

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/12/07

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIJI PRESS



DOW JONES

1. プライベートエクイティ企業がウォール街を席巻 - The New Private-Equity Billionaires Who Are Taking Over Wall Street [カバーストーリー] P.1
銀行に代わる新興勢力、そのリスクとは
2. NASDAQには新規公開後に暴落する超小型株もあり、規制当局が調査を開始 - Nasdaq Lists Some Tiny IPOs That Go Up in Flames. Regulators Are Cracking Down. [フィーチャー] P.5
昨年上場した小型株の過半数が35%を上回る下落、過去1年半で12社が取引停止処分
3. AIは労働生産性低迷の救世主とはならない - Productivity Is About to Slump-and AI Won't Come to the Rescue [フィーチャー] P.9
生産性向上をもたらす事業変革に時間
4. 生き残り企業が示すバイオ市場の底力 - The Biotech Industry Is Healthier Than Investors Think. These Are the Stocks to Watch. [インタビュー] P.12
RAキャピタル・マネジメントのピーター・コルチングキー氏聞く
5. サンタクロース・ラリーの帽子をかぶる時期だが、その後の下落には備えを - Get Your Santa Claus Rally Caps On. Then Prepare for a Comedown. [米国株式市場] P.16
年内はサプライズなく順調に上昇しそうだが、来年は別の展開も
6. 2026年は賃金・物価の凍結が待っているのか - Are Wage and Price Controls in Our Future? Predictions for 2026. [コラム] P.18
拡大続く政府介入
7. AIレースの勝者はアップルかもしれない - Apple May Actually Be Winning the AI Race [ハイテク] P.20
スマホの販売増にAI機能は不可欠ではない
8. 巨大テック、AI巡る市場の奪い合い - Watch Out for Market Cannibals [投資戦略] P.23
イノベーションがもたらす期待と不安
9. 著名人を冠したETFに巨額資金 - Star-Powered ETFs Are Luring Investors. A Big Name Doesn't Guarantee Big Returns. [ファンド] P.25
パフォーマンスは短期的に堅調だが、長期は不透明
10. 2026年、マイホーム購入希望者に見え始めた光 - Why Home Buyers See Some Hope in 2026 [経済関連スケジュール] P.28
住宅価格伸び鈍化で好機

※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. プライベートエクイティ企業がウォール街を席巻

The New Private-Equity Billionaires Who Are Taking Over Wall Street
銀行に代わる新興勢力、そのリスクとは

[カバーストーリー]

隣接業界に積極進出、誰も止める者なし



Illustration by Peter Crowther

12月1日の夜、満員のタイムズ・スクエアのダンスホールで、約2000人の参加者が座席から立ち上がり、プライベートエクイティ（PE）企業アポロ・グローバル・マネジメント<APO>のマーク・ローワン最高経営責任者（CEO）に敬意を表した。これはユダヤ人支援団体UJAフェデレーションが主催する著名な資金調達イベント「ウォール・ストリート・ディナー」での出来事だ。第50回の今年は約5700万ドルが集まり、ローワン氏は慈善活動とビジネスにおける「先見的なリーダーシップ」を称賛された。

ディナーには数十人の大物銀行家も参加したが、ウォール街の新たな側面を代表する出席者の方が多かった。例えば、PE企業ブラックストーン<BX>のジョン・グレイ最高執行責任者（COO）、同業のブルー・アウル・キャピタル<OWL>のマーク・リップシュルツ共同CEO、オルタナティブ運用会社アレス・マネジメント<ARES>のマイケル・アルゲッティCEO、ヘッジファンドのサード・ポイントのダン・ローブCEO、同業のエリオット・インベストメント・マネジメントのポール・シンガーCEOなどだ。

このディナーは、ウォール街において、従来の銀行からプライベート市場の新たな金融機関へ政権交代が進んでいることを示すものだった。主要な慈善団体は、この権力と影響力の移り変わりを十分に理解している。

過去数十年にわたり、ウォール街における究極の成功は、米国最大クラスの商業銀行であるJPモルガン・チェース<JPM>の経営委員に就任することか、同様に米国最大クラスの投資銀行であるゴールドマン・サックス・グループ<GS>のパートナーとなることだった。それは究極的な成功の証であり、ニューヨークにおける社交界の上層（およびその先）へのパスポートであり、莫大（ばくだい）な富への道だった。

これは金融業界における二つの大きな変化を経ても変わらなかった。第一に、主に1970年代から1980年代にかけて多くの金融機関が上場した。第二に、レーガン政権の規制緩和をきっかけに商業銀行と投資銀行が近づき始め、2008年の世界金融危機に至った。その結果、リーマン・ブラザーズは破綻し、他の銀行は買収されるか、銀行持ち株会社となることを強いられた。

同時期、起業家は金融業界に「パラレルワールド」を生み出していた。1960年代後半から1970年代前半にかけて、グレイロックやセコイア・キャピタルなどのベンチャーキャピタルファンドが設立された。ブリッジウォーター・アソシエイツ、エリオットなどのヘッジファンドや、KKR<KKR>、ブラックストーン、カーライル・グループ<CG>などのPE企業はいずれも1970年代半ばから1980年代半ば

にかけて設立されている。こうした企業は、設立当初はいずれも小規模だったが、多くの創業者は大きな野心を持ち、ウォール街の従来型銀行に比肩する巨大グローバル企業に成長させた。

特にPEと、PEが後に生み出したオルタナティブ運用会社は、銀行よりも規制当局の監督が緩く、現在のシャドーバンキング・システムを構成している。これはワシントン大学の法学教授であるアンドリュー・トウチ氏が論文「ウォール街の再編」で予測したことである。トウチ氏は、PE企業は従来の投資銀行に比べて財務的にやや強固であるかもしれないが、PEのクレジットファンドや証券仲介事業は「システムリスクの懸念をもたらす」可能性があると指摘した。

銀行法と金融規制を専門とするジョージ・ワシントン大学のアーサー・E・ウィルマース・ジュニア法学名誉教授は、「PE企業は『進出できるから』という理由だけで証券仲介、クレジット、保険事業に進出している。誰も止める者はおらず、彼らは投資銀行に取って代わった」と語る。

報酬額に大きな差

四大銀行（JPモルガン、ゴールドマン、モルガン・スタンレー＜MS＞、バンク・オブ・アメリカ＜BAC＞）はなお強大だ。しかし、多くの面で、特に報酬に関してプライベート市場の同業者に負けている。PE企業では創業者だけでなく、経営幹部全体が膨大な富を享受しており、幹部の多くは5億ドル以上、場合によっては数十億ドルの報酬を得ている。

本誌は調査会社エクイラーに依頼し、「旧ウォール街」と「新ウォール街」の総報酬を比較した。エクイラーは、四大銀行と8社の上場PE企業およびオルタナティブ運用会社（アポロ、アレス、ブラックストーン、ブルー・アウル、カーライル、ハミルトン・レーン＜HLNE＞、KKR、TPG＜TPG＞）について、「指名された経営責任者（CEO）」（上場企業の経営幹部。通常はCEO、最高財務責任者【CFO】、その他3~4人。これらの者の報酬額は規制届出において開示しなければならない）の報酬総額を調査した。調査したデータは各幹部の2006年以降の累積報酬、2003年以降の売却株式の価値、現在の株式持ち分の価値を反映している。

調査の結果、PE企業やオルタナティブ運用会社のCEOは平均で約23億ドルの報酬を受け取っていたのに対し、従来型銀行は3億3100万ドルだった。報酬が特に多いPE創業者3人（ブラックストーンの共同創業者兼CEOのスティーブ・シュワルツマン氏 [350億ドル]、KKRの共同創業者のヘンリー・クラビス氏とジョージ・ロバーツ氏 [ともに110億ドル]）を除いても、PEのCEOの平均報酬額は10億ドル強だ。

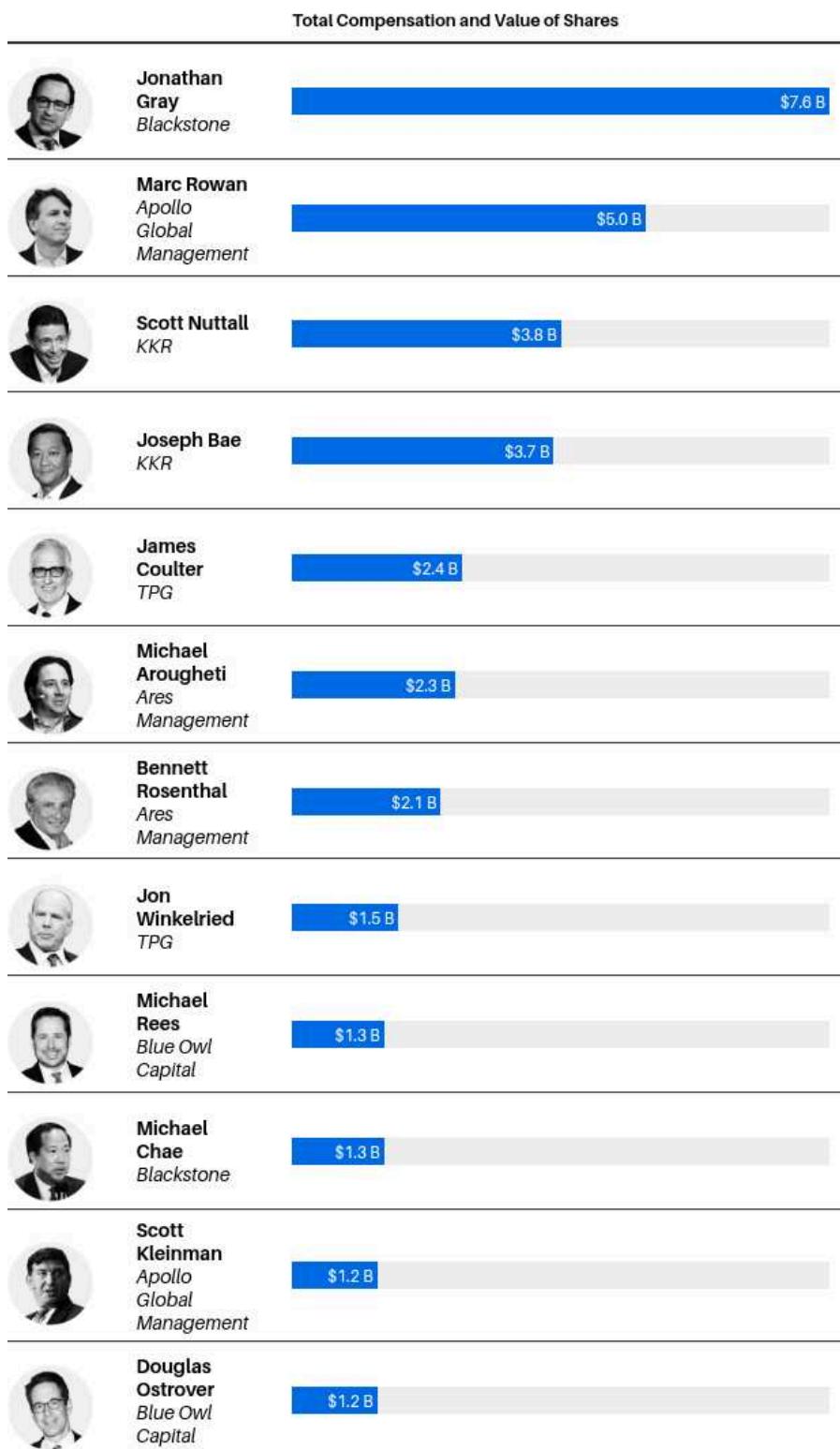
総報酬の中央値を見ると、PEやオルタナティブ運用会社の3億7600万ドル（上記の3氏を除くと3億240万ドル）に対し、従来型銀行は1億3300万ドルで、依然として差は大きい。従来型銀行の経営幹部のうち、報酬が10億ドルを超えたのはJPモルガンのジェイミー・ダイモンCEOのみだ。

シュワルツマン氏、クラビス氏、ロバーツ氏に次いで報酬が多いのは、ブラックストーンのグレイCEOの76億ドル、アポロのローワン氏の50億ドルだ。それ以外にも数人のビリオネアがいる。例えば、ブラックストーンのマイケル・チェイCEOは12億ドル、KKRの共同CEOであるスコット・ナットール氏とジョセフ・バー氏はそれぞれ約37億ドルだった。

なお、エクイラーのデータは個人の純資産を測定したものではない。また、カーライルの共同会長で

Into the Limelight

These 12 executives have earned at least \$1 billion from their next-generation Wall Street employers.



