

# バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/12/14

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. ハセツ氏はFRB議長として独立性を維持できるのか - Hassett Says He Would Be Independent at the Fed. Some Who Know Him Worry [カバーストーリー]  
かつての一部同僚からは懸念の声も P.1
2. 2026年も堅調な株式相場が続くのだろうか - How the Stock Market's Rally Can Keep Going in 2026—and What to Buy Now [フィーチャー]  
今、何をかうべきか P.6
3. AI相場一巡後の2026年に向けて選ぶ10銘柄 - Amazon and 9 More Stocks to Buy for 2026 [フィーチャー]  
2026年に向けた 銘柄選別フェーズへの移行 P.11
4. 米国経済は2026年も安定成長が見込まれる - The U.S. Economy Looks Stable for 2026-and You'll Feel Better About It, Too [フィーチャー]  
利下げ、AI投資、税金還付がGDP成長を後押しする P.18
5. バフェツ氏はなぜアルファベット株を取得したのか - Even Warren Buffett Is Open to Learning How to Be a Better Investor [コラム]  
投資家として進化を続けた「オマハの賢人」 P.21
6. 会社分割で復活したGEが市場を圧倒する - This GE Spinoff Is Beating the S&P 500, Nvidia-and Bitcoin. Here's How. [投資戦略]  
GE成功の鍵は、AIと電化がもたらすガスタービン需要 P.23
7. 大型ハイテク株からの物色対象の変化 - The Stock Market Is Rotating Out of Big Tech. [米国株式市場]  
政府から遅れて発表される経済指標が鍵を握る P.25
8. AIバブルに対する過度な懸念は禁物 - Don't Fight the AI Bubble. Even Cisco Eventually Won. [ハイテク]  
投資の見返りは今後も膨らむ可能性がある P.27
9. S&P500は時価総額でなく、売上高に注目する時が来た - Look Past the S&P 500's Market Cap and Focus on Revenue Instead [米国株式市場]  
これからは分散を利かせることが重要で、投資家にはさまざまな選択肢がある P.29
10. スペースX上場観測で高まる投資家心理 - With Talk of a SpaceX IPO, Tesla Shareholders Dream of an X Corp. [経済関連スケジュール]  
マスク帝国を束ねる「X社」構想の夢 P.31

※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た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onz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

# 1. ハセット氏はFRB議長として独立性を維持できるのか [カバーストーリー]

Hassett Says He Would Be Independent at the Fed. Some Who Know Him Worry  
かつての一部同僚からは懸念の声も

## トランプ大統領はハセット氏が次期議長と示唆



HAIYUN JIANG/The New York Times/Redux

トランプ大統領は、米連邦準備制度理事会（FRB）の次期議長候補を1人に絞ったと述べ、その人物が国家経済会議（NEC）のケビン・ハセット委員長であることを示唆した。

共和党の別の大統領なら、ハセット氏の指名は問題にならなかったかもしれない。ハセット氏は優れた学歴を持ち、公共政策の分野で長年キャリアを積んできた。若いころにFRBで勤務した経験もある。第1次トランプ政権では、上院において81票と圧倒的多数で経済諮問委員会（CEA）の委員長として承認された。2017年の

法人減税にも、少なくとも部分的に貢献した。

しかし、ハセット氏がトランプ大統領に忠実であることが物事を厄介にしている。トランプ大統領が金利を強引に引き下げようとした場合、ハセット氏はFRB議長として十分に歯止めをかけられないかもしれない。さらに、FRB議長は一人で世界を変えられるわけではない。他のFRB高官を言いくめて自分の見解を支持させるには、何よりも信頼が必要だ。

トランプ大統領は、自身が2017年に指名したパウエル現議長を攻撃している。そのためエコノミストは、誰が後任になっても、ホワイトハウスの影響力から完全には独立できないのではないかと懸念している。トランプ氏はこのような不安をほとんど解消しようとしておらず、米政治専門メディアのポリティコが9日に発表したインタビューでは、利下げが次期議長指名の条件になると語った。

FRBは10日、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を3.50～3.75%へ0.25%引き下げることを決定した。トランプ大統領は、パウエル議長は「頑固」であり、利下げ幅を「2倍にできたはずだ」と不満を述べた。トランプ氏は政策金利を1%以下に引き下げることを求めている。FRBは今年、軟化している労働市場を支えるために利下げを実施してきたが、高インフレが根強いことから大規模な利下げには慎重だ。

本誌は最近、ハセット氏と過去に働いたことがある人々に取材し、彼がFRB議長としてどのように行動する可能性があるかを探った。ハセット氏を全面的に支持する声も一部あった。しかし、ハセット氏をよく知る複数の人物は、ハセット氏が第2期のトランプ大統領に忠実である様子を見て、イメージが変わったと述べた。

ハセット氏がどう考えているにせよ、FRB議長に就任した場合、彼が大統領の意向に沿って動いているという印象を払しょくするのは困難かもしれない。これは、ハセット氏が長期インフレ見通しを踏まえ、利下げの妥当な根拠を提示できる場合でさえも同様だろう。言い換えると、金利を引き下げる

べきだと結論付けるのに、必ずしもトランプ大統領の指示は必要ないということだ。

投資家は現在、ハセット氏が議長に就任する可能性についてほとんど心配していない。株価は過去最高水準で推移している。債券投資家は判断を保留しているようだが、他の候補者であってもそうしただろう。

なお、ハセット氏は、ホワイトハウスを通じた取材の申し込みと、9日の短いやり取りの中での取材の申し込みを拒否した。また、ホワイトハウスのクッシュ・デサイ広報担当者はメールで「トランプ大統領は現代の歴史の中で最も優秀で経験豊かな人材を経済政策チームに集めている。しかし、大統領から発表があるまで、FRB議長の指名を巡る議論は無意味な憶測にすぎない」と述べた。

## FRB在籍時は組織になじみ、自由市場主義を支持

ハセット氏の指名は決定していない可能性がある。ベセント財務長官は、ハセット氏を含む5人に候補を絞り込んでおり、12月下旬までに精査を終える見込みだと述べている。一方、トランプ大統領は、その5人に入っていないベセント氏の議長就任の可能性に何度も言及してきたが、ベセント氏はそれを望んでいないとも述べていた。紛らわしいことに、トランプ大統領は候補者を1人に絞り込んだとも語っている。ただし、それが誰であるかを断言してはいない。

ハセット氏は1992年から1997年にかけて、アラン・グリーンズパン元議長の下でFRBに勤務した。11月のニューヨーク経済クラブのインタビューでは、「グリーンズパン議長のすぐ近くで働き、FRBの考え方の良い点と悪い点を見てきた。そして、悪い点は数多く存在する」と語った。

ハセット氏は、FRBの考え方が時代遅れで古いモデルに依存し過ぎており、経済予測が不正確になっていると指摘する。FRBの人員削減、改革、監査も支持している。また、FRBのバランスシートをさらに縮小しつつ、そのコントロールを財務省に委ねるべきだとするベセント氏の政策論文にも賛同している。

ハセット氏の元同僚によれば、ハセット氏はFRB在籍当時、FRBに懸念を示しておらず、組織になじんでいるように見えたという。ハセット氏は調査部門に勤務し、企業の固定資産投資について研究していた。ペンシルベニア大学で経済学の博士号を取得し、コロンビア大学で研究者として将来有望なキャリアを歩み始めていたが、首都ワシントンで就職した妻と暮らすために大学を離れた。

FRBでハセット氏と働いた人々は、彼を聡明でエビデンスを重視するエコノミストと評する。また、ハセット氏は「シカゴ学派」に属し、効率的市場仮説を支持していたという。シカゴ学派とは、ミルトン・フリードマンに代表される、自由市場経済を支持する著名な経済学派である。効率的市場仮説とは、資産価格がすべての入手可能な情報を反映しているという仮説だ。ハセット氏には株式市場に関する著作があるが、現在は多くの人々によって誤りだったと見なされている。しかし、減税が企業と経済を成長させる効果についての研究は、今でもエコノミストに広く評価されている。

ハセット氏は自身をサプライサイド経済学者と説明する。サプライサイド派は、減税によって経済成長を促進し、税収の減少を相殺することを主張しており、レーガン大統領の時代から共和党と関わりがある。

ハセット氏の保守的な傾向は、FRB勤務時には見られなかった。ノースカロライナ大学キーナン・フラグラー経営大学院の教授で、FRBでハセット氏の部下だったグレゴリー・ブラウン氏は「政治の話はしなかった。私たちの仕事に政治はほとんど関係なかった」と語る。ブラウン氏はハセット氏が良い議長になるだろうと述べた。

ジョンズ・ホプキンス大学の教授で、1990年代にFRBでハセット氏の同僚だったクリストファー・キャロル氏は、「(ハセット氏は)組織としてのFRBに対して、敵意や恨みがあったり、敬意が欠けていたりするようには見えなかった」と証言する。なお、ハセット氏はキャロル氏の結婚式に出席したという。

ハセット氏が政治的な姿勢を強めたのは、FRBを離れ、保守派シンクタンクのアmerican・エンタープライズ研究所に入所した後のことだ。ハセット氏は広範な執筆活動に従事し、ジョン・マケイン、ジョージ・W・ブッシュ、ミット・ロムニー各氏の大統領選で助言を行った。3人とも、共和党の長年の経済哲学である自由市場と低税率を主張していた。

## 第2次トランプ政権で主義主張が変化

ハセット氏は1999年、元ジャーナリストで後にジョージ・W・ブッシュ政権に参加するジェームズ・グラスマン氏とともに、『ダウ36000』という書籍を出版した。本書はその名の通り、ダウ工業株30種平均(NYダウ)が3~5年以内に4倍に上昇し、3万6000ドルに達すると主張するものだ。しかし、ドットコムバブルの崩壊によって、株式市場は2000年に急落した。NYダウが3万6000ドルに達したのは2021年になってからだ。

グラスマン氏は、振り返ってみれば、自分たちがリスクについて自信過剰だったのは明らかだと語る。しかし、ハセット氏は自説を擁護しているように見えるという。グラスマン氏は「私は『市場はこうなるはずだ』と語るより、市場そのものを信頼すべきだと悟った。しかし、ハセット氏の主張や発言を見る限り、彼はまだあきらめていない」と指摘する。2人は現在も友人だが、政策に関する考えはもう同じではないという。

グラスマン氏は、第2次トランプ政権の「市場への極端な介入」に反対している。例えば、関税の引き上げや、半導体大手インテル<INTC>および鉄鋼大手USスチールといった個別企業への政府介入である。ハセット氏はどちらの政策も公に支持している。

グラスマン氏は、ハセット氏が以前ほど自由市場主義を支持していないのか、あるいはトランプ大統領を支えるために最善を尽くしているだけなのか、定かではないという。しかし、ハセット氏がFRB議長に就任すれば、昔の彼が再び現れると考えている。グラスマン氏は「ハセット氏がFRB議長として、自分の信条を捨てるとは思えない」と語る。

ハセット氏は独立性を維持すると主張している。9日には、大統領から金利に関して圧力をかけられた場合も「正しいことをするだけだ」と述べた。ハセット氏は、自身が「自分の判断に忠実であり、党派的な行動を取らないという強い信念を持っている」という。しかし、トランプ大統領は多くの場面で党派的な行動を取る傾向があり、ハセット氏はそれを擁護している。

トランプ大統領は8月1日、労働省労働統計局が雇用統計を下方修正したことを受けて、エリカ・マッ



ケンターファー局長を解任した。トランプ氏は、自身に悪印象をもたらすように統計が操作されたと主張した。8月3日の報道番組で、ハセッティ氏は大統領の決定を支持した。

ビーオブエー・セキュリティーズのグローバル経済リサーチの元責任者で、長年のFRBウォッチャーでもあるイーサン・ハリス氏は「局長の解任はとんでもないことだ。ほぼすべてのエコノミストが極めて誤った考えだと思っている」と語る。ハリス氏は、BLSのデータ収集に問題があることは広く知られているものの、トランプ氏の攻撃によって問題が政治化され、解決が難しくなったと指摘する。

ハセッティ氏がこうした決定を積極的に擁護していることに、一部のエコノミストは困惑している。FRBでハセッティ氏と同僚だったキャロル氏は、「ハセッティ氏は専門家としての評判を気にしていないようだ」と語る。

