

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/11/23

THIS WEEK'S MAGAZINE



1. 国際ラウンドテーブル：欧州の復活に投資するための12銘柄 - LVMH and 11 More Stocks to Ride Europe's Revival [カバーストーリー] P.1
財政支出の増加、金利の上昇、新たなイノベーションに魅力
2. ストラテジー株は回避するのが無難だが、優先株は一考の余地あり - Strategy Stock Is Scary. Its Preferred Might Be Worth a Look. [フィーチャー] P.10
保有する多額のビットコインを背景に優先配当の支払い余力は高い
3. 米国市場に殺到するアジアの超小型株を警戒すべき理由 - Tiny Stocks From Asia Are Flooding U.S. Markets. Why You Should Steer Clear. [フィーチャー] P.13
起きている事象とその要因を理解し、備える
4. 破壊的と批判されるトランプ政策、予期せぬ経済的貢献 - Trump's Record on the Economy Actually Has Wins. Ten Things to Be Grateful for This Thanksgiving. [フィーチャー] P.16
感謝祭で再評価されるべき10の取り組み
5. エヌビディアに浮かれない退職世代の投資戦略 - Retirees, Don't Get Carried Away by Nvidia. Do This Instead. [フィーチャー] P.19
ポートフォリオに必要な「緩衝材」
6. 世界市場の鍵を握るのは日本の政策、FRBではない - Japanese Policy Holds the Key to Global Markets, Not the Fed [経済政策] P.20
日本が世界への流動性供給を逆転させる
7. 警戒感に支配されるAI主導相場 - The Bull's Wild Ride: What We Have Here Is A Worrywart Market. [コラム] P.22
強気材料がそろっても不安が勝る市場心理の偏重
8. 市場は激しい動きだが方向感の出ない展開へ - Welcome to the 'Violently Flat' Market. Where We Go From Here. [米国株式市場] P.24
好材料は織り込み済みだが、売り込まれるような悪材料も見当たらず
9. エヌビディアの配当が1株当たり0.01ドルにとどまる理由 - Behold Nvidia's Penny Dividend. Is It Telling Us Something? [投資戦略] P.26
増配の機は熟している
10. 苦戦ディズニー、突破口はクルーズ事業 - Disney Stock Has Struggled. One Solution: Go Big on Cruise Ships. [経済関連スケジュール] P.28
年初来6.4%安、ディズニー株価は精彩欠く

※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. 国際ラウンドテーブル：欧州の復活に投資するための12銘柄

[カバーストーリー]

LMH and 11 More Stocks to Ride Europe's Revival

財政支出の増加、金利の上昇、新たなイノベーションに魅力

米国に対する長年のアンダーパフォームが終了



Illustration by Jiayi Li

米国以外の株式は過去30年間で最も堅調な上昇を謳歌（おうか）しており、普段は海外市場にほとんど関心のない米国の投資家さえ引き付けている。幸いなことに、海外株、特に欧州株への投資は、これからでも遅くない。欧州では、緩慢ながらも大きな政策の変化が来年の企業利益を押し上げると見込まれ、それに株価が反応している。

MSCI欧州指数は年初来で27%上昇（米ドル建て）している。これはS&P500指数（12%上昇）を上回り、長年のアンダーパフォームを終わらせた。

欧州株の過去15年間のトータルリターンは年平均6.8%で、S&P500指数の半分を下回る。

本誌は最近、欧州を専門とする投資のプロを招き、今年の歴史的上昇を受けた欧州市場の今後の見通しについて評価した。専門家は2026年も株価がさらに上昇すると予想している。その主な要因は、金利の正常化による金融業界への追い風、防衛を中心とする財政支出の増加、そして国内の人工知能（AI）イノベーションによって欧州大陸のデータセンターで半導体と電力の需要が急激に増加することだ。さらに、こうしたトレンドの恩恵を受ける12の銘柄も挙げてもらった。

パネリストは、ソーンバーグ・インベストメント・マネジメントの株式担当ディレクターで、ソーンバーグ・インターナショナル・エクイティ・ファンド<TGVAX>とソーンバーグ・インベストメント・インカム・ビルダー・ファンド<TIBAX>のマネジャーであるマット・バーデット氏、ゴールドマン・サックス・インターナショナル・エクイティ・インサイツ・ファンド<GCIIX>のマネジャーで、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントのクオンツ投資戦略のグローバル共同責任者であるオスマン・アリ氏、ジャナス・ヘンダーソン・グローバル・セレクト・ファンド<JORAX>とジャナス・ヘンダーソン・オーバーシーズ・ファンド<JDIAX>を運用するジュリアン・マクマナス氏、グローバルデータTSロンバードのシニアエコノミストであるダビデ・オネリア氏だ。

編集後の議論は以下の通り。

本誌：今年は欧州株が好調だ。何が株価を上昇させ、投資家の態度を変えたのか。

オネリア氏：欧州は長年停滞していた。経済は2008～2009年のリセッション（景気後退）における二番底からあまり回復せず、さらに欧州債務危機が起きた。金融政策は非常に緩和的だったが、経済を復活させることはできず、財政政策は緊縮モードにとどまっていた。

現在は異なる環境に入りつつある。金融政策と財政政策の組み合わせは、はるかに正常なものになっている。ドイツは本格的な財政支出を公約し、投資の追い風を提供している。労働市場がひっ迫し、

賃金の伸びがコロナ禍前の水準を大幅に上回っているため、消費も回復している。最後に、極端な低金利の時代から抜け出し、投資家がそれなりのリターンを得られるようになっている。株式のバリュエーションはこの変化にまだ順応していない。

アリ氏：欧州市場の（過去10年間の）パフォーマンスが米国市場を下回っている一因はポートフォリオの構成だ。欧州市場は25%を金融セクターが占める。金融、ヘルスケア、資本財セクターを合わせれば60%だ。米国市場の約35%はテクノロジーセクターだが、欧州市場では8%にとどまる。

過去10年間のテクノロジーのルネサンスのおかげで、米国市場が優れた投資先であると言うのは簡単だった。しかし、マグニフィセント・セブン（アルファベット<GOOGL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アップル<AAPL>、メタ<META>（旧フェイスブック）、マイクロソフト<MSFT>、エヌビディア<NVDA>、テスラ<TSLA>）をS&P500指数から除くと、過去5年間のリターンは欧州を下回っている。欧州には利益を生み出す方法が常に存在する。特に現在は、欧州市場の大部分を占めるセクターが良好な立場にあるのでなおさらだ。

■ 欧州の自立路線が銀行システムの改革を促す



Photograph by Maegan Gindi

Q：こうしたセクターが利益を得やすい立場にある理由は。

バーデット氏：欧州では金融危機後、マイナス金利が導入され、株価指数の中で最も大きな割合を占める金融セクターの業績に大きな打撃を与えた。現在、金利環境の正常化は進んでいる。欧州の銀行の業績予想修正は非常に内容が良い。人々は、政策金利が正常なら、預金や貸し出しによって利益を生み出せることを忘れていた。

マクマナス氏：欧州が成長と自給自足を目指すなら、ドイツ、ひいては欧州全体に必要な変化に適応するために、銀行システムが解決策の一部とならなければならない。

過剰な規制の結果、資本は積み上がっている。金融危機後、欧州中央銀行（ECB）は銀行の自己資本要件を引き上げただけでなく、危機時の備えとして利益の10%を毎年拠出することを求めた。自己資本のTier 1比率は約15%と必要な水準を上回っている。

自己資本要件が1%引き下げられるたびに、欧州の貸し出しは1000億ユーロ増加する可能性があると推定されている。これは経済全体だけでなく、欧州の銀行にとっても強力な追い風になるだろう。今後も依然として業績が加速する余地は大きいが、銀行の株価には部分的にしか反映されていない。

Q：欧州のさらなる自立を促進している要因は。

オネリア氏：米政権がより敵対的になったことで、欧州の政策決定者は独力で自分を守らなければならぬと感じている。中国も欧州の製造業セクターの中核にとって主要な産業上のライバルとして台頭している。さらに、ロシアのウクライナ侵攻が欧州のエネルギー供給バランスに大混乱をもたらしている。

欧州経済は巨大だが、その規模を生かすには統合をさらに深める必要がある。例えば、欧州では大規模な研究・開発が行われており、優れた起業家も存在する。しかし、そのアイデアを実証するための資金を調達し、規模を拡大するには、米国に来なければならぬ。米国が単独の市場であるのに対し、欧州には20以上の異なる政府が存在する。欧州の政治家は、企業の設立手続きを簡素化するなど、これらの問題への対処を進めている。資本市場の統合に向けた後押しが強まっている。

Q：この変化から恩恵を享受する可能性がある銀行は。

マクマナス氏：スペインのバンコ・ビルバオ・ビスカヤ・アルヘンタリア（BBVA）<BBVA.スペイン>と、オーストリアに本社を置き、中東欧にエクスポートナーを有するエルステ・グループ銀行<EB S.オーストリア>は、貸し出しが堅調に増加している。自己資本要件が緩和されれば、貸し出しの伸びはさらに加速するだろう。

両行の株価収益率（PER）は1桁で、株価純資産倍率（PBR）もわずか1倍強だ。これは少し前よりも高い。しかし、両行は金融危機前に15～20%の自己資本利益率を生み出しており、PBRは2倍だった。業績の加速、さらなる資本創出、依然として低いバリュエーションを考えると、上値余地は大きい。

バーデット氏：BNPパリバ<BNP.フランス>はよりバリュ一株に近い。米国での訴訟リスク（スイス子会社を通じてスーダンで提供したサービスに関連。スイス政府は訴えに法的根拠がないと主張）に関する報道が最近の下落につながった。しかし、BNPは大規模で、欧州全域で事業を展開している。今後数年間で欧州が自立を進める中、資本市場も厚みを増すだろう。BNPはそれによる恩恵を受けると見込まれるが、業績予想には反映されていない。

Q：銀行の必要自己資本比率の引き下げはどこまで進んでいるか。

マクマナス氏：現在、政策決定のレベルで議論が行われている。しかし、緩和の可能性があるのは自己資本比率だけではない。欧州の銀行と銀行同盟ではM&A（合併・買収）が増加しており、成長を促進するために複数の面で規制が緩和される可能性がある。

オネリア氏：資本市場の厚みを増し、年金セクターをより発展させることは、国家財政を損なうことなく、インフラなどの欧州の重要な政策課題の資金を調達するために役立つ可能性がある。問題は、欧州は動きが遅いということだ。具体的な動きが見えない限り、市場がそれを織り込むのは難しい。しかし、政治的な面から見ても他に選択肢はないため、私は実現すると強く確信している。

防衛株には上値余地あり

Q：こうした自立路線の中で防衛企業が好調だ。欧州の防衛株にさらなる上値余地はあるか。

マクマナス氏：当社は引き続き英国の航空宇宙・防衛企業BAEシステムズ<BA.英国>（旧ブリティッシュ・エアロスペース）に前向きだ。BAEが関与しているプラットフォームやプログラムは、短期的なものでも、ウクライナを支援するためだけのものでもない。今後20～25年にわたって成長するプログ



Photograph by Maegan Gindi

の需要が増加することを示唆していたためだ。そのため、フランスの航空宇宙・防衛企業サフラン<SAF.フランス>、イタリアで航空宇宙業界向けに基本的な製品・サービスを提供するレオナルド<LD.O.イタリア>を購入した。