Note: Data include compensation since 2006 and shares sold since 2003.

Source: Equilar

あるデービッド・ルーベンスティン氏や、アレスの執行会長であるトニー・レスラー氏など、PE業界の有名な大富豪の一部は現役の経営幹部ではないため、含まれていない。

新旧ウォール街の報酬の不均衡は、幹部より下層の社員においても明らかだ。資産情報会社アルラタは、銀行および金融業界に勤務する純資産3000万ドル超の米国人約2000人を対象に調査を実施した。従来型企業（JPモルガン、バンク・オブ・アメリカ、モルガン・スタンレー、ゴールドマンなど）のグループの平均純資産が1億1800万ドルだったのに対し、ヘッジファンドは1億4200万ドル、ベンチャーキャピタルは1億5100万ドル、PEは1億6100万ドルだった。

PE企業が金融市场に与える影響を測る方法は無数に存在する。例えば、米国のPE企業は1330万人の労働者を雇用しており、これらの労働者は1兆1000億ドルの賃金と各種手当を得ている。アポロなどの巨大プライベートクレジット企業は米国に数百の病院を所有している。ブラックストーンとKKRは、データセンターに多額の資金を投資しており、数十万戸の住宅ユニットを保有している。

さらに、エクイラーの調査における8社のPE企業とオルタナティブ運用会社の合計時価総額は約4920億ドル、運用資産総額は4兆6700億ドルだ。オルタナティブ運用会社が支配するプライベートクレジット市場の時価総額は1兆5000億ドル強である。こうした金額のすべてが、ある意味で従来型銀行の機会コストを表している。

モルガン・ルイス法律事務所の元証券弁護士、ジョン・アーンホルツ氏は「大銀行は依然としてM&A（合併・買収）、アドバイザリー、引き受けでは優位に立っている。しかし、ニュースを見るとブラックストーン、アポロ、アレスの動向ばかりだ」と語る。

政治、スポーツ、エンタメにも

こうした序列の変化の影響は、今やウォール街だけでなく、政治、スポーツ、エンタメなど社会全般に広がっている。実際、シャドーバンカーの影響力は、従来の銀行家と同等以上だろう。

PE企業が力を持つことは、高等教育にとって三つの意味がある。第一に、大学の寄付基金はPEに多額の資金を投資している。PEは、現在の不調に陥るまでは優れたパフォーマンスを上げてきた。第二に、アポロのローワンCEO、ピーター・ティール氏などのベンチャーキャピタリスト、ビル・アックマン氏などのヘッジファンドマネジャーはこうした大学に極めて批判的で、首脳陣やカリキュラムを変えようとしている。第三に、PEは大金を稼いでいるため、最優秀の学生をますます容易に採用できる。

次に政治だ。かつては非常に多くのゴールドマン出身者が連邦政府で働き、「ガバメント・サックス」と呼ばれた。しかし、今は違う。米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は、カーライルなどのPE企業で勤務した。ベセント財務長官はヘッジファンドマネジャーだった。国防副長官のスティーブン・ファインバーグ氏はPEファンドのサーベラス・キャピタル・マネジメントの共同創業者である。バンス副大統領と、現政権の人工知能（AI）および暗号資産責任者であるデービッド・サックス氏はベンチャーキャピタル出身だ。

PE企業によるスポーツ界への進出は、かつてはほそぞとした流れだったが、今や洪水の様相だ。M&Aデータを提供するピッチブックによると、北米の74の主要スポーツチーム（合計価値2584億ドル）がPEとの関係を有する。しかも、これにはラクロス、F1、ラグビー、バレーボールなどは含まれない。レッドバード・キャピタル・パートナーズやアレスなどのPE投資家は、スペイン、イングランド、フランス、イタリアの人気サッカーチームに投資しているか、チームを所有している。

かつて、ウォール街の銀行家は大衆文化における格好の悪役だったが、現在はPEの幹部がこの役割を担っている。しかし、カリフォルニア大学サンディエゴ校のアンドリュー・デワード教授の著書「デリバティブ・メディア：ウォール街はどのように文化を食い尽くすか」では、KKR、アポロ、ブラックストーンなどが映画事業を買収した20以上の例が紹介されている。さらに、ハリウッドの仕事に欠かせない大手芸能プロダクションは、いずれも持ち分の全部または大部分がPEに握られている。

何がPEをハリウッドに引きつけているのだろうか。デワード氏は「投資先があまり残っていないかも知れない」と語る。しかし、PEの経営幹部がハリウッド映画のようなハッピーエンドを求めていたら、PEやオルタナティブ運用会社のモデルが疑問視されていることを認識する必要がある。ジョージ・ワシントン大学のウィルマース氏らの批判派は、現在の案件組成のペースでは、リミテッドパートナーに資本を還元するために必要なエグジット（投資回収）の件数を維持できないと指摘する。

ウィルマース氏は「PEファンドは膨大な負債を抱えていながら、その解決を先延ばしにし、問題が存在しないかのようなふりをしている。今や機関投資家は『S&P500インデックスファンドに投資する方がましだった』と気づいてしまったため、PEファンドは個人投資家を狙っている」と語る。

長年の市場ウォッチャーで、著書「ゴールドマン・サックス 王国の光と影」で有名なチャールズ・エリス氏は、かつて見た光景だと語る。

エリス氏は「シャドーバンクはより厳しい規制を受け入れざるを得なくなる。あるいは、トラブルに陥って市場を混乱させるシャドーバンクが遅かれ早かれ出てくるだろう。リーマンやベア・スタンズと同様に、市場に深刻な影響を及ぼす問題が発生するまで、その確率は上がり続ける。問題のタイミング、規模、詳細を事前に知ることは不可能だが、発生確率は高まっている」と警鐘を鳴らす。

By Andy Serwer
(Source: Dow Jones)

2. ナスダックには新規公開後に暴落する超小型株もあり、規制当局が調査を開始 [フィーチャー] Nasdaq Lists Some Tiny IPOs That Go Up in Flames. Regulators Are Cracking Down. 昨年上場した小型株の過半数が35%を上回る下落、過去1年半で12社が取引停止処分

■ ナスダックの新規上場小型株は多くが低迷



ナスダックは、米国どの証券取引所よりも多くの新規株式公開（IPO）を受け入れているが、上場直後に暴落して一般投資家が損失を被る超小型IPOも多い。過去18カ月間にナスダックに上場した小型株12銘柄は、「証券の価格および出来高を人為的に上げることを目的とした」潜在的な不正操作の証拠があるとして、証券取引委員会（SEC）から最近、取引停止処分を受けた。

Screenshot / Nasdaq

ナスダックでは2023年以降、IPOによる資金調達額が1件当たり1500万ドル未満の案件は230件

を超えたのに対し、ニューヨーク証券取引所（NYSE）では33件にとどまる。時価総額加重型のナスダック総合指数は昨年30%近く上昇した一方で、新規上場した小型株の過半数が35%を上回る下落を示している。

ナスダックは長年にわたり、上場基準を満たす企業に対して公平なアクセスを提供する法的義務があると主張してきた。また、極めて小規模な企業に対しても、資本形成を促進する義務と投資家保護とのバランスを取るよう努めているとしている。このバランス確保の難しさは今年一層明らかになった。中国、香港、シンガポールの企業によるナスダックIPO小型株の多くは、SNSであおられて上昇した後、急落した。さらに、相場操縦の疑いでSECから取引停止処分を受けた8銘柄と合わせて、ナスダックの新規上場小型株のうち20銘柄以上が1日で60%を超える下落を記録している。

規制当局は不正行為念頭に調査を開始

Lagging Behind Nasdaq

Small initial public offerings have done poorly in a year when the Nasdaq Composite has thrived.

2025 year-to-date returns



Source: Barron's calculations

SECは9月、米国の投資家に損害を与えるクロスボーダーの不正行為に対抗するためのタスクフォースを立ち上げ、外国企業の株式における「ポンプ・アンド・ダンプ（株価つり上げと売り抜け）」スキームを調査していると発表した。SECによると、このタスクフォースは、こうした企業が米国の資本市場にアクセスする際の支援を行う引受業者に重点を置いている。

今年、中国系小型株の目論見書には、米国の金融サービス持株会社ドミナリ・ホールディングス＜DOMH＞（10月にSECに提出された書類によるとトランプ大統領の長男と次男が12%を保有）を含む一部の引受業者の名前が繰り返し登場した。ドミナリおよびドナルド・トランプ・ジュニア氏（長男）は本誌のコメント要請に応じず、エリック・トランプ氏（次男）は代理人を通じてコメントを拒否した。

10月下旬には、証券業界の自主規制機関である金融業規制機構（FINRA）が、2023年から今年9月に

かけて外国小型株IPOを引き受けた複数の証券会社に対し「業務慣行レビュー」を開始した。FINRAは、複数の小型株案件に関与した引受業者およびそれらの株式が取引されたオムニバス口座（複数顧客の取引を一つにまとめた口座）を持つブローカーが調査対象であるとしている。対象となった企業名は公表されておらず、いかなる企業についても不正行為は認定されていない。

11月には連邦検察が香港の実業家を、架空の米国投資顧問会社を設立し、それをを利用して、ある会社の株式（起訴状では社名は明示されていない）を宣伝した疑いで起訴した。起訴状に記載された株価の急騰および2024年4月17日に起きた突然の暴落の描写は、2023年3月にNASDAQに上場した中国の深圳に本社を置く電子部品販売持ち株会社、ICズーム・グループ＜IZM＞と一致している。ICズームは本誌の質問に回答しなかった。

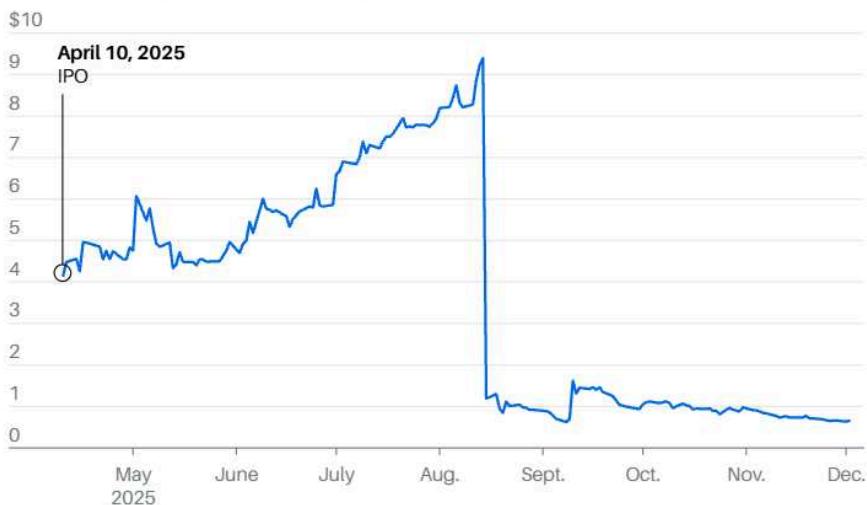
SECとFINRAのタスクフォースはまだ発足初期段階にある。調査関係者は本誌に対し、中国の小型株IPOにおいて、潜在的な詐欺師の特定を困難にする共通の手口がすでにいくつか確認されたと語っている。調査関係によると、当事者はしばしばIPO株式の大半を少数の外国籍名義の口座に割り当てるよう引受業者に指示するという。これらの株式は、証券会社が海外のブローカーと取引を行うために使用する「オムニバス口座」に移される。オムニバス口座の取引記録には、実際に取引を行った個人に関する情報は含まれていない。

