

# バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2026/01/11

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 2026年初ラウンドテーブル：マクロ経済見通しと選好銘柄 - Our Roundtable Pros See [ラウンドテーブル]  
More Gains for Stocks, Especially Those Left Behind P.1  
パネリストはさらなる株価上昇を予想、特に従来の負け組銘柄に妙味あり
2. コロナ禍の不振を脱却する準備が整ったダナハー - This Stock Is Ready to Put Its Post-Covid [注目銘柄]  
Malaise Behind It P.21  
関税ルール確定と在庫解消でトンネルの先に光
3. 住宅物件掲載会社はグーグル参入でも心配無用 - Home Stocks Go Ape Over Google. Why [フィーチャー]  
Zillow and Others Aren't Scared. P.25  
大手先行企業は事業分散や圧倒的な事業基盤で対抗
4. トランプ氏のグリーンランド「購入」構想、欧米関係に深い傷残す - Trump's Greenland Grab Is [コラム]  
Already Leaving Scars P.28  
NATOに反発する米国の脅しと侮辱
5. 既知の世界の終わりだが、市場に問題なし - It's the End of the World as We Know It-and the [米国株式市場]  
Market Feels Fine P.30  
ベネズエラ侵攻で世界が変わった
6. 株式・債券市場は利下げでも昨年の好調は続かない - Stocks and Bonds Both Had Good Runs in 2025. [コラム]  
Even With Fed Cuts, That's Unlikely in 2026. P.32  
懸念は想定外の長期債利回り急上昇
7. 過去の歴史は当てはまらない、マイクロン株の買い場はさらに続く - For Micron Stock, History May [ハイテク]  
No Longer Apply P.35  
半導体メモリーサイクルが長期化する理由
8. 「超コストコらしい」クリスマスの業績は、株価には好材料 - A Very Costco Christmas Is Good [米国株式市場]  
News for the Stock P.37  
売上高は好調で、株価は転換点を迎えた可能性あり
9. 新しいFRBを手にするトランプ氏、狙い通りにはならない可能性 - Trump Is Getting a New Fed. He [経済政策]  
May Not Be Happy With What It Does. P.38  
議長交代後も続く合議制と慎重な政策運営
10. 2026年はIPO当たり年となるか - From SpaceX to Anthropic, 2026 Looks Like a Big [経済関連スケジュール]  
Year for IPOs P.41  
2022年の急落を経て、以降は回復基調に

※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もの作成であり、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。

Copyright © 2026 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

# 1. 2026年初ラウンドテーブル：マクロ経済見通しと選好銘柄 [ラウンドテーブル]

Our Roundtable Pros See More Gains for Stocks, Especially Those Left Behind  
パネリストはさらなる株価上昇を予想、特に従来の負け組銘柄に妙味あり

## 多くの懸念にもかかわらず明るいムード



Photograph by Jake Chessum

株式市場が懸念の壁を登るとするなら、その壁は日に日に高くなっている。割高なバリュエーション、株価指数における少数の銘柄への集中、循環的に行われる資金調達、根強いインフレ、政府債務などは、投資家が抱えている多くの懸念のごく一部にすぎない。さらに、地政学的な不透明感もある。1月3日に米軍がベネズエラのマドゥロ大統領と夫人を拘束したことは衝撃だった。

しかし、こうした懸念にもかかわらず、1月5日に開催された本誌ラウンドテーブルは総じて明

るいムードだった。ほとんどのパネリストは、米国株式市場の成長が企業利益の増加、金利の低下、政府の景気刺激策、個人消費に後押しされ、2026年も続くと予想している。さらに、過去数年間の上昇相場にまだ参加していない数多くの銘柄が、間もなく輪に加わるという。

ラウンドテーブルの最も重要なテーマは、やはり人工知能（AI）の未来だった。あるパネリストが述べた通り、AIが「人間の知能の限界費用をゼロに引き下げる」か、あるいは期待を裏切るかは不明だが、いずれにせよ現在の膨大な企業投資と経済成長をけん引している。

今週は全3回のラウンドテーブルの第1回として、パネリストのマクロ見通しをお送りする。今年から新たなメンバーとして、英国の投資会社Jスターン・アンド・カンパニーのクリストファー・ロスバツハ最高投資責任者（CIO）が加わった。ロスバツハ氏はグローバル投資に精通しており、クオリティ株の筋金入りの愛好家だ。

さらに、アリエル・インベストメンツの創設者および会長兼共同最高経営責任者（CEO）兼CIOのジョン・ロジャース・ジュニア氏、フランクリン・テンプルトンの債券グループCIO兼ポートフォリオマネジャーのソナル・デサイ氏の選好銘柄を紹介する。

## 参加者と所属

氏名 所属

- 1 トッド・アールステン パルナッソス・インベストメンツのCIO
- 2 スコット・ブラック デルファイ・マネジメントの創設者兼社長
- 3 アビー・コーエン コロンビア大学教授
- 4 ソナル・デサイ フランクリン・テンプルトンの  
債券グループCIO兼ポートフォリオマネジャー
- 5 ヘンリー・エレンボーゲン デュラブル・キャピタル・パートナーズのCIO

- 6 マリオ・ガベリ ガベリ・ファンズの会長兼共同CEO
- 7 デービッド・ジルー ティー・ロウ・プライス・インベストメント・マネジメントのCIO
- 8 ラジブ・ジェイン GQGパートナーズの会長兼CIO
- 9 ジョン・ロジャース・ジュニア アリエル・インベストメンツの  
創設者および会長兼共同CEO兼CIO
- 10 クリストファー・ロスバツハ Jスターン・アンド・カンパニーのCIO
- 11 メリル・ウィトマー イーグル・キャピタル・パートナーズのゼネラル・パートナー

## 弱気派はバブルを懸念



Rajiv Jain/ Photograph by Jake Chessum

本誌：今年はベネズエラへの攻撃から始まった。市場はどこへ向かうのだろうか。まずはジェイン氏から話を聞きたい。

ジェイン氏：当社の市場に対する見解は過去12～15カ月で変化している。経済は全体的に軟化していると考えている。ほとんどの主要国で、失業率は過去1～3年間で最高の水準に達しているとみられる。インフレ率は横ばいか、上昇している。金利も中国を除くほとんどの地域で上昇している。財政赤字の国内総生産（GDP）比は記録的な水準にある。

経済の最大のけん引要因はバブル的な株式市場だろう。市場ではAIを中心とする設備投資サイクルが見られるが、データセンターの建設資金を負債で調達するなど、サイクル後期の極端な兆候が現れている。データセンターの60%以上は、ハイパースケーラー（大規模クラウドベンダー）以外によって、多額の負債を借り入れることで建設されている。負債額はドットコムバブルの時代を大幅に上回る。株式のバリュエーションは極めて高く、リスクテイクに見合ったリターンを得られない。これは地政学を抜きにしても言えることだ。

市場には大きな下振れ余地があるとみている。業績予想の下方修正の大部分は設備投資によるものだ。仮にマイクロソフト＜MSFT＞が100ドルを投資した場合、その費用は6～10年かけて償却される。しかし、半導体大手のエヌビディア＜NVDA＞やブロードコム＜AVGO＞、電子機器メーカーのアンフェノール＜APH＞といった企業の売上高や利益にはほとんど即座に反映される。半導体企業は言うまでもなく、巨大ハイテク企業の利益成長のペースは大幅に鈍化するだろう。

株式市場をけん引している巨大ハイテク企業は設備投資を増やしている。アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞の設備投資額は、クラウド事業のアマゾン・ウェブ・サービス（AWS）の売上高を上回る見込みだ。グーグルの設備投資もクラウド事業の売上高よりはるかに大きい。グーグルの利益率は202

3年の5%から昨年は22%へ上昇したが、それは減価償却の年数が3年から6年に延びたためだ。画像処理半導体（GPU）やテンソル・プロセッシング・ユニット（TPU、グーグルが開発したAI向け半導体）の真の経済的寿命は3年程度だろう。

パブリッククラウド市場の浸透率は90%超とみられ、マーケットリーダーの成長は鈍化している。デジタル広告の浸透率も世界全体で75%に達している。マグニフィセント・セブン（M7、グーグルの親会社アルファベット<GOOGL>、アマゾン、アップル<AAPL>、メタ<META>、マイクロソフト、エヌビディア、電気自動車〔EV〕メーカーのテスラ<TSLA>）は成熟しており、売上高の伸びは減速し、フリーキャッシュフローは減少している。これは市場に悪影響を及ぼすはずだ。

株式報酬も問題になりつつある。メタの株式報酬は、2025年9月までの4四半期における売上高の10%に上った。アマゾンの過去5年間の累積フリーキャッシュフローは、たばこ会社フィリップ・モリス・インターナショナル<PM>を下回った。グーグルのフリーキャッシュフローは、株式報酬関連の資金フローを調整すると、2021年から一切成長していないことになる。時価総額が倍増したにもかかわらずだ。

## AIは数十年続くテーマ



Todd Ahlsten/ Photograph by Jake Chessum

Q：ジェイン氏に反対する意見は。

アールステン氏：当社は市場に前向きな見方を維持している。S&P500指数の年末の目標値は7500～7800だ。これは2027年の予想1株当たり利益（EPS）340ドルに対して、22～23倍の株価収益率（PER）を適用している。当社は四つの要素について考えている。第一に、S&P500指数は資産クラスとしてどうか、第二に、AIの発展は数十年にわたるテーマなのか、第三に米国経済の状況、第四に世界全体の流動性だ。

S&P500指数は世界的にも比類のない卓越した企業の集合体であり、最先端技術への投資を積極的に行っている。米国における再投資率（営業キャッシュフローに対する設備投資＋研究開発〔R&D〕費の割合）は米国以外を約50%上回る。米国企業は継続的な技術革新によって資本利益率を引き上げ、競争優位性を拡大している。AIを収益化する上で有利な立場にある。

ジェイン氏はAIを巡るストーリーに亀裂が生じる可能性に言及したが、当社は数十年続く投資テーマだと考えている。企業は今後何年間も、年間数千億ドルを投資し続けるとみている。サプライチェーンの混乱や電力不足など、厳しいこともあるだろう。しかし、AIは生産性を非常に大幅に上昇させ、米国企業の競争優位性を高めるはずだ。

第三に、2026年の米国経済は非常に好調に見える。当社はGDP成長率を2～2.5%と予想している。地政学、政策の不安定さ、金利水準にかかわらず、景気は驚くほど底堅い。また中間選挙が近づく中で、財政・金融政策も後押しになる。いずれはその代償を支払わなければならないが、今年は市場を下支えするだろう。



同様に、グローバルな流動性も資産価格の追い風になる。米国の規制当局は銀行に対する補完的レバレッジ比率（SLR）の要件を引き下げており、自由な資金が増える。米連邦準備制度理事会（FRB）は数回の利下げを実施する可能性が高く、10兆ドルの債務が満期を迎える。2026年の市場リターンは2桁台になるとみている。

ロスバッハ氏：経済は依然として底堅いように見える。AIは革新的なテクノロジーであり、われわれは生産性向上プロセスの始まりにあると思う。AIのポテンシャルを最大限に発揮するためのコンピューティング容量、インフラ、アプリケーションはまだ存在しない。

しかし、市場に目を向けると、バリュエーションは以前より大幅に高くなっている。多くの銘柄は単に割高であるだけでなく、過大評価されている。銘柄選別が従来よりもはるかに重要になる。一部の優れた企業は良好な成長見通しと割安なバリュエーションを有する。また、特に消費財セクターにターンアラウンド（業績回復）が期待される銘柄がある。

## 今年こそ銘柄選別の年か



Christopher Rossbach/ Photograph by Jake Chessum

Q：本誌ラウンドテーブルは毎年、「今年は銘柄選別の年になる」と宣言している気がする。しかし、S&P500指数やナスダック総合指数などの株価指数は一段と上昇しており、アウトパフォームするのは難しい。なぜ2026年は違うと言えるのか。

ロジャース氏：株価指数の上位銘柄を保有することを求める圧力は、かつてないほど高まっている。株価指数の大部分を占めているからという理由だけで人々が同じ銘柄を買うようになったら、市場がピークに達した証拠だ。

現在の時価総額加重株価指数は、あまりにも少数の銘柄と業界に集中し過ぎている。そのため、インデックス投資は今後5～10年間で大幅にアンダーパフォームする可能性がある。それによって、銘柄選別の新時代への扉が開くだろう。

アールステン氏：M7以外のS&P500指数構成企業は、AI投資の巨大な波を収益化し、競争優位を拡大し、利益率を高め、利益成長を加速させる上で、信じられないほど有利な立場にある。これらの企業は2026年のS&P500指数における予想純利益の70%超を占めており、割安でもある。

ロジャース氏：現在の株価指数は、本来想定されていたものとは異なるものに変質しているのではない。誰もがインデックス投資を望んでいる。しかし、株価指数が以前と同等に適切に構成され、有意義なものであるかどうかについては誰も調べていない。

コーエン氏：私はバリュエーションについて話したい。株価が割安なら、投資家は悪いニュースに対処

できる。しかし、株価が割高であったり、素晴らしいシナリオを織り込んでいたりする場合、誤算に対処する余地がほとんどなく、リスクの高い状況だ。

時価総額加重のS&P500指数の予想PERは約23倍で、均等加重ベースでは17倍だ。この差は異常だ。バリュエーションの観点から見た投資機会が大型株には存在せず、時価総額が比較的小さい銘柄に存在することを示している。

Q：最大の懸念は。

コーエン氏：AI関連の設備投資は、過去2〜3年間のS&P500指数構成企業の利益だけでなく、米国のGDPも押し上げている。この投資は減速する可能性が高いが、そうなったら何が起きるかを考えるべきだ。

もう一つの懸念はプライベートクレジットだ。多額の資金が流入しており、企業はより長い期間にわたって上場しないことが可能になっている。しかし、こうした投資先の質と価値は不透明だ。

暗号資産（仮想通貨）も不安だ。暗号資産が米国で広く使われるようになるにつれて、証拠金負債も増えている。ステーブルコインは米国債だけでなく、発行機関の預金保険対象外の預金が裏付けになっている場合もある。規制当局の監視は弱まっており、国際協調の動きもほとんどない。

連邦政府債務は増加しているが、経済が好調な時期としては異例だ。議会予算局（CBO）の推定では、2025年のオムニバス歳出法案によって、今後10年間の負債は3兆5000億ドル増加する。しかも、これはリセッション（景気後退）を想定していない。

もう一つの潜在的なリスク要因として、FRBの独立性に対する脅威が挙げられる。FRBの独立性は、米国の国家としての成功と、米ドルの準備通貨としての地位に必要不可欠だ。最後に、米国がベネズエラを攻撃したことで、中国の台湾侵攻へのハードルが下がる可能性がある。台湾は世界のメモリー半導体の25%とロジック半導体の45%を供給しており、世界は台湾のテクノロジーセクターに依存している。

Q：ほとんどの懸念要因は昨年も存在したが、それでも市場は上昇した。今年の年末の株価予想は。

コーエン氏：私の企業利益の見通しはアールステン氏ほど強気ではなく、S&P500指数を6700〜7000と予想している。S&P500指数の大幅な上昇はないが、これまで勝者ではなかった銘柄への乗り換えが起きるだろう。一部の米国株は割安だ。米国の個人消費は非常に底堅い。ヘルスケアセクターにも投資機会があり、海外株への分散投資も理にかなっている。

## 債券市場の見通し

Q：デサイ氏に債券の見通しを聞きたい。

デサイ氏：まずはベネズエラについて話したい。米国は中南米に介入してきた歴史があり、今回の出来事は前代未聞ではない。ただし、次に何が起きるかは不透明だ。

中期的には、米国の関与によって原油価格は下落するだろう。ベネズエラの直近の1日当たり供給量は約80万バレルで、1990年代の300万バレル超を下回る。米国の石油企業は2007年にベネズエラの施設を政府から接収されている。米国と海外の企業がベネズエラで石油生産を再開すれば、原油価格はい



John W. Rogers Jr/ John W. Rogers Jr

ずれ下落するだろう。これはカナダなどの重質原油の産油国とカナダドルにとってマイナスとなる可能性がある。債券市場の観点から見ると、ベネズエラ国営石油会社PDVSAとベネズエラ政府の債務再編があり得る。