それ以降、バリュエーションと株価上昇によって確信度は5まで低下しているが、このテーマから撤退すべきだとは考えていない。

Q：航空宇宙・防衛セクターのバリュエーションをどう見るか。

バーデット氏：現時点では、当社は買い手というより売り手だ。当社はラインメタルを保有しているが、持ち分を徐々に削減してきた。ドイツによる支出増加の大部分は、バリュエーションに反映されている。

アリ氏：セクター全体が過去に比べてプレミアムとなっており、株価は年初来で40～50%上昇している。しかし、欧州に関しては、当社は相対バリュエーションに20%のウエートを置き、個別銘柄が基調的なテーマへのエクスポージャーを有するかどうかに60%のウエートを置いている。

欧州では、バリュエーションが株価下落を招く傾向は、日本よりもはるかに弱い。日本ではバリュエーションにもっと注意すべきだ。日本は集団主義的な考え方が強く、物事が平均回帰する傾向にある。米国はその逆で、誰もバリュエーションを気にしていないように見える。欧州はその中間で、テーマがより重要だ。

Q：欧州の財政支出計画の変化はどれほど重要か。

ラムだ。従来、投資家はBAEを2%のペースで成長する企業と見なしてきた。現在は1桁後半に近いペースで成長しており、利益率も改善している。株価は依然としてそれを十分に反映していない。

アリ氏：当社はロシアのウクライナ侵攻以来、3年以上にわたって航空宇宙・防衛セクターをオーバーウエートとしている。当時、当社の確信度は10段階中の3～4で、それを反映して、ノルウェーのコングスベルグ・グルッペン<KOG.ノルウェー>、フランスのタレス<HO.フランス>、ドイツのラインメタル<RHM.ドイツ>といった防衛企業に投資した。欧州では、あるテーマに対応した企業が各国に存在する。そのため、1～2社のみに賭ける必要はなく、多様な銘柄に投資できる。

当社の確信度は昨年、6～7に上昇した。その理由は、クオンツ投資モデルにおけるシグナルや、サプライチェーン（供給網）のデータが、欧州の軍備増強計画よりも前に米国の防衛製品

オネリア氏：ドイツが計画している物理的インフラとグリーンインフラへの支出だけでも、今後12年間の国内総生産（GDP）の1%強に上る。ちなみに、第二次世界大戦後の歐州復興計画「マーシャル・プラン」への支出は1年間のGDPの1%だった。さらに、理論上は年間GDPの約3%に相当する防衛支出が加わる。これは大きな金額だ。

市場にとって重要な疑問は、この刺激策がいつ実行されるかだ。皆、刺激策が実行されること自体は信じている。ドイツが債務ブレーキについてのルールを変えたのは大きな一歩だ。

当社の予想では、2026年第1四半期にさらなる動きがあるだろう。ドイツ政府は、手続きを簡素化し、政策の実行を促進するための一連の措置を承認したばかりだ。

Q：ドイツの支出は増えるかもしれないが、中国経済の低迷と長引く不動産不況によって中国の個人消費は減少している。中国の買い物客をターゲットとする欧州の高級品メーカーにはどのような影響があるか。

アリ氏：LVMHモエヘネシー・ルイ・ヴィトン<MC.フランス>やリシュモン<CFR.スイス>のような高級品メーカーは、通常6～9カ月の間隔で、オーバーウエートとすべき時期とアンダーウエートとすべき時期が交互に訪れる。幾つかの兆候に基づくと、センチメントは6月以降改善しているが、業績が上向くために必要なレベルを依然として下回っている。LVMHとリシュモンの製品の需要が増加しているという報道もあるが、当社の調査では、まだそのような様子は見られない。

マクマナス氏：今年の中国の高級品売り上げは依然としてやや減少しているが、減少幅は今年これまでと比べて大幅に縮小している。こうした改善は、当社が保有しているLVMHなどの株価に表れている。大きな富の貯蔵手段である不動産市場にも注目する必要がある。不動産価格は低下し続けているが、低下幅は以前より小さい。

バーデット氏：コロナ禍の際に中国はわれわれには想像もできないような規模のロックダウン（都市封鎖）を経験した。また、貿易戦争も激化しつつある。中国共産党は経済に占める消費の割合を引き上げようとしているが、「アニマルスピリット」が解き放たれるには至っていない。改善の兆しもある。中国の消費者には大きな繰り延べ需要があり、欧州の高級ブランドは依然として人気がある。

Q：中国企業はますますグローバル化しつつある。欧州の多国籍企業にとって何を意味するか。

マクマナス氏：投資したくなる、あるいは注視したくなる中国有力企業が登場するだろう。例えば、世界最大の電池メーカー、コンテンポラリー・アンペレックス・テクノロジー（寧徳時代新能源科技）(CATL) <300750.中国>や電気自動車（EV）大手のBYD（比亜迪）<1211.香港>がそうだ。ドイツの自動車メーカーは中国企業との競合で苦戦を強いられている。

バーデット氏：中国のイノベーションの原動力は歴史的な観点で劇的なものだった。米国では中国車を購入できないが、自動車やEVにおけるリーダーは今や中国だ。これは、欧州の既存自動車メーカーにとって問題だ。

しかし、バイオテクノロジー業界を見ればいい。私は化学者だったが、20年前、私の研究室の半分は中国出身だった。中国発のイノベーションは多い。製薬業界は共同研究を通じて中国の研究開発エンジンを上手に活用してきた。中国のイノベーションは犠牲者だけではなく多くの受益者も生んでいる。新薬の開発は困難だ。ゴールを決めるには多くのショットを打つ必要がある。

Q：欧州に、中国企業との協業で具体的な利益を得た製薬会社はあるか。

バーデット氏：具体的にはないが、私はロシュ・ホールディングス<RO.スイス>が気に入っている。糖尿病や肥満に関連した資産を買収した際に株価が上昇したが、今は沈静化し、来期予想利益に対するPERは13倍を下回っている。

ロシュは医薬品開発事業の有用な情報源となる診断関連事業を保有する唯一の製薬会社だ。最近アルツハイマー病に関する血液検査を発売したほか、アルツハイマー病治療薬「トロンチネマブ」の第3相臨床試験（治験）を実施中で、2028年にはデータが出る見込みだ。肥満治療薬が登場する前、アルツハイマー病は製薬業界にとって宝の山だった。現在のバリュエーションにアルツハイマー病関連の可能性は織り込まれていない。

マクマナス氏：欧州の製薬会社には大きな価値があり、その医薬品開発パイプラインは過小評価されている。投資家の様子見は政策の不透明さが原因だ。トランプ政権は薬価の高騰や過剰な医療費といった難問を関税による脅しなど型破りな方法で解決を図った。各企業は米国政府と個別に取引をしており、状況がより透明になれば、魅力が高まるだろう。

ハイテク業界



Photograph by Maegan Gindi

Q：米国市場はハイテク大手（Big Tech）を意味するようになった。欧州のAI関連の投資機会にはどのようなものがあるか。

アリ氏：リソグラフィ（露光）は半導体製造における重要な工程であり、露光装置の供給企業はオランダを本拠とするASMLホールディングス<ASML>のみだ。ドイツには、パワー半導体大手のインフィニオン・テクノロジーズ<IFX.ドイツ>など、半導体エコシステムに貢献する企業群が存在する。

欧州では、人気半導体向けの設備投資額を巡る懸念から、ハイテクは最もボラティリティー（変動率）が高いテーマとなっている。今年になり懸念が強まり、今も払拭（ふっしょく）されてはいないが、AI関連テーマは「大き過ぎてつぶせない」存在になりつつある。データセンター構築に注がれる膨大な労力とエネルギーによって、AI関連テーマは独自の生命力を獲得した。

マクマナス氏：すべての道は半導体と他社にはできないことをできる企業を経由する必要がある。しかし、そうした現実がASMLのような企業のバリュエーションには反映されていない。中国にはできないことがあり、その一つがASMLが提供する先進的な露光技術だ。われわれは、2027年以降の1株当たり利益（EPS）を基に、PERと割引キャッシュフ

ロー分析を組み合わせてASMLのバリュエーションを行っている。それが、半導体業界がますます露光集約的なプロセスノードに移行するタイミングだからだ。2027年度のEPS34ユーロにPER30倍を適用すると、株価は1020ユーロとなり、足元の株価から15%の上昇となる。そして、その後10年にわたり成長が加速する可能性が高い。

通商協議では重要な鉱物資源やレアアース（希土類）を握る中国が優位に立っており、米国の技術の対中輸出制限が緩和されるか興味深いところだ。ベセント米財務長官が何を言おうと、米国とその同盟国がレアアースのサプライチェーンを構築するには1、2年かかる。

Q：米国がASMLの特定の技術について中国への販売を制限しているが、その影響は。

マクマナス氏：昨年、ASMLは中国向けの受注見通しを半減せざるを得なかった。

ハイテク以外のAI関連銘柄



Photograph by Maegan Gindi

業が利益を得る。

われわれはイタリアのエネル・グループ<ENEL.イタリア>を保有しており、PERは13倍を下回っている。これに対し米国の公益企業のPERは平均で約22倍だ。エネルは効率化を図るとともに、自社株買いを実施している。一方、米国の公益企業は事業資金調達のため、新株を発行している。

アリ氏：欧州の株主還元利回りは5%と、他の市場を大幅に上回っている。ハイパースケーラーが入札を実施している全データセンター契約の今後10年間の電力需要総量は欧州連合（EU）全体の現在の電

Q：ハイテク業界以外でAIの恩恵を受ける企業に面白い銘柄はあるか。

バーデット氏：ハイパースケーラー（巨大クラウド企業）はデータセンター構築に年間5500億～6000億ドルを支出する予定だ。2、3年前は1000億ドルだった。マッキンゼーの予測では、データセンター向けに必要となる追加電力は今後5年間で126ギガワット（GW）に達する。これに対し、56基の原子炉を保有し、フランスの全電力の約75～80%を供給するフランス電力（EDF）<ECIFY>の発電量は62ギガワット（GW）と、データセンター向け需要（AIおよび非AI）の半分にも満たない。

その結果、再生可能エネルギーへの移行を既に進めている欧州の電力需要が大きな影響を受けることになる。公益事業はわれわれにとって2番目に大きいオーバーウエート分野だ。エネルギー移行は電力価格のボラティリティを高める。価格のボラティリティが上昇すれば、顧客基盤、発電資産、送配電網を有し、必要とされる場所へ電力を送ることができる総合公益事

力需要にほぼ匹敵する。誰もが複数の契約に入札しており、すべてが承認されるわけではないので割り引いて考える必要があるが、過去数年にわたり減少していた欧州の電力需要も増加に転じており、公益企業にとっては追い風だ。また気候変動の影響で欧州のエアコン需要は増加しており、これも追い風となる。

バーデット氏：われわれはフランスの通信大手オレンジ（旧フランス・テレコム）<ORA.フランス>も保有している。企業価値EBITDA（利払い・税引き・償却前利益）倍率は約6倍。業界第4位の通信事業者が苦戦しているため、オレンジを含む上位3社が資産買収提案を行った。業界の準再編が実現すれば、競争環境と市場シェアの面で改善が期待できる。通信業界は長年にわたり、主に規制圧力により不振が続いてきた。しかし、自立化やデジタル化、AI推進を考えた場合、これらを収益化するには優れたネットワークが必要となる。さらに、オレンジはスペインの合弁会社を買収し、改善基調にあるスペイン事業を統合する予定だ。市場が改善する中、時間とともにキャッシュフローの増加が見込まれる。

欧州市場全体のカタリスト

Q：欧州市場全体では、他にどのようなプラスのカタリストがあるか。

アリ氏：欧州の投資家の保有株式に占める欧州株の割合（60%弱）は、米国の投資家の保有株式に占める米国株の割合（80%超）を下回っている。投資資金の流入で欧州市場の株式相場が上昇するという場合、その大半は域外からの流入だ。

欧州の資産運用会社との間で対話が行われており、顧客資金を債券から移動させるよう説得する動きがある。欧州のカルチャーはリスク回避的だ。欧州人がホームバイアス（自国市場偏重）を採用した場合に欧州の株式にどのようなカタリストとして働くか想像してほしい。

オネリア氏：リスク回避傾向の強いドイツ人のドイツ株式市場参加が以前よりも増加しているという報告がある。

年初における外国株の買い材料の一つは、米国の不安定な政策や自ら招いた関税問題によるダメージがドル安を招く可能性があるという見方だった。株式とドルが同時に売り込まれたのは、人々が積み上がったドルリスクをヘッジしようとしたためだ。相関性の崩壊（株式市場とドルの同時安）は一過性の現象だったという見方がある。

われわれは、人々がドルリスクのヘッジに関心を持つ可能性が高まっていると考えている。米国の市場制度の弱体化、不安定な政策、インフレの可能性から、歴史的なドル高から今後数年でドル安へと移行する可能性がある。それが投資を分散化するもう一つの理由だ。これは米国から投資資金を引き揚げるべきだという意味ではなく、追加の投資資金の配分をどうするかという問題だ。われわれは、米国以外の選択肢はないという見方には懐疑的だ。

A Dozen Ways to Play Europe's Revival

European markets are performing well this year, and the stage is set for further share-price gains, backed by growth in corporate profits.