例外規定が規則を骨抜き

IPO Flameouts

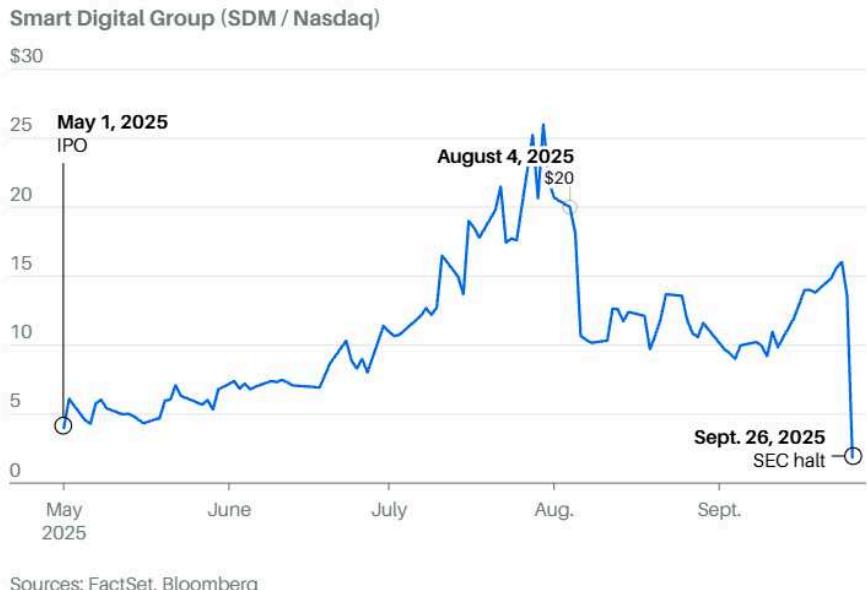
The share price of Cuprina Holdings crashed after its initial public offering, while trading of Smart Digital was halted by the SEC.

Cuprina Holdings (CUPR / Nasdaq)



NASDAQはこれまでにも上場規則の微調整をしてきた。2019年には、最小の上場区分でIPOを行う際の要件である「公開市場で流通する500万ドル相当の株式」について、企業インサイダーが保有する譲渡制限付き株式を除外した。2022年と2024年には、引受会社に対する監視を強化した。小規模な中国企業によるIPOが相次ぎ、株価が一時3万2000%も上昇してから暴落するケースが見られたためだ。

今年の春、NASDAQはIPOの最低調達額を500万ドルから1500万ドルへと引き上げた。しかし、ある程度の純利益を計上する企業については、500万ドルという小規模上場も認める例外規定を残した。だが、その例外が規則を骨抜きにした。4月上旬に規則が施行される以前は、小型株の上場申請企業のう



Sources: FactSet, Bloomberg

ち、ナスダックの収益基準による資格取得を目指したのは3分の1にすぎなかった。しかし4月以降は、申請企業の4分の3がこの基準に従って上場するようになった。

その一例が、香港で火鍋レストランを12店運営するマスタービーフ・グループ<MB>だ。3店舗売却による750万ドルの一時利益を含め、2024年に400万ドルの利益を計上したことで上場資格を得た。同社株は初夏にかけて4倍の15ドルまで上昇したが、8月第2週には3.50ドルへと急落した。

ナスダックのIPO規則の導入後5カ月間で、50件ほどが1500万ドルの基準を下回る規模で上場した。約80%は中国系企業だった。ほとんどが優良銘柄とは言いがたく、この50社の3分の1が1日の下落率としては今年最悪級を記録した。ナスダックは9月に追加改定案を示し、すべてのIPOに1500万ドル以上の調達を求めるとした。中国企業については、2500万ドル以上の調達を義務づけた。米国的一般投資家の手に十分な自由流通株が行き渡るようにすることが狙いだ。ナスダックの全上場企業のうち中国企業は1割未満にすぎないが、SECやFINRAによる調査付託依頼の70%を占めている。

ナスダックによると、規則変更にはSECの承認が必要で、最新の改定案についてSECの承認を待つ間も、提案中の基準に満たない小規模案件の上場が続いている。ナスダックの説明によれば、こうした18件の小型案件は、秩序ある売買や操作されていない価格形成を行うには流動性が不足していることになる。

新規上場のうち2銘柄は、IPO後数週間で不審な売買のためSECによって取引が停止された。相場が上昇局面にあるにもかかわらず、IPO価格を上回って取引されているのは3分の1にとどまる。

1500万ドル未満の上場が前年比2割増

ナスダックの規制責任者ジョン・ゼッカ氏は9月3日の改正案発表時、「投資家保護と市場の健全性はナスダックの使命の中核だ。（ナスダックは）市場の実態に合わせて基準を進化させている」と強調した。これに対し、米証券業金融市場協会（SIFMA）は最近のSEC宛て書簡で、ナスダックの上場規則変更は段階的なものにすぎず、「特定のナスダック上場銘柄の売買に見られる投資家保護や市場の健全性の問題に対処するには不十分だ」と指摘した。

今年の1500万ドル未満の上場件数は、すでに2024年通年を20%も上回っている。NASDAQは、新興中国企業に対する米国投資家の需要を満たすため、小規模な外国企業の上場を誘致する必要があると説明する。NASDAQはその規則の中で、他の上場基準を満たしても上場を拒否する広範な裁量権があると主張する。また、投資家保護のため、企業の重要人物が過去に規制違反歴を持つ場合には、上場を拒否できるとしている。とはいえ、NASDAQが裁量権を発動するケースはまれだ。過去には発動を試みたものの、SECや裁判所に覆された例もある。

SIFMAの最高経営責任者（CEO）を務めるケネス・ベンツェン・ジュニア氏は、SECが競合するすべての証券取引所を集め、共通基準を作り上げるまで本格的な上場改革は実現しないと考えている。ベンツェン氏はSECと取引所幹部への書簡で、かつて全国規模の取引所への上場は資本力のある企業に限られていたと述べた。だが今では、投資家に誤った安心感を与えかねないと指摘し、「上場は投資家から『お墨付き』と見なされることがある。その結果、低価格株で投資家が悪質な業者に食い物にされる恐れがある」とした。

By Bill Alpert
(Source: Dow Jones)

3. AIは労働生産性低迷の救世主とはならない

Productivity Is About to Slump-and AI Won't Come to the Rescue

生産性向上をもたらす事業変革に時間

[フィーチャー]

生産性向上をもたらした要因が後退



Sergio Flores / Bloomberg

米国では、公的部門や民間部門による投資、新規事業の創出、移民の急増を背景に、労働生産性が近年上昇傾向を示しており、2023年以降、四半期ベースの前期比上昇率が平均で年率2.2%に達した。しかし、今ではこうした要因も後退に転じ、米国経済が抱える課題を一層深刻化させている。

エコノミストや投資家の多くが、人工知能（AI）が救世主となり、今後数年間で米国に生産性の大幅な向上と国内総生産（GDP）の拡大、競争力の向上をもたらすと期待している。しか

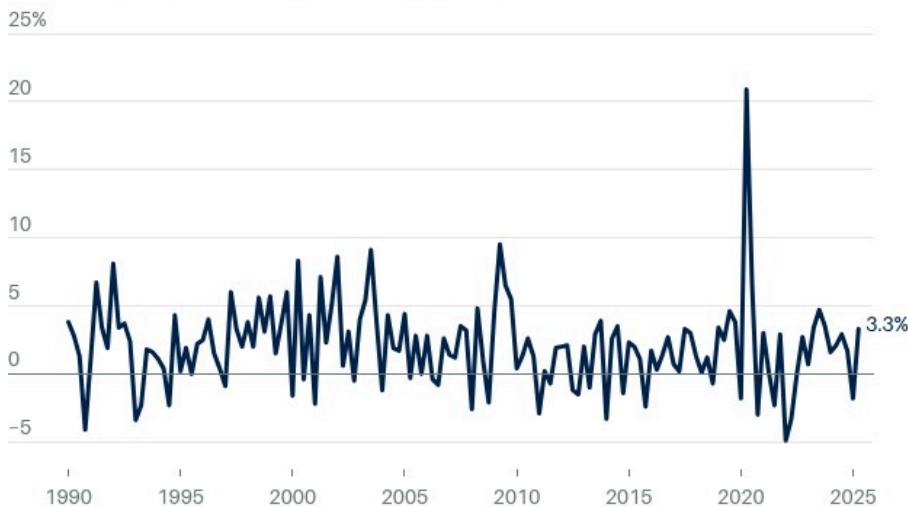
し、間に合わない可能性もある。企業はAIのあらゆる恩恵を他社に先駆けて享受すべく数十億ドルに上る投資を行っているが、こうした投資が実を結ぶまでに要する時間や、投資の実効性については慎重に見積もる必要があることをテクノロジー進歩の歴史が示している。期待されるAI主導の生産性向上が今後数年で実現しなければ、米国はさらなるインフレや労働力不足、経済活動の低迷に直面する可能性がある。

労働生産性が重要な理由

Productivity Boomlet

Nonfarm business-sector labor productivity increased 3.3% in the second quarter of 2025, above the rate of recent years. Economists don't expect the trend to continue.

Quarterly change in labor productivity growth



Note: Third-quarter estimates of labor productivity have been delayed due to the government shutdown.

Source: Bureau of Labor Statistics

労働生産性は財やサービスの产出に携わる労働者の効率性を計測する指標であり、生産性が上昇すれば、同じ量の財やサービスを产出するのに必要な従業員数が減少する。その結果、経済の成長が促進され、インフレ圧力が緩和される。また、生活水準も向上する。労働生産性が年2%上昇すれば、生活水準は35年ごとに（1995年～2005年のように年3%前後なら23年ごとに）2倍になる。逆に年1%まで低下すると69年かかる。

1960年以降の米国の労働生産性上昇率は平均で年2%だが、2010年代にはわずか年1.2%にまで低下している。しかし、2023年以降は四半期ベースの前期比上昇率がその約2倍の水準で推移しており、2025年4～6月期は年率3.3%に達した。

近年の労働生産性上昇はAIの直接的な恩恵というよりも投資や労働市場の構造的な変化、企業努力によるものだ。生産性向上が最も顕著なのはホスピタリティー業界や鉱業だ。例えば、レストラン業界では労働生産性がコロナ禍中に15%超上昇した。料理宅配分野で新規参入が続いたが、人材確保が困難だったため、急速な供給拡大にもかかわらず、労働力の増加は抑制された。

ゴールドマン・サックス・リサーチのエコノミスト、マニュエル・エイビカシス氏は「コロナ禍後の生産性の急速な上昇の大半は、サービス業界の生産性向上によるものだ」と話す。しかし、コロナ禍中の企業による生産性向上策の大半が実施済みとなり、完全雇用や設備投資、供給サイドの安定性といった直近の生産性向上の原動力も後退しつつある。その結果、米国経済は転換点に差し掛かっている可能性があり、労働生産性を年率約2%の上昇トレンドに復帰させた要因は、あまり長くは続かないかもしれません。

資産運用大手バンガードのシニアエコノミスト、アダム・シックリング氏は「労働力の成長が鈍化する中、米国経済の成長促進や生活水準の向上にとって、労働生産性の上昇がますます重要になる」と話

す。

AIの導入はまだ初期段階にあるため、労働力や生産性への影響はわずかだ。米国勢調査局の「ビジネストレンドと展望調査（BTOS）」によれば、9月時点で財やサービスを産出するために何らかのAI（機械学習、自然言語処理、仮想エージェント、音声認識を含む）を活用している企業は約10%だった。とはいっても、2023年9月の3.7%に比べれば増加している。