今日のラウンドテーブルで、最初の何人かはベネズエラについてほとんど話すことがなかった。今回の地政学的事件が市場に重大または持続的な影響を及ぼす可能性は低い。

米国経済に関しては、今年のGDP成長率を2.75～3%と予想する。個人消費は財政支出の追い風によって堅調となるだろう。財政赤字を拡大する方法が適切であったかどうかは、経済成長に対する影響とは別問題だ。さらに、政府が関税の「還付」として国民に1人当たり2000ドルを配布した場合、バイデン政権初期の1400ドルの給付金よりもはるかに大きな影響を及ぼすだろう。

第二に、ハイパースケーラーは2025～2026年にかけて1兆ドル近くの設備投資を実施する見込みだ。第三に、規制枠組みの変化も、銀行に再び融資を促すという意味で重要

だ。銀行が利益を得るのは（米国債利回りの）イールドカーブが右肩上がりの時だ。私は今年、イールドカーブが大幅にスティープ化すると予想している。インフレ率は現在の年2.75～3%を維持するだろう。FRBは12月に0.25%の利下げを実施すべきではなかった。今年、あと2回の利下げを行うことに正当な理由はないと考えている。

FRBの独立性の問題については、それほど警戒していない。FRBは既にハト派化しているからだ。とはいえ、現時点でのさらなる金融緩和は誤りだろう。私は以前から、中立的なフェデラルファンド（FF）金利（経済成長を刺激も抑制もしない金利）は3%よりも4%に近いと述べている。目標レンジが3～3.25%に引き下げられた場合、実質金利は事実上ゼロになる。

米国の生産性の伸び率が2.25～2.50%で、インフレ率が3%近いことを考えると、実質金利ゼロは好ましくない。10年物米国債利回りは、（現在の金利サイクルにおける）1.75%の利下げが行われる前よりも高い。市場がインフレと財政見通しに関心を向けているのは明らかだ。10年物米国債利回りは今年、4.50%に達し、大幅な財政拡大によって5%に近づく可能性がある。

こうした状況で債券のスプレッドが大幅に縮小するとは思わない。新興国市場は魅力的に見える。昨年初め、ドルは他の通貨に対して割高だったが、現在是对ユーロで適正価値に近い。円に対しては極めて割高だ。

ブラック氏：米国の累積債務は38兆6000億ドルで、名目GDPの1.22倍だ。マネーサプライは増加しており、FRBはもはやバランスシートを縮小しておらず、それどころか徐々に拡大している。米国には1兆7000億ドルの財政赤字があり、FRBは短期国債を買っている。誰が長期債を買うのか。10年物米国債利回りが4.5～5%に上昇した場合、株式市場の状況は変わるのではないかと。



Q：ブラック氏は自身の問いに自ら答えを出したのでは。

## AIは生産性を向上させる一方、利益率は上昇しないとの指摘も



Abby Joseph Cohen/ Photograph by Jake Chessum

エレンボーゲン氏：懸念材料は毎年あるし、今年も例外ではない。先日、昨年のラウンドテーブルを読み返したところ、2025年の相場が上昇して終わると予想したパネリストはアールステン氏と私だけだった。私も他のパネリストと同じ懸念を抱いている。10年物米国債利回りが5%を超えれば、株式市場は苦戦するだろう。

米中関係も懸念すべき材料だ。問題はベネズエラではない。しかし、債券市場と米中関係がうまく制御されていると信じるなら、株式相場を楽観する理由が存在する。

米国の今後の生産性向上を過小評価すべきではない。AIのおかげで、ホワイトカラーの仕事において知能の限界費用は今後数年でゼロになるだろう。例えば、南米のeコマース企業メルカドリブレ<MELI>では、カスタマーサービスの担当者が30%減少したにもかかわらず取引件数が数年で7倍に増加した。また、フィンテック企業ロケット・カンパニーズ<RKT>傘下のロケット・モーゲージは、ローン担当者1人当たりの対応可能顧客数が50%増加したとしている。知識集約型以外の業界でも、物流企業エックス・ピー・オー<XPO>はAIやデータの活用により、輸送量が6%減少したにもかかわらず、輸送1件当たり2%の労働時間削減を達成している。ロスバツハ氏が指摘したように、データを適切な場所に配置し、適切なワークフローを構築する必要がある。そして最も重要なのは変化に機敏に対応できる「アジャイルな」経営陣だ。

コーエン氏が以前在籍していた投資銀行のゴールドマン・サックスによれば、今後10年にわたり、生産性は年間約1.5%上昇する。AIを活用する企業とそうでない企業では、生産性向上に大きな開きが出ると予想される。AIのおかげでプログラミングは約30%効率化したという。各種ツールの進化が続いている。カスタマーサービスの話をしたが、新興企業ハービーのAIは法務業界に同様の効率化をもたらしている。そこから二つのことが示唆される。まず、生産性向上はM7以外にも拡大していくだろう。私の投資先企業全般、そして非公開市場のアーリーステージ企業において、生産性の向上が認められる。

知能の限界費用ゼロを駆使して売上高拡大とコスト削減を推進するアジャイルな企業にとって、今年は素晴らしい新規株式公開（IPO）の年になるだろう。一方、この先進技術を活用できない大企業も多く存在し、そうした企業は取り残されて縮小していくか、キャッチアップを図るしかない。2010年代の米国経済は生産性の向上がほとんど見られなかったが、現在、大幅な向上に向けた転機を迎えており、それが市場をけん引するだろう。

アールステン氏：最先端半導体のトランジスタ集積度は1000億～2000億個、2030年までに1兆個に達するだろう。エレンボーゲン氏が予想する生産性向上を支えるのが、想像を絶する速度で発展を続ける



技術革新だ。それがデフレ圧力となり、時とともに加速していくだろう。

デサイ氏：デフレ圧力になるとは限らない。それはパイの大きさが変わらないことを前提としている。スマートフォンの「iPhone（アイフォーン）」が開発されると、それまで存在しなかったアプリ開発業者が登場し、全く新しい世界が出現した。新たな可能性の限界も新たな経済の姿も、われわれにはまだ分からない。AIは多くの仕事を奪うかもしれないが、新たな仕事も生まれるだろう。

エレンボーゲン氏：最先端基盤モデルが今後改良されても、消費者側が恩恵を受ける可能性は低い。興味深いのは中国の大規模言語モデル（LLM）だ。最先端ではないが、米国のモデルの10分の1のコストで利用できる。外国語学習アプリのデュオリンゴ＜DUOL＞や民泊仲介サイトのエアビーアンドビー＜ABNB＞は、こうした低コストLLMを活用し始めており、消費者サイドのコスト低減につながるだろう。

それが知識労働者がAIを活用する企業サイド（投資リサーチや新薬ターゲットの探索、プログラミングの生産性向上など）とは大きく異なる点だ。企業は急速な進歩を続ける最先端モデルのより高度な知能に対して今後もプレミアムを支払い続けるだろう。

多額の設備投資がいずれ内部崩壊を引き起こすと主張する人々は、コモディティー化した消費者向けのAI技術を見ているのかもしれない。彼らは、高度な応用や科学的ブレークスルーをもたらすようなAIの進歩を考慮してはいない。医学は今後10年間で50年分の進歩を遂げる可能性がある。他社に先んじて生産性を向上させた企業は、コスト削減や顧客への再投資、売上高拡大の推進、永続的な競争優位性の構築に向けた再投資が可能になる。

Q：雇用の減少や、それによる市場の混乱を伴わずに生産性を10～15%向上させることは可能か。

エレンボーゲン氏：生産性の向上は企業によってばらつきがあるだろう。M7は優秀な成績を収めるだろうし、この時代に誕生した多くの小規模企業も生産性の向上を実現するだろう。

ジェイン氏：私は失望が待っていると思う。われわれは、AI導入に注力している企業数十社および大手コンサルティング会社と月次で接触しているが、利益率が向上しているというエビデンスはほとんど見られない。AIが使用されているのは電子メールの要約やチャットGPT型の検索だ。チャットGPT利用の90%は米国外だ。

昨年夏に発表されたマサチューセッツ工科大学（MIT）による重要な研究によれば、AIプロジェクトの95%が実用性を見いだせない内容だった。マイクロソフトの対話型人工知能（AI）「コパイロット」は完全な失敗作だというのがわれわれの見方だ。中国の低コストモデルは好調だ。中国のAI開発企業ディープシーク（深度求索）はAPI（アプリケーション・プログラミング・インターフェース）をグーグルが提供する生成AI基盤モデル「ジェミニ3.0」の30分の1の価格で提供している。GPUの価格は急落している。われわれの調査によれば、エヌビディアの最先端半導体「ブラックウェル」は数カ月前と比べ値引きされており、1時間当たり4ドルでレンタル可能だ。

AI向けクラウドサービスに特化した「ネオクラウド」企業数は現在200社を超えている。減価償却率と現実の経済的な寿命との間には大きな乖離（かいり）がある。例えば、エヌビディアの先端AI半導体「H200」は、値引き率が発表後9カ月で50%を超えていた。大企業数社に聞いた話では、AIの学習用に使用した場合の実際の経済的な寿命はわずか18～24カ月だという。

大規模なクラウドサービスを提供するハイパースケーラーの成長の大半をスタートアップ企業が担っている。そして、そうしたスタートアップ企業の1500億ドルに上るクラウド投資の大半を大手ハイテク企業が提供している。これは巨大な循環取引だ。AIによって、多くの小規模企業で生産性が向上するというエレンボーゲン氏の見解を支持するが、クラウドプロバイダーの利益率は低下している。半導体企業やその他ハイテク企業にはAIのメリットを吹聴するインセンティブがあるが、AIによって利益率が改善したというエビデンスは（金鉱掘りにシャベルを売るような立ち位置の企業を除けば）ほとんど見られない。

Q：次に進む前に、今年の市場についてエレンボーゲン氏の予想を。

エレンボーゲン氏：デサイ氏の見方と重なる部分が多い。政府は（11月の）中間選挙を懸念しており、景気をさらに刺激しようとするだろう。関税は現在の水準よりも下がっていく。関税のさらなる安定のみならず、その変化率もプラス要因となる。消費はとりわけ高級品市場で底堅さを見せている。大幅なインフレ懸念の再燃や中国との間で緊張の高まりがない限り、株式相場はEPSの成長率に見合う10%台前半の上昇率となる可能性がある。実際、対中関係は最近改善している様子だ。

コーエン氏：AI導入の成功度に企業間でばらつきが出るというエレンボーゲン氏のコメントとジェイン氏が引用した、価値を見いだせないプロジェクトに企業が資金を投入しているというMITの研究について経済の転換期にはスポットライトを浴びていないところに勝者がいる場合が往々にしてある。その一つが投資銀行業界だ。多くの小規模企業がプライベートキャピタルの恩恵を受けている。つまり、今年はIPO市場が活況を呈する可能性があるということだ。また、M&A（合併・買収）活動も大幅に増加する可能性がある。

## M&Aの活発化を見込む



Sonal Desai/ Photograph by Jake Chessum

Q：コーエン氏からディールの話が出たところで、ガベリ氏に新年の見通しを聞きたい。

ガベリ氏：学生の話を見るとAIのせいで就職が心配だという声が多い。1450年に僧侶をしていたスコット・ブラックという人物は手書きで書写を行っていたが、グーテンベルクの活版印刷の登場で失業し、自身を再構築しなければならなかった。米国というシステムの素晴らしさは、その再構築力と適応力にある。

国際通貨基金（IMF）によれば、世界経済の規模は123兆6000億ドル、うち米国が25.7%、欧州連合（EU）が18.3%、中国が16.7%を占めている。物価上昇で消費者は打撃を受けており、春に予定される税金の還付も低所得層には大きな恩恵とはならない。

米国の今年の実質GDP成長率は恐らく2.5～3%。ドル安で企業収益は増加するだろう。S&P500指数構成企業の利益のうち30～40%は米国外からのものだ。しかし、後入先出法（LIFO：棚卸資産の評価方法の一つ）会計によっ

て、より高コストの在庫が粗利益に打撃となり、利益率を押し下げる。連邦最高裁がトランプ関税を違法とする判断を下すか、今後数週間で判明する。ただし、個別国からの輸入については、ベセント財務長官が関税に代わる手段を用意している可能性がある。税引き前利益は堅調と予想される。税制優遇措置である100%加速償却（即時償却）が寄与するのは利益ではなくキャッシュフローだ。

株式のバリュエーションは信頼感と金利水準に左右される。GDPが2.5%拡大すれば、10年物米国債利回りは4.5~5%に上昇する可能性がある。しかし一方で、信頼感は驚異的だ。

2025年、米国ではM&A活動が回復し、取引総額は前年比49%増の2兆3000億ドルに達した。2025年の特徴は、100億ドル超のメガディールの復活と、下半期を中心としたプライベートエクイティ活動の増加だ。背景にあるのは、利下げ、規制緩和、戦略的なAI需要の高まりだ。M&Aの主なセクターはハイテク、ヘルスケア、エネルギー、公益事業、金融サービスだった。コーエン氏が指摘したように、さまざまなM&A関連の活動が増加するだろう。

株式については約40年前の1987年に活況を呈していた。誰もが強気だった。リーランド・オブライエン・ルービンスタイン（LOR）という企業がポートフォリオ保護のためのプットオプションを販売した。覚えているだろうか。

コーエン氏：ポートフォリオ・インシュアランスだ。

ガベリ氏：そして、株式相場は1日で23%下落した。今私が懸念しているのは、規制がない予測市場とプライベートデット市場だ。それ以外にも、レバレッジ型上場投資信託（ETF）や高水準の証拠金負債、個人投資家の流入など、市場メカニズム面の懸念が存在する。何らかの理由で市場が調整に入った場合、こうした要因によって調整は大幅に加速されるだろう。

景気と株式市場に関する懸念や不確定要素としては、労働市場の軟化、インフレ率の上昇、10年物米国債利回りの上昇などがある。私はM7銘柄やAI関連銘柄の株価が急落してもおかしくはないと考えている。また、FRB議長の交代と中間選挙もある。2回目の政府機関閉鎖もあり得る。中東やウクライナ、その他地域の地政学的な問題も懸念材料だ。トランプ政権による国家緊急経済権限法（IEEPA）に基づく追加関税導入の合法性に関する連邦最高裁の判断期日が近付いているが、無効となれば1000億ドル超を輸入業者に返還しなければならなくなる。

以上を踏まえ、何に投資すべきか。われわれは、中間選挙を控え、すべての政治家が広告にお金を使うことを願っている。われわれの投資先にテレビ局があるからだ。他の出席者も指摘しているように、選挙を控え、政府は景気を刺激しようとするだろう。しかし刺激策が相場に織り込まれた後、投資家に疲れが見えるかもしれない。通年では相場上昇を見込んでいるものの、乱高下の激しい年になるだろう。

Q：ウィトマー氏の考えは。

ウィトマー氏：引き続き個別銘柄を重視しているが、今年選択したのは3銘柄にすぎず、いずれも特殊な状況にある銘柄だ。市場は割高だと思う。



## 集中リスクはあるが、上位銘柄は極端に割高ではない



Scott Black/ Photograph by Jake Chessum

Q：ブラック氏は、今や僧侶ではなく、ボストンを拠点とする資産運用マネジャーだが、景気と市場に関する見解を。

ブラック氏：スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）はS&P500指数構成企業の今年の予想EPSを310.84ドルとしている。前年比18.1%の増加であり、強気に見える。私は15%増の302ドルと予想している。

S&P500指数の1月2日の終値は6858.47、予想PERは22.7倍だ。過去の水準が16～17倍であることを考えれば割高だ。ハイテク株中心のナスダ

ック総合指数のPERは25.6倍。小型株のラッセル2000指数のPERは22.5倍だが、同指数構成銘柄の40%は利益を出していない。小型株は資産クラスとしては割安ではないが、利益成長率が15%であることから、何らかのショックが発生しない限り、今年10～12%の相場上昇の可能性はある。

指数の少数銘柄への集中リスクの話が出たので、計算してみた。2025年末時点で上位10銘柄が時価総額に占める割合はS&P500指数が39.6%、ナスダック総合指数が53.7%だった。しかし、このうち、予想PERが著しく高いのはアップル（33倍）、ブロードコム（34倍）、テスラ（200倍）の3銘柄だけだった。他の銘柄は割高だが、極端な水準にはない。

ウィトマー氏と同様、われわれも数学的なスクリーニングを数多く実施している。優れたバリュー銘柄の発掘がますます困難になっているが、最近は大半の投資家がバリュー投資の世界にいない。

われわれがまだ触れていないもう一つの分野が、GDPの重要な構成要素である住宅市場だ。住宅市場は依然として低迷中だ。住宅価格の年収倍率は過去最高の水準にある。300万～400万戸に上る繰り延べ需要が存在するが、建設される見通しはない。さらに、米国の富の分布は格差が拡大した「K字型」で、人口の上位10%が昨年の消費の49.2%を占めている。

