

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2026/02/01

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. ウォール街の著名アナリスト、ダン・アイブス氏を信用すべきか - He's Wall Street's Biggest Showman. Should You Trust Him? [カバーストーリー] P.1
テクノロジー業界の強気派だが、兼業による利益相反に懸念
2. 銀価格急落を受けた銀鉱山株の見直し機運 - Silver Is Paying for Its Excesses. Silver Miner Stocks May Be a Buy. [フィーチャー] P.8
価格急落を経た銀市場で注目される代替投資手段
3. ケビン・ウォーシュ氏はFRBをどう変えるかトランプ政権とどう向き合うのか - Kevin Warsh Is Trump's Man-and His Own. How He Will Reshape the Fed. [フィーチャー] P.12
1951年の政策アコード再確認の意味するもの
4. 停滞するS&Pグローバル株に好機到来 - S&P Global Stock: More Than the Sum of Its Parts. [注目銘柄] P.15
AIとプライベート市場データが切り開く新たな成長曲線
5. 2025年の本誌推奨銘柄の成績表：市場をアウトパフォーム - Barron's Stock Picks Beat the Market in 2025. What We Got Right-and Wrong. [フィーチャー] P.18
2025年は的中率、リターンとも市場を上回ったが、今年はさらに上を目指したい
6. ウォーシュ氏率いるFRBでは株価は上がらない。問題は政府の歳出にある - A Warsh Fed Won't Lift Stocks. Blame Government Spending. [コラム] P.24
財政の制御不能が招く悪材料
7. 投資家の評価が明暗を分けたマイクロソフトとメタの四半期決算 - Microsoft Staged AI's Greatest Test Case. It May Not Be Working. [ハイテク] P.26
ポイントはAI収益化の兆候の有無
8. 株式市場には多くの疑問点があるが、明確な答えは多くない - The Stock Market Has Lots of Questions—and Not Many Answers [米国株式市場] P.28
大手ハイテク株の回復はバブルへの入り口か
9. 金暴騰、通貨はディバースメントに至ったのか - Gold Is Soaring and Wall Street Calls It 'Debasement.' Is It? [投資戦略] P.30
金価格は節目の5000ドルを突破
10. バロンズ企画「2025年予想チャレンジ」結果発表 - Meet the Winner of Our 2025 Forecasting Challenge [経済関連スケジュール] P.32
本誌恒例企画に読者4500人が挑戦

※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. ウォール街の著名アナリスト、ダン・アイブス氏を信用すべきか [カバーストーリー]
 He's Wall Street's Biggest Showman. Should You Trust Him?
 テクノロジー業界の強気派だが、兼業による利益相反に懸念

レポートやSNS投稿はほとんど開示なし



Screenshots courtesy CNBC, Fox Business, yahoo!finance, CNN, and Bloomberg

ダン・アイブス氏は多忙な人物だ。まず、暗号資産（仮想通貨）の購入を通じて、オープンAIのサム・アルトマン最高経営責任者（CEO）のブロックチェーン関連プロジェクトに資金を提供するテクノロジー会社の会長である。また、顧客管理ソフトウェア大手セールスフォース<CRM>と競合する別の上場企業の顧問を務める。さらに、人工知能（AI）関連の大手企業に投資する、自身の名を冠した上場投資信託（ETF）の宣伝役でもある。

アイブス氏の本業は、投資銀行ウェドブッシュ・セキュリティーズのテクノロジーリサーチ担当グローバル責任者だ。アイブス氏はテクノロジー業界に対する楽観的な見解とメディアへの頻繁な出演によって、ウォール街で最も著名な株式アナリストとして表舞台に進出している。23万人以上のフォロワーを有するX（旧ツイッター）での活動も後押しになっている。しかし、アイブス氏の事業上の利害関係が拡大しており、リサーチに影響を及ぼす可能性があることはあまり知られていない。