ニューヨーク連銀が9月に実施した調査やADPが10月に実施した調査など他の調査によれば、AIを日常的に利用する企業や従業員の比率ははるかに高い。しかし、大半の米国企業では、AIは「日常的に使用」されてはいない。大きな経済効果をもたらすのは何年か先の話になる可能性もある。実際、米ノースウェスタン大学のジョエル・モキア教授、仏コレージュ・ド・フランスのフィリップ・アギヨン教授、米ブラウン大学のピーター・ホーウィット教授が本件に関する理論的な基盤を確立した功績で2025年のノーベル経済学賞を受賞した。

スタンフォード大学のエリック・ブリニョルフソン教授（経済学）も本テーマに関する第一人者の一人だ。1980年代から1990年代にかけてパーソナルコンピューター（PC）の利用が急速に拡大したが、大方の期待通りに生産性が向上したのか謎が残った。アップルIIの発表（1977年）からブリニョルフソン教授が「生産性パラドックス」について書き始めた1989年にかけて、米国の生産性上昇率は、その間にPC価格が急落し、販売台数が増加したにもかかわらず、年率でわずか1.3%だった。1987年にノーベル経済学賞を受賞したマサチューセッツ工科大学（MIT）のロバート・ソロー教授は同年、「至る所でコンピューター時代の到来を目撃しているが、生産性統計で目にしたことではない」と語った。

しかし、1990年代半ばになると状況は一変し、その後10年間にわたり、米国の生産性は年率3%上昇した。導入から生産性上昇までのタイムラグを説明するため、ブリニョルフソン教授は「生産性Jカーブ」理論を構築した。AIのような技術革新では、当初は生産性上昇率が低下する可能性があるが、数年後、場合によっては数十年後に効果が現れるという。電気モーターが初めて工場で使用されたのは1880年代だったが、生産性が向上し始めたのは30年後だった。

ブリニョルフソン教授は本誌に対し、「テクノロジーそのものを組み込んだだけで生産性が向上することはまれだ。ほとんどの場合、事業プロセスの見直しや従業員の再教育、新製品や新サービスの開発が必要になる。こうした再発明、共同発明で膨大な価値の創出が可能になるが、時間もかかる」と語った。

経済的意味合い

米国でAIの商業利用が本格化するにはまだ数年かかるだろう。期待される効果が出るにはさらに数年を要する可能性がある。一方、米議会予算局（CBO）の予測によると、米国経済が年率2%で成長するには、今後10年間にわたり平均で年率1.4%以上の生産性向上が必要となる。しかし労働力の動向やAI導入効果のタイムラグを考慮すると、生産性の上昇率はこの水準に達しない可能性がある。

ゴールドマン・サックス・リサーチの推計によれば、高齢化と移民の制限で労働力の供給が制約されるため、GDP潜在成長率に対する労働力増加の寄与は2019年以降の0.8%ポイントから、今後数年間でわずか0.3%ポイントに低下する。GDP成長の大部分を占める個人消費も減速が予想される。2024年は2.9%増加したが、全米企業エコノミスト協会（NABE）の11月時点のコンセンサス予想では2025年が

AI Adoption

The use of artificial-intelligence technology is increasing at a rapid rate, but is still in its infancy. Thus, it has had only a minimal impact on productivity so far.

- Percent of firms currently using AI
- Planning to use AI in next six months



Note: AI usage includes machine learning, natural language processing, virtual agents, and voice recognition.

Source: U.S. Census Bureau, Business Trends and Outlook Survey (BTOS) 2023-25

わずか2.5%、2026年は1.8%の増加にとどまる。

その結果、生産性の向上が大きな役割を担うことになる。しかし、CBOの予測では、2020年代末までの生産性向上率は平均で年1.3%にすぎない。その結果、大半のエコノミストは米国のGDP成長率が今後数年間で先進国にとって健全とされる2%を下回ると見ている。ファクトセットが調査を行ったエコノミストの予想は2026年が1.8%、2027年が1.9%だ。バンガードのシックリング氏は、生産性上昇率の鈍化に政府債務の増加が重なることで、政策当局者は課税や公共支出、義務的支出（社会保障など）を巡り、難しい決断を迫られる可能性があると指摘する。

米国がAIブームの初期段階にあることはほぼ確実だ。しかし、この新たなテクノロジーによって低迷傾向にある労働生産性がすぐに反転するとは考えにくい。

By Megan Leonhardt
(Source: Dow Jones)

4. 生き残り企業が示すバイオ市場の底力

[インタビュー]

The Biotech Industry Is Healthier Than Investors Think. These Are the Stocks to Watch.

RAキャピタル・マネジメントのピーター・コルチンスキイ氏に聞く

バイオ市場を読み解く視点

2021年初頭以降のステート・ストリートのSPDR S&PバイオテックETF<XBI>の株価推移を示すチャートを見ると、ある単純な事実が浮かび上がる。バイオテック業界は投資家にとって惨憺（さんたん）たる状況に見えた。このETFは、パンデミック初期に高まったバイオテックへの熱狂が急速にしほむ中、2021年2月に暴落した。その後も長らく低迷が続いたが、この夏に入り、バイオテック株が反発に



Photograph by Jake Belcher

転じた。背景には、トランプ政権による薬価引き下げ政策への懸念後退と、市場全体でリスク資産への資金シフトが進んだことがあるとみられる。

こうした足元の急伸でバイオテックが再び注目を集めているが、米バイオ特化運用会社RAキャピタル・マネジメントのマネージング・パートナーを務めるピーター・コルチニスキー氏は、業界の動きを一貫して追い続けてきた人物だ。コルチニスキー氏は、自身の視点では「バイオテックの低迷はすでに数年前に終わっていた」。

世界が『バイオテックは復活した』と言い始めたからといって、今まさに復活したわけではない」と語る。コルチニスキー氏によれば、「この状況を日々経験してきた当社にとって、バイオテックはすでにしばらく前から正常に機能していた」という。

2004年にコルチニスキー氏が共同設立したRAキャピタルは、当初バイオテック特化のヘッジファンドとして出発したが、その後投資領域を拡大し、現在では非上場バイオテック企業への投資や自社によるスタートアップ創出も手がける。RAキャピタルは自らを「マルチステージ型投資運用会社」と位置づけ、10月末時点で運用資産は133億ドルに達したという。

RAキャピタルは運用成績を開示していないものの、近年幾つかの成果を挙げている。例えば、製薬大手メリク<MRK>が11月中旬に92億ドルでの買収に合意したシダラ・セラピューティクス<CDTX>（新型インフルエンザ予防薬を開発するバイオテック企業）では、RAキャピタルは主要株主の一角だった。同社はシダラ株の売却で24億ドル超の資金回収を見込んでいる。

11月下旬、コルチニスキー氏は、バイオテック業界における価値創造のメカニズムと、「バイオテックファンドの運用者は庭師のような存在だ」と語る理由について本誌の取材に応じた。以下は、そのインタビューを編集したものだ。

低迷の裏側で進んでいた回復

本誌：バイオテック株は長期の不振からようやく抜け出しつつある。貴ファンドにとって、この数年間はどのような局面だったのか。

コルチニスキー氏：その問い合わせの立て方を少し修正させてほしい。私の見方では、このセクターは2021年10～12月期から2022年5月ごろにかけて真に崩壊した。そしてその時期を底に、回復プロセスが始まっていた。

振り返れば、こうした動きは後になってより鮮明に見えるものだが、当時すでに当社は、セクターにたまっていた過熱感が2022年5月に一気にしぼんだ瞬間を実感していた。市場には将来に対する不確実性が広がっていた。そんな中でも、当社は投資家に対し、「この環境下でも資金調達できる優良企業は確実に存在する」と伝えていた。もちろん、生き残れない企業も相当数あった。しかし、着実に前進している企業も数多く存在した。

実際、一部の企業はM&A（合併・買収）の対象となり、また一部の企業は自社開発薬を自ら市場に投入していた。専門家の間では、こうしたプロセスを通じて価値創造が着実に進んでいると感じられた。ただし、株価指数は必ずしもそれを映さなかった。質の高いポートフォリオを組んでいても、当社は市場全体の下落に巻き込まれた。2023年10月は特に厳しい局面だったが、それは短期間で終わり、その後セクターは反発した。

当社には一つのパターンが見えている。セクター全体の指数は横ばいに見えるが、私は市場全体ではなく、個々の企業の歩みに焦点を当てている。そこには明確な進展がある。

■ 淘汰がもたらした強者の浮上

Q：状況が改善した一因は、質の低い企業が市場からふるい落とされたためだろうか。

A：その通りだ。ある時期には、数百社もの企業が手元の現金を下回る時価総額で取引されていた。しかし、そうした企業に実際に投資していたバイオテック投資家はごくわずかだった。仮にバイオテック企業の最高経営責任者（CEO）全員に気持ちを尋ねれば、現金価値割れの企業が多い状況を理由に、悲観論が圧倒的になるだろう。だが実際に価値を生み出しているのは、成功しているごく少数の企業だ。

バイオテック投資には、ポートフォリオという考え方が不可欠で、これは常に多くの企業が失敗の過程にあることを意味する。もしCEOの声を時価総額で重み付けし、各企業に投じられている資金量に応じて意見を反映させたなら、悲観論は大幅に和らぐ。実際にはほとんど聞こえなくなるだろう。

2021年7～9月期から2022年5月までの間、資本コストの上昇に対応できなかった企業が一気に淘汰された。資本コストが上がるということは、投資家がより選別的になり、以前よりも低いバリュエーションを要求し、最も優れた開発パイプラインに資金が集中するということだ。当社のポートフォリオもその局面では打撃を受けたが、当社は最も強く、競争力のある企業に投資を集中させた。市場環境は苛烈で、今も厳しい状況に変わりはない。しかし、このふるい落としを生き延びた企業は、その後の成長に必要な強さを備えていた。

Q：つまり、バイオテック専門家にとって業界不況は、市場が見ていたほど深刻ではなかったということか。

A：そういう意味ではない。当社なども皆、相応の打撃は受けた。しかし、2022年5月以降は明らかにパフォーマンス改善の時期が訪れた。2022年5月までに業界から過剰部分がすべて絞り出されたことで、生き残った企業の多くは極めて堅調だった。彼らは、自社の科学が本来持つ価値を解き放つ作業を着実に続けていた。当社はその間も積極的に資金を投じ、シダラのような有望企業に注目し、投資してきた。

■ 製薬大手が主導する買収の力学

Q：バイオテック分野のM&Aが注目を集めている。だが貴社の最近の投資家向けレターでは、2024年はバイオテックの取引が非常に低調だったという見方がある一方で、実際には取引が止まったわけではないと指摘している。

A：2023年末には大型案件が複数成立し、2025年初にも重要な取引があった。M&Aは流動性とリターンを生む原動力だ。当業界のエコシステムは、一般投資家が市場から姿を消し、新規株式公開（IPO）

市場が事実上停止したように見える局面でも事業そのものはなお活発に動き続けるという特徴を持つ。実際、取引件数は多い。

Q：とはいえる、数百社に及ぶバイオテック企業を吸収するほど、大手製薬会社の需要は本当にあるのか。

A：当社は大手製薬企業（ストラテジックバイヤー）が、時価総額100億ドル未満の開発段階バイオテック企業をすべて買収するには、どれだけのフリーキャッシュフローが必要になるかを分析している。絶えず買収を続ける大手製薬企業の購買力がどれほど大きいのかを測るためだ。その規模は圧倒的だ。現在の計算では、大手製薬企業が保有するフリーキャッシュフローの3.5年分で、対象企業すべてを100%の買収プレミアム付きで取得できる。すべてを買うべきだと言っているわけではない。しかし、実際に売り手となり得る企業のプールがいかに小さいかは理解できるはずだ。