平均的な米国人の生活は厳しい。所得格差は1920年代以降で最大に達している。最近、民主社会主義を標榜するゾーラン・マムダニ氏がニューヨーク市長に当選したことからも分かるように、政治面でも影響が現れ始めている。もう一つの問題は、連邦債務の利払い費（CBOによれば1兆0100億ドル）が米国史上初めて国防予算（2026会計年度：8930億ドル）を上回ったことだ。われわれは見さかいかもなく支出を続け、制御不能に陥った。しかし、他の条件に変更がなければ、今年、株式市場は堅調に推移するだろう。

## 市場見通しと投資機会の二極化

Q：ジルー氏の率直な意見を聞かせてほしい。

ジルー氏：当社は、S&P500指数の1年先のリターンを予測することに、あまり時間を割いていない。チームの時間の99%は、S&P500指数構成銘柄の中から、今後5年間のリスクとリターンのバランスが最も優れた60銘柄を見つけることに充てている。



Henry Ellenbogen/ Henry Ellenbogen

とはいえ、ほぼすべてのS&P500指数構成企業について、年1回、ボトムアップ方式の内部収益率（IRR）分析を行っている。これにより各社の5年間のIRRを算出できる。足元の分析では、今後5年間の市場全体のIRRは年率6.8%となる。これは特段良い水準でも、悲観すべき水準でもない。この試算では、AIによる生産性向上を背景とした追加的な利益率拡大も、重大な悪材料も織り込んでいない。それでも、ミクロ分析からは幾つか興味深い示唆が得られる。

Q：例えば？

ジルー氏：理論的には、企業の期待リターン指標、すなわちEPS成長率と配当利回りの合計と、向こう12カ月予想PERの間には、強い関係があるはずだ。歴史的に市場は、リスクプロファイルが低い、つまりベータ値の低い企業に対して、同じ期待リターンでもより高いPERを付与してきた。ところが過去2年間、この関係性は業種を問わず弱まっている。金融、一般消費財、資本財といったセクターでは、年率8～11%程度の期待リターンを持つ企業が、他セクターの同水準の企業よりも、明らかに高いPERで取引されている。長期投資家にとって、これはセクターをまたいだ裁定機会を生み出している。

これは投機的な過熱の兆候だ。その結果、医薬品を除くヘルスケア、公益事業、ソフトウェアなどでIRRが10%台前半～半ばの比較的リスクの低い銘柄が有利になっている。一方、銀行、資本財、多くの一般消費財銘柄は投資妙味に乏しい。これらのIRRは1桁台前半～半ばにとどまる。景気循環型ビジネスで、平均以上のPERを支払うことは、投資家にとって致命的になりやすい。

次に、M7にブロードコムを加えて見てみよう。テスラを除けば、バリュエーションは概ね妥当だ。テスラは強気のサム・オブ・ザ・パーツ分析の約6倍で取引されており、もはや通常の株式ではなく、個人崇拜や宝くじのような存在になっている。

アマゾン・ドット・コムは予想PER29倍、マイクロソフトは27倍、メタは23倍で取引されている。

アルファベットは28倍とやや割高な印象はある。グーグル独自のTPUやジェミニへの期待が背景にあるが、極端に割高という水準ではない。アップルは割高だが、今年は高価格の折りたたみスマホを発売予定であり、フリーキャッシュフロー倍率ベースではテスラを除いたマグニフィセント・シックスの中で最も割安だ。エヌビディアは予想PER24倍で取引されており、会社側の業績見通しは上振れ余地が大きい。ブロードコムは予想PER34倍と表面上は割高だが、TPU向け需要やカスタム半導体の成長を取り込める。2027年予想ベースでは割安感がある。

要するに、市場で最も割高なのは、先ほど挙げた景気循環株や高ベータ株だ。個別銘柄では、小売り大手のウォルマート＜WMT＞が予想PER39倍、会員制倉庫型スーパーのコストコ・ホールセール＜COST＞が43倍と、かなり高い水準にある。

最後にAIについて触れておきたい。S&P500指数構成銘柄の約33%は、エヌビディアのようなAI純粋プ

レーヤーと高い相関を持っている。興味深いのは、この1年でAIを巡る環境が大きく変化した点だ。かつて性能面で先行していたオープンAIは、グーグルのジェミニに追い越された。AI新興企業のアンソロピックは、事業面で順調に進展している。一方、メタの最新LLM「ラマ」は期待外れに終わり、現在は巻き返しを図っている。おそらく最も重要な変化は、GPU市場で本格的な競争が起き始めていることだ。今後、LLM開発企業やハイパースケーラーは、GPUについて複数の選択肢を持つ可能性が高い

アンソロピックは、十分なエンジニアリング人材と時間、意思があれば、複数のチップファミリーにまたがって学習と推論を実行できることを実証した。オーケストレーション層がワークロードを制御し、性能とコストの両面で最適な計算資源に振り分ける仕組みだ。GPU競争の進展は、AIエコシステム内の超過利潤の配分を変える可能性がある。この動きは、ブロードコムや半導体大手のアドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>にとって追い風となる一方、エヌビディアにはマイナスに働く可能性がある。また、グーグル、アマゾン、マイクロソフトといったハイパースケーラーにも有利に働く可能性が高い。

## 金価格上昇に映る世界経済の構造変化



Mario Gabelli/ Photograph by Jake Chessum

Q：昨年1月、この場で金や銀の見通しに言及した人はいなかった。しかし2025年は金銀が大幅高となり、ほぼすべての株式をアウトパフォームした。この動きは何を示しているのか。足元の貴金属相場をどう見ているか。

コーエン氏：幾つかの要因が重なった。第一に、ドルが割高圏から大きく下落したことだ。インフレへの警戒もあり、多くの投資家がヘッジ手段を求めた。年初には暗号資産がヘッジになると考える向きもあったが、結果的に機能しなかった。そこで貴金属が選好された。米国だけでなく、インドや中国などでも同様だった。

コモディティ指数ではエネルギーが最大の構成要素だが、エネルギー価格は金と逆方向に動いた。資金が暗号資産やエネルギーから流出し、貴金属や工業用金属に向かった可能性がある。資金フローのデータの一部も、そうした見方を裏付けている。

ガベリ氏：当社の金担当であるシーザー・ブライアンは、もともと英国の弁護士だった。法服とカツラを手放してロンドンの証券会社に移り、当社では30年にわたり金を担当している。

たとえば中国政府の立場で考えれば、米国とどこかで摩擦が生じるかもしれない。そうであれば、ドルを持ちたくないで金を買う、という発想になる。



ドバイの投資家の立場でも同じだ。価値の保存手段が必要だが、暗号資産はハッキングされるリスクがある。だから金を買う。プラチナやパラジウム、銅にも同様の動きが見られる。金は数千年にわたり価値の保存手段であり、政府は金に信託を置き、個人投資家は金で投機もする。

Q：金は1オンス4300ドルで取引されている。ブライアン氏は今年目標水準を示しているのか。  
ガベリ氏：彼の金ファンドは昨年167%上昇した。引退するつもりだったが、まだ続けている。

デサイ氏：世界の中央銀行の準備資産では、依然としてドルが主軸だ。一方で打撃を受けているのはユーロであり、金は上昇してユーロに代わり、中央銀行にとって第二の主要保有資産になりつつある。

ロスバッハ氏：ロンドン拠点の投資家として、投資環境についてグローバルな視点から三つの論点を提示したい。第一に、AIが主要テーマである一方、もう一つの重要テーマは公的資産と民間資産の老朽化だ。米国をはじめとする主要国では過去50年で最も老朽化が進んでいる。いわばアイゼンハワー時代の米国に戻ったかのようだ。米国、欧州、インド、中国を問わず、コンクリートで築かれたインフラは傷みが目立ち、再投資の必要性は極めて大きい。気候変動、エネルギー転換、生産能力、生産性といった課題に対処する技術は開発されているが、まだ大規模に実装されていない。

第二に、トランプ政権は欧州に、自らの運命をより主体的に担うことを迫った。特にドイツでは投資を増やす必要があるとの判断が進んでいる。これは欧州経済や消費、欧州で事業を展開するグローバル企業にとって追い風だ。インドはインフラ投資を背景に高成長が続く。中国も投資と不動産所有中心のモデルから、持続可能な成長と消費主導のモデルへ転換を図っており、成長と信頼回復の兆しがある。結果として、世界的な投資環境は以前より建設的だ。

第三に、米国外にも各分野で世界をリードする企業が多い。欧州企業はその典型で、AIと生産性向上の恩恵を大型の米国企業と同様に享受できる立場にある。中には、市場で最も割安といえる銘柄も存在する。

エレンボーゲン氏：過去25年で、米国の世界製造業シェアは26%から16%へ低下した。警鐘を鳴らされた格好だ。防衛や航空宇宙といった重要分野では、国内での製造を増やす必要がある。金融大手JPモルガン・チェース<JPM>のジェイミー・ダイモンCEOは、銀行のバランスシートとネットワークを生かし、製造業から潜水艦、対中防衛インフラに至る長期的課題に対応している。JPモルガンは国家経済安全保障に不可欠な産業を促進し、10年間にわたり資金供給および投資を行うための1兆5000億ドル規模の取り組みを打ち出した。

デサイ氏：欧州には17種類の戦車がある。対照的に米国は1種類だ。欧州が防衛をより主体的に担おうとしている点は評価するが、こうした課題を踏まえると進捗（しんちょく）ペースは注視が必要だ。

ロスバッハ氏：イノベーションを阻害し、競争を妨げ、欧州企業を国際的に不利な立場に追い込んできた規制枠組みの見直しが不可欠だ。ドイツ政府は防衛予算を十分に執行できていないが、目標を実行できる規模の企業が不足しているためだ。ただし、変革の必要性は明確に認識されている。

## 投資家が次に見るべき長期テーマ



Meryl Witmer/ Photograph by Jake Chessum

Q：AIについては既に詳しく議論した。ほかに、投資家が注目すべき次のメガトレンドは何か。

コーエン氏：量子コンピューティングは少なくとも30年前から期待されてきた。商用化が近づいており、計算コストに大きな影響を与える可能性がある。

人口動態も重要なテーマだ。高齢化が進んでいない国はほとんどない。住宅ストック、労働力の供給、そして高齢者を支えるコストに影響が及ぶ。米国では移民抑制により労働者の平均年齢が上昇し、社会保障信託基金の枯渇が想定以上に早まっている。他国でも年金制度の持続性に課題を抱えている。

ジルー氏：当社が注目するメガトレンドは二つある。第一に、GLP1受容体作動薬が巨大なカテゴリーになる点だ。バイオシミラーの登場や新薬投入で価格が下がれば、世界的に広く使われる新たなコレステロール低下剤「スタチン」になり得る。食品消費と医療の両面に影響が大きい。

第二に、2026～2036年にかけて、過去最大規模のジェネリック医薬品とバイオシミラーのサイクルが到来する。この期間に、4000億～5000億ドル規模の先発医薬品が、ジェネリックやバイオシミラーに置き換わる可能性がある。

ブラック氏：AIは米国経済の長期的な潜在成長率を押し上げるとみている。特に医療診断や医療機器の分野で有益な効果が大きい。

ロジャース氏：人々は物を買うより体験を求める。クルーズ会社やエンターテインメント企業など、体験を提供する企業は成長し、知的財産を押さえる企業も有望だ。ラスベガスは低迷していると言われるが、実際には非常ににぎわっている。ニューヨークも好調だ。中東やアジアでは観光が伸び、人々は特別な魅力のある場所へ集まっている。人気都市の不動産は強気でみている。

Q：ジェイン氏の考えは。

ジェイン氏：AIは既に電力の制約に直面している。案件の遅延も出ており、インフラ需要は膨大だ。公益事業は世界的な勝者になり得る。米国では電力価格が約20%上昇し、英国やドイツでも上昇が続く。インフラ投資は主要トレンドだ。

また、半導体産業が他産業より急成長しているという見方は、必ずしも事実と一致していない。半導

体業界は過剰収益の局面にあり、その状況は転換点を迎つつある。

さらに、ESG（環境・社会・ガバナンス）の潮流には巻き戻しが起きている。EVを全面的に推進すべきだという考え方は後退し、化石燃料や内燃機関が再評価されている。自動車大手のゼネラル・モーターズ<GM>は好調で、独自自動車大手のBMW<BMWYY>も改善が見られる。再生可能エネルギー案件の見直しも各国で進んでいる。

アールステン氏：ブラック氏の医療診断に関する見方に同意する。医療分野ではロボット技術の進展が進み、医師不足や病院設備の制約によるボトルネックを緩和するだろう。病院経営の改善と外科医の効率向上につながる。もう一つ注目しているのは精密農業だ。農業は人口動態の面で厳しいが、自動運転、データ、AI、機械学習の活用により、世界的に農業コストを下げられる。これはESGを現実的に実行する手段であり、肥料、農薬、水の使用量削減につながる。

エレンボーゲン氏：知的労働の限界費用が限りなくゼロに近づいていくことの重要性は、いくら強調してもし過ぎることはない。これは、サービス業や知識労働において、機会の創出、意思決定の迅速化、業務効率の向上を飛躍的にもたらす。医療分野のトレンドについては既に多く語られているが、GLP1受容体作動薬の普及は今後さらに広がるだろう。現在8歳と12歳の私の子どもたちの世代では、今日われわれの命を奪っている多くの疾病が医療技術の進歩で克服され、人々が100歳、あるいは120歳まで生きることが、特別なことではなくなる可能性がある。

また、世界的な緊張は緩和に向かう局面に入るかもしれない。中国の技術的進展は、米国にとって警鐘であり、防衛分野だけでなく、創薬初期段階のバイオテクノロジーを含む重要産業において、国内製造を強化する動きを促している。その象徴的な動きが、JPモルガンのダイモン氏が、バークシャー・ハサウェイ<BRK.A>からトッド・コムズ氏を招き、同行の戦略投資部門を率いさせたことだ。これは極めて重要な動きだ。

ロスバッハ氏：私が考えている長期的な大きなトレンドは三つある。第一に、エネルギー転換だ。現在はハードウェアの段階にあり、当面は化石燃料が不可欠である。米国にはシェールオイルという実質的に無尽蔵の供給源があり、中東にも大規模な埋蔵量がある。さらにベネズエラやイランにも豊富な資源があり、将来的に供給が再開される可能性もある。

太陽光や風力は過渡的なエネルギー源にすぎない。将来的には、鉄鋼やアルミニウム製の風車、シリコン製の太陽光パネルだけで世界を動かすことは難しい。最終的な解決策は、核融合のような次世代技術であり、既に重要な技術的進展が見られている。

無尽蔵に近いエネルギーが実現すれば、持続可能性を巡る多くの前提が変わる。水や酸素の生産も可能になるだろう。だからこそ、われわれは持続可能性をリスクではなく、投資機会として捉えている。近年の議論は、過剰な規制を通じて、人々や投資家に行動を強いる方向に傾きがちだった。解決策に焦点を当て、機会として捉え直すことが、政治的・経済的現実と合致し、結果として前向きな投資リターンにつながる。

最後に、消費支出の回復が見込まれる。新型コロナウイルス感染症のパンデミック（世界的大流行）と、それを乗り切るために講じられた政策の影響を、われわれは既に過去のものとしつつある。企業



は再び投資を望み、消費者は支出意欲を取り戻している。経済が正常化を続けるにつれ、消費関連企業は再び恩恵を受けるだろう。

## ■ ロボットとAIが現実世界で活躍へ



David Giroux, CIO/ Photograph by Chris Floyd

ウィトマー氏：私が注目するメガトレンドは以下の三つだ。第一に、がんや遺伝性疾患に対するRNA治療が主流となりつつある。最近の臨床試験で、膵臓（すいぞう）がん向けRNAワクチンが優れた結果を示した。第二に、製造拠点の米国回帰が、特に国家安全保障に関連する分野で顕著に進むだろう。第三に、完全自動運転（FSD）の普及だ。

ガベリ氏：ロジャース氏の言う通り、体験は重要だ。その多くは航空機を必要とするが、航空機の納入は大幅に遅れている。ロボットの導入が進み、労働力不足を補うだろう。完全自動運転車もこれから来るものの一つだ。

デサイ氏：持続可能性分野で現実主義が強まるとのロスバツハ氏の見解に同意する。経済学者として、コストがかからないように見える時に政治家がネットゼロ排出を約束することは容易に理解できる。しかし財政赤字が拡大し金利が上昇すれば、国民は負担を強いられ、抵抗感を持つだろう。第二に、米国がAI開発においてより現実主義的なアプローチを取り、ロボティクス分野へ幅広く進出することで生産性の向上を

図ると予想する。

## ■ ロジャース氏の推奨銘柄

Q：それでは、銘柄選択に移りたい。ロジャース氏に口火を切ってもらおう。

ロジャース氏：新たな3銘柄と、以前推奨した2銘柄の最新状況を示したい。先ほど言った通り、体験に対する富裕層の支出は大きく増加している。クルーズ船会社やエンターテインメント業界の経営陣と話すと、このことをよく聞く。コンサートでは良い席に追加料金を支払う傾向が強まっている。

私が最も注目する銘柄はマディソン・スクエア・ガーデン・エンターテインメント<MSGE>だ。ドーラン一族の傘下企業の一つで、いわゆる「ドーラン・ディスカウント」が問題視されてきた。しかしこの1年、ジム・ドーラン氏が支配する企業はすべて極めて好調だった。

別の企業がMSGエンターテインメントと競合するのは非常に難しい。世界最高のアリーナを所有し、スポーツ、エンターテインメント、アーティストのレジデンス事業において優位な立場にある。今年

## John W. Rogers Jr.'s Picks

Company / Ticker	Price 1/2/26
<b>Madison Square Garden Entertainment / MSGE</b>	\$54.34
<b>Adtalem Global Education / ATGE</b>	104.47
<b>Affiliated Managers Group / AMG</b>	288.85
<b>Middleby / MIDD</b>	150.77
<b>Prestige Consumer Healthcare / PBH</b>	61.22

Source: FactSet

予定されている歌手のビリー・ジョエルの後継となる新たなレジデンシーの発表は、株価のカタリストとなる可能性がある。米プロバスケットボールリーグ（NBA）ニューヨーク・ニックスのファイナル進出も実現すれば、カタリストとなることが期待される。

MSGエンターテインメントの時価総額は25億ドルだが、資産価値に対し25%割安とわれわれはみている。マンハッタン・ミッドタウンの優良不動産とマディソン・スクエア・ガーデン上空の空中権を有していることに加え、ラジオシティ・ミュージックホールを拠点とするダンスカンパニーのロケッツが創立100周年を迎える。MSGエンターテインメントが所有する各施設のチケット価格は極めて好調だ。

Q：次に注目すべき銘柄は？

ロジャース氏：過去に取り上げたもう一つの銘柄は、医療分野に特化した業界最大規模の営利教育システムを運営するアドタレム・グローバル・エデュケーション<ATGE>だ。米国では少なくとも20万人の看護師不足が生じており、不足が40万人まで拡大すると予測されている。アドタレムはこの需要を捉えることができる。また、カリブ海地域で医療系の学校を運営し、獣医師の育成も行っている。

アドタレムはプライベート市場での市場価値に対し約30%割安で取引されている。6四半期連続で予想を達成してきたが、直近四半期に一部事業で一時的な問題が発生し、株価は30%下落した。われわれはこの価格設定のずれを好機とみて利用している。

アドタレムの事業は急速に成長しており、規制環境も改善している。多額のキャッシュを生み出しており、最近7億5000万ドルの自社株買いを発表した。過去数年間、優れた資本配分を実施している。

Q：新たな推奨銘柄は。

ロジャース氏：アフィリエーテッド・マネジャーズ・グループ<AMG>は、ヘッジファンドを含む他の資産運用会社に持分投資を行う資産運用会社だ。既存の運用チームを維持する傾向がある。資産運用の将来性を信じるなら、これは賢明な投資先だ。経営陣が非常に優秀で、大量の自社株買いを進めている。

アフィリエーテッドはAQR、パンテオン・ベンチャーズ、アールステン氏の会社であるパルナッソス、ツイーディ・ブラウンなどに出資している。保守的な試算でも、利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）の約15%はパンテオン、15%はAQRに由来する。これらをはじめとするオルタナティブ資産運用会社の強さが、伝統的なロングオンリー投資会社が直面する課題の一部を補填（ほてん）していることが、株価好調の理由だ。

それでもアフィリエーテッドの来期予想PERは約10倍と、プライベート市場での市場価値に対して17%割安となっている。われわれが特に注目する銘柄だ。

次にミドルビー＜MIDD＞は、米国および世界で最大級の業務用厨房機器メーカーだ。食品加工事業と住宅事業も展開している。アクティビスト投資家エド・ガーデン氏が設立したガーデン・インベストメントが株式を取得し、株主価値向上を迫っている。現在、食品加工事業を分離独立させ、住宅事業の一部を売却中だ。

ミドルビーは外食業界の中でもファストフード分野に注力している。外食業界の将来性を信じるならば、厨房機器を製造する企業は重要だ。ミドルビーの株価はプライベート市場での市場価値に対して約25%割安で、来期予想PERは15倍弱、時価総額は約75億ドルとなっている。

最後の銘柄はプレステージ・コンシューマー・ヘルスケア＜PBH＞だ。ヘルスケアに特化した堅実な消費財ブランド企業はポートフォリオに組み入れる価値がある。プレステージは目薬や酔い止め薬など、人々にとっての必需品を提供しており、市場シェアを概ね維持している。

消費財企業は近年、かつてほど高いPERを得られていない。プレステージは製造上の課題から市場シェアを一部失ったが、問題解決に尽力し、製造の一部を外部委託先から自社に戻している。

プレステージはキャッシュを債務返済と自社株買いに充てている。今後も新製品やブランド拡張を継続すると見込まれる。株価はプライベート市場での市場価値に対し約35%割安で、来期予想PERは13倍、時価総額は約30億ドルとなっている。

これら企業はいずれも良好なポジションにあり、小型株のバリュー銘柄は3年間の苦境を経て復活するとみており、このセクターに注目する絶好のタイミングだ。アナリストの大半は大型グロース銘柄に注力しているが、われわれは43年間この分野を扱ってきた。今こそ掘り出し物を探す好機である。

## デサイ氏の推奨銘柄

デサイ氏：2025年ラウンドテーブル以降、私のマクロ見解は大きく変わっていないが、銘柄選択を若干調整した。以前取り上げた金ETFのSPDRゴールド・シェアETF＜GLD＞を引き続き推奨する。本議論した通り、金は価値の保存手段だ。各国中央銀行は金保有を拡大しつつあるが、ドル建て資産からの大規模な流出は起きていない。昨年のような66%の上昇を予測するわけではないが、持続的な需要があり価格は十分に支えられている。

次に、二つの不動産投資信託（REIT）を再度推奨したい。アナリー・キャピタル・マネジメント＜NLY＞とAGNCインベストメント＜AGNC＞だ。アナリーは2025年初頭には、過去10年以上で最大の経済的レバレッジを維持しつつ、十分な流動性と比較的規律あるヘッジ戦略を保っていた。相当規模の信用債権と住宅ローンサービス権に対し、エージェンシーMBS（住宅ローン担保証券）の配分比率を引き続き拡大している。

アナリーは景気循環のこの局面において、流動性、バランスシートの強靱性、リスク調整後リターンを重視している。変動は激しいものの、手堅く運用されている。2025年前半に関税関連の売り圧力で大きく値下がりしたが、年間トータルリターンは39.9%で終えた。今後もアナリーはアウトパフォームを継続する可能性がある。エージェンシーMBSの見通しは依然良好であり、イールドカーブのスティープ化はアナリーにとってプラスとなる。インカムフロー配当利回りは約12%である。ちなみに、ここ数



## Sonal Desai's Picks

Investment / Ticker	Price 1/2/26
SPDR Gold Shares / GLD	\$398.28
Annaly Capital Management / NLY	22.90
AGNC Investment / AGNC	10.93
Lord Abbett Income / LAGVX	2.46
Franklin Dynamic Municipal Bond / FLMI	24.89
Franklin Income / FRIAX	2.48
Eaton Vance Emerging Markets Debt Opportunities / EADOX	8.32
Putnam Core Bond / PYTRX	8.28

Source: FactSet

四半期の債券ファンドへの資金流入が平均を50%上回っていることも追い風だ。

Q：AGNCを巡る論理も同様か？

デサイ氏：同様だ。AGNCはより伝統的な住宅ローンREITであり、配当利回りは約13.5%だ。今年期待されているように、融資環境が多少緩和されれば、魅力的な資産となるだろう。アナリーと比較して、AGNCはやや安定志向といえる。

次に、短期デュレーションの投資適格クレジットファンドのロード・アベット・インカム<LAGVX>を推奨する。社債市場への分散投資を可能とし、投資適格証券に重点を置いているが、ハイイールド分野でアクティブ運用をしているため、得られるのは純粋な投資適格・インデックス型リターンではない。過去10年間でポートフォリオの8割が投資適格債、約18%が投資適格級未満だった。これがパフォーマンスをけん引する要素となっている。

Q：ハイテク業界の新規債務の増加を懸念しているか？

デサイ氏：今年は懸念していない。もっと先の

時点で問題となる可能性はある。堅調なバランスシートを考慮すれば、これまでの発行分は今後数年間で概ねカバーされている。ドットコムバブルの時代と異なり、今日のハイパースケーラー企業は収益性が高く、多額のキャッシュを保持しており、信用格付けも非常に高いことが多い。

ロード・アベットのファンドは一貫して、過小評価された資産や見過ごされた機会を活用することで成功を収めてきた。信用セクターも分散しており、ハイイールド債に15.5%、ローン担保証券（CLO）に8.3%、資産担保証券（ABS）に4.1%を配分している。エージェンシー債は6.3%を占める。われわれは証券化セクターを重視しており、これは今後も継続的なテーマとなる。

ロード・アベットはやや個性的な投資適格債ファンドで、トリプルB格付けのクレジットに49.4%、ダブルA以上に16%投資している。

昨年取り上げた地方債ETFのフランクリン・ダイナミック・ミュニシパル・ボンドETF<FLMI>を引き続き推奨する。今年は債券投資にとって良い年となるだろう。このファンドの30日SEC利回りは11月時点で約4%だった。これは税効果ベースで7%近くに相当する。地方自治体のファンダメンタルズを見ると、各州は堅調な状況で新年を迎えている。格付けの引き下げやスプレッドの変動に対して、底堅さを見せるはずだ。

Q：他に推奨銘柄はあるか？

デサイ氏：フランクリン・インカム・ファンド＜FRIAX＞は、一貫して安定的だが刺激に欠けるリターンを上げている。このファンドは、やや不確実性の高い市場に対応して作られており、市場の方向性について確信が持てない投資家にとっては良い選択肢だ。ボラティリティーの高い時期をうまく活用することができる。

イートン・バンス・エマージング・マーケット・デット・オポチュニティーズ・ファンド＜EADOX＞を引き続き推奨する。これは、最も魅力的なグローバル債券投資の機会の一つであり続けている。12月時点でSEC利回り9.8%と、高い実質リターンと分散投資を提供している。優秀な運用チームは、幾つもの景気サイクルを通じて成果を上げてきた。ハードカレンシー債と現地通貨建て債券をうまく組み合わせている。

最後に紹介するのは、パトナム・コア・ボンド・ファンド＜PYTRX＞だ。私が選んだ他のマルチセクター・ファンドと同様、このファンドも証券化債務に堅実に配分している。米国の債券市場への質の高いエクスポージャーを提供するこのファンドは、ポートフォリオの定番商品だ。パッシブ型インデックス運用に比べてアクティブ運用が好調な米国の債券市場で、アクティブ運用を求める投資家にとって良い選択肢となるだろう。

Q：トランプ大統領は次期FRB議長に誰を指名すると思うか？

デサイ氏：年末にはケビン・ハセット氏の評価が高まっているように見えた。しかし、候補に挙がっている元FRB理事のうち、懸念材料となるような人物はいない。全員が尊敬されている人たちだ。FRBの独立性を懸念する向きは、新議長が5月から4年間の任期を開始することを認識してほしい。その任期の中盤でトランプ大統領の任期が終わるということだ。また、議長は連邦公開市場委員会（FOMC）において議決権を1票しか有しない。

By Lauren R. Rublin  
(Source: Dow Jones)

## 2. コロナ禍の不振を脱却する準備が整ったダナハー This Stock Is Ready to Put Its Post-Covid Malaise Behind It 関税ルール確定と在庫解消でトンネルの先に光

[注目銘柄]

### コロナ禍後の停滞から再始動へ

ライフサイエンス企業ダナハー＜DHR＞は一般に知られた企業ではないが、診療所や医院で新型コロナウイルスの検査を受けたことがあるなら、その製品があなたの鼻の中に入っていたかもしれない。ワシントンD.C.に拠点を置くこの複合企業は、研究から診断まで多岐にわたる医療・科学機器を製造しており、その中にはダナハーのセファイド部門による新型コロナウイルス検査キットも含まれる。この検査キットは早い段階で承認され、広く使用されたバージョンの一つだ。2020～2021年のコロナ禍のピーク以降、ダナハーを取り巻く状況は悪化した。

新型コロナのパンデミック（世界的大流行）の余波から絶えず変化する米国政策に至るまで、近年、ダナハーに不利な要因が重なり、株価は低迷を続けてきた。しかし、その状況が2026年、ようやく変わる可能性がある。パンデミックの狂乱が収まった後、診断検査の需要は減少した。ダナハーが製造するインフルエンザやRSウイルス向けの検査キットにおいても同様だった。さらに、ダナハーの顧客



Courtesy Molecular Devices

は2020年代初頭に機器を買いだめしており、医学研究や検査の停滞に伴い、現在もその在庫を消化しているところだ。欧州や中国でも同様に需要は減退した。

同時に、関税を巡る目まぐるしい変化や、現政権による急激な政策方針の転換、反科学的な姿勢が研究開発(R&A)に冷や水を浴びせる結果となった。これは、製薬会社やバイオテック企業がダナハーの製造する消耗品の注文を減らしたことを意味する。買収機会の不足も成長鈍化を招いた。ダナハーの買収手腕は一流で、しばし

ば株価の材料（カタリスト）となってきた。

これらをすべて合わせれば、2025年に株価がほぼ横ばいで推移し、過去5年間の上昇率もS&P500指数が82%だったのに対しわずか11%の上昇に留まり、市場全体に大きく出遅れている理由は容易に理解できる。

## 関税ルールの確定と研究開発予算の回復

### Danaher

(DHR / NYSE)



Source: FactSet

今年は様相が異なるかもしれない。ウィリアムズ・ジョーンズ・ウェルス・マネジメントの株式調査アナリスト、ジョセフ・ガイオ氏は、「トンネルの先に光が見えている」と語る。



関税ルールが確定したことで、ガイオ氏は、「製薬会社には、研究開発費を投じるインセンティブが生じる。ダナハーは医薬品開発の全工程に対応する設備を提供できる。製薬会社がルールと対応策を把握した今、計画中の事業への再投資が始まるだろう。加えて、複数年にわたる在庫削減局面は既に終息している」と説明する。これは、パンデミック時代の機器はほぼ完全に使い果たされていることを意味する。

モノクローナル抗体（mAbs）の治験が有望な結果を示し始めているタイミングで、受注が再び増加するはずだ。特定のタンパク質を標的とし患者の免疫系が疾患と戦うのを助けるこの治療法は、ダナハーが強みを持つ分野だ。生物学的製剤の需要は10年超にわたって二桁成長を続けており、今後もそのペースは維持される見通しだ。

## 反転の原動力となるM&A再開と割安なバリュエーション

### Key Data

Danaher (DHR / NYSE)	Medical and scientific tools manufacturer
Headquarters	Washington, D.C.
Recent Price	\$235.57
52-Week Change	-1.5%
Market Value	\$166 billion
2026E Sales	\$25.5 billion
2026E Net Income	\$6.0 billion
2026E EPS	\$8.41
2026E P/E	28.0
Dividend Yield	0.5%

Note: E=estimate

Source: Bloomberg

ダナハーの極めて健全なバランスシートにより、バリュエーションがダナハーの目標水準に達し次第、M&A（合併・買収）活動を再開することが可能となる。ガイオ氏は、「この会社は通常、買収案件を手掛けているときに最高のパフォーマンスを発揮する」と指摘する。ダナハーは長年、効率性と革新性を重視する経営の枠組みである「ダナハー・ビジネス・システム」によって成功を収めてきており、買収した企業の収益性を時間をかけて向上させることができる。

キーバンク・キャピタル・マーケットのアナリスト、ポール・ナイト氏も同様に、M&A活動の再開が株価の長期低迷を反転させるきっかけとなり得ると指摘する。ナイト氏は12月中旬、「ダナハーには10億ドル超の取引を実行する財務上の柔軟性がある」と記している。これは利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）で5億ドルの増益につながる可能性がある。ナイト氏は株価が現在の水準より30%超高い310ドルまで上昇するとみている。もちろん、ダナハーが2026年に新たな買収契約を締結する保証はない。しかしたとえ締結しなくても、ダナハーはここ数年よりも良いパフォーマンスを示す準備が整っ

ているように見える。市場のコンセンサスでは、1月下旬に発表される2025年第4四半期決算で、1株当たり利益（EPS）が数年間の減少を経て、成長に転じると予想されている。第4四半期のEPS予想の7ドル71セントは前年比3%強の増加にすぎないが、2026年の予想値8ドル41セントは前年比9%超の成長を意味している。

言い換えれば、「今がその時だ」ということだ。モルガン・スタンレーのアナリスト、カラム・ティッチマーシュ氏は12月初旬、ダナハー株の調査を開始し、投資判断を「オーバーウエート」、さらに「トップピック（最推奨銘柄）」に格付けした際に、こう記した。「われわれは2026年へ向けた状況をより楽観しており、現在の市場予想の数値は今や妥当な出発点にあると考えている」と付け加えた。ティッチマーシュ氏の楽観論は、大手および中小バイオ医薬品企業の50名超の研究開発責任者を対象に実施した最近の調査結果によって裏付けられている。回答者らは平均して、2026年の予算が2025年比で9.2%増加すると予想している。ティッチマーシュ氏は「業界にとってより楽観的な見通しを示している」と記す。

もっとも、長期間にわたり市場に出遅れてきただけに、ダナハーは実績を示す必要がある状況だ。顧客の設備投資が低迷したままであったり、中国などの主要市場で価格決定力に苦戦し続けたり、あるいは投資家が「ダナハーは迷走している」と判断したままであれば、株価が突き抜けるのは困難だろう。しかしながら、ダナハーの2026年予想利益ベースの株価収益率（PER）が28倍前後という現状は、ここ数年で最も割安な水準でダナハーに賭けることができることを意味する。過去5年間の平均PERは38倍を超えている。ティッチマーシュ氏は、「同業他社や過去のデータと比較しても、依然として魅力的である」と指摘する。配当利回りはわずか0.5%だが、第3四半期だけで約20億ドルの自社株買いを実施している。要するに、2026年はダナハー株が再び健全なリターンを生み出す年となる可能性が高い。

#### テクニカル分析

このヘルスケア銘柄は過去1年間ほぼ横ばいだったが、10月第1週に記録した16%の上げ幅を維持している点は評価に値する。週足チャートでは、5年近い歳月をかけて二番底を形成しつつある。株価はブルフラッグの形を描いており、235ドルを上抜ければ年末までに290ドルに向けた動きがみられる可能性がある。株価が220ドルを維持している限り、テクニカル面での構成は良好だ。—ダグ・ブッシュ氏

#### クオンツ分析

結論：堅固な収益性と持続的なクオリティ指標を備えた質の高い大型優良株だ。ただし、短期的には成長率や利益変化率の低さ、および中立的な業績修正状況によって、勢いが抑えられている。

バイアス：保有、あるいは押し目での積み増し推奨。

総合評価：トレンド指標の改善とアナリストの建設的なセンチメントは「待ち」の姿勢を支持しているが、上昇余地は成長・利益の変化における明確な転換点と業績予想の上方修正にかかっている。—ベストモ氏

By Teresa Rivas  
(Source: Dow Jones)

### 3. 住宅物件掲載会社はグーグル参入でも心配無用

[フィーチャー]

Home Stocks Go Ape Over Google. Why Zillow and Others Aren't Scared.  
大手先行企業は事業分散や圧倒的な事業基盤で対抗

#### オンライン住宅物件掲載事業にグーグルが参入



Illustration by Calum Heath

しばらく前から、オンライン住宅物件掲載事業を巡る競争は激化していたが、その「縄張り」へグーグルが参入してきた。検索エンジンの巨大企業が、パイロットプログラムの一環で、グーグル検索結果の上部に住宅物件が掲載されるようにしている。グーグルによる住宅物件掲載事業への進出により、住宅物件掲載事業を支配していた企業の株価が急落した。グーグルのテストに関する週末のニュースがソーシャルメディアで拡散されたのちに、昨年12月15日に住宅関連サービスを提供するジロー・グループ<Z>の市場価値は約15億ドル喪失した。Homes.co

mの親会社で不動産の情報プロバイダーであるコスター・グループ<CSGP>の株式は過去3年超で最低の水準まで落ち込んだ。両社の株価は持ち直したものの、下落前の水準を回復するには至っていない。

アナリストは、グーグルの親会社アルファベット<GOOGL>が以前住宅掲載事業に取り組んだものの、静かに撤退したことを指摘する。しかし、インターネット、放送、メディア企業をカバーするベンチマークのアナリスト、ダニエル・クルノス氏は「800ポンドの重さのゴリラがあたりを嗅ぎまわっていたら、ぞっとするだろう」と語る。

各社とも競争に備えて余念がない。ジロー・グループ、金融テクノロジー企業ロケット・カンパニーズ<RKT>のレッドフィン、コスターのHomes.comは単なる住宅物件検索にとどまらず、買い手の住宅探しや仲介業者の助言方法が将来的に様変わりしたとしても、その他の事業が緩衝材になるだろう。

#### 業界有力企業ジロー、コスター、ロケットの対応

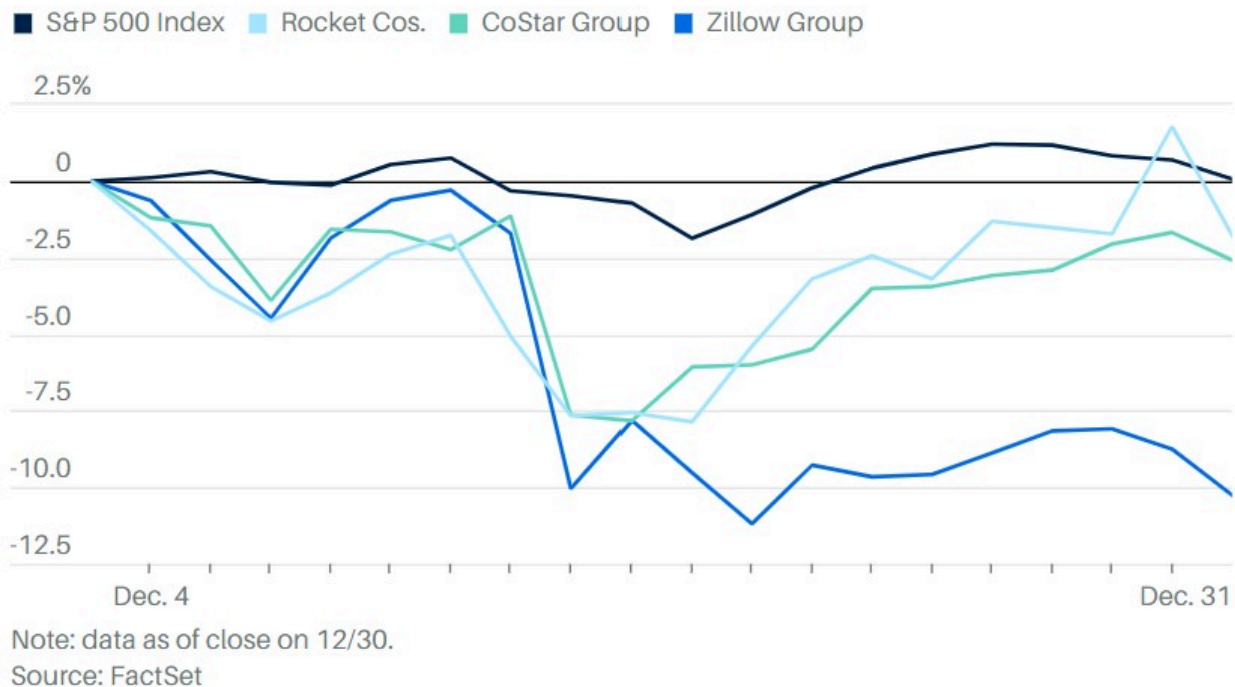
アナリストは、ジローは商品・サービスを有機的に活用し、知名度も高いことから、中核的なサービスである住宅物件掲載事業がさらなる競争にさらされることはないように見えると言う。トラフィック測定企業のセムラッシュ・ホールディングズ<SEMR>によれば、ジローは不動産ウェブサイトのなかで最もビジター数が多い。投資家向けプレゼンテーション資料によれば、80%とほとんどのユーザーが、まずはジローのウェブサイトあるいはモバイルアプリで直接物件を探し始めるとのことだ。

ジローは近年、中核事業である仲介業者向けの住宅物件掲載事業から軸足を移している。直近の決算では、ジローの主要な成長源は住宅ローンおよび賃貸住宅物件掲載事業である。また、仲介業者向けに一部の販売会社から好評のワークフロー管理ソフトウェアおよび住宅物件掲載ツールも提供している。ジローのジェレミー・ホフマン最高財務責任者（CFO）は、12月に開催されたUBSテクノロジー・カンファレンスで「これまで構築してきた事業ポートフォリオは5年前、10年前に比べて遥かに多



# The Google Effect

News of Google's home listings test weighed on housing services companies.



様化している」と語った。

ベンチマークのクルノス氏は、ジローのクラスA株式を「買い」推奨し、目標株価を直近の69.93ドルを36%上回る95ドルとしている。クルノス氏は「市場で最も完成度が高く、強力かつ定着率の高い仲介業者向け商品群を擁するエンド・トゥー・エンドのソリューションの座をグーグルが奪い取るというのはかなり現実離れしているように思われる」とレポートに記した。

コスターのHomes.comは、有力な住宅物件掲載サイトの代わりとなり得る仲介業者に優しいサイトとして宣伝されている。ウェブサイトが注力するのは売却者側の仲介業者向けサービスで、ジローなど他社が採用してきた業者と住宅所有者をマッチングするリードビジネス型モデルとは一線を画す。

コスターは2024年にスーパーボウルのコマーシャルで積極攻勢に出ると発表した。それ以来、Homes.comの利用は拡大した一方で予算も増加した。コスターのマーケティング費用の規模は2022年の6億8400万ドルから2024年には13億6000万ドルへ増加し、マーケティング拡大が収益と利益の足かせとなり、株価の重石となってきた。コスター株は2024年スーパーボウル前の金曜日から20%近く下落し、2025年は約6%下落した。

Homes.comは、伝統的な商業用不動産事業を運営する比較的新しい会社で、コスターのデータや分析ソフトウェアおよびマーケティング・プラットフォームを含む。サード・ポイントの最高経営責任者（CEO）、ダニエル・ローブ氏は、これらの事業の成長に加えて、資本配分の改善によりHomes.comの損失が縮小すれば、向こう数年にわたり、EBITDA（利払い・税引き・償却前利益）は7倍以上拡大することが見込まれると投資家向けレターに記した。

テクノロジーによる破壊に対する懸念は最近の株価低迷に拍車をかけた。しかし、コスターはHomes.

comのソフトウェア開発の50%を人工知能（AI）に振り向けており、コストのアンディー・フロランスCEOは昨年10月のカンファレンスコールで、「AIにより変革的な機会が生まれ、不動産における莫大な価値が解き放たれるだろう。この機会を最大限活用できる立場にある企業は、Homes.com、共同住宅賃貸ポータルApartments.com、ループ・ネット、およびコスト以外にほぼ見当たらないと考えている」と語った。

米住宅ローン組成で業界最大手の1社、ロケット・カンパニーは2025年に不動産仲介、掲載ポータルのレッドフィンの買収により住宅物件掲載事業に本格的に参入した。ロケットのバルン・クリシュナCEOはカンファレンスコールで、7～9月期現在、ロケットのリテールローン成約の10件に1件以上がレッドフィンおよびロケットの両社を利用する顧客からのもので「今後も増加の一途を辿るはずだ」と付け加えた。

## 競争激化で顧客利便性の向上が期待される

競争が激化する、あるいは住宅掲載ポータルの需要が減退しても、ロケットは既に住宅ローン組成およびサービシング業界で圧倒的な地位を確立しており、142億ドルの全額株式交換で買収した住宅ローンサービサーのミスター・クーパーと両社合計でモーゲージの6件に1件を取り扱うと見込まれる。ロケット株が2025年に約80%上昇した理由の一つは、ロケットがミスター・クーパーの借り換え顧客に注力して事業を強化したことだ。

大型テクノロジー企業は既に住宅用不動産分野で存在感を高めている。メタ<META>のインスタグラムおよびフェイスブックは住宅売却のマーケティングツールとして仲介業者が選好する手段として言及されることが多い。

ナッシュビル拠点のオンワード・リアル・エステートの仲介業者ウェンディ・マンデイ氏は、ジローで広告を掲載するのは「訪問者が最も多いからだ」と語る。とはいえ、グーグルのテストも注視しつつ、新規参入を歓迎する。マンデイ氏は「プラットフォームが増えればツールの利便性が増すはずで、そうなれば最終的には、住宅探しの経験も利用者にとってよりよいものになるはずだ」と語る。

By Shaina Mishkin  
(Source: Dow Jones)

## 4. トランプ氏のグリーンランド「購入」構想、欧米関係に深い傷残す Trump's Greenland Grab Is Already Leaving Scars NATOに反発生む米国の脅しと侮辱

[コラム]

### 米領「レッド・ホワイト・アンド・ブルーランド」に改名



Joe Raedle/Getty Images

もし友人が、あなたの欲しいものを与える用意ができているとしたら、あなたは丁寧を求めるべきだろうか。それとも、相手の手から奪い取るべきだろうか？

引っかけ問題ではない。多くの人がグリーンランドとして認識しているものの、トランプ大統領の連邦議会内の一部支持者が「レッド・ホワイト・アンド・ブルーランド」と改名を望んでいる。その領土を巡る、現政権の願望の背後にある困惑である。

トランプ氏は、何年にもわたってグリーンランドを手に入れる意向を示唆してきた。先週にはさらに強く出て、米国は国家安全保障のために「グリーンランドを必要としている」と述べた。いつものように、その挑発的な発言は、欧州の指導者たちを動揺させ、どこまで攻めることができるか試そうとしているように見える。しかし、グリーンランドの地理的な位置や大量の重要鉱物資源に価値があろうとも、米国の安全保障にとって依然として重要な大西洋を横断する同盟を解消する代償を埋め合わせすることはできないだろう。

想像してみしてほしい。脅しがエスカレートして、グリーンランドの銀行に対するドル制裁や、製薬大手ノボ・ノルディスク<NVO>からの肥満症治療薬の購入禁止につながる事態を。そこから、フィヨルドをよじ登ってグリーンランドの首都ヌークの高官を捕らえるために米海兵隊が動くまでには、あとほんの少ししかない。米国人にとっては突飛に聞こえるかもしれないが、これらは今や欧州における最も生々しい悪夢の一部だ。

### 過去にもあった米国によるグリーンランドの購入構想

トランプ大統領にグリーンランドに関する具体的な計画があると信じるのは無理がある。しかし投資家は、これが単にいつもの「新世界（米国）による侮辱」と「旧世界（欧州）の憤激」にすぎないのか、それとも今や不安定な米欧関係が、北大西洋条約機構（NATO）加盟国間の公然たる戦争の脅威に直面しているのかを知る必要がある。米国や他の国々が国際投資と開発の新章を開く中、グリーンランドで儲ける余地はあるのだろうか。それとも、西側諸国の同盟は崩壊へ向かっているのだろうか？

マルコ・ルビオ国務長官は先週、連邦議会議員に対してトランプ氏はグリーンランドを「購入する」つもりだと語った。これは、計算機と歴史感覚を持つ者にとっては楽しい思考実験だ。トーマス・ジェファーソン元大統領は1803年、82万8000平方マイルのルイジアナを1500万ドル、すなわち1平方マイル当たり約18ドルで取得した。元国務長官のウィリアム・スワードは1867年、アラスカを1平方マイル当たりおよそ12ドルで買い取った。これらの事例を用いれば、現在のドル換算でグリーンランドの価



格は1億8000万～4億5000万ドルとなる。

ハリー・トルーマン元大統領は第2次世界大戦後、北極圏を越えて飛来する当時のソ連の爆撃機から北米を守るため、グリーンランド購入に金塊で1億ドル相当を密かに提示した。これは現在の価値で約16億ドルに相当する。