アイブス氏の本業以外の役職、すなわちデジタル資産運用会社エイトコ・ホールディングス<ORBS>の会長や、マーケティングテクノロジー企業ジータ・グローバル・ホールディング<ZETA>の顧問を務めていること、そしてウェドブッシュのAI株式ファンドとの関係は通常、リサーチレポートでは開示されていない。「AI革命」を喧伝（けんでん）するアイブス氏は、Xアカウントのプロフィール欄に幾つかの役職を記載しているが、個別の投稿は往々にして背景情報が欠けている。

アイブス氏には強気な見解を維持するさまざまなインセンティブがある。アイブス氏は最近、エイトコの会長として連邦議会に赴き、AIと暗号資産への支持を表明した。しかし、これらの業界に関して、アイブス氏は中立的な観点からウェドブッシュの顧客に情報提供することを義務付けられている。米金融取引業規制機構（FINRA）は、アナリストが「情報開示によっても解消できないほど明白な利益相反を生じる」行為を禁止している。企業もアナリストの利益相反を開示し、アナリストの客観性を損なう可能性がある行為を制限しなければならない。

アイブス氏の活動はウェドブッシュの承認を得ているようだ。しかし専門家は、アナリストとしては極めて異例であり、FINRAの規則に違反する可能性があるとして指摘する。ボストン大学の会計学科長で、セルサイドの株式リサーチに関する著作や20本以上の論文を執筆しているマーク・ブラッドショー氏は、アイブス氏のように役職を兼務している例は見たことがないと言う。ブラッドショー氏は「リサーチの独立性が損なわれることが非常に懸念される。アイブス氏の名前がついているETFが、アイブス氏のリサーチ銘柄を保有しているからだ。さまざまなバイアス要因があるが、最も明確なのは金銭的な利害だ」と指摘する。

本誌はアイブス氏の兼業について、規制当局への提出書類を精査し、証券弁護士、研究者、元規制当局者など十数人に取材した。ウェドブッシュはアイブス氏や他の経営幹部への取材を拒否した。アイブス氏は複数のメールに返信せず、Xで本誌記者2名をブロックした。ウェドブッシュは本誌宛ての声明で「ダン・アイブスは、深い業界知識、信頼性、強固な職業倫理、そして最も重要な点として、揺らぐことのない誠実性に立脚した、25年にわたる卓越した実績を有する」としている。

自身の名を冠するETFがリサーチ銘柄に投資



Roy Rochlin / Getty Images

アイブス氏はとても目立つ。トレードマークである蛍光パステルカラーのスーツ、野球帽にサングラスという格好で、投資家によるディスカッションの司会を務める。ニュース番組にもテクノロジー関連のコメンテーターとして出演する。本誌も多くの金融メディアと同様に、長年にわたってアイブス氏の発言を頻繁に引用してきた。

51歳のアイブス氏が所属するウェドブッシュは、ロサンゼルスに本社を置く非上場の投資銀行兼証券会社で、2018年にテクノロジー業界の

リサーチを拡大するためにアイブス氏を採用した。ウェドブッシュ入社前、アイブス氏はFBRキャピタル・マーケッツ（現B・ライリー・セキュリティーズ）に16年間勤務した。

この間、アイブス氏はクラウド企業シンクロノス・テクノロジーズ<SNCR>のインベスター・リレーションズ（IR）責任者を1年間務めている。シンクロノスの会計慣行は後に証券取引委員会（SEC）の調査対象となり、アイブス氏も2022年のSECとの和解に関与した。SECの書類によると、アイブス氏は2017年にシンクロノスを解雇された。

アイブス氏はウェドブッシュでリサーチとマーケティングの境界線を曖昧（あいまい）にしているようだ。昨年6月、ウェドブッシュはダン・アイブス・ウェドブッシュAIレポリチューションETF<IVES>を新たに設定した。このETFは、アイブス氏がAIの未来を形作るとみている30銘柄のパフォーマンスに連動する。同ETFは設定来で30.5%上昇している（テクノロジー株を中心とするナスダック総合指数は同期間で21.7%上昇）。

保有銘柄にはアップル<AAPL>、マイクロソフト<MSFT>、データ分析ソフトウェアのパランティア・テクノロジーズ<PLTR>など、アイブス氏がカバーする企業が含まれる。アイブス氏の同僚がカバーする半導体大手エヌビディア<NVDA>や、ウェドブッシュがカバーしていない法人向けソフトウェア大手オラクル<ORCL>も保有する。ETFの運用資産総額は設定後6カ月で10億ドルを超えた。