Matt Burdett

Manager, Thornburg International Equity and the Thornburg Investment Income Builder funds

Company / Ticker	Recent Price	12-Month Change	Market Value (billion)	2026E P/E	Dividend Yield
BNP Paribas / BNP.France	€66.69	10.4%	\$86.2	6.0	11.1%
Roche Holding / ROG.Switzerland	CHF306.70	21.0	311.9	14.9	3.1
Enel / ENEL.Italy	€9.00	34.4	106.0	12.7	5.2
Orange / ORA.France	13.96	41.7	43.0	11.3	5.5

Julian McManus

Manager, Janus Henderson Global Select and Janus Henderson Overseas funds

Company / Ticker	Recent Price	12-Month Change	Market Value (billion)	2026E P/E	Dividend Yield
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria / BBVA.Spain	€17.60	86.7%	\$117.4	9.2	4.1%
Erste Group Bank / EBS.Austria	88.05	64.6	41.8	9.5	3.4
BAE Systems / BA.UK	£18.05	39.3	71.2	21.5	2.0
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton / MC.France	€611.30	3.9	352.2	25.4	2.1
ASML Holding / ASML.Netherlands	865.60	37.5	388.9	33.0	0.8

Osman Ali

Manager, Goldman Sachs International Equity Insights fund

Company / Ticker	Recent Price	12-Month Change	Market Value (billion)	2026E P/E	Dividend Yield
Safran / SAF.France	€299.20	37.1%	\$146.7	28.3	1.0%
Leonardo / LDO.Italy	50.16	101.6	33.6	21.9	1.1
Infineon Technologies / IFX.Germany	33.04	10.9	50.0	20.5*	1.1

Note: E=estimate. *Estimate for fiscal year ending September 2026.

Source: Bloomberg

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

2. ストラテジー株は回避するのが無難だが、優先株は一考の余地あり

[フィーチャー]

Strategy Stock Is Scary. Its Preferred Might Be Worth a Look.

保有する多額のビットコインを背景に優先配当の支払い余力は高い

ビットコインの急落とストラテジー株



Ronda Churchill/Bloomberg

ビットコインの急落はビットコイン保有大手のストラテジー<MSTR>の普通株式には悪夢だ。しかし、ストラテジーの優先株式に賭けてみたい投資家にとっては好機到来かもしれない。10月初旬の高値からビットコインは約30%下落して8万5000ドルとなり、近年では最大級の価格急落だ。下落の背景には、米連邦準備制度理事会（FRB）が予想以上にタカ派であったこと、市場がリスク回避的な動きを見せていたことなど複合的な要因を挙げることができるが、結局のところ、今回の下落はレバレッジ・ポジションの解消やビットコインの上場投資信託（ETF）の売却を誘う呼び水となった。

価格の急落はビットコインの「HODLer（ホドラー）」にとって不愉快なものだが、ストラテジー（旧マイクロストラテジー）にとっては、とりわけ手痛いものとなった。「ホドル（HODL）」は元々、熱狂的な暗号資産の信奉者が「holder（ホルダー）」をタイプミスしたところから始まった。暗号資産の支持者はそれ以来、「ホドル」を「死んでも放すな」の意味に解釈するようになった。

ストラテジーの戦略は、普通株式、優先株式および債務を発行して調達した資金でビットコインを購入するというものだ。ストラテジーは550億ドル相当のビットコイン、すなわち発行済の2000万ビットコインの約3%を保有しており、積み増しを継続中だ。しかし、ストラテジーの普通株式は7月下旬以降、50%超下落し177ドルとなっている。1年前に到達した最高値543ドルには遠く及ばない。ストラテジーの評価額には、かつては大幅なプレミアムが付いていたが、今は純資産価値に近い水準にある。ストラテジーの約80億ドル相当の転換社債も価格下落を余儀なくされている。

ストラテジーの優先株式

リスクを取ってもいいと考える投資家にとって最適なのは、ストラテジーの優先株式への投資だ。優先株式は弁済順位の高い株式の一形態で、債券に類似した高利回りの固定配当が支払われる所以昔から個人に人気がある。発行体にも好む理由があり、たとえ無配になったとしても即デフォルトに陥ることはない。ストラテジーは今年5回に分けて約80億ドルの優先株式を発行した。多くの優先株式と同様に、ストラテジーの優先株式も期限の定めがなく、償還義務もない。4銘柄はNASDAQ市場で活発に取引されており、それぞれのティッカーと愛称は次のとおりだ。<STRC>はストレッチ、<STRD>はストライド、<STRF>はストライフ、<STRK>はストライクだ。

ストラテジーの優先株式は普通株式や転換社債同様に、最近の下落相場で値を崩している。利回りは価格急落前から高かったものの、過去6週間で1~2%ポイント上昇した（普通株式は無配当）。価格下

Strategic Investment

Strategy's preferred securities are the preferred way to play the company.

Preferred Ticker (type)	Recent Price*	Current Yield	Amount Outstanding (billion)	Dividend
STRC (Variable-rate)	92.59	11.3%	\$3.0	Cumulative
STRF 10% (Senior)	93.84	10.5	1.3	Cumulative
STRK 8% (Convertible)	75.56	10.7	1.4	Cumulative
STRD 10% (Junior)	66.58	14.9	1.3	Non-cumulative

Note: *Percentage of face value of \$100

Sources: Bloomberg, company reports

落により、ストラテジーの80億ドルの優先株式の配当利回りは現在10~15%で、市場規模3000億ドルの優先株式市場で最も利回りの高い銘柄となっている。対照的に、JPモルガン・チェース<JPM>、ウェルズ・ファーゴ<WFC>、バンク・オブ・アメリカ<BAC>などの大手銀行が発行する優先株式の利回りは約6%だ。

本誌は、ストラテジーの株価が今の倍だった1年前にストラテジーの普通株式には弱気だったが、暗号資産のリスクを許容できる投資家にとっては、優先証券は妙味があるよう見える。ロサンゼルスを本拠地とする大手資産運用会社、キャピタル・グループはそうした考えを持ち、10億ドル超の優先証券を保有している。ビル・ミラー氏も同じ考えで、ミラー・インカム・ファンドは、現在約15%と配当利回りが最も高いストラテジーの優先株式ストライド<STRD>を保有している。

確かにリスクはある。S&Pグローバル・レーティング（S&P）はストラテジーをジャンク級のシングルBマイナスに格付けし、ストラテジーの債務に懸念を表明している。格付けが付与されない優先株式を格付けすれば、その格付けは一段と低くなるだろう。S&Pはストラテジーの「事業に広がりがなく、ビットコインに集中し過ぎており、流動資産としての米ドルの保有額が少ない」点がリスクだとしている。

ストラテジーの最大の批判者の1人である投資家のピーター・シフ氏は最近、「ストラテジーのビジネスモデルは『高利回り』の優先株を購入するインカム志向のファンドに依存している。しかし、この高利回りは実際には支払われることはないだろう。ファンドマネジャーがこのことに気づけば、優先証券を売却し、MSTRは発行できなくなり『死のスパイラル』が始まるだろう」とツイートした。

この批判は公正ではないように見える。ストラテジーは株式発行で得た資金を使って優先配当の支払いを行っており、ビットコインの売却は躊躇（ちゅうちょ）してきたが、ビットコインを売却しようと思えば売却できる。550億ドルのビットコインを保有するストラテジーは長期にわたり優先配当の支払いを継続し、必要があれば80億ドルの転換社債の返済をすることも可能だ。フォン・リー最高経営責任者（CEO）は第3四半期決算説明の電話会見で「優先配当の支払いに必要であれば高値圏にあるビットコインを売却することもできる」と強調した。20日のツイートで、ストラテジーは「足元のビットコ

インの水準であれば、価格が横ばいでも、71年分の配当を貰うことができる」と語った。リーCEOおよび他のストラテジー関係者は優先株式を保有している。

ビットコインの価格が下落しても優先配当の支払い継続は可能

リスクはビットコイン価格の急落だが、仮にそれが起きてもストラテジーは優先配当の支払いを継続することはできるだろう。たとえビットコインを売却せざるを得なくなったとしても、優先配当の支払いを行うことは、重要な資金調達源を確保することができるため、ストラテジーの利益にかなう。ストラテジーは通常の利益を計上していないため、優先株式には保有者に税務上のメリットもある。配当は資本還元と見なされ、税金は投資家が証券を売却するまで繰り延べられる。ストラテジーは資本還元による配当の税務メリットを10年かそれ以上維持したい考えだ。

ストラテジーの優先株式4銘柄の特徴はそれぞれ異なる。30億ドルと発行額が最大の変動金利型のストレッチは現在、額面割れの約93ドルで取引されており、利回りは11%だ。ストラテジーの目指すところは、ストレッチの取引価格が額面近傍となることで、月次配当率を調整してその目標を達成したい考えだ。

ストライクの表面上の配当利回りは8%だが、75%の大幅な額面割れで取引されており、足元の利回りは11%だ。転換請求権が設定されており、10株のストライクを1株のストラテジーの普通株式へ転換可能で、大幅なアウト・オブ・ザ・マネーであるものの、若干の価値はあるオプションである。

ストライフは配当利回りが10%で額面の約94%で取引されており、利回りは10.5%で、おそらく最も安全性の高い優先株式だ。配当支払いが行われない場合、累積する仕組みになっている。最も弁済順位が低くリスクの高い優先株式はストライドで、配当利回りは10%、額面の約67%で取引されており、利回りは約15%だ。ストライドは4銘柄中唯一の非累積型で、配当の支払いが行われない場合でも補填（ほてん）の必要がない。ただし、莫大なビットコインの保有量を考慮すれば、ストラテジーが配当を支払わないとは考えにくい。

ビットコインは万人向けの資産ではなく、その点はストラテジーの優先株式も同様である。とはいえ、暗号資産に慣れている投資家であれば、ストラテジーの優先株式は多額の資産を背景に高利回りの機会を提供する。ホドルする（持ち続ける）価値があるかもしれない。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

3. 米国市場に殺到するアジアの超小型株を警戒すべき理由

[フィーチャー]

Tiny Stocks From Asia Are Flooding U.S. Markets. Why You Should Steer Clear.