エコノミストの間では、FRBでの勤務経験は長年にわたって優秀さの証と見なされてきた。その理由はFRBが客観的で厳格な分析にコミットしているからだ。FRBのスタッフはさまざまな経歴を持つが、経済学が共通言語となっている。キャロル氏は、ハセッティ氏がもはやその言語を話さなくなったのではないかと、あるいは口先でしか経済学を尊重していないのではないかと懸念している。

投資家やアナリストは、金利に関する意思決定のヒントを求め、FRB高官のあらゆる発言を注視している。歴代のFRB議長は、FRBが政策をコントロールし、市場を落ち着かせるには、一貫性と知的信頼性が極めて重要だと理解してきた。キャロル氏は「予測可能性は、優れた中央銀行であるための決め手の一つだ。ハセッティ氏が議長に就任したら何をするのか、予測するのは困難だ」と語る。

ハセッティ氏は長年、企業の成長促進に取り組んできた。そのため、ハセッティ氏を知る人々は、彼が第2次トランプ政権の関税攻勢を支持していることに戸惑っている。ハセッティ氏は2019年、トランプ氏が関税政策を導入するに当たってCEAを辞任した。第1次政権時の報告によると、CEAは、関税はコストが大きいと助言したようだ。ハセッティ氏は辞任が関税に関係しているという見方を否定した。

しかし、ハセッティ氏の当時の同僚は、第1次政権から第2次政権までの間に、ハセッティ氏の立場が大きく変化したとみている。第1次トランプ政権でハセッティ氏とともに働いた元ホワイトハウス高官は、「ハセッティ氏がかつて支持していた政策上の見解がすべて否定されるのを見るのは寂しい」と語る。

## 利下げを実施しつつ、独立性を維持する可能性も

金融市場はあまり心配していないようだ。

ハセッティ氏が次期FRB議長の最有力候補と報じられた11月下旬以降、10年物米国債利回りは4.0%から4.2%へ上昇している。長期金利は短期金利よりも大幅に上昇しており、いわゆるイールドカーブのスティープ化に当たる。これは、インフレ率が上昇する中で、FRBが金利を低水準に維持することを投資家が予想しているというサインだろう。

FRB議長は、金利を決定する連邦公開市場委員会（FOMC）の12人のうち1人にすぎない。ハセッティ氏が議長に指名され、上院に承認された場合、トランプ大統領が指名したFOMC委員のスティーブン・ミラン氏と入れ替わる公算が大きい。これは大幅利下げの支持者が、別的大幅利下げの支持者に替わることを意味する。ハセッティ氏がトランプ大統領の指示に従うとしても、他のFOMCメンバーが追随す

る可能性は低い。

それでも、ハセット氏はおそらく利下げを主張するだろう。ハセット氏は来年の経済成長率について、多くのエコノミストが予想する2%より大幅に高くなると考えている。経済成長の急激な加速によってインフレが悪化し、利上げにつながることを懸念する声もあるが、ハセット氏が信じるサプライサイド経済学の考え方は異なる。

ハセット氏は、1990年代のコンピューター革命と同様に、米国の生産性が大幅に上昇しつつあると主張している。1990年代にFRB議長だったグリーンズパン氏は、当時の成長がインフレを誘発しないと見抜いたことで評価された。ハセット氏は、金利を低水準に据え置いたグリーンズパン氏と同じことをしたいと考えている。

ハセット氏は、トランプ政権の関税と減税が工場建設を促進していると主張する。これは資本ストックの成長を意味する。ハセット氏は、9日にウォール・ストリート・ジャーナル（WSJ）が主催したイベントで、「生産性の伸びと資本ストックの伸びが合わさることで、基調的な潜在GDP（国内総生産）成長率は3%を大幅に上回る水準に達し、4%超となる可能性もある。総供給と総需要を引き上げる利下げなど、政策の実施余地は大きい」と語った。

米国政治においては、サプライサイドの減税がそれに見合う経済成長を促進するかどうかは、昔から議論的となっている。しかし、FRBウオッチャーのハリス氏は、FRBの独立性にとって重要なのは、ハセット氏が減税のメリットを心から信じていることだと指摘する。ハリス氏は「サプライサイドへの注目は、ハセット氏のエコノミストとしての知的基盤の一部だ。そのため、ハセット氏が大統領に忠実であると同時に、独立したFRB議長になる可能性はある」と語る。

さらに、大幅な利下げを推進するだけでは、市場の混乱は起きないだろう。ハリス氏は「米国は世界の資本市場において特別な場所だ。ドルは世界の基軸通貨であり、米国債市場は広大で流動性が高い。この優位性を覆すのは難しい。非常に大きなショックが起きない限り、投資家はFRBと米国市場への信頼を失わないだろう」と語る。ハリス氏は、そうしたショックが起きる可能性はあるもの、そのきっかけは今のところ見つからないという。

ハセット氏は12月9日、トランプ氏が望む水準までの利下げを約束するかと問われた際に、「データによって、利下げが可能であると示唆される場合には利下げを続ける。現時点では、利下げの余地は大きいと思う」と語った。これは熱狂的なトランプ支持派というより、データを重視するパウエル議長に近い発言のように思える。まるで予備選挙に勝利した大統領候補者のように、ハセット氏は経済的に中道寄りに立場を修正しているように見える。結局、政治家と同じで、ハセット氏の動機よりも行動の方が重要だ。

By Matt Peterson  
(Source: Dow Jones)

## 2. 2026年も堅調な株式相場が続くのだろうか

[フィーチャー]

How the Stock Market's Rally Can Keep Going in 2026—and What to Buy Now  
今、何を買うべきか

### 弱気シナリオと強気シナリオ



Illustration by Raven Jiang

2026年について語る際の大きな論点、それは人工知能（AI）が市場を引き続き満足させることができるかどうかだが、この疑問に決着をつけることはできない。しかし、AI以外の分野に目を向ければ、2026年を再び素晴らしい年にする基盤となる割安な資産が存在する。

2025年を上回る市場パフォーマンスなどありそうにない。S&P500指数のリターンは2023年から2年連続で20%超えを記録し、今年も17%を超える見込みだ。欧州や中国など海外の株式市場も30%上昇し、好調だ。さらに好調なのが金

と銀で、金価格は60%、銀価格は100%上昇している。

市場の今後の動向は、米国経済の成長や米連邦準備制度理事会（FRB）による利下げ、トランプ大統領の気まぐれな政策など、さまざまな要因の絡み合いによって決まるが、確実なことは一つもない。そして、バリュエーションは極めて割高であり、ウォール街の利益成長率予想（S&P500指数構成銘柄の2026年の1株当たり利益＝EPS＝成長率のコンセンサス予想は14%）をわずかでも下回る余地は残されていないという弱気な見方もある。

しかし、この弱気シナリオは、小幅ながら利下げが実現し、「一つの大きく美しい法案」（トランプ減税法案）が景気の追い風になるなど、財政・金融政策が景気の下支えに転じたことを見落としている。FRB当局者は、インフレが若干緩和され、実質国内総生産（GDP）成長率が2025年の推定値である1.7%から2026年は2.3%へ加速すると予測している。

ヤルデニ・リサーチの社長兼チーフ・インベストメント・ストラテジスト、エド・ヤルデニ氏によれば、アナリストは最近、S&P500指数の第4四半期EPS成長率予想を前年同期比7.7%から8.2%へ上方修正した。これは、企業が関税やその他の逆風を克服しつつあるとアナリストが確信したということだ。

もう一つの明るい材料として、大手ハイテク株以外への強気相場の拡大が挙げられる。ハイテクセクターが依然として突出してはいるものの、資本財や金融、ヘルスケアなどのセクターの上昇率も10～20%と堅調で、小型株やバリュー株の上昇率も14%となかなかのパフォーマンスだ。

インベスコのグローバル市場チーフストラテジスト、ブライアン・レビット氏は「バリュエーションに関する懸念は承知しているが、マクロ環境が株式市場を支えている。米国経済は底堅さを示しており、原油価格は依然として低水準にあり、債券利回りは低く、FRBは利下げを検討中だ。株式にとって好ましい環境だ」と話す。

ウォール街ではS&P500指数が2026年も好調を維持するというのが大方の見方だ。株価には企業利益の動向に従う性質がある。企業がウォール街のEPS予想成長率14%を達成するか上回れば、株価は上昇を続けることが可能だ。ゴールドマン・サックスはS&P500指数が2026年末に7600に、モルガン・スタンレーは7800に達すると予想している。

長年の強気派であるヤルデニ氏は7700が射程圏内にあるとみており、S&P500指数のEPSが15%増加し、予想株価収益率（PER）が現在の22倍から約25倍に上昇すると予想する。生産性の向上が経済の堅調な成長を支え、それが企業利益や株価の成長につながるという「狂騒の2020年代」シナリオが2026年も継続するというのがヤルデニ・リサーチの基本シナリオだ。

AIを原動力とする数兆ドル規模の設備投資が今後も続くかどうかによって状況は大きく変わってくるだろう。市場には減速を懸念する見方もあるが、強気派は投資サイクルがピークを迎えるのははるか先の話だと主張する。調査会社ガートナーは9月のレポートで、世界のAI関連支出が2025年は約1兆5000億ドルに達し、2026年は2兆ドルを上回ると予測している。

## リスクとヘッジ

ソフトウェア大手オラクル<ORCL>の決算からも分かるように、AIにとってすべてが順風満帆というわけではない。メタ<META>やアルファベット<GOOGL>、マイクロソフト<MSFT>は数十億ドルを投じてAI関連の開発（データセンター建設、アプリ、新製品）を行っているが、こうした巨額投資が具体的な成果につながるか投資家が疑問視し始める可能性がある。

PERが極めて高いということは、株価が急落するリスクがあるということだ。AI銘柄やハイテク銘柄の代替指標といえるマグニフィセント・セブン（M7）の平均PERは31倍と、S&P500指数の22倍を約40%上回っている。

M7と半導体大手ブロードコム<AVGO>が時価総額の約40%を占め、ハイテク株偏重となっているS&P500指数のウェートを下げる方が賢明だと主張するストラテジストもいる。資産運用会社フランクリン・テンプレトンのチーフ・マーケット・ストラテジスト、スティーブン・ドーバー氏は「AIを巡るストーリーを引き続き信じてはいるものの、AIリスクへの過度な集中は回避すべきだ」と話す。

ヘッジ方法の一つは、AIの供給側から、小売業や金融業などの業界における利用者側の企業へと投資をシフトさせることだ。ニューバーガー・バーマンの社長兼最高投資責任者（CIO）、ジョセフ・アマト氏は「より多くの企業で生産性の向上や効率化が見られるようになれば、AI相場もより幅広いセクターへと拡大するだろう」と話す。小売り大手ウォルマート<WMT>のジョン・デービッド・レイニー最高財務責任者（CFO）が11月の決算説明会で「実効性のあるコスト管理と成長加速のため、全社でAIを活用している」と語ったように、大企業でもAIの活用が進んでいる。



## Investment Ideas for 2026

Wall Street sees more gains for stocks and bonds next year, with gold as a safety bet. Here are some ways to invest.