法律事務所ガーナ・ワインスタインのマネジングパートナー、アダム・ガーナ氏は、アナリストのカバー銘柄に関連する投資商品にアナリスト個人の名前を冠することは異例だと指摘する。ガーナ氏は「アナリストが銘柄選別を日常的にあるいは全く監督していないとしても、その投資先を好意的に宣伝する構造的なインセンティブが生じる」と語る。

ウェドブッシュが昨年6月に本誌に説明したところによれば、アイブス氏はアイブスETFとその保有銘柄への投資を禁止されており、アイブス氏とETF運用部門の間には「情報障壁」が存在する。アイブス氏は名前と肖像の利用料として定額の年間手数料を受け取る。

アイブスETFの設定は、アイブス氏とSECの間の和解が満期を迎える中で行われた。2022年6月7日、SECは会計上の不正行為に関連して、アイブス氏を含むシンクロノスの複数の元幹部との和解を発表した。アイブス氏はSECの調査結果を肯定も否定もせず、1万5000ドルの罰金を支払った。また、販売担当者として取引や契約を結ぶことを3年間禁止された。

ウェドブッシュは2025年6月4日にアイブスETFを発表した。同日、アイブス氏は本誌の記事「A Prominent Tech Analyst Adds a New Role: Pitching a Stock Fund（著名テクノロジーアナリストの新たな役割：株式投資ファンドのセールス）」について取材を受けた。

その後、ウェドブッシュは本誌に記事のタイトルを変更するよう要求した。ウェドブッシュの弁護士は、アイブス氏はファンドの販売や宣伝を担当していないと主張した。しかし、アイブス氏のXとリンクトインのフィードには、本誌の記事を含め、アイブスETFに関する記事へのリンクが掲載されている。アイブス氏はヤフーファイナンスに対してもアイブスETFに関する取材に答えている。そのため、本誌は記事のタイトルを変更しなかった。

ウェドブッシュはこの記事に関する声明で「バロンズ誌による取材の枠組みは、特に情報開示に関して、実際には別個のトピックを意図せず混同しかねない方法で、複数の異なる物事を同一視するものであるように見える。これらを相互に関連するものとして提示することは、本来の事実を反映しておらず、当社のプロセス、統制、監督について不正確な言説を生み出すリスクがある」としている。

暗号資産運用会社の会長を兼務



NYSE

ETFの設定後間もなく、アイブス氏は別の役職に就任した。エイトコ・ホールディングスの会長である。エイトコは、AIにあふれた世界で人間を認証するためのソリューションを提供すると宣伝している。昨年9月、エイトコがアイブス氏を取締役会長に選任し、暗号資産の購入資金を調達するために株式を新規発行すると発表したことで、株価は3000%の急騰を見せた。市場価値が70億ドルのピークに達した後、株価は97%急落した。

エイトコの戦略の中心にあるのは、オープンAIのアルトマンCEOが手掛けるプロジェクト「ワールド」を支える暗号資産を購入することだ。ワールドは、虹彩によって人間であることを認証する「オーブ」という金属製の球体型デバイスを開発している。エイトコの成功はワールドの成功とAIの幅広い普及に懸かっている。エイトコの会長就任によって、アイブス氏の影響力は一段と増した。なぜなら、アルトマン氏はAI業界で最も影響力のある経営者の一人だからだ。

エイトコはアイブス氏に政界とのつながりも与えた。アイブス氏は昨年、テッド・クルーズ上院議員（共和党、テキサス州）など多くの上院議員に会ったとリンクトインに投稿している。アイブス氏は「議会でAI、ORBS（エイトコのティッカー）、暗号資産のビジョンを推進できるのは素晴らしい」と書いている。クルーズ議員の事務所は、会談に関するコメント依頼に返答しなかった。

