半期）決算を発表する。エヌビディア株は今月、6.1%下落している。ビッグテック銘柄の高いバリュエーションに対する投資家の不安が背景にあるが、年初来では依然として42%上昇している。エヌビディアは、力強い見通しを示すことで、こうした懸念を和らげる可能性がある。エヌビディアは、ウォール街の売上高見通しを12四半期連続で上回ってきた。直近の四半期については、ファクトセットがまとめたアナリスト予想で、一株当たり利益（EPS）は1.25ドル、売上高は548億ドルとされており、このうち488億ドルをデータセンター部門が占める見通しだ。予想通りとなれば、EPSは54%増、売上高は56%増となる。

統計と数字

230億ドル：ギニアでの鉄鉱山の開発費用。世界最大規模の鉱山で、30年の開発期間を経て操業を開始した。

43日：米国史上最長となった政府機関の一部閉鎖の日数。この閉鎖は12日に終了した。

1億1000万ドル：ゲーム大手エレクトロニック・アーツ＜EA＞の総額550億ドルに上る非公開化買収案件で、金融大手ゴールドマン・サックス＜GS＞が単独アドバイザーとして受け取る報酬額。

1.7%：中国の過去10カ月間の固定資産投資の減少率。少なくとも1992年以降で初めての減少となる。

By Sabrina Escobar
(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』 2025/11/16

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