起きている事象とその要因を理解し、備える

アジアのIPO銘柄に異常な急騰と暴落のパターン



ANGELA WEISS/AFP/ Getty Images)

中国のヘルスケア企業であるフェトン・ホールディングス<PTHL>は7月28日に1株当たり30ドル96セントという過去最高値で取引を終え、時価総額は2億ドルを超えた。年間売上高が50万ドル未満であり、利益がなく、特段のニュースもないにもかかわらず、フェトンの株価は、2024年9月の新規株式公開（IPO）以来、約70%近くも急騰していたのだ。しかしその後、すべてが崩壊した。株価は7月29日に95%急落し、翌日にはさらに33%下落した。8月以降は1ドル未満で取引されており、現在は上場廃止の危機にひんしている。

フェトン株の暴落は例外的な事例ではない。カリブ海のタックスヘイブン（租税回避地）に設立され、中国・香港・東南アジアで事業を展開する数十社の小規模企業が、ここ数年NASDAQ市場に殺到している。本誌が確認した文書やチャット記録によれば、これらの一員は非公式かつ匿名の投資家グループによる執拗な推奨が行われていたようだ。取引所や規制当局は、こうした銘柄に絡む潜在的な市場操作を阻止するための措置を講じているが、新規企業の上場は続いている。既にボラティリティ（変動率）の高い小型株市場で取引する投資家は、損失を被らないよう警戒すべきだ。

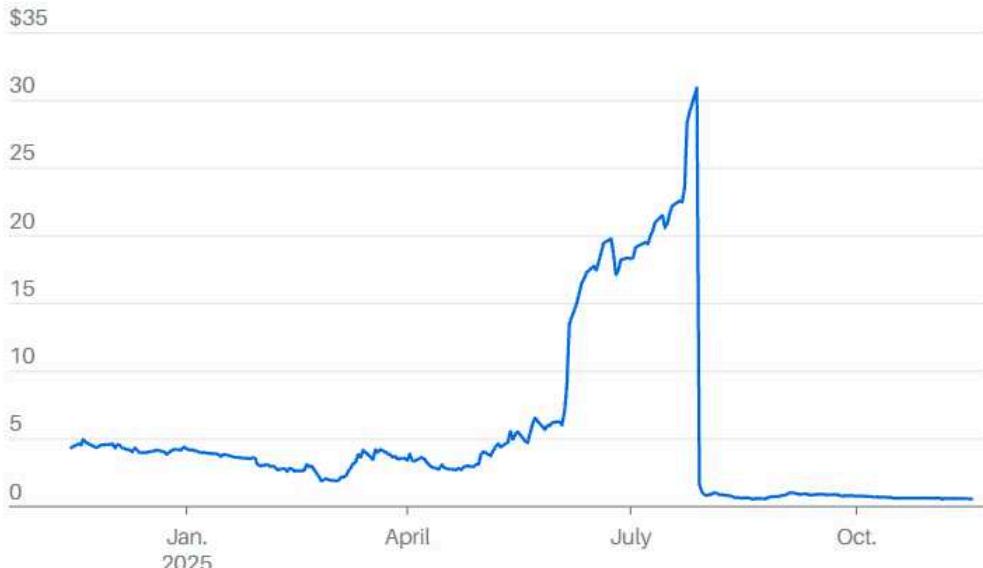
フロリダ大学の金融学教授であるジェイ・リッター氏がまとめたデータによると、10月中旬時点で中国または香港を拠点とする490社が、2001年以降にニューヨーク証券取引所（NYSE）またはNASDAQに上場している。このうち約29%が2023年以降の上場であり、2025年は既に上場件数で過去最高を更新している。特にペニー株（1株当たり5ドル未満で取引される低位株）の上場ペースが加速している。リッター教授が追跡したIPOのうち、2001年から2022年にかけて調達額が1000万ドル未満であったのは約6%であった。しかし、2023年以降は、4分の3超がこの水準を下回っている。これらは、火鍋レストラン、イベント企画会社、無名のコンサルティング会社といった零細企業だ。インドネシア、シンガポール、および東南アジアのその他の地域からの数十社のIPOもこれに加わっている。

ルネサンス・キャピタルのリサーチャー、アンジェロ・ボチャニス氏によれば、数十社が取引初日に株価が2倍、中には3倍になったものもある。フェトンのようにその後にさらに急騰した企業もごく少数ではあるが存在する。ボチャニス氏は、「こうした急騰は往々にして短命だ」と警告する。ダウ・ジョーンズ・マーケット・データによると、2025年にNYSEやNASDAQで発生した1日当たりの下落率上位20銘柄うち、8銘柄が2023年以降に上場した外国企業だった。さらに2銘柄は2022年に初めて上場した企業だ。

背景にソーシャルメディアでの推奨による株価操作

The Anatomy of a Collapse

Pheton Holdings plummeted in late July



Source: FactSet

リッター氏は、機関投資家はこうした銘柄を避けると指摘する。しかし個人投資家は時折、短期で巨額のリターンを約束するソーシャルメディア上のグループに誘い込まれてしまうことがある。本誌が入手したチャット記録によれば、シアトル地域の投資アドバイザーと関係があると称するあるワツアップ（メタのメッセージアプリ）上のグループは、フェトン株が下落する数カ月前から繰り返しフェトン株を推奨していた。このグループで共有された無記名のプレゼン資料には、大手製薬会社であるギリアド・サイエンシズ＜GILD＞がフェトンの株式の30%を取得し、取締役会の2議席を占めるだろうと書かれていた。

そのプレゼン資料には、「豊かな人生のために、健康に投資せよ」と書かれていた。がん患者の治療に用いられる放射線療法を開発するフェトンは、2024年末時点ではフルタイム従業員はわずか10名で、年間売上高は44万8196ドルと報告している。フェトンは2022年以降、利益を計上していない。この執拗な宣伝は、7月29日にフェトンが崩壊するまで続いた。ワツアップグループのリーダーの一人は、その原因を「大規模な空売り圧力」と指摘した。29日早朝、市場アナリストのエドウィン・ドーシー氏は、フェトンが「海外の株価操作グループに操られており、近い将来に深刻な株価暴落のリスクに直面している」と警告するリポートを公表していた。

フェトンの広報担当者は本誌に対し、「フェトンはワツアップなどのプラットフォーム上でのプロモーション活動を認識しておらず、承認もしていない。売り抜けが発生した後でこれらのグループの存在を認識した」と述べた。フェトンはギリアドとは一切関係がないと説明した。そして、ギリアド社自身も本誌に対し、フェトンとのいかなる事業関係も開示していないと回答した。

SECとNASDAQの反撃

本誌が入手した別のワッツアップのチャット記録では、アドバイザーらが9月後半にシンガポールの超小型株であるスマート・デジタル・テクノロジー・グループを推奨していた。5月にNASDAQに1株当たり4ドルで上場した株価は数カ月で45～55ドルに上昇すると述べていた。しかし、それは現実にならなかった。スマート・デジタル株は9月25日に13ドル61セントで取引を終えたが、翌日には86%も急落した。これらのワッツアップの推奨者たちも同様に、この大暴落を「悪意ある空売り筋」のせいにした。

米証券取引委員会（SEC）はその後間もなく、「潜在的な相場操作」を理由にスマート・デジタルの取引を停止した。スマート・デジタルは規制当局へ届出の中で、NASDAQから情報提供要請を受けたとし、「いかなる相場操作活動にも関与しておらず、SECとNASDAQの両方に全面的に協力する」と述べた。スマート・デジタルは本誌の追加コメントの要請に応じなかった。規制当局と取引所はこの現象に対処するための措置を講じている。SECは9月、海外拠点の企業に関する証券法違反を取り締まるためのタスクフォースを設置した。SECは取引停止命令を出すことができ、今年だけでもアジア拠点のペニー株IPOの数社に対してこれを行っている。

一方、NASDAQは9月4日にSECに対して、上場廃止手続きの迅速化、主に中国で事業を行う企業に対する最低募集額を2500万ドルと設定すること、すべての新規上場企業に対して1500万ドルの浮動株要件を導入することを提案した。SECはこれらの規則をまだ承認しておらず、連邦政府が閉鎖されていない場合でも承認プロセスには数カ月を要する可能性がある。NASDAQはコメントを控え、SECは本誌のインタビュー要請に応じなかった。

その間も、海外のペニー株はNASDAQに上場し続けている。例えば、プラチナム・アナリティクス・ケイマンという企業は9月22日の上場後に急騰した。しかし、それから2週間も経たないうちに、株価吊り上げを目的としたソーシャルメディアでの推奨が疑われるとして、SECが取引停止処分を下した。プラチナム・アナリティクスは株価操作に関与していないと主張している。

投資家が警戒すべき二つのポイント

確かに、世界中のIPOの多くは堅実な投資対象となるだろう。S&P500指数の構成銘柄よりリスクが高いとはいえ、大半は信頼できる企業だ。しかしながら、投資家は幾つかの警告サインに注意すべきだ。

第一に、こうした企業はもともと少ない発行済み株式のほんの一部しか公開しないことが多い。フェトンは17%を売り出したが、中には15%以下に留める企業もある。株価操作がなくても、浮動株が少ないので過度なボラティリティーが引き起こされ、大株主による大規模な売却に対して投資家が影響を受けやすい状態になる。

第二に、さまざまな株主や取引の追跡を困難にする企業構造に注意すべきだ。本誌が調査した最も不可解な銘柄の多くは、ケイマン諸島や英領バージン諸島に設立された持株会社であり、その投資家や子会社もカリブ海の持株会社だ。ケイマン諸島に本拠を置くフェトンは目論見書で、英領バージン諸島に本拠を置く会社を支配し、その会社が香港に本拠を置く会社を支配し、その会社が中国の持株会社を支配し、その持株会社が北京でがん治療を開発する事業会社を支配していると説明している。この構

造は大規模な多国籍企業には理にかなうが、従業員10名の企業には異例だ。

こうした情報は、投資家を市場で最もリスクの高い資産から遠ざける可能性があり、企業がSECに提出する目論見書で入手できる。しかし、IPO後の急騰への期待やソーシャルメディア上の誇大宣伝が、時として適切なデューデリジェンス（資産査定）を妨げることもある。近年、実質的な裏付けのない数百もの海外ペニー株が米国市場に上場している。さらに多くの企業が今後、上場を控えている。しかし、ポートフォリオに組み入れるのに値するものはほとんどない。

By Nate Wolf
(Source: Dow Jones)

4. 破壊的と批判されるトランプ政策、予期せぬ経済的貢献

[フィーチャー]

Trump's Record on the Economy Actually Has Wins. Ten Things to Be Grateful for This Thanksgiving.

感謝祭で再評価されるべき10の取り組み

トランプ政策の功罪



Corbis / VCG / Getty Images

この記事は、筆者の感謝祭ディナー（11月27日）を台無しにしかねない。というのも、その日の食卓に集まる家族は、トランプ大統領に対する厳しい批判者たちだからだ。とはいえ、筆者のように世界経済の分析を生業とする者にとって、正しい分析や議論を行うためには破壊的に見えるものの中から有望なものを見つける必要がある。

トランプ氏の支持者は、株式市場が引き続き史上最高値に近い水準にあることこそ、トランプ氏が素晴らしい仕事をしている最良の証拠である

ると主張するだろう。しかし筆者は、トランプ氏による破壊的な経済政策が残した傷痕を人工知能（AI）への投資ブームが隠していると考える。関税政策は市場をゆがめ、減税措置は財政赤字を拡大させた。さらに、司法、規制当局、そして大学に対する攻撃は、米国の強さを支える基盤に長期的な損害をもたらした。それでもなお、わが家で七面鳥を食べる面々は、筆者を食卓から追い出す前に、経済成長を促す有望な政策が存在することを認めるべきである。

欧州の国防費

トランプ氏は長年の同盟国との信頼関係を損った代償を払うことになるだろう。しかし、これまでの政権は欧州各政府に国防費の応分の負担を実行させることはできなかった。ロシアのプーチン大統領の好戦的な姿勢が一因となったことは言うまでもない。だが、北大西洋条約機構（NATO）の加盟国が、2032年までに国防費を国内総生産（GDP）の5%に引き上げることに最終的にコミットしたのは、トランプ氏による「愛のむち」が決定的役割を果たしたからだ。これによりドイツは、長年重視してきた「債務ブレーキ」（基本法による制約）を放棄するに至った。

カナダの国内市場改革

トランプ氏による理解し難い関税政策とカナダへの敵対姿勢は、意図せざる結果として、マーク・カーニー首相にカナダの州間の貿易障壁の多くを撤廃させることになった。米国との通商関係は混乱し、カナダの成長見通しに暗い影を落としている。しかし、長年先送りされてきたこうした構造改革は、ワシントンからのショック（療法）なくして実現し得なかっただろう。

設備投資費用の即時償却

設備投資費用を一括で即時費用計上できる制度を恒久化することは、企業による成長に向けた投資を促す実質的なインセンティブとなる。大型減税を含む「大きく美しい（ビッグ・ビューティフル）法」の魅力的な会計条項は、世界を変えるほどの大政策ではない。この税制変更により2026年の政府歳入は打撃を受ける可能性があるが、生産性の持続的な改善をもたらし、生産や利益、雇用の拡大を通じて最終的には財政面でも帳尻は合うはずだ。

規制緩和

航空機事故や重油流出でも起きない限り、人々は規制を疎ましく感じる。トランプ氏による環境規制やグリーン税額控除の「逆コース」は、極めて近視眼的であると言わざるを得ない。しかし、中小企業の経営者と少し話せば分かるように、地方政府、州政府、連邦政府の各種規制は数多く負担は重い。規制が簡素化されれば、事業者は事業の成長に集中する時間を得られる。

ステーブルコイン

トランプ氏の家族が暗号資産（仮想通貨）関連企業に出資している点を考えると、政権がこの新興産業を積極的に推進している事実に疑問を抱かざるを得ない。それでも、トランプ氏が強力に後押ししたステーブルコインの規制整備に関する法律（ジニアス法）の成立により、ドル連動型ステーブルコインの発行枠組みが示された。これにより、米国は世界の資金の動きを大きく変える可能性を持つデジタル通貨システムの中心に立つことになった。

サプライチェーンの再構築

バイデン前政権が半導体生産の米国内回帰に着手したことは評価されるべきである。しかし、この取り組みを拡大させた点ではトランプ氏にも功績がある。例えば、半導体受託生産で世界最大の台湾積体電路製造（TSMC）<TSM>、そして半導体大手のマイクロン・テクノロジー<MU>などが、米国内で数千億ドル規模の投資を進めている。同時に、日本、オーストラリア、ウクライナ、カザフスタンにおけるレアアース（希土類）生産と供給網の構築に向けた枠組みも有望視されている。

サウジアラビア

感謝祭の食卓でトランプ氏の話題以上に火種になるのは中東以外にない。リヤドやエルサレムでの不正行為を看過することは簡単にはできないが、困難に直面するパレスチナ人を含む中東の人々は、トランプ氏が引き続き中東に安定をもたらす手助けをするならば、より豊かで安全な未来を手にするだろ

う。もしトランプ氏の仲介により、サウジアラビアがイスラエルを国家承認すれば、巨額の投資資金と世界最先端の技術が結び付くことになる。

東アジアの安全保障

10月、トランプ氏が日本および韓国の防衛を武器や技術で支援するコミットメントを改めて示したことは、これまで両国に強いてきた不均衡な通商条件に対する有効な是正策となる。通商面での不満は、いずれワシントンに跳ね返ってくる可能性がある。ただし現時点では、両国とも国防費の増額に同意している。この合意は、中国の影響力が高まる中、この地域の経済活動と安全保障を下支えすることになるだろう。

国境管理

トランプ政権がしばしば暴力的な手法で不法移民の送還を進めてきたことは、冷酷で結果として自らの首を絞めるような対応に映る。また、経済成長も損なう。しかし、仮に（大きなIFではあるが）、数年以内に議会が実質的な移民制度改革を実現させるならば、この問題に対して政治的圧力を強めたトランプ氏が一定の評価を受ける可能性がある。

アルゼンチン支援

10月21日の中間選挙を控え、苦境に立つハビエル・ミレイ大統領に救済の手を差し伸べたことは、アメリカンフットボールにおけるヘイルメアリー・パス（試合終了間際の最後のロングパス）に等しい無謀な賭けに見えた。しかし、それは政治的にも財政的にも成功したようである。右派のミレイ氏の政党は最多得票を獲得し、スコット・ベセント財務長官によれば、米国はミレイ氏に提示した200億ドルの通貨スワップ協定で既に利益を上げているという。巨額の債務と高インフレに苦しむアルゼンチンには長い道のりが続くが、ベセント氏は正しい判断を下したのである。現時点では、アルゼンチンにとってもプラスに働いている。

この中の幾つかの主張には、誇張があるかもしれない。それでも、基盤そのものが変化する世界のなかで、明るい経済要因を探し出すことは精神の健全さに寄与する。いずれかの主張に共感された方から来年の感謝祭ディナーに招待されることを密かに期待しておきたい。

筆者は外部の寄稿者で、投資戦略コンサルティング会社のアーブロース・グループのマネージング・パートナー。オバマ政権で上級経済政策顧問を務めた。

By Chris Smart
(Source: Dow Jones)

5. エヌビディアに浮かれない退職世代の投資戦略

Retirees, Don't Get Carried Away by Nvidia. Do This Instead.

ポートフォリオに必要な「緩衝材」

[フィーチャー]

ハイテク銘柄への過剰投資を見直す



Dreamstime

半導体大手エヌビディア<NVDA>の力強い決算は、人工知能（AI）関連株に対するバブルの懸念を和らげたかもしれない。しかし年末期を迎える、ボラティリティ（変動率）がじわりと高まる中で株価が軟調になり、市場は神経質さを増している。退職世代にとって、ポートフォリオに「緩衝材」を設け、特定の人気銘柄やセクターへの過度な依存を避けるのは賢明だ。市場が本格的な調整局面に入るようなら、ポートフォリオの見直しや調整が必要になるだろう。

言うまでもなく、エヌビディアはAIの象徴的銘柄だ。先週発表された8~10月期決算は、エヌビディア製半導体の需要が依然として非常に旺盛であることを示した。だが、いまやエヌビディアは時価総額ベースでS&P500指数の約8%を占め、指数全体のパフォーマンスを支えている。ダウ・ジョーンズ・マーケット・データによれば、S&P500指数が今年増やした時価総額6兆8000億ドルのうち、実に1兆7000億ドルをエヌビディアがもたらした。

20日のエヌビディア株急落が示した通り、AI相場が息切れした場合、S&P500指数は簡単に下落しかねない。これまでのテクノロジー株の大きな上昇を踏まえると、多くの投資家が長期のバランス型ポートフォリオとしては、テクノロジーセクターへのエクスポージャーが過大になっている可能性がある。

グラナイト・ベイ・ウェルス・マネジメントの最高投資責任者（CIO）ポール・スタンリー氏は「保有株を一気に手放す必要はないが、一部を利益確定し、小型株や中型株に振り分けることを検討してほしい」と語る。中型株は過去数年にわたり市場全体のパフォーマンスに後れを取ってきたが、バリュエーション面ではより魅力的だ。特に、国内志向の工業株や金融株が多く、関税の影響も比較的軽い。小型株は大企業より借り入れ依存度が高いため、金利低下局面で相対的に恩恵を受けやすい。スタンリー氏は「ボラティリティへのエクスポージャーを減らすなら、いまほど良い時期はない」と指摘した。

依然として有効な60/40の配分

また、全体的な資産構成にも目を向けて。退職者に最適な株式と債券の比率に唯一の正解はないが、伝統的な株式60%/債券40%のポートフォリオは良い出発点となる。ドイツ銀行の調査機関による最近の研究では、60/40のポートフォリオが名目ベースで損失を出す確率が最も低く、25年間のリターンがマイナスになる確率は0.1%と、米財務省短期証券（Tビル）より低いことが示された。

退職世代の中には、株も債券も同時に下落した2022年の痛手を依然として引きずっている人もいるだろう。だが、2022年は、インフレ抑制を狙った米連邦準備制度理事会（FRB）による急速な利上げが

もたらした異例の年だった可能性が高い。足元では債券のパフォーマンスは改善し、ポートフォリオの重しとしての伝統的役割に戻りつつある。上場投資信託（ETF）のiシェアーズ・コア米国総合債券ETF＜AGG＞は今年のトータルリターンが約7%で、（債券価格と利回りは逆方向に動くため）FRBが利下げに転じればさらに上昇が見込める。

ワンストップ型を望むなら、バンガード・バランスド・インデックス・ファンド＜VBIAX＞が手軽な選択肢だ。米国株式と債券市場をおおむね60/40の比率で追跡する低成本のインデックスファンドである。もし、現在のポートフォリオがあるべき構成になっていないなら、好調な銘柄を一部売却し、今振るわなかつた資産、あるいは損失を出した資産を買うという手もある。今年は株も債券も上昇しているため、実際の損失はそれほど多くないが、それでもバランスは取れる。

スタンリー氏は、市場の動きに反応してその度にリバランスするのではなく、定期的にリバランスする方法を推奨する。四半期ごと、半年ごと、あるいは年に一度でもよいが、年末はちょうど良いタイミングだ。

2年分の生活費を現金で手元に

現金も忘れてはならない。退職者向けの経験則としては、社会保障その他の収入源を差し引いたうえで、生活費を貯るためにポートフォリオから取り崩す最大2年分の現金をクッションとして確保しておくことだ。これにより、相場が荒れた際の痛みを和らげ、株価が下がったタイミングで生活費のためにやむなく株を売らずに済む。

ニューヨーク市にあるボーン・ファイド・ウェルスの社長であり、『Money Together』（未邦訳）の共著者ダグラス・ボーンペース氏は「人々は、自分の持ち株がどれだけ良いリターンをもたらしてくれたかに、ついつい舞い上がりてしまいがちだ」と語る。だが、勝ち組銘柄に惚れ込みすぎて分散を怠ってはいけない。現金は退屈かもしれないが、市場が下振れしたときには持っていて良かったと思うはずだ。

By Elizabeth O'Brien
(Source: Dow Jones)

6. 世界市場の鍵を握るのは日本の政策、FRBではない Japanese Policy Holds the Key to Global Markets, Not the Fed 日本が世界への流動性供給を逆転させる

[経済政策]

再び強まった米国の利下げ期待

世界の株式市場と債券市場の行方は、主要な中央銀行が下す決定にかかっている。しかし、それは投資家を悩ませているのとは別の中央銀行かもしれない。先週、米連邦準備制度理事会（FRB）の次回連邦公開市場委員会（FOMC）に対する予想は大きく揺れ動き、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標の0.25%の引き下げが再び有力視されている。しかし、日本の金融政策や財政政策にも注目すべきである。

米国では、過去最長となる43日間の連邦政府機関の一部閉鎖で大幅に遅れていた9月の雇用統計が20日



Lina Selg/Bloomberg

に発表された。非農業部門就業者数は11万9000人増加し、エコノミストの予想を大きく上回った。しかし、その前の2カ月分については合計3万3000人下方修正され、8月の就業者数はマイナス圏（4000人減）に沈んだ。

発表された9月の失業率は0.1%ポイント上昇して4.4%となったが、これは労働参加率の上昇を反映しており、良い材料だ。一方で、パートタイム労働者がフルタイムの仕事を望んでいる場合や、仕事が見つかると思えば求職する人を含む、いわゆる「最も広義の失業率（統計マニアにはU6として知られる）」は0.1%ポイント低下し、8%となった。

FRBにとって、政府統計の欠如によって、政策担当者は統計面の「霧」に包まれたようだ。しかし、労働市場は雇用も解雇も少ない状態にあるものの、他の一連の指標は経済が順調であることを示している。アトランタ連銀の「GDPナウ」によれば今四半期の成長率は4.2%と、経済が堅調であることを示している。

それにもかかわらず、CMEフェドウォッチサイトによれば、12月9、10日に予定されるFOMCにおいて現在のFF金利の誘導目標レンジ（3.75～4%）が0.25%引き下げられる確率は21日に70%を超え、1週間前のほぼ2倍に跳ね上がった。それはニューヨーク連銀のジョン・ウィリアムズ総裁の発言を受けたものだ。ウィリアムズ氏はFF金利を中立金利に近づけるために、「短期的にはさらに調整余地がある」と述べた。ウィリアムズ氏の見解が決定的だったことには、二つの理由があった。

注目される雇用関連統計

ニューヨーク連銀のトップでありFOMCの副議長を務めるウィリアムズ氏は、FOMCでは常任投票権を持ち、FRB理事会議長でありFOMC議長でもあるジェローム・パウエル氏に次いで大きな影響力を持つ傾向がある。さらに、ウィリアムズ氏の投票は、クリストファー・ウォラー理事、スティーブン・ミラン理事、金融監督を担当するミシェル・ボウマン副議長と合わせて、利下げを確実に支持する4票となる。12人で構成されるFOMCで過半数の7票を得るのに必要なのは、あと3票にすぎない。

カンザスシティ連銀のジェフリー・シュミッド総裁は、10月の利下げに反対し、据え置きを支持した。ボストン連銀のスザン・コリンズ総裁は先週、小幅の金融引き締めが引き続き、適切だと述べた。シカゴ連銀のオースタン・グールズビー総裁は、利下げを「前倒し」することに不安を感じると付け加えた。

最新の雇用統計は、次回FOMCに間に合わない。11月統計（10月分の一部を含む）の公表は、12月16日まで遅れる。FOMCは審議初日の12月9日に10月の雇用動態調査（JOLTS）を、12月3日には、給与計算・人事管理のオートマチック・データ・プロセッシング<ADP>の民間雇用報告を受け取る予定だ。加えて、週次の新規失業保険申請件数も発表される。申請件数は引き続き、歴史的低水準にとどまっている。

しかし、流動性の状況に影響を与える要因はFRBだけではない。特に、日本で起きることの影響は日本国内にとどまらない。ソシエテ・ジェネラル<GLE>のストラテジスト、アルバート・エドワーズ氏は、「世界の金融市場は長らく、日本の数十年にわたる超低金利と巨額の量的緩和に依存してきた。特に、西側各国の政治家は、日本が流動性の蛇口を閉めることを恐れるべきだ。これは、日本が供給する流動性によって西側諸国の国債利回りが事実上、膨れ上がった財政赤字を正当化する水準よりも低く抑え込まれてきたからだ」と記している。

為替市場への介入を注視すべき

それは、起こりつつあるのかもしれない。東京で流動性の蛇口がひねられる最も明確な兆候は、円相場の下落を食い止めるための行動だろう。円相場は20日に1ドル=158円まで下落して2025年初の安値に並び、日本の当局者が事実上の防衛ラインと見なす160円に近づいた。振り返ると、為替介入はドル売りを必然的に伴い、日本銀行が保有する米国債の一部を売却することを意味する。それは米国債の売却は事実上ドルの流動性を引き締め、エドワーズ氏が述べたように世界的な金融システムへの資金供給のプロセスを逆転させる。

円安は日本の長期国債利回りの急上昇を伴っている。いずれも、日本の高市早苗新首相の著しく拡張的な政策を反映している。高市首相は巨額の財政赤字を支えるため、日本銀行の緩和的な金融政策を支持している。その結果、日本の国債利回りは急騰した。国内投資家、例えば大手生命保険会社にあっては、為替変動のヘッジコストを差し引くと米国債の利回りは日本国債より低くなっている。そのため、もはや資金を海外に投資するインセンティブはなくなっている。

放漫な政策も円安を刺激する。これに対して米国のスコット・ベッセント財務長官は9月に異議を唱えた。また、輸入物価の上昇は日本の消費者に打撃を与える。そのため、日本の片山さつき財務相は21日に、異例の為替介入の可能性を警告し、当面の円相場を安定させた。

繰り返すと、日本政府による為替介入の可能性は、エドワーズ氏が指摘する世界市場への流動性の流れを逆転させることになる。次のFRBの行動と同じくらい、それを注視すべきである。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. 警戒感に支配されるAI主導相場

[コラム]

The Bull's Wild Ride: What We Have Here Is A Worrywart Market.

強気材料がそろっても不安が勝る市場心理の偏重

決算と雇用指標に揺れる神経質な相場

先週の株式市場では、19日夜の半導体大手エヌビディア<NVDA>の決算発表と、政府機関の一部閉鎖で遅れていた20日の9月雇用統計の発表を控え、週初から慎重姿勢が強まった。

20日朝に材料が出そろうと、エヌビディアの好決算と堅調な雇用指標を受けて買いが広がり、市場は一時的に落ち着いた。しかし警戒心理はなお強く、市場はまもなく売り圧力にさらされて下向きに転じた。21日には、ニューヨーク連銀のウィリアムズ総裁が12月利下げに前向きな姿勢を示し、相場はようやく下げ渋った。



Mohamed El-Erian

それでも、投資家心理を揺さぶる根本的な懸念は残る。エヌビディアの圧巻の決算でも、人工知能（AI）関連投資の「巨額の資金投入に対しリターンが追いつかない」という構図を覆すには至らなかった。米銀大手JPモルガンはAI関連の借り入れ規模を最大7兆ドルと推計する。雇用統計も、表面上の強さに反して失業率上昇や7、8月分の下方修正など、安心材料には乏しかった。

米資産運用会社ウエストウッド・ホールディングス・グループのブライアン・ケイシー最高経営責任者（CEO）は、「エヌビディアは売上高

と利益が市場予想を大きく上回り、極めて高い期待の中でも実行力を示した。データセンター事業は総売上高の約90%を占め、第4四半期の売上高見通しは650億ドル、粗利益率は75%に上る」と語る。それでも、懸念は間近に迫っている。

警戒が先行する指数偏重の市場構造

ビットコインが史上最高値から30%下落したことを除いても、警戒を維持したほうが良いだろう。S&P500指数は史上最高値から5%ほど調整したにすぎない。

その一方で、指数構成の偏りは一段と強まっている。アルファベット<GOOGL>、アップル<AAPL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、半導体大手ブロードコム<AVGO>、メタ<META>（旧フェイスブック）、マイクロソフト<MSFT>、エヌビディア、電気自動車（EV）大手テスラ<TSLA>の主要8社だけで、指数全体の時価総額の約40%を占める状況だ。

独アリアンツのチーフエコノミックアドバイザー、モハメド・エラリアン氏は、この状況を「合理性を帯びたAIバブル」と分析する。AI分野では過大な投資が正当化される一方で、事業にAIの名を冠しただけの企業も混在していると指摘する。エラリアン氏は、株価指数におけるテクノロジー株の構成比上昇とリスク圧縮という二つの力学が市場を押し上げたが、同じメカニズムが逆回転する可能性もあると語る。市場には、現在のバリュエーションに値する企業とそうでない企業が混在しているという。

AI周辺への波及と取り残された割安株

AI関連銘柄は一枚岩ではない。バンク・オブ・アメリカの調査によれば、AI株はサブグループごとに独立した値動きを示しており、過去1カ月ではアジア太平洋地域のAIインフラ関連株が堅調だった一方、米国のAIインフラ企業はやや出遅れた。

米リバーフロント・インベストメント・グループのグローバル株式最高投資責任者（CIO）、アダム・グロスマン氏は、AIの投資機会がエヌビディアやマイクロソフトを大きく超えて広がっているとし、パロアルト・ネットワークス<PANW>、クラウドストライク<CRWD>、フォーティネット<FTNT>、ゼットスケーラー<ZS>といったネットワークセキュリティー企業を挙げる。また、AI向けデータセンターの建設・電力供給・冷却に関わるキャタピラー<CAT>、イートン<ETN>、GEベルノバ<GEV>などの存在も不可欠だと指摘する。

一方で、S&P500指数では主要8社を除く492銘柄の多くが依然として割安に放置されている。ウエストウッドのケイシーCEOは、イートンのほか、アスファルトなどの建設資材を供給し道路建設も手掛けるナイフ・リバー<KNF>、段ボール包装材を製造するパッケージング・コーポレーション・オブ・ア

メリカ<PKG>、電気部品メーカーのハッベル<HUBB>を例に挙げたうえで、これらの銘柄が最近まで著しく低迷していたことを認める。

それでもケイシー氏は、相場環境が厳しくなる局面では投資家が質の高い銘柄へ回帰するのが常だし、そうした流れが近づきつつあるとみている。

AI主導の時代と揺れるマクロ環境

現在の市場では、AIが他のセクターを圧倒する構図が続く。米ドラマ『ゆかいなブレディ家』で妹のジャンが姉のマーシャの陰に隠れていたように、市場の話題の中心は常にAIだ。

こうした中、ハーバード大教授で元米財務長官のラリー・サマーズ氏は、最近公開されたエプスタイン関連文書を受けてオープンAIの取締役を辞任した。2年前に巨大スタートアップの安定化役として迎えられた人物だが、その立場を維持できなかった。市場環境が不安定な中でも、AIの存在感の方がむしろ成長している印象さえある。

もっとも、AIの影響力が強い一方で、米国経済全体を支配しているのは依然として他の要因だ。エラリアン氏は「政府機関の閉鎖などのさまざまなショックを受けても、米経済は高い成長を維持した」と述べ、第2四半期3.8%、第3四半期3%の国内総生産（GDP）成長率の推計値を挙げながら、民間部門の回復力とダイナミズムを評価する。

FRBについて尋ねると、エラリアン氏はデータ偏重の政策を批判した。「金融政策には長い遅行効果があり、過去データに頼った判断は常に遅れる」と指摘し、2021年のインフレ急騰への対応の遅れをその典型例に挙げる。さらにエラリアン氏は、FRBがインフレ目標の2%に固執している点に疑問を呈し、「均衡インフレ率は2.5～3%で、実際のインフレ率はそれに近づいている」と述べた。

では、投資家は何に注視すべきか。エラリアン氏は、決定要因が経済論理ではなく国家安全保障や地政学へと移りつつあると指摘する。例えば、政権が企業の持ち分を取得すると決定したことで、突然にその企業のパートナーが増えたり、競合他社が低迷したりといったことだ。

エラリアン氏は現在コネチカット州に居を構え、米国の市場やアメリカンフットボールに近い生活に戻った。熱烈なニューヨーク・ジェッツのファンであるエラリアン氏は、過去10年で苦戦続きのチームを応援する理由を問われ、「1969年からの忠誠心だ」と語り、「なぜ希望を捨てないのかは精神科医に聞いてほしい」と締めくくった。

By Andy Serwer

(Source: Dow Jones)

8. 市場は激しい動きだが方向感の出ない展開へ

[米国株式市場]

Welcome to the 'Violently Flat' Market. Where We Go From Here.

好材料は織り込み済みだが、売り込まれるような悪材料も見当たらず

エヌビディアの好決算にもかかわらず下落

株式市場では明らかに何かが起きているが、残念ながら、それが何なのかははっきりしない。

先週は厳しい一週間だった。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1.9%下落して4万6245ドル41セントとなり、S&P500指数は1.9%安の6602.99で引けた。ナスダック総合指数は2.7%下落して2万2273.08となった。投資家にとって最も懸念すべきは、株価を押し上げるはずの好材料が数多くあったにもかかわらず、下落した点だ。小型株のラッセル2000指数は0.8%安の2369.59で週末を迎えた。



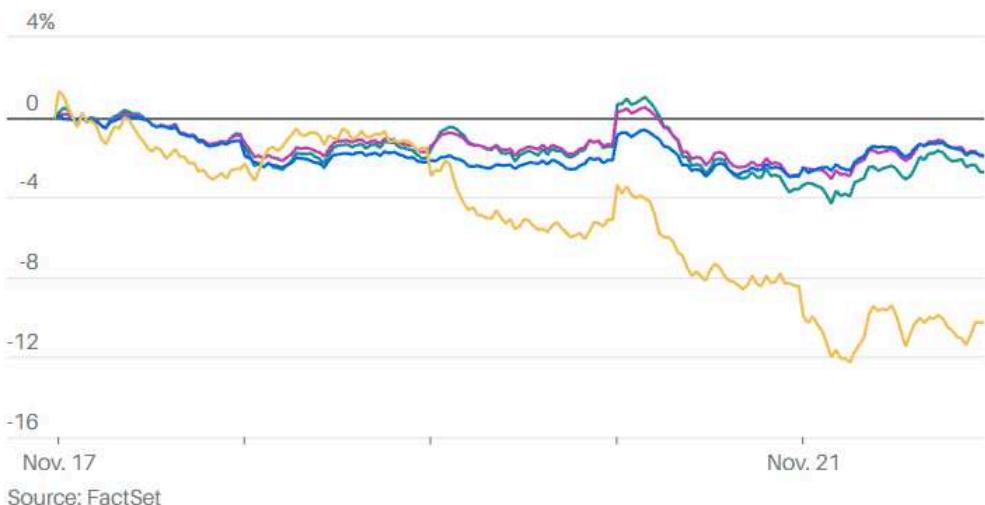
NYSE

20日が焦点の日だった。前日の取引終了後に発表された半導体大手エヌビディア＜NVDA＞の決算と業績見通しは堅調なものとなり、驚異的だという声も一部にあるほどで、当初はエヌビディア株も市場も上昇した。買い材料はさらに上乗せされた。遅れての発表となった9月の雇用統計が軟調な結果となり、米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げ期待を回復させるのに十分だったからだ。20日の早い時間帯では週間ベースで市場はプラスに転じる場面もあり、強気相場の継続が確実視されていた。

売り圧力と押し目買い

Market Dashboard

■ Dow Jones Industrial Average ■ S&P 500 Index
 ■ NASDAQ Composite Index ■ iShares Bitcoin Trust ETF



その後に売りが始まった。明確な説明は見当たらなかったものの、様々な見方が飛び交った。ビットコインが10月の過去最高値から32%下落したことを要因とする見方もあるれば、エヌビディアの堅調な決算が人工知能（AI）関連支出に対する懸念を和らげるどころか、かえって強めたという指摘もあった。単に投資家が「ニュースをきっかけに売りたがった」だけで、結果として買い手よりも売り手の意欲が上回る状況を生み出したのかもしれない。

当然のことながら、市場は次の悪材料を懸念している。S&P500指数はすでに50日移動平均線を割り込み、20日の安値の6521.92はトランプ大統領が追加関税をちらつかせた10月10日の安値である6552.51をわずかに下回った。指数がこの水準から大幅に下落すると、もう一段の安値を付ける可能性がある。

それでもなお、こうした状況が必ずしも今後数カ月間の市場の低迷を意味するわけではない。例えば21日には、法人向けソフトウェア大手のオラクル＜ORCL＞、電力大手のビストラ＜VST＞、人工知能

ソリューションを提供するアップラビン<APP>、半導体大手のアドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>、データ解析大手のパランティア・テクノロジーズ<PLTR>といった割高感の強いAI関連銘柄への売り圧力が強かったにもかかわらず、S&P500指数構成銘柄の約80%が上昇した。

さらに、第3四半期の決算発表がほぼ終了した現時点で好材料はすでに織り込み済みだが、投資家が再び買いに動く可能性はある。特にAI分野で大規模な支出をしている企業が支出を継続すればなおさらだ。レイモンド・ジェームズの株式ストラテジスト、タヴィス・マコート氏は「AI支出ブームは、大手クラウド企業のいずれかが『もう十分だ』と言うまで終わらないだろう。現時点ではその兆候は見られない。その日が来るのだろうが、時期尚早に感じられる」と語っている。

年末まで方向感がない中で激しい値動きの可能性

それでも年末までの期間が楽な展開になるわけではない。年末の2カ月間は季節的に堅調な時期なのにS&P500指数が2008年以降で最悪の11月を迎えようとしていることや、シカゴ・オプション取引所(CBOE)のボラティリティ指数(VIX指数)が4月以来の高値となる26を付けている状況は不安をあおる。つまり、押し目買いを狙う強気派と吹き値売りを狙う弱気派との攻防は、少なくとも状況を変える何かが起こるまでは、しばらく続きそうだ。

22Vリサーチのデニス・デブシェール氏は「年末に向けた展開は難しい。積極的に買いを入れる強い根拠はないが、明確な売り場というわけでもない。市場は『激しい動きのある横ばい』の状態が続き、急激な動きはあるものの明確な方向性は出ないだろう」と記している。

株式市場は瀬戸際で生き延びており、その状態は今年いっぱい続くかもしれない。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

9. エヌビディアの配当が1株当たり0.01ドルにとどまる理由

Behold Nvidia's Penny Dividend. Is It Telling Us Something?
増配の機は熟している

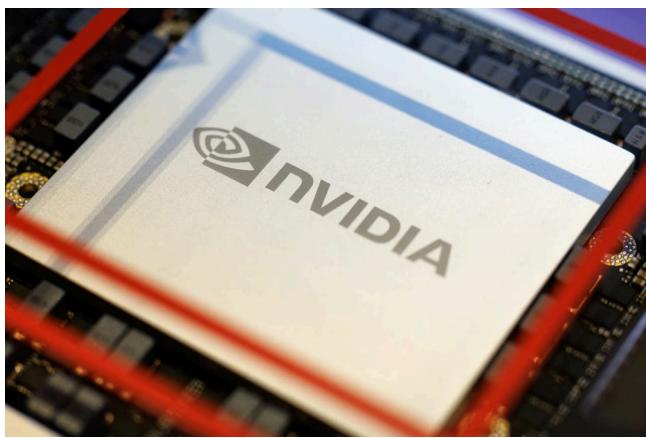
[投資戦略]

全般に配当は低下する傾向にある

半導体大手のエヌビディア<NVDA>が配当を支払っていることを知らない投資家は少なくないかもしれない。かつてエヌビディアは高配当銘柄で、毎年11月に増配していた。その後、株価の驚異的な上昇、株式分割、そして配当を据え置いた数年間を経て、四半期配当は1株当たり0.01ドルとなっている。配当利回りは0.0002%とS&P500指数構成銘柄の中で最も低い。しかし、株主が不満を言っているわけではない。この10年間のリターンは24000%にも上るからだ。

それでも筆者は配当に目を向けるべきだと考えている。その理由は、エヌビディアの配当の歴史は、株式市場全般で配当が減少する傾向にあることと合致しているからだ。株価が急上昇する中、企業は配当を減らしてきた結果、S&P500指数構成銘柄の配当利回りは1.1%にとどまっている。

配当はトータルリターンの重要な構成要素であるばかりでなく、市場が暴落する局面では未実現利益



SeongJoon Cho/Bloomberg

よりもはるかに良く持ちこたえる傾向がある。 億約家が不況や一時帰休を乗り切るための収入をもたらし、株価が下落した時点で再び投資するための元手となる。

エヌビディアの配当が1株当たり0.01ドルになった経緯

まずはエヌビディアの配当の歴史を振り返ってみよう。

1999年1月：ドットコム株バブルが膨らむ中、エヌビディアは株式を上場した。当時、配当は時代遅れだった。株価がやすやすと上昇する中、企業がインターネット経済の構築に資本を再投資するのを投資家は甘んじて受け入れていた。エヌビディアの上場後間もなくS&P500指数構成銘柄の配当利回りは1.1%前後で底打ちし、利益に占める配当金の割合は3分の1を割り込んだ（過去100年間の平均は利益の半分を上回る）。バブルが崩壊すると、S&P500指数構成銘柄の時価総額はほぼ半分に、NASDAQ総合指数の時価総額は4分の1未満に縮小した。

2012年11月：エヌビディアが発表した四半期決算プレスリリースには人工知能（AI）への言及はなく、本業のビデオゲーム向けグラフィックスカード、副業のスーパーコンピューティングソリューション、モバイル機器分野における成長への取り組みが記されていた。業績はまずまずで、現金残高は増加していたものの、株価は2007年に付けた高値の半分以下の水準で低迷していた。投資家の間で配当への関心が再び高まったため、エヌビディアは大幅な増配に踏み切った。それにより配当利回りは2.4%に上昇し、株価は8%値上がりした。

2019年11月：エヌビディアは配当開始以降で初めて11月の増配を見送った。グラフィックスカードが持つ高度な並列コンピューティング能力がAIにも適しているとの認識の高まりを受け、株価はこの数年にわたり急騰し続けている。決算説明会で配当が話題に上ることはなかった。

高配当株のリターンが相対的に高いことは立証されている

重要なのは、S&P500指数の過去10年間のリターンが278%で、長年にわたり増配を続けてきた銘柄で構成されるS&P500配当貴族指数を100%ポイント以上も上回っていることである。ただし、その一因は最近のバリュエーションの上昇だ。S&P500指数の予想株価収益率（PER）は3年前の19倍から25倍に上昇している。20年あまり前に配当貴族指数に投資し、3年前に売却したとすると、リターンは402%となり、S&P500を80%ポイント上回っていた。

ハートフォード・ファンズが集計したデータによると、1973年から昨年末までに増配または配当を開

始した企業の年率リターンは平均10.2%だ。一方、無配の企業の年率リターンは平均4.3%、減配または配当を停止した企業の年率リターンの平均値はマイナス圏にある。S&P500指数構成銘柄の1960年以降のトータルリターンの85%は配当によるもので、このことは配当金の再投資を長期間続けることによる複利効果の大きさを示している。

S&P500指数構成銘柄の利益に占める配当金の割合は、ドットコムバブル期に記録した最低水準を下回りつつある。このトレンドへの逆行を目指す投資家は、配当利回りが2.2%で経費率が0.35%の上場投資信託（ETF）、プロシェアーズS&P500配当貴族ETF<NOBL>などを購入することで、保有する指数連動ファンドを補完できる。より良い選択肢としては、より厳格なアプローチを用いて持続可能な高配当銘柄をスクリーニングするシェワブ米国配当株式ETF<SCHD>ETFが挙げられる。配当利回りは3.8%、経費率は0.06%、ポートフォリオ全体のPERは16.7倍だ。

筆者は市場が暴落すると予想しているが、それが来週のことなのか何年も先のことなのかは分からぬ。もし暴落すれば、投資家は配当金をより強く求めるようになると予想される。ウォール街はエヌビディアが2025年と2026年に創出するフリーキャッシュフローをそれぞれ930億ドル超、1510億ドルと予想している。一方、配当に費やしているコストは年間約10億ドルにすぎない。そろそろ増配すべき時が来ているのかもしれない。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

10. 苦戦ディズニー、突破口はクルーズ事業

Disney Stock Has Struggled. One Solution: Go Big on Cruise Ships.

年初来6.4%安、ディズニー株価は精彩欠く

[経済関連スケジュール]

着実成長の世界クルーズ業界、流れを変えるか



Illustration by Elias Stein

メディア娯楽大手ウォルト・ディズニー<DIS>は映画シリーズ、テレビ番組、テーマパークで知られているが、いまミッキーマウス（同社）が大きく賭けているのはクルーズ船事業だ。

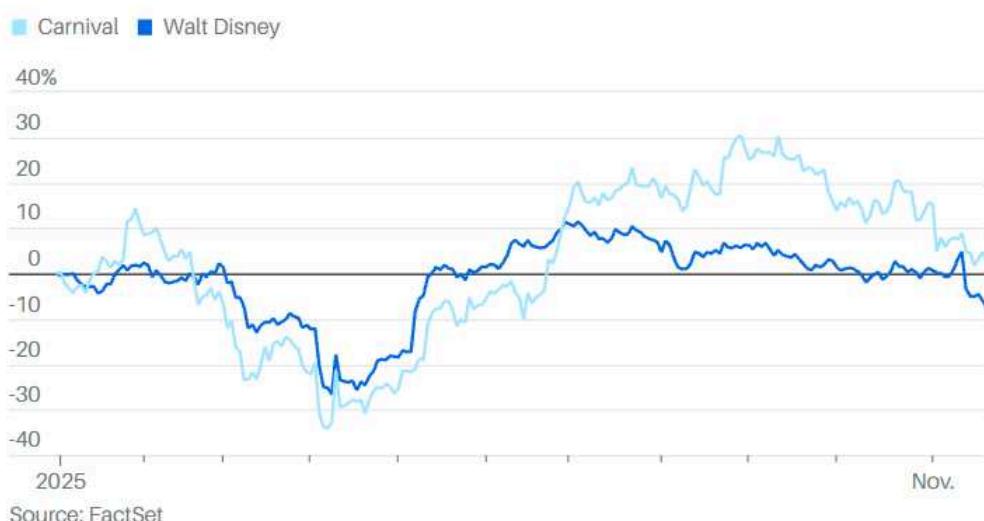
ディズニーは昨年「トレジャー号」を導入して船隊を強化し、先週は「デスティニー号」を就航させた。さらに来年3月には最大級の新造船「アドベンチャー号」の就航も予定している。シーポート・リサーチのアナリスト、デービッド・ジョイス氏は先週、「ストリーミング事業に加えて、来年のディズニー投資家にとっての焦点はクルーズ船事業になる」と指摘した。ジョイス氏によると、新造船は来年、28億ドル超の売り上げと5億ドル超の営業利益を生み出す可能性があるという。ジョイス氏は、ディズニー株を「買い」推奨とし、目標株価を130ドルに設定する。ディズニー株は21日に104.26ドルで引け、年初来で6.4%安となった。

クルーズ事業には費用がかかる。ディズニーは第4四半期（7～9月）の決算発表で、2025会計年度の設備投資が前年度の54億ドルから80億ドルへ増加したと説明したが、その大半は船隊拡充によるものだ。ヒュー・ジョンストン最高財務責任者（CFO）は「クルーズ事業には多額の投資を行っており、立ち上げコストが一段落する次年度の後半には、エクスペリエンス部門（テーマパークなど）の成長にとりわけ大きく寄与すると期待している」と述べた。

こうした成長は、テーマパーク需要に対する懸念を和らげるものだ。競争は激化しており、特に今年、フロリダ州オーランドでコムキャスト<CMCSA>がユニバーサル・エピック・ユニバースを開業してからは、その度合いが一段と増している。インフレも続いている。ディズニーは決算説明会で、テーマパーク需要は「基本的に当社の想定通り」だと述べた一方、クルーズ需要については「当社がこれだけ供給を増やしたにもかかわらず、非常に、非常に強い」と強調した。

The Lure of the Sea

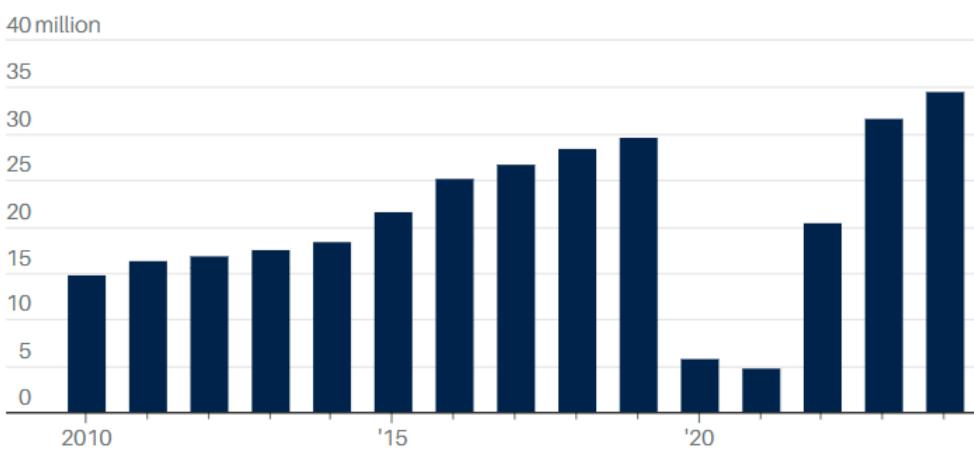
The stock of media conglomerate Walt Disney has suffered this year. Cruise line Carnival held up until recently.



Mostly Fair Winds

The global cruise-line industry has been steadily growing, except for the pandemic years.

Passenger Volume



先週の出来事

市場動向

今週の株式市場は、半導体大手エヌビディア<NVDA>の決算発表を控えて様子見で始まった。ビットコインが7カ月ぶりに9万ドルを割り込み。株価は全般に軟調だった。そうしたなか、18日には決算発表を翌日に控えたエヌビディア株が2.8%下落した。しかし19日、エヌビディアは市場予想を大きく上回る好決算を開示し、ファン最高経営責任者（CEO）は「AIバブル」論を退けた。発表が遅れていた9月雇用統計も予想を上回る内容だった。それでも株式相場はほどなく下落へ転じ、週を終えた。この結果、週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は前週末1.9%下落、S&P500指数は2%下落、NASDAQ総合指数も2.7%下落した。

企業動向

ウォルト・ディズニーは、アルファベット<GOOGL>傘下の米ネット配信サービス「ユーチュープTV」で自社番組の配信が15日間停止していた対立を解消し、配信再開で合意した。経営破綻したオピオイド系鎮痛剤メーカーのパーデュー・ファーマは、被害者に最大65億ドルを支払うよう創業家サックラー一族に求める、総額75億ドルの和解に合意した。パーデューは事業資産の大半を新会社ノア・ファーマ（Knoa Pharma）に移管する。イーロン・マスク氏率いるAI開発企業のxAI（エックス・エーアイ）は、150億ドルの資金調達に向け協議を進めており、企業評価額は2300億ドルとされる。米連邦地裁は、メタ<META>（旧フェイスブック）による、写真共有アプリのインスタグラムと通信アプリのワツツアップの買収が、ソーシャルメディア市場の競争を阻害したものではないとの判断を示した。

M&A（合併・買収）など

- ・製薬大手メリク<MRK>は、バイオ企業シダラ・セラピューティクス<CDTX>を92億ドルで買収すると発表した。また製薬大手ジョンソン・エンド・ジョンソン（J&J）<JNJ>はがん治療薬開発のハルダ・セラピューティクスを31億ドルで買収する。
- ・オランダの塗料大手のアクゾ・ノーベル<AKZA.オランダ>と、米国の同業のアクサルタ・コーティング・システムズ<AXTA>は合併で合意し、売上高170億ドル規模の塗料大手が誕生する。
- ・サイバーセキュリティー大手パロ・アルト・ネットワークス<PANW>は、AIサイバーセキュリティーを提供するクロノスフィアを34億ドルで買収する。
- ・メディア大手ワーナー・ブラザーズ・ディスカバリー<WBD>の買収に、同業パラマウント・スカイダンス<PSKY>、コムキャスト、動画配信大手のネットフリックス<NFLX>の3社が入札した。
- ・医薬品アボット・ラボラトリーズ<ABT>は、大腸がんスクリーニング検査キット「コロガード」を展開するイグザクト・サイエンシズ<EXAS>を210億ドルで買収する。

今週の予定

11月24日（月）

第3四半期決算シーズンは力強い内容となったが、短縮取引週となる今週は決算発表が少なく、終盤に差し掛かっている。S&P500指数構成企業のうち約95%が既に決算を発表しており、1株当たり利益（EPS）では80%超、売上高でも約75%が市場予想を上回った。

24日には、測定機器会社アジレント・テクノロジー<A>とウェブ会議サービスを提供するズーム・コミュニケーションズ<ZM>が決算を発表する。25日には、半導体製造大手アナログ・デバイシズ<ADI>、設計用ソフトウェア開発会社オートデスク<ADSK>、コンピューターのデル・テクノロジーズ<DELL>と同業のHP<HPQ>、管理ソフトベンダーのワークデイ<WDAY>、情報セキュリテ

イー会社ジースケイラー<ZS>が続く。26日には、農業機械メーカーのディア<DE>がアナリスト向け決算説明の電話会見を開催する。

11月25日（火）

連邦政府機関の一部閉鎖は終了して再開したものの、古いデータから順次処理されているため、経済指標の公表は依然として予定通りには進んでいない。労働省労働統計局（BLS）は、連邦公開市場委員会（FOMC）が12月9、10日に開催される前に、雇用統計や消費者物価指数（CPI）の追加公表は行わない。

国勢調査局（商務省）が9月の小売売上高を発表。8月の小売売上高は前月比0.6%増の7320億ドルだった。

11月27日（木）

米株式・債券市場は感謝祭のため休場。

統計と数字

13兆5000億ドル：米国の住宅ローン債務の現在の残高で、国内総生産（GDP）の約44%に相当する。2007～2009年比で約30ポイント低下した。

14.1%：米国のオフィス空室率で、記録的な高水準に近い。主要12市場のうち5市場では過去25年で最悪の水準となっている。

8兆ドル：アジアの11カ国・地域の金融当局が保有する外貨準備高の合計で、今年に入り約4000億ドル増加した。

51：ミシガン大学の消費者信頼感指数の11月の値で、過去最低水準に近い状態が続いている。

By Angela Palumbo
(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』 2025/11/23

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