

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/12/28

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIJI PRESS



DOW JONES

1. 相場より4割安の高クオリティー株 - These 'Quality' Stocks Are Trading at a 40% Discount [カバーストーリー] to the Market. Act Now
ETFと推奨7銘柄を紹介 P.1
2. 米国人に多い心臓病、意外な病気が前兆に - This Calculator Shows the Biggest Risk Factors for Heart Disease. It Might Surprise You [フィーチャー] 腎臓病、糖尿病と高血圧に注意 P.5
3. フィデリティのスター、ダノフ氏が共同マネジャー採用 - Fidelity Contrafund's Will Danoff Is Getting Closer to Handing Over the Reins [フィーチャー] 巨大ファンドを3人で運用、引退はまだ先 P.7
4. 2025年は銀が金をアウトパフォーム。次は銅の出番 - Silver Topped Gold In 2025. It's Copper's Turn [投資戦略] 2026年は金銀以外の金属に注目 P.12
5. 2025年も予想上回り続けた米国市場は変化するのか - The U.S. Remained the Market to Beat In 2025. Will That Last? [フィーチャー] 機関投資家はエクスボージャー引き下げを模索 P.14
6. ベテラン投資家が説く割安AI株の好機 - This Tech Investor Likes Broadcom, Bloom Energy, and Other AI Bargains [インタビュー] ウィック氏が語る、AI投資の核心と量子株への警鐘 P.16
7. 完璧を織り込んだ株式市場、さらなる上値に期待 - A Stock Market Priced for Perfection Can Still Have a Very Good Year [米国株式市場] 企業業績は堅調、金利上昇抑制なら上げ基調継続も P.20
8. メディア帝国の構築を目指すオラクル - Oracle's Topsy-Turvy Year Won't Get Any Easier in 2026 [ハイテク] TikTok米国事業への参加とワーナー買収の狙いは? P.22
9. 第3四半期に加速した米国経済、その正体 - A Hot Economy and Cooling Jobs Leave the Fed in a Bind [経済政策] FRBのかじ取りは難しい局面に P.24
10. FTSE100が2025年に急騰、2026年への期待高まる - The FTSE 100 Soared in 2025. Making the Case for 2026 [経済関連スケジュール] 英国株が主役に浮上 P.26

※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. 相場より4割安の高クオリティー株

These 'Quality' Stocks Are Trading at a 40% Discount to the Market. Act Now
ETFと推奨7銘柄を紹介

[カバーストーリー]

クオリティーとは何か、それが問題だ



Illustration by Valerie Chiang

1年前、2025年の見通しで「われわれは軽率なほど楽観的だ、ゴミ銘柄を買うべきだ」と推奨した大手投資会社は皆無だった。かわいそなことだ。春の関税騒動にもかかわらず、S&P500指数は年初来で18%高という素晴らしいリターンを上げている。そして金融大手UBSによれば、3月上旬以降のパフォーマンスは、投機的な低クオリティー株が高クオリティー株を50%ポイント上回っている。UBSは、2026年の米国市場に10%の上値余地を認める一方で、「不確実性が高まり、一部の銘柄に投資が極端に集中する中、低クオリティー株の急騰が持続するとは思えない」として、今は高クオリティー株に投資するタイミングだとしている。

自動車であれメロンであれ、「高クオリティー」には魅力的な響きがある。投資の場合、財務上の強靭（きょうじん）性を想起させる。人工知能（AI）関連の野放図な支出や、暗号資産（仮想通貨）を買いあさる目的で資金調達を行う危なっかしいビジネスモデルの急増に対する懸念を緩和するにはまさにうってつけだ。UBSの言うように、統計的に見て、高クオリティー株が反発する時期に差し掛かっているのであればなおさらだ。

問題は二つだけだ。まず、「高クオリティー株」について一般的に受け入れられた定義は存在しない。そのため、「クオリティー」をファンド名に冠していても、その運用アプローチは大きく異なり得る。次に、これらのファンドで最も人気のあるファンドが現在保有しているのは割高な銘柄だ。例えば、上場投資信託（ETF）のiシェアーズ・エッジMSCI米国クオリティー・ファクターETF<QUAL>の2025年予想利益に対する株価収益率（PER）は26倍だ。

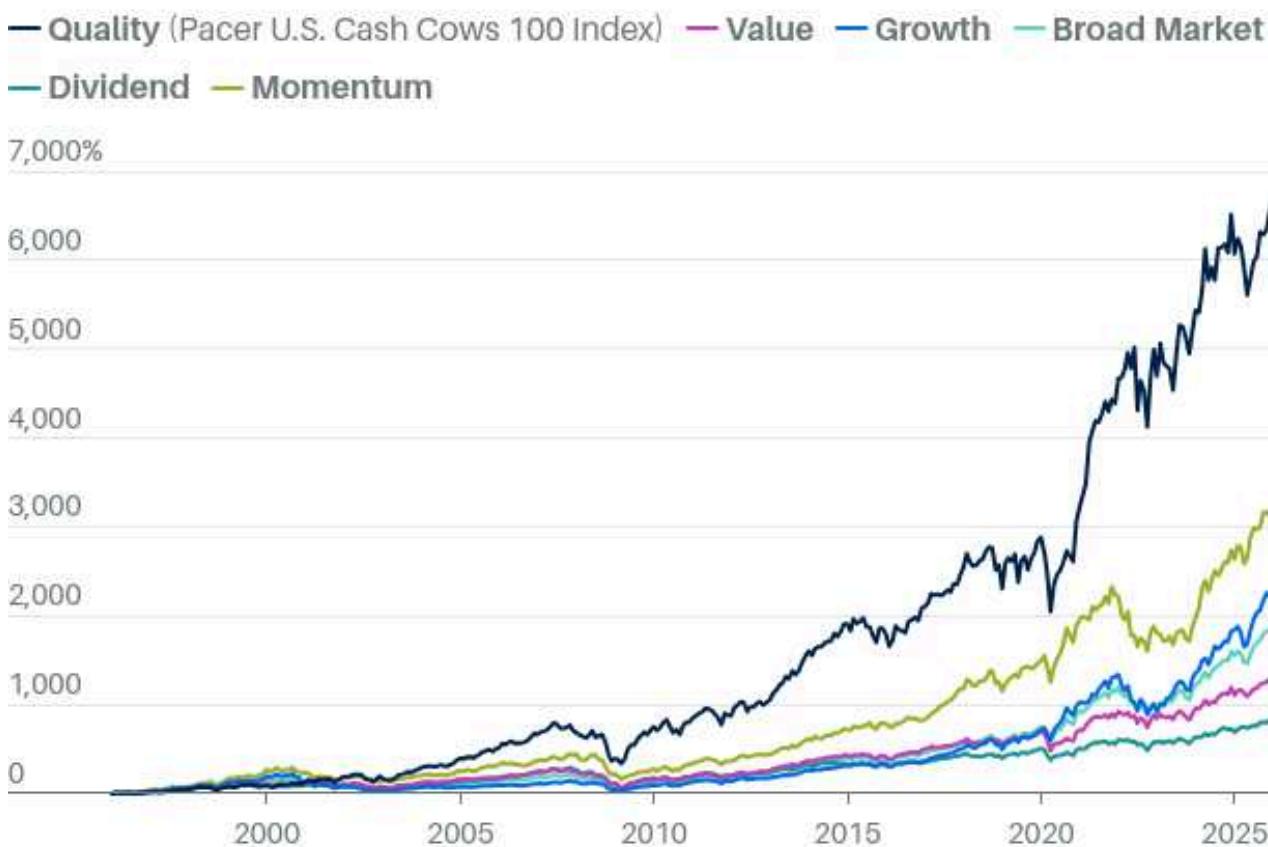
投資家は、より優れたアプローチを使用することで、相場よりも40%以上割安なクオリティー株を見つけることができる。幾つかのETFと推奨7銘柄を紹介する。

クオリティー株ファンドの選別基準

株式市場全体が割高だ。S&P500指数のPERは25倍だが、20年平均は18倍弱だ。従って、iシェアーズの上記クオリティー株ETF（QUAL）がPERでS&P500指数を若干上回っているのも当然だ。しかし、2013年の設定以降ずっとアンダーパフォームしており、評価できない。また、上位保有銘柄にアップル<AAPL>やマイクロソフト<MSFT>、エヌビディア<NVDA>、メタ<META>など、時価でS&P500指数の大きな部分を占める銘柄が含まれているため、高クオリティー株投資の目的がS&P500指数の中核銘柄に対するリスク分散であるなら、理想的とは言えない。

Quality Is King

Quality stocks have beat other Indexes over the past 30 years.



Note: The categories reflect the following indexes: For value, the Russell 1000 Value; growth, the Russell 1000 Growth; the broad market, Russell 1000; dividend, MSCI World High Dividend Yield; momentum, MSCI USA Momentum.

Sources: Bloomberg, BofA Securities

より優れたアプローチを探るため、まず、高クオリティー株とそれ以外の株を区別するためにファンドが使用している指標を見てみよう。

最も一般的なのが企業の年間利益を会計上の純資産価値で割った自己資本利益率（ROE）だ。デュポン分析と呼ばれるものがある。ROEをその構成要素、すなわち売上高利益率（=利益／売上高）、総資産回転率（売上高／総資産）、レバレッジ比率（総資産／株主資本）に分解して考察するものだ。この3要素を掛け合わせたものがROEに等しい（小学校で習った分数計算を思い出して約分すれば、利益／株主資本となる）。ROEが低過ぎる場合、利益率を改善するか、回転率を上昇させる必要がある。あるいは、あまり望ましい手ではないが、さらにレバレッジをかけるのも選択肢だ。

この最後の要素、レバレッジは借り入れ過多の企業のROEを不当に良く見せている可能性がある。高ROE企業を選別するファンドの中には、別途、低レバレッジを基準に追加しているものもある。QUALは高ROE、低レバレッジに加え、利益の安定性の高さを重視している。

高クオリティー株式ファンドには、ほかにもさまざまなバリエーションがある。インベスコS&P500クオリティーETF<SPHQ>は、ROE、レバレッジ、そして利益に占める会計上の調整による非現金項目

の割合を計測する「アクルーアル比率」と呼ばれる指標に基づいて選別された銘柄で構成されたインデックスに連動する。リチャード・スローンという会計学教授の研究で、利益の内容がよりクリーンな企業の方が株式のリターンが高くなることが示されている（そのため、アクルーアル比率はスローン比率とも呼ばれる）。

フィデリティ・クオリティー・ファクターETF<FQAL>は三つの指標を均等ウェートで使用している。一つは投下資本利益率（ROIC）だ。ROEに類似した指標だが、高レバレッジ企業により厳しい。残る二つはフリーキャッシュフロー・マージンとフリーキャッシュフローの安定性だ。バータス・テラノバ米国クオリティー・モメンタムETF<JOET>は株価が上昇中の銘柄を選好する。JPモルガン米国クオリティー・ファクターETF<JQUA>は「収益性、収益の質、支払い能力」を重視するとしている。

フリーキャッシュフローが重要

これは奇妙な業界だ。日本株であれ、公益企業株であれ、高配当利回り株であれ、まさにそうした資産に特化したETFを見つけることができるが、高クオリティー株を注文する場合、マッシュポテトとマッシュマロくらいかけ離れた二つのETFから選ぶことになる。どちらの手法が優れているのか。

金融大手バンク・オブ・アメリカのリサーチ・インベストメント・コミッティー責任者ジャレッド・ウッダード氏は高クオリティー株の選別に使用されている要因を調査し、フリーキャッシュフローに基づいた指標が最良の結果を生むと結論付けた。個人投資家は利益に注目しがちで、フリーキャッシュフローには疎い。圧倒的にシンプルなのは後者だ。葉巻が入っていた古い缶をレジ代わりにしている個人商店を想像すれば良い。客が払ったお金が入り、店の経費が出ていく。そして、一日の終わり、あるいは週末に残っているのがフリーキャッシュフローだ。

これに対し、利益はきちんとしたストーリーを語るようになっている。AIデータセンターの建設と稼働に500億ドルを費やしても、直ちに利益から差し引いたりはしない。設備投資と呼ばれ、少しづつ利益から控除されていく。何年にわたって控除すべきかは、特に現在はAIの計算力に関連して、議論になっている。ストーリーや言い訳をはぎ取った利益がフリーキャッシュフローだと考えれば良い。フリーキャッシュフローを企業価値（企業の全株式を購入し、全債務を返済するのに必要な金額から手元現金を控除した金額）で割ったフリーキャッシュフロー利回りは株式のクオリティーを判断する強力な指標となる。バンク・オブ・アメリカのウッダード氏は「この指標のスコアが高い銘柄のバスケットに対する投資は、1990年代初頭以降、年15~16%のトータルリターンを上げている。これはS&P500指数を年5%ポイント上回る水準だ。そして、S&P500指数自体、かなり優れた投資対象だった」と話す。

これは恐らく、少々議論を呼ぶ手法だ。フリーキャッシュフロー利回りは、PERをより賢くした指標のようなものだ。そうだとすると、これを採用するファンドは「クオリティー株ファンド」ではなく「バリュー株ファンド」になってしまうのではないか。恐らくその通りだが、フリーキャッシュフロー利回りは、好況時・不況時を問わず企業が機動的に対応できる能力を示すため、クオリティーの高さの象徴でもある。もっとも、この指標も過去10年にわたり、グロース株がバリュー株を圧倒してきた流れから無縁ではいられなかった。

フリーキャッシュフロー利回りを重視するファンドの一つ、ペーサー米国キャッシュ・カウ100ETF<COWZ>は設定から10年が経過したが、設定以来のパフォーマンスは市場平均に後れを取ってい

る。少なくとも価格は妥当で、PERは15倍と割安だ。また、その指標を30年という長期でみれば、素晴らしい実績を残している。ウッダード氏が最高評価を与えるのは、2年前に設定されS&P500指数を数ポイント上回っている新しいファンド、ビクトリーシェアーズ・フリーキャッシュフローETF <VFLO>だ。このファンドはまずフリーキャッシュフロー利回りで選別し、次に売上高と利益成長率で絞り込む。ポートフォリオのPERは14倍で、経費率は年0.39%だ。

逆風を跳ね返すキャッシュ創出力で注目の4銘柄

投資家は複数の手法を組み合わせて独自のクオリティー銘柄を選別することも可能だ。われわれは最近、フリーキャッシュフロー利回りを用いながら、健全なROEや最近のアナリストによる投資判断の引き上げに注目して選別を行った。

当然ながら、製薬大手メルク<MRK>のようにiシェアーズMSCI米国クオリティー・ファクターETFとビクトリーシェアーズ・フリーキャッシュフローETFの両クオリティーETFに重複する銘柄も存在する。メルクは免疫システムががん細胞を攻撃するのを助ける、世界で最も売れている薬「キイトルーダ」を有し、キイトルーダは発売から10年超が経過している。これは2028年から主要特許が失効し始めることを意味する。しかしウェルズ・ファーゴ証券は11月、2030年代に向けた明るい成長見通しを根拠に、メルクの投資判断を「オーバーウエート」に引き上げた。メルクは将来のキイトルーダの減収を補うため、豊富なフリーキャッシュフローを最近の買収に充てており、開発パイプラインからは今後18カ月の間に一連の重要な臨床試験結果が発表される見込みだ。

昨年のクリスマス、北海ブレント原油価格は1バレル73ドルだった。現在はそれより約10ドル安い。それでも石油大手シェブロン<CVX>の株価は今年、わずかなプラスを維持している。UBSは、石油大手のエクソンモービル<XOM>との法廷闘争やガイアナに膨大な埋蔵量を有するヘスの買収を経て、シェブロンを「上流部門（生産部門）で業界最高水準のプレーヤー」と呼んでいる。UBSの試算によれば、ブレント原油価格の平均を70ドルと想定すると、フリーキャッシュフローが今後5年間、毎年10%成長する可能性がある。

オンライン旅行サービス会社のエクスペディア・グループ<EXPE>はフリーキャッシュフローの創出と成長性では高評価だが、人気は低調で、同社株をカバーするアナリストのわずか3分の1しか買いを推奨していない。エクスペディアは、プライスラインを傘下に持つ旅行関連オンラインサービスのブッキング・ホールディングス<BKNG>に比べて規模が小さく、特に航空券やレンタカーよりも収益性の高いホテル部門で差がある。しかし、昨年から新経営陣の下で運営されるエクスペディアは、11月初旬に発表した四半期決算で予約額が予想を大幅に上回ったことから、株価は1日で18%急騰した。

ランニングシューズメーカーのデッカーズ・アウトドア<DECK>は「アグ」ブランドのブーツで最もよく知られているが、来年にはその売上高を厚底ランニングシューズの「ホカ」ブランドが追い抜く見通しだ。デッカーズの株価は今年、バナナの皮で滑ったように急落し、時価総額の半分を失った。ホカの成長率は数年前の50%超から、過去2年間は20%超、現在は10%台前半へと減速している。11月中旬、投資銀行のスタイルルはデッカーズ株を「ホールド」から「買い」に引き上げた。経営陣との面談で、ホカの売上高を長期的に10%台前半、アグを1桁前半から半ばのペースで成長させができるという確信が強まったことを理由に挙げた。

割安に放置してきた3銘柄

長年低迷していた通信大手AT&T<T>は、エンターテインメント事業と衛星放送事業から撤退し、フリーキャッシュフローを債務返済、配当の維持、そしてケーブルテレビに対抗するための光ファイバー網の展開に集中させることで業績を回復させた。株価は過去2年間、市場平均を上回って推移した。9月以降、ワイヤレス事業の競争激化への懸念から売り込まれたことで、割安株をターゲットとする投資家にとって再検討の機会となっている。キーバンク・キャピタル・マーケッツは11月、ワイヤレス事業への懸念は誇張されているとし、AT&T株を「セクターウエート」から「オーバーウエート」に引き上げた。AT&Tを光ファイバーとワイヤレスサービスを組み合わせた「コンバージェンス（融合）」のリーダーと呼び、これが利益率の改善と解約率の低下に寄与していると指摘している。配当利回りは4.6%だ。

自動車大手ゼネラル・モーターズ（GM）<GM>の株価は、非常に珍しい動きを見せている。株式市場をアウトパフォームしているのだ。投資家は過去2年間で135%のリターンを得た。電気自動車（EV）需要は減速し、税制優遇措置も撤廃された。GMはEVへの投資を控えめに抑えたことで、ライバルの自動車大手フォード・モーター<F>が最近被ったような巨額損失を回避した。モルガン・スタンレーは12月、収益性の高い内燃機関車への注力強化を理由に、GM株を「イコールウエート」から「オーバーウエート」に引き上げた。2025年予想利益ベースのPERは8倍で、利益は今後2年、年15%成長すると予想されている。

広告事業大手オムニコム・グループ<OMC>の株価は、広告需要への懸念やアマゾン・ドット・コム<AMZN>をはじめとするデジタル大手企業の業界での存在感の高まりを背景に、過去2年間で米国市場を50ポイント下回るパフォーマンスとなっている。11月にはインターパブリック・グループを買収し、世界最大の広告代理店持株会社を誕生させた。今後、人員削減、保有不動産の縮小、その他のコスト削減が予想される。UBSの予測によれば、2027年までに年間10億ドルのコスト削減、利益率の向上、および20億ドルの自社株買いを実施し、1株当たり利益（EPS）は昨年の8ドル強から11ドル35セントまで上昇する見通しだ。この将来の利益予測ベースのPERは直近で7倍となっている。魅力的な宣伝文句で知られる広告業界による、まさに心をそそる提案だ。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

2. 米国人に多い心臓病、意外な病気が前兆に

[フィーチャー]

This Calculator Shows the Biggest Risk Factors for Heart Disease. It Might Surprise You

腎臓病、糖尿病と高血圧に注意

禁煙に勝る心臓病予防策なし

意外に思うかもしれないが、腎臓病は心臓病の警告サインの一つだ。

動脈の閉塞や心不全を含む総合的な心血管疾患のリスクを下げたいのであれば、米国心臓学会（AHA）が刷新したリスク算定ツールを一度見てみるといい。

入力項目を色々と変えてみることで、どの要因がリスクを高めているのかがよりはっきりする。この

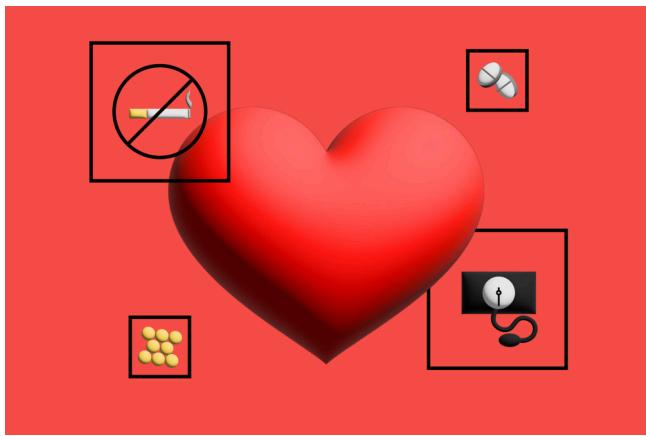


Illustration by Barron's

しなければ11.4%だ。

クリーブランド・クリニックで循環器病予防医療を専門とするアシシュ・サラジュ医師は「喫煙は間違いなく最優先で対処すべきことだ。医師がある人に健康上の恩恵をもたらすことができるとしても、禁煙を上回るほどの医療行為はほぼない」と語る。サラジュ医師によれば、喫煙は血圧を上昇させるだけでなく、血栓、炎症、動脈内のplaques形成を引き起こしやすくする。

糖尿病も大きなリスク要因だ。高血圧、高コレステロール、高インスリン状態になりやすく、いずれも心臓病のリスクを高める。先ほどと同じ70歳男性で、他の数値はすべて健康的だが糖尿病があると仮定しよう。この場合、心臓病のリスクは16.6%に上昇する。糖尿病でなければ11.4%だ。

算定ツールにおけるもう一つの重要な入力項目が、収縮期血圧（最高血圧）である。高血圧は心臓、脳、腎臓を傷つけ、血管内のplaques形成を増加させる。再び70歳男性に戻ろう。収縮期血圧が120から160に上がると、心臓病リスクは11.4%から15.6%に上昇する。

では、降圧剤を服用している場合はどうか。算定ツールはそれも考慮する。降圧剤を服用して収縮期血圧が120の70歳男性の心臓病リスクは15%と算定され、服用していない人の11.4%を上回る。これはどういうことか？ 降圧剤を飲まないほうが良いという意味なのか？ 決してそうではない。

算定ツールは、降圧剤を服用している人は、長年にわたって高血圧を抱えてきた可能性が高いと推定しており、それが予測リスクを押し上げているのだ。生活習慣の改善で血圧をコントロールできない場合、薬物療法が強く推奨される。実際、高血圧の有害な影響こそが、この算定ツールが腎臓病を心臓病の警告サインと見なす理由もある。

高血圧が心臓や脳を傷つける恐れ

推算糸球体ろ過量（eGFR）で測定される腎臓の血液ろ過能力が低下している場合、高血圧によって腎臓だけでなく、心臓や脳も損なわれている可能性が高い。

次に来るのがコレステロールだ。算定ツールは総コレステロールと、善玉コレステロールと呼ばれるHDLコレステロールの両方を評価する。

算定ツールは、リスク要因の改善によって心臓病リスクがどれだけ下がるかを示すものではない—それは別の作業だ—が、少なくとも正しい方向に向かっているかどうかは教えてくれる。

算定ツールを通して学べることの中には、驚くに値しないものもある。例えば、喫煙はリスクを劇的に高める。70歳の男性を想定し、血圧、コレステロール値、腎機能など、あらゆる項目を健康的な数値で入力してみたとしよう。過去30日以内に喫煙していれば、今後10年以内に心血管疾患を発症する確率は14.9%となる。喫煙

ほかにも、身長に対する体重の適正度を測る指標であるBMI（体格指数）の入力が求められる。BMIが高いこと自体は、必ずしも心臓病のリスク要因ではない。肥満者の中には代謝（メタボリック）的に健康で心臓病リスクが高くない人も一定数いる。一方、標準体重でも代謝的に不健康で心臓病リスクが高い人もいる。

結論は？ 健康的な体重を維持することは万能薬ではないが、心血管疾患にかかる可能性を下げるることは確かだ。心臓病に関する最大のリスク要因は、年齢と性別という自分でコントロールできない二つの要素だ。年齢が上がるほど、10年以内に心血管に問題が生じる確率は高まる。また、男性は女性よりも心臓病になりやすい。AHAの算定ツールで年齢を上げると、リスクは急上昇する。

これが悪い知らせだ。一方で良い知らせもある。心臓病は依然として米国人最大の死因だが、喫煙率の低下に伴い、死亡率はここ数十年で下がってきた。また、医師らは高血圧、糖尿病、肥満、高コレステロールを治療する強力な新薬を手にしている。

サラジュ医師は「加齢そのものは変えられない。われわれの目標は、心臓病が原因で死亡するのではなく、心臓病を抱えたまま寿命を全うしてもらうことだ」と語った。

By Neal Templin
(Source: Dow Jones)

3. フィデリティのスター、ダノフ氏が共同マネジャー採用 Fidelity Contrafund's Will Danoff Is Getting Closer to Handing Over the Reins 巨大ファンドを3人で運用、引退はまだ先

[フィーチャー]

35年間運用を続けるスターマネジャー



Photograph by Alex Gange

インデックスファンド全盛の世界では、1人でファンドを運用するスター的なファンスマネジャーは絶滅危惧種だが、運用資産額1760億ドルのフィデリティ・コントラファンド<FCNTX>を35年間運用してきたウィル・ダノフ氏は、まさにそうしたスターだ。

しかし、今年4月、65歳のダノフ氏は新たに2人の共同マネジャーを迎えた。56歳のジェイソン・ウィーナー氏と47歳のアッシャー・アノリック氏だ。両氏は現在、ポートフォリオの20%を運用している。ただし、ファンドの戦略が支配的な成長企業の発掘であることに変わりはない。ダノフ氏も引退するわけではない。

モーニングスターのデータでは、コントラファンドはダノフ氏がマネジャーに就任した1990年9月17日から2025年12月19日の間、1万0423%の累積リターンを上げた。これはバンガード500インデックスフ

アンド<VFIAX>の4070%の2倍以上だ。フィデリティによると、コントラファンドはダノフ氏の下で14.1%の年平均リターン（9月30日まで）を上げた。同期間のS&P500指数の年平均リターンは10.3%だ。コントラファンドの過去5年間の年平均リターンは15.6%で、モーニングスターの大型グロースファンドカテゴリーの平均11.1%を大幅に上回る。

ダノフ氏は現在約3690億ドルを運用している（同様のスタイルで運用する他のファンドも含む）。投資家にとっての差し迫った疑問は、ダノフ氏の引退が徐々に近づく中で、コントラファンドは優れた運用実績を維持できるかというものだ。

独自のバーベル戦略

コントラファンドは異例のバーベル型ポートフォリオを保有する。これは少数の保有上位銘柄の巨大なポジションと、数百もの小規模銘柄のポジションを保有するというものだ。ポートフォリオのうち、フェイスブックの親会社メタ<META>が13.1%、半導体大手エヌビディア<NVDA>が10.3%、アマゾン・ドット・コム<AMZN>が6.4%、パークシャー・ハサウェイ<BRK.A><BRK.B>が5.7%を占めるが、それでもファンドの保有銘柄数は374に上る。

ダノフ氏は支配的な大型グロース株を長年保有し、大きな利益を上げてきた。ダノフ氏の強みの一つは、早いうちから長期にわたって保有を続けることだ。例えば、メタは2012年にフェイスブックとして上場するよりも前の2011年から保有している。2011年3月から5月までの間に、コントラファンドはフェイスブックの未上場株350万株（8700万ドル相当）を取得した。

ダノフ氏は、他の多くのマネジャーとは異なり、フェイスブックのポジションが拡大することを許容した。フェイスブックへの確信が高まる中、ダノフ氏はポジションを積み増し、保有を続けた。今年9月30日時点では、コントラファンドはメタの株式3600万株超（267億ドル相当）を保有している。

上位銘柄への集中は、ファンドの運用資産額の増加に伴って比較的最近起きたことだ。10年前の2015年、最大の保有銘柄であるフェイスブックは4.9%を占めるにすぎなかった。20年前の2005年はグーグルの3.5%、30年前の1995年は自動車大手クライスラーの1.6%だった。

新たな成長企業を発見することは、ダノフ氏の目標の一つであり、共同マネジャーを採用した理由の一部でもある。ダノフ氏は今年初め、「中小型株には大きな投資機会があると思う。また、ドルが下落する可能性がある中で、海外にも好機があるだろう」と語った。

コントラファンドのチームは通常、小型株のポジションについて語ろうとしない。競合に模倣される恐れがあるためだ。しかし、モーニングスターのサイトで保有銘柄を調べてみると、2021年に新規株式公開（IPO）を実施した銘柄を複数保有していることが分かる。例えば、オンラインゲームプラットフォームのロブロックス<RBLX>（初回購入2024年9月）、言語学習アプリのデュオリンゴ<DUOL>（同2023年9月）、暗号資産（仮想通貨）取引所のコインベース・グローバル<COIN>（2025年1月）などだ。

ダノフ氏は海外の2021年IPO企業も保有している。ブラジルのフィンテック企業ヌー・ホールディングス<NU>（2021年12月）、オランダの音楽大手ユニバーサル・ミュージック・グループ<UMG.オランダ>（2021年9月）、韓国の電子商取引（eコマース）企業クーパン<CPNG>（2021年3月）などだ。

Contrafund Retains Its Edge

Despite its mammoth size, Contrafund continues to beat its peers and the S&P 500. Can the good times continue with new managers?

	Year-to- Date Return	3-Year Return	5-Year Return	10-Year Return	15-Year Return
Fidelity Contrafund / FCNTX	21	32.3%	15.6%	16.9%	15.4%
Vanguard 500 Index / VFIAX	18	23.1	14.6	15.0	14.1
Large Growth Fund Category Average	16	27.6	11.1	15.2	14.1
Top 10 Holdings					
Company / Ticker		Weighting			
Meta Platforms / META		13.1%			
Nvidia / NVDA		10.3			
Amazon.com / AMZN		6.4			
Berkshire Hathaway / BRK.A		5.7			
Microsoft / MSFT		5.0			
Alphabet Class A / GOOGL*		3.5			
Amphenol / APH		2.6			
Apple / AAPL		2.5			
Alphabet Class C / GOOG*		2.2			
Netflix / NFLX		2.1			
JPMorgan Chase / JPM		1.7			
TOTAL		55.1%			

Note: Returns are as of Dec. 19; 3-, 5-, 10-, 15-year returns are annualized. Top 10 holdings are as of Oct. 31. *Contrafund owns two different shareclasses of Alphabet as separate holdings.

Source: Morningstar Direct

ウィーナー氏とアノリック氏が4月に加わって間もなく、2021年9月に上場したレストラン業界向けソフトウェアのトースト<TOST>にも投資を始めた。ウィーナー氏は「トーストのサービスの中核は、レストランの店長が業務を効率化できるようにすることだ。トーストのソフトはあらゆるニーズに応える」と語る。ただし、これらの2021年上場銘柄は、それぞれポートフォリオの0.4%未満を占めるにすぎない。

研究機器メーカーのサーモ・フィッシャー・サイエンティフィック<TMO>も、ウィーナー氏とアノリック氏の参加以降に追加したポジションの一つだ。アノリック氏は「われわれは、資本集約的な顧客に『つるはしショベル』を売る企業を発掘することを目指している。サーモ・フィッシャーは、研究機

関や製薬会社が治験を実施し、重要な医薬品を製造する上で欠かせない機器とサービスをワンストップで提供している」と語る。さらに、研究開発用の機器のみを供給しているため、医薬品の治験失敗に伴うリスクもないという。

■ オーナー・オペレーターのメタを選好

ダノフ氏は「オーナー・オペレーター」、つまり創業者が経営する企業や、内部者の持ち分比率が高い企業を好む。企業を創業した最高経営責任者（CEO）や、多くの株式を保有するCEOは、企業の見通しにより大きな関心を持つためだ。

メタのマーク・ザッカーバーグ氏、エヌビディアのジェンスン・ファン氏、バークシャーのウォーレン・巴菲特氏は、いずれもオーナー・オペレーターだ。ダノフ氏は「内部者の持ち分比率の高さは、経営陣と社外の株主の利害が完全に一致していることを示す場合が多い」と語る。ダノフ氏は、株価が割高な時期に買収をせず、景気減速時に弱った競合相手を買収できるように現金を貯めておく経営陣を好む。オーナー・オペレーターの場合、自身の資金と相続される資産が懸かっているので、より慎重になる傾向がある。

ダノフ氏は「創業者は、企業にとって長い目で見て適切な決断をどう下すかについて、他とは異なる考え方を持つことが多い」と話す。メタの株価は過去10年間で5倍に上昇しているが、利益は8倍に増加しており、バリュエーションは2015年よりも割安だという。ダノフ氏はメタの株価が利益の成長に追い付くと考えている。

ダノフ氏は、人工知能（AI）を巡る激しい競争の中でも、ザッカーバーグ氏を引き続き強く信頼している。ダノフ氏は「フェイスブックとインスタグラムはそれぞれ30億人の月間アクティブユーザーを有する。これは世界の人口の約半数だ。AI（を利用したターゲティング広告）によって、ユーザーのエンゲージメントは実際に向上している。AIはユーザーが好むものを割り出し、適切なタイミングでより良い広告を提供する。そのため、広告の価格は上がっている」と語る。

しかし、AI開発競争にはコストがかかる。ダノフ氏は「ザッカーバーグ氏と経営陣がAIにより積極的に投資すると決断したことで誰もが心配している。設備投資が増えるため、今後2~3四半期にわたってメタの成長は減速するかもしれない。しかし、過去10年間の実績に鑑みて、私はザッカーバーグ氏がうまくやるはずだと確信している」と話す。

■ 後継者育成に伴うリスク

モーニングスターでコントラファンドを担当するロビー・グリーンゴールド氏は「スターマネジャーの時代は終わった。その理由は、パッシブ運用のインデックスファンドの成績が並外れて良いからかもしれない。しかし、複数のマネジャーを有するマルチマネジャーのポートフォリオが支持されているという理由もある。一部のゲートキーパー（機関投資家向けに投資の助言や運用を行う）やコンサルタントは、キーパーソンリスクを懸念し、マルチマネジャーを好んでいる」と指摘する。

グリーンゴールド氏は、ウィーナー氏とアノリック氏には後任の資格があると考えている。グリーンゴールド氏は「両氏は他のファンドで協力して投資に成功した明確な実績がある」と語る。ウィーナー氏は、大型グロースファンドのフィデリティ・グロース・ディスカバリー・ファンド<FGDKX>を2007

年2月1日から2025年9月30日まで運用した。モーニングスターによると、同期間のフィデリティ・グロース・ディスカバリーのパフォーマンスはコントラファンドを上回った（累積リターンはそれぞれ870%と831%。S&P500指数は560%）。アノリック氏は2017年7月1日からフィデリティ・グロース・ディスカバリーの共同マネジャーに加わった。

2人とダノフ氏との関係が良いということも重要だ。なぜなら、ファンドマネジャーは往々にして注目を独占したがるからだ。ダノフ氏は「ウィーナー氏とは35年近くにわたって密接に協力してきた」と語る一方、「個人の説明責任を重視しているため、チームでの運用には常に否定的だった」とも付け加える。しかし、最近ダノフ氏が企業を訪問している間に、ウィーナー氏やアノリック氏が他の企業やアナリストと面談したということもあり、「（共同マネジャーは）想像よりもかなりプラスになっている」と述べる。

ただし、コントラファンドにとってプラスということは、ウィーナー氏らが関わっていた他のフィデリティのファンドにはマイナスということでもある。さらに、フィデリティ・アドバイザー・ニュー・インサイト・ファンド<FZANX>など、ダノフ氏の他のファンドでも運用体制の変化につながる。

グリーンゴールド氏は「フィデリティでは、2人のマネジャーが成功するかどうかが、数千億ドルの運用資産の行方を左右する。その2人とはダノフ氏と（フィデリティ・グロース・カンパニー・ファンド<FDGRX>を運用する）スティーブ・ワイマー氏だ。運用資産額は合計で5000億ドルを超える、2人ともそれぞれのお気に入りの銘柄に多額を投資している。ダノフ氏はメタ、ワイマー氏はエヌビディアだ。ポートフォリオの保有銘柄が非常に集中している」と語る。

しかし、著名な経営者が去った後はどうなるだろうか。ザッカーバーグ氏とエヌビディアのファン氏はまだ若いが、バフェット氏は95歳であり、2025年の年末にバークシャーのCEOを退任する。ダノフ氏は「（バフェット氏の後任である）グレッグ・アベル氏に大いに感銘を受けていた」と話す。

グリーンゴールド氏は、コントラファンドが保有するバークシャーや他の金融サービス株のポジションについて、ポートフォリオを分散させ、グロース株の低迷期にパフォーマンスを安定させる役割を果たしていると指摘する。金融サービス株のウエートは16.6%だ（大型グロースファンドの平均は8.2%）。

ダノフ氏は、企業が特定の規模に達すると、有名なCEOよりも企業自体が重要になると認識している。そして、アップル<AAPL>の共同創業者であるスティーブ・ジョブズ氏の死後に、アップルのウエートを低水準（現在は2.5%）に据え置いたことを後悔している。ダノフ氏は「私は大きな誤りを犯した。ジョブズ氏が亡くなった時、アップルは弱体化すると思った。アップル製品に対する愛着が、消費者をアップルのエコシステムに囲い込む効果を持つことを大いに過小評価していた」と語る。

ダノフ氏はコントラファンドについてもアップルと同様の認識を持つだろうか。ダノフ氏は「『95歳まで生きて、コントラファンドの運用を続けるのはどうか』と、私の内なるバフェット氏に聞いてみたい」と話す。脚光を浴びている時に退任するのは、難しいこともあるのだ。

By Lewis Braham
(Source: Dow Jones)

4. 2025年は銀が金をアウトパフォーム。次は銅の出番

[投資戦略]

Silver Topped Gold In 2025. It's Copper's Turn

2026年は金銀以外の金属に注目

2025年は銀価格が大きく上昇



Dhiraj Singh/Bloomberg

銀価格は2025年に140%上昇した。確認したところでは、シルバーはアングリー・ハムスター・ラグ・ブルあるいはバット・トークンといった古典的で皮肉めいた暗号資産（仮想通貨）の派生形の名称ではない。元素周期表の第11族のれっきとした金属だ。この第11族が話題だ。銀の一つ上の4周期には今年36%上昇した銅、銀の一つ下の6周期には69%上昇した金が並ぶ。実際、元素周期表の銀の周囲を見回せば、2025年はあらゆる金属が大きく上昇している。銀の一つ左の列、第10族ではプラチナが133%の上昇、自動車の排気ガスの浄化に利用される

パラジウムは95%上昇している。2列右の第13族のアルミニウムは15%、3列右の第14族のスズは49%上昇している。アダマンチウムやビブラニウムの価格を見たことはあるだろうか。最後のはちょっとしたクイズだ。答えは、マーベルのスーパーヒーロー映画に登場する架空の金属だ。

2026年の市場に付いていくには遷移金属、すなわち元素周期表の中央右寄りの工業用、宝飾用、硬貨鋳造用金属に対する見通しを立てる必要がある。幸いなことに、実験用の白衣を着て、ブンゼン・バーナー（実験用燃焼器具）に着火して、緊急洗眼器とシャワー室の近くにいる必要はない。

ウォール街は金属を貴金属、卑金属／工業用金属、それ以外に区分する。重複も多い。貴金属には金や銀はもちろんのこと、希少性や高価値、耐腐食性からパラジウムも含まれる。パラジウムの需要主体はもっぱら自動車産業だ。卑金属にはよく見掛ける、化学反応特性に優れた、製造業で利用されることの多い銅、亜鉛、ニッケル、スズが含まれる。

ウランは貴金属でもなければ卑金属でもない。自然界で見つかるウランの0.7%が核分裂性を有するにすぎないが、不思議なことに、濃縮度を3%あるいは5%まで高めると、原子力発電の燃料になるのだ。

人工知能（AI）向けデータセンターの電力需要が高まっており、原子力発電に再度脚光が当たっている。ウラン価格は2025年に約11%上昇し、過去5年間で168%上昇している。コバルトは卑金属に含めるか、あるいはウラン同様に特殊金属に含めても構わない。そのほとんどが電気自動車（EV）のバッテリー用だ。コバルト価格は2025年に115%上昇した。金属需要が急増する背景としては、好景気や供給の停止、あるいはテクノロジーの変化といった要因があり、ウランやコバルトにも当てはまる。貴金属の場合は通貨価値の下落に対する懸念あるいは収益機会の逸失、またはその両方が当てはまる。

金価格上昇の背景

米連邦政府の債務残高は国内総生産（GDP）の115%と気の遠くなるような水準にある。財政赤字も債務残高の増加要因となるが、この1年で1兆8000億ドルに達している。2009年の世界金融危機の最悪期でさえ1兆4000億ドルだった。2025年に米ドルは主要な外国通貨のバスケットに対し10%下落している。米連邦準備制度理事会（FRB）は、インフレが目標値を上回っているにもかかわらず利下げをしている。明るい材料としては、経済成長が底堅いことだ。

このような背景から、金価格は2年前の1トロイオンス当たり2068ドルから足元では4479ドルまで上昇している。1トロイオンスは12分の1ポンドに相当する（トロイオンスやその他金にまつわる細かな点に興味があれば、金価格が3406ドルだった4月のカバーストーリー：「金をポートフォリオに加えるべし、ただし適度に」を参照されたい）。今や、金のパフォーマンスは2025年だけではなく、過去20年間でもS&P500指数を上回る。金の同期間の累積リターンは791%と、S&P500指数の703%を凌駕（りょうが）する。

コモディティに対する予想は議論百出の様相を呈している。本誌のグレッグ・バータラス記者は今年の2月に先見の明のある議論を展開し、銀は金に対する価格比で見る限り割安だと指摘していた。調査会社ネッド・デービス・リサーチが今週提示した結論は逆で、「金と銀の価格比を見ると金が割安で、この強気の見通しは実質金利および通貨の動向に支えられたものである」とした。

目標価格はというと、読者の皆さんはどの見方を支持されるだろうか。RBCキャピタルマーケッツは、2026年末までに金は4800ドルに向かうだろうと指摘する。ソシエテ・ジェネラルは5000ドルを見込む。エコノミストのエド・ヤルデニ氏の予想は特に楽観的だ。ヤルデニ氏によれば、金とS&P500指数（足元では6934）は軌を一にして動く。ヤルデニ氏は先週「S&P500指数が2029年末までに1万0000に到達すれば、われわれの予想では、金も1万0000ドルに達するはずだ」とリポートに記した。

金には利益も配当もないため、ファンダメンタルズに基づく価値を評価し難い。参考になりそうなのは総採掘費用だが、現在の金価格の水準はそこから大きく外れており、あまり参考にはならない。RBCは採掘費用が2025年の1オンス当たり1569ドルから2026年は1715ドルへ上昇すると見込む。

この採掘費用に基づくと、金鉱会社は桁違いの利益を上げていることになる。投下資本利益率はテクノロジーセクターの水準に近づきつつある。2024年には金鉱株は金価格に大きく劣後したが、2025年になり金価格をアウトパフォームした。これまでのところ、金鉱会社は棚ぼた的利益にいつになく慎重姿勢で対処しており、企業買収に熱を上げるのではなく、債務の返済や自社株買いに充てている。

ウォール街は銅価格に強気

現在、ウォール街で強気の見方のコンセンサスがあるとすれば、銅だ。JPモルガンが銅を推奨するのは「深刻な供給の混乱があり、米国外の在庫が不安定で、中国勢が買いを再開している」ためであり、鉱山大手のフリーポート・マクモラン＜FCX＞を推奨する。

UBSも同調しており、加えてロンドン上場の英資源大手のアングロ・アメリカン＜AAL.英國＞やカナダ資源大手のテック・リソーシズ＜TECK.B＞を推奨する。UBSはその他、2026年の推奨金属としてアルミニウムも推しており、ノルウェーのノルスク・ハイドロ＜NHYKF＞、リチウムではアルベマール

<ALB>を推奨する。金はリスクリワードが悪化しているが、明らかに見込みなしとも言い難い。UBSは「永遠に続く強気市場というのではないが、弊社が見るところ、天井を付けたと言うにはまだ早過ぎる」とリサーチリポートに記す。UBSは鉱業企業のバリック・マイニング<ABX.カナダ>を推奨する。

無差別に選ぶとあれば、上場投資信託(ETF)のステート・ストリートSPDR S&Pメタルズ&マイニングETF<XME>があるが、50%は製鉄と石炭企業、金鉱株が16%、アルミ企業が9%、銀鉱株が5%の構成となっている。貴金属のウェートを高めたい場合はインベスコDBプレシャス・メタルETF<DBP>があるが、価格も高値圏にあり、年間の管理報酬率は0.79%である。

暗号資産は最近デジタルゴールドとの期待に応えられていない。ビットコイン、イーサリアムなどに追随するNASDAQの暗号資産指数は2025年に15%下落している。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

5. 2025年も予想上回り続けた米国市場は変化するのか The U.S. Remained the Market to Beat In 2025. Will That Last? 機関投資家はエクスポートジャー引き下げを模索

[フィーチャー]

米国は他市場を圧倒



Illustration by Alex Fine

今年は世界中の投資家が大きく振り回された。米国株は急落したかと思えば上昇し、米ドル指数は予想外に下落した。債務水準は急増し、国際的な貿易関係は一段と緊張が高まった。グローバルな投資家は疑問を抱いている。米国は今なお、世界で最も安全な投資先なのか、それとも最も危険ではないというだけのことなのか。

答えを決めるのはぶつかり合う三つの力である。すなわち、資本をテクノロジーへと引き寄せる力の持続性、米国の制度が安定するのか不安定化するのか、そして財政支配の度合いの高

まりである。

米国市場はこれまでのところ、驚くほど圧倒的な地位を維持している。2008~2009年の世界金融危機以降、米国株は世界の他地域の株式を年率7%（複利）でアウトパフォームしてきた。世界の上場株式時価総額の約3分の2を米国が占める。この比率は非公開のプライベート市場でもほぼ同じだ。米国資産がプライベートエクイティ（PE）、プライベートクレジット（PC）、ベンチャーキャピタル（VC）の資金配分を支配している。

米国市場が支配的である理由は二つあり、どちらも重要だ。一つは間違いなくテクノロジーだ。米国は、現代で最も変革的なテクノロジーと同義の存在になっている。それは人工知能（AI）だけでな

く、クラウドコンピューティング、半導体、世界に拡大するプラットフォームビジネスも含まれる。

二つめの理由は目立たないが、同じくらい強力である。米国には予測可能で強制力があり公正に運用されるルールや規制の歴史がある。それは米国資本市場の開放性、取引所の懐の深さ、法制度の強固さを見れば明らかである。

二つの脅威

しかし、そうしたルールや規制、それらを支える制度が揺らぎ始めたらどうなるだろうか。今年はそれが垣間見られた。4月にトランプ政権が関税政策を発表したことを受け、米国市場は「トリプル・レッド」と呼ばれる局面を迎えた。すなわち、株式、債券、ドルが同時に大幅に下落した。この三つの指標がそろって警告を発する局面が長期にわたり見られたのは1970年代が最後で、当時の米国の制度は経済の不安定性、政治的混乱、石油危機への対応に追われた。

今年5月までに市場は反発し、「トリプル・レッド」は単なるパニック的な一時の混乱にすぎなかったことが示唆された。しかし、市場はしばしば将来の変化を先取りして動く。2007年5月を思い出してほしい。米国の資産担保証券市場は数日間、機能を停止したが、その後は一見正常に戻った。しかし、その年の後半に世界金融危機が勃発し、水面下に潜んでいた問題が顕在化した。賢明な投資家は、表面に現れる初期の亀裂を探し出す。

米国の支配的地位に対するもう一つの脅威は、財政支配への傾斜である。財政が支配的になれば、政府は過剰な債務に対処するため、財政上のニーズに対応するように金融政策を歪めることになる。

米国の債務負担は現実の問題である。連邦政府の債務に対する利払い費は今や国防費を上回る。昨年、米国は初めて「ファーガソンの法則」に抵触した。これは歴史家のニーアル・ファーガソン氏にちなんで名付けられたものだが、ファーガソン氏は利払い費が国防費を上回る大国はその地位から陥落するリスクがあると述べた。

しかし、他の先進国市場もそれほど大きな信頼感を与えてはいるわけではない。新たに就任した日本の首相は低成長や改革に向けた政治的な勢いが限定的であることなど、山積する財政面の課題に直面している。フランスでは財政問題を背景に2024年以降、4人目の首相に交代する一方、英国の労働党政権は不人気な増税と持続不可能な債務の間で財政的な綱渡りを続けている。これらの市場はいずれも巨額の債務を抱え、財政の見通しには疑問符が付く。

その中で、米国の存在は際立っている。財政面や制度面の見通しは不透明である。それでも資本は米国に流れ込んでいる。これは、テクノロジーを大きな原動力に米国で得られるリターンが依然として、突出して大きいからだ。

投資家はリターンを求める。そして少なくとも現時点では、そのリターンを米国のテクノロジーセクターに見いだしている。MSCI米国指数ではテクノロジーが約35%を占めるのに対し、欧州、オーストラリア（オーストラリア・ニュージーランド・太平洋島嶼国）、極東をカバーするMSCI EAFE指数ではわずか8%にすぎない。予想1株当たり利益（EPS）の長期成長率は米国指数が15%なのに対し、EAFE指数は11%にとどまる。

テクノロジーは米国株式市場の優位性をけん引してきた「メガキャップ（超大型株）現象」を支えている。2009年以降、米国市場の時価総額は新たに50兆ドル増加した。増加分の75%は全上場企業数の約3%に当たる150銘柄がもたらしたものだ。従業員1人当たり売上高を見ると、米国の大型株は2009年以降で2倍に増加したのに対し、欧州や日本ではほとんど伸びていない。

金融・政治システムの行方を注視

米国のメガキャップ企業は重力の法則を無視しているかのようだ。かつての例外的な成長企業は通常、5~7年以内に元の成長率へと回帰した。しかし、米国の巨大企業の多くはその2倍近い期間にわたり例外的な成長を維持している。その結果、米国のバリュー投資家は過去10年、傷を癒し続けている。

筆者と対話する多くの機関投資家は米国へのエクスポージャーを縮小したいと語る。これは、米国企業を疑っているからではなく、その背後にある金融・政治システムを懸念しているためだ。しかし、代わりとなる選択肢はほとんど見当たらない。多くの投資家は米国株のロングポジションを維持しつつ、ドルのエクスポージャーをヘッジしている。

われわれは財政能力、制度の強靭（きょうじん）性、テクノロジーの集中という点で前例のない状況の渦中にいる。その一方で、投資家からのメッセージはきわめて実利的だ。投資家はテクノロジーの波には乗るが、政治の行方を極めて注意深く見守っている。

執筆者のアシュリー・レスター氏は株価指数を算出するMSCIでチーフ・リサーチ・オフィサーを務める。

By Ashley Lester
(Source: Dow Jones)

6. ベテラン投資家が説く割安AI株の好機

[インタビュー]

This Tech Investor Likes Broadcom, Bloom Energy, and Other AI Bargains
ウィック氏が語る、AI投資の核心と量子株への警鐘

AIバブルは本物か、ベテラン投資家に聞く

人工知能（AI）は過剰に喧伝（けんでん）され、AI関連株は脆弱（ぜいじやく）なのだろうか。リスクを評価するには、過去の誇大宣伝サイクルを投資で乗り切り、専門家として生き残った人物に耳を傾けるのが賢明だ。ベテランのテクノロジー投資家、ポール・ウィック氏はまさにその適任者である。

ウィック氏は、コロンビア・スレッドニードル・インベストメンツ傘下のセリグマン・インベストメントで最高投資責任者（CIO）兼任ポートフォリオマネジャーを務めており、35年以上にわたりテクノロジー企業への投資を続けてきた。ウィック氏の運用するコロンビア・セリグマン・テクノロジー&インフォメーション・ストラテジー・ファンド<SCMIX>は今年36.6%上昇し、S&P500指数の17%上昇を大きく上回っている。



Photograph by Benedict Evans

本誌は12月15日、ウィック氏にAIのリスクと機会、エネルギー株がAIテーマにどう関わるか、そして今投資すべき巨大テック企業について話を聞いた。以下はその対談の編集版である。

半導体の次はソフトウェア株に妙味

本誌：5年後、10年後もAIはテーマの中心にあると考えるか。

ウィック氏：その通りだと考えている。ただしAIの開発と普及は一直線に進むとは限らない。インターネット経済がそうであったように、ジグザグに進む可能性が高いだろう。1990年代後半に多くのインターネット企業が誕生した当時ほど、現在は投機的な指標や警告サインは見られない。今日過熱気味に見える分野は、公開市場よりも、後期段階のベンチャー企業（ベンチャーキャピタルが支援する非上場企業）に集中している傾向がある。

Q：これまでAIに熱狂する投資家は主に半導体株に資金を注いできた。AI投資の次の波はどこへ向かうのか。

A：これまで半導体関連株が最大の恩恵を受けてきた。一方、ソフトウェアはAIの敗者と見なされてきた。AIエージェントがソフトウェア企業間で画一化するのではないか、あるいは人事財務クラウドサービスのワークデイ＜WDAY＞や顧客関係管理（CRM）プラットフォームを運営するセールスフォース＜CRM＞といった既存サービスではなく、企業が独自のAIアプリケーションを構築するのではないかという懸念があった。しかし、こうした懸念はやや誇張されている。企業向けソフトの購入者は、業務フローを容易には変更しないものだ。

ソフトウェア株が今年苦戦しているもう一つの理由は、米国企業における大規模な人員削減だ。AI以外の経済は特に好調とは言えず、多くの企業が従業員を削減している。企業向けソフトは通常、ユーザー数に基づいて販売されるため、影響を受けやすい。

Q：こうした力学はいつ変化し始めると考えるか。

A：現在AIの敗者と見なされている企業の中には、最終的には相応の成果を上げるものも出てくるだろう。最悪のシナリオが現実化しなければ、それらの企業は再評価され、株価が上昇する。時間の経過とともに、AIの活用は広がり、ロボティクスや産業オートメーションといった分野により多くのAI技術が組み込まれていく可能性が高い。これはテクノロジー分野の幅広い領域にとってプラスとなるだろう。

Q：AIラリーに取り残された銘柄の中で、潜在的な受益者として過小評価されているのはどこか。

A：われわれはイスラエル企業、ウィックス・ドット・コム＜WIX＞を高く評価している。ウェブサイ

トデザインソフトのリーダー企業だが、AIの「バイブコーディング」が専門的なウェブサイトデザインソフトに取って代わるのではないかという懸念があった。バイブコーディングとは、会話形式のプロンプトを用いてAIにコードの作成・修正を指示するプログラミング手法だが、この懸念は過大評価されていた。ウィックスの中核事業は堅調に推移しており、6月にはイスラエルのバイブコーディング新興企業Base44を買収し、ウィックスは極めて好調な業績を上げている。

ウィックス株が今年約50%下落しているのは、非公開企業カーソルなどとの競争への懸念が理由だ。AIコードエディターのカーソルは、直近のベンチャー資金調達ラウンドで290億ドルの評価を獲得した。現時点で年間売上高は10億ドルだ。対してウィックスは黒字経営で、時価総額55億ドル、年間フリーキャッシュフロー5億ドル以上を創出している。公開市場の方が、後期段階の非上場企業よりもリスク・リターンの観点から魅力的だと見ている。

電力制約が生む新たな投資機会

Q：半導体株に目を向けると、半導体大手エヌビディア<NVDA>は今年も好調を維持している。半導体・インフラソフト大手ブロードコム<AVGO>も堅調だ。半導体分野で他に注目すべき銘柄はあるか。

A：最も議論を呼んでいる銘柄の一つが半導体大手マーベル・テクノロジー<MRVL>だ。市場はマーベルに対して過度に悲観的で、良好な業績を上げているにもかかわらず、株価は今年25%下落している。直近の決算発表では大規模な受注残高を公表した。マーベルはASIC（特定用途向け集積回路）事業が2026年に20%超の成長を遂げ、2027年には成長率が前年の2倍に加速するとの見通しを示している。

マーベル株はもはや割高とは言えない。株価は実態に見合う水準に達している。2027年には1株当たり利益（EPS）が5ドル近くに達する可能性がある。現在の株価は85ドルだ。これは極めて妥当な水準だとわれわれは考えている。

Q：エヌビディア株は今年36%上昇し、過去5年間では1200%以上上昇している。現時点で買い、売り、それとも保有すべきか。

A：エヌビディアがAIプロセッサー市場でシェアを失うという見方は、既に株価に織り込まれている。しかし、この市場は依然として急成長を続けている。直近四半期で前年同期比62%の売上高成長を達成し、11～1月期には67%の成長を見込んでいる。成長率が鈍化したり、マイナスに転じたりしたわけではない。

Q：では、エヌビディア株への追加投資は妥当な判断だと考えるか。

A：その通りだ。株価は落ち着きを見せている。エヌビディアはバリュエーションに見合う成長を遂げている。株価収益率（PER）や企業価値／フリーキャッシュフロー倍率といった指標に基づけば、バリュエーションが過大とは言えない。

Q：投資家はAIバブルの崩壊に備える必要があるか。

A：AIインフラ関連企業ネビウス・グループ<NBIS>やAI向けクラウド大手コアウェーブ<CRWV>といった、いわゆる「ネオクラウド」データセンター企業など、リスクが高いと感じられる分野は存在する。これは一種のコモディティービジネスであり、これらの企業は重要な知的財産を保有しているため、本質的にリスクが高い。

Q：エネルギー株への投資を検討しているようだが、テクノロジー重視の投資家がこれまで以上にエネルギー株に注目すべき理由は何か。

A：エヌビディアのジェンスン・ファン最高経営責任者（CEO）は、電力がAIにおける最大の制約要因であると繰り返し述べている。その結果、原子力発電などへの強い需要が生まれている。スリーマイル島のような旧式の原子力発電所が再稼働している。電力・再生可能エネルギー大手GEベルノバ＜GEV＞などの企業では、ガスタービンに対する旺盛な需要がある。

この潮流は、テキサス州に土地を所有しガス・原子力発電所の建設を計画するフェルミ＜FRMI＞のような投機的な企業を数多く押し上げている。データセンターをフェルミの発電所近くに設置するという構想だ。

われわれは、小型モジュール炉を建設するオクロ＜OKLO＞やニュースケール・パワー＜SMR＞といった企業には懐疑的である。原子力発電所の認可取得と建設には長い年月を要するからだ。

Q：最も有望なエネルギー株はどれか。

A：クリーンエネルギー関連のブルーム・エナジー＜BE＞は独自のストーリーと多くの強みを持つ。世界で最も効率的な燃料電池を製造しており、データセンターの隣に6カ月以内に設置できる。地元の電力会社が電力を供給するまで何年も待つ必要はない。ブルーム・エナジーはトランプ大統領の税制改革法により予想外の30%税額控除を獲得した。長年にわたり燃料電池のコストを年間10%削減し続けており、将来的には、これらの製品がガスタービンよりも大幅に安価になる可能性は十分にある。

ブルーム・エナジーは比較的容易に生産能力を増強できる。会社側によれば、1億ドル強で1ギガワットの生産能力を追加可能だという。今後10年間にわたり高い成長率を維持すると予想している。

Q：ブルーム・エナジーの株価は現在、2026年予想利益の約90倍に達している。これは懸念材料ではないか。

A：来年のEPS予想は過小評価されていると考えている。市場コンセンサスは1ドルだが、われわれはブルームが2～3ドルを稼ぐと予想している。2027年には7ドルを超えるEPSが見込まれる。ブルームは今後数年間にわたり売上高を50%成長させる見込みだ。来年は約30億ドルの売上高を生み出す可能性がある。時価総額は220億ドルで、特に割高とは言えない。

量子株に懐疑的、真の投資先は

Q：量子コンピューティングへの投資についてはどう考えるか。

A：われわれは量子コンピューティング分野に懐疑的だ。留意すべきは、公開市場で最も著名な量子関連株4銘柄が全てSPAC（特別目的買収会社）を通じて上場した点である。量子技術は常に「5～10年先の話」であり、この状況は過去15年間変わっていない。AIプロセッサーの代替にはならず、膨大な情報を取り込む能力も持たない。

量子コンピューティングの潜在市場規模は小さいと見ている。特定の高度な数学的問題や暗号化には有用だ。政府が量子コンピューティングに関心を持つ理由はここにある。暗号化されたコードが解読される可能性を懸念しているのだ。しかし、量子コンピューティングの商業的応用は比較的限定的だろう。

Q：もし1兆ドル以上の価値を持つテクノロジー企業に投資するとなれば、どれを選ぶか。

A：2社ある。まずブロードコムだ。株価は大きく売られている。今後4四半期で、AI関連収益790億ドルを計上する見込みだ。

もう1社はグーグルの親会社アルファベット<GOOGL>だ。グーグルはAI分野のリーダーであり、自動運転車ウェイモを運営している。動画配信サービスのユーチューブとユーチューブTVも好調だ。新最高財務責任者（CFO）は非常に厳格な経営を行っているようだ。アルファベットは大規模な自社株買いを進めており、「マグニフィセント・セブン」の中で最高のフリーキャッシュフローを有している。アルファベットには多くの魅力がある。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

7. 完璧を織り込んだ株式市場、さらなる上値に期待

[米国株式市場]

A Stock Market Priced for Perfection Can Still Have a Very Good Year

企業業績は堅調、金利上昇抑制なら上げ基調継続も

サンタクロース・ラリー



Michael Nagle/Bloomberg

クリスマスの先週はサンタクロース・ラリーとなつたが、3年連続で平均以上値上がりしている株式市場は、ある単純な現実、つまり完璧を維持することは極めて難しいという現実に向き合うことになりそうだ。

もちろん、株価指数はそうではないことを示している。12月は静かに始ましたが、先週のS&P 500指数は7000の大台に近付き、1.4%高の6929.94で引けた。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1.2%上昇して4万8710ドル97セントとなり、NASDAQ総合指数は1.2%高の2万3593.10で引けた。マグニフィセント・セブンに投資家が再び注目したことが追い風となった。さらに、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24日に13.47で取引を終え、1年ぶりに14を下回った。小型株のラッセル2000指数は0.2%高の2534.35で週末を迎えた。

企業業績が上昇のけん引役となるはずだ。ファクトセットによれば、S&P500指数の2026年の増益率は15%と予想されており、純利益率は13.9%に達する見通しだ。これはファクトセットが2008年に追跡を開始してから最高となる。一方、第3四半期の国内総生産（GDP）が好調だったことを受け、経済成長率の予想は上方修正されている。インフレは問題にならない見通しで、労働市場も持ちこたえそうだ。

懸念材料も

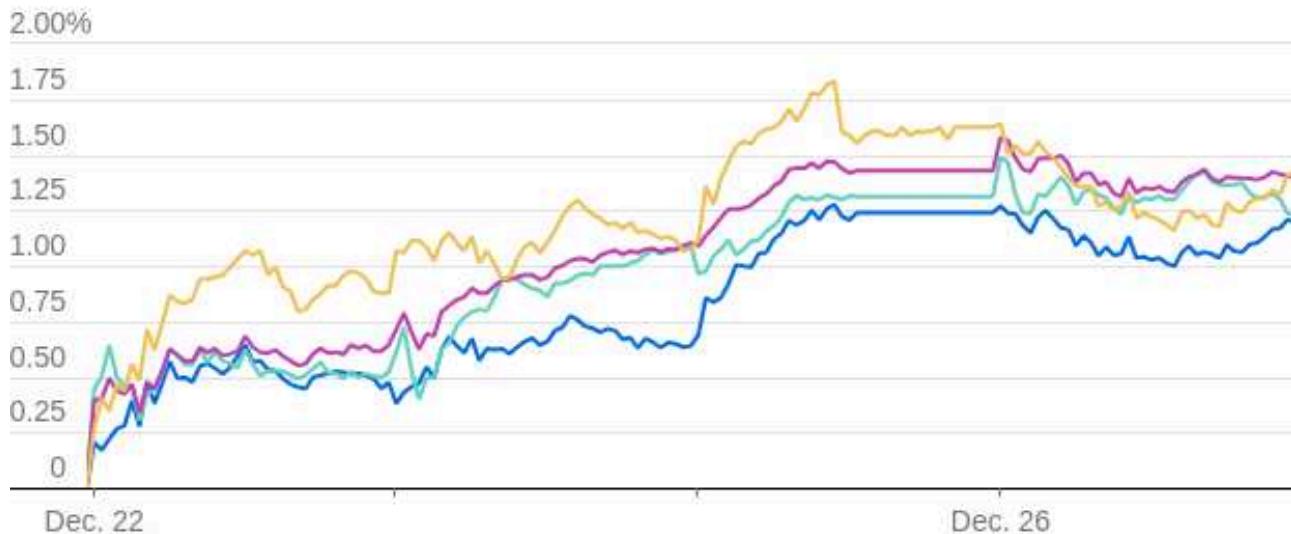
しかし先週の動きを詳しく見ると、こうした見方の弱い点が明らかになる。先週、マグニフィセント・セブンの全銘柄と半導体大手ブロードコム<AVGO>が上昇したのは安心材料だったが、人工知能(AI)に対する支出が過剰になるとの兆候や資金調達が頓挫する可能性が示されれば、これらの銘柄が再度下落する恐れはある。先週10%上昇したものの過去3カ月では依然として35%超の下落となっている法人向けソフトウェア大手のオラクル<ORCL>の動きを注視し、新たな問題の兆候がないか確認すべきだろう。

経済にも懸念材料はある。23日に発表されたGDP統計は米国経済が2年ぶりの高い成長率となったことを示した一方、インフレ懸念や米連邦準備制度理事会(FRB)が2026年に追加利下げを実施できるかどうかの懸念も浮上させた。これを受け主要株価指数は一時的に下落した。米国債の利回りは上昇し、特に物価上昇に敏感な資産であるエネルギー株や金は値上がりした。

リチャード・バーンスタイン・アドバイザーズのリチャード・バーンスタイン最高経営責任者(CEO)は「インフレは決して完全に消え去ったわけではない。FRBは利下げに関し、もしくは現在市場で想定されているほど迅速かつ大幅に利下げを行えるかに関し、やや制約を受けるだろう」と述べる。

Market Snapshot

■ State Street Financial Select Sector SPDR ETF
 ■ S&P 500 Index
 ■ NASDAQ Composite Index
 ■ Dow Jones Industrial Average



Source: FactSet

米国債利回りと雇用統計に注目

パイパー・サンドラーのチーフ投資ストラテジストであるマイケル・カントロウィッツ氏は、米国債利回りの上昇が統計が起きる可能性があると指摘する。カントロウィッツ氏によると、2023年以降に10年物米国債利回りが4.25%を超えた場合、株式のリターン低下と実現ボラティリティの倍増が同時に起きたという。先週、10年債の利回りは一時4.17%を付け、直近では4.13%となっている。

一方、市場が下落するかどうか明確な線を引く経済指標として雇用統計が挙げられる。労働市場の減速が続ければFRBは再度の利下げを決め、株式相場を押し上げる可能性がある。とはいえ、雇用市場の過度な悪化は歓迎すべき兆候ではない。AI関連銘柄も過熱と冷え込みの間で適度な均衡点を見いだし、市場の上昇基調を維持できるかもしれない。

市場が2026年に再び上昇基調を維持するには、綱渡りのような状況だ。それでも過去3年で示されたように、完璧である必要はない。

By Josh Schafer
(Source: Dow Jones)

8. メディア帝国の構築目指すオラクル

Oracle's Topsy-Turvy Year Won't Get Any Easier in 2026

TikTok米国事業への参加とワーナー買収の狙いは？

[ハイテク]

クラウド事業を基盤とした安定成長路線から決別



Andrew Harnik/Getty Images

用の削減というメリットをもたらした。

実際、オラクルの2011年から2020年までの年平均売上高成長率は1%に満たなかったが、粗利益率の平均は75%に達した。この間、手元現金は負債を上回り続け、フリーキャッシュフローマージンは平均で34%だった。この10年間で創出したフリーキャッシュフローは1180億ドルに上り、自社株買いを通じて希薄化後発行済み株式数を41%減らした。

一方、直近四半期の業績を見ると、売上高成長率は14%に上昇し、今後も上昇が続く見通しだ。その半面、粗利益率は64%に低下し、この四半期に消費した現金は100億ドルに達した。手元現金が減少する一方で負債は増加し、9月には180億ドルの社債を発行した。発行済み株式数は再び増えている。

ソフトウェア大手オラクル<ORCL>の株価は2025年を通して乱高下した。2024年末の株価が166.64ドルだったのに対し、24日の短縮取引は197.49ドルで引けた。その間の底値は118.86ドル、最高値は345.72ドル。材料視されたのは、クラウドコンピューティング、ソーシャルメディア、ハリウッドスタジオなどだ。

クラウドコンピューティング事業に関して言うと、オラクルは契約形態をサブスクリプションに移行させることで売上高の変動を減らし、顧客にはコストの予測可能性の向上と社内のIT費

メディア進出の第一歩はTikTok事業への参加

最近注目される動きが、オラクルの会長であるラリー・エリソン氏がメディア業界に慎重に足を踏み入れようとしていることだ。オラクルは既に、中国企業のバイトダンス（字節跳動）が所有する短編動画投稿アプリTikTok（ティックトック）の米国内データを管理するクラウドプロバイダーの役割を担っている。さらに2026年1月に完了する予定の契約によって、オラクルはTikTokの米国事業の15%持分を取得する。これによりオラクルは、TikTokのレコメンデーションエンジン（ユーザー一人ひとりの興味関心に合わせて「おすすめ」フィードに表示する動画をパーソナライズする機能）の再トレーニングを担うことになる。

さらにラリー・エリソン氏とその子息であるデビッド・エリソン氏は、ハリウッドメディア帝国を構築しようとしている。デビッド・エリソン氏は2006年に映画制作会社スカイダンスを設立した。この会社は2010年以降、「ミッション：インポッシブル」シリーズ5作をはじめ、数々のヒット作を生み出している。デビッド・エリソン氏はその後、ラリー・エリソン氏による60億ドルの投資を活用してメディア大手のパラマウントとその傘下の映画制作会社を買収した。

エリソン父子が次に狙いを定めたのがワーナー・ブラザース・ディスカバリー<WBD>である。ところがワーナーの取締役会は、パラマウントではなく動画配信大手ネットフリックス<NFLX>による買収を推奨すると発表した。その理由の一つは、パラマウントとの取引がラリー・エリソン氏のファミリー・トラスト（家族信託）によって裏付けられていることだ。この家族信託ではラリー・エリソン氏が保有するオラクル株12億株（時価は約2300億ドル）が管理・運用されている。しかし、この家族信託は撤回可能な信託であるため、エリソン家はいつでも株式を引き揚げることができる。ワーナーの経営陣はそれに不安を抱いた。

それを受けたラリー・エリソン氏は現金による買収資金のうち400億ドルを個人保証すると発表した。なお、これとは別に、プライベートエクイティのレッドバード・キャピタル・パートナーズと中東の二つの政府系ファンドが300億ドルを出資する計画だ。

ワーナー買収に価値はあるか

ワーナーは傘下に、映画およびテレビ番組の制作会社、有料放送局ホーム・ポックス・オフィス（HBO）、ハリウッド最大のコミック出版社DCコミックス、そして元々はディスカバリー・コミュニケーションズとターナー・コミュニケーションズの傘下にあった一連のケーブルテレビ局（ニュース専門のCNNを含む）を持つ。

ラリー・エリソン氏が400億ドル相当のオラクル株を売却してワーナーを買収した場合、株価収益率（PER）が26倍の株式を、損益が赤字でPERがゼロの企業と交換することになる。厳密に財務状況だけに着目すると、エリソン父子は価値のない企業を高値で買おうとしていると言える。

パラマウント傘下のCBSニュースとワーナー傘下のCNNは、広告主にとってあまり重要でない視聴者層からでさえ低く評価されている老舗ニュースメディアだ。CBSイブニング・ニュースの11月の平均視聴者数は約420万人で、夜間ニュース番組の中で最下位に沈んだ。広告主にとって最も重要な25歳から54歳までの視聴者数は約50万人にとどまる。一方、CNNのプライムタイム番組の平均視聴者数は55万6000人だが、25歳から54歳までの視聴者数は約10万人にすぎない。

これに対してTikTokの視聴者数ははるかに多く、米国TikTok事業の買収が完了すればオラクルのレコメンデーションエンジンが若者の政治的意見に影響を与えるようになる可能性がある。ピュー・リサーチ・センターの調査によると、米国の成人の37%がTikTokを利用しており、30歳未満の成人に限ればその割合は63%に上昇する。

オラクルの2025年初めの方針はクラウドに全力を注ぐというものだった。ところが今や、株主はオラクルが2026年に映画とメディアに注力することを受け入れなければならなくなっている。ただし、ハイテク投資家にとってメディアというセクターは居心地の悪い、そしてあまりなじみのない領域だ。

By Adam Levine
(Source: Dow Jones)

9. 第3四半期に加速した米国経済、その正体 A Hot Economy and Cooling Jobs Leave the Fed in a Bind FRBのかじ取りは難しい局面に

[経済政策]

トランプ関税が押し上げたGDP



Victor J. Blue/Bloomberg

米国経済は第3四半期（7～9月）に過去2年で最も速いペースで成長し、市場予想を大きく上回った。その結果、景気の力強さと冷え込みつつある労働市場との間に広がるギャップが、改めて浮き彫りになっている。

米商務省経済分析局（BEA）が23日に発表した速報値によると、第3四半期の実質GDP（国内総生産）は年率換算で4.3%増加した。政府閉鎖の影響で発表が遅れたが、ファクトセットが調査したエコノミストの予想（3%増）を大幅に上回った。

実質GDP成長率は第2四半期の3.8%から加速し、2023年第3四半期（4.7%）以来の高水準となった。貿易や在庫といった変動の大きい項目を除いた実質国内民間最終需要（エコノミストが基調的な需要を測る際に用いる指標）も3%増となり、堅調さが示された。この高成長は、個人消費の加速、輸出の増加、政府支出の拡大といった押し上げ要因に加え、投資の弱さや輸入の増加による下押し圧力がそれほど大きくなかったことによる。輸入が抑制されて輸出が押し上げられたのは、トランプ政権による関税再交渉に伴う特殊な貿易動向を反映したものだ。

ネイビー・フェデラル・クレジット・ユニオンのチーフ・エコノミストであるヘザー・ロング氏は「こうした特殊な貿易環境によってGDPは1%ポイント以上押し上げられた。人為的に低く抑えられた輸入と高水準の輸出によって、GDPは実際以上によく見えた」と指摘する。

エコノミストの間では、第3四半期の実質GDP成長率やその成長を支えた要素が今後も持続する可能性は低いとの見方が広がっている。パンテオン・マクロエコノミクスの米国担当シニア・エコノミストであるオリバー・アレン氏は、純輸出（輸出-輸入）によるGDP押し上げ効果が1.6%ポイントに達したことは異例であり、今回のGDP成長率がこの先下方修正されるか、あるいは今後の在庫調整の重荷により数四半期のGDP成長率が下押しされる可能性が高いと指摘した。

こうした貿易主導の成長は、いつまで持続するのかという疑問を投げ掛ける。ロング氏は、現時点の米国経済は2.5%から3%成長に近い状態にあるように見えるとした上で、雇用が維持されレイオフが加速しないことが強い成長を持続させるカギだと話す。

雇用創出伴わない成長と高止まりするインフレ

労働市場にはひずみの兆しが出ている。米労働統計局（BLS）が発表した直近の雇用統計では、非農業部門就業者数の増加が鈍化する一方で、失業率は2年超ぶりの高水準へと上昇した。これは、雇用創出を伴わない形で経済が拡大している状況を示している。

こうした動きは「K字型の景気拡大」と呼ばれ、消費は高所得世帯に集中し、投資はテクノロジーなど資本集約型の分野に偏る傾向がある。エコノミストは、こうした構造は成長を支えるものの、新規雇用の創出を比較的限定的になると指摘する。GDPの約70%を占める個人消費は、ヘルスケア支出と海外旅行の増加がけん引する形で年率換算3.5%増加した。企業投資は設備投資や知的財産への投資を中心に2.8%増加した。一方、住宅投資は3四半期連続で減少した。

トランプ大統領は、実質GDPが発表された後、「この偉大な米国経済の数字は関税のおかげだ。しかも、これからさらに良くなっていく」とソーシャルメディアへ投稿した。今回のGDPの発表を受けて米国債利回りは2年債で3.52%、10年債は4.18%へと上昇した。S&P500指数はほぼ横ばいだった。今回の結果は、最も楽観的な予測すら大きく上回った。アトランタ連銀のGDPナウは3.5%成長を、ニューヨーク連銀によるナウキャストはより緩やかな2.3%成長を予測していた。

23日には、第3四半期のインフレ指標も発表された。個人消費支出（PCE）物価指数は2.8%上昇と、第2四半期の2.1%上昇から加速した。変動の大きい項目を除いたコアPCEは、2.6%から2.9%へと上昇した。これらのデータは、米連邦準備制度理事会（FRB）当局者にとり、今後の難しいかじ取りの必要性を改めて示した。経済は引き続き成長しており基調的な需要も堅調であるが、インフレ率はFRBの目標である2%を依然として大きく上回り、労働市場は軟化しつつある。シティグループのエコノミストは25日、今回のGDPの上振れはFRBによる政策見通しを大きく変えるものではないとしつつも、堅調な成長と弱含む雇用の乖離（かいり）が、当局者間の意見の対立を一段と鮮明にする可能性があると指摘した。

Percent change in real GDP



Note: seasonally adjusted annual rate

Source: Bureau of Economic Analysis

減速が視野に入る第4四半期

第4四半期に減速リスクが高まっている。アレン氏は、足元のデータは個人消費の減速を示唆しているとし、雇用の鈍化、実質所得の伸び悩み、そして新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）時に積み上がった過剰貯蓄の枯渇が、家計の重しになり始めていると指摘する。パンテオン・マクロエコノミクスは、第4四半期の実質GDP成長率が0.5%から1%程度にまで減速すると予想している。

10月1日に始まり11月中旬まで続いた政府機関閉鎖も、関税を巡る不透明感が続く中、引き締め気味の金融政策と相まって、第4四半期の経済活動を押し下げる要因になると考えられている。

BEAは、政府閉鎖により第3四半期のGDP発表は遅れたものの、経済活動の測定自体に重大な影響はなかったとしている。ただし、この遅れで一部の基礎データは推計値を用いたという。

By Nicole Goodkind
(Source: Dow Jones)

10. FTSE100が2025年に急騰、2026年への期待高まる The FTSE 100 Soared in 2025. Making the Case for 2026 英国株が主役に浮上

[経済関連スケジュール]

米国株の独壇場から一転、2009年以来の変化

S&P500指数が力強い上昇を見せた一年となったことで、投資家が米国市場以外に目を向けなかったとしても無理はない。だが、視野を広げるべき理由がある。S&P500指数は2025年の年初来で約18%上昇した一方、ロンドン市場のFTSE100種平均株価指数（FTSE100）<UKX.英國>は約21%上昇し、2009年以来の最高の年となる勢いだ。カナダの証券会社RBCウェルス・マネジメントのフレデリク・キャリア氏らは「英国はIT銘柄へのエクスポージャーが限定されているにもかかわらず、このアウトパフォ



Illustration by Elias Stein

ームは際立っている」と指摘する。

人工知能（AI）が米国株を押し上げてきた一方で、FTSE100にはそうしたトレンドはほぼ見られない。この指数は金融、ヘルスケア、エネルギー、防衛関連株が中心だ。英証券会社AJベル＜AJB＞の投資ディレクター、ラス・モールド氏は「英国株式市場は、企業利益の増加と株主への潤沢な現金還元に支えられてきた。そこに合併・買収（M&A）の動きがいくらか加わった」と述べている。

この強気相場は、なお続く可能性が高い。RBCは「上昇後もバリュエーションは依然として魅力的に見える」との見方を示している。AJベルは、2026年末時点のFTSE100の目標水準を1万0750とし、23日時点の9850から引き上げた。これは約9%の上昇を見込む数字だ。AJベルは、FTSE100構成企業の平均利益成長率を14%と予想しており、この数字はS&P500の2026年の予想1株当たり利益（EPS）伸び率についてのウォール街の予想とおおむね一致している。

確かに、株価指数の上昇という点では、大手投資銀行ゴールドマン・サックス＜GS＞は2026年のS&P500指数について11%の上昇を見込み、同じく金融大手のモルガン・スタンレー＜MS＞も14%の上昇を予想している。これらはAJベルが見込むFTSE100の9%上昇を上回る数字だ。それでもなお、英国株を買う理由はある。モールド氏は「FTSE100はセクター別、銘柄別に見た利益と配当の構成から、世界的な成長とインフレの両方に対応できる投資対象だ」と結論付けている。

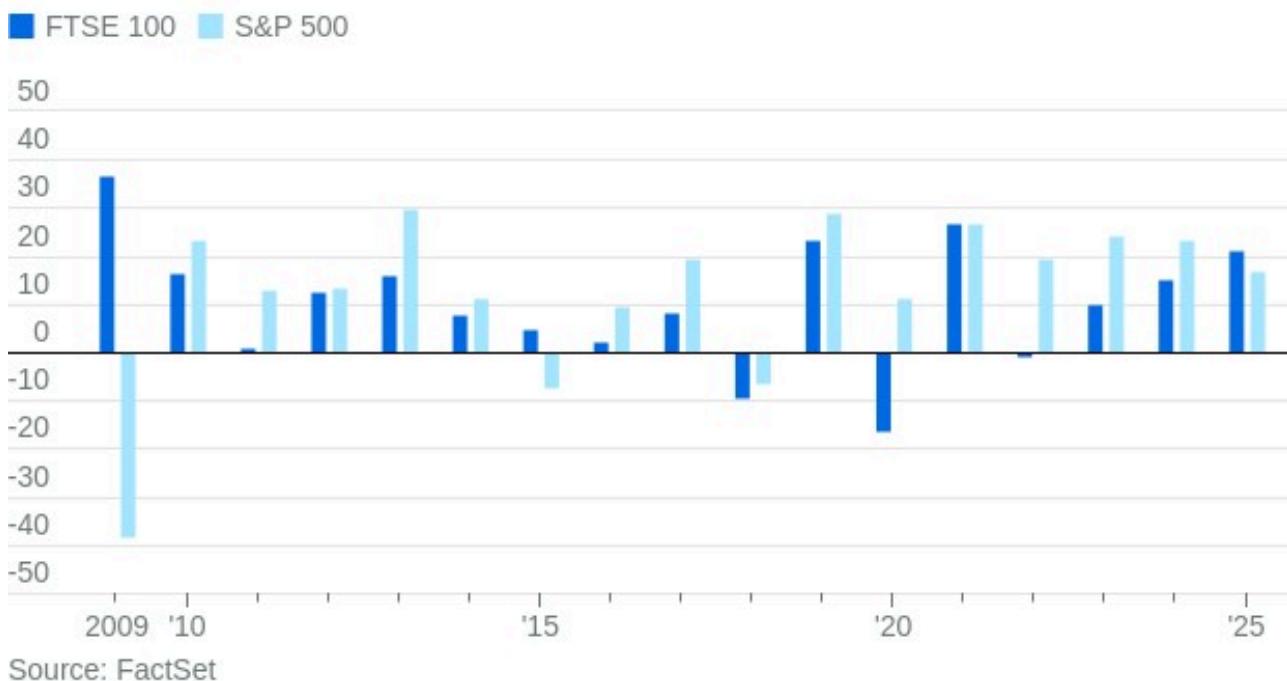
Beyond Exceptional

In 2025 the S&P 500 and FTSE 100 mostly mirrored each other, with the London index leading the way.



A Long Wave

The last time the FTSE 100 beat the S&P 500 was in 2009. It has since been all U.S. stocks, until 2025.



先週の出来事

市場動向

クリスマス前の週末に、米国はベネズエラを出港した石油タンカー1隻を拿捕（だほ）し、21日には別の1隻を追跡した。これを受け、週明けの原油価格は上昇した。また金、銀、銅のいずれも高値を更新した。23日に公表された第3四半期の国内総生産（GDP）成長率は4.3%だったが、同日に公表された消費者信頼感指数は再び低下した。

株式市場では、ハイテク株に押し上げられる形でサンタクロース・ラリーが始まり、S&P500指数は高値を更新した。先週はクリスマスで市場取引日数が少ない週となり、週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は前週末比1.2%上昇、S&P500指数は1.4%上昇、ナスダック総合指数も1.2%上昇した。

企業動向

米電気自動車（EV）大手テスラ＜TSLA＞のマスク最高経営責任者（CEO）への巨額報酬を巡り、米東部デラウェア州の最高裁判所は、透明性に欠けるとして同州衡平裁判所（下級審）が無効とした判断を覆し、報酬パッケージを復活させた。グーグルの親会社、アルファベット＜GOOGL＞傘下で自動運転タクシーサービスを展開するウェイモは、カリフォルニア州サンフランシスコ市で発生した大規模停電により信号機が停止した影響で同社の無人タクシーが立ち往生して交通渋滞を引き起こした。配車サービス大手ウーバー・テクノロジーズ＜UBER＞と同業のリフト＜LYFT＞は、中国のインターネット検索大手バイドゥ（百度）＜BIDU＞と組み、英国でロボタクシーを導入する計画だ。デンマーク製薬大手ノボノルディスク＜NVO＞は肥満治療薬「ウゴービ」について、米国での承認を取得した。米国政府は、レーダーへの影響など国家安全保障上のリスクを理由に、国内で建設中の五つの洋上風力発電事業を一時停止したと発表した。トランプ大統領は防衛関連企業に対し、自社株買いや経営陣の報酬ではなく、生産体制の強化を重視するよう求めた。

M&A（合併・買収）など

- ・メディア大手パラマウント・スカイダンス＜PSKY＞は、メディア大手ワーナー・ブラザーズ・ディスカバリー＜WBD＞の買収資金について、法人向けソフトウェア大手オラクル＜ORCL＞のラリー・エリソン会長が404億ドルを保証すると発表した。
- ・プライベートエクイティの英国パーミラと同業の米国ウォーバーグ・ピンカスが主導するコンソーシアムは、米ソフトウェア会社のクリアウォーター・アナリティクス＜CWAN＞を84億ドルで非公開化する。
- ・アクティビスト（物言う株主）のネルソン・ペルツ氏が率いるトライアン・ファンドと、ベンチャー投資会社ジェネラル・カタリストは、資産運用会社ジャナス・ヘンダーソンを、74億ドル全額現金で買収する。
- ・アルファベットは、データセンター向け発電所開発の米インターフェクトパワーを、負債を含めて47億5000万ドルで買収すると発表した。

今週の予定

12月29日（月）

ウォール街ではおおむね静かな一週間となる見通しだが、不動産関連の重要な経済指標がいくつか発表される。29日には、全米不動産業者協会（NAR）が住宅動向の先行指標である11月の中古住宅販売保留指数（PHSI）を発表する。11月は前月比0.8%上昇すると予想されている。30日には、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスが公表するS&Pコタリティ（旧称コアロジック）・ケース・シラー住宅価格指数が発表され、10月の住宅価格は年率換算で前年同月比1.1%上昇したことを示すと予想されている。

12月30日（火）

米連邦公開市場委員会（FOMC）は、2025年最後の金融政策会合の議事要旨を公表する。12月の会合では、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を0.25%引き下げる 것을決定したが、委員の間では意見の隔たりが残り、3人が反対票を投じた。会合では同時に、将来の金利見通しも公表され、そこでも意見の相違が浮き彫りになった。参加者の予想（中央値）では2026年にあと1回の追加利下げが実施される見通しだが、数人の委員は2回の利下げを想定し、4人の委員は利下げは行われないと予測している。

12月31日（水）

年内最後の通常取引は、31日に通常の午後4時で終了する。S&P500指数は2025年末には年初来2桁の上昇となる見通しで、2026年も同程度の上昇が予想されている。こうした状況を踏まえれば、ウォール街が祝杯を挙げる理由は十分にある。なお1月1日は、米株式・債券市場は元日のため休場。

統計と数字

1兆7000億ドル：2025年の投資適格社債の発行額。2020年の1兆8000億ドルという過去最高記録に迫る水準。

1360億ドル：2025年にプライベートクレジット企業が買い取った消費者債務の金額。2024年の14倍に当たる。

50%：中国が2020年から2024年にかけて増加させた研究開発（R&D）支出の伸び率。

55人：来年の中間選挙で、再選に向けて立候補しない連邦議会議員の人数。過去最多だった2018年の54人を上回る。

By Jack Denton
(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』 2025/12/28

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