### Stocks

ETF / Ticker	YTD Return	Recent Yield
Invesco S&P 500 Equal Weight / RSP	11.7%	1.7%
iShares Core MSCI Europe / IEUR	32.9	3.6
State Street SPDR Portfolio S&P 600 Small Cap / SPSM	8.9	1.5
Vanguard Value / VTV	15.0	2.0

### Bonds

ETF / Ticker	YTD Return	Recent Yield
iShares 5-10 Year Investment Grade Corporate Bond / IGIB	9.5%	4.7%
Vanguard Short-Term Corporate Bond / VCSH	6.4	4.4

### Gold

ETF / Ticker	YTD Return	Recent Yield
SPDR Gold Shares / GLD	58.5%	None

Note: data as of Dec. 10

Source: Bloomberg

### AI以外の注目分野

AI以外にも相場上昇を支える追い風はある。金融や公益事業、通信サービスなどの分野では予想利益が増加を続けている。また、中小型株を含め、全体的に収益予想が改善傾向にある。S&P500均等加重指数のEPS予想成長率は2025年が7%、2026年が11%だ。

超大型株よりも下の層に目を向けると、バリュエーションはそれほど割高ではない。上場投資信託（ETF）のインベスコS&P500イコール・ウエートETF<RSP>のPERは17倍、ステート・ストリートSPDRポートフォリオS&Pスモール・キャップ600 ETF<SPSM>の予想PERは15倍だ。両ETFとも何年にもわたりS&P500指数をアンダーパフォームしているが、ハイテク銘柄に偏った超大型株指数から分散を図るのに有用だ。特に小型株はより健全に見える。S&Pスモール・キャップ600のEPS成長率のコンセンサス予想は2025年が13.5%、2026年が約17%だ。

FRBの利下げは小型株にとって追い風となる傾向がある。この6カ月、投資家が利下げを予想する中、小型株のラッセル2000指数がS&P500指数をアウトパフォームしている。ラッセル2000指数に連動する

ファンドよりも、利益基準がより厳しいS&P600小型株指数に連動するETFの方がお勧めだ。

検討すべきセクターとしては、金融、公益事業、ヘルスケアがある。DWSの米州担当CIO、デービッド・ビアンコ氏はAI関連支出減速に対する防御手段としてこれらのセクターを選好しており、「米国がAI分野で中国やその他の国に追い付かれ、追い越される懸念を念頭に置いておくべきだ」と話す。

バリュー投資家にとっては手頃なバリュエーションの銘柄が多く存在する。ミラマー・キャピタルの共同創業者兼シニア・ポートフォリオマネジャー、マックス・ワッサーマン氏はホームセンター大手のホーム・デポ<HD>やファストフードチェーン大手のマクドナルド<MCD>、産業廃棄物サービス大手のウエイスト・マネジメント<WM>、大手天然ガス中流事業のワンオーケー<OKE>、決済サービス大手のビザ<V>、先物取引所グループ持ち株会社のCMEグループ<CME>を選好しており、「投資家はバリュー株へと回帰し、収益が安定した銘柄を探すはずだ。われわれは上昇相場にうまく乗れていない銘柄を探している」と話す。

バリューをテーマに手っ取り早く投資を行う方法としては割安銘柄をターゲットとするETFがある。例えば、バンガード・バリューETF<VTV>は金融大手のJPモルガン・チェース<JPM>や、複合企業のバークシャー・ハサウェイ<BRK.A><BRK.B>、石油大手のエクソンモービル<XOM>、製薬・医療機器大手のジョンソン・エンド・ジョンソン (J&J) <JNJ>などの株式を保有している。VTVは年初来で15%上昇しており、PERは約20倍とS&P500指数よりも割安で、2.1%の配当利回りがある。

## 調整局面入りは不可避か

では、2026年が波風のない穏やかな市場になるかという点を決してそんなわけではない。弱気派は、トランプ関税の影響がようやく出始めたところであり、米国の消費者は住宅費を含め、生活費の高騰に苦しんでいると主張する。景気が停滞すれば、企業の利益目標達成も困難になる。強気派は株価がこの「不安の壁」を克服できると主張するが、S&P500指数はこの3年間で75%上昇しており、高値を更新するのは困難になりつつある。

恐らく、株式にとって最大のリスクは、単に割高なことだろう。米国市場は、景気循環調整後PERなどの指標が過去の水準の90パーセンタイル値を上回る水準で推移している。強気派は、ハイテク株のバリュエーションの高さが原因であり、ハイテクセクターの驚異的な成長と利益率によって正当化されると主張している。しかし、市場がこの水準のバリュエーションを維持できることは歴史的にまれであり、10%かそれ以上の調整（2025年初頭のトランプ関税を巡るパニックは除く）を経ずに今回ほど強気市場が続いたこともまれだ。

株式市場に大きな上値余地を認めない数少ないウォール街企業の一つ、メリル・アンド・バンク・オブ・アメリカ・プライベート・バンク（2026年末のS&P500指数を直近水準比4%上昇の7100と予想）のクリス・ハイジーCIOはバリュエーションが大きな懸念材料だと語り、「最大のリスクは、労働市場がマイナス成長のショックに襲われる可能性があることだ。ボラティリティーが上昇すれば大きな買い場が到来する可能性がある」と話す。

## 外国株、金、債券

2025年の教訓を挙げるとすれば、米国株以外にも選択肢があるということだ。この1年間の外国株の好調を受け、フランクリン・テンプレトンのドーバー氏は相対的に割安な日本市場や新興国市場を選好している。投資会社マン・グループのチーフ・マーケット・ストラテジスト、クリスティーナ・フーパー氏は欧州株式を選好し、軍事支出拡大と財政刺激策が欧州経済の追い風になっていると語る。また、欧州株は配当利回りが高く、米国株よりも割安だ。低コストでエクスポージャーを獲得する方法としてはiシェアーズ・コアMSCIヨーロッパETF<IEUR>がある。2026年予想利益に対するPERは約14.5倍、配当利回りは3%弱だ。

金は価格が大幅に上昇したため、現在は投資対象としては厳しい。ニューヨーク・ライフ・インベストメントズのグローバル・マーケット・ストラテジスト、ジュリア・ハーマン氏は「伝統的なリスクオフ資産というよりも、FOMO（取り残される恐怖）によるモメンタム投資の対象となっている。大手ハイテク株の小型版といったところだ」とし、現在の価格で追加購入する理由を見いだすのは困難だと語る。

金やその他の貴金属は依然としてポートフォリオに組み込む価値があると主張する専門家もいる。NIS Aインベストメント・アドバイザーズの投資戦略ディレクター、リック・ラットカウスキー氏は、ポートフォリオの5%前後を貴金属に割り当てることを推奨する。SPDRゴールド・シェアーズETF<GLD>が良い選択肢となる。

債券は微妙な局面にある。短期債はFRBの利下げで利回りが低下するが、長期債はインフレ期待に基づいて取引される。予想インフレ率は依然としてFRB目標の2%を上回っており、9月以降、FRBが0.75%の利下げを行ったことで、利回りは若干上昇した。インベスコのレビット氏によれば、インフレ率が急降下するか、景気が混迷しない限り、10年物米国債の利回りは4.25~4.5%のレンジにとどまる可能性がある。

それでも投資家にとって債券の利回りは魅力的だ。特に社債の利回りは、国債やその他の政府債務よりも高利回りとなる傾向にある。CVアドバイザーズの最高経営責任者（CEO）兼CIO、エリオット・ドーンブッシュ氏は「利回り5.25%の堅実な投資適格債が存在する」と話す。

低コストの債券ETFを二つ紹介する。一つは、中期債を対象とするiシェアーズ5-10年投資適格社債ETF<IGIB>だ。利回りは4.2%、年初来のトータルリターンは9%。もう一つがバンガード短期社債ETF<VCSH>で、短期債限定のため、金利が再び上昇した場合のリスクは低い。利回り4.3%、年初来リターンは6%。

債券は株価急落時にポートフォリオの緩衝材として機能する。マネー・マーケット・ファンド（MMF）も検討に値する。FRBが小幅な利下げを実施しても、2026年の利回りは3%を超えるはずだ。市場が長期的な上昇基調を維持しつつ一時的な調整局面を迎える場合に備え、一定の手元資金を確保しておくのも有益だ。

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

### 3. AI相場一巡後の2026年に向けて選ぶ10銘柄 Amazon and 9 More Stocks to Buy for 2026 2026年に向けた 銘柄選別フェーズへの移行

[フィーチャー]

#### 本誌が選ぶ有望10銘柄



Illustration by Raven Jiang

2025年の株式市場は活況を呈し、人工知能（AI）は最も注目を集めた投資テーマだった。ただ、2026年は銘柄選択を担う投資家にとって、異なる局面となる可能性がある。投資家は2025年、AI関連企業に資金を集中させ、その影響はロボティクスや原子力、宇宙開発といった分野にも波及した。本誌はこうした潮流を捉え、2025年の有望10銘柄として、中国の電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集团）＜BABA＞、アルファベット＜GOOG＞、半導体製造装置メーカーのASMLホールディング＜ASML＞のほか、銀行大手の

シティグループ＜C＞や配車大手のウーバー・テクノロジーズ＜UBER＞などを選定した。

選定10銘柄の中で大きく値を下げたのはバイオ医薬品のモデルナ＜MRNA＞で、株価は約30%下落した。それでも、選定銘柄全体では配当込みで平均約28%のリターンを確保し、S&P500指数の15%を上回った。本誌は、2026年の株式市場がこれまでと同様の強さを示すとは見ていない。2023年から2025年にかけて高いリターンが続いた後だけに、S&P500は調整局面に入る可能性がある。市場のバリュエーションは既に高水準にあり、同指数は2026年予想利益の22倍で取引されている。

こうした見通しの下、本誌は2026年の銘柄選定においてバリュー重視の姿勢を採った。娯楽大手ウォルト・ディズニー＜DIS＞や石油大手エクソンモービル＜XOM＞は業界のリーダーであり、2026年予想株価収益率（PER）は約16倍と妥当な水準にある。メディア大手コムキャスト＜CMCSA＞も、PERが示す以上の企業価値を有する。

本誌が選定した成長株は2025年に総じて低調だった。選定銘柄にはアマゾン・ドット・コム＜AMZN＞のほか、クレジットカード大手ビザ＜V＞やオンラインスポーツベッティングなどを手がけるフラッター・エンターテインメント＜FLUT＞が含まれる。いずれも市場全体を下回ったものの、中長期的な成長余地は残されている。

2026年は、パークシャー・ハサウェイ＜BRK.A＞＜BRK.B＞に代えて、損害保険等を手がける持株会社のフェアファックス・ファイナンシャル・ホールディングス＜FFH＞を選定した。加えて、不動産投資信託（REIT）のSLグリーン・リアルティ＜SLG＞やエンターテインメント企業のマディソン・スクエア・ガーデン・スポーツ＜MSGSG＞、製薬大手のブリストル・マイヤーズ・スクイブ＜BMY＞を組み入れた。銘柄選定は常に容易ではないが、本誌は2026年に向けて、相対的に割安で再評価余地のある銘柄群に注目している。



## A Very Good Year

Our 10 picks for 2025 have outperformed the S&P 500.

Company / Ticker	Price 12/12/24	Price 12/10/25	Total Return
Alibaba Group Holding / BABA	\$89.23	\$158.82	81.0%
Alphabet / GOOGL	191.96	320.21	67.5
ASML Holding / ASML	713.10	1,119.32	58.5
Berkshire Hathaway / BRK.B	458.63	490.43	6.9
Citigroup / C	71.43	111.09	59.8
Everest Group / EG	362.62	315.47	-10.9
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton / LVMUY	134.20	146.33	11.6
Moderna / MRNA	42.82	29.03	-32.2
SLB / SLB	41.10	39.93	0.2
Uber Technologies / UBER	61.41	84.16	37.0
Average			27.9%
S&P 500			15.3%

Source: Bloomberg

## Laggards Leading

Our 2026 picks have a value bent.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	Market Value (billion)	2026E P/E	Dividend Yield
Amazon.com / AMZN	\$231.78	5.6%	\$2,478	29.0	None
Bristol Myers Squibb / BMY	51.21	-9.5	104	8.5	4.9%
Comcast / CMCSA	27.58	-26.5	100	6.7	4.8
Exxon Mobil / XOM	119.54	11.1	504	16.4	3.4
Fairfax Financial Holdings / FRFHF	1,768.67	27.3	42	10.2	0.9
Flutter Entertainment / FLUT	218.34	-15.5	38	21.5	None
Madison Square Garden Sports / MSGS	224.17	-0.7	5	N/A	None
SL Green Realty / SLG	44.23	-34.9	3	9.0*	7.0
Visa / V	325.73	3.1	637	25.5**	0.8
Walt Disney / DIS	108.83	-2.3	194	16.5**	1.4

Note: \*estimate based on FFO, or funds from operations, a metric commonly used to value REITS; \*\*fiscal year ends September; E=estimate; N/A=not applicable

Source: Bloomberg

### アマゾン・ドット・コム

2026年には、マグニフィセント・セブンの中で、アマゾンの番が回ってくる可能性がある。アマゾンの株価は足元で約232ドルと、2025年の上昇率は6%にとどまっている。2026年の予想1株当たり利益（EPS）は8ドルで、株式報酬を含めた保守的な前提に基づくと、予想PERは約29倍となっている。米小売り最大手のウォルマート＜WMT＞が38倍であるのに比べると、割安感がある。

投資家が警戒しているのは、2025年に計画する1250億ドルの設備投資と、主力のクラウド事業であるアマゾン・ウェブ・サービス＜AWS＞の成長鈍化だ。もっとも、アマゾンは積極投資を続けながら、着実に成果を上げている。米国の電子商取引市場では40%を超えるシェアを握り、第3四半期のアマゾ



Michael Nagle/Bloomberg

ン・ウェブ・サービスの売上高成長率は20%と、過去11四半期で最も高い水準となった。高収益の広告事業は年間750億ドルの売上高を生み出している。加えて、衛星通信サービスのアマゾン・レオや自動運転タクシー事業のズークスといった新規事業群も抱える。

米証券会社エバーコアISIのアナリスト、マーク・マハニー氏は、アマゾンの目標株価を335ドルに設定し、大型株インターネット銘柄の中で最優先の投資対象と位置付けている。マハニー氏は過去にも、市場で評価が低かった銘柄に

対して的確な見通しを示してきた。

## ■ ブリストル・マイヤーズ・スクイブ

ブリストル・マイヤーズ・スクイブは、2026年に製薬業界における再建ストーリーの主演となる可能性がある。現在51ドル前後で取引されており、2025年に9%下落した。主力医薬品の特許切れが進む中で、2026年と2027年には利益がそれぞれ5%減少する可能性がある。もっとも、株価水準は割安だ。2026年予想PERは約8倍で、ファイザー<PFE>と並んで医薬品セクターで最も低い。配当利回りは4.9%と安全水準にある。

現在の株価は、ブリストルの医薬品パイプラインの価値をほとんど織り込んでいない。最高経営責任者（CEO）のクリス・ボーナー氏は、特許切れ医薬品への依存低下や財務規律を踏まえ、先行きに自信を示している。時価総額が1000億ドル強にとどまるブリストルは、業界再編の中で買収対象となる可能性もある。

## ■ コムキャスト

米通信メディア複合大手のコムキャストは、2026年予想利益を基準にすると、S&P500構成銘柄の中で最も割安な10銘柄の一つに入る。配当利回りはほぼ5%と安定しており、2026年予想PERは約6倍である。過去12カ月間には、発行済み株式の約5%を自社株買いで消却した。

もっとも、主力のケーブルテレビおよびブロードバンド事業は緩やかな縮小が続いている。この影響で株価は約30%下落し、足元では約27ドルと、10年前の水準を下回る。通信大手のAT&T<T>などとの競争激化を背景に、2026年のEPSは前年比3%減の4.13ドルにとどまる見通しだ。

最高経営責任者（CEO）兼支配株主のブライアン・ロバーツ氏の経営姿勢には変化の兆しがある。コムキャストはメディア大手ワーナー・ブラザーズ・ディスカバリー<WBD>の買収競争で敗れたものの、メディア・エンターテインメント・テーマパーク事業を切り離す選択肢は残されている。事業分離によって大きな価値が顕在化する可能性がある。米調査会社モフェット・ネイサンソンのアナリスト、クレイグ・モフェット氏は、ブロードバンド事業に対する市場の見方は過度に悲観的だと指摘し、投資判断を買いとしている。

## エクソンモービル



David Paul Morris/Bloomberg

米エネルギー最大手のエクソンモービルは、世界のエネルギー産業における指標的存在だ。先週公表された5カ年経営計画の更新版では、2030年までのEPSが年率13%超で成長するとの見通しを示し、従来目標の約10%から上方修正した。

この見通しは、ブレント原油価格が実質ベースで1バレル65ドル前後で推移することを前提としている。足元の原油価格は61ドル前後にとどまるものの、長期的な石油・ガスの需給環境は良好で、世界的な需要は引き続き増加基調にある。

ダレン・ウッズCEOは、エクソンが今後数十年にわたり収益性を確保できる体制を築いていると強調する。株価は足元で約120ドル、2026年予想PERは約16倍で、配当利回りは3.4%だ。43年連続で配当を増額してきた実績があり、配当の持続性は高いとみられる。モルガン・スタンレーのアナリスト、デビン・マクダーモット氏は、エクソンに対して強気姿勢を示している。

## フェアファックス・ファイナンシャル・ホールディングス

カナダの損害保険投資持株会社、フェアファックス・ファイナンシャル・ホールディングスは、ミニ版バークシャー・ハサウェイに最も近い存在とみられる。現時点で、より魅力的な投資対象となる可能性がある。

トロントに本拠を置くフェアファックスは、堅調な損害保険事業と良好な投資実績を基盤に、長期にわたって高いパフォーマンスを示してきた。創業者で会長のプレム・ワトサ氏の下、簿価ベースで年率15%の成長を目標に掲げており、成長率が1桁台後半にとどまるとみられるバークシャーと比べて際立っている。時価総額は約400億ドルと規模が小さく、成長余地は大きい。

株価純資産倍率（PBR）は足元で約1.5倍とバークシャーと同水準にあるが、実質的にはより割安な水準にある可能性がある。フェアファックスはインド関連投資を含む質の高い投資ポートフォリオを構築している。フェアファックスは、バークシャー出身者であるデビッド・ソコル氏とも連携している。株式は主にカナダ市場で取引されており、米国市場での流動性は限定的だ。

## フラッター・エンターテインメント

オンラインスポーツベッティング世界最大手のフラッター・エンターテインメントは、業界を主導する存在だ。ただ、株価は足元で約215ドルと、8月の高値から3分の1程度下落している。予測市場を手掛けるカルシやポリマーケットが、主力事業であるファンデュエルの競争力を損なうとの懸念が背景にある。

もっとも、ウォール街の大半のアナリストは、予測市場がファンデュエルのビジネスモデルを脅かすとはみていない。ファンデュエルは米国のオンラインスポーツ賭博市場で40%を超えるシェアを持つ首位



サイトであり、予測市場の動きにも対応可能とみられている。

スポーツ賭博の分野では、予測市場はファンデュエルと競合しない。ライブベッティングやプロップベット（例えばフットボールやバスケットボールにおける個人選手への賭けなど）、そして複数の結果を組み合わせた単一の賭けで高額配当が期待できるパーレイベットにおいてだ。特にパーレイベットは、フラッターにとって収益性の高い商品として位置付けられている。

マッコリー証券のアナリスト、チャド・ベイノン氏は、足元の株価下落は行き過ぎとの見方を示している。2026年予想PERは約22倍で、将来の高い利益成長を踏まえれば、なお妥当な水準とみられる。

## マディソン・スクエア・ガーデン・スポーツ



Sarah Stier/Getty Images

スポーツへの投資はかつてないほど盛り上がり、プロチームには記録的な値段がついている。しかし、プロバスケットボール協会（NBA）所属のニューヨーク・ニックスと北米アイスホッケーリーグ（NHL）のニューヨーク・レンジャースのオーナーであるマディソン・スクエア・ガーデン・スポーツはそうではない。

ニックスとレンジャースを合わせた価値は恐らく130億ドルを超える。NBAのロサンゼルス・レイカーズは2025年に評価額100億ドルで売却されたが、ニックスの評価額は少なくともレイ

カーズを超えるだろう。レンジャースの価値は30億ドル強と推定される。MSGスポーツの株価は225ドル前後の水準にあり、企業価値は54億ドルだ。株価は過去5年間で30%上昇したが、市場全体や個人・投資グループが保有するプライベートチームの評価額の拡大には後れを取っている。

株価が割安である要因はジェームズ・ドーランCEOが売却を否定していることにある。MSGスポーツはドーランファミリーに支配されている。ドーラン氏の姿勢はコーポレートガバナンスとしては好ましいものではない。しかし、投資会社ボイヤー・バリュー・グループの社長ジョン・ボイヤー氏はチームの一つを分社化して別会社にするか、あるいはチームのどちらかまたは両チームの持分の一部をプライベート投資家に売却し、その資金で自社株買いを行う可能性がある」と述べる。2027年に予定される税制改正では、公開スポーツチームのオーナーに不利な扱いが導入されるため、MSGスポーツが売却を検討せざるを得なくなる可能性がある。ボイヤー氏はMSGスポーツの評価額を1株当たり500ドルとしている。

## SLグリーン・リアルティ

ニューヨーク市のオフィス市場は改善しているが、マンハッタン最大の商業不動産オーナーであるSLグリーン・リアルティの株価を見る限り、その気配は感じられない。株価は44ドル前後と年初来35%下落し、52週安値近辺にある。

株価の低迷は最近発表された2026年のガイダンスが予想を下回ったことや有利子負債依存度が高いこ

とに加え、ビジネスに友好的ではない民主社会主義者ゾーラン・マムダニ氏がニューヨーク市の次期市長に就任することも影響している。マムダニ氏の市長就任は悪材料だが、マムダニ氏が描く社会政策の財源となるニューヨーク市の不動産税収基盤を実際に破壊することはないだろう。

最近の投資家説明会でSLグリーン・リアルティは、株価と資産価値が乖離（かいり）している点を強調した。SLグリーン・リアルティは自社の資産価値を1株当たり70ドル強とみている。マーク・ホリデイCEOはこの状況を「理屈に合わない」と述べ、株価は保有するビルの土地評価額以下と語った。

エバーコアISIのアナリスト、スティーブ・サクワは最近、この評価額を「魅力的だ」と述べ、SLグリーン・リアルティの純資産価値を1株当たり85ドルと推計するが、目標株価は54ドルである。もしSLグリーン・リアルティの株価が割安な水準にとどまれば、アクティビスト（物言う株主）やプライベート・エクイティ投資家のターゲットになる可能性がある。

## ビザ

ステーブルコイン、後払い決済サービス（BNPL）、手数料への不満といった問題に対する懸念などからビザの株価は2025年に出遅れ、年初来5%の上昇にとどまっている。

心配が何であろうとビザは課題をうまくかわし、利益は超大型企業の中で最も安定的に2桁成長を維持している。さらに、ドルを裏付けとする暗号資産（仮想通貨）であるステーブルコインにおいても主導的な役割を果たしている。一部ではステーブルコインがビザを混乱させるのではないかと懸念されていた。運用会社ノースウェスタン・ミューチュアル・ウェルス・マネジメントの株式ポートフォリオ責任者マット・スタッキー氏は11月、本誌に「これまでに高い参入障壁が懸念されたのは、数えるほどの回数しかない」と語った。

現在の株価は325ドル前後である、2026年9月期通期予想EPSに基づくPERは26倍と、過去5年間の平均である31倍を下回る。また、純利益率は半導体大手エヌビディア＜NVDA＞に匹敵する約55%である。ビザは来年の収益と利益について2桁台前半の伸びを見込み、利益の大部分を株主に還元する。直近会計年度では自社株買いで発行済み株式の3%を買い戻し、配当利回りは1%に近い。

世界が現金からカード、さらにその先へと移行する中で、ビザには依然として、長期的な成長余地がある。

## ウォルト・ディズニー

動画配信大手ネットフリックス＜NFLX＞とパラマウント・スカイダンス＜PSKY＞がワーナー・ブラザース・ディスカバリーの映画・テレビ・ストーリーミング事業を巡って巨額の買収合戦を繰り広げる中、ディズニーは業界屈指の資産を保有しているにもかかわらず、株価は低迷している。

ディズニーの株価は107ドル前後だが、11月の2025年9月期決算発表後に大きく売られた。主因はディズニーワールドやその他のテーマパークを中心とするエクスペリエンス部門の業績が期待外れだったことにある。しかし、利益見通しは改善している。クルーズ船事業の拡大に支えられ、2026年度、2027年度には2桁の利益成長が見込まれている。



Ian Lansdon / AFP / Getty Images

2026年9月期通期予想EPSに基づくPERは16倍である。ウルフ・リサーチのアナリスト、ピーター・スピーノ氏は、「これは価値ある知的財産と持続的な需要を考慮すると割安過ぎる」とし、目標株価を133ドルとしている。

さらに、ディズニーの純利益はネットフリックスとほぼ同水準だが、時価総額はネットフリックスの半分にとどまる。ネットフリックスがワーナーを買収すればより伝統的なメディア企業に近づく可能性があるのに、なぜ時価総額はディズニーの2倍なのだろうか。

ディズニーのボブ・アイガーCEOを見落としてはいけない。アイガー氏はディズニーのリーダーとして2度目の任期を終え、2026年末に退任する予定だ。アイガー氏は業績が好調な中で引退したいと考えている公算が大きく、これは株価にとって強気の材料である。

By Andrew Bary  
(Source: Dow Jones)

#### 4. 米国経済は2026年も安定成長が見込まれる The U.S. Economy Looks Stable for 2026-and You'll Feel Better About It, Too 利下げ、AI投資、税金還付がGDP成長を後押しする

[フィーチャー]

##### 米国経済は個人消費に支えられ成長持続



David Paul Morris/Bloomberg

政策変更がエコノミストや企業経営者を困惑させたにもかかわらず、今年の米国経済の成長率は1.8%と予想されている。来年も今年と同水準が見込まれ、インフレ調整後の国内総生産（GDP）成長率は1.9%と見込まれる。しかし、政策の不透明性は後退し、減税および規制緩和による景気刺激策から状況の改善を実感できるようになるはずだ。

特に高所得世帯は資産価格の上昇から資産効果の恩恵を受けたこともあり、2025年のほとんどの期間、米国のGDPの約70%を占める個人消費

は底堅く推移した。雇用の伸びが軟化し、輸入品に対する関税の規模および影響について混乱が生じていたにもかかわらずである。大半の資産運用会社は2026年も株価が上昇すると予想しており、その通りになれば個人消費にも拍車がかかるであろう。現時点における予想の中には、S&P500指数が来年末までに8000を超える、すなわち約15%の上昇を見込むものもある。

低・中所得層の消費も年前半の通常を上回る多額の所得税還付の恩恵を受けると見込まれる。7月に成



立した大型減税を目指す「一つの大きく美しい法案（OBBBA）」には、適格従業員の課税所得から残業代およびチップ代を控除するなど税還付の増加につながる幾つかの条項が含まれている。さらに、米国民であれば、適格乗用車の購入用ローンの金利が控除可能であり、65歳以上の高齢者の多くは追加で6000ドルの還付請求をすることができる。

UBSのチーフ・エコノミスト、ジョナサン・ピングル氏は、500億～550億ドルの追加的な減税還付金を予想しており、それが消費支出を下支えすると見込んでいる。投資銀行のパイパー・サンドラーは、平均的な税金の還付額は昨年比べて1000ドル増えると予想する。ピングル氏は、第2四半期以降の予想と前置きしつつ、「追加的な財政支援策が講じられそうだ」と語る。

設備投資は継続しており、特に人工知能（AI）のインフラ向けは2026年を通して継続するものと見込まれ、経済成長にとっても追い風となる。RSM U.S.のチーフ・エコノミスト、ジョセフ・ブルスエラス氏は「より強固なエネルギー・グリッドなどAI向けのインフラ建設を促進することが、少なくとも向こう1年は中心的な経済成長のけん引役になる」と指摘する。

しかし、今年前半に縮小した住宅投資は2026年前半も再び縮小が見込まれる。政府支出および投資も同様だ。ピングル氏は「経済の大きな割合を占めるところが上手く行っていない」と言う。

1.9%の成長率は先進国経済にとって健全な水準とされる2%をやや下回る。来年の経済成長が抑制されるのは、特に年前半に労働市場の弱さが続くためである。JPモルガンのチーフ・エコノミスト、マイケル・フェロリ氏は、向こう3～6カ月の労働市場の状況は「厄介なほど低調」だと予想する。

## 雇用情勢の軟化もリセッションにはつながらない見込み

非農業部門就業者数は2025年の最初の9カ月間で月平均7万6000人増を記録したが、その裏で4月の「解放の日」の関税政策発表以降は悪化している。本誌が9月までの米労働省労働統計局（BLS）のデータを分析したところ、「解放の日」以降の月次の就業者数の増加は平均でわずか3万8600人にまで落ち込んでいる。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）が始まる前は、月次就業者数数の増加は17万7000人だった。

2026年の就業者数の伸びは今年と大差ない傾向になると見込まれる。バンク・オブ・アメリカ・インスティテュートのチーフ・エコノミスト、デイビッド・ティンスリー氏は、就業者数の増加が緩やかな理由は、一部には低調な労働供給にあると指摘する。失業率は第1四半期に約4.6%でピークに達すると予想される。専門的サービス、ハイテク、製造業といったセクターでは雇用の伸びが鈍化、あるいは減少に転じると見込まれる。トランプ政権による移民の抑制政策により、労働市場の供給側は抑制される。しかし、労働環境の軟化はリセッション（景気後退）を引き起こすことはなく、政策の不確実性が後退し、企業の利益率が上昇し、企業が関税コストを消費者に転嫁し始めるのにもない、雇用市場は下期に復調すると予想される。9月上旬以降、利下げが複数回実施されており、緩和的な金融環境も下支えとなっている。

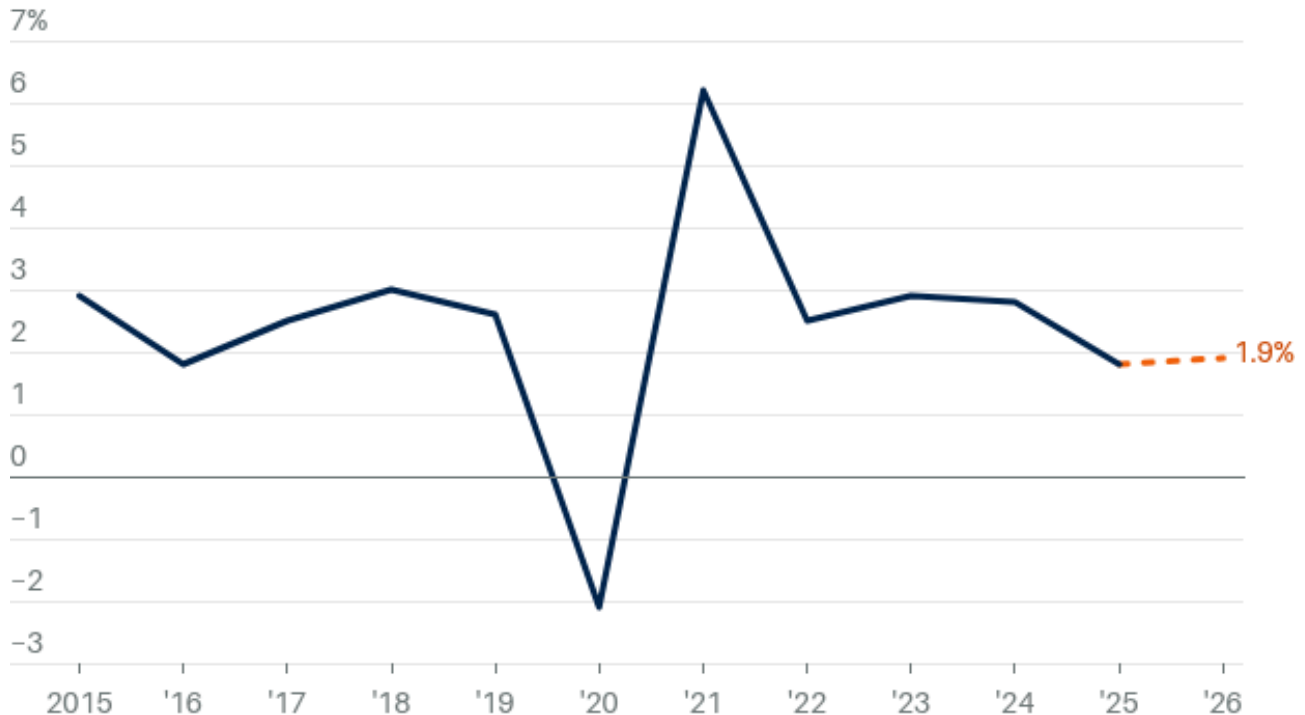
トランプ政権がアフォーダビリティを推進しているものの、2026年のインフレ率は米連邦準備制度理事会（FRB）の年率目標の2%を超えて高止まりが予想され、消費者物価指数に基づく物価上昇率のピークは、おそらく約3.3%程度になると見込まれる。



## Steady State

Economists expect U.S. gross domestic product to grow 1.9% in 2026, adjusted for inflation. That is just below the long-term trend, but above this year's estimated 1.8% gain.

### Percent change in real GDP



Note: seasonally adjusted annual rate

Source: Bureau of Economic Analysis

米国国内を地盤とする企業、特に小売業は、最近の決算発表時の電話会議で、高関税の影響はあるものの消費者への価格転嫁は先送りしていると語っている。一方、トゥルーイストの米国経済責任者、マイク・スコードルス氏は「無限にそれが可能なわけではない」と語った。

スコードルス氏は、税金の還付はややインフレ的であり、特に中古車価格は引き上げられると話す。特定の減税は、中古車の買い手となりがちな低所得者層を対象にしている。

インフレは来年上昇すると見込まれるが、政策次第のところが多い。例えば、トランプ政権が2000ドルの「関税配当」の現金給付を行う計画を進めた場合、多くの財のカテゴリーでインフレはさらに加速すると見込まれる。とはいえ、中間選挙が近づいていることから、共和、民主両党は成長を加速させ、アフォードビリティを促進する政策に焦点を当てるだろう。

労働市場の軟化および根強いインフレが続いているため、2026年のFRBによる利下げはごく穏やかなものになる可能性が高い。FRBは今年、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を合計0.75%引き下げ、現在3.5～3.75%のレンジとしており、10日には2026年の利下げ回数は1回と示唆した。一方、エコノミストの多くは、来年9月までにもう2回の利下げを予想しており、その場合、FF金利の誘導目標は3.00～3.25%のレンジとなり、換言すれば、経済成長を加速も抑制もしない、いわゆる「中立金利」に近い水準になる。

## 新議長の下でのFRBの金融政策に注目

FRBの顔ぶれは来年大きく変わる。パウエル議長の任期は5月末までである。トランプ大統領は、現在国家経済会議（NEC）委員長を務めるケビン・ハセット氏をパウエル議長の後任に据えたい意向だと見られている。新たなFRB議長はおそらくハト派で追加利下げを目論む可能性が高いが、トレンドを上回るインフレおよび安定的な雇用情勢が年後半に予想されることから、大幅な利下げを正当化することは難しいだろう。

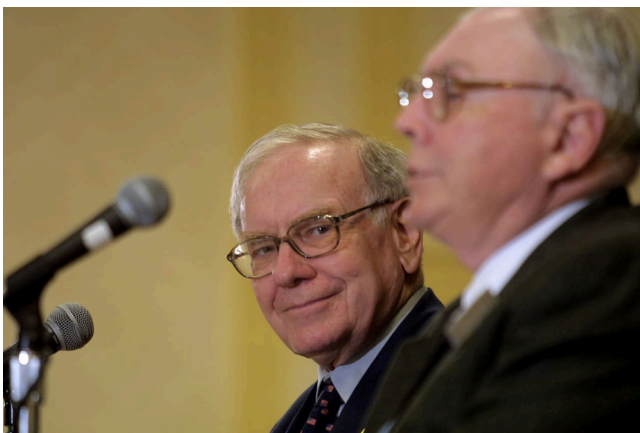
確かに、2026年に政策面の不安定さが増すか、株式市場が下落するか、あるいは予期せぬ出来事が起きて景気が低迷し、さらなる金融緩和が必要となることがあるかもしれない。しかし、エコノミストは、年末までに多くの軟化要因が後退し、2027年の成長に向けてのお膳立てが整うため、米国経済の足取りはより堅調なものになると見込んでいる。

By Megan Leonhardt  
(Source: Dow Jones)

## 5. バフェット氏はなぜアルファベット株を取得したのか Even Warren Buffett Is Open to Learning How to Be a Better Investor 投資家として進化を続けた「オマハの賢人」

[コラム]

### 変わり続ける市場環境に対応するために



Eric Francis/Getty Images

「投資の神様」と呼ばれるウォーレン・バフェット氏が投資の世界で不朽の存在となるに至る長い道のりは、その終幕とは似ても似つかぬ形で始まった。「オマハの賢人」が初めて株式を購入したのは1942年のことだ。バフェット氏は現在、史上最高のバリューストック投資家として広く認識されている。にもかかわらず、最高経営責任者（CEO）として最後に行った投資の一つは、究極のグロース株の代表格とも言えるアルファベット＜GOOGL＞だった。

この決断を不可解と感じた向きもあった。しかし、決定をより子細に見れば、数十年にわたる投資家としてのバフェット氏の進化を物語る証左であることが分かる。

バークシャー・ハサウェイ＜BRK.A＞＜BRK.B＞のCEOとして約60年務めたバフェット氏は、S&P500指数構成企業の経営者として史上最長の在任期間を誇るが、ついに今月で引退する。後継者として指名したのはグレッグ・アベル氏だ。退任に先立ち、バフェット氏はグーグルの親会社であるアルファベット株を1785万株、約43億ドル分購入した。11月の開示資料で明らかになり、長年の支持者たちを驚かせた。というのも、バフェット氏はテクノロジー企業から一貫して距離を置き、「自分には十分に理解できない」と公言してきたからである。

バフェット氏の成功は、企業の質よりも割安性を重視して株を買うという、初期の見事な実績に支えられていた。その戦略はうまく機能したが、永遠にとはいかなかった。長期にわたり成功し続けるためには、投資家は変わり続ける市場環境や状況に応じて思考を進化させなければならない。バフェット氏といえども例外ではない。

## ■ バフェット氏を進化させたマンガー氏

投資戦略の進化の過程で中心的な役割を果たしたのが、投資人生後期のパートナーだった故チャーリー・マンガー氏である。マンガー氏は若き相棒が、価値を内包しつつも優れた経営陣がいる、より高品質な企業に目を向けるように導いた。その変化は、過去数十年のバークシャーの主要投資先がクレジットカード大手アメリカン・エクスプレス<AXP>、コカ・コーラ<KO>、アップル<AAPL>であることに明確に表れている。

長年にわたり注意深く耳を傾けていれば、マンガー氏がバフェット氏にテクノロジー株への投資を促す声が響いていたことに気付いただろう。2019年のバークシャー年次株主総会では、広告業界を仲介者不要の構造へと変革しつつあるグーグルの話題が持ち上がった。バフェット氏は、傘下の自動車保険会社ガイコが効果抜群の広告として、1クリック当たり10ドルを喜んで支払っている一方、グーグル側の限界コストはまさにゼロだと語った。

バフェット氏がテクノロジー株への投資をためらっていた半面、マンガー氏は自身の持論を実践し、中国のテクノロジー企業に個人的に投資していた。電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集团）<BABA>や、電気自動車（EV）大手のBYD（比亞迪）<1211.香港>である。BYDについては、「生涯最高の投資だった」と振り返っている。

過去40年間で最も好成績を収めたセクターであるテクノロジーを、バークシャーがほぼ取り逃してきたことは、バフェット氏が今も語り続ける「手落ち」である。それでもなお、過去60年間の年率リターンは約20%と、S&P500指数のほぼ2倍に達している。テクノロジー株抜きでこの成績は、驚嘆に値する。

## ■ 成功をもたらしたのは「フロート」

バフェット氏の人生最初の仕事は、1940年代初頭にワシントン・ポスト紙を配達することだった。早朝のワシントンの街を歩きながら新聞を配っていたバフェット少年にとって、グーグルのような企業——見えない通信空間を通じ、情報やニュースがコンピューターやスマートフォン、さらには人間の多くの役割を代替し得るロボットへと送られる世界——は、まさに空想の産物だったに違いない。

当時は完全にアナログの時代だった。配達に出る前、バフェット少年は新聞を現金で前払い購入し、売れ残りのリスクを自ら引き受けていた。

その後、バフェット氏はこの支払いモデルを反転させる。その投資人生を決定づけた保険業への進出である。顧客から保険料を前払いで受け取るにより、フロート（運用可能な一時預かり金）が生じる。優れた資本配分者がそれを運用すれば、まるで借金をして銀行から利息をもらうかのような魔法の資産となる。7～9月期末時点で、バークシャーのフロートは1760億ドルと過去最高を記録した。

バフェット氏はいまでも新聞事業を愛している。しかし、市場の現実には適応してきた。バフェット氏のようなバリュー投資家の目的は長期的に利益を上げることだが、達成手段は常に変化し続けている。それは定量的かつ定性的な分析を伴う、終わりのなき進化の過程なのだ。

## 自分のヒーローを見つけて真似る

今年の感謝祭に株主宛てに送った書簡で、バフェット氏は考え方を変えることの重要性に触れ、次のように助言した。

「自身の過去の失敗を責め続けてはいけない。そこから少しでも学び、前に進もう。改善するのに遅すぎることはない。正しいヒーローを見つけ、彼らを真似ることだ」。

マンガー氏は、アルファベット株購入のはるか以前から、バフェット氏にとってのヒーローだった。バフェット氏はアルファベットと、同社が生み出す驚異的な技術的進歩を信じている。しかし、この投資は、半世紀以上にわたって続いたバフェット氏とマンガー氏の唯一無二のビジネス面でパートナーシップと友情を象徴する比喻のようにも映る。

アルファベットをはじめとする先端企業の技術が、世界を成立させている友情や忠誠心、愛に満ちた人間関係に取って代わることがないように願いたい。答えはいずれ分かる。

アルファベットへの投資は、伝説的投資家が亡き盟友に捧げた壮大ながら控えめな敬意であり、一人の偉大な人物のスワンソング（伝説の最終章）として、永く記憶されるに違いない。

ダグラス・エビー氏は、バイオアクシアのCEOで、バイオアクシア・ライフサイエンス・ファンドのマネージング・パートナー。

By Douglas Eby  
(Source: Dow Jones)

## 6. 会社分割で復活したGEが市場を圧倒する

[投資戦略]

This GE Spinoff Is Beating the S&P 500, Nvidia-and Bitcoin. Here's How.  
GE成功の鍵は、AIと電化がもたらすガスタービン需要

### 20年間の低迷から会社分割でV字回復へ

1990年代以降、使われなくなったフレーズがある。「落ち着けよ」、「調子はどう?」、それに「ゼネラル・エレクトリック株はアウトパフォームしている」もそうだ。筆者はこの最後のフレーズを復活させようとしている。もはやゼネラル・エレクトリックという会社は存在しないが、3社分割が投資家に大きな利益をもたらしたからだ。筆者は、これが計画通りに完璧に進んだわけではないと確信している。その手がかりは後ほど述べる。

まず背景を説明しよう。かつて複合企業でゼネラル・エレクトリック（GE）と呼ばれる企業があった。この企業は、その個人資産よりも影響力を持つ銀行家として知られるJPモルガンが、利益よりも発明の多い顧客であるトーマス・エジソンに、エジソンの電気会社をニューヨーク州スケネクタディの





Courtesy GE Vernova

照明メーカーと合併させたときに誕生した。この照明メーカーは、名声よりも市場での勢いがあった。

その後1世紀超にわたって、洗濯機、ジェットエンジンや発電所用のタービン、医療用画像診断装置といった新規事業部門、そして終盤には芸能事業やサブプライムローンといった幾つかの奇妙な分野にも利益を振り向けていった。そして、それから四半世紀にわたり、奇妙な事業分野を手始めにそれらの事業のほとんどを整理・売却していった。

こうした合理化にもかかわらず、2021年11月8日時点でGE株を20年間保有し続けた株主は、S&P500指数が524%上昇したのに対して、38%の損失を出した。その翌日、GEは3社に分割することを発表した。この時点で各社の株式を購入し、その後保有し続けた投資家は600%超の利益を上げており、S&P500指数、ビットコイン、米半導体大手のエヌビディア<NVDA>を打ち負かしている。

## 期待外れのヘルスケア事業と躍進する航空機エンジン事業

経営陣は医療機器メーカーのGEヘルスケア・テクノロジーズ<GEHC>が3社の中で最も成長が速いと予測したが、2023年初めの分社化以降実際には最も低調で、利益率も計画を下回っている。中国との貿易摩擦が需要を圧迫し、病院はメディケア（高齢者向け医療保険）の償還の変更を注視しながら、高額な購入に慎重になっている。GEヘルスケアはその後42%上昇したが、S&P500指数の約半分の伸びにすぎない。

次に、2024年4月にエネルギー事業がスピンオフされ、GEベルノバ<GEV>となった。残されたのは主力事業であるジェットエンジン及び関連事業で、GEエアロスペース<GE>に改称されティッカーシンボルGEを維持した。GEエアロスペースの売上高の伸びと利益率は、いずれも計画を上回っている。世界の航空需要は健全で成長している。ジャンボジェット機は数年分の受注残があり、エンジンも同様に数年分の受注残がある。アナリストは米国の航空会社は2026年に好業績を上げる可能性が高いと指摘する。筆者はその予測を全く信じていないが、歴史的に見れば、こうした予測は実際にそうなる可能性が高い兆候となっている。

## ガスタービン事業が急成長

さて、GEベルノバである。4年前、この会社は市場でパッとしないGEグループの中で最も低調な部門と見なされていた。経営陣は最小限の売り上げ成長を予測していた。わずかな利益しか生んでいないガスタービン事業を「安定化している」と表現し、風力発電事業にもっと注目を向けたいようだった。

当初GEはこの事業を「再生可能エネルギー&パワー」と呼んでいたが、2022年に「Vernova（ベルノバ）」という名称を発表した際に、「地球の緑と青を象徴する『verde（緑）』や『verdant（青々とした）』に由来する『ver』と、ラテン語の『novus（新しい）』に由来する『nova』を組み合わせた名称

だ。これはGEベルノバが実現を支援する、低炭素エネルギーの革新的で新たな時代を反映している」と説明した。

しかし、GEベルノバが実際に提供しているのは、一軒家ほどの大きさのガスタービンだ。可能な限り多く製造され、価格は高騰し続けており、受注残は2020年代末まで積み上がっている。この状況の一般的な説明は、人工知能（AI）が電力需要をけん引しており、天然ガスをより多く燃焼させることが電力会社にとって需要を満たす最も簡単な方法である、というものだ。それも一因であり、AIの台頭はスピンオフ以来、株価が約400%上昇した理由の一部を説明するのに役に立つかもしれない。

しかし、それ以上に大きな要因がある。ビーオブユー・セキュリティーズでGEベルノバを担当するアンドリュー・オービン氏は、「われわれは、米国経済、特に住宅や非住宅などの建物の電化こそが、電力需要の成長の最大の推進力であると実際に推定している。データセンターは、英語のことわざでいう『最後の藁（わら）一本がラクダの背骨を折る』のまさに最後の藁のようなものだ」と述べている。

電化の一例を挙げよう。筆者は自宅の石油暖房を、地中深くに設置した一連の電気ヒートポンプと流体ループに切り替えた。今では石油代は全くかかっていない一方、電気代が以前よりもかなり高くなっているが、この電気は天然ガスから得られている。GEベルノバが乗じているのは、このような進歩なのだ。

GEベルノバの経営陣は先週、予想を大幅に上回る業績ガイダンスを発表し、株価は1日で16%急騰した。オービン氏は、強気姿勢を維持し、さらに15%の上値余地があると予測している。JPモルガンは風力発電がGEベルノバの企業価値に占める割合は1%未満にすぎないと推定している。

By Jack Hough  
(Source: Dow Jones)

## 7. 大型ハイテク株からの物色対象の変化 The Stock Market Is Rotating Out of Big Tech. 政府から遅れて発表される経済指標が鍵を握る

[米国株式市場]

### 大型ハイテク株が売られ景気敏感株が買われる

サンタクロースがちょうど間に合った、少なくともダウ工業株30種平均（NYダウ）を見る限りは。年末に向けた先週の動きは、これから起こることを示す兆しだ。

表面的には、先週は平凡な展開だった。S&P500指数は11日に史上最高値を更新したものの12日に下落したため、週間では0.6%安の6827.41で引けた。ナスダック総合指数は人工知能（AI）関連の支出に対する懸念が再燃したことで、1.6%安の2万3195.17となった。しかし、古臭さも感じられる優良株の指標であるNYダウは11日に史上最高値を更新し、12日は下落したものの週間で1.0%高の4万8458ドル05セントで引けた。

一方、小型株のラッセル2000指数は週間で1.1%高の2551.46となり、均等加重平均のS&P500指数とともに堅調な展開だった。これは現在の市場の動きを理解する上で重要な手がかりとなる。米連邦準備



Michael Nagle/Bloomberg

制度理事会（FRB）が10日に0.25%の利下げを実施し、銀行に対する規制緩和が確実視され、経済指標も堅調を維持する中、AI関連銘柄から景気敏感株への乗り換えは合理的な選択だった。

## 経済指標が目先の動向を決める



この物色のローテーションが続くかどうか、そして株式市場がそれと共に上昇を続けられるかどうかは、12月中旬に政府が異例な数で一斉に発表する経済指標にかかっているようだ。11月の雇用統計は通常の第1金曜日ではなく、16日の火曜日に発表される。また、インフレの主要指標である11月の消費者物価指数（CPI）は18日の木曜日が発表予定で、通常より1週間遅れている。発表の遅れは今秋の政府機関の閉鎖の影響によるものだが、雇用統計とCPIともに10月分のデータの一部が含まれる見込みだ。

雇用増加の緩やかな減速や失業率の上昇傾向、加えてインフレに関するより穏やかなデータが揃えば、景気敏感株にとって理想的なシナリオとなり得る。ICGの経済・投資調査責任者、ニコラス・ブルックス氏は「労働市場の減速が続くものの急激な落ち込みには至らないというゴルディロック的な環



境が維持されれば、2026年は好調なスタートになるはずだ」と述べる。ブルックス氏は来年に少なくともあと2回の利下げがあると予想しているものの「インフレが長引けば、市場はより大きな振れを見せる可能性がある」とも語る。

ラッセル2000指数は先週ようやく史上最高値を更新したが、このシナリオから最も恩恵を受けるかもしれない。退職金プランを提供するエンパワー・インベストメンツでチーフ投資ストラテジストを務めるマルタ・ノートン氏は、「小型株は依然として割安であり、価格自体が上値を狙うきっかけとなることもあるが、FRBの利下げ次第だ」と述べる。

## 大型ハイテク株からの分散投資

大きな鍵はハイテク株の動向が握っており、相変わらずAI関連銘柄次第だ。先週は法人向けソフトウェア大手のオラクル<ORCL>と半導体大手のブロードコム<AVGO>が決算発表後に大幅下落するなど、厳しい展開となった。決済およびカストディサービスを提供するアベックス・フィンテック・ソリューションズのリスク担当副社長であるマイク・トレイシー氏によれば、投資家は「バブル恐怖症」に陥っているようだ。トレイシー氏は「AI関連のストーリーを変える見出しが出るたびに、こうした不安定な動きが見られる。ハイテク株が集中投資の対象となっているため、これによりボラティリティはさらに高まるだろう」と指摘する。

それでも、そうしたボラティリティはハイテク株に限定される可能性がある。結局のところ、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）は16という比較的低い水準となっており、投資家の恐怖感が高まっている兆候とは言い難い。ネイションワイド・インベストメント・マネジメント・グループのチーフ・マーケット・ストラテジスト、マーク・ハケット氏は、AI関連銘柄に「バブルや差し迫った破滅」は見られないと述べる一方で、「成長率は鈍化しつつあり、株価バリュエーションは割高だ」と付け加えた。

したがって、物色のローテーションを続けてマグニフィセント・セブンから分散しよう。少しの幸運があれば、2026年も株式市場は再び成果をもたらすかもしれない。

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

## 8. AIバブルに対する過度な懸念は禁物 Don't Fight the AI Bubble. Even Cisco Eventually Won. 投資の見返りは今後も膨らむ可能性がある

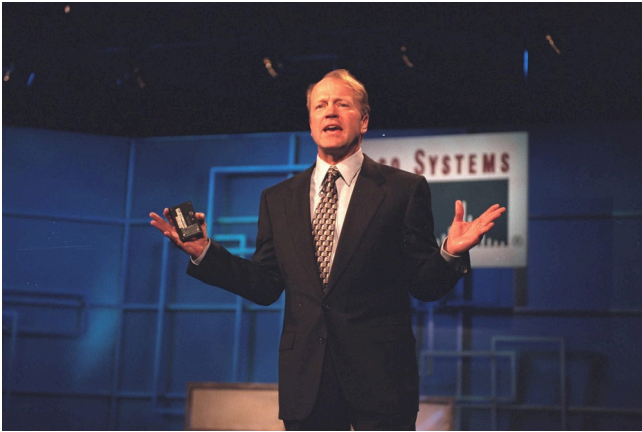
[ハイテク]

### 投資家は悪いニュースに過剰反応している

企業向けソフトウェア大手オラクル<ORCL>が12月10日に発表した第2四半期（9～11月期）決算で、2025年後半の人工知能（AI）関連銘柄取引ブームの脆弱さがあらわになった。一つの企業の期待外れの決算がハイテク株全体の急落につながったからだ。

その背景には、AIバブルに対する懸念がある。つまり投資家は、AI関連のニュースに接するたびに「バブルが起きているのではないか」と身構え、悪いニュースがあればすぐに投資から手を引こうと





Chris Farina / Corbis / Getty Images

している。こうした投資家のニュースに対する接し方は、仕方ないとはいえ投資機会を自ら危険にさらす可能性がある。

投資家が問うべきことは「投機的なバブルが起きているのか」ではなく、「バブルの発生から崩壊までのプロセスはどこまで進行しているのか」であり、「バブルは何をきっかけに崩壊するのか」である。「バブル」という言葉は差し迫った崩壊を連想させるが、結局のところバブルは短期的なイベントではなく、ある程度時間のかかる旅のようなものだ。

投資家にとってのジレンマは、通常はバブル後期が投資に最適な時期であることだ。例えば1996年に当時の米連邦準備制度理事会（FRB）議長だったグリーンズパン氏が「根拠なき熱狂」への警告を発してから2000年にバブルが崩壊するまでの間、ナスダック総合指数は288%上昇し、1999年だけで86%上昇した。

## AIバブルの兆候は複数ある

ここでオラクルと目下のAIバブルに話を戻す。オラクルの2025年第2四半期決算で衆目を集めたのが突然の資金難だ。かつては巨額のキャッシュフローを創出していたオラクルだが、過去12カ月間のフリーキャッシュフローは130億ドルの赤字で、うち100億ドルは直近の四半期に発生した。オラクルはそれを補うため9月に180億ドルを借り入れており、借入額は今後さらに膨らむ可能性が高い。

10日の決算発表の翌日、オラクルの株価は11%下落し、オラクルを含むクラウドサービスプロバイダー（CSP）にAIハードウェアを販売する半導体大手のエヌビディア＜NVDA＞、マーベル・テクノロジー＜MRVL＞、ブロードコム＜AVGO＞、マイクロン・テクノロジー＜MU＞などの株価も軒並みに1%以上下落した。

とはいえ上場市場には、オラクルの四半期決算以外にもバブルの発生を示唆する兆候が数多くある。AIデータセンターという単一の資産クラスへの投機的資金の殺到や、サプライヤーが顧客に資金を提供する循環型ファイナンス契約などだ。メタ＜META＞は最近、オルタナティブ資産運用会社のブルー・アウル＜OWL＞との合併事業を通じて、貸借対照表に載らないオフバランス（簿外）の仕組みで270億ドルを借り入れた。こうした「創造的な」資金調達には2026年にさらに増える可能性が高い。

## AIバブルの兆候は非上場市場に潜んでいる

AIバブルの発端は2023年初めのエヌビディアへの投資資金の集中だったが、他のAIインフラ関連企業やCSPおよびエネルギー関連企業に向かう資金もすぐに急増した。バリュエーションは膨れ上がっているが、大半の企業の場合、2000年のような驚異的な高水準とはなっていない。上場市場をみる限り、バブル膨張は道半ばと言えるだろう。

しかし、1999～2000年のドットコムバブルの局面では新規株式公開（IPO）が急増したのに対し、目

下のAIバブルは未公開市場で膨張している可能性がある。ベンチャー企業情報データベースを運営するクランチベースによると、AIおよびエネルギー関連スタートアップに2024年以降に流入した資金は3620億ドルに上る。2025年11月だけをとっても、5億ドル以上のベンチャー資金調達ラウンドが14件実施された。

上場市場の投資家は2000年のドットコムバブル崩壊を予見していたが、目下のAIバブルを予見するのははるかに難しい。誰もがAIバブルの兆候を上場市場の中で探しているが、AIバブルは別の場所に潜んでおり、しかもドットコムバブルよりも判別しにくい可能性がある。

とはいえ投資家は、未公開市場の弱さの兆候を注視し続けることはできる。資金調達ラウンドの回数とバリュエーションは月を追うごとに急増し続けているのかどうか、大規模データセンター向けの大型クレジット取引は増加あるいは減速しているのか、などが判断材料だ。

最後に楽観的な考え方を提示したい。目下のAIバブルがいつ崩壊したとしても、次のイノベーションの波を生み出すための基盤は残るはずだ。ドットコムバブルの時代に構築されたネットワークインフラはユーザー参加型インターネットの基盤となった。

グリーンSPAN氏が「根拠なき熱狂」を警告した1996年12月5日にネットワーク機器大手のシスコ・システムズ<CSCO>の株式を購入していたとすると、年率換算トータルリターンは10.3%となり、S&P 500指数のそれをやや上回っていただろう。バブルに乾杯。

By Adam Levine  
(Source: Dow Jones)

## 9. S&P500は時価総額でなく、売上高に注目する時が来た Look Past the S&P 500's Market Cap and Focus on Revenue Instead これからは分散を利かせることが重要で、投資家にはさまざまな選択肢がある

[米国株式市場]

### 従来の時価総額加重から、少し違ったことを試す時



Brian Kaiser/Bloomberg

良いものだが持ち過ぎ、はまもあることだ。多くの投資家のポートフォリオには、テクノロジー株が過剰に組み込まれている可能性が高い。売上高加重指数はこの問題を解決する手段となり得る。いまや誰もが知っているように、超大型テクノロジー株のマグニフィセントセブン（M7）銘柄（アップル<AAPL>、マイクロソフト<MSFT>、アルファベット<GOOGL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、メタ<META>、半導体大手のエヌビディア<NVDA>、電気自動車（EV）大手のテスラ<TSLA>）はS&P500指数において非常に大きな存在となっている。さらに半導体メーカーのブロードコム<AVGO>を加えると、これら8銘柄はS&P500時価総額の40%超を占め、過去最高水準に近づいている。しかし、そこから距離を置くのは容易

な存在となっている。さらに半導体メーカーのブロードコム<AVGO>を加えると、これら8銘柄はS&P500時価総額の40%超を占め、過去最高水準に近づいている。しかし、そこから距離を置くのは容易

ではない。実際、過去数年間は距離を置かないことが正解だった。

だが、今年は少し違うことを試してみる年かもしれない。投資家には多くの選択肢がある。ステート・ストリートやファースト・トラストなどの運用会社は、さまざまな指数やセクターファンドにおいて個別銘柄の組み入れ比率に制限を設けた均等加重型の上場投資信託（ETF）を提供している。また、株価の勢い（モメンタム）や財務の質（クオリティー）といった特性に基づいて銘柄を順位付けする、いわゆるファクターETFもある。9月に設定されたRACWI US ETF<RAUS>は、売上高、キャッシュフロー、自社株買い、配当といった指標を用いて銘柄を順位付けしている。これらはいずれも、S&P500が抱える分散不足の問題に対する潜在的な解決策を提供している。

独立系運用会社リサーチ・アフィリエイトの創業者兼会長、ロブ・アーノット氏は、RACWI ETFの設定を発表する際に、従来の時価総額加重型ファンドは、「意図せずに『高く買って安く売る』行動を正当化してしまい、投資家に対して、過熱し人気のあるときに株を買い、人气が落ち割安になったときに手放すことを促す恐れがある」と述べている。

## 有効な解決策の一例とは

売上高加重は、シンプルで有効な解決策となり得る。大手資産運用会社インベスコが運用するインベスコS&P500レベニューETF<RWL>は、市場最大級の企業を売上高でランク付けする商品で、M7への集中を和らげつつ、超大型株へのエクスポージャーを維持したい投資家にとって一つの選択肢となる。各銘柄の組み入れ比率は5%を上限とし、総売上高に基づいて決定される。そのため、アマゾン・ドット・コムとアップルは、このETFにおける第2位および第3位の組み入れ銘柄だが、ファンド総資産に占める割合は合計で6.2%にすぎない。

これに対し、SPDR S&P500 ETF<SPY>では、両社の割合は11%弱である。さらに、このファンドの保有上位10銘柄に含まれるM7銘柄はこの2社だけだ（マイクロソフトとアルファベットは上位20銘柄の一部）。最大の組み入れ銘柄は大手スーパーマーケットチェーン、ウォルマート<WMT>で、ヘルスケア事業を展開するCVSヘルス<CVS>、米投資・保険持株会社のパークシャー・ハサウェイ<BRK.A><BRK.B>、石油大手のエクソンモービル<XOM>も上位10銘柄に名を連ねている。

この戦略にとって2025年は好調な年だ。インベスコS&P500レベニューETFは2025年に18.4%上昇し、SPDR S&P500 ETFの上昇率17.3%を上回っている。インベスコでファクターおよびコア株式ETF戦略の責任者を務めるニック・カリバス氏は、「集中リスクを抑え、なおかつビッグテック（世界規模で影響力を持つ巨大IT企業群）へのエクスポージャーをさらに確保したい」投資家向けのファンドだと述べている。

## これからは分散を利かせることが重要

売上高を基準にした加重はファンドをバリュー株寄りに傾けるため、これまではパフォーマンスの足かせとなってきたが、市場全体のバリュエーションが割高に見え始めている現在では、プラスに働く可能性がある。インベスコS&P500レベニューETFは、2026年予想利益に基づく株価収益率（PER）が16倍であるのに対し、S&P500指数構成銘柄の予想PERは22倍を超えている。また、直近1カ月の上昇率は2.4%と、S&P500の0.6%を上回った。バリュー株に傾斜するということは、市場で出遅れている銘柄を多く保有することも意味するが、テクノロジー／AIという一つのバスケットに卵を詰め込み過ぎる



リスクの方が大きい可能性がある。

もちろん、サイズ（組み入れ比率）は依然として重要だ。しかし、大きな売り上げを生み出している企業をより幅広く保有することも、それと同じくらい重要かもしれない。

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

## 10. スペースX上場観測で高まる投資家心理

[経済関連スケジュール]

With Talk of a SpaceX IPO, Tesla Shareholders Dream of an X Corp.

マスク帝国を束ねる「X社」構想の夢

### 鍵を握る、宇宙関連株高とテスラ販売逆風



Illustration by Elias Stein

電気自動車（EV）大手のテスラ＜TSLA＞の投資家には先週、一足早いクリスマスプレゼントが届いた。実業家イーロン・マスク氏が率いる宇宙開発企業、スペースXの新規株式公開（IPO）が浮上し、注目のIPOにおいて持ち分取得の可能性が意識されるからだ。ブルームバーグ通信によれば、スペースXは2026年のIPOを視野に入れており、最大300億ドルの資金調達となる可能性があるという。

スペースXは非公開企業だが、航空宇宙・防衛分野では世界で最も高い企業価値を持つ企業の

一つで、評価額は約4000億ドルとされる。報道では、IPOに際しては最大1兆5000億ドルという評価額を目指す可能性もあるとされている。これまでスペースXの資金需要を軽視する姿勢を示してきたマスク氏だが、10日には、IPO計画を事実上認めたとも受け取れる発言をした。スペースXはコメント要請に応じていない。

明らかなのは、投資家がスペースX関連で何らかの恩恵にあずかりたいと考えている点だ。スペースXは人工衛星などの軌道投入を行う打ち上げ全体の5割超を占めており、宇宙空間を利用したインターネットブロードバンド事業「スターリンク」は加入者数が800万人を超える。スペースXが上場すれば、マスク氏が自身のテクノロジー帝国を一つの枠組みにまとめるのではないかとの思惑も強まりそうだ。テスラの株主は最近、マスク氏の人工知能（AI）スタートアップ「xAI」への投資をテスラに認める拘束力のない提案を承認した。ただし、投票しなかった株主も多かった。

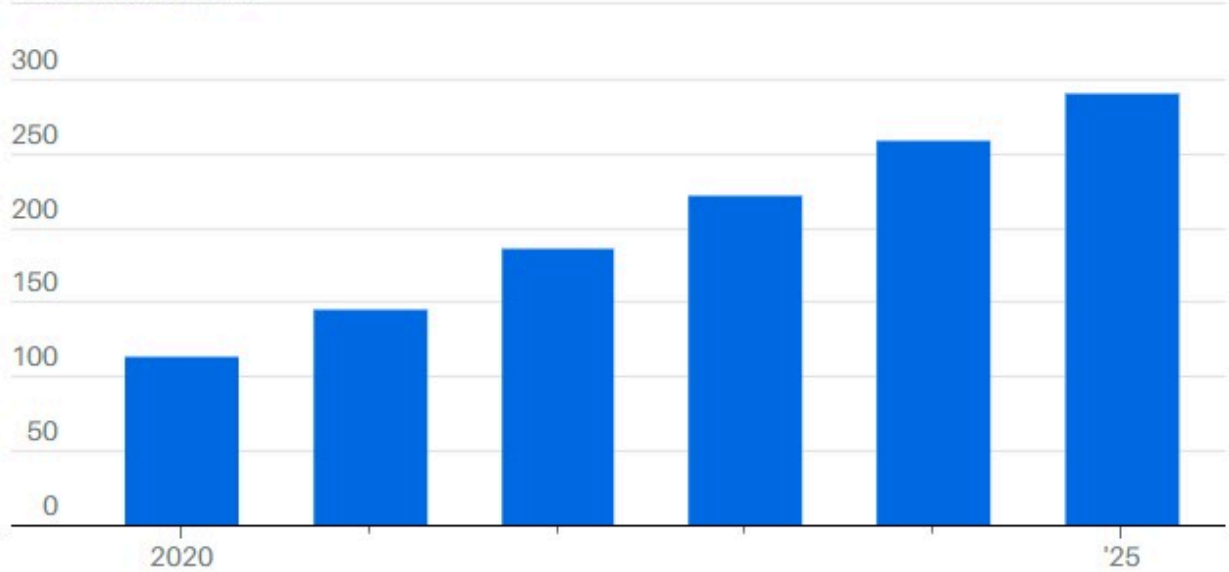
テスラがxAI、あるいはスペースXのIPOを通じて投資すれば、事業範囲の広い「X社」構想につながる可能性がある。ウェドブッシュ証券のアナリスト、ダン・アイブス氏は「テスラがこのプロセスの一環としてスペースXの株式を取得しないとすればショックを受けるだろう」と語る。アイブス氏は、ロボタクシーやロボットなどのテスラのAIへの取り組みが、大幅な利益成長をもたらすとみている。マスク氏の真意は誰にも分からないが、それでも投資家は夢を見ることができる、というわけだ。



## Launch King

Orbital launches have more than doubled since 2020, with SpaceX currently responsible for more than half.

350 orbital launches

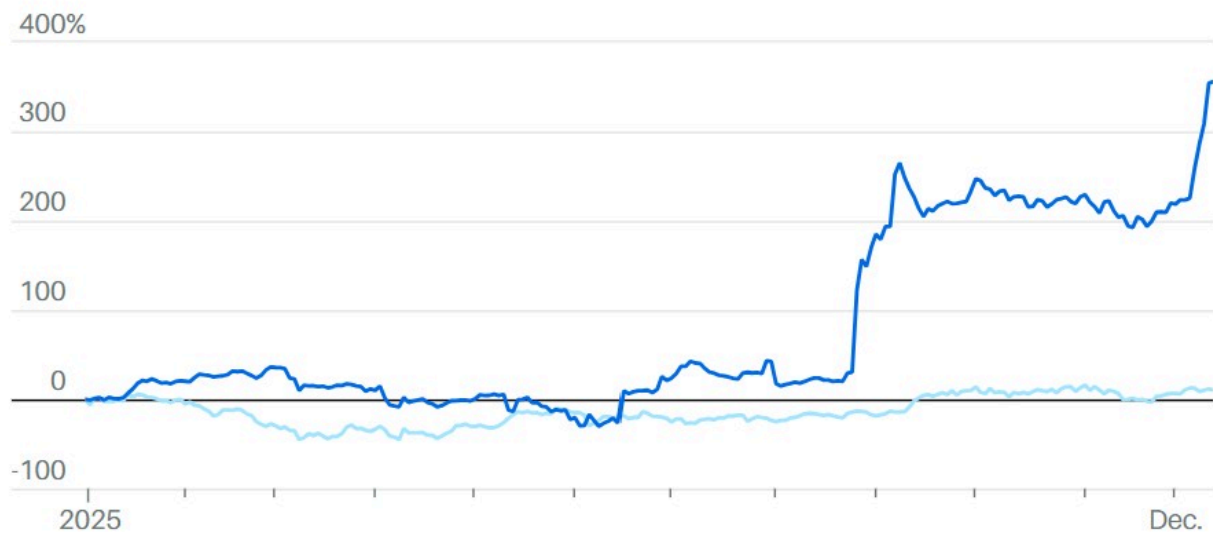


Source: Spacestatsonline.com

## A Key to Liftoff

EchoStar, which holds \$8.5 billion in SpaceX shares, has seen its stock soar this year. Tesla, with EV woes, has struggled at times.

■ EchoStar ■ Tesla



Source: FactSet

## 先週の出来事

### 市場動向

週初の外国為替市場ではドルが軟調に推移する中、投資家は米連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策会合の結果を待っていた。株式市場は週初、下落して始まった。トランプ大統領がFRB次期議長候補と今後面接を行う可能性を示唆する中、FRBは10日、意見が割れる状況ながら0.25%利下げを決めた。原油価格は、米国がベネズエラ沖で制裁対象の石油タンカーを拿捕（だほ）した後に上昇したが、その後のウクライナを巡る協議を受けて下落に転じた。株式市場では、ソフトウェア大手オラクル<ORCL>の四半期決算で売上高が市場予想を下回ったうえ、支出拡大を示したことが嫌気され、ハイテク株が急落した。この結果、週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は前週末比1%上昇にとどまり、S&P500指数は0.6%下落、ナスダック総合指数も1.6%下落した。

### 企業動向

トランプ氏は、関税の影響を受けた米国内の農家を支援するため、120億ドルの一時金を支払うと発表した。また、半導体大手エヌビディア<NVDA>のAI半導体「H200」について中国向けの輸出を認める方針を示し、その条件として、米政府が収入の25%を受け取ることを明らかにした。投資会社バークシャー・ハサウェイ<BRK.B>が経営陣を刷新する人事を発表した。バークシャーの投資運用責任者と自動車保険ガイコの最高経営責任者（CEO）を務めるトッド・コームズ氏がJPモルガン・チェース<JPM>へ移籍し、今後、総額100億ドル規模の自己資本を活用して投資を行う。JPモルガン・チェースは、主に個人向け事業を中心に、2026年に経費が90億ドル増加するとの見通しを示した。メディア娯楽大手ウォルト・ディズニー<DIS>は、自社キャラクターをオープンAIにライセンス供与することで合意し、10億ドルを投資することも明らかにした。

### M&A（合併・買収）など

- ・トランプ氏は、メディア大手ワーナー・ブラザーズ・ディスカバリー<WBD>を巡る、動画配信大手ネットフリックス<NFLX>による830億ドルの買収案件について、規制当局の審査を通過できるのか疑問を呈した。これを受け、メディア大手パラマウント・スカイダンス<PSKY>は1080億ドルで敵対的買収を提案した。資金は、サウジアラビア、カタール、アブダビの政府系投資ファンド（SWF）のほか、投資ファンドのレッドバード・キャピタル、トランプ氏の娘婿ジャレッド・クシュナー氏のアフィニティ・パートナーズが拠出する。
- ・コンピューターサービス大手のIBM<IBM>は、データ基盤を手掛けるコンフルエント<CFLT>を110億ドルで買収することで合意した。
- ・英国の食品・家庭用品大手ユニリーバ<UL>は、アイスクリーム「ベン・アンド・ジェリーズ」を傘下に持つマグナム・アイスクリームを分社化した。ベン・アンド・ジェリーズの共同創業者らは、同社の独立性を引き続き主張している。

## 今週の予定

12月16日（火）

米労働省労働統計局（BLS）が11月の雇用統計を公表する。これには、最長記録となった政府機関の一部閉鎖の影響で公表が遅れていた10月分の一部データも含まれる。エコノミストは、非農業部門就業者数が5万人増と予想している。9月は11万9000人増だった。失業率は4.4%と、前月から横ばいの見通しだ。雇用の伸びは今年に入って鈍化している。1～9月の月平均増加数は7万6000人にとどまり、前年同期の半分を切る水準となった。さらに、この月平均7万6000人という数字自体も高めにしている可能

性がある。パウエルFRB議長は先週、4～9月の雇用統計について、月当たり6万人程度、過大に算出されている可能性があるとの認識を示した。

国勢調査局（商務省）が10月の小売売上高を発表する。市場予想は前月比0.2%増で、9月と同じ増加ペースになる見通しだ。自動車を除いたベースでは、0.3%増が見込まれている。

12月18日（木）

BLSが11月の消費者物価指数（CPI）を発表する。市場予想は前年同月比3.1%の上昇。また、変動の大きい食品とエネルギーを除くコアCPIは、前年同月比3.0%上昇と見込まれる。9月は、いずれも3.0%の上昇だった。なお、政府機関の一部閉鎖の影響で、BLSは10月のインフレ統計を収集できなかった。

## 統計と数字

1兆1000億ドル：2025年1～11月における中国の貿易黒字。単一国家として初めて1兆ドルを超えた。

4390億ドル：2026会計年度の最初の2カ月間における米国の借入額。このペースが続けば、年度末の財政赤字は2兆ドル規模に達する可能性がある。

460億ドル：2025年1～9月におけるベンチャーキャピタルによる資金調達額。2017年以来の低水準だ。

1兆2300億ドル：金融情報サービスのディールロジックが推計した、今年これまでに成立した100億ドル超の世界のM&A取引額。過去最高を更新した。

By Al Root  
(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）

大和証券入社後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』 2025/12/14

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