バイオテック市場は、さまざまな作物が育つ畠のようなものだと考えてほしい。大手製薬企業は、消費者ニーズを読み取ろうとするレストラン経営者に例えられる。彼らは畠を訪れ、必要とする作物だけを買っていく。あるときはトウモロコシが必要とされ、別のときにはナスが求められる。当社は、その畠を手入れする立場にある。レストラン経営者（つまり、大手製薬企業）が次に何を求めるのかを常に意識しながら、市場全体のバランスを保つ必要がある。この「畠」、つまりバイオテック市場は、一定の比率や調和が保たれている必要がある。

そして時折、バイオテック企業が自ら商業化に踏み切る場合がある。それは、いわば農場が直接レストランに食材を届ける「ファーム・トゥ・テーブル」型の存在になるようなものだ。デンマーク系のアセンディス・ファーマ<ASND>は複数の自社創薬を上市し、すでにこの段階に入っている。

Q：アセンディスは、副甲状腺機能低下症や成長ホルモン欠乏症の治療薬を販売している。貴社は同社の筆頭株主であり、ポートフォリオの最大単一銘柄でもある。なぜアセンディスに強気なのか。

A：アセンディスのCEOは大手製薬との交渉を一切行わないという点で特異だが、その判断は理解できる。年間売上高10億ドルの段階では、バイオテック企業の時価総額は通常100億ドル台半ば～後半にある。だが売上高が20億ドルに近づくと、評価が一気に跳ね上がり、時価総額300億～400億ドルのレンジへ移行するのが一般的だ。

現在、アセンディスのランレート（年間換算売上高）は約10億ドル、時価総額は約130億ドルだ。アセンディスの株主で、売り上げがこの水準のまま横ばいになると想定している者は一人もいない。売り上げは数十億ドル規模に伸びるとの見方が支配的だ。その過程で評価の急上昇が起こり得るのは、向こう12～15カ月で売り上げが20億ドル水準に近づいた時だろう。市場はこの規模の企業を時価総額300億ドル前後に値する企業と認識するようになる。

Q：貴社のポートフォリオでは、買収された企業から多くの利益が生まれている。アセンディスのCEOが売却に消極的なのは問題ではないのか。

A：企業は、自社で極めて高い収益性を実現することもできる。当社のような規模のファンドでは、アセンディスのような企業に投資していると、もし買収が起きれば即座に大きな利益を得られる。しかしその場合、その得た資金をすべて生産的に再投資し直さなければならない。もう一つの方法は、パークシャー・ハサウェイ<BRKB>の手法に倣うことだ。すなわち、優れた企業を長期にわたり成長させるという方法だ。

シダラについても、たとえ買収されなかったとしても、当社は自信を持って保有を続けていただろう。企業を保有する際に、「この会社は自社開発薬の発売能力に不安がある。だから買収されればいい」と考える投資家もいるかもしれない。しかし、それは非常に危険な賭けだ。製薬大手にその思惑を見透かされて買収を見送られる可能性もある。その場合はどうするのか。薬が承認された時点で売却するのか。

新薬承認後の株価上昇に逆張りする、いわゆる「発売直後を空売りする」という発想はバイオテックでは昔ながらの手法だ。かつては、バイオ企業が自社で新薬を上市する経験がほとんどなかったため、そうした取引が行われていた。バイオテック業界はまだ創成期から49年しかたっておらず、これは私と同じ年齢だ。この業界は10年ごとに新しいことを学んできた。そして40代に入った今、バイオテックが学んだ最大の知見は、自社開発薬を自ら商業化する方法だ。

私は、アセンディスのように、自社で医薬品を上市する企業が今後さらに増えることを期待している。それは大手製薬企業に競争圧力をかける。大手製薬企業には継続的な成長が必要であり、革新的な医薬品を持つバイオ企業が自力で軌道に乗る前に買収せざるを得なくなる。大手製薬企業は、こうした企業がまだ地表近くにいる成長初期の段階で買いに動かなければならない。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

5. サンタクロース・ラリーの帽子をかぶる時期だが、その後の下落には備えを [米国株式市場]

Get Your Santa Claus Rally Caps On. Then Prepare for a Comedown.
年内はサプライズなく順調に上昇しそうだが、来年は別の展開も

順調な上昇



Spencer Platt / Getty Images

インフレ率は食料品店で文句を言うのに十分な高さだが、米連邦準備制度理事会（FRB）が10日の水曜日に利下げを見送るほどではない。この状況は、株式市場が2025年末まで上昇基調を維持するのに十分だろう。ただし、来年はまた別の話になるかもしれない。

先週の主要株価指数を見ると、S&P500指数は週間で0.3%上昇して6870.40で引け、史上最高値をわずか0.3%下回る水準となった。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は0.5%高の4万7954ドル99セント、ナスダック総合指数は0.9%高の2万3578.13となった。小型株のラッセル2000指数も0.8%高の2521.48で引けた。

現時点では、投資家と株式市場の素晴らしい年の終わりとの間にある扉は、あと一つだけだ。そして、その扉の向こう側に立つFRBのパウエル議長は、人々を驚かせるような人物ではない。実際、パウエル議長が最後に人々を驚かせたのは、2023年にグレイトフル・デッドのコンサートに姿を見せた時だった。市場で織り込まれている利下げの可能性は、週末までに87%まで上昇した。

高値不安はあるものの、年末ラリーか

Market Snapshot



Source: FactSet

特に予期せぬ事態がなければ、年末の市場は祝祭ムードで締めくくられる傾向にある。ネイションワイドのチーフ・マーケット・ストラテジスト、マーク・ハケット氏によると、1950年以降、12月の最後の2週間は年間で株式のパフォーマンスが最も良好であり、平均リターンはプラス1.4%を記録している。ハケット氏は「投資家心理が回復し、下落局面での押し目買い戦略の成功に勇気づけられる中、年末にかけて明らかに強気筋が優勢だ」と記している。

ウェルズ・ファーゴ投資研究所のシニア・グローバル・マーケット・ストラテジスト、スコット・レン氏は、経済に関して幾つかの懸念材料はあるものの、年末にかけての市場の勢いを損なうことはないだろうと述べた。実際、政府機関の閉鎖により、米国で最後に発表された雇用統計は9月分だが、代替となる経済指標は雇用情勢の厳しい実態を示している。3日に発表されたADP雇用統計によると、民間部門の雇用は11月に3万2000人の純減となり、月間としては過去2年で最大の減少幅となった。

レン氏は「先週、多くの富裕層の顧客と話したが、その多くがかなり神経質になっている。ただ、それでも株式市場は史上最高値に迫る水準まで来ている」と語る。

来年はFRB指導部の交代が波乱を生む可能性も

それでも、来年はそれほど楽観できないかもしれない。インタラクティブ・ブローカーズのチーフ・ストラテジスト、スティーブ・ソスニック氏は、FRB指導部の交代が株価を押し下げる政策変更につながる可能性を懸念している。ただし、こうした懸念材料がすぐには現れないみている。

ソスニック氏は、「ウォール街がサンタクロース・ラリーを期待し歓迎する理由があるが、それはほとんど努力を要せず株価が上昇し得るからだ。『停滞した相場で売りポジションを取ってはいけない』という格言が思い起こされる。市場の基本的なムードが前向きなままであれば、大きく異なる展開を予想するのは難しい」とメールの中で書いている。

では、楽しい休日を。ただし、続いている間だけ。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

6. 2026年は賃金・物価の凍結が待っているのか

Are Wage and Price Controls in Our Future? Predictions for 2026.

拡大続く政府介入

[コラム]

強まる生活費負担問題



H. Armstrong Roberts/ClassicStock/Getty Images

筆者は最近、この時期に発表される経済予想を懷疑的に読んだ。例外は、デンマークのサクソ銀行が毎年発表する「大胆予想」である。今年、最も話題を呼んだ予想は人気歌手のティラー・スウィフトとアメリカンフットボールのトラヴィス・ケルシー選手の結婚が世界経済を刺激するというものだった。一般的なカップルにとって、新婚生活を始める上で大きな障害は「生活費負担能力」だ。

トランプ大統領は米国人の生活費負担能力に関する不満は、民主党の仕業であり「でっち上げ

だと主張している。しかし、ビアンコ・リサーチの創業者ジム・ビアンコ氏は、米政治専門メディアのポリティコの世論調査を引き合いに出す。トランプ支持者の37%が「生活費はこれまで最悪」という意見に賛同している。これは、米連邦準備制度理事会（FRB）が重視する個人消費支出（PCE）物価指数に基づく過去1年間のインフレ率は2.8%というエコノミストの見立てや、FRBのパウエル議長が「抑制されている」と主張する将来のインフレ期待（財務省のインフレ指数連動国債＝TIPS＝が示唆する将来の予想インフレ率に基づく）とは対照的である。

しかし、一般国民はビアンコ氏が指摘するように、コロナ禍が始まってからの5年間、賃金よりもはるかに速いペースの物価上昇に直面してきた。消費者物価が5年間で26%強上昇した一方で、賃金上昇率は22%にとどまる。これがポリティコの世論調査に反映されている。こうした心理は、伝統的に共和党が地盤とする南部テネシー州で2日に投開票された連邦下院補欠選挙の結果にも表れている。共和党候補が辛うじて勝利したものの、民主党が票を伸ばした。

「見えざる手」から「目に見える拳」へ

2026年について、マイケル・ハートネット氏が率いるバンク・オブ・アメリカの戦略チームは11月13日付顧客向けノートに、「生活費負担問題で優位に立つ者が中間選挙に勝利する」と明言している。政権が経済と株式市場を押し上げたいのであれば、投資家は政府によるさらに深い民間への介入、すなわち「エネルギー、ヘルスケア、住宅、保険、公益事業などにおける価格の直接統制か供給の拡大」を予想すべきだと記している。チームは、それによって貿易戦争の終結や関税の引き下げから生じる「米国の選挙での生活費負担能力に対する怒り」の緩和という良いニュースがもたらされるだろうと続けた。

緩和的な金融政策と財政赤字拡大で景気を押し上げ、インフレ率が目標を上回る一方で、こうした景気敏感セクターにおいてどのように価格を統制するのだろうか。

1971年8月15日（日）の夜、当時のニクソン大統領は賃金・物価の凍結、輸入課徴金の発動、1オンス当たり35ドルでの金への兌換（だかん）停止を発表した。物価の統制は理論的にはインフレを抑えるはずである。当時の物価上昇率は4%を超えていた。一方、ドルと金の結び付きを断ち切ることで、従順なアーサー・バーンズ議長の下でFRBは6%近くに達していた失業率に対処するため、景気刺激的な政策を実行できるようになった。同時に、保護主義的な課徴金も発動されたが、インフレ率は1973年末までに8.7%に急騰。その後、石油輸出国機構（OPEC）が原油価格を引き上げたことにより物価上昇率が2桁台となる「大インフレ」を迎えた。

現在、インフレ率はFRBの目標である2%を大きく上回り表面上の失業率は4.4%に抑えられているものの、労働市場は減速の兆しを見せている。政権は物価を抑え金融緩和を推し進めることで、この難題を一気に解こうとするのだろうか。既に半導体大手インテル<INTC>などに多額の出資を行うなど、民間部門への介入姿勢を示しているほか、半導体大手のエヌビディア<NVDA>やアドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>に対し、一部の人工知能（AI）向け半導体の中国向け売り上げの15%を政府に支払うことなどを要求している。また、数多くの企業政策が政権の優先課題に沿うよう修正されてきた。

そのため、市場の「見えざる手」から政府による統制という「目に見える拳」への移行がさらに進んでも、さほど驚くことではない。バンク・オブ・アメリカの戦略チームは、それが「インフレ抑制セクター」でマイナスの利益率につながるとみている。