弁護士のガーナ氏は「アナリストが担当分野に関連する上場企業の会長を務めるということは重大な問題だ。企業のリーダーには通常、受託者責任や風評上の利害が生じるため、リサーチの完全な独立性を主張するのは難しい」と指摘する。

アイブス氏はエイトコに入れ込んでおり、投資家もそうであることを望んでいる。YouTubeに投稿された年末の会長メッセージで、アイブス氏は「エイトコ株は割安だと思う。投資家はAIインフラ技術を過小評価している」と語った。

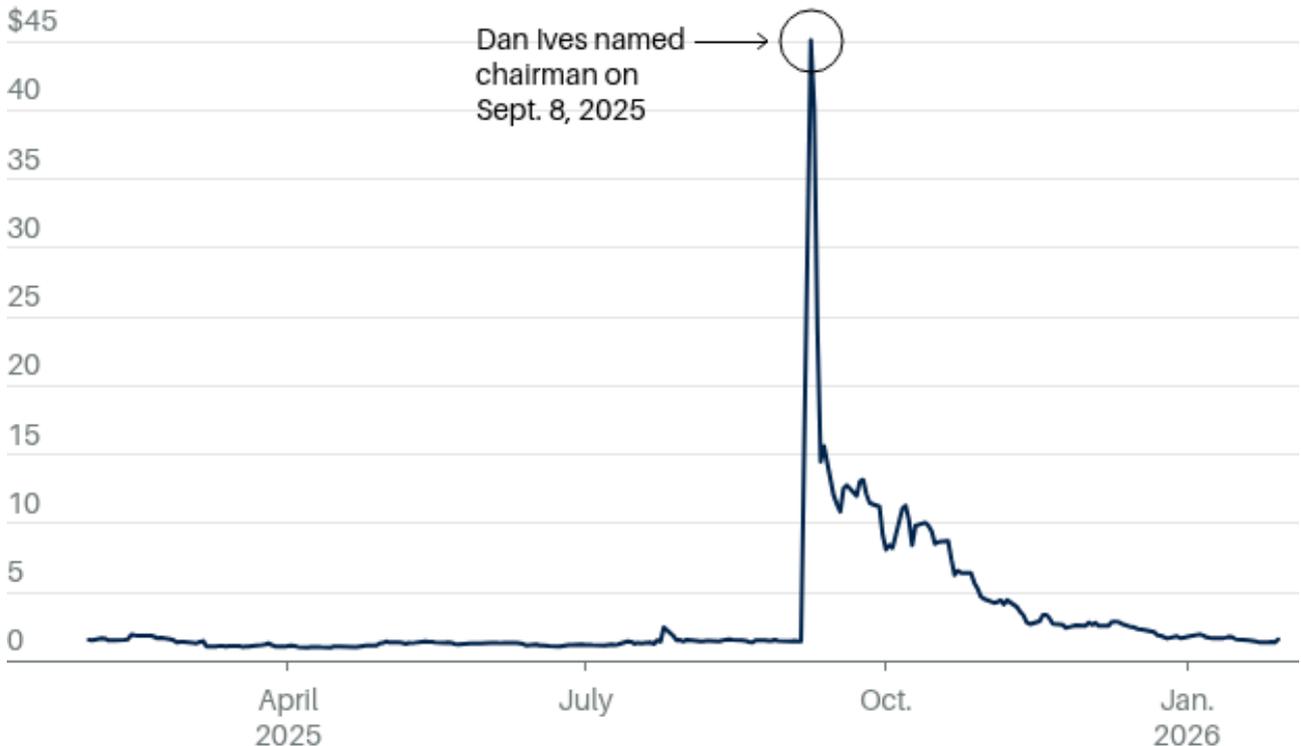
エイトコは暗号資産の購入以外にも、オンライン小売業者の在庫管理を支援するフォーエバー8という事業部門を有する。またビデオゲーム開発会社ミシカル・ゲームズの持ち分を所有する。証券当局への提出書類によると、ある匿名の1件の顧客がエイトコの2025年1～9月の売上高の86%を占めた。エイトコの広報担当者は大口顧客の身元に関する質問に回答しなかった。

現在のエイトコのティッカーシンボルは3番目のものだ。昨年9月、エイトコはナスダックのティッカーをOCTOから変更した。それ以前はクリプタイド（ティッカーはTYDE）というブロックチェーン企業だった。クリプタイド自身も当時の上場メディア企業ビンコ・ベンチャーズからスピンオフされている。後に上場廃止となったビンコを一時的に率いていたテッド・ファーンズワース氏は昨年、ビンコとその親会社の株主に対する詐欺で有罪を宣告された。エイトコのケビン・オドネルCEOはビンコの取締役だった。オドネル氏のコメントは得られなかった。

元規制当局者はスキャンダルを警告

The Ives Effect?

Shares of Eightco spiked in September after the company appointed analyst Dan Ives as chairman and announced plans to buy a cryptocurrency called Worldcoin. The stock has shed 97% of its value from the peak.



Source: FactSet

2000年のハイテクバブル崩壊後、規制当局がウォール街のアナリストを対象に実施した調査は、根拠がなくとどまるところを知らない楽観的な業界文化を明らかにした。当時の改革は、アナリストの銘柄推奨を中立で信頼できるものとし、投資銀行が取引を獲得するためのツールにしないことに重点を置いていた。

規制当局は、利益相反を軽減し、バンカーとアナリストの間に壁を設けるための包括的な法案を制定した。現在、アナリストに適用される主な規則はFINRAによって維持されている。法律事務所モリソン・フォースターのパートナー、バル・ダヒヤ氏は、規制当局がアナリストの透明性の向上を重視していると語る。アナリストはリサーチレポートや一般投資家とのコミュニケーション（メディア出演など）において投資について論じる際に、金銭上の利害関係などの利益相反を開示することが義務付けられている。

ダヒヤ氏は「規制は透明性と客観性を担保するためのものだ。しかし、開示できない利益相反もある」と語る。なお、ウェドブッシュは声明で「当社は株式リサーチやメディア出演における一般的な利益相反を含め、業界全体に存在する潜在的な利益相反を強く認識し、これに注意している」と主張した。

コンサルティング会社J・S・ヘルドの顧問で、UBSグループとJPモルガン・チェースの元法務コンプライアンス担当幹部であるブレント・テイラー氏は、客観性と中立性はアナリストの業務にとって重要な

原則だと語る。テイラー氏は「投資家はアナリストの研究を頼りにしている。アナリストのレポートを読むなら、それが確かに真実であることを望むはずだ」と話す。

2026年、ウォール街のアナリストは引き続き強気な立場を取り、「買い」の投資判断は「売り」を大きく上回っている。そのような環境においても、アイブス氏は常に強気であることで有名だ。ファクトセットによると、アイブス氏はカバーする45銘柄のうち41銘柄を「アウトパフォーム」、4銘柄を「中立」としており、「アンダーパフォーム」としている銘柄はない。

SECがアナリストを止める気は薄そうだ。昨年12月、SECは投資銀行に対してリサーチと銀行業務を分離することを義務付けた2003年の和解文書を撤回した。SECの元委員長であるアーサー・レビット氏は、最近のウォール・ストリート・ジャーナル誌の意見記事で撤回を批判し、「いつの日か、もしかするとほとんどの人が考えるよりも早く、規制当局はウォール街の研究に関する新たな一連のスクランダルを明らかにするだろう」と述べた。

カバレッジ企業の競合の顧問に就任

2025年末を前に、アイブス氏の仕事はもう一つ増えた。ジータ・グローバル・ホールディングスの顧問だ。2024年、ジータは不適切な財務情報開示に関する空売り筋からの批判に直面した。ジータは当時、空売り筋のレポートは推測と虚偽に基づいていると主張した。

本誌はアイブス氏がジータの顧問を務めていることを、FINRAにおけるアイブス氏の記録の脚注から知った。ジータのウェブサイトにも、取締役会のページの最下部に、アイブス氏ら顧問委員会のメンバーに関する1行の記述がある。なお、ジータの広報担当者は「ジータの顧問は受託者責任を負わず、ガバナンスに関与していない。顧問の役割は取締役会とは根本的に異なる」と述べた。

ジータはマーケティング支援用のAIエージェントを販売する。最近、オープンAIとのパートナーシップを発表しており、それがAIエージェントのベータ版へのアクセス拡大に寄与するとしている。ジータの製品は、アイブス氏がカバーするセールスフォースなどの企業と競合している。しかし、アイブス氏がジータの顧問であることは、ジータに関するソーシャルメディアの投稿やリサーチレポートには開示されていない。

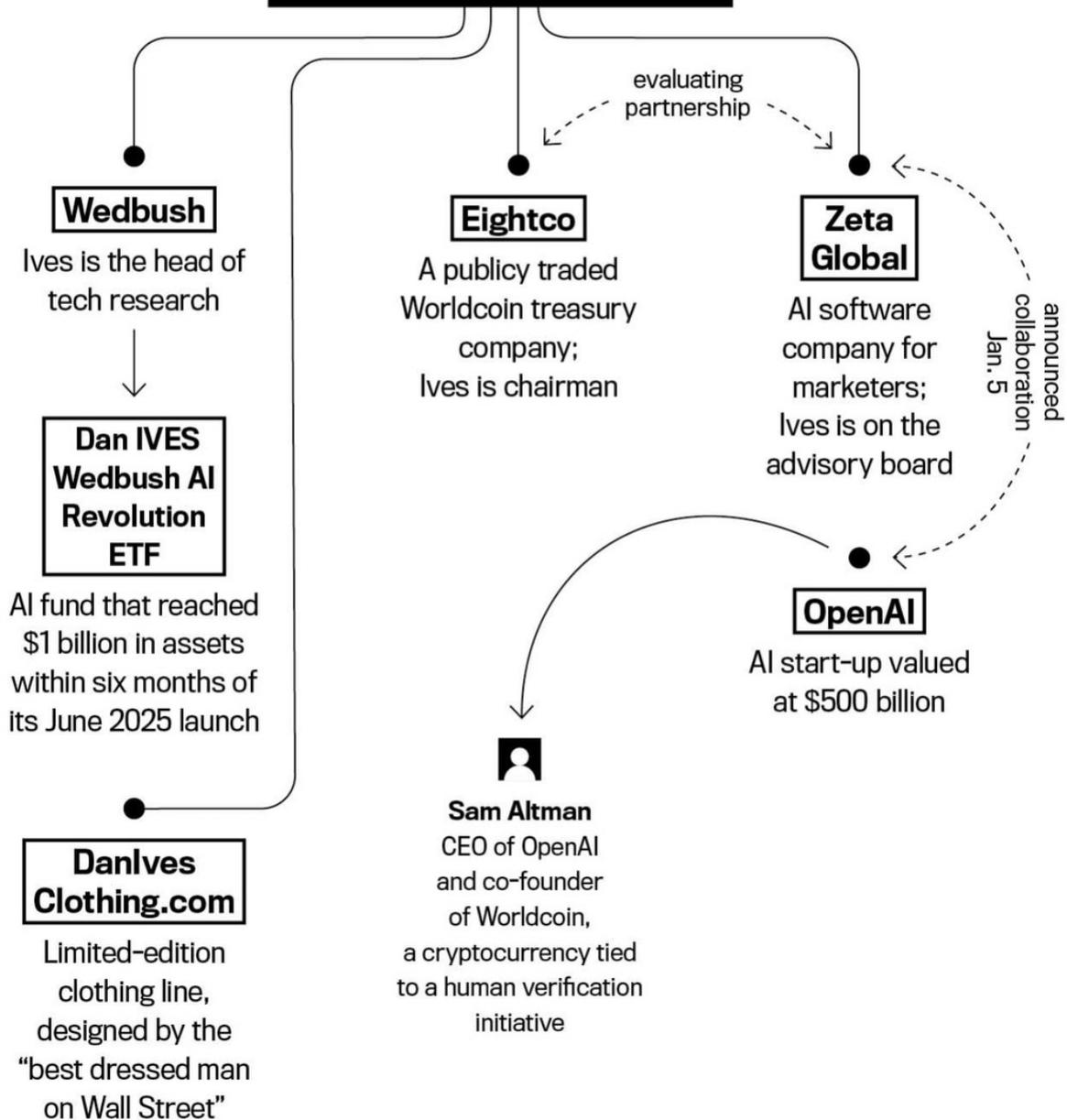
アイブス氏は昨年11月、ジータのデービッド・スタインバーグCEOとの配信インタビューでジータの見通しについて熱心に語り、ジータがセールスフォースの製品の「ほとんど一歩先を行っている」と語った。

アイブス氏は12月1日のリサーチレポートで、2026年にアイブスETFが投資対象とする30社のリストからセールスフォースを含む3社を除外すると述べた。その3日後、アイブス氏はセールスフォースに関する個別レポートを発表し、目標株価と「アウトパフォーム」の投資判断を据え置いた。セールスフォースの競合企業の顧問であることは開示しなかった。セールスフォースの広報担当者はコメントを拒否した。

アイブス氏はジータのスタインバーグ氏に対して複数回のインタビューを実施しており、その中にはアイブス氏のXアカウントに投稿された11月のディスカッションも含まれる。アイブス氏がジータの顧問であることは、インタビューの終わりに小さな字で表示された。



The World of Dan Ives



1月上旬のテクノロジー見本市「CES」でアイブス氏とスタインバーグ氏は再び会談した。インタビューでスタインバーグ氏は、ジータが、アイブス氏が取締役会長を務めるエイトコと提携すると語った。一方、エイトコは1月に機関投資家向けロードショーを開催した。ジータの広報担当者は、ジータはエイトコとの提携の可能性について検討しているが、両社は正式な合意に至っていないと述べた。

アイブス氏の影響力は本業でも強まり続けている。証券当局への提出書類によると、ウェドブッシュはアイブス氏の名を冠したETFを少なくとももう1本設定する予定だ。FINRAの記録では、アイブス氏はアイブス・マンスターAIレポリューション・ファンドというベンチャーキャピタルファンドの顧問でも

ある。このマンスターとは、著名なテクノロジー業界強気派で、ウォール街の元アナリストであるジーン・マンスター氏のことだと思われる。マンスター氏はコメントを拒否した。

アイブス氏自身、あまりに多くの仕事を持つことが妨げになり得ることを認識している。第2次トランプ政権の初期、アイブス氏は電気自動車（EV）大手テスラ<TSLA>のイーロン・マスクCEOが政府の仕事に関わっていることを批判した。アイブス氏は、マスク氏がテスラの経営に集中できるように、テスラはマスク氏の社外活動を抑制する必要があると主張した。マスク氏は「黙れ、ダン」とXに投稿した。長年のテスラ強気派であるアイブス氏は投資判断を「アウトパフォーム」に据え置いた。

By Rebecca Ungarino and Angela Palumbo
(Source: Dow Jones)

2. 銀価格急落を受けた銀鉱山株の見直し機運

[フィーチャー]

Silver Is Paying for Its Excesses. Silver Miner Stocks May Be a Buy.
価格急落を経た銀市場で注目される代替投資手段

銀急騰後の急落と鉱山株の相対的位置付



Mauricio Palos/Bloomberg

銀が1月30日に急落したことは、「上がったものは必ず下がる」ことを示した。貴金属市場は1980年以來最悪の一日となり、銀鉱山株は買い場になっている可能性がある。

銀相場の値動きは激しかった。29日の終値まで、2026年の銀価格は1オンス当たり100ドルまでほぼ50%上昇し、過去1年では3倍に達していた。最大の銀鉱山株上場投資信託（ETF）であるグローバルXシルバー・マイナーズ<SIL>は年初来で20%高だった。

しかし流れは一変した。30日には銀が31%下落して1オンス当たり85ドルとなり、1980年以降で最大の下落率を記録した。大手銀生産会社パン・アメリカン・シルバー<PAAS>、メキシコ事業に強みを持つ中堅銀生産会社ファースト・マジェスティック・シルバー<AG>、米国最大級の老舗銀生産会社ヘクラ・マイニング<HL>などを組み入れるグローバルXシルