

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2026/01/18

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIJI PRESS



DOW JONES

1. ラウンドテーブルのメンバーが選ぶ30銘柄 - 30 Stocks to Buy in 2026, According to Our Roundtable Pros [ラウンドテーブル]
AIは企業と投資家にとってのゲームをどのように変えるのか
P.1
2. 債券投資家がAI関連社債を回避すべき理由 - AI Bonds Could Devour Credit Markets. Let Stock Investors Take the Risk. [フィーチャー]
アマゾン、メタなど大手ハイテク企業の社債発行が過去最高
P.20
3. 深刻な結果招くイラン発の石油ショック - An Iran Oil Shock Would Be Ugly. It Is Still a Live Risk. [コラム]
リスクは依然として現実的
P.23
4. 高配当銘柄の魅力とリスク - Stocks With Juicy Dividends Are Tempting. But How Risky Are They? [インカム投資]
配当利回りと債券利回りの比較が示す安全性
P.25
5. ハイテク株は依然として重要だが、他の銘柄にも注目すべき時 - Tech Still Matters. But It's a Good Thing More Stocks Are Rallying. [米国株式市場]
物色対象の広がりは上昇相場の継続を支える
P.27
6. FRBを揺さぶる政治の代償 - How the Attacks on the Fed Could Backfire. [経済政策]
統制色を強めるトランプ政権の経済運営
P.29
7. 市場の注目は大型ハイテク株に集まるが、小型株の好調は持続するか - While Big Tech Gets the Headlines, Small-Caps Are Rallying. Will It Last? [投資戦略]
小型株のパフォーマンスには持続性があり、利下げも追い風
P.32
8. メタ、AIインフラ構築に10年間で1兆ドル超を投資へ - Meta Triples Down on AI. It Could Be a Wild Ride for the Stock. [ハイテク]
投資家は悪材料と受け止める可能性がある
P.34
9. Netflixが従来型ハリウッドモデルを終わらせて、IMAX株は揺るがない - Netflix Is Ending Hollywood as We Know It. IMAX Stock Will Be Just Fine. [米国株式市場]
ワーナー・ブラザース争奪戦の結果にかかわらず、IMAXには高評価に値する
P.36
10. 金利上限規制がクレジットカード特典をしぼませる構図 - How a Rate Cap Would Shrink Credit-Card Rewards [経済関連スケジュール]
影響試算 カード金利10%上限の余波
P.38

※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. ラウンドテーブルのメンバーが選ぶ30銘柄

30 Stocks to Buy in 2026, According to Our Roundtable Pros

AIは企業と投資家にとってのゲームをどのように変えるのか

[ラウンドテーブル]

第2回ラウンドテーブル



Photograph by Jake Chessum

1月5日に開催された2026年のラウンドテーブルでは、11人のパネリストが投資環境と推奨銘柄について議論した。全3回の2回目となる今週の記事では、5人の専門家が30銘柄を紹介する。推奨銘柄には非常に有名な企業もあれば、全く知られていない企業もある。ほとんどの企業に共通するのは株式が過小評価されているということだが、年半ばに向かうにつれて、妥当な評価に近づく可能性は十分にある。

今回の紹介者は、デュラブル・キャピタル・パートナーズの最高投資責任者（CIO）のヘンリー・エレンボーゲン氏、ロンドンのJスター・アンド・カンパニーのCIOであるクリストファー・ロスバッハ氏、イーグル・キャピタル・パートナーズのゼネラル・パートナーのメリル・ウィトマー氏、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のデービッド・ジルー氏、バルナッソス・インベストメンツのCIOのトッド・アールステン氏だ。

エレンボーゲン氏の推奨銘柄

エレンボーゲン氏：人工知能（AI）の力強い設備投資サイクルは過去3年間の市場をけん引してきた。当社が投資する企業では、AIが生産性の向上を促していることは明らかだ。当社はAIを利用してコストを削減し、収益を生み出している企業を探している。また、最終市場の成長分の30%以上を獲得している企業が理想的だ。

当社は2020年、フードデリバリー大手ドアダッシュ<DASH>が未上場時代に実施した最後の資金調達ラウンドを主導した。そのため、ドアダッシュのことはよく知っている。ドアダッシュの共同創業者兼最高経営責任者（CEO）のトニー・シュー氏は、顧客、従業員、事業への投資に関して適切な長期的視点を持っている。しかし、過剰なAI投資への懸念によって、株価は第4四半期に大幅に下落した。

ドアダッシュは業界で支配的な地位を占めており、典型的な規模の経済とネットワーク効果を有する。成功するには、より多くの飲食店と顧客を集める必要がある。飲食店と顧客が集積することでネットワーク効果が強まり、ドライバーにとっても配達効率の向上という恩恵が生じる。ドアダッシュは世界クラスのテクノロジープラットフォームを擁し、売上高の成長加速とコスト削減のためにAIを活用している。

本誌：ドアダッシュの市場シェアは。

エレンボーゲン氏：米国で約70%のシェアを有する。業界の成長余地は大きい。昨年、多くの飲食店の売上高は低調だった。しかし、ドアダッシュの中核である米国事業では、通年の総取扱高（GMV）

と注文の伸びが横ばいか、あるいは加速した。

広告事業は、利益率の高い収益を生み出す好機だ。GMVの約1.5%は広告を通じて収益化されている。当社は、利益率が高いまま、この比率が数倍に上昇すると予想している。

ドアダッシュは直近の決算説明会で、事業を単一のグローバルプラットフォームで標準化するために数億ドルを投資すると発表した。アマゾン・ドット・コム<AMZN>も2000年代初めに同じことをした。私はドアダッシュとアマゾンに多くの類似点があるとみている。ドアダッシュは海外で2社を買収しており、成長と効率性向上の両方の観点からプラットフォームを標準化しようとしている。

当社はこの投資が今後12~15カ月で完了するを考えている。それにもかかわらず、今年の内部増収率は約20%となる見込みだ。株価は2027年予想利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）倍率で15倍、予想キャッシュフロー倍率で20倍台前半に相当する。当社の業績予想には海外事業の利益を織り込んでいないが、ドアダッシュは海外でも多くの利益を生み出すだろう。株価は今後2年間で325~390ドルとなる可能性がある。

Q：AIに関連する部分は。

エレンボーゲン氏：プラットフォームだ。シューCEOは2022年にメタ<META>の取締役に就任した。メタがAIを活用して研究開発（R&D）プロセスを再建し、パーソナライズド広告で顧客を狙い撃ちにする様子を最前列で見ていたはずだ。これはドアダッシュの広告収入が大きく伸びている一因だろう。その成長率は年70%以上という推定もある。

ドアダッシュのフードデリバリー事業のシェアはやや上昇するとみられるが、投資の肝はそこではない。重要なのは、食料品や他の小売商品の配送など、より多くのサービスを含む形で事業が拡大することだ。ドアダッシュの上位10%の顧客は、フードデリバリーに限らず、サービスの利用率が上昇している。このビジネスは利用者拡大の初期段階にある。

次の推奨銘柄は南米のeコマース企業であるメルカドリブレ<MELI>だ。メルカドリブレのように物



Henry Ellenbogen/ Photograph by Jake Chessum

Henry Ellenbogen's Picks

| Company / Ticker | Price 1/2/26 |
|------------------------|--------------|
| DoorDash / DASH | \$219.79 |
| MercadoLibre / MELI | 1,973.70 |
| XPO / XPO | 138.79 |
| RBC Bearings / RBC | 458.79 |
| Shift4 Payments / FOUR | 62.68 |

Source: Bloomberg

流施設を有するeコマース企業は、世界中で配送時間を短縮している。この点で最も優れているのは韓国の同業のクーパン<CPNG>だ。

私はメルカドリブレが上場した2007年から同社を追っている。主要な拠点はアルゼンチンとウルグアイにある。今月、共同創業者のマルコス・ガルペリン氏がCEOから会長に退き、商務部門責任者のアエル・ザルフュテイン氏が新CEOに就任した。投資家はトップの交代を心配する必要はない。

ガルペリン氏は在任中に株主の資産を年30%のペースで複利成長させた。アマゾンのように物流施設を有する支配的なeコマース企業の株価は、数十年にわたって上昇する。クーパンとメルカドリブレも同様だろう。

メルカドリブレは主にブラジル、メキシコ、アルゼンチンで事業を運営する。商品の取扱数量の内部成長率は30%超だ。中南米は他の地域よりもeコマースの普及率が低い。メルカドリブレは5~6年ほど前にフルフィルメント（受注から配送までの一連の業務）への投資を始めたばかりだ。フルフィルメントが改善すれば、配送のスピードだけでなく、顧客体験の質も高まる。また、当セグメントを巡る議論は短期的なものだ。

Q：議論とは。

エレンボーゲン氏：シンガポールのインターネット企業シー<SE>の傘下にあるオンラインマーケットプレイスのショッピーがブラジルで攻勢を強めている。メルカドリブレはこれに応じて、フルフィルメントをさらに強化し、ショッピーと競合するほとんどの分野で手数料を引き下げている。しかし、株式市場は的を外している。両社共に、現地企業やアマゾンからシェアを奪い続けているのだ。

メルカドリブレのように、ある地域で支配的な地位にあるeコマース企業には魅力的な商品がある。一つ目は広告だ。広告はeコマース事業の取扱数量よりも速いペースで成長している。メルカドリブレの広告がGMVのわずか2.3%であることを踏まえると、成長余地は大きい。

もう一つのけん引役は金融サービスだ。中南米には、銀行が寡占状態にあり、顧客へのサービスが不十分な地域がある。メルカドリブレは加盟店と顧客の双方との関係を生かし、魅力的なペースで、かつ魅力的な収益性を維持しながら成長している。単一の共通したテクノロジープラットフォームで事業を運営しており、顧客へのサービス費用が低く、データに関して既存の銀行よりも優位性がある。

今後3年間の内部増収率は年20%以上、増益率は30%以上になると当社は考えている。株価収益率（PER）が25~30倍となった場合、株価は直近の1970ドルから2倍に上昇する可能性がある。

Q：次の銘柄は。

エレンボーゲン氏：2025年のミッドイヤー・ラウンドテーブルで推奨した物流企業エックス・ピー・オー<XPO>を再び推奨する。当社は常に小口貨物輸送（LTL）業界を選好してきた。エックス・ピー・オーはトラックとサービス文化に投資しており、より良い企業になるためのインフラと人的資本を生み出している。マリオ・ハリクCEOはマサチューセッツ工科大学（MIT）で学んだ情報技術エンジニアで、エックス・ピー・オーの基幹システムを再建した。

エックス・ピー・オーは直近四半期で輸送量が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。その方法は、ハイテクツールによって、肉体労働と人間の判断を向上させ

したことだ。今後2~3年間でエックス・ピー・オーの利益は大幅に増加し、予想PERは25~30倍となり、20%以上の年率リターンを生み出す可能性がある。

私が昨年推奨した精密機器メーカーのRBCペアリングス<RBC>は好調だった。今年も推奨する。製造業、特に防衛や航空宇宙などの必要不可欠な産業を米国に取り戻すことは非常に重要だ。しかし、米国が世界の製造業に占めるシェアは過去25年間で26%から16%に低下している。航空機メーカーのボーイング<BA>や国防総省は、機器を適時に提供できる優良なサプライヤーを見つけるのに苦労している。RBCペアリングスは極めて重要な製品を製造しており、70%の製品について唯一のサプライヤーとなっている。例えば、原子力潜水艦が検知されないようにするための静音バルブなどの製品を製造している。売上高の約90%は米国からのものだ。

RBCには追い風が吹いている。ボーイングと同業のエアバス<AIR.フランス>は生産を拡大しており、RBCの製品を良い値段で購入している。さらに、RBCは昨年、流体制御機器などを製造するバッコ・インダストリーズを買収した。これはRBCの製品の幅を広げる素晴らしいディールだ。

私が昨年、RBCを推奨した当時の受注残は8億2500万ドルだった。現在の受注残は約20億ドルで、主に防衛事業の成長を反映している。RBCの航空宇宙・防衛事業は年末までにキャッシュフローの50%を占めるとみられる。市場はRBCが10%台半ばのペースで成長する可能性があることを認識するだろう。RBCはM&A（合併・買収）を通じて大きな付加価値を生み出しており、健全なバランスシートを有する。

製造業が回復すれば、状況はさらに良くなるはずだ。RBCは近年、製造業購買担当者指数（PMI）の上昇という追い風がなかったにもかかわらず、利益を複利成長させている。当社は、RBCの2028年の1株当たり利益（EPS）が19~20ドル近くとなり、PERが現在の水準を維持するか、または上昇すると考えている。航空宇宙サプライヤーのバリュエーションの平均はRBCを約20%上回っている。

最後に、決済業界は昨年、圧力にさらされていた。個人消費は不安定で、決済ソリューション企業ファイサーブ<FISV>は投資家の期待を大きく裏切った。私の推奨銘柄は2020年に上場した決済ソリューション企業シフト4ペイメンツ<FOUR>だ。創業者は、昨年12月までCEOを務め、米航空宇宙局（NASA）長官に就任するために退任したジャレッド・アイザックマン氏だ。当初は主に外食業界向けにサービスを提供していたが、現在は収益の50%をより優良な事業から獲得している。

その一つはスタジアムだ。シフト4は小売り、飲食、発券業務を処理するためのソフトウェアと決済サービスを提供する。また昨年には、免税店向け決済サービスを手掛けるグローバル・ブルーを買収した。グローバル・ブルーはこの分野で70%の市場シェアを有するが、さらにシェアを拡大しており、シフト4の収益の25%に貢献している。依然として収益の約50%を占める外食向け事業も、買収によらず成長している。近年の事業構成の改善によって、EBITDAのフリーキャッシュフロー・コンバージョン率は50%に達している。

シフト4は昨年、20%台半ばのペースで成長したにもかかわらず、2026年予想PERはわずか10倍にとどまっている。10億ドルの自社株買いを発表しており、時価総額は約60億ドルだ。アイザックマン氏の退任に伴い、Cクラス株式を廃止し、普通株式のみの資本構成に移行するとみられることは好材料だ。われわれは新CEOのティラー・ローバー氏を昔から知っている。優秀な人物だ。

シフト4の株式は、バリュエーションが上昇しなくとも、2026年12月までに25%のリターンを生み出す可能性がある。市場がシフト4の事業構成をより適切に評価すれば、2027年予想PERは11～13倍となるだろう。その場合、年末の株価は90～106ドルとなり、1年間のリターンは40～60%だ。

ジルー氏の推奨銘柄



David Giroux/ Photograph by Chris Floyd

成長が止まったためだ。2025年半ばにわれわれが行った2027年予想利益を前提としたサム・オブ・ザ・ペーツ（SOTP）分析では、株価は40ドルまで上昇する可能性があったが、既に30ドル台半ばに達しており、大きな魅力はなかった。

ところが8月、キューリグは低成長の欧州コーヒー事業会社JDEピーツを約150億ユーロ（175億ドル）、企業価値（EV）／EBITDA倍率13倍で買収し、2026年末にグローバルなコーヒー事業と北米中心の清涼飲料水事業という二つの上場会社に分割すると発表した。これが投資家の不興を買い、株価は急落し、キューリグは90億ドル超の時価総額を失った。その結果、SOTP分析の観点からすれば魅力的な投資機会が生まれた。

Q：アップサイドについて具体的に。

ジルー氏：清涼飲料水事業は生活必需品セクターで最も有望な分野の一つで、1桁半ばの内部成長率を期待でき、為替リスクも限定的だ。コーヒー事業には7～8倍という低水準のEV／EBITDA倍率を、清涼飲料水事業には18倍（飲料大手ペプシコ＜PEP＞とコカ・コーラ＜KO＞の中間）を適用すると、年

Q：ジルー氏に移りたい。

ジルー氏：われわれは何よりもリスク・リターンを重視している。われわれはS&P500指数の今後5年間の平均リターンを約6.8%と予想しているが、私の推奨銘柄は内部収益率がS&P500指数の2倍超で、市場よりも低ボラティリティーだ。その多くが経営上の固有のオプションを保有しており、すべてが公益事業、ヘルスケアまたは生活必需品セクターに属している。今、AIバブルの最中かどうかは分からぬが、われわれが社内で使用している「キャピタル・アプリケーションAI指数」はこの2年間で10%超の下落を5回経験した。そうした下落局面でもこれらのセクターのリターンはプラスだった。

最初の推奨銘柄は飲料メーカーのキューリグ・ドクター・ペッパー＜KDP＞だ。時価総額は380億ドル、2026年予想PERは13倍弱、配当利回りは3.3%。数年前に売却した銘柄だが、12月に再取得した。

過去3年間にわたり、キューリグの株価は毎年下落した。清涼飲料水事業は1桁半ばで成長し、市場シェアを拡大したものの、コーヒー事業の

David Giroux's Picks

| Company / Ticker | Price 1/2/26 |
|----------------------------|--------------|
| Keurig Dr Pepper / KDP | \$27.73 |
| Cytokinetics / CYTK | 61.73 |
| Arcellx / ACLX | 63.34 |
| Apogee Therapeutics / APGE | 75.78 |
| Vaxcyte / PCVX | 46.46 |
| Dyne Therapeutics / DYN | 18.50 |
| BioNTech / BNTX | 96.69 |
| Starbucks / SBUX | 83.97 |
| NiSource / NI | 42.16 |
| CenterPoint Energy / CNP | 38.73 |
| Becton Dickinson / BDX | 194.94 |

Source: Bloomberg

末の株価は34～36ドルとなる。配当利回り3%を考慮すれば、29%のアップサイドとなる。清涼飲料水事業のEV／EBITDA倍率は今後さらに上昇する可能性がある。

さらに、二つの経営上のオプションがある。まず、キューリングはヨーグルトメーカーのチョバーニ（最近の評価によれば企業価値200億ドル）の約5%を保有しており、これを売却して債務の返済に充てることができる。より重要なオプションは、ペプシとキューリングの北米飲料資産の統合によるボトリングと流通の合弁事業設立だ。流通経路の大幅な合理化と両社合計で5億ドル以上のシナジーが期待できる。実現すれば、恐らく1株当たり5ドル相当の価値が創出される。

エレンボーゲン氏：われわれはチョバーニの株式を保有している。チョバーニは製造・流通基盤の構築に尽力したほか、CEOも極めて優秀だ。株式公開をした場合、ジルー氏の評価額を上回る可能性がある。

ジルー氏：ティー・ロウ・プライスもチョバーニの株式を保有しているが、同感だ。

次に注目するのは、今後10年間に主要医薬品の特許切れが相次ぐことで生まれる後発医薬品（ジェネリック）市場の大きな成長機会だ。米製薬大手メリク＜MRK＞のがん治療薬「キイトルーダ」が2028年、デンマーク製薬大手ノボ・ノルディスク＜NVO＞の最初のGLP-1薬が2031年、米製薬大手イーライライリー＜LLY＞のGLP-1薬「マンジャロ」が2030年代半ばだ。バイオシミラー（バイオ後続品）やジェネリックにとって4000億～5000億ドルの市場規模となり得る。

複数の投資アプローチが考えられるが、ここでは今後3年内に多額のプレミアムを乗せて買収される可能性が高いバイオテクノロジー企業を6銘柄紹介する。製薬大手は特許切れによる減収を補うため、多くの買収を必要としている。規制の動向に対する製薬大手の懸念は緩和されている。そして今後5～10年間でイーライライリーは途方もない金額のキャッシュフローを創出する見込みだ。これはバイオテクノロジー企業の買収にとって完璧な環境だ。最近のディールでは複数の買い手が名乗りを上げている。

6銘柄とは、ミッドイヤーラウンドテーブルで推奨した心血管疾患治療薬のサイトカインティクス＜CYTK＞、自己免疫疾患治療薬のアーセレックス＜ACLX＞、炎症・免疫疾患治療薬のアポジー・セラピューティクス＜APGE＞、ワクチン会社のバクサイト＜PCVX＞、遺伝性神経筋疾患治療薬のダイン・セラピューティクス＜DYN＞およびドイツのバイオ医薬品企業ビオンテック＜BNTX＞だ。

次の推奨銘柄はコーヒーチェーン大手のスターバックス<SBUX>だ。米国を象徴する企業でありながら、長年にわたり適切な経営が行われなかつたという点で、複合企業ゼネラル・エレクトリック<GE>に重なる。しかし、優秀なCEOを迎えると、業績回復の可能性が高い。

経営判断に数多くのミスがあった。顧客体験を平凡なものにしてしまった、来店客が集中する時間帯に店舗の人員を削減した。集客のために大幅な値引きを行つたが、プレミアム商品を扱うには不適切だった。米西海岸や北東部で過剰な新規出店を行う一方、中西部や南東部では十分な出店を行わなかつた。ブライアン・ニコル新CEOはこうしたすべての誤りを修正中だ。

Q：これまでの改善をどのように評価しているか。

ジルー氏：ピーク時の人員を増やし、注文処理時間の短縮を図っている。店舗の離職率も過去最低水準となっている。顧客に笑顔で接するなどの単純な行動変革が顧客価値を高めている。プロテインやフォーム（泡）を中心としたメニュー改革を実施中で、食品メニューの改革も予定されている。

業績回復が一夜にして成るとは思わないが既存店の売上高が3～4%の成長軌道に復帰すると考える十分な理由がある。利益率は2019年度の17%がピークで、現在は10%だ。ニコルCEOとそのチームが積極的な販促を止めるという苦渋の決断を下したため、利益率は上昇するはずだ。利益率が過去最高記録を更新すると考える十分な理由がある。多くの疑問が残っているが、スターバックスがわれわれの予測期間である2031年までに営業利益率18.5%とEPS約6ドルを達成する可能性は十分にある。これは、現在84ドルの株価が150～180ドルに上昇し、配当利回りが2.8%になることを意味する。

ミッドイヤーラウンドテーブルで、2025年は生活必需品よりも公益事業の方が魅力的だという話をしたが、公益事業のトータルリターンが16%だったのに対し生活必需品は4%だった。今後5年間の利益成長率は、公益事業が生活必需品を年3%ポイント上回るとみている。昨年後半、価格高騰問題もあり、公益企業はプレッシャーを受けていた。特に深刻だったのが、送配電網運営会社PJMが担当する地域（ニュージャージー州、メリーランド州、ペンシルベニア州、イリノイ州など）だ。これらは規制対象外の電力市場であり、事前に設定された自己資本利益率（ROE）ではなく、需給によって発電コストが決まる。

データセンターで需要が急増するまで問題はなかった。需要急増により全地域で電力価格が大幅に上昇し、供給側が電力価格引き下げのために発電能力を増強することはなかった。一般論として言えば、規制のない電力市場は顧客に不利となる。規制電力事業者よりも低コストで電力を供給できるという前提に立っているが、誤りだ。なぜなら規制事業者の方が資本コストがはるかに低いからだ。

Q：推奨銘柄は規制対象の公益企業ということか。

ジルー氏：そうだ。われわれは規制市場であるインディアナ州で事業を展開しているナイソース<NI>に投資している。州知事は企業に好意的で、2024年末時点のキロワット時当たりの電気料金は全米平均を12.5%下回っている。また、州の公益事業委員会は革新的で、住民を置き去りにされるリスクから保護しつつ、データセンター開発を加速させる枠組みを構築している。アマゾンが巨大なデータセンターを建設中だが、住民にとっては今後15年間で約10億ドル（1世帯当たり月7ドル）の電気料金負担削減になる見込みだ。このアマゾンとの合意により、ナイソースのEPS成長率は8%から9.5%へ上昇する見込みだ。ナイソースの担当地域で今後さらに2～3ギガワット（GW）の発電能力増強を見込んでいる。これにより、顧客にとってはさらに10億ドルの節約となり、雇用と地域の税収が増加する可能性が高い。これは、2026年から2034年にかけてのナイソースのEPS成長率が約11%に達することを

意味する。配当利回り2.6%を考慮すると、トータルリターンは13~14%となる。PERは現在20倍だ。

ヒューストンを拠点とする公益企業センター・エナジー<CNP>も魅力的だ。EPS成長率は年9%、株式のトータルリターンは10%台前半だ。米国でも特に成長が著しい地域で事業を展開している。PERは20倍を下回っている。2028年まで電気料金改定の予定がないという点で、センターポイントは公益企業の中でもユニークな存在だ。テキサス州の電気料金は全米平均を約25%下回っており、その点でも懸念は少ない。

最後の推奨銘柄は、以前ラウンドテーブルで推奨したことがある医療機器大手のベクトン・ディッキンソン<BDX>だ。過去5年間の株価パフォーマンスは期待外れだったが、原因は七つある。

Q：その七つの原因とは。

ジルー氏：2020年初頭の輸液ポンプシステム「アラリス」のリコール（回収・無償修理）、コロナ禍による打撃、中国の大量購買（VBP）による販売単価低下、ライフサイエンス機器銘柄の株価低迷、関税（S&P500指数構成銘柄中、最も打撃を受けた企業の一つ）、訴訟による支出の増加（フリーキャッシュフローが減少し、自社株買いの妨げとなった）、医薬品システム事業のワクチン売上高減少だ。

アラリスのリコールとコロナ禍は過去の話だ。中国のVBP問題は2026年には過去の話になるだろう。売上高に占める中国の比率は8%をピークに減少し、2027年には4%を下回る見込みだ。これが内部成長にとって大きな逆風となっていた。ベクトンはライフサイエンス事業を分離・独立させ（評価額はEBITDAの20倍）、分析機器メーカーのウォーターズ・コーポレーション<WAT>と統合させる手続きを進めている。関税は2026年の予想に完全に反映されており、関税対策も順調に進んでいる。ワクチンが2026年および2027年の売上高に占める割合は2%まで低下する見込みだ。今後は恐らくマイナス要因よりもプラス要因の方が多くなるだろう。最後にフリーキャッシュフロー・コンバージョン率は2027年に90%を超える見込みだ。つまり、この5年間、ベクトンの重荷となっていた要因すべてが、今や過去の話となったか著しく軽減されている。

2月、ベクトン・ディッキンソンはバイオサイエンス・診断ソリューション部門をリバース・モ里斯・トラスト（RMT）方式でウォーターズに統合させる。この取引を調整した後のベクトンの株式の価値は1株当たり約140ドルと2027年度予想EPSの10倍を下回る。配当利回りは約3%となる。ベクトンはウォーターズから40億ドルの配当を受け取り、5~10%の自社株を買い戻す予定だ。

また、医薬品システム事業も展開している。2027年度は売上高26億ドル、EBITDA 9億ドルを見込み、市場シェアは業界2位の5~6倍に達する。同事業の中で最も魅力的なのがバイオロジクス事業で、2027年度の医薬品システム事業売上高の約60%を占め、2030年度には約70%を占める見込みだ。今後10年間で、GLP-1バイオシミラー分野の勝者となるはずだ。また、ワクチン事業が売上高に占める比率は2027年に10%台前半~半ばまで低下する見込みだ。

医薬品システム部門のEV/EBITDA倍率は10倍台後半~20倍台半ば。業界再編が極めて有効な分野であり、スピノフ（分離・独立）やRMTといった経営オプションの価値は約200億~250億ドルに上る。この事業を分離すると、残るベクトンのPERは6~7倍と予想される。

素晴らしいのは、最も利益率が高い部門の成長率が最も高く、ベクトン・ディッキンソンの利益率成長を支えていることだ。

スコット・ブラック氏：ベクトン・ディッキンソンはヘルニア修復用メッシュを巡る訴訟を抱え、米国内では大半の訴訟について和解が成立した。こうした状況が株価を圧迫していないか。

ジルー氏：素晴らしい質問だ。2026年以降は問題にならないだろう。過去の訴訟に関連した支出がいくらかあるにもかかわらず、フリーキャッシュフロー・コンバージョン率は70～80%と競合企業を上回っており、2027年度は90%近くまで上昇する見込みだ。医薬品システム事業を売却すれば、残るベクトンのフリーキャッシュフロー・コンバージョン率は100%に近づくだろう。

医薬品システム事業を残す場合、ベクトンのPERが10倍なら、年間4%超の自社株買いが可能であり、タックイン買収（小規模買収）を行ったとしても、年12%のEPS成長が可能だ。配当利回り3%を考慮すると、10%台半ばのリターンとなる。医薬品システム事業を売却する場合、ベクトンのPERが10倍なら、EPS成長率は約11%、リターンは14%となる。現在の株価が極めて割安なため、経営陣と取締役会は自社株買いを積極的に進めることで一致している。

■ ウィトマー氏の推奨銘柄



Meryl Witmer/ Photograph by Jake Chessum

ウィトマー氏：最近買収を実施した3社を推奨する。どれも、特殊事情が株価に反映されている「スペシャル・シチュエーションズ」に該当する銘柄だ。

カクタス<WHD>は石油・ガス業界に製品を提供しており、圧力制御機器とスプール機器（工場であらかじめ加工した配管ユニット）の2部門を有する。株価は47ドル、発行済み株式数は8000万株だ。圧力制御機器部門が製造する坑口装置システムは、油井の地表部分に設置される極めて重要な機器だ。採掘・生産機器を支え、石油・ガスの流れを制御し、漏えいや噴出を防止する。カクタスの製品設計は競合他社よりも安全で優れていると見なされている。

スプール機器部門は3年前に買収した。「フレックススチール」という製品は、鉄の強度と高密度ポリエチレン（HDPE）の耐腐食性を兼ね備える。従来の溶接パイプの代替品で、コスト効率に優れており、石油・ガスや水などの輸送に適している。特にサワー原油（硫黄の含有量が多い原油）の輸送に適している。

カクタス製品は、米国の油田では浸透率が高いが、海外では違う。また、各プロジェクトで個別の規制承認が必要とされる川中（輸送と備蓄）事業でも、浸透率は十分ではない。幅広い承認が与えられれば好材料となるだろう。

Meryl Witmer's Picks

| Company / Ticker | Price 1/2/26 |
|--------------------------------------|--------------|
| Cactus / WHD | \$47.03 |
| Allison Transmission Holdings / ALSN | 98.94 |
| Coats Group / COA.UK | GBp83.60 |

Source: Bloomberg

カクタスは今年初め、油田サービス会社ベーカー・ヒューズ<BKR>の坑口装置システム事業の持ち分65%を現金3億4500万ドルで取得しており、残りの持ち分を買収する権利も持っている。負債はほとんどない。ベーカー・ヒューズの事業の売上高の約85%は中東からのものだ。この事業は長年、市場シェアを失い続けているが、カクタスはコスト削減と市場シェアの回復に関して素晴らしい仕事をするだろう。

今後数年間の1株当たりフリーキャッシュフローは4ドル、2028年の1株当たりネットキャッシュフローは約8ドルとなる見込みだ。しかし、ベーカー・ヒューズの市場シェアが拡大すれば上振れもあり得る。ベーカー・ヒューズは中東の国営石油会社と取引関係があり、フレックススチールがそうした地域で本格展開されれば多く成長する余地がある。

将来的には、カクタスのフリーキャッシュフローは4ドルを大幅に上回ることも考えられる。ベネズエラ産原油は硫黄の含有量が多く、パイプラインが劣化しているため、フレックススチールが導入される可能性がある。

Q：投資ストーリーのリスクは。

ウィトマー氏：石油業界は変動が激しい。油井の掘削数は、現在の中程度または低い水準から増加するとは想定していないが、減少する可能性はある。とはいえ、カクタスは質の高いフリーキャッシュフローを生み出しており、優れた経営陣と差別化された製品を有する。こうした観点からも、現在の株価水準は魅力的だ。

次の推奨銘柄は車両用トランスマッションメーカーのアリソン・トランスマッション・ホールディングス<ALSN>だ。株価は約98ドル、発行済み株式数は8500万株、時価総額は80億ドルだ。今年初めに自動車部品メーカー、デーナ<DAN>のオフロード部門の買収を完了したこと、負債は44億ドルとなっている。

アリソンは、クラス6～8のトラックに搭載される中・大型完全自動トランスマッションの世界最大のメーカーである。市場シェアは約75%、EBITDAマージンは30%台半ば、税引き前の資本利益率は20%台半ばだ。物流トラック、ごみ収集車、建設車両、バスなど、さまざまな車両にアリソンの製品が搭載されている。防衛関連事業も好調だ。

アリソンは元々、自動車大手ゼネラル・モーターズ<GM>の一部だったが、2007年にプライベートエクイティに売却され、2012年に上場した。上場以降、事業を成長させ、負債/EBITDA倍率を3.5倍から2倍（2025年時点）に引き下げつつ、発行済み株式の65%を購入してきた。

デーナから買収した事業は、建設、林業、農業用などの車両向けにパワートレインを提供する。この買収はアリソンの事業を強力に補完しており、アリソンは海外の素晴らしい製造拠点を獲得している。買収により、主力事業の中長期的な成長見通しが押し上げられるだろう。アリソンは27億ドルでデーナの事業を買収した。当社はコストシナジーを1億2000万ドル、EBITDAを5億2000万ドルと推定

している。

アリソンの北米以外でのシェアは5%弱だ。経営陣は、デーナが4000人以上の従業員と五つの製造拠点を有するインドでの事業に大いに期待している。2027年と2028年のEPSは、買収後ベースでそれぞれ1ドル以上と12ドル以上になる見込みだ（2025年のプロフォーマ予想は8ドル）。株価は今後2～3年間で50%上昇する可能性がある。

Q：3番目の銘柄は。

ウィトマー氏：英国の繊維メーカー、コーツ・グループ<COA.英國>だ。昨年のミッドイヤー・ラウンドテーブルでも推奨した。コーツは衣料、フットウェア、ハンドバッグ向け高級繊維のグローバルリーダーだ。ローテクだと思うかもしれないが、繊維は最終製品の品質を左右する重要な要素だ。コーツの顧客は、丈夫で色に一貫性がある製品を素早く補充することができ、世界中に拡大できるサプライヤーを必要としている。

アリソンやカクタスと同様に、コーツも多額のキャッシュフローを生み出している。昨年10月には高級インソールメーカーのオーソライトの買収を完了した。買収後、コーツのデビッド・パジャCEOは個人として大量の自社株を購入した。オーソライトの市場シェアは約36%だ。

コーツは既にスポーツ用シューズ市場に製品を提供している。オーソライトの技術はコーツにとってプラスとなる可能性がある。その第一はカーボンファイバー・インソールだ。コーツによれば、オーソライトが開発したテクノロジーは、アスリートのパフォーマンスを支え、向上させることに関して、既存のカーボンファイバー・インソールよりも優れている。

オーソライトはミッドソール（靴底の中間部分）ブランドの「サークル」のメーカーでもある。サークルは生分解性で、リサイクル素材を30%使用している。スニーカーは上側と下側で買い手が異なるが、コーツは双方と関係を持っているため、サークルをブランドスニーカーに導入する助けになるはずだ。

コーツの2027年のEPSは9ペンス、1株当たりフリーキャッシュフローは10ペンスになるだろう（オーソライトの新製品による寄与を除く）。当社はコーツがPER15倍に値すると考えており、株価は今後数年間で直近の84ペンスから140～150ペンスに上昇するとみている。新製品によって成長率が高まれば、バリュエーションに変革が起きる可能性がある。

ロスバッハ氏の推奨銘柄

本誌：次はロスバッハ氏。

ロスバッハ氏：まず、当社の投資アプローチについて簡単に触れたい。Jスター・アンド・カンパニーはロンドンに拠点を置く独立系資産運用会社で、ニューヨーク、チューリッヒ、マルタにもオフィスを構える。私はジェローム・スターとともに2012年にこの会社を共同で設立し、主力とするグローバル株式投資戦略「ワールド・スターズ・グローバル・エクイティ・ストラテジー」を運用している。これは当社が長期保有する20～30銘柄に集中投資する。年間の売買回転率は約10～15%だ。

当社にとって「質」は不可欠な条件である。当社が重視するのは、成長産業の中で持続可能な競争優位性を持ち、価値創造の実績を持つ経営陣が率い、かつどんな逆境にも耐えられる強固な財務基盤を備えた企業を探す。この定義が当てはまる典型的な企業はテクノロジー、消費財、ヘルスケア、一部の



Christopher Rossbach / Photograph by Jake Chessum

Christopher Rossbach's Picks

| Company / Ticker | Price 1/2/26 |
|--|--------------|
| SAP / SAP | \$236.92 |
| ASML Holding / ASML | 1,163.78 |
| Nestle / NSRGY | 99.02 |
| LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton / LVMUY | 150.84 |
| Nike / NKE | 63.28 |

Source: Bloomberg

(ROI) の向上を実現させることを意味する。AIの活用範囲がさらに拡大するにつれ、SAPは毎年1%ポイントの利益率上昇が可能になる。これは年率15%を超える利益成長を支え、「40の法則」にも合致する。

資本財セクターに属することが多い。

当社は、AIが生活や働き方を大きく変革すると考えている。その潜在力を完全に引き出すために必要なコンピューティング能力、エネルギー、アプリケーション、データはまだ十分に得られていないが、いずれ整うだろう。半導体大手のエヌビディア<NVDA>は当社の最大の保有銘柄であり、アルファベット<GOOGL>、アマゾン、メタも選好する。こうした企業のバリュエーションは依然として、妥当と考えている。

しかし、英国の資産運用会社として、米国以外のテクノロジー企業と株式を取り上げたい。ドイツのソフトウェア企業SAP< SAP>は、時価総額2800億ドルと欧州でも最大級の企業の一つで、世界で11万人強を雇用している。今年の売上高は約370億ユーロ（430億ドル）を見込んでおり、これは2024年に比べ約10%の増加となる。クラウド事業は年間約25%の成長を続け、現在では売上高の過半を占める。

SAPは、エンタープライズ・リソース・プランニング（ERP）ソフトウェアにおいて、世界でも圧倒的なプロバイダーであり、SAPのソフトウェアは顧客企業にとって極めて重要な業務、特に財務領域に深く組み込まれている。顧客が他社に乗り換えるスイッチングコストは非常に高く、顧客基盤は強固に維持されている。SAPのビジネスモデルは、従来のライセンスや契約者数に応じた課金モデルから、クラウドをベースとするモデルへと移行している。そのため、収益見通しがより明確になり、経常的な収益が増加している。

AIはSAPにとって重要な成長の原動力になるだろう。AIが企業の中核的な業務フローに直接組み込まれる大きな機会が存在する。これは、SAPが質の高い事業データや業務プロセスをAIモデルに学習させ、実際に生産性や投資収益率

Q：「40の法則」とは。

ロスバッハ氏：サービスとしてのソフトウェア（SaaS）企業やクラウド企業の健全性を測る指標で、増収率と営業利益率の合計が40に達する企業を健全とする考え方である。当社はSAPが今年、80億ユーロのフリーキャッシュフローを生み出し、来年は94億ユーロに増加すると予想している。SAPの株価は最近、下落した。これはマクロ経済面の不透明感、関税を取り巻く懸念、企業の投資決定の遅れがソフトウェア株全般の軟調を招いたことが要因だが、当社は2026年に入り状況は改善すると予想している。

今回の下げでSAPの2026年の予想PERは約30倍まで低下した。現在のSAPの株価はマイクロソフト＜MSFT＞、業務ソフトのサービスナウ＜NOW＞、人事・財務クラウドのワークデイ＜WDAY＞といった米国の大手ソフトウェア企業と比べて同程度か割安な水準にある。強固な事業基盤、成長の道筋、そして今後3～5年にわたる良好な見通しを考えれば、SAPのバリュエーションは魅力的だ。

半導体製造装置メーカー、ASMLホールディング＜ASML＞の時価総額は約4700億ドルと、欧州最大である。本社はオランダにあり、従業員は約4万4000人で、その半数がエンジニアだ。ASMLの2025年売上高は325億ユーロの見込みである。ASMLは最先端の半導体製造に不可欠な極端紫外線（EUV）露光装置を供給する唯一の企業である。需要はAI関連投資だけでなく、産業界全体で必要とされるコンピューティング密度の構造的な上昇によっても支えられている。

最先端の開口数（NA）が大きいEUV露光装置の価格は1台3億5000万ドルを超える、売り上げの約35%を占める。半導体の量産向け深紫外線（DUV）露光装置は売り上げの約38%を占める。その他の事業には計測・検査装置、および改修・保守などが含まれる。

半導体製造装置ビジネスはシクリカルであり、当社が通常、選好するビジネスとは異なる。在庫調整、地政学的リスク、最終需要の不確実性といった問題が存在し、対中輸出規制もある。一方で、AI関連需要は成長の原動力である。AIのワーカロードが増大するにつれ、顧客であるメモリメーカーからの需要が増加している。先端ノードのロジック半導体も、AI主導の投資によって支えられている。現在、ASMLの売り上げの40%を中国が占めるものの、米国、台湾、韓国、欧州でも新工場建設を背景に需要は堅調だ。

Q：利益見通はどうか。

ロスバッハ氏：ASMLは多くの受注残を抱え、これが2026年の売り上げ見通しの確度を高めている。株価は2026年予想PERが35倍と、市場全体や米国の半導体製造装置メーカーに比べて割高ではあるものの、過去の水準に比べれば十分に低い。ASMLは今後3～5年間、年率18%の利益成長が可能だろう。当社は大きな投資機会があると考えている。

ウィトマー氏：中国が技術を模倣しているという報道をどう考えるか。

ロスバッハ氏：テクノロジーにおける世界的な競争は企業が向き合わざるを得ない現実だ。特に、半導体分野にはそれが当てはまる。技術は模倣される可能性があるため、企業は常に先を行く必要がある。興味深いのは、貿易障壁や規制から始まったコンピューティング能力を巡る競争が、今では米国のトランプ政権が中国向けに販売される製品の収益分配について、企業と協議する段階に来ているという点である。

次に、幾つかの消費財企業に触れたい。新型コロナのパンデミック（世界的大流行）がもたらした影響は非常に大きく壊滅的だったが、われわれはそれを乗り越えた。パンデミックの当初は多くの消費者が自宅待機のための給付金を受け取った。経済が再開すると人々は体験やサービスにより多くを支出し、インフレ率と金利が上昇した。その結果、規模の大小を問わず、消費財企業はその影響を受けることになった。

スイスに本拠を置くネスレ<NSRGY>は、時価総額が2550億ドルの世界最大の食品企業だ。ネスレはコーヒー、ペットケア、乳児向け栄養食など、食品・飲料業界で最も強力なブランドポートフォリオの一角を占める。ネスレは高成長分野でも独自のブランドポートフォリオを擁している。

ネスレの実績を見れば、これらの事業分野での大きな存在感と卓越したオペレーションによって、1桁半ばの売り上げ成長と安定した収益性の改善が可能だった。しかし、ネスレは新型コロナ関連の諸問題に直撃された。前任のCEOによれば、インフレの上昇でネスレが受けたコスト上昇圧力は、1970年代の石油ショックに次ぐものだった。その結果、イノベーション、広告、販売促進への投資能力が損なわれた。多くの消費財企業では投資に回せる資金が乏しく、投資すべき市場も限られたため、製品ポートフォリオが陳腐化した。

ネスレは2024年8月にCEOの交代を決定したが、当社はその決定に反対した。社内出身者が後任となり、イノベーションとマーケティングへの投資によって再び販売数量の拡大を加速させると公約した。パンデミック後の状況を考えると理にかなっていたが、当該CEOは不適切な行動により1年後に解任され、ガバナンスに関する問題が浮上した。先ほど述べた通り、経営陣の質は当社の重要な評価基準の一つである。当社はネスレとエンゲージメントを実施して会長選任に反対票を投じ、最終的には会長であるポール・ブルケ氏は退くべきであり、後任の会長に指名されたパブロ・イスラ氏が就くべきだと公に主張した。イスラ氏は欧州を代表する企業の一つであるファストファッショングループの元CEOであり、ネスレにとっては数十年ぶり、あるいは史上初の社外出身の会長である。

Q：次に何が起きたのか。

ロスバッハ氏：イスラ氏はフィリップ・ナブラティル氏の新CEO就任に続いて、10月1日に会長に就任した。ナブラティル氏は中南米やコーヒー事業での実績が高く評価されており、ネスレの企業文化の改革と、1万6000人の人員削減計画を発表した。第3四半期にネスレが4.3%の内部成長（うち1.5%が数量成長）を記録したこと、当社は勇気づけられている。当社はネスレが再び1桁半ばの成長軌道への復帰と17%超の営業利益率を回復する道筋が見えていると考えている。

ネスレには資本配分の面でも活用できる手段がある。ネスレはビタミン事業を見直しており、一部の資産を売却してプレミアム商品事業に集中する機会があり、米国の冷凍食品事業にも売却の余地がある。さらに、当社はネスレが保有する仏化粧品大手ロレアル<OR>株式を活用するべきだと考えている。保有株は約400億ユーロ、時価総額の約20%に相当する。ネスレは保有株の全部または一部を売却し、その資金を自社株買いや負債の返済に充てることが可能だ。ネスレのバリュエーションは魅力的であり、2026年予想PERは16.9倍、配当利回りは4%である。

ジル一氏：ネスレの過去15年間を見るとEPS成長率は3%未満だ。2025年の利益はパンデミック前の2019年を下回り、売上高も2012年を下回る。今後の10年間が過去15年間と異なる理由は何か。

ロスバッハ氏：どの期間を見るか、継続通貨ベースで見るか現地通貨建てで見るかによる。ネスレはスイスフラン建てで決算を発表しており、ドル安によって打撃を受けている。継続通貨ベースの状況

はそれほど悪くない。また、ネスレは長年にわたり年率12%のトータルリターンを生み出すことが可能だった。しかし、成長が横ばいになる時期もあり、今回もその一つだが、パンデミックによるゆがみが一因になっている。まさにその状況が投資機会につながる。

Q：多くの加工食品企業の株価はパンデミックと、肥満・糖尿病治療に使われるGLP-1薬の台頭によって打撃を受けた。他の企業にも回復のチャンスはあるのか。

ロスバッハ氏：食品は難しい業界だ。当社がネスレを選好する理由は、成長率の高いカテゴリーがある点だ。米国の食品企業の多くは成長率が低く、ネスレよりも競争が激しく栄養素や健康に関する懸念から影響を受けやすい。当社はより高成長・高利益率かつ外部要因の影響を受けにくいカテゴリーに投資すべきだと考える。

高級ブランド大手LVMHモエ・ヘネシー・ルイ・ヴィトン<MC.フランス>は、時価総額が3800億ドルの世界最大の高級品メーカーである。LVMHは長期にわたって成長を続けてきたが、現在はシクリカルな逆風に直面している。パンデミック後、消費者がモノよりも旅行・外食といった体験への支出を増やし、インフレが家計を圧迫しているからだ。

LVMHはシクリカルな回復の初期段階にある。現在は新たに、製品の刷新と小売りの実行力に重点が置かれている。新製品は2025年11月に店頭に並び、消費者の反応は良好である。私が年末年始に訪れたマイアミのファッショントピカルな逆風に直面している。パンデミック後、消費者がモノよりも旅行・外食といった体験への支出を増やし、インフレが家計を圧迫しているからだ。

LVMHの株価は、当社の割引キャッシュフロー（DCF）に基づくバリュエーションから見て50%割安な水準にある。LVMHのEPSは今後3~5年、年率12%で成長する可能性がある。予想PERは2026年が28.2倍、2027年予想EPSに基づくと23.2倍である。

最後に、ナイキ<NKE>の時価総額は970億ドルである。ナイキはスポーツシューズとスポーツアパレルの世界最大手である。ナイキのマーケティング予算50億ドルは、多くの競合企業の売上高を上回る。売り上げの約43%を米国が占める。ナイキは長年にわたり、過度に旧来の主力商品に依存していた。さらに、事業の多くを消費者への直販（DTC）モデルに移行することで、店頭商品棚の空きスペースを他のブランドに奪われた。エリオット・ヒルCEOはナイキで30年のキャリアを積み、CEOに就任して15カ月になる。

ナイキはランニング分野の変革を進め、主力のランニングシューズ「ペガサス」と「ボメロ」の各シリーズは直近2四半期に20%を超える増収となった。中国ではマクロ環境や競争面で課題を抱えるが、機会もある。関税の影響も受けたが、一時的な打撃にとどまる。ナイキは変革の成果を出し始め、米国・カナダ・メキシコで今年開催されるワールドカップでブランドの露出が高まり、恩恵を受けるだろう。

ナイキの決算期は5月31日である。今年度の業績は低迷しているが、当社は力強い回復を見込んでいる。予想PERは2027年度が26倍、2028年度は21.2倍である。

アールステン氏の推奨銘柄



Todd Ahlsten/ Photograph by Jake Chessum

Todd Ahlsten's Picks

| Company / Ticker | Price 1/2/26 |
|-------------------------|--------------|
| Stryker / SYK | \$348.18 |
| Boston Scientific / BSX | 94.71 |
| Deere / DE | 466.80 |
| Home Depot / HD | 345.82 |
| Synopsys / SNPS | 480.42 |
| Waste Management / WM | 218.40 |

Source: Bloomberg

ストライカーの収益の約75%は消耗品から、25%はマコのような機器関連である。これは景気変動に強いビジネスモデルだ。病院はストライカー製品を用いた手術で多額の利益を得る。株価は昨年ほぼ横

Q：今年の推奨銘柄は。

アールステン氏：推奨銘柄は六つで、いずれも優れた米国企業だ。昨年は全てS&P500指数を下回るパフォーマンスだった。最初の二つは医療機器・技術分野だ。医療機器メーカーのストライカー<SYK>の株価は348ドルで、PERは23倍、時価総額は1330億ドルだ。当社の3年後の目標株価は555ドルで、これは年率17%の内部収益率（IRR）を意味する。

ストライカーの売上高の約40%は整形外科分野、60%は外科・医療分野（メドサージ）である。ストライカーの製品は股関節・膝関節・脊椎手術、脳卒中や神経疾患の治療に使用される。これは人口動態の点で有利な位置にある。ストライカーは分散型組織だ。22の事業部門を持ち、単一部門のリスク過多を回避している。この組織構造が外科医や病院との密接な関係の維持に寄与する。製品にはロボティクスとAIが組み込まれている。これに加えM&A戦略が、ストライカーに広いモート（競争優位性）をもたらしている。

売上高は市場全体の6%成長に対し、8%の有機的成長が可能と考える。利益は2桁成長が見込まれる。過去10年間、ストライカーは競合他社を年率2.5%ポイント上回る成長を遂げており、シェア拡大企業である。

ロボティクスと3Dインプラントは患者の治療成果を向上させている。2013年にストライカーが買収したマコ・スマートロボティクスは、ロボット支援関節置換プログラムである。現在1000以上の病院で導入されており、設置後は継続的な収益源となるため、ストライカーに定期的な収入と価格決定力をもたらす。マコのおかげで、ストライカーは膝関節手術で8.5ポイント、股関節手術で3.5ポイントのシェアを上積みした。

ぱいだったが、事業の成長性を考慮すると、大幅な上昇余地があると考える。

次は、心疾患を中心とする医療機器メーカーのボストン・サイエンティフィック＜BSX＞だ。株価は95ドル、時価総額は1400億ドル、予想PERは27倍となっている。当社の3年後の目標株価は172ドルだ。これは2029年の予想EPS5.73ドルに30倍の倍率を乗じた数値である。ボストン・サイエンティフィックは2026年に、225億ドルの売上高に対し少なくとも29%の営業利益率を達成する見込みだ。当社は高利益率企業を好む。売上高成長率は約15%、純利益成長率は20%である。

Q：この成長の原動力は何か。

アルステン氏：事業の3分の2は心血管治療関連、3分の1は医療外科分野である。マイク・マホニーCEOは15年前に就任し、成長分野への転換、イノベーション強化、競争優位性の拡大により企業変革を遂げた。

ボストン・サイエンティフィックは技術革新の最先端を走っている。特に注目すべきは、脳卒中リスクを引き起こすAFib（心房細動）関連の二つの有力な心血管事業だ。ファラパルス（Farapulse）は市場シェアを急速に拡大中であり、AFib治療における画期的な技術である。ファラパルスはPFA（パルスフィールドアブレーション）を用いたカテーテルアブレーション技術だ。誤った電気信号を発する心臓組織を特定し、不整脈の原因となる電気的結節を破壊する。非熱的であり、従来の治療法より安全だ。現時点では心房細動治療の40%にしか使用されていないが、医師のトレーニングが進むにつれて50%、最終的には80%に達すると見込んでいる。

この技術は治療成果を向上させ、病院の処理能力を高めるため、医師はより多くの処置を行えるようになる。ボストン・サイエンティフィックは先行者優位性を有しており、今後3年間で年間20%を大きく上回る成長が見込まれる。

ガベリ氏：TAM（総潜在市場規模）はどの程度か。

アルステン氏：米国では約1000万人が心房細動を患っており、うち800万人が脳卒中リスクが高い。ファラパルスの姉妹製品がウォッチマン（WATCHMAN）だ。これは脳卒中リスクの起点となる左心耳を閉鎖することでAFib患者の脳卒中リスクを低減するデバイスである。ウォッチマンは脳卒中リスクを65%以上削減し、一部患者では抗凝固剤の必要性を減らせる。ウォッチマンも20%を大きく上回る成長率を維持している。現在、世界で約60万人の患者がウォッチマンによる治療を受けている。

これらの製品は売上高の25%を占めるが、ボストンの製品ポートフォリオは年間売上高を1桁台半ば～後半の成長率で伸ばしている。また、薬剤溶出バルーンや超音波で動脈内の石灰化を破碎する新型カテーテルといった新製品も有している。

（なお、ボストン・サイエンティフィックは1月15日、血管治療用デバイスメーカーのペナンブラ＜PEN＞を145億ドルで買収すると発表した。アルステン氏はメールで「この買収は、ボストンが急速に成長する市場（血栓や動脈瘤治療）へ進出する上で未充足ニーズが大きい分野への拡大を助け、同社の2桁成長持続能力への信頼を高めるため好ましい」と述べた。）

Q：2025年に株価が低迷した理由は。

アルステン氏：ボストン・サイエンティフィックは堅調な業績を報告し、市場シェアも拡大していた。注目されなかっただけだが、これは好機だ。ストライカーとボストン・サイエンティフィックは評

価レンジの下限で取引されている。両社とも好調な年を迎える態勢が整っている。

Q：次に注目している銘柄は？

アルステン氏：最も確信を持って長期投資しているのは、農業機・建設機械メーカーのディア<DE>だ。2020年に推奨を開始した。当時は172ドルだったが、現在は467ドルで、まだ上昇余地がある。2026～2030年にかけて年間約25%の利益成長が可能だ。

ご存知の通り、農業分野では関税の影響もあり、利益と価格の下降局面が続いている。今こそディアへの投資を倍増させる時だ。EPSは今年の17ドルから、2020年代末までに40ドル超へ上昇する可能性がある。景気の回復と精密農業・AI導入の相乗効果がこれをけん引する。

ディアのオペレーティングシステムには現在5億エーカー分のデータが蓄積されており、5年前の2倍だ。精密農業の収益は3年前から倍増し、約60億ドルに達している。収益化のフライホイール効果は実に驚異的だ。ディアは1億5000万エーカーの「高度に活用された農地」（複数の生産工程でディア技術を利用する農地）を保有し、1エーカー当たり約40ドルの精密農業収益を生み出している。将来的には、米国の農家はディアの技術を採用することで1エーカー当たり約72ドル、ブラジルでは115ドルの利益の増加が見込める。これにより生産性向上を通じたシェア拡大が可能となる。ディアは2030年までに高度に活用される農地が再び倍増すると予測している。

ディアは年間23億ドルを研究開発（R&D）に投じており、これは2番手の競合企業の2倍以上だ。ディアのデータプラットフォームには、地域、土壌タイプ、気象条件などにわたる10兆を超える測定データが蓄積されている。これは再現不可能だ。未取得の生育データは後から再現できないため、ディアは競合が再現できない時間的優位性を持っている。世界で最も広い競争優位性を持つ事業の一つと言える。ディアは2020年代末まで保有すべき銘柄であり、その頃には株価は1000ドルに到達している可能性がある。PER20倍で計算すれば、今後数年間で700～800ドルに達する可能性がある。

次の候補は、ホームセンター最大手のホームデポ<HD>だ。金利上昇、住宅購入の困難さ、労働力不足といった逆風こそが機会を生む。株価は346ドルで、予想PERは23倍、配当利回りは2.5%だ。世界有数の優良企業に対し、底値時の利益で市場並みのPERを支払っているにすぎない。当社の基本シナリオに基づく目標株価は3年後に463ドルで、これは10%のIRRを意味する。この目標は2028年の予想EPS18.50ドルに25倍の倍率を乗じたものだ。住宅市場が早期に回復すれば、強気目標株価は533ドル（予想利益20.50ドルに対してPER26倍）となる。

Q：ただし、これは大きな仮定で簡単なことではない。

アルステン氏：ホームデポは米国住宅市場回復を表現する最高品質の大型株の一つだ。住宅の回転率がホームデポにとって最大の推進力となるが、現状は持続不可能な低水準にある。住宅販売数を住宅ストックで割った回転率は2.9%まで低下し、数十年ぶりの低さだ。典型的な回転率は約4%である。住宅ローン金利が6%を下回れば、回転率は上昇し株価も上昇する。

2025年第3四半期の住宅改修支出は居住戸当たり893ドルで、2021年の1148ドルから減少した。この下降局面は50カ月目に入る。過去最長は2006～2011年までの67カ月だった。今後数年間で変化が起きると予想している。

短期的な利益率はわずか13%で、通常の14～15%から低下している。ホームデポはプロ向け請負業者

市場への投資を進めており、過去数年間で2件の買収を実施した。これらの買収と景気循環的な回復により、数年間で利益率は15%に戻ると見込まれる。

ホームデポはまた、顧客体験のデジタル化や在庫管理の改善など、事業にAIを活用している。ロボット技術への投資も行っている。競合のホームセンター運営ロウズ<LOW>よりも規模と店舗生産性が高く、プロの顧客も多い。住宅の回転率はいずれ改善する必要があり、住宅ローン金利が6%を下回れば株価は上昇するだろう。

半導体設計用電子設計自動化（EDA）ソフトウェア大手のシノプシス<SNPS>は今回推奨する唯一のテクノロジー銘柄だ。シノプシスはAI半導体競争を支えるソフトウェア基盤である。株価は480ドル、予想PER28倍で取引されている。当社の目標株価は2年後の750ドル、予想EPS25ドルの30倍に相当する。

Q：その到達経路は？

アルステン氏：シノプシスは、EDAソフトウェア分野で2強の一角を占める企業だ。先端半導体の設計、検証、製造に不可欠なミッションクリティカルなソフトウェアを提供している。現在の先端AIチップは1000億～2000億個のトランジスタを搭載しており、2020年代末までに1兆個に達する可能性がある。設計の複雑性は30～40倍に増大している。こうした状況下で、シノプシスは顧客のワークフローにますます深く組み込まれつつある。

2025年、シノプシスは物理シミュレーション企業のアンシスを買収した。チップ、ソフトウェア、物理システムの統合を考えれば、統合された能力は圧倒的だ。EDA支出は現在半導体研究開発費の7～8%を占め、長期的には10～12%に上昇する見込みだ。

ところが、2025年9月に株価は30%下落した。幾つかの要因があった。年半ばに中国向け輸出ライセンス制限が課されたことだ。結果として、中国事業の売上高比率は16%（前年比20%増）から12%（前年比18%減）に低下した。さらに、主要顧客である半導体メーカーのインテル<INTC>がファウンドリ拡張計画を縮小・延期した。第三に、シノプシスは半導体企業に知的財産を販売しているが、この事業は既製品からカスタム設計へ移行中だ。これによりエンジニアリング能力が逼迫し、新たなロイヤルティーベースのビジネスモデルへの転換を迫られている。

Q：中国抜きで事業は成り立つか？

アルステン氏：中国事業は今年横ばいから減少となるが、2027年には成長回復が見込まれる。仮に回復しなくとも、中国は全体の12%にすぎず、シノプシスは長期的に2桁成長を維持できる。

最後に紹介する米国優良企業は廃棄物処理大手ウェイスト・マネジメント<WM>だ。株価は218ドル、予想PERは26倍である。当社の2年目標株価は297ドル、2028年度予想EPS10.96ドルの27倍に相当し、年率12%のリターンを意味する。配当利回りは1.5%。キャッシュフローは加速しており、株価はより高いPERを獲得可能と考える。

ウェイスト・マネジメントは北米廃棄物処理業界で最も戦略的優位性を持つ企業だ。米国埋立地の約60%を上位3社が占有しており、2008年の38%から増加している。規制や許可の制約により新規埋立地は採算が取れない。逆に、これはウェイスト・マネジメントの資産を、より希少で価値あるものにしている。同社は埋立地から半径50マイル圏内で50%超の市場シェアを有し、コスト優位性を得てい

る。これは防衛的な投資だ。2026年に市場が混乱しても、同社は強固な立場にある。

ウエイスト・マネジメントにはリサイクル自動化、再生可能天然ガス、規制医療廃棄物といった長期的な追い風もある。ジョン・ロジャース氏は2024年のラウンドテーブルで医療廃棄物大手ステリサイクルを選んだ。これは時宜を得た判断だった。同年にウエイスト・マネジメントがステリサイクルを72億ドルで買収した。この買収は同社の競争優位性を強化し、持続的な有機的成長をもたらす。さらに3年間で2億5000万ドルのシナジー効果が見込まれる。リサイクル自動化への投資はほぼピークに達しており、今年度のフリーキャッシュフローを押し上げる見通しだ。

ウエイスト・マネジメントはAI搭載ロボット選別システムに投資しており、自動化リサイクル施設では1トン当たり人件費を30~35%削減できる。これらの施設のEBITDAマージンは従来型施設の2倍である。また業界再編により価格決定力が強化された。同社のリサイクル事業と再生可能天然ガス事業は、フル稼働時において総EBITDAの約10%を占め、10%台前半まで上昇する余地がある。

こうした追い風を受け、今年はフリーキャッシュフローに転換点が見られ、資本還元や配当の潜在的な上昇余地があるとみている。産業廃棄物の処理量が増加すれば、同社は恩恵を受ける。住宅市場が回復すれば、さらなる追い風となるだろう。

By Lauren R. Rublin
(Source: Dow Jones)

2. 債券投資家がAI関連社債を回避すべき理由

AI Bonds Could Devour Credit Markets. Let Stock Investors Take the Risk.

アマゾン、メタなど大手ハイテク企業の社債発行が過去最高

[フィーチャー]

急増するハイパースケーラー債

人工知能（AI）関連取引は株式市場を越えて広がっているが、債券投資家は可能な限り距離を置くのが賢明だ。AIは株式投資家にとって勝利の源泉であった。アマゾン・ドット・コム<AMZN>、メタ<META>、法人向けソフトウェア大手のオラクル<ORCL>、マイクロソフト<MSFT>、グーグルの親会社アルファベット<GOOGL>の主要「ハイパースケーラー（大規模データセンター事業者）」5社からなる均等ウエートのバスケットは、昨年平均23%上昇し、S&P500指数の16%上昇を上回った。しかし、演算能力への需要が高まるにつれ、データセンターを拡張し、そこに専用半導体、産業用液体冷却システム、ネットワークシステムを配備するための資金需要も増加している。



Lexi Critchett/Bloomberg

当初、これらのハイパースケーラーはAI関連支出の原資にフリーキャッシュフローを充てていたが、その後負債に転じた。昨年、これらのハイパースケーラーが発行した投資適格債は1200億ドルを超

え、前年の約7倍に達した。そしてこの額は今後も増加し続けることが見込まれる。

しかし、債券は株式とは異なる。投資家が企業の株式を購入する際は、株価の上昇や配当を期待し、その利益は潜在的に無限だ。対照的に、債券投資家は通常、支払利息という固定的なリターンとわずかな価格上昇を期待する。その一方で、デフォルト（債務不履行）時には、たとえその可能性が低くとも、全額損失というリスクを負っている。これらのハイテク企業ではデフォルトの可能性は低いものの、大半の債券投資家にとって、AIのような過熱したテーマよりも安定性と予測可能性の方が優先される。

ニューフリート・アセット・マネジメントの投資適格債ポートフォリオマネジャー、ライアン・ヤング氏は「われわれは投資資金が戻ってくることを期待している。したがって、最高格付けの発行体に求めているのは、こうした過剰なリスクや追加リターンではないのだ」と指摘する。

懸念すべきはデフォルトリスクよりも供給過剰

Bingeworthy

"Hyperscalers" have been loading up on debt, and have room to add even more.

| Hyperscaler | Debt to Ebitda | Bond Spread vs 10-Yr Treasury Note (percentage points) |
|----------------|----------------|--|
| Alphabet | 0.49 | 0.52 |
| Meta Platforms | 0.57 | 0.75 |
| Microsoft | 0.22 | 0.03 |
| Amazon.com | 0.56 | 0.52 |
| Oracle | 4.10 | 1.61 |

Note: Debt to Ebitda numbers are of year-end 2025. Hyperscaler credit spreads are as of Jan. 13 for bonds that mature in 2035. The higher the spread, the more compensation investors are demanding for risks.

Sources: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg

買い手にとっての良いニュースは、利回りが昨年の9月中旬より魅力的に見えることだ。極めて安全な米国債に対するハイペースケーラー債のプレミアムは最大0.6%急上昇した。一方、投資適格債全般のスプレッドの上昇幅は0.05%未満だった。しかしこれらのハイテク社債ははるかに大きなリスクも抱えている。オラクルは昨年後半、設備投資額の増大予測と多くがオープンAIに関するとみられる2480億ドルの追加リース債務が新たに開示されたことを受け、デフォルトリスクの指標が16年ぶりの高水準に達した。

ゴールドマン・サックスやJPモルガンなどは、今年も巨大ハイテク株が市場を支配すると予想しているが、ハイテク社債についてはその限りではない。モルガン・スタンレー、バークレイズ、ドイツ銀行、JPモルガンは、ハイテク社債を「アンダーウエート」としている。一部の債券は格付けが極めて高いにもかかわらず、新たなハイテク社債が大量に供給されることへの不満が頻繁に挙げられる。バン

ク・オブ・アメリカのストラテジストは、このセクターの借入額は3年間で9500億ドルに達する可能性があると試算している。

多くのアナリストが懸念しているのは、デフォルトリスクではなく、この供給過剰だ。マイクロソフトの利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）に対する有利子負債の倍率（EBITDA有利子負債倍率）はわずか0.22倍であり、理論上は3カ月未満で全債務を完済できる。アルファベットは0.49倍でこれに次ぎ、アマゾンは0.56倍、メタは0.57倍である。リース債務を含めても影響は限定的だ。例外はアマゾンで、EBITDA有利子負債倍率が1倍を超えるが、それでも懸念するレベルではない。

オラクルはEBITDA有利子負債倍率が4.1倍と突出しているが、他の4社には十分な資本調達余地がある。コロンビア・スレッドニードル・インベストメンツのシニア債券アナリスト、ネイト・リドル氏は、もしこれら4社が2030年までにEBITDA有利子負債倍率を1倍まで引き上げれば、8520億ドルの新規債務が発生すると指摘する。この発行規模は、アマゾンやメタを含むテクノロジーセクターの投資適格債市場におけるシェアを10.5%から約22%へと2倍超に拡大させ、23%を占める銀行セクターに匹敵する規模となる。リドル氏は「企業のバランスシートには余裕があるが、市場にはそれを受け入れる十分な余力がない」と指摘する。

過去を振り返ると、特定のセクターの急激な拡大は大きな問題を引き起こしてきた。2014年、米国のエネルギー生産に熱狂した投資家は、石油・ガス会社に低金利で数十億ドルを貸し付けた。水圧破碎（フランギング）技術が急速に勢いを増したこと、エネルギーセクターは投機的格付け債市場で大きな割合を占めるようになったが、最終的に企業は返済不能に陥った。同様の動きが、2000年代初頭の通信セクターの連鎖デフォルトや2000年代中盤の住宅価格の上昇への熱狂に端を発した住宅建設業者の破綻でも見られた。ダブルラインのグローバル先進国クレジットチームを率いるロバート・コーベン氏は、「ある市場のセクターが極めて小さい規模から極めて大きな規模へ移行する局面こそ、過剰なリスクが蓄積する環境だ。警戒を怠ってはならない」と指摘する。

AI関連で投資すべきは株式市場

それでも、これらの債券は十分な利回りを提供しており、低リスクで国債を中心としたベンチマークを上回る成果を求めるファンドマネジャーを引きつけている。10年物米国債の利回りが4.17%であるのに対し、マイクロソフトの10年債は4.22%、アマゾンは4.69%、メタは4.92%、アルファベットは4.69%だ。10年債利回りが5.78%であるオラクルでさえ、デフォルトの歴史はない。

多くの投資家にとって、国債を上回るわずかな上乗せ利回りは、許容可能なリスクに感じられる。オールスプリング・グローバル・インベストメンツのシニア・ポートフォリオ・マネジャー、ジャネット・リリング氏は「最終的に幾つかの誤った投資が発生し、経済的にうまくいかないものが出てくるだろう」と言う。リリング氏は最近、上場投資信託（ETF）であるオールスプリング・コア・プラスETF<APLU>および投資信託のためにメタの10年債と30年債を購入し、9月にはオラクルの5年債と10年債を購入した。リリング氏は「勝者を選ぶのがわれわれの仕事だ」と言う。

コロンビア・スレッドニードルのポートフォリオマネジャー、エド・アルフサイニー氏は、投資適格債券の購入を義務付けられているファンドマネジャーにとって、この追加のスプレッドは「非常に魅力的だ」と述べる一方で、自身は他の対象、特にジニーメイ（連邦政府抵当金庫）、ファニーメイ（連邦住宅抵当金庫）、フレディマック（連邦住宅貸付抵当公社）などが発行する住宅ローン担保証券（MBS）

に注目している。事業債の中では、銀行債はウォール街でほぼ例外なく好まれている。ニューフリートのユング氏によれば、「自己資本比率が高く、2026年には発行額が減少する見通しである」ことから、銀行債はハイテク社債とは正反対の存在だ。

結局のところ、巨額で投機色が強い設備投資は、債券投資家が重視する安全性、確実性、償約という要素に反する。もしあなたがAIに熱狂しているなら、株式市場に固執すべきだ。

By Karishma Vanjani
(Source: Dow Jones)

3. 深刻な結果招くイラン発の石油ショック

An Iran Oil Shock Would Be Ugly. It Is Still a Live Risk.

リスクは依然として現実的

[コラム]

イスラム革命以来、初の体制存続の危機



MAHSA / Middle East Images / AFP / Getty Images

投資家が、イランで断続的に起きた社会不安を見過ごしてきたとしても無理はない。こうした動きは通常、数カ月以内に沈静化してきたからだ。

しかし現在、数十万人のイラン国民が街頭で抗議行動を続けている。1979年に現体制が権力を掌握して以来、体制の存続が初めて深刻な危機にさらされているように見える。現体制が崩壊した場合、世界的な原油供給ショックが起きるリスクは高く、およそ40%に上る。

イランは今やどんな対応をしようとも存亡の危機に直面しており、そのことがより重大な結果を招く可能性を高めている。こうしたリスクを背景に、今年に入ってから原油価格は約4%上昇している。

ドナルド・トランプ米大統領は、イラン指導部が大規模な抗議活動への弾圧を続けるのであれば、「非常に強い行動」を取ると警告している。これまでに2600人超の民間人が殺害され、数千人が逮捕された。トランプ氏は14日、「イラン指導部には処刑を行う計画はない」と信じている」と述べた。とはいえ、現体制はさらなる弾圧なしに生き残れない。

トランプ氏によるイラン介入の方法は

このためトランプ氏が介入する可能性は高いとみられる。問題はやり方だ。トランプ氏は、米国が主導して政権交代を図るやり方に慎重で、とりわけ中東ではその傾向が強い。イラクやアフガニスタンの失敗を踏まえ、「国家建設」に距離を置いたことが、共和党内での支持拡大につながった。

トランプ氏は、より限定的な形で軍事介入を用いてきた。昨年6月のイラン核開発計画の破壊、2020年のイラン軍司令官の殺害、そして最近では、ベネズエラでの麻薬密売容疑者（ニコラス・マドゥロ大統領を含む）排除などが実例と言える。さらなる「失敗国家」における安全保障や復興に伴う財政負

担を、米国が背負うことをトランプ氏は望んでいない。「壊したのなら、自分で責任を取れ」というわけだ。

だがベネズエラと異なり、イランは米國の中間選挙の年に現職大統領と与党に打撃を与える形で報復する能力がある。中東域内の米軍基地への攻撃や、世界の石油の約5分の1、液化天然ガスの約4分の1が通過するペルシャ湾やホルムズ海峡の海上輸送停止が可能だ。とはいえ、イランを変えるこの絶好の機会をトランプ氏が無視するのは難しい。

イランの通貨リアルは暴落し、インフレは急騰している。国内総生産（GDP）成長率と輸入は落ち込んでいる。現体制に対する信認は失われた。加えて、最高指導者アリ・ハメネイ師は86歳と後継者問題が差し迫っている。反体制派が圧力を強め、構造的な譲歩を求める十分な理由がある。

もしトランプ氏が何もしなければ、イランの「緑の革命」やシリア内戦時のバラク・オバマ前大統領のように頼りない指導者に見えるだろう。

米国の介入が石油ショックを起こすことも

こうした中、トランプ氏にとって最も安全な選択肢は、イランの核施設と弾道ミサイル施設を攻撃することだ。その影響は昨年6月と似たものになるだろう。原油価格は一時的に急騰した後に下落し、株価はじりじりと上昇する。エスカレーションのリスクが急速に後退するため、米国債には大きな資金流入は見込まれない。

だが、トランプ氏がイランの反対派を「救う」と約束したことは、よりリスクの高い選択肢を検討していることをうかがわせる。主要な人口密集地にいる国内治安部隊を攻撃することだ。これは中枢的な政府施設や軍事施設への攻撃を伴わないが、成功すれば現体制そのものを危険にさらし、結果として大規模な報復を招く恐れがある。

この場合、原油価格は2桁%上昇し、その後も上昇を続ける可能性がある。株式市場は不透明感と、原油高による経済への悪影響リスクの拡大で停滞する恐れがある。一方、安全資産として米国債が買われるだろう。

最高指導部、革命防衛隊、重要インフラ、沿岸部隊など中核資産を攻撃した場合、現体制が中東地域のエネルギー生産や海上輸送を標的に報復することは確実だ。これは、トランプ氏が望まない原油ショックを自ら引き起こす行為に等しい。

大規模な原油ショックは、平均すると短期的に原油価格を20%押し上げ、その後12カ月で40%上昇させる。大きなショックでは1年で原油価格が2倍になることもあり、なかでもホルムズ海峡が攻撃された場合は影響が最大級となる。原油価格が2倍になれば、景気後退につながることが多い。

トランプ氏が軍事攻撃に前向きではないかのように示唆した後、原油価格は落ち着いた。トランプ氏は、体制による市民殺害について「成り行きを見守る」と述べている。

トランプ氏は、イラン体制を転覆して自らの政治生命を危険にさらす必要がないことを理解している。体制転換やそれに伴う原油ショックを引き起こさずに、イランの国家政策の変更を促すため、新

たな制裁の発動や「外科手術的な攻撃」を行うことも可能だ。

それでもなお、リスクは高い。反対派、米国、イスラエルに包囲されたイランの現体制がパニックに陥り、過剰反応する恐れがあるからだ。

執筆者のマット・ガートケン氏は、BCAリサーチで地政学戦略および米国政治戦略のチーフ・ストラテジストを務めている。

By Matt Gertkenn
(Source: Dow Jones)

4. 高配当銘柄の魅力とリスク

Stocks With Juicy Dividends Are Tempting. But How Risky Are They?

配当利回りと債券利回りの比較が示す安全性

[インカム投資]

配当の安全性に注目

多くの投資家は、配当の安全性に関する懸念から、利回りが5%以上の銘柄を警戒する。配当性向は配当の安全性を測る有用な指標である。投資家にとって、利益に対する配当の割合は低い方が好ましく、一般的には、配当性向は75%以下が望ましい。配当が利益を超える場合は、持続可能性に問題があると言える。

長年の配当投資家であり、コロンビア・フレキシブル・キャピタル・インカム・ファンドの共同マネジャーであるデビッド・キング氏が好む補完的なアプローチは、企業の配当利回りと、その企業が発行している社債利回りを比較することだ。

配当利回りが社債利回りを超える場合、それは社債投資家が企業の信用力に満足しており、配当が比較的安全であることを示すサインである。キング氏は企業の配当利回りの比較対象として10年社債利回りを採用しており、このアプローチは投資適格の企業に対して機能すると述べる。キング氏は「このアプローチの背後には、株式投資家がビジネスの見通しに着目するように見える一方で、数値に重きを置き、予測に対して保守的な債券インカム投資家はそうではない、という論理がある」と本誌に語った。



Stephanie Keith/Bloomberg

配当利回りが社債利回りを超える企業

配当利回りが社債利回りを超える銘柄には、製薬大手ファイザー<PFE>、通信大手ベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>、運輸大手ユナイテッド・パーセル・サービス<UPS>が含まれる。現在、低迷している食品セクターでは、クラフト・ハインツ<KHC>、コナグラ・ブランズ<CAG>、ゼネラル・ミルズ<GIS>、キャンベル・スープ<CPB>など、多くの企業がこの基準を満たしている。

Sizing Up Safety

Payout ratios are helpful in gauging safety of high-dividend stocks. Investors want to see dividends at a lower percentage of earnings—generally no more than 75%.

| Company / Ticker | Recent Price | 1-Yr Change | Dividend Yield | Payout Ratio | Company's 10-Yr Bond Yield |
|------------------------------------|--------------|-------------|----------------|--------------|----------------------------|
| Conagra Brands / CAG | \$17.12 | -34.3% | 8.2% | 80% | 5.5% |
| Verizon Communications / VZ | 39.83 | 4.1 | 6.9 | 58 | 5.0 |
| Pfizer / PFE | 25.58 | -3.4 | 6.7 | 57 | 4.8 |
| Kraft Heinz / KHC | 24.32 | -15.3 | 6.6 | 65 | 5.5 |
| United Parcel Service / UPS | 107.40 | -14.6 | 6.1 | 92 | 4.7 |
| Campbell's / CPB | 26.81 | -30.9 | 5.8 | 64 | 5.2 |
| General Mills / GIS | 45.62 | -22.4 | 5.3 | 66 | 4.9 |

Note: Payout ratios based on estimated 2026 earnings.

Source: Bloomberg

ファイザーの株価は25.69ドル前後、配当利回りは6.7%で、S&P500指数構成銘柄のトップ10に入っている。デビッド・デントン最高財務責任者（CFO）は2025年末の投資家向け説明会で、「(ファイザーは) 配当の維持に非常に注力している」と述べたが、昨年12月には増配を見送り、17年ぶりに年間配当の引き上げが行われない年となった。

ファイザーは市場の期待が低い銘柄で、株価は2026年の予想1株当たり利益（EPS）の9倍未満で取引されている。一方、社債投資家はファイザーの信用見通しに非常に満足している。ファイザーのA格付け10年債の利回りはわずか5%と、米国10年国債利回りを小幅に（1%ポイント未満）上回るにすぎない。

ベライゾンはS&P500指数の中で、常に高配当企業の部類に含まれる。ベライゾンの足元の株価は約40ドルでこの10年間停滞しているが、その期間中、投資家に社債同様の配当利回りを提供してきた。配当利回りは現在6.8%で、昨年9月に配当をほぼ2%増額し、19年連続で増配を行った。

ベライゾンは、この動きが「強力なバランスシート、業績、株主へのコミットメントを反映している」と述べた。株式投資家は、ワイヤレス市場とブロードバンド市場での競争を心配しているが、10年社債の利回りは5%で、社債投資家はベライゾンの信用力に満足している。

キング氏によれば、株価が約108ドル、配当利回りが6%のUPSの配当は、ファイザーやベライゾンの配当ほど安全ではない。しかし、UPSは、今後数年間にフリーキャッシュフローの増加が見込まれるため、高い配当性向にもかかわらず、この水準を維持できるとしている。

食品セクター

食品銘柄は過去1年間で大きく下落した。キャンベル・スープやコナグラの株価は30%以上下落し、投資家は消費動向の弱さを懸念している。その結果、ゼネラル・ミルズ、クラフト・ハインツ、コナグラ、キャンベルを含む多くの銘柄で、配当利回りが5%以上となっている。4社すべてにおいて、社債利回りが配当利回りを下回っている。

食品会社は配当性向が60%以上と高い傾向があるが、比較的安定した業種であり、過去において配当重視の株主への強いコミットメントを示してきた。8.2%というコナグラの配当利回りは食品業界の中で最も脆弱に見えるが、コナグラは12月のプレスリリースで、1株当たり35セントの四半期配当を維持すると発表した。

クラフト・ハインツは2026年に二つに分社化する計画で、新会社は現在の6.7%の配当利回りと同じ合計配当額を支払うことを目指している。クラフト・ハインツの社債利回りは5.5%となっている。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

5. ハイテク株は依然として重要だが、他の銘柄にも注目すべき時

[米国株式市場]

Tech Still Matters. But It's a Good Thing More Stocks Are Rallying.

物色対象の広がりは上昇相場の継続を支える

多くの銘柄が高値更新



NYSE

どこを見渡しても、あらゆる種類の銘柄が高値を更新している。2026年を迎えて市場での物色対象が拡大しており、これは投資家にとって素晴らしいニュースのはずだ。

確かに、高値を更新している銘柄の中には、台湾積体電路製造（TSMC、ティッカーはTSM）といったハイテクの人気銘柄も含まれている。しかし、それらに加え金融大手のモルガン・スタンレー<MS>やゴールドマン・サックス<GS>、医薬品・医療機器大手のジョンソン・エンド・ジョンソン（J&J、ティッカーはJNJ）も、ほぼ過去最高の水準に達している。こうした上昇銘柄の広がりは勢いを増している。

J、建機のキャタピラー<CAT>、防衛・宇宙関連企業のノースロップ・グラマン<NOV>やゼネラル・ダイナミクス<GD>なども名を連ねている。さらに、小型株、中型株、海外株（先進国市場・新興国市場ともに）に焦点を当てた複数の上場投資信託（ETF）も、ほぼ過去最高の水準に達している。こうした上昇銘柄の広がりは勢いを増している。

ただし、こうした状況は主要株価指数だけを見ても分からないだろう。先週、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は0.3%下落して4万9359ドル33セントとなり、S&P500指数は0.4%安の6940.01となった。NASDAQ総合指数は0.7%下落して2万3515.39で引けた。一方、小型株のラッセル2000指数は2.0%高

の2677.74で週末を迎えた。主要株価指数の下落は小さく、依然として史上最高値付近にあるものの、小型株や海外株、均等加重のS&P500指数に対してアンダーパフォームとなった事実は、投資家が従来とは異なる物色対象を探していることを示している。

大型ハイテク株に追い付く増益率

Market Snapshot



Source: FactSet

フランクリン・テンプルトン・インスティテュートのシニア・マーケット・ストラテジスト、クリス・ガリポー氏は「あらゆる銘柄がラリーに参加しており、この新たな上昇基調は今後数年間続く可能性がある」と述べる。

特に、市場の他のセクターの増益が大型ハイテク株に追い付くのであれば、この傾向は顕著になる可能性がある。等加重平均のS&P500指数の利益は今年10%の増加が予想されている一方、S&P600小型株指数の増益率は15%になると予想されており、これは時価総額加重のS&P500指数の予想増益率に匹敵する。

ステート・ストリート・インベストメント・マネジメントのチーフ投資ストラテジスト、マイケル・アローン氏は「マグニフィセント・セブン（M7）とその他の銘柄の増益率の格差は縮小が続く見込みであり、上昇銘柄の広がりが続く可能性はさらに高まっている。今回の循環物色に拍車をかけている要因の一部がまさにこれだ」と語る。

AI関連でも物色対象が広がる

主要なトラック輸送企業、鉄道会社、航空会社、海運企業で構成されるダウ・ジョーンズ運輸株平均も過去最高値を更新しており、これは市場の景気回復期待を示している。BOKフィナンシャルの最高投資責任者（CIO）であるブライアン・ヘンダーソン氏は「運輸株の上昇は、経済が回復基調にあることを暗示するものだ」と指摘する。

こうした流れは、投資家が人工知能（AI）関連銘柄を全面的に見捨てるべきだという意味ではないが、もはや半導体大手のエヌビディア＜NVDA＞やブロードコム＜AVGO＞や、他のハイパースケーラー企業（大規模クラウドベンダー）を単純に購入すればよい状況ではない。ウォントベル・アセット・マネジメントのグローバル・クオリティ・グロース部門のCIOであるデービッド・ソウカーハー氏は「AI分野での投資は過密状態になっている」と述べ、AI関連銘柄として、ドイツのシーメンス・エナジー＜E NR. ドイツ＞や英国のナショナル・グリッド＜NGG＞などの、電力管理事業を手掛ける企業を選好している。

物色対象の広がりは単純な相場のテーマの確実性を乱すかもしれないが、投資の妙味はむしろ増すだろう。

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

6. FRBを揺さぶる政治の代償

How the Attacks on the Fed Could Backfire.
統制色を強めるトランプ政権の経済運営

[経済政策]

政権の圧力に反論したパウエル議長、無反応な市場

トランプ米政権が連邦準備制度理事会（FRB）に対して政策金利の引き下げを迫る強権的な圧力は、期待する効果をもたらしそうにない。むしろ、その試みは裏目に出る可能性すらあり、FRB当局者や市場が年内に想定している利下げを阻むことになりかねない。そうなれば、金融市場にとって失望材料となる。

一方で、政権が進めている消費者や住宅購入者の借り入れコスト引き下げの取り組みは、限定的ながらも一定の効果をもたらす可能性がある。そうした動きは11月の中間選挙を前に政治的な後押しとなるかもしれないが、それ以上の影響は見込みにくい。

ホワイトハウスとFRBの対立は先週、一段と激化した。司法省がFRB本部ビルの改修工事を巡る議会証言に関してパウエル議長に対する刑事捜査に踏み切ったことを受け、パウエル議長は強く反論した。ジョージタウン大学ロースクール卒のパウエル議長は、トランプ大統領をはじめとする批判者への



Al Drago/Bloomberg

対応姿勢を大きく転換した。これまでのよう批判を冷静に受け流すのではなく反撃に出た。

パウエル議長は、刑事捜査はFRBに利下げを迫るための口実だと主張した。これには驚いたが、同様に意外だったのは金融市場の反応のなさだった。為替、債券、株式のいずれも、ほとんど動搖を見せなかった。市場が驚いたのか、戸惑ったのか、それとも単に意に介さなかったのかは分からない。いずれにせよ、危機が差し迫っているとは受け止められなかった。

「グランツ・インタレスト・レート・オブザーバー」を主宰するジェームズ・グラント氏は、市場が動搖しない理由は、パウエル氏に対する刑事捜査の対象がFRBの建物改修の予算超過に関する議会証言であり、これは歩道に唾を吐いた程度の軽微な問題だからだろうと指摘する。つまり、資産価格を押し上げ、米国に広がる「アフォーダビリティー（価格の手頃さ）の危機」の主因であるFRBの金融政策上の問題とは、まったく次元の異なる問題だというわけである。

追加利下げに強まる慎重論

Fed Flap

The spread between the 30-year fixed-rate mortgage and 10-year Treasury yield.

3.50 percentage points

3.25

3.00

2.75

2.50

2.25

2.00

1.75

1.50

1.25

2015

'20

'25

Source: Bloomberg

予想通り、先週はFRBの当局者らが政治的介入からFRBの独立性を守るため、パウエル議長を支持する姿勢を示した。併せて、過去2年間で合計1.75%引き下げられ、現在3.50～3.75%となっているフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標について、多くの当局者が目前の追加利下げに否定的な考えを述べた。カンザスシティ連銀のジェフ・シュミッド総裁と、シカゴ連銀のオースタン・グールズビー総裁は、インフレ率が目標の2%を依然として大きく上回っているため、インフレ抑制の必要性を強調する発言をした。両氏は、12月の利下げに反対票を投じていた。加えて、利下げを実施すれば政治的圧力に屈したと受け止められかねないことから、FRB当局者が利下げに慎重姿勢を強める可能性は十分に考えられる。

JPモルガンの米国担当チーフエコノミスト、マイケル・フェローリ氏は、2026年中にFRBが追加利下げを行うとは見込んでおらず、次の変更は2027年の利上げとなるとの見方を示している。雇用の伸びや

国内総生産（GDP）の改善に加え、コインフレ率が3%を上回っている現状では利下げを正当化しにくい。これとは対照的に、FRB当局者による見通しの中央値では年末までに0.25%の利下げが1回とされているほか、CMEのFEDウォッチによれば、先物市場では年内に2回の利下げが織り込まれている。

借り入れコスト引き下げの新手法

FRBと債券市場の双方が借り入れコストを引き下げる可能性が低い中、トランプ政権はこの重要な選挙の年において、消費者向けに金利を引き下げる別の手段を模索している。クレジットカード金利の上限を10%にしなければ、銀行は法令違反に問われる可能性があるとトランプ氏は主張している。もっとも、実際にはそのような規制は存在しない。予想通り、銀行幹部はこの考えに強く反発しており、金利上限の設定は信用力が十分でない消費者への融資を制限することになると訴えている。

クレジットカード金利の上限設定とは対照的に、住宅の取得しやすさを目的にした住宅ローン金利の引き下げは一定の成果を上げている。政府支援機関（GSE）の主要な住宅金融機関、ファニーメイ（連邦住宅抵当金庫）とフレディマック（連邦住宅貸付抵当公社）は最近、2000億ドル規模の住宅ローン担保証券（MBS）を追加購入した。政府機関保証付きMBS（エージェンシーMBS）と、指標となる米10年物国債との利回り格差は着実に縮小しており、新規の30年固定住宅ローン金利は6%強まで低下した。これは2022年以来の低水準に近く、2023年10月に約8%まで上昇していた水準からは大幅な低下である。

BMOキャピタル・マーケッツの金利ストラテジストは、クレジットカード金利の10%上限案とGSEによるMBSの買い入れはいずれも、利用者の借り入れコストを引き下げるために、政権が非伝統的な手段に踏み込む意思があることを示唆していると指摘する。一方、BCAリサーチのストラテジストは、政権が期待するような住宅ローン・スプレッドのさらなる縮小は見込みにくいと反論している。

住宅の取得しやすさを改善するための新たな政策手段はもう一つ残されている。メリルリンチで住宅ローン業務の責任者を務め、現在は「コンベクシティ・メイブン」というブログを運営するハーレー・バスマン氏は、既存の住宅ローンに「ポータビリティー」を認めることで「住宅市場の目詰まり」は解消できると主張する。

現在、住宅ローン金利は6%まで低下したものの、数年前に3%前後で住宅ローンを契約した住宅所有者は、グレードアップどころか、価格がより低い住宅に住み替えることすら難しい状況にある。バスマン氏が示す解決策は、その3%のローンを新居の購入に引き継げるようになると指摘する。このポータビリティーは、すでにカナダ、オーストラリア、英国では導入されている。バスマン氏は、この仕組みが導入されれば住宅市場の流動性が高まり、低金利ローンを利用している人々が転職や退職といったライフステージの変化に応じて、より容易に住み替えできるようになると指摘する。

筆者が先月指摘した通り、中間選挙を前に望ましい経済状況を実現するための直接的な政治介入が、今後一段と強まる可能性が高い。FRBに対する法的手段による圧力もその一例である。しかし、1970年代の歴史が示すように、こうした政策は長期的な弊害をもたらす。ニクソン政権による賃金・物価統制とFRBに対する金融緩和圧力の組み合わせは、10年間にも及ぶ深刻なstagflationを招いた。その教訓は、どうやら忘れ去られているようである。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

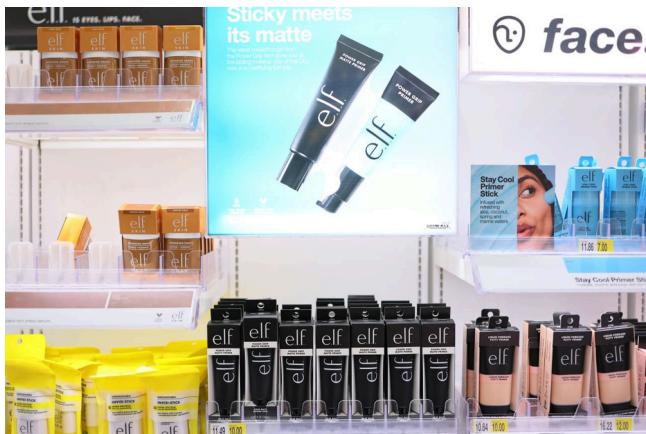
7. 市場の注目は大型ハイテク株に集まるが、小型株の好調は持続するか

While Big Tech Gets the Headlines, Small-Caps Are Rallying. Will It Last?

小型株のパフォーマンスには持続性があり、利下げも追い風

[投資戦略]

小型株の復権は続くのか



Michael M. Santiago/Getty Images

米実業家イーロン・マスク氏は最近、テスラ＜TSLA＞のオプティマス人型ロボットが2020年代末までには地球上で最高の外科医になるだろうと予測した。小売り世界最大手のウォルマート＜WMT＞はアルファベット＜GOOGL＞と提携し、来年にはドローン宅配顧客を200万人から4000万人へ拡充することをもくろむ。メディア娯楽大手ウォルト・ディズニー＜DIS＞は、人形と人間が共存する「マペット」をテーマにしてハリウッドのスタジオのロックンローラーコースターを刷新する予定だ。まあ、最後のは冗談半分としても、いずれにしても大企業

が驚くべきイノベーションを模索する事例の枚挙にはいとまがない。

昨年11月中旬から小型株がアウトパフォームしているのはなぜか。一瞬で終わるのか、それとも長年待ち焦がれた復権の始まりなのだろうか。一瞬で終わることはなく、その理由には「そろそろ小型株の出番だ」とか「小型株は割安だ」とか「何かおかしい、だからこそ正しい」といった以上のものがある。例えば、小型株の長期にわたる収益性の低迷は終焉（しゅうえん）を迎えたように見える。株価上昇が続くかどうかは製造業と債券市場次第かもしれない。まずは「タイミング」と「割安」について確認してみよう。

小型株は過去の経験則に照らすと、平均して10年近く上昇や低迷が持続することが多い。1970年代半ばから1980年代初頭にかけてしばらくの株価上昇期があった。1981年に発表された記念碑的な研究論文は、小型株効果として知られることになった小型株の長期的なアウトパフォームの傾向を紹介した。しかし、その直後に、小型株は2000年のドットコム・バブル崩壊まで続く長期低迷期に突入した。その後、10年近くアウトパフォームした。

直近まで続いていたアンダーパフォームは歴史的に見て長期に及ぶものだ。大型株で構成されるS&P500指数に15年間投資していた投資家は608%のリターンを挙げたが、S&P小型株600指数は同期間でわずか353%、別のよく知られた小型株指数であるラッセル2000指数は303%だった。そこで、恐らく、小型株にそろそろ時機到来となるのだ。

次に割安度。S&P小型600指数は2025年の1株当たり利益（EPS）に対し株価収益率（PER）は18倍と過去平均を若干上回る程度だが、S&P500指数は25倍と割高だ。小型株は相対的に割安だが、指数によって見え方が変わる。ラッセル2000指数は2025年のEPSに対して41倍である。二つのインデックスの違いは、600指数が指数構成企業が黒字であることを条件としているのに対し、2000指数にはその制約がない。そのため、注目を浴びつつも混沌とした企業がたくさん含まれる。だからこそ、投資家が引き寄せられると言うこともできる。11月初めから、「注目を浴びつつ混沌とした」2000指数のリターン

は9.2%、小型黒字600指数が7.6%、大型割高500指数が3.9%となっている。

収益状況が芳しくなかった小型株は近年パフォーマンスがさえなかった。2022年後半にオープンAIの「チャットGPT」が一般公開されて以降、大企業の利益は積極的な人工知能（AI）向け投資によって後押しされ、累積ベースで27%増加した。しかし、同時期の小型株の利益は12%減少し、その後回復したものの、累積ベースではわずか1%の上昇にとどまる。大企業と比べて、小型企業は何年もの間縮小してきた国内製造業および高関税の影響をはるかに受けやすい。

しかし、小型企業の利益は増加している。今年、S&P500および600指数はどちらも15%の利益成長率を見込む。利益額の変動が激しく、依然としてリセッション（景気後退）からの回復途上にあるラッセル2000指数については、今年の利益成長率は66%と予想されている。

ビーオブエー・セキュリティーズで小型株戦略を統括するジル・ケアリー・ホール氏は、小型株が利下げおよび大企業による設備投資のトリクルダウン効果の恩恵を受けると見ている。同氏の調査リポートによれば、小型株の利益が大型株の利益を上回り加速する年においては、小型株が75%の年でアウトパフォームし、アウトパフォーム率は年平均9%に達するという。より長期間で見ると、バリュエーションが最も重要になる。過去のPERとその後の株式パフォーマンスの関係が成り立つとすれば、大型株の1%に対して、小型株は向こう10年にわたって年9%のリターンを挙げる可能性がある。

低コストで小型株エクスポージャーを加えることのできる上場投資信託（ETF）もある。バンガードS&P小型株600<VIOO>、あるいはビーオブエーの現在のバリュー選好に基づけばiシェアーズS&P小型バリュー<IJS>もある。ビーオブエーは最近2026年の小型株の有力推奨銘柄を公表した。その中には、アラスカ航空グループ<ALK>、語学学習のデュオリンゴ<DUOL>、化粧品のe.l.f.ビューティー<ELF>、貨物輸送のナイト・ソフト・トランスポーテーション・ホールディングス<KNX>、公益のサウスウェスト・ガス・ホールディングス<SWX>が含まれる。

小型株の上昇に対する主なリスクは製造業のさらなる景気悪化だ。小型株は購買担当者のデータを追跡する米サプライ管理協会（ISM）が発表する製造業購買担当者指数（PMI）に連動して動く傾向がある。さらに、PMIは米10年債利回りの変化に反応する傾向がある。ここで、ちょっと話題を変えよう。

ダボス会議でのトランプ大統領の講演に注目

トランプ政権は最近、モーゲージ証券の大規模な買い入れを発表した。バークレーズでインフレ調査戦略の責任者を務めるジョナサン・ヒル氏は、目的は11月の中間選挙前に住宅ローン金利を引き下げ、住宅のアフォーダビリティー（価格の手頃さ）を迅速に支援することにあると語る。しかし、モーゲージ債と米国債のスプレッド差が縮小しているため、本当に必要なのは米国10年債の利回りを引き下げる事だ。債券投資家は、財政赤字が無限に拡大する状況や連邦準備制度理事会（FRB）議長を政治的動機に基づく犯人探しの標的にすることに嫌気が差している。

しかし、政権は無力ではない。ヒル氏は三つの手段を示す。一つ目が大規模な米国債購入を促すような銀行の資本規制の調整を行うこと。二つ目は米財務省が短期国債を発行して長期国債を買入れること。この政策は方向性としては2011年および2012年のFRBのオペレーション・ツイストに似ている。三つ目が米財務省が単純に長期国債の発行を絞り、短期国債の発行を増やすことで長期国債の供

給を減らすことだ。

ヒル氏は「現政権が非常に想像力豊かであることは明らかであり、人が思いも寄らないような数多くのアイデアを思いつき、実行するだろう」と語る。1月下旬にスイスの保養地ダボスで開催される世界経済フォーラム年次総会（ダボス会議）におけるトランプ大統領の講演を注視し、政権から出てくる創造的なアイデアが債券市場に与える影響についてのヒントを探ろうとしている。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

8. メタ、AIインフラ構築に10年間で1兆ドル超を投資へ

Meta Triples Down on AI. It Could Be a Wild Ride for the Stock.
投資家は悪材料と受け止める可能性がある

[ハイテク]

10年間で数十ギガワット規模のデータセンターネットワークを建設へ

メタ<META>の最高経営責任者（CEO）、マーク・ザッカーバーグ氏は大きな決断を恐れない人物だ。このことは、ハーバード大学を中退して新興ソーシャルメディア企業を興したり、年間売上高が1000億ドルを超えた後に社名を変更したりしたことが如実に示している。だが、ザッカーバーグ氏が先週公表した、メタ・コンピュートと呼ばれる人工知能（AI）データセンターのグローバルネットワークを数年で構築するプロジェクトの推進は、ザッカーバーグ氏にとって最も大きな決断かもしれない。投資額は推定1兆ドル超と、自社で賄える金額をはるかに上回る。



CHANDAN KHANNA/AFP via Getty Images

ザッカーバーグ氏は1月12日、「本日、メタ・コンピュートという経営トップ直轄の新たな取り組みを開始する。メタは、今後10年間で数十ギガワット規模、将来的には数百ギガワット規模のデータセンターを建設する計画だ。このインフラの構築をいかにかじ取りし、投資し、他社と連携するかが戦略的優位性となる」とメタが運営するフェイスブックに投稿した。

メタのAIへの野望はこれまで投資家を悩ませてきた。だが今や、投資家はメタが「AIファースト」の企業であることを受け入れざるを得なくなっている。

1ギガワット当たりの投資額は500億ドル規模

メタの2025年のAIデータセンター投資額は前年の370億ドルから増加して約700億ドルとなった。だが、それはまだ始まりにすぎないようだ。メタの過去12カ月間の営業キャッシュフローは1000億ドルを超えるが、それだけではメタ・コンピュートのための資金を賄えない。

AIデータセンターの建設費用は、半導体大手エヌビディア<NVDA>のハードウエアを使用する場合、1ギガワット当たり約500億ドルである（他社のAI半導体を使用する場合はそれよりも低い）。また、こうした大規模なデータセンターを電力網に直接接続して常時1ギガワットの電力供給を受けることはできないため、同じ敷地内に発電所を設置することになる。その場合、設備投資額はさらに膨らむ。

以上は規模が1ギガワットの場合であり、数十ギガワット規模のデータセンターチームを建設するにはその数十倍の費用がかかる。

中東の政府系ファンドからの資金調達を目指す

メタはこの野心的な事業の資金を賄うために先週、ディナ・パウエル・マコーミック氏を社長兼副会長に任命した。マコーミック氏は2度の共和党政権下で国家安全保障の職務に携わり、投資銀行のゴールドマン・サックスで16年にわたり上級管理職を務めた経験を持つ。

ザッカーバーグ氏によると、マコーミック氏は「政府や主権国家と提携して、メタのインフラの構築、展開、投資、資金調達に取り組む」という。中でも重要なミッションは、AIデータセンター投資に大きな関心を寄せるサウジアラビア王国とアラブ首長国連邦といった中東の君主制国家への働き掛けだ。エジプトで生まれたマコーミック氏は幼少期に米国に移住し、今でもアラビア語を話す。政治および国際金融分野でのマコーミック氏の仕事の多くは中東地域に焦点を当てたものだった。

投資銀行の顧客や中東の政府系ファンドから多額の資金を調達し、世界中で進行しているAI規制への対応を円滑に進めたいのであれば、マコーミック氏はうってつけの人材である。

メタバースよりも投資額が大き過ぎるため方向転換はより困難

ザッカーバーグ氏の基本的な考えは、最終的にはAIパーソナルアシスタントが人間の代わりにウェブを閲覧するようになるため、メタは、数十億人のソーシャルメディアユーザーをメタのAIユーザーに転換するために今すぐ投資しなければならないというのだ。

このようにザッカーバーグ氏は、メタに大きな影響をもたらす可能性のある次の要因を常に探している偏執的なビジョナリストである。だが、もう一つ、株価を守る現実的な経営者としての側面も持っている。

2021年、ザッカーバーグ氏は新たな変革の波となっていたメタバース（仮想空間）に全力を注ぐ方針を打ち出した。ザッカーバーグ氏のビジョンは、人々が3次元の仮想環境でメタの仮想現実（VR）ヘッドセットを使いながら仕事したり遊んだり交流したりして1日の一部を過ごすようになるというものだった。ザッカーバーグ氏はこの新たな方向性を反映させるため、社名をフェイスブックからメタに変えた。

しかし、事業展開のペースは期待値を下回った。メタのVRヘッドセットは依然として使いにくく、ソフトウェアは未完成にみえ、仮想世界はほとんど空っぽだった。2022年の時点でハードウエアもソフトウェアも準備が整っていなかった。

社名変更発表の翌年、メタの株価は69%下落した。その後、オープンAIが大規模言語モデルのチャットGPTのサービスを立ち上げると、ザッカーバーグ氏はメタバースへの言及を減らし、効率性について語るようになった後、すべての関心をAIに振り向いた。メタの株価は2023年に194%、2024年にはさらに65%上昇した。

2025年になると、メタはAIデータセンター構築を加速させた。だが、投資家がAI投資の回収に疑問を抱き始めたため、年後半を通じて株価はS&P500指数をアンダーパフォームした。

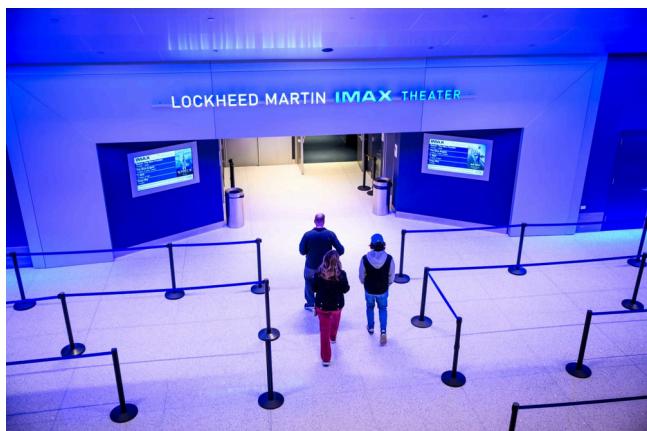
先週のメタ・コンピュートの発表を受けてメタの株価は4.9%下落した。この状況が続けば、株価を守る現実的な経営者であるザッカーバーグ氏は新規投資を減速させる可能性がある。

問題は、現状ではAIデータセンター投資の規模がメタバース投資を大きく上回っていることだ。つまり、方向転換ははるかに困難かつ高コストなものとなっている。

By Adam Levine
(Source: Dow Jones)

9. ネトフリが従来型ハリウッドモデルを終わらせても、IMAX株は揺るがない [米国株式市場] Netflix Is Ending Hollywood as We Know It. IMAX Stock Will Be Just Fine. ワーナー・ブラザース争奪戦の結果にかかわらず、IMAXには高評価に値する

ワーナー買収計画の公表以来、IMAXの株価は約5%下落



Pete Kiehart/Bloomberg

米動画配信大手ネットフリックス<NFLX>は、米メディア大手ワーナー・ブラザース・ディスカバリー<WBD>買収の動きを通じて、映画ビジネスにおける支配力をさらに強めようとしている。しかし、このハリウッドドラマがどのような結末を迎えるとも、大型スクリーン映画館を運営し、劇場配給プラットフォームを提供するIMAX<IMAX>には何の問題もないはずだ。ネットフリックスは1月20日に堅調な決算を発表すると思われる。しかし投資家の関心は、ネットフリックスが進めるワーナーのストリーミングおよびスタジオ資産の争奪戦についての詳細に向けられている。ネットフリックスのワーナー買収計画が12月5日に発表されて以来、IMAXの株価は約5%下落した。

しかし、これは過剰反応だ。そもそもネットフリックスはIMAXにとって競合相手ではなく、パートナーと見るべきである。IMAXはネットフリックスの映画『ナルニア（原題）』を今年の感謝祭から2週間にわたり劇場で独占上映し、その後、同作品はクリスマスに合わせてストリーミング配信へ移行する予定である。IMAXの最高経営責任者（CEO）であるリチャード・ゲルフォンド氏は、IMAXの大型スクリーンが今後もハリウッドの大作映画にとって魅力的な上映場所であり続けると考えている。12月の投資家説明会でゲルフォンド氏は「IMAXは勝ち組となる。好位置についていると強く確信している」と述べた。

る」と述べた。

数字もゲルフォンド氏の見方を裏付けている。IMAXは2025年に他の映画館チェーンを大きく上回る業績を上げた。米国全体の興行収入は2024年から1%しか増加しなかったのに対し、IMAXは1月初旬、2025年の米国内興行収入が前年比14%増加し過去最高を記録したことを発表した。これは、『アバター：ファイバー・アンド・アッシュ』、『F1／エフワン』、『ミッション：インポッシブル／ファイナル・レコニング』など、アクション性の高い作品の成功によるところが大きい。

複数の有力アナリストがIMAXの投資判断を「買い」として、株価の上振れ余地を見込んでいる

また、銀行持株会社テキサス・キャピタル・バンクシェアーズ<TCBI>の証券子会社テキサス・キャピタル・セキュリティーズでメディア・アナリストを務めるエリック・ウォルド氏によれば、IMAXは競合他社から顧客を奪っており、興行市場シェアは2024年の3.9%から2025年には5.1%に上昇した。ウォルド氏は「これは、顧客が最高の映画体験へと絶え間なく移行していることを示している。この点は、2026年に予定されている映画ラインアップには極めてIMAX向けの作品が多いことを考えると、さらなる追い風となるはずだ」と解説している。ウォルド氏はIMAXの投資判断を「買い」、目標株価を47ドルとして、直近の株価35.07ドルから約35%の上振れ余地を見込んでいる。

このラインアップには、『オデュッセイ』、『トイ・ストーリー5』、『スパイダーマン：ブランド・ニュー・デイ』、『アベンジャーズ：ドゥームズデイ』（いずれも原題）といった作品が含まれており、2026年に大ヒットが期待されている。さらに、米独立系リサーチ会社ベンチマークのアナリストであるマイク・ヒッキー氏は「経営陣は2027年分の上映枠がすでに50%以上埋まっていることを強調している」と指摘した。ヒッキー氏は、IMAX向けに特別に撮影された映画の比率が増えている点もプラス材料であると付記し、IMAXの投資判断を「買い」、目標株価を42ドルとして20%の上振れ余地を見込んでいる。

IMAXが高い評価を受けるべき理由の一つは国際展開の加速

IMAX株は、2026年予想利益に基づく株価収益率（PER）が22倍と、市場全体と同水準で取引されている。しかし、プレミアム評価に値する可能性がある。利益は2025年に推定40%急上昇した後、今年も20%の成長が見込まれている。しかも成長ストーリーは米国にとどまらない。米独立系株式リサーチ会社シーソート・リサーチ・パートナーズのアナリスト、デビッド・ジョイス氏によれば、外国語映画がIMAXのビジネスにおいてますます重要な位置を占めている。ジョイス氏は、2025年におけるIMAXの「現地語映画」の興行収入は、中国のアニメ映画『ナタ 魔堂の大暴れ』をけん引役として過去最高に達したこと、さらに2026年のIMAX総興行収入の少なくとも30%は米国外からもたらされる見通しであることを指摘している。

IMAXがハリウッドに別れを告げるわけではないが、国際展開の加速は、ネットフリックスであり、米メディア大手パラマウント・スカイダンス<PSKY>であれ、どちらがワーナー・ブラザースを巡る入札戦を制するかにかかわらず、IMAXが投資家から高い評価を受けるべき、もう一つの理由と言えよう。

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

10. 金利上限規制がクレジットカード特典をしほませる構図 How a Rate Cap Would Shrink Credit-Card Rewards 影響試算 カード金利10%上限の余波

[経済関連スケジュール]

利用の手頃さ重視、だが裏目に出るか

トランプ米大統領が1月9日に打ち出したクレジットカード金利の上限を10%に設定する提案は、カード発行会社の株価を押し下げた。多くの専門家は、この計画を実現するには議会が立法措置を講じる必要があるとみており、過去にはほとんど支持を集められなかった経緯がある。ただ、金融比較・仲介プラットフォーム、レンディングツリー<TREE>の消費者金融担当チーフアナリスト、マット・シュルツ氏は、今回は「少し様相が違うように感じられる」と語る。



Illustration by Elias Stein

大手航空会社のデルタ航空<DAL>やユナイテッド航空<UAL>といった航空株も下落した。理由はこうだ。航空会社はクレジットカード特典プログラムから年に数十億ドルを稼いでいる。デルタ航空は第3四半期に、クレジットカード大手アメリカン・エキスプレス<AXP>から20億ドルの収益を得た。シュルツ氏によると、特典の原資は、加盟店が負担するカード決済手数料（スワイプ手数料）やカード利用者が支払う金利など、複数の収入源で賄われている。金利上限を10%に抑えられれば、金利収入は削られ、カード発行会社は特典を与える顧客を、これまで以上に厳選するようになるはずだ。シュルツ氏は「特典市場の中間層は、結果として締め出される可能性がある」と指摘する。

バンダービルト大学の報告書によると、10%上限は信用スコアが760を上回る顧客の特典には影響しないとみられる。一方、同大学の試算では、金利が10%に抑えられれば、米国の消費者全体では年間100億ドルの利払いを節約できる半面、信用スコアが760未満の顧客は特典で270億ドルを失う見通しだ。また、10%上限の影響は、信用力の低いサブプライム層へのエクスポージャーの大きさによって、カード発行会社ごとに異なる。大手銀行ウェルズ・ファーゴ<WFC>のアナリスト、マイク・メイヨー氏は、「プライベート・レーベル（特定の小売業者専用、発行時の審査が緩め）」のカードを手掛けるシンクロニー・フィナンシャル<SYF>やブレッド・ファイナンシャル・ホールディングス<BFH>が最も大きな打撃を受けると指摘する。逆に、影響が最も小さいのは、富裕層顧客の比率が高いアメリカン・エキスプレスだ。

（※なお、本欄コラムはエリザベス・オブライエン記者が執筆した。）

Damage Estimates

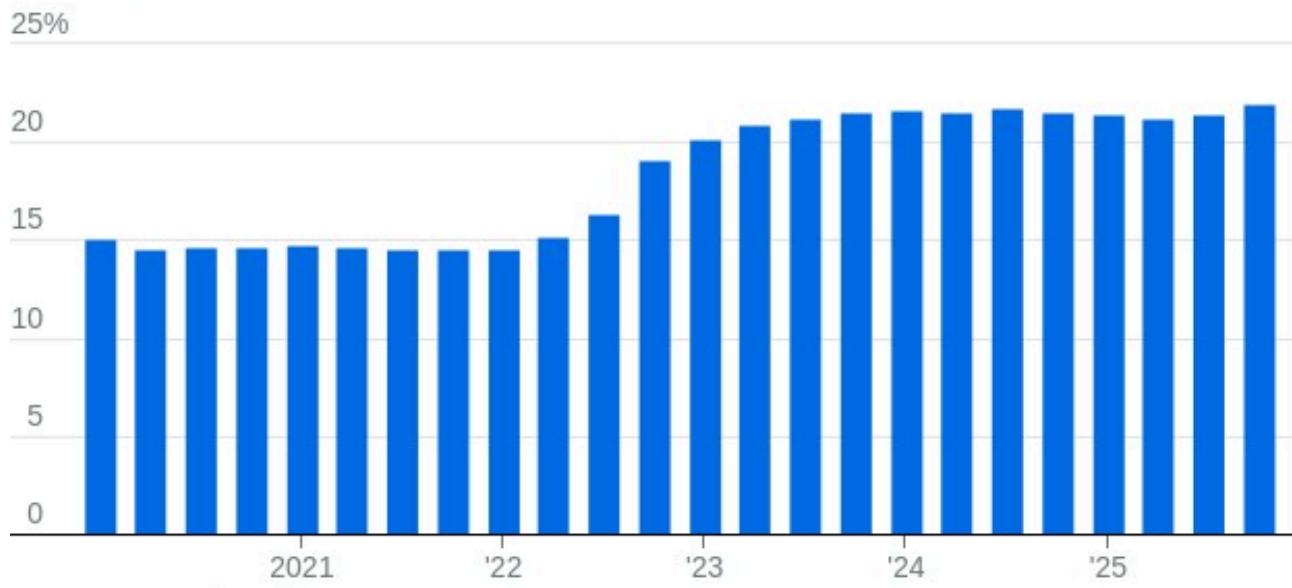
President Trump's proposed 10% credit-card cap hit major players in the business in different ways.



Affordability Play

The 10% cap is meant to save consumers money by lowering credit-card interest rates below recent levels.

Average bank credit-card rates



Source: St. Louis Fed

先週の出来事

市場動向

週初、投資家は、司法省が連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長について、FRB本部ビルの改修工事を巡り調査に乗り出したことを知った。パウエル議長は11日、今回の検査について、自身が追加利下げをしないことへの不満からの圧力として、トランプ氏が持ち出した「口実」だと認識を示した。金と銀はそろって最高値を更新した。トランプ氏は、イランと取引する国に25%の関税を課す考えを示した後、イランでは反政府デモを巡る死刑執行が停止したとの報告を受けたと述べた。こうした騒ぎにもかかわらず、株式相場は一時、小幅に上昇したが、その後、銀行決算がまちまちだったことを受けて下落した。この結果、週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は前週末比0.3%下落、S&P500指数は0.4%下落、NASDAQ総合指数も0.7%下落した。

企業動向

トランプ氏は、キューバへのベネズエラ産原油の供給を遮断すると明言したほか、石油大手のエクソンモービル＜XOM＞の最高経営責任者（CEO）がベネズエラは「投資不可能だ」と述べたことを受け、エクソンをベネズエラの石油開発から締め出す可能性を示唆した。大手銀行JPモルガン・チェース＜JPM＞は、投資銀行部門の収益が振るわなかつたことに加え、IT大手アップル＜AAPL＞のクレジットカード事業を大手投資銀行ゴールドマン・サックス＜GS＞から取得したことに伴う費用計上が響き、利益が減少した。ダイモンCEOは、FRBの独立性に対するいかなる脅威も「恐らくは賢明ではない」と警告した。トランプ氏はクレジットカード会社に対し、1月20日から1年間は適用金利を10%まで引き下げるよう求めた。米連邦地裁判事は、デンマークの再生可能エネルギー大手オーステッド＜ORSTED.デンマーク＞によるロードアイランド州沖の洋上風力発電プロジェクトについて、開発再開を認める判断を下した。さらに、ノルウェーのエネルギー大手エクイノール＜EQNR＞によるニューヨーク州ロングアイランド沖の洋上風力発電プロジェクトについても、建設再開を承認した。

M&A（合併・買収）など

- 旅行大手アレジアント・トラベル＜ALGT＞は、格安航空会社サンカントリー航空＜SNCF＞を10億ドルで買収する。
- メディア大手ワーナー・ブラザース・ディスカバリー＜WBD＞をめぐる買収劇はなお続く。同業パラマウント・スカイダンス＜PSKY＞はワーナー・ブラザース・ディスカバリーを提訴し、委任状争奪戦（プロキシファイト）に発展する可能性を示唆した。一方、動画配信大手ネットフリックス＜NFLX＞は、全額現金による830億ドルの買収提案を準備している。
- 高級百貨店大手サックス・グローバルは、米連邦破産法11条（日本の民事再生法に相当）の適用を申請した。
- 米国防総省（ペンタゴン）は、米防衛関連企業L3ハリス・テクノロジーズ＜LHX＞が手掛けるミサイル事業のスピノフ会社に、10億ドルを投資すると発表した。

今週の予定

1月19日（月）

米株式・債券市場は、キング牧師記念日の祝日で休場。

1月20日（火）

市場取引日数の少ない今週は、S&P500指数構成企業のおよそ30社が決算を発表する。20日は、素材大

手スリーエム（3M）<MMM>、ネットフリックス、航空大手ユナイテッド航空ホールディングス<UAL>、21日には、金融サービス会社チャールズ・シュワブ<SCHW>と医薬品大手ジョンソン・エンド・ジョンソン（J&J）<JNJ>、22日には、医薬品アボット・ラボラトリーズ<ABT>、航空エンジン製造GEエアロスペース<GE>、半導体大手インテル<INTC>、家庭用品大手プロクター・アンド・ギャンブル<PG>が、それぞれ決算を発表する。

1月22日（木）

商務省経済分析局（BEA）が昨年10月分と11月分の個人消費支出（PCE）物価指数を発表する。11月分についての市場予想は、前年同月比で2.8%の上昇で、また変動の大きい食品とエネルギーを除いたコアPCEについても、前年同月比2.8%上昇と予想される。

1月23日（金）

S&Pグローバルが1月の製造業およびサービス業購買担当者景況指数（PMI）を発表する。コンセンサス予想では、製造業PMIが51.8、サービス業PMIが52.9と見込まれている。なお、12月の数値はそれぞれ51.8と52.5だった。

統計と数字

950億ドル：1月第1週における米企業の借入額。2020年5月以来の高水準。

20%：アップルの2024年におけるスマートフォン市場シェア。主要5社の中で首位。

1兆7000億ドル：米国的学生ローン残高の総額。過去最高を更新し、政府の融資規則がより厳格化される要因。

1兆2000億ドル：2025年の中国の貿易黒字額。対米輸出が約20%減少したにもかかわらず、2024年比で6.6%増加。

By Robert Teitelman
(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』 2026/01/18

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