政権の招く混乱が2026年を左右

これら全ての政策の曲折は消費者物価指数（CPI）を押し下げ、チームはそれが長期国債における「逆張り的な」上昇相場につながるとみている。国債価格の上昇は長期的な借り入れコストの低下につながる。そのため、有権者の不満は和らぐかもしれないが、債券市場は同調するだろうか。

2024年9月以降、政策金利であるフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標はこれまでに1.5%引き下げられたが、10年物米国債利回りは約0.5%上昇した。ビアンコ氏は、この現象は過去40年余で初めて起きたと指摘する。ローゼンバーグ・リサーチのメーメット・ベスレン氏は、財務省はバイデン政権下の2023年以来、財務省短期証券（TB）の発行に大きく依存する一方で長期国債の供給を抑制してきたと記している。ベスレン氏の推計によれば、それによって10年物国債利回りは0.2～0.25ポイント圧縮された。さらに、ベスレン氏はそれが「静かにリスク資産、特に株式と社債を支えた」と付け加えている。

TSロンバードの米国チーフエコノミストであるスティーブン・ブリッツ氏は、トランプ氏が引き起こすFRB、財務省の資金調達、銀行システム、海外資本フロー間の相互作用の混乱が、2026年の経済を決定づけるだろうと予想している。ブリッツ氏が問題とみるのは次の点である。財務省の借り入れが7%増加する一方で、米国経済の実質成長率にインフレ率を加えた名目成長率は5%にとどまる。同時に、銀行は経済を支えるために融資を拡大すると予想されている。これは国債の保有を削減することを意味する。一方、利払い費は連邦政府の歳出の14%を占め、国防費を上回る。予算項目の中で最も急拡大している部分である。

財務省の問題をさらに複雑にするのは、海外からの資金が必要である点だ。ブリット氏はインフレリスクの高まりと巨額の財政赤字によって、米国債は海外資金から敬遠されるとみている。海外での債券利回りの上昇も、米国への投資インセンティブを後退させている。

サクソ銀行の「大胆予測」の一つは、ドルの支配的地位が中国人民元による挑戦を受ける可能性があるというものだ。サクソ銀行のチーフ・インベストメント・ストラテジストのチャール・チャナナ氏は、中国政府は増大する金準備高で人民元を支えるだろうと記している。それは数十年間見られなかった実物資産に裏付けられた通貨が提供されるということである。中国の公式の金準備高は2300トンだが、非公式の推計ではその2倍超とされる。米国の保有量はワールド・ゴールド・カウンシルによれば8133トンである。

チャナナ氏は金を裏付けとする人民元が信認されるにつれ、投資家や海外の中央銀行が米国債の保有を減らし、利回りを押し上げるとみている。一方、ドルが世界の準備資産に占める割合は3分の1低下し、人民元が恒久的な第二の世界的な基軸通貨となり、ドルの事実上の独占が終わる可能性がある。チャナナ氏はその過程で金価格が50%近く上昇し、1オンス当たり6000ドルを超えると予想する。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. AIレースの勝者はアップルかもしれない

Apple May Actually Be Winning the AI Race
スマホの販売増にAI機能は不可欠ではない

[ハイテク]

AI機能は期待外れも株価は急騰



Dhiraj Singh/Bloomberg

アップル<AAPL>はこれまで人工知能（AI）レースでは出遅れ組とみなされてきたが、今やそうした評価はアップルの真価を表していない。このことは、アップルの自社デバイスにAIを統合する取り組みであるApple Intelligence（アップル・インテリジェンス）の評価が期待外れだったにもかかわらず、株価は8月1日以降に39%上昇し、先週は過去最高値を更新したことからも明らかだ。

アップル・インテリジェンスの目玉はバージョンアップされたデジタルパーソナルアシスタントSiri（シリ）となるはずだった。しかしこのプロジェクトは無期限に先送りされた。

新しいSiriの開発が困難となっている理由は、AIを巡る競争でアップルが自らにハンディキャップを課しているからだ。アップルは、プライバシーとセキュリティーをコストの源泉ではなく市場性を備えた機能と捉えている唯一の大手IT企業だ。新しいSiriを実装するには、市場性の観点からみたアップルの基準を満たす必要があり、それが高いハードルとなっている。

アップルは、自社開発した半導体を使い、すべての機械学習を暗号化されたアップルデバイス上で実行することに強くこだわっている。プライバシーとセキュリティーを確保するうえでこの手法に勝るものはない。しかし、オープンAIのチャットGPTやアルファベット<GOOGL>のジェミニといったAIアシスタントの基盤となっている最先端の大規模言語モデルは巨大なデータセンターで運用されており、スマートフォンにとっては荷が重過ぎる。一方、規模がはるかに小さい、スマホ上で動作可能な言語モデルでは、アップルが求める一貫したユーザー体験をまだ提供できていない。

したがって投資家は、Siriのバージョンアップには時間がかかることを認識する必要がある。ところがウォール街でも新しい認識が芽生えているようだ。それは、アップルがAIの導入で後れを取っても問題にはならないというものだ。

AIの導入に時間をかけられることが優位性に

Apple shares took a hit after a new version of Siri was delayed, but they've since recovered to match the performance of the S&P 500.



他の大手ハイテク企業がAIの未来に向けて全力疾走しているのに対し、アップルはマラソンを走っている。どちらが正しいのかは時間の経過とともに明らかになるだろう。だが筆者は、AIブームに対するアップルの長期的な視点に賛同する。アップルはAIを自社製品に組み込むために十分に時間をかけることができるからだ。

AI関連設備投資に合計数千億ドルを投じてきた大手ハイテク企業に共通する目標は、他社よりも優れたAIモデルの開発だ。だが、最高のAIモデルを開発しても持続的な競争優位性にはつながらないことが明らかになってきた。多くの企業顧客は大規模言語モデルがコモディティ化していると指摘しており、顧客関係管理（CRM）プラットフォームを運営するセールスフォース<CRM>の最高経営責任者（CEO）、マーク・ベニオフ氏も3日の第3四半期決算発表で次のように指摘した。「当社は主要な言語モデルをすべて利用している。現時点ではどれもが非常に優れているため、自由に入れ替えることができる。当社にとって最も望ましいのはコストが一番低いモデルだ」。

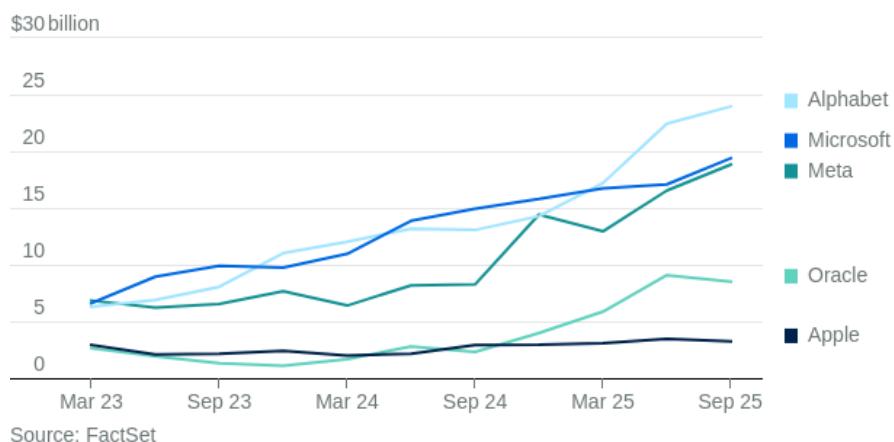
アップルは、独自の高性能モデルを開発するまでの間に使用するAIモデルの提供を受けるため、アルファベットとAIスタートアップのアンソロピックとの間で協議を進めていると報道されている。いずれ投入される新型Siriは他のどのAIアシスタントよりも安全なものになるだろう。

強みは健在

Thrifty Apple

Capital expenditures have surged for many Big Tech companies as they spend up on AI. Apple has kept its powder dry.

Quarterly CapEx



その一方でアップルはすぐにも行動を開始できるよう、プライベートクラウドコンピューティングを支えるための設備投資を徐々に増やしている。対照的に、メタ<META>、法人向けソフトウェア大手オラクル<ORCL>、マイクロソフト<MSFT>、グーグルがAIデータセンターの建設に投じた資金は既に合計数千億ドルに上る。中でもメタは今年の投資が約700億ドルで、来年はさらに上積みすると公約しているが、メタが建設するAIデータセンターは自社利用を目的としており、貸し出すためのものではない。負債水準は上昇し、減価償却費は膨らみ始めている。

大手ハイテク企業の直近四半期の減価償却費の伸び率をみると、アルファベットが41%、マイクロソフトが93%、メタが20%だったのに対し、アップルは7%にとどまる。AIへの大規模な設備投資が正当化される時が来れば、アップルには十分な余力があることになる。

アップルはAIを自社のソフトウェアにどのように組み込むかを検討している段階にあるが、強みは依然として健在だ。

ウォール街のアナリストは、9月に発表されたiPhone（アイフォーン）17がデバイス売上高の伸び率を2021年度以降の最高水準に押し上げると予想している。23億台超のデバイスに支えられ、サービス収入の伸びも堅調だ。しかもアップルは巨額の設備投資をしていないため、株主還元プログラムは今後も継続されるだろう。第1四半期決算と同時に発表される配当金と自社株買いの総額は過去最高の1兆ドル超となる見通しだ。アップルは2012年以降、発行済み株式のほぼ半分を消却し、それによって1株当たり利益（EPS）は79%押し上げられた。

ここで浮上するのが、アップルはスマホを販売するためにAI機能をどの程度必要としているのか、という疑問だ。スマホが成熟したカテゴリになった今、人々は新しいスマホが必要だと思った時に新しいものを購入する。新たな機能がスマホの販売を左右する時代は過ぎ去った。

アップルには十分な時間がある。投資家は成り行きを見守るべきだ。

By Adam Levine
(Source: Dow Jones)

8. 巨大テック、AI巡る市場の奪い合い

Watch Out for Market Cannibals
イノベーションがもたらす期待と不安

[投資戦略]

「k」から「K」へ、アルファベットで表す景気動向



TIMOTHY A. CLARY / AFP via Getty Images

ウォール街のある調査担当者は先週、「経済は小文字のkから大文字のKへと移行した」と筆者に説明してくれた。kの上向きの線と下向きの線は、相反する方向へ進む異なる集団を表す。富裕層は上向きで繁栄を、その他の層は下向きで苦境を表している。大文字のKになると上向きの線がより目立つ。資産価格の上昇による資産効果のおかげで、富裕層にとって今はいつにも増して恵まれた時期になっている。

では下向きの線は何を表すのか。RBCキャピタル・マーケッツで米国市場を担当する上席エコ

ノミスト、マイク・リード氏は「貧困層というよりむしろ中間層だ。貧困層は貧しいままだが、少なくとも政府支援のインフレ調整の給付を受けられる。最も圧迫されているのは、所得分布の20~80パーセンタイルに位置する人々だ」と指摘する。消費の伸びを富裕層がけん引しているとすれば、景気は株式市場のボラティリティーにこれまで以上に影響を受ける可能性がある。

一方で筆者は、アルファベットを用いて景気の状態を表すことに懸念を持っている。S字型の成長曲線、L字型の景気後退、V字型やU字型の景気回復、さらにはW字型のものも存在する。もし景気の解釈が大文字と小文字の微妙な違いに依存するようになれば、大文字か小文字か判別できない乱れた筆跡が金融破綻を招きかねない。もう少し説明的なメタファー（比喩）が必要な時かもしれない。

アルファベット1文字では表せない多くの現実

具体例を見てみよう。リード氏は「1970年から2010年まで、退職者は新規労働者1人につき1人弱であったが、現在ではこの比率が約2.5対1に膨れ上がっている。（退職者が増えると、その分だけ職探しをしている人の数が減るため）強い雇用者数の伸びがなくても安定した失業率を維持できる」と指摘する。しかし、株価が急落しポートフォリオの価値が低下すれば、ベビーブーマー世代が退職を先延ばしにすることで、失業率の上昇傾向に拍車が掛かる可能性がある。

これは、比喩で表すに十分な重要性を持つテーマであるが、複雑な内容であるため単一のアルファベット、たとえ（複雑な形をした）筆記体の大文字Gでも表現できない。高齢者がいつまでもポジションを手放さず（引退せず）、若者が「順番待ち」をしている状況を想起させる比喩が必要だ。筆者は、若者のバスケットボールコートが高齢者のピックルボールに占領された「ピックル現象」にするか、（高齢者が多い）ローリング・ストーンズのコンサート会場ではトイレの待ち時間が長くなる「トイレ・ジ

レンマ」のどちらにするかで迷っている。

市場の小さな歪みを見逃さないストラテジストもいる。バンク・オブ・アメリカで米国の中小型株リサーチを統括するジル・キャリー・ホール氏は、S&P小型株600指数の構成銘柄企業の利益成長率が、今年の6%から来年は17%へと跳ね上がるとしている。中小株が大型株の後れを取る存在から主役へと転じる可能性がある。歴史的に見れば、このような局面では中小型株が大型株に対して75%の確率で平均9ポイント（年率）アウトパフォームしている。これは、無視できないくらい魅力的だが、待たされ過ぎで信用しきれなくもある。

過去15年間、大型株のS&P500指数の累積リターンは640%で小型株を280ポイント以上も上回った。その結果、今年の予想利益を基準にすると、小型株は大型株より約30%割安となっている。この状況を表す適切な比喩は、小さくていかにもスピードが出そうだが、成功がほとんど保証されていないものを思い起こさせるものが良い。「電動自転車に乗ったチワワ」はどうだろう。今にも急発進しそうに見える。だが、その小さな前脚ではハンドルに届かない。つまり、実際のところ何が起こるか分からぬという比喩だ。

巨大テックが市場奪い合い

大型株では、共食い巨獣のにらみ合い（巨大テック同士の市場の奪い合い）が進行していることに気づいている人はいるだろうか。これは、長年にわたり小さな競合相手を食い物にしてきた巨大企業が、今度は互いの獲得可能な最大市場（TAM）を食い荒らそうと、相手の領分を飢えた目つきで見合う状態のことだ。

時価総額3位のグーグルの親会社アルファベット<GOOGL>は、時価総額6位の半導体大手ブロードコム<AVGO>の協力を得て高性能の人工知能（AI）半導体を自社開発し、いまや時価総額1位の半導体大手エヌビディア<NVDA>を脅かす存在になりつつある。エヌビディアは、（半導体を動かす）ソフトウェアに強みがあると主張するが、ソフトウェアは長らくマイクロソフト<MSFT>が支配してきた分野である。マイクロソフトはアマゾン・ドット・コム<AMZN>とクラウドAIで競合しており、アマゾンも独自のAI半導体の販売を開始した。

時価総額上位7社から外れた電気自動車（EV）大手テスラ<TSLA>は、事業の主眼は自動運転タクシー「ロボタクシー」にあると強調する。しかし、自動運転開発ではアルファベット傘下のウェイモが先頭を走っている。動画配信サービスのユーチューブもアルファベット傘下だが、ネットフリックス<NFLX>やアマゾンのような動画配信事業者にとって無視できない存在だ。一方で、アマゾンの広告事業の急拡大はアルファベットやメタ<META>にとって大きな脅威である。

巨大テック同士の市場の奪い合いは市場を常に不安定化させるが、とりわけ、テクノロジー・メディア・通信でS&P500指数の45%を占めるマフィン型市場（上部が大きく膨らんでいるので筆者はこう呼んでいる）と組み合わさると、よりボラティリティーが増す。うまくいけば、AI関連の魔法のような新たな技術は、害よりも利益をもたらすだろう。ドイツ銀行は、来年のAIは脆弱な雇用市場をさらに減速させるか、あるいは生産性を0.5ポイント以上押し上げるとみている。言ってみれば、家族の集まりで、好意は持っているけれど仮想通貨の話ばかりしてくる従兄弟から突然ハグをされたような、何とも複雑な気分だ。

医療分野のイノベーション、ED治療

イノベーションが市場にもたらす期待と不安の入り混じった感覚は、医療の分野でも同じように見られる。そこで話題を肥満治療薬や勃起機能障害（ED）治療薬に移してみたい。投資銀行のオッペンハイマーは、肥満治療薬に加え、がん、感染症、運動障害などに対する新たな治療法が、寿命と生活の質の向上にどれほど寄与し得るかを強調する。次に注目される可能性があるのは勃起機能であり、オッペンハイマーはこれを健康状態を示す「先行指標」と呼ぶ。米国では女性が男性より平均5.8年長生きしており、寿命の差は拡大傾向にある。主因は心疾患、糖尿病、精神的ストレスである。EDは、これらの疾患において最初に現れることが多い症状であり、原因であると同時に結果でもあるようだ。言い換えれば、EDを治療すれば寿命を延ばせる可能性があるということだ。

驚くべきことに、バイアグラおよびシアリスとして広く知られる代表的なED治療薬（PDE5阻害薬）が登場したのは、もう約四半世紀も前だ。オッペンハイマーは、スウェーデンの製薬会社ディコット・ファルマ<DICOT.スウェーデン>と、その実験的治療薬「LIB-01」に注目している。初期段階の試験では、この薬剤は数時間ではなく数週間効果が持続することが示された。常用型ではなく必要に応じて使用できるタイプのようである（筆者は男性泌尿器科医のように医学的知識を持ち合わせていない）。

ディコット・ファルマはさらなる資金調達と長期の臨床試験を必要としており、成功する可能性もあれば失敗する可能性もある。しかし、これまで十分に注目されてこなかった分野に新たな動きが出てきたのは素晴らしいことだ。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

9. 著名人を冠したETFに巨額資金

[ファンド]

Star-Powered ETFs Are Luring Investors. A Big Name Doesn't Guarantee Big Returns.

パフォーマンスは短期的に堅調だが、長期は不透明

著名人ファンドの成長と初期の高パフォーマンス



Tasos Katopodis/Getty Images for Eightco Holdings and BitMine

名称に何の意味があるのだろうか。二つの上場投資信託（ETF）の発行体にとって、それは競争の激しい市場で差別化を図り、巨額の運用資産を集めの手段だ。設定から約6カ月が経過したダン・アイブス・ウェドブッシュ人工知能（AI）革命ETF<IVES>の運用資産額は、9億6000万ドルを誇る。このETFは、強気な予測と頻繁なメディア出演で知られ、広くフォローされているウェドブッシュ証券のテクノロジーアナリスト、ダン・アイブス氏にちなんで名付けられた。一方、ウォール街で人気のストラテジストでファンドストラットの最高投資責任者（CIO）兼リサーチ責任者のトム・リー氏が立ち上げた

ファンドストラット・グラニーショット米国大型株ETF<GRNY>は、設定後13カ月で運用資産額が3

8億ドルとなった。

4000本以上のETFが流通し、毎日数十本のETFが新規に設定される市場では、1億ドルの運用資産額を集めれば成功と見なされる。RFGアドバイザリーのCIOであるリック・ウェデル氏は、10億ドル近い、あるいはそれ以上の運用資産額を集めることは、その爆発的な成長の背後に著名人の力と活況な市場が存在することを示唆していると述べる。買い手は名前に引かれているようだが、パフォーマンスに満足して保有を続けている。比較可能な実績はわずか3カ月という短い期間だが、アイブス氏のファンダは13%上昇で、これはテクノロジー・セレクト・セクターSPDR ETF<XLK>の9.2%上昇を上回っている。グラニーショット・ファンドは1年で20.3%上昇し、S&P500指数の14.8%のリターンを上回る。

人気ファンド成功の背景

Star Power

How some ETFs tied to well-known fund managers have fared.

ETF / Ticker	3-Month Return	1-Yr Return	3-Yr Return	5-Yr Return	AUM (billion)	Expense Ratio
ARK Innovation / ARKK	6.3%	37.0%	28.6%	-6.2%	\$7.8	0.75%
Fundstrat Granny Shots US Large Cap / GRNY	6.8	20.3	N/A	N/A	3.8	0.75
Dan Ives Wedbush AI Revolution / IVES	13.0	N/A	N/A	N/A	1.0	0.75
Atlas America / USAF	2.1	8.4	N/A	N/A	0.2	0.89
Index ETF / Ticker						
SPDR S&P 500 Trust / SPY	6.3%	14.8%	20.4%	15.2%	\$700.0	0.10%
Technology Select SPDR / XLK	9.2	23.2	29.2	19.3	93.5	0.08

Note: Returns through Nov. 28; three- and five-year returns are annualized. N/A=not applicable.

Sources: Morningstar, company reports

アイブス氏のファンドは、AIエコシステムにおいてアイブス氏が選定した30の最良のアイデアと銘柄のリストである「ダン・アイブスAI30」に基づくテーマ型インデックスファンドだ。ウェドブッシュ証券のCIOであるカレン・ロジャース氏によると、四半期ごとにリバランスを行うインデックスファンドとして構築されているが、アイブス氏がリストを変更した場合、保有銘柄を更新する仕組みになっており、アクティブな要素を持つという。

インデックスファンドとすることで、アイブス氏はポートフォリオ管理ではなく、リサーチに集中することができる。アイブス氏のファンドは、半導体大手エヌビディア<NVDA>やマイクロソフト<MSFT>など他のハイテクインデックスと重複する銘柄を保有するが、ロジャース氏は、「より広範

なハイテクインデックスには、原子力企業のオクロ<OKLO>やネットワークセキュリティー企業のゼットスケーラー<ZS>など、将来的に桁外れのリターンを生み出す可能性のある、あまり知られていない銘柄は含まれていない。これらが次のエヌビディアになるかもしれない」と述べた。

グラニーショット・ファンドは、バスケットボールのフリースローで下手投げ（グラニーショット）を行う人物にちなんだ名が付けられた、大型株ブレンド型ファンドであり、リー氏と3人のポートフォリオマネジャーがアクティブ運用する。株式収益を向上させるとリー氏らが信じる長期的な「スーパーサイクル」トレンドに関するファンドストラットのテーマ別リサーチから選定された中核銘柄リストに基づいている。グラニーショット・ファンドは、季節性などの三つの短期テーマと、エネルギー安全保障、サイバーセキュリティーやミレニアル世代の嗜好（しこう）を含む四つの長期テーマを対象としている。組み入れられるには、その銘柄が少なくとも二つのテーマに合致する必要がある。保有銘柄にはマイクロソフト、ネットワークセキュリティー企業のクラウドストライク<CRWD>、飲料大手のモンスター・ビバレッジ<MNST>が含まれる。

テーマ型ファンドは通常、単一テーマに絞って焦点を当てたり、特定のトレンドをターゲットとしたりすることが多い。リー氏は、グラニーショット・ファンドがその複数のテーマと長期的な焦点を持つ点で、典型的なテーマ型ファンドと異なるという。

独立調査会社ETFGIの創設者デボラ・ファー氏は、アイブス氏とリー氏のファンドはともに、現在のテーマの追い風と大型グロース株のアウトパフォームの恩恵を受けていると指摘する。リー氏のファンドはAI、エネルギー安全保障、サイバーセキュリティーといった複数のテーマの銘柄を保有しており、リー氏は「パフォーマンス面では、現在まさに絶好の位置にある」と言う。

著名投資家の名を冠したETFは目新しいものではない。ファー氏によれば、最も初期の事例の一つが2012年に設定され、当時のマネジャーであったビル・グロース氏の名前を利用して注目を集めたピムコの「ピムコ・トータル・リターン・ファンド」のETF版だった。より最近の著名投資家によるETFの設定としては、投資リアリティ番組「シャーク・タンク」で有名なケビン・オリアリー氏のファクターベースのインデックスに追従する指数連動型ファンド群「オシェアズ ETF」、バイオテック起業家でアリストライブ・アセット・マネジメントの創業者であるヴィヴェク・ラマスワミ氏が設定したETFが挙げられる。

高い手数料や分散の欠如が足かせになる懸念

有名な名前が常に成功するわけではない。経済学者ヌリエル・ルービニ氏が立ち上げたアトラス・アメリカETF<USAF>の運用資産額はわずか1800万ドルだ。著名人の名を冠したファンドが常に成功するわけでもない。商品トレーダーのジム・ロジャース氏が運用した米国籍ETFは上場廃止となり、ユーチューブの金融パーソナリティーであるケビン・パフラース氏のETFも同様の運命をたどった。

著名なマネジャーが率いるアクティブ運用のテーマ型ファンドは、パフォーマンスの変動が激しい傾向にある。その代表例がキャシー・ウッド氏の資産運用額78億ドルのアーク・イノベーションETF<ARKK>だ。過去1年で37%上昇したが、5年間の年率リターンは6.2%の下落となっている。モニシングスターによると、2020年に152.8%上昇したが、2021年に23.4%、2022年には67%それぞれ下落している。

プレーンバニラ型のインデックスファンドと比較すると、テーマ型やアクティブ運用のETFは一般的に手数料が高くなる傾向があり、ファー氏はそれがパフォーマンスの足かせになると述べている。とはいえ、アイブス氏とリー氏のファンドはそれぞれ年間0.75%の手数料がかかるが、手数料控除後でも広範なインデックスをアウトパフォームしている。

アウトパフォームが持続するかは分からぬ。S&Pグローバル・リサーチによれば、手数料控除後では、過去10年間で少なくとも80%のアクティブ運用型株式ファンドでリターンがベンチマークを下回っている。市場サイクルが転換すれば、一部の戦略がアンダーパフォームする可能性がある。しかし、リー氏は、ファンドストラットが2019年に最良の投資アイデアのリストを作成し始めて以来、選定銘柄は下落相場だった2022年でも損失をより少なく抑え、毎年S&P500指数をアウトパフォームしたと言う。

ファー氏とウェデル氏は、これら二つのファンドの人気は、その運用戦略自体と同じくらい、ETF業界の状況についても物語っていると述べる。ファンドマネジャーは流動性と税制優遇からETFを取り入れ、投資家はアクティブ運用型ETFを購入している。ファー氏は、ETFの設定は比較的費用が少なくて済むが、発行者にとって主要なブローカーに自身のETFを流通させることは難しいため、注目を集め他の方法が必要だと説明する。こうした背景から、投資家はテーマ型ファンドや著名人起用ファンドの市場投入が今後増加すると予想するはずである。ウェデル氏は、金融界の著名人が設定したETFの中には、真剣な戦略を持つものもあれば、単に注目を集める手段にすぎないものもあると言う。話題性の高いETFが増える中、投資家は慎重に対応する必要がある。テーマ型ファンドに焦点を当て、注目を集めたETFに関する2022年の研究では、特化型のETFは、設定後の最初の5年間でリスク調整後の価値の約30%を失うことが示された。

この研究に協力したルガーノ大学(USI)およびスイス金融研究所のフランチェスコ・フランゾーニ教授は、パフォーマンスを損なう主な要因として、ファンドマネジャーがトレンドを追うことで生じる割高な銘柄の保有、分散投資の欠如、そして高額な手数料の3点を挙げている。

By Debbie Carlson
(Source: Dow Jones)

10. 2026年、マイホーム購入希望者に見え始めた光 Why Home Buyers See Some Hope in 2026 住宅価格伸び鈍化で好機

[経済関連スケジュール]

市場は二つの方向、地域で分かれる明暗

住宅購入希望者にとって近年厳しい状況が続いたが、2026年に希望の光が見えてきた。住宅価格の上昇が緩やかになるらしい。新たな予測が2社から出ており、不動産会社のレッドフィン<RDFN>は全国平均で1%の上昇を予想し、不動産情報サイトのリアルター・ドット・コムは2.2%の上昇を見込んでいる。両社とも、住宅価格の上昇は賃金の上昇よりも緩やかになるとみており、住宅ローン金利は平均6.3%と予測している。レッドフィンは販売件数が3%増えるとし、リアルターは1.7%の増加を見込む。(リアルターは、本誌発行元ニュース・コーポレーション<NWSA>の子会社が運営している。)

もっとも、言うまでもなく立地がすべてだ。S&Pコアロジック・ケース・シラー住宅価格指数による

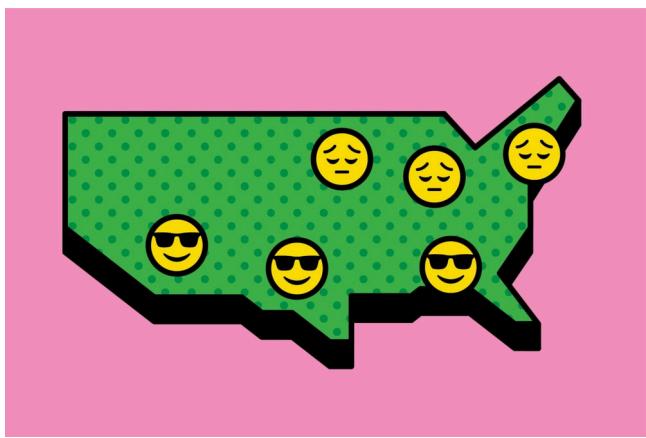


Illustration by Elias Stein

トの2地域が価格下落率トップで、それぞれ10.2%、8.9%の下落が見込まれている。10月の両都市圏の売り出し物件数は2024年比13.3%増加しており、これが価格軟化予想を後押ししている可能性が高い。

一方で、当該22都市圏以外の地域では価格が上昇するとみられる。上昇幅が最も大きいと見込まれる都市圏には、住宅価格自体が手頃な水準にある地域も含まれる。例えば、オハイオ州トレド（13.1%）、ニューヨーク州シラキュース（12.4%）、ペンシルベニア州スクラントン（10.9%）だ。リアルターによれば、10月の売り出し価格はこの三つの地域すべてで30万ドルを下回っており、全米の中央値42万4200ドルを大きく下回っている。

先週の出来事

市場動向

週明けもビットコインの下落が続き、12月1日は6%安と、世界の株式と債券を押し下げた。米国株も下落し、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は約1%安となったが、その後、米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げ期待を背景に、ボラティリティーが高まる中で反発した。米民間雇用サービス会社（ADP）の全米雇用報告では11月の雇用者数は3万2000人減少した一方、11月下旬の新規失業保険申請件数は3年ぶりの低水準となった。この結果、週間ベースでは、NYダウは前週末比0.5%上昇、S&P500指数は0.3%上昇、ナスダック総合指数も0.9%上昇した。

企業動向

メディア娯楽大手ウォルト・ディズニー＜DIS＞の新作映画「ズートピア2」が感謝祭にあわせて11月2日に公開され、北米（米国とカナダ）市場での5日間の興行収入が1億5600万ドルとなったほか、海外市場では4億ドルに達した。欧州航空機大手エアバス＜AIR.フランス＞に対し、規制当局が主力機A320シリーズに搭載されたソフトウェアの不具合について修正を命じ、約6000機が影響を受けた。エアバスはこれを受けて、2025年の航空機納入目標を下方修正した。ビットコインを大量保有するソフトウェア会社ストラテジー＜MSTR＞は、ビットコイン安を背景に株価が年初来の最高値から約60%下落する中、優先株の配当と利払いに備えて14億4000万ドルの米ドル建て準備金を積み増した。大手投資会社ブラックストーン＜BX＞、アポロ・グローバル＜APO＞、KKR＜KKR＞は、イングランド銀行（中央銀行、BOE）が実施するプライベート市場のストレステスト（健全性審査）に参加する。IT大手のアップル＜AAPL＞は、人工知能（AI）部門責任者のジョン・ジャナンドレア氏が退任に伴い、マイクロソフト＜MSFT＞のアマル・スブラマニヤ氏を起用した。欧州連合（EU）は、メタ＜META＞が通

と、9月は北東部と中西部の都市圏で価格上昇が続いた一方、アリゾナ州フェニックス、テキサス州ダラス、フロリダ州マイアミといったサンベルトの都市圏では下落した。これは、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスのニコラス・ゴデック氏が「二つの市場の物語」（チャールズ・ディケンズ著「二都物語」をもじった表現）と呼ぶほどの二極化だ。

リアルターは、2026年の価格が100都市圏のうち22都市圏で前年の価格水準を下回ると予測する。フロリダ州のケープコーラルとノースポートの2地域が価格下落率トップで、それぞれ10.2%、8.9%の下落が見込まれている。10月の両都市圏の売り出し物件数は2024年比13.3%増加しており、これが価格軟化予想を後押ししている可能性が高い。

信アプリ「ワツツアップ」にAIツールを組み込んだ件について、反トラスト法（独占禁止法）違反の疑いで調査を開始した。ホワイトハウスは、バイデン前政権が定めた自動車の燃費基準を撤廃する方針を示した。

M&A（合併・買収）など

- ・動画配信大手ネットフリックス<NFLX>は、メディア大手ワーナー・ブラザーズ・ディスカバリー<WBD>が保有する映画・テレビスタジオ事業とストリーミングサービスの「HBO MAX」事業を負債込みで830億ドルで買収すると発表した。買収を巡っては、メディア大手パラマウント・スカイダンス<PSKY>やコムキャスト<CMCSA>を退けた形だ。
- ・半導体大手マーベル・テクノロジー<MRVL>は、同業の新興企業セレスティアルAIを約32億5000万ドルで買収すると発表した。

今週の予定

12月9日（火）

米労働省労働統計局（BLS）が9月と10月の雇用動態調査（JOLTS）を発表する。8月末時点の求人件数は約722万件で、求人1件当たりの失業者数は約1.02人となり2021年4月以来の高水準だった。

12月10日（水）

四半期決算の発表は、10日に文書・画像処理ソフトウェア大手アドビ<ADBE>とソフトウェア大手オラクル<ORCL>が、翌11日に半導体大手ブロードコム<AVGO>と会員制倉庫型スーパーのコストコ・ホールセール<COST>が予定している。

米連邦公開市場委員会（FOMC）が金融政策の決定内容を発表する。市場では、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を0.25%引き下げ、3.50～3.75%のレンジとするとの見方が強い。また、FRBは四半期ごとの経済予測サマリー（SEP）も公表する。9月のSEPでは、2026年末のFF金利予測（中央値）が3.4%と示された。今回の会合で市場予想通りに利下げが行われると仮定すれば、残る利下げ余地は0.25%、すなわち1回にとどまる計算だ。一方、市場では2026年12月時点のFF金利が約3%まで低下するとの織り込みが進んでおり、FRBの現行予測よりはるかに積極的な緩和サイクルを見込んでいる。こうした見方の背景には、ハト派と目されるケビン・ハセット氏の影響があるとみられる。ハセット氏は現在、国家経済会議（NEC）委員長を務めており、来年5月に任期が切れるパウエル議長の後任候補として最有力視されている。

統計と数字

4.1%：自動車を除くブラックフライデーの小売売上高の2024年比伸び率。前年の伸び率3.4%を上回るとクレジットカード大手のマスターカード<MA>が推計。

64%：2025年1～9月期のベンチャー投資のうち、AI分野に投入された割合。金額では約1610億ドルに相当する。

400万バレル：国際エネルギー機関（IEA）は、2026年の世界の原油の供給過剰量が1日当たり400万バレルに達するとの見通しを示した。過去最大規模だ。

16兆ドル：世界の億万長者の総資産額で、前年比13%増。スイス金融大手UBS<UBS>のリポートによる。

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』 2025/12/07

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