たとえトランプ氏が米国を買い手として名乗りを上げても、誰が売り手になるのかは完全には明らかではない。グリーンランドはデンマークによって管理されており、デンマークは1815年に植民地として正式に編入した。しかしデンマークは1979年にグリーンランドに自治権を認め、5万7000人の住民は独立について投票する権利を保持している。世論調査は、デンマークからの独立に対する条件付きの支持を示す一方、米国の一部になることには圧倒的に反対している。

## ■ 考えにくい軍事侵攻

購入よりもさらに可能性が低いのが軍事侵攻だ。トランプ氏は実際には武力行使の意思を示していないが、明確にその可能性を排除もしていない。欧州の指導者たちは6日、強い不快感を示しつつ、「グリーンランドはその住民に属する」と主張する共同声明を発表した。指導者たちを本当に苛立たせたのは、スティーブン・ミラー大統領次席補佐官による「グリーンランドの将来を巡って、誰も米国と戦うつもりはない」との発言だった。

まさに真実のように見える。とはいえ、米国がグリーンランド北西岸のピツフィク宇宙基地に配備している軍人は約150人にすぎず、冷戦期のピーク時の6000人を大きく下回っている。一方でデンマークは昨年秋、北極圏の安全保障を強化するための追加軍事支出32億ドルと、さらに45億ドルを投じて最新鋭戦闘機「F35」を16機購入することを発表した。購入先はもちろん、米国だ。トランプ氏がデンマークの防衛戦略を評して「犬ぞりをもう一つ増やすだけ」という程度の話ではない。それでも、米海軍と米空軍が欲しいものを手に入れるのに、それほど時間はかからないだろう。

これこそが、米国の暗黙の脅しをあまりに不可解にしている理由である。1951年以来、米国とデンマークの間には防衛協定があり、米国にグリーンランド全域で軍事基地を建設・運営する広範な権利を与えてきた。同協定は2004年に更新され、地元の自治政府が関与するようになった。

## ■ トランプ氏を「敵」と見なす欧州

唯一の条件は、ワシントンが活動を拡大する際に許可が必要なことだ。北大西洋におけるロシア海軍の動向や、グリーンランドでの採掘権確保を狙う中国の動きに対する欧州共通の懸念を踏まえれば、米国からの合理的な要請を地元当局やデンマーク当局が拒むと考える専門家はほとんどいない。

考えられるのは、デンマークとの協議で有利になることを見越してトランプ氏が強硬な発言を繰り返しているということだ。また、グリーンランドの永久凍土のツンドラからレアアース（希土類）の採掘を計画する者に対して、中国や地元の環境保護活動家からの抵抗を抑えるために米国が支援する用意がある、というシグナルであるのかもしれない。さらに、欧州軍が北極圏の安全保障をより真剣に受け止めるよう促す可能性もある。

しかし、トランプ氏の発言が欧州の軍事支出拡大に向けた行動を促す触媒となり得る一方、度重なる

脅しと侮辱は消えることのない傷を残している。昨年11月に行われた世論調査では、欧州市民の約半数がトランプ氏を「敵」と見なした。不均衡な関税、ウクライナに対する不安定な支援、最近のベネズエラへの介入は、欧州に米国との同盟関係の根本的な見直しを迫っている。

グリーンランドを巡るトランプ氏の無謀な威嚇は、迅速な譲歩を引き出す可能性もあるが、そうすることの長期的なコストは、計算するには余りにも高くつきそうだ。トランプ氏は、誰かが差し出す用意があるのかどうかを、まず尋ねた方が良かったと気づくかもしれない。

執筆者のクリストファー・スマート氏は、投資戦略コンサルティング会社アブロース・グループのマネージング・パートナーで、オバマ政権において上級経済政策顧問を務めた。

By Christopher Smart  
(Source: Dow Jones)

## 5. 既知の世界の終わりだが、市場に問題なし It's the End of the World as We Know It-and the Market Feels Fine ベネズエラ侵攻で世界が変わった

[米国株式市場]

### 大型ハイテク株が足踏みでも高値更新



NYSE

2026年に入ってから休場なしの5日間の取引のある最初の週を迎え、米国人は一変した世界に目を覚ました。しかし投資家にとって、これは信じることのできる変化だった。

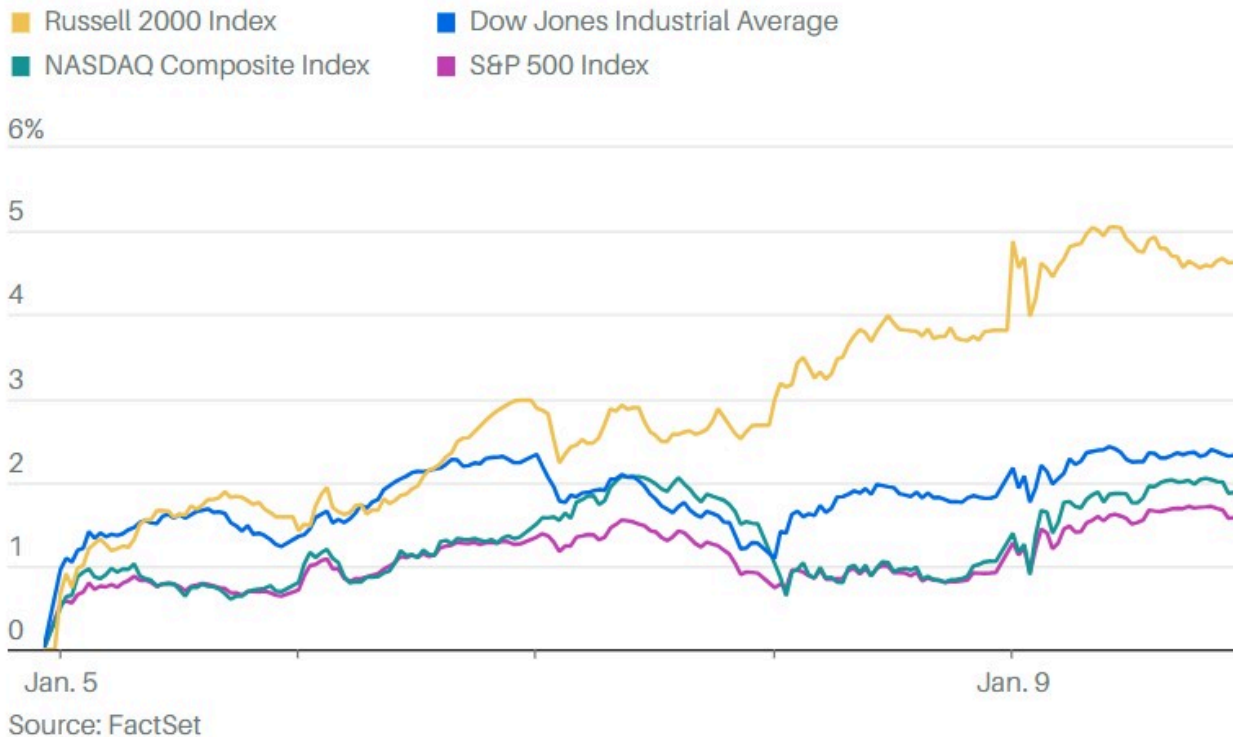
最大のニュースは、トランプ大統領がベネズエラのマドゥロ大統領を拘束した後、ベネズエラの「国家運営に関与する」決定を下したことだ。しかし、投資家が新しい種類の資産に注目し、トランプ氏が防衛、エネルギー、住宅などのさまざまな分野で変化を起こそうとする中、株式市場も再構築されている。投資家がバリュ

ー株や中小型株に注目を傾けることで、市場の先導役にも変化が起きているようだ。

大型ハイテク株の上昇がS&P500指数の16%高につながった昨年1年が終わった現時点で、こうした変化は懸念材料となり得るが、これまでのところ誰も気にしていないようだ。主要株価指数を見ると、S&P500指数は週間で1.6%高の6966.28と史上最高値を更新して引け、7000ポイント目前だ。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は2.3%上昇して4万9504ドル07セントとなり、こちらも最高値を更新して引けた。ナスダック総合指数は1.9%上昇して2万3671.35となったが、S&P500指数の情報技術セクターはわずか0.1%未満の上昇にとどまった。ハイテク株が一息ついて、市場は上昇を続けられるようだ。

## 小型株の好調

### Market Snapshot



今年に入ってから、素材や資本財などのセクターはハイテク株を大きく上回る上昇となっている。そして小型株が最も好調で、小型株のラッセル2000指数は先週4.6%上昇して2624.22となり、年初から既に約6%上昇している。

コメリカ・ウェルス・マネジメントの最高投資責任者（CIO）であるエリック・ティール氏は「市場における物色対象が他のセクターへ広がっていることは、投資家にとって市場が多様化しているという楽観材料となるはずだ。小型株のアウトパフォーム、さらには超小型株のアウトパフォームも確認できしており、われわれはこれらを注視している」と述べる。

市場は現在、失望させる経済ニュースを無視できるほど堅調だ。9日に発表された12月の雇用統計は雇用増加が予想を下回ったが、投資家は軽く受け流した。非農業部門就業者数は5万人増にとどまったが、失業率は依然として4.4%の水準だ。

小型株が上昇する中で、ハイテクのかつての勝ち組の中には出遅れている銘柄もある。9日の午後時点で、アップル<AAPL>は8営業日ぶりの上昇を目指していた。しかし、9日は今年に入ってから最もパフォーマンスが良かったものの、上昇率は1%未満にとどまった。

## 必要な物色の広がり

これは長い間懸念されてきた人工知能（AI）バブルの崩壊なのだろうか。現時点で見られる兆候は、そうでないことを示している。実際、ティール氏は、AIが大手企業だけに利益をもたらすものではないことを証明するため、市場全体の上昇がハイテク株にとって必要だと考えている。ティール氏は「AI



の採用は幅広い分野で進められなければならない」と述べる。

ストラテジストなどの市場関係者は投資家に、こうした現時点の動きに過剰反応しないよう注意を促した。こうした動きの一部は、季節的な要因や漸進的な変化によるものだ。率直に言えば、この動きは長期的なトレンドと比較するとごくわずかなものだ。市場は長い間、大型ハイテク株に大きく偏っていたため、いかなる物色対象の入れ替えも歓迎されるものだ。

ジョーンズトレーディングのチーフ・マーケット・ストラテジストのマイケル・オルーク氏は「普段はあまり顧みられない株価指数が数日間注目を浴びるのは印象的だ。とはいえ、過去5年間に生じた巨大なバリュエーションのギャップに比べれば、こうした動きは本質的に一過性なものに過ぎない」と指摘する。オルーク氏は、S&P500指数の株価収益率（PER）がS&P小型株600種指数よりも49%割高な現状を例に挙げている。

ベネズエラに対する侵攻は、世界が急速に変化していることを示している。市場も同様に素早く変化し得るということが判明したようだ。

By Avi Salzman  
(Source: Dow Jones)

## 6. 株式・債券市場は利下げでも昨年の好調は続かない

[コラム]

Stocks and Bonds Both Had Good Runs in 2025. Even With Fed Cuts, That's Unlikely in 2026.  
懸念は想定外の長期債利回り急上昇

### 長期金利は上昇トレンドに



Alex Wong / Getty Images

2025年に債券市場は株式市場の力強い上昇を補完するプラスのリターンを上げたが、2026年に同じ成果を繰り返す可能性は低そうだ。米連邦準備制度理事会（FRB）が今年、市場のコンセンサス予想通り、政策金利であるフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を2回引き下げたとしても、指標となる10年物米国債の利回りは低下ではなく、むしろ上昇する可能性がある。今年下半期にFRBが利下げを実施する公算は大きいものの、10年物国債利回りが比較的小幅に上昇するだけで、投資家が得られるトータルリターンはリスクフリーの短期市場並みにとどま

るだろう。

さらに想定外なのは長期金利が上昇し、FRBの政策金利目標を大幅に上回ることだろう。これは過去のサイクルでもしばしば見られた構図だ。こうした局面を経験してきたある債券のベテランによれば、安全とされる長期国債でさえ最大30%もの深刻な損失を被る可能性があるという。過去の弱気相場の再来となれば、ダウ工業株30種平均（NYダウ）で見ると1万4000ドル超の下落に匹敵するものになるう。

確かに、トランプ政権は10年物国債利回りを引き下げようとする中で、弱気相場を回避するためにあらゆる手を尽くしている。ビアンコ・リサーチ・アドバイザーズの創業者であるジム・ビアンコ氏は、これが米国の指標となる10年物国債利回りが昨年、世界的な金利上昇の流れに逆行できた理由の一つだと指摘している。

最新の取り組みはトランプ大統領が8日、政府系住宅公社のファニーメイ（連邦住宅抵当金庫、FNM）とフレディマック（連邦住宅貸付抵当公社、FRE）に対し、2000億ドル相当の住宅ローン担保証券（MBS）を購入するよう指示したことである。これは住宅ローン金利の低下を促す圧力となるはずだ。

米国の債券市場は昨年、米国債利回りとともにMBSや社債利回りが低下したことから恩恵を受けた。モーニングスターによれば、上場投資信託（ETF）であるバンガード・トータル・ボンド・マーケット＜BND＞は2025年に7%強のリターンを上げ、16%を超える上昇となったS&P500指数に追随した。

しかし、こうした債券の好調なリターンが2026年も続く可能性は低く、特に長期債ではその傾向が強い。ビアンコ氏は高まる米国の成長、平均を上回るインフレ率、大規模な財政赤字を背景に、他の先進国の債券市場に歩調を合わせる方向にあると主張する。ビアンコ氏はビアンコ・リサーチが運用するウィズダムツリー・ビアンコ債券トータルリターンETF＜WTBN＞についてのコメントで、「2026年に長期金利が上昇トレンドに入ったと考えている」と述べる。

## ■ わずかな債券利回り上昇も投資家には打撃

米国みずほ証券のエコノミスト、スティーブン・リチュート氏とアレックス・ペレ氏は、10年物国債利回りは最近、4～4.2%という狭いレンジにとどまっており、ほぼ6年間にわたり3%前後で推移してきたインフレに対し十分な防御を提供していないと述べる。「強固な経済成長と目標を上回るインフレは、名目国内総生産（GDP）成長率が6%に近付き、10年物国債利回りが最終的に4.6%へ押し上げられること、さらに今年のボトムアップによる企業利益が前年比2桁増となることを示唆している」と指摘する。つまり、こうした2026年の債券弱気派は株式市場には強気なのだ。

FRBが利下げを行ったとしても、債券利回りは上昇する可能性がある。CMEフェドウォッチサイトによれば、9日に発表された雇用統計がまちまちだったことを受け、FF金利先物市場は2026年に0.25%の利下げを2回織り込んでおり、最初の利下げは6月（パウエル議長の任期は5月に切れる）、次が9月になると予想している。全体の失業率は11月の4.6%から12月は4.4%へと低下したが、非農業部門就業者数の増加は12月に5万人にとどまり、その前の2カ月分については合計7万6000人下方修正された。

エバーコアISIの金利ストラテジストであるスタン・シプリー氏は、FRBが利下げを行ったとしても10年物国債利回りは9日時点の4.18%から年末までに4.3%へじり高になると見ている。このわずかな利回りの上昇であっても国債価格は1%近く下落することになる。そのため、将来の利下げがあったとしても、投資家にとっては現在の利回り3.6%の3カ月物財務省短期証券（TB）をロールオーバーした場合よりも、トータルリターンは低くなる。

## 何が起きても不思議はない

2025年の債券の好調なリターンを受け、ビーオブユー・セキュリティーズとウェルズ・ファーゴで債券ストラテジストをかつて務めたジェームズ・コーチャン氏は、「投資家が新たに就任するFRB議長がトランプ政権の低金利志向に過度に忖度するのではないかと懸念すれば、2026年には長期債が大きく下落する可能性がある」とメールで述べている（FRB高官の人事については「経済政策」を参照）。

コーチャン氏は、「景気が後退せずインフレが大幅に減速しない状況でFF金利を3%以下に引き下げれば、投資家を不安にさせる可能性が高い」と述べる。コーチャン氏は現在のFF金利（中央値は3.63%）と9日時点の30年物国債利回り4.83%との差（スプレッド）は約1.2%であると指摘する。このスプレッドは、1993年には3.5%、2002年には3.3%、2010年には3.75%にまで広がっており、コーチャン氏は当時、それを債券購入の好機と見ていた。

つまり、3%のFF金利と利回り6.75%の30年物国債が共存する可能性があるということだ。こうした国債利回りの急上昇が起きれば、価格は30%も急落することになる。コーチャン氏は「これは痛い」と指摘する。

控えめな国債利回りの上昇であっても株式市場に打撃を与えかねない。株式市場では10年物国債の利回りが4.5%に達するだけでも扱いにくい問題になることが分かっている。

金融政策への懸念に加え、昨会計年度の財政赤字は関税収入が加わったにもかかわらず、GDP対比でほぼ6%に達した。関税の合法性については近く、最高裁判所の判断が示される見通しだ。

既に波乱含みの新年の出来事が示しているのは、何が起きても不思議ではないということである。

By Randall W. Forsyth  
(Source: Dow Jones)



## 7. 過去の歴史は当てはまらない、マイクロン株の買い場はさらに続く For Micron Stock, History May No Longer Apply 半導体メモリーサイクルが長期化する理由

[ハイテク]

### 長期の半導体メモリーサイクルが到来か？



Courtesy SANDISK

筆者は、10年前からマイクロン・テクノロジー<MU>やSKハイニックス<000660.韓国>といった半導体メモリーメーカーの株式は買わないよう読者に勧めてきた。半導体メモリーはコモディティー化しており、在庫サイクルが急激に変化して価格が変動しやすいため、投資家が株式購入のタイミングを誤ればすぐに痛手を被る可能性があるからだ。半導体メモリー大手3社の一つであるマイクロンのバリュエーションが、現在のように売上高が急増している時でさえ他の半導体企業よりも低い理由もそこにある。

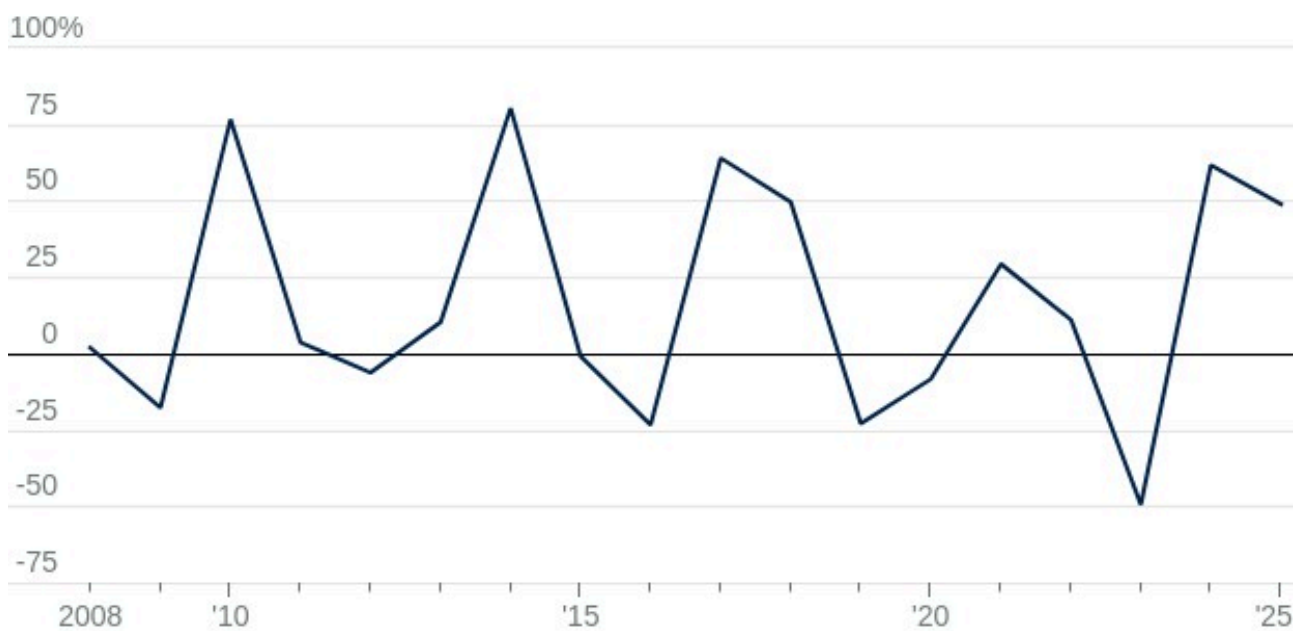
ところが現在、通常のサイクルを支配してきた要因の幾つかに左右されない長期サイクルが初めて到来している可能性がある。リスクを許容するだけの余裕があり、短期的な投資を考えている投資家は、株価がこの1年間で229%上昇しているとはいえ、マイクロンへの投資をなお検討すべきだ。

### けん引役はAIデータセンター投資ブーム

## Micron's Big Swings

Memory chips have long been a boom-and-bust business.

### Annual sales growth



Source: FactSet

半導体メモリーサイクルでは、需要の拡大に伴って生産能力が追いつかなくなると注文が殺到して在庫が減少する。一部の顧客が将来の供給量を確保するために購入を前倒しすることで需給はさらにひっ迫する。その結果、メモリー価格は急騰し、メーカーは新規生産能力の稼働開始に躍起になる。それに伴い、半導体メモリーメーカーの売上高は急増し、固定費比率が高いために利益率も急上昇し、株価が急騰する。現在はまさにそうした状況にある。

通常、売上高が前倒しで計上されると将来の売上高は減少する。つまり、やがて在庫が膨らみ、メモリー価格は暴落する。こうした現象は、直近ではマイクロンの2023年度決算で示された。この年、マイクロンの売上高は前年比で半減し、粗利益率はマイナス圏に沈んだ。

だが、目下のサイクルは二つの重要な理由により通常のサイクルと異なるものになっている。一つ目の理由は、サイクルのけん引役が消費者向け製品への需要ではなく、人工知能（AI）データセンター投資ブームであることだ。マイクロンの売上高のうちAIデータセンター向けの製品が占める割合は、2023年度は12%にすぎなかったが、直近四半期では39%に上昇した。この割合は少なくとも短期的には増加し続ける見込みだ。

## 生産能力増強の抑制もサイクル長期化の理由

AIデータセンター向け主力製品は3種類のハイエンドメモリーで、いずれも供給不足に陥っている。中でも高帯域幅メモリー（HBM）は最も高速かつ高価であり、利益率も最も高い。HBMはコストが高いことから、AIブームが起こってコンピューティングのボトルネック解消がより重要視されるようになる前はあまり使用されなかったが、販売数量はこの数年で急成長している。AIデータセンター投資ブームが続く限り、HBMの急成長は続くはずだ。

もう一つのハイグレードメモリーは第5世代のダブルデータレートメモリー（DDRメモリー）であるDDR5だ。半導体大手エヌビディア<NVDA>はAIサーバーの消費電力を削減するため、DDR5の低消費電力版を採用し始めた。

最後に、NANDと呼ばれる高速ストレージ用半導体メモリーの需給もひっ迫している。エヌビディアは、1月上旬にラスベガスで開催された世界最大級の家電・IT見本市「CES」で、コンピューティングの主なボトルネック解消を目的にサーバーへのNANDメモリーの搭載量を増やすと発表した。

AIデータセンター向けのハイエンドメモリーを生産している企業は、マイクロン、韓国のサムスン電子<005930.韓国>とSKハイニックスだけだ。これが、目下のサイクルが通常と異なる二つ目の理由である。生産能力の増強に対する3社のスタンスは通常のサイクルよりもはるかに抑制されたものとなっている。マイクロンの場合、大規模な新規生産スペースの増設を2027年半ばまで見送る方針を打ち出している。

一方、ハイニックスは新工場を建設しているが、稼働開始は2026年末、本格的な生産開始は2027年になる可能性がある。メモリー工場の稼働率が100%に達したと最近発表したサムスンは、現在は他の種類のメモリーを生産している工場にHBMの生産を開始する予定だが、大幅な増産体制が整うのは2028年になる見通しだ。

マイクロンは追い風を受けており、株価上昇は今後12カ月近く継続する可能性がある。ただし、半導

体サイクルを支配するすべての要因が変化したわけではない。半導体メモリー銘柄は依然として「長期保有」のための投資先ではない。次の半導体メモリー価格暴落の兆候を注視し続ける必要がある。

By Adam Levine  
(Source: Dow Jones)

## 8. 「超コストコらしい」クリスマスの業績は、株価には好材料

[米国株式市場]

A Very Costco Christmas Is Good News for the Stock  
売上高は好調で、株価は転換点を迎えた可能性あり

### 12月の既存店売上高は好調



David Paul Morris/Bloomberg

コストコ会員こそサンタクロースに違いない。コストコ株には朗報だ。会員制倉庫型卸売・小売チェーンのコストコ・ホールセール<COST>は1月7日水曜日の取引終了後、12月の既存店売上高を発表し、会員制倉庫型量販店として2025年の締めくくりが好調であったことを示した。純売上高（全店舗対象）は前年同期比8.5%増の299億ドルとなり、全社ベースの既存店売上高は7%増と、11月の6.9%から上昇した。ガソリン価格および為替変動の影響を除いた米国コア既存店売上高は6.3%増となり、11月の5.8%を上回った。

これらの数値発表を受けて株価は上昇した。独立系投資助言会社ゴードン・ハスケットのアナリスト、チャック・グロム氏は、「2025年にコストコのようにではなかった銘柄にとって、今回の結果は跳躍台となるはずだ」との見方を示した。直近の株価は915.31ドルで、S&P500指数が3年連続で2桁の上昇率を記録する中、2025年には6%超下落した。過去5年間で150%上昇してきたコストコにとっては異例の結果であった。本誌は2024年末時点でコストコ株の保有に警鐘を鳴らしており、その判断は正しかった。しかし、コストコ株はいよいよ転換点を迎えている可能性がある。

### 比較が難しい中でも好結果

コストコは堅調な売上成長を積み重ねてきた結果、いわゆる「比較が難しい」局面に入っていた。昨年の暦年ベース第1四半期における既存店売上高は平均で9%を超えているが、コストコのように常勝を続ける小売企業にとっても、このような数字の達成は容易ではなかった。こうして見ると、12月の成長率が急減速しなかったこと、さらに2年ベースの比較でも加速していることは大きな成果であり、前年同期の3カ月売上高の約40%を12月が占めていたことを踏まえると、本年度第2四半期全体にとっても好材料といえる。

独立系投資銀行ウィリアム・ブレアのアナリスト、フィリップ・ブリー氏は、今回の発表を受けて業績予想を引き上げるとともに、この結果は、「本年度第2四半期の既存店売上高が市場予想を下回るのではないか」という投資家の懸念を和らげるとともに、コストコが1桁台半ばの既存店売上高成長率を維持



する能力について、一定の安心感を与える可能性が高い」と指摘している。

Eコマースも際立った分野であった。デジタル対応部門の既存店売上高は18.3%増と、11月の16.3%から伸びが拡大した。さらに、生活必需品から一般消費財に至るまで、すべての部門で既存店売上高がプラスとなった。来店客数は月間で2.7%増加し、平均購入単価は4.2%上昇した。

投資会社オープンハイマー<OPY>傘下の証券・投資銀行部門でアナリストを務めるルペシュ・パリク氏は、「消費支出を取り巻く環境はまちまちだが、コストコは価値提案が優れており、市場をアウトパフォームするシナリオの可能性は一段と強まっている」と述べ、コストコ株を最有力銘柄の一つに位置づけるとともに目標株価を1050ドルに置き、「特別配当および／または株式分割の可能性も引き続きあり、株価にとって前向きな材料となり得る」としている。

## バリュエーション水準は要注意だが、スタートは上々

一方、コストコ株は来期予想利益の約41倍で推移しており、バリュエーションは逆風となる可能性を残している。もっとも、株価収益率（PER）は、かつて本誌が慎重姿勢を強めるきっかけとなった50倍を優に超える水準からは低下しており、さらに12月のような月次実績が積み重なれば、PERの分母である収益が改善する可能性もある。小売業界において信頼できる高成長シナリオは極めて限られる中、投資家はこのような実績を示す銘柄に対してはプレミアムを支払うことをいとわず、この点は世界最大のスーパーマーケットチェーン、ウォルマート<WMT>の株価上昇が示す通りである。消費者が引き続き「価値」を強く意識する限り、会員制倉庫型量販店は市場シェアを拡大し続けるはずだ。

期待外れの2025年から挽回するためのコストコの道のりはまだ続く。だが、上々のスタートを切った。

By Teresa Rivas  
(Source: Dow Jones)

## 9. 新しいFRBを手にするトランプ氏、狙い通りにはならない可能性 Trump Is Getting a New Fed. He May Not Be Happy With What It Does. 議長交代後も続く合議制と慎重な政策運営

[経済政策]

### FRBの意思決定の仕組み



2026年にトランプ大統領が自ら望む連邦準備制度理事会（FRB）議長を指名できたとしても、期待する金融政策まで手にできるとは限らない。FRBは指令ではなく合意によって政策金利を決定するため、今後出てくるデータが利下げを明確に正当化しない限り、足元の経済環境では積極的な金融緩和は難しい。インフレ率は依然としてFRBの目標（2%）を上回っており、労働市場は大きく悪化することなく減速している。このような環境下でのFRBの基本姿勢は慎

Al Drago/Bloomberg

重である。小幅な利下げはあり得るが、大幅な利下げは考えにくい。

新議長が就任すれば、政策の方向性を一気に転換できるという見方は間違いだ。実際、議長の権限は議題設定、連携構築、そしてコミュニケーションであり、理事会の決定を覆すことは出来ない。そのうえ、タカ派寄りの連邦公開市場委員会（FOMC）投票メンバーの構成、根強いインフレリスク、そしてFRBの独立性が強く問われる環境では、急ピッチの金融緩和に向けた合意形成は難しい。つまり、2026年は金融政策の転換期というよりも、金融政策運営の移行期になる可能性が高い。

確かに不確実性は大きい。労働市場の減速が想定以上に進む、金融不安が生じる、あるいはインフレ率がより速いペースで低下すれば、FRBは現在想定しているよりも早く動かざるを得なくなる可能性がある。法的・政治的な動きが、組織内部の力学を変えることも考えられる。投資家は、FRBの見通しを既定路線と受け取るのではなく、あくまで基本線として受け止めるべきである。

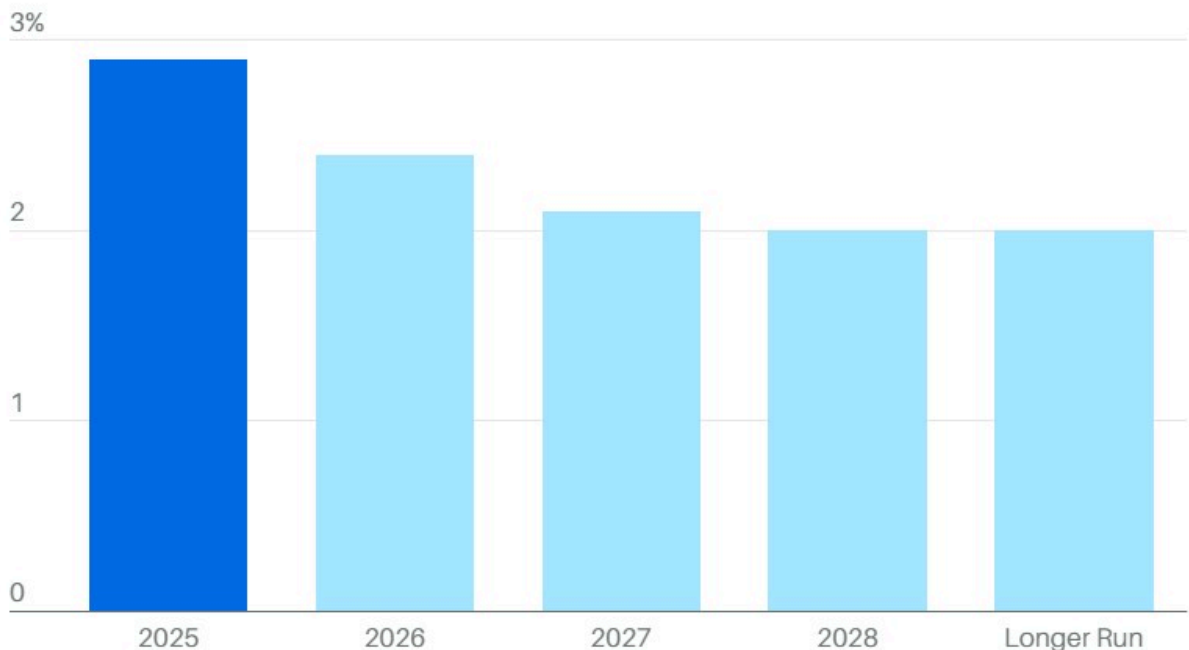
いずれにしても、深刻な景気後退が起きない限り、合議制を基本とするFRBの意思決定の仕組みでは、慎重な政策判断が選ばれやすい。2026年にその仕組みがどのように変化するかを見極めることが重要となる。

## 二つのFRBとなる2026年

### Federal Reserve Projections for Inflation

Fed officials projected in December that inflation would stay elevated until 2028 and remain above their 2% target for nearly seven years.

Headline PCE estimates



Source: Personal Consumption Expenditures price index, Federal Reserve Summary of Economic Projections

2026年のFRBで最も重要な変化は、きわめて分かりやすい。パウエル議長の任期が5月初めに満了し、議長交代が確実となっている点である。パウエル議長は、理事としての任期を2028年1月まで残しているが、議長を退いた後も理事会にとどまるかどうかについては現時点では明らかにしていない。いずれにせよ、2026年は「二つのFRB」の年となる。パウエル議長のFRBが春まで続き、その後は独自の政策目標と政治的圧力に対する許容度が試されるFRBへと移行する。

市場は、人事の正式承認を待って見通しを修正することはほとんどない。投資家はすでに次期FRB議長を織り込み始めており、トランプ氏の側近で国家経済会議（NEC）委員長を務めるケビン・ハセツト氏、もしくは大統領と近い関係にある元FRB理事のケビン・ウォーシュ氏のいずれかだと予想している。

5月の議長交代を待たずに、トランプ政権には有効な手段がある。スティーブン・ミラー理事の任期が1月31日に満了するため、理事会の構成を変更する機会が政権に与えられる。ミラー理事の後任に将来のFRB議長を据えれば、パウエル議長の任期満了の前にFRB内の勢力バランスが変わる可能性がある。それだけではない。1月後半には、トランプ政権によるリサ・クック理事の解任をめぐる動きについて、最高裁が審理を行う予定である。解任の理由とされているのは、FRB理事就任前に提出された住宅ローン関連書類の不整合だ。クック氏が解任されれば、現職理事の任期の安定性が損なわれることになり、FRBの独立性に対する市場の見方にも影響を及ぼす。

## タカ派が増えるFOMC投票メンバー

FOMCでは、固定メンバーの理事とは別に、投票権を持つ地区連銀総裁が毎年ローテーションしており、その顔触れは1月の会合から入れ替わる。2026年はクリーブランド、フィラデルフィア、ダラス、ミネアポリスの地区連銀総裁が投票権を持ち、一様ではないものの、全体としてはタカ派寄りを受け止められている。ダラス連銀のロリー・ローガン総裁は、インフレとの闘いに早々に勝利宣言を出すことへのリスクを強調してきた。

クリーブランド連銀のベス・ハマック総裁は、インフレ率が目標を上回る状況での時期尚早な金融緩和に警鐘を鳴らしている。かつて委員会内でハト派の一人と見られていたミネアポリス連銀のニール・カシュカリ総裁も、近年はインフレ重視の姿勢を取っている。一方、フィラデルフィア連銀のアナ・ポールソン総裁は、労働市場の軟化に注目してきた。タカ派的な発言を行うメンバーが増えることで、経済指標が明確な根拠を示さない限り、新議長が利下げに向けて迅速に舵を切るのは難しくなる。

## 高まる緩和圧力との綱引き

パウエル議長の任期満了が近づく中、市場がいつ現職議長を見限るのが焦点となっている。同時にFRBウォッチャーが「影の議長」政治と呼ぶ動きが意識されている。新議長が正式に就任する前から、ホワイトハウスが公の発言を通じて将来の政策に対する市場の期待に影響力を行使する動きだ。トランプ氏は利下げを公然と求め、次期議長選びでも自身の見解への同調を重視している。こうした状況下でのリスクは、市場が「行き先はすでに決まっている」と信じ始めてしまう点にある。

FRBが12月に公表した経済見通し（SEP）の中央値は、2026年の利下げが0.25%の1回にとどまることを示している。これは、トレンドに近い成長率、4.4%前後の失業率、目標の2%を上回って推移するインフレ率という基本シナリオを反映したものだ。この見通しが示すメッセージは明確だ。より急激な



景気減速が生じない限り、FRBが金融緩和を大きく進める余地は限られているということだ。

一方で、政治的圧力の方向は正反対だ。トランプ氏は大幅な利下げを強く求めており、その姿勢が変わる可能性は低い。ここでカギを握るのが労働市場である。インフレが高止まりすれば、FRBは自らが描いた政策路線に沿って慎重姿勢を維持できる。一方、失業率の上昇、労働時間の減少、そして賃金上昇の鈍化など労働市場が弱含めば、より積極的に利下げに動く必要が出てくる。

指導部の交代期にあるFRBは、大きな利下げを求める強い政治的圧力にも直面する中でも、金融緩和を限定的にとどめるサインを送っている。2026年は、世界で最も影響力の大きい中央銀行にとって難しい舵取りを迫られる年となりそうだ。

By Nicole Goodkind  
(Source: Dow Jones)

## 10. 2026年はIPO当たり年となるか

[経済関連スケジュール]

From SpaceX to Anthropic, 2026 Looks Like a Big Year for IPOs  
2022年の急落を経て、以降は回復基調に

スペースX、アンソロピック、オープンAI、データブリックス、xAIなど目白押し

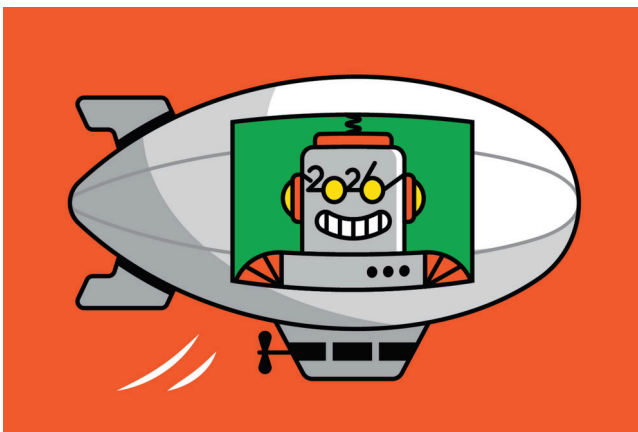


Illustration by Elias Stein

米国の新規株式公開（IPO）市場は、精彩を欠いた2024年を乗り越え、2025年には力強く息を吹き返した。IPO調査・投資運用会社ルネサンス・キャピタルによると、2025年にIPO価格が決まった企業は202社と、2024年から35%増加し、調達額も約440億ドルと、2024年比でほぼ50%増加した。しかもこれらは関税を巡る市場のボラティリティーや政府機関の閉鎖といった逆風の中での回復だった。

IPO市場を注視する関係者は、今年はさらに好調になるとみている。ルネサンスのアナリスト

は「足元の環境は安定し、次の革新を担う企業群が控えている。2026年には、長らく待ち望まれてきたIPO市場の回復基調が本格化すると楽観している」と語る。ルネサンスは、2026年に上場する企業数は200～230社に達し、調達額は400億～600億ドルに上る可能性がある」と試算する。

こうした流れを受け、資金を渴望する大規模な非公開スタートアップ、いわゆるユニコーン企業（評価額10億米ドル超の未上場企業）が、相次いで株式公開に踏み切る可能性がある。宇宙開発を手がけイーロン・マスク氏が率いるスペースXは300億ドルの資金調達を目指しており、実現すれば、2019年に290億ドルを調達したサウジアラビア国営石油会社サウジアラムコ<2223.サウジアラビア>を上回る、史上最大のIPOになる可能性がある。

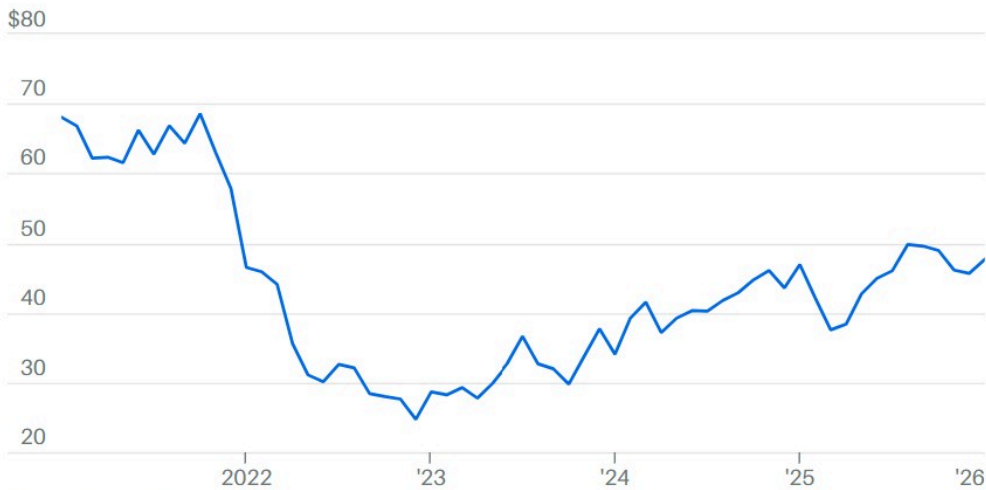
このほかにも、人工知能（AI）分野のスタートアップとしてアンソロピック、オープンAI、データブリックス、そしてマスク氏のxAIが控えている。非公開企業株の取引プラットフォームを運営するエクイ

ティゼンは、AI企業ではセレブラス、コヒシティ、ラムダ・ラボズがIPOを検討する可能性があり、暗号資産関連ではビットゴー、コンセンシス、クラーケンも候補に挙がるとしている。

もっとも、IPO市場の健全性は、株式市場全体の動向と密接に関連する。強気相場が続く限り、ユニコーン企業が次々この流れに加わるだろう。一方で、株式市場がつまずけば、これまでの前提は崩れ、先行きは不透明になる。

## The IPO Trade

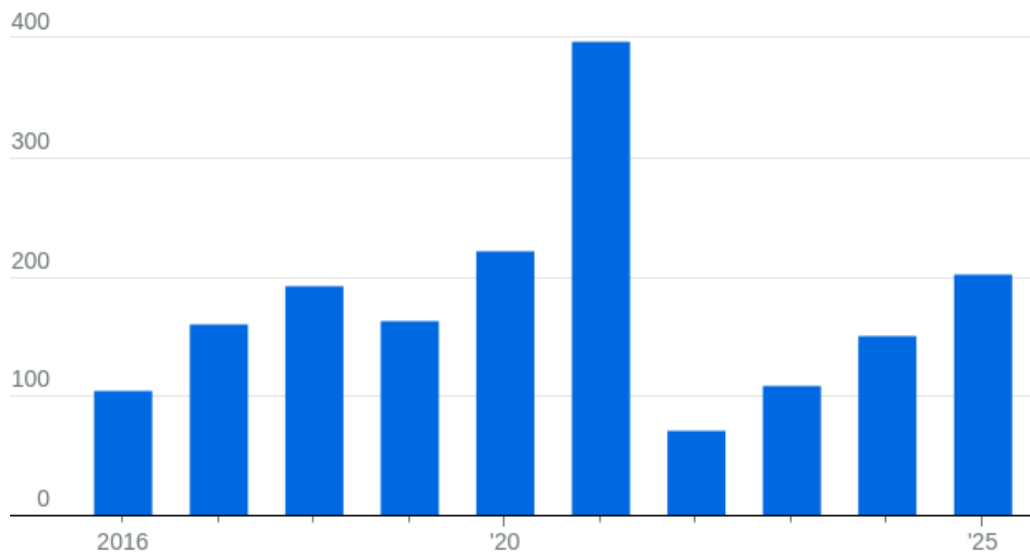
The Renaissance IPO ETF, which tracks an index of newly public companies, has swung significantly since 2020.



Source: FactSet

## Back to Life

U.S initial public offerings cratered in 2022 and have been rising ever since.



Source: Renaissancecapital.com

## 先週の出来事

### 市場動向

週明けの市場は、投資家が、南米ベネズエラのマドゥロ大統領夫妻を拘束した後の米国の対応を見通せない中で始まった。この影響で、原油や金、銀は荒い値動きとなる一方、ドルと石油関連株は上昇した。さらに、トランプ大統領が北極圏に位置するグリーンランドを米国が押さえる可能性に言及した。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は連日で最高値を更新したが、7日には主要株価指数が下落に転じた。こうした中で9日に米労働統計局（BLS）が発表した12月の雇用統計では、非農業部門就業者数は5万人増にとどまった。この結果、週間ベースでは、NYダウは前週末比2.3%上昇、S&P500指数は1.6%上昇、ナスダック総合指数も1.9%上昇した。

### 企業動向

ベネズエラが制裁対象の原油最大5000万バレルを米国に引き渡すと表明した一方、米石油メジャーは、米政府の保証がない限り、ベネズエラへの投資には慎重な姿勢を示した。防衛関連株は、トランプ氏が米航空防衛大手RTX<RTX>（旧レイセオン・テクノロジーズ）の国防総省向け契約削減に言及したことを受けて下落した後、防衛予算を50%引き上げる構想が示されると反発した。トランプ氏はまた、住宅購入における機関投資家の関与（プライベート・エクイティを含む）を禁止する意向を示し、連邦住宅抵当金庫（ファニーメイ）と連邦住宅貸付抵当公社（フレディマック）に対して2000億ドルの住宅ローン担保証券（MBS）の購入を指示した。情報技術分野では、半導体大手エヌビディア<NVDA>がドイツ自動車大手メルセデス・ベンツ<MBG.独>と自動運転技術の提携を発表し、また半導体大手アドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>が新型のAIチップを発表した。

### M&A（合併・買収）など

- ・スイスの資源大手グレンコア<GLEN.英国>と同業の英豪鉱業大手リオティント<RIO>は、経営統合の協議を再開した。
- ・豪鉄鋼最大手のブルースコープ・スチール<BSL.豪州>は、米鉄鋼大手スチール・ダイナミクス<STLD>と豪複合企業SGHからの88億ドルの買収提案を拒否したと発表。
- ・フィナンシャル・タイムズ紙によると、石油大手シェブロン<CVX>とプライベートエクイティ（PE）のクアンタム・キャピタルが、ロシア石油大手のルクオイル<LKOH.ロシア>の海外資産の買収を目指す。
- ・電力会社のビストラ<VST>は、同業コジェントリックス・エナジーを負債込み40億ドルで買収すると発表。
- ・メディア大手ワーナー・ブラザース・ディスカバリー<WBD>は、同業パラマウント・スカイダンス<PSKY>からの買収提案を再び退けた。

## 今週の予定

1月13日（火）

第4四半期の決算シーズンは、大手商業銀行の決算発表で幕を開ける。

13日にバンク・オブ・ニューヨーク・メロン<BK>とJPモルガン・チェース<JPM>、14日にバンク・オブ・アメリカ<BAC>、シティグループ<C>、ウェルズ・ファーゴ<WFC>、15日にブラックロック<BLK>、ゴールドマン・サックス・グループ<GS>、モルガン・スタンレー<MS>、16日にPNCフィナンシャル・サービスズ・グループ<PNC>とステート・ストリート<STT>で、週を締めくくる。



米労働省労働統計局（BLS）が12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2.7%の上昇で、11月の数字と同じ。また、変動の大きい食品とエネルギーを除くコアCPIも前年同月比2.7%上昇と見込まれ、11月の数字から0.1%ポイント上昇の見通し。

1月14日（水）

国勢調査局（商務省）が11月の小売売上高を発表する。市場予想は前月比0.4%増で、10月の横ばいから伸びが加速するとみられている。自動車を除いたベースでは前月比0.3%増と予想され、10月を0.1%ポイント下回る。

全米不動産業者協会（NAR）が12月の中古住宅販売件数を発表する。市場予想は、季節調整済み年率換算で423万戸と、11月から10万戸増える見通しだ。

## 統計と数字

380億ドル：2025年に米国の運用会社が企業のM&Aに投じた金額。2024年の約2倍に当たる。

6万5000人：2025年に米国で減少したと推計される製造業の雇用者数。前年の25万人増から一転した。

1580万台：コックス・オートモーティブが予測する2026年の米国の新車販売台数。2025年の1630万台から減少する見通し。（コックス・オートモーティブは、自動車購入情報サイトのケリー・ブルーブックを傘下に持つ。）

255件：2025年に世界で展開されたアクティビスト（物言う株主）によるキャンペーンの件数。2024年から約5%増加した。米国に限ると、キャンペーン件数は23%増となった。

By Paul R. La Monica  
(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』 2026/01/11

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 © 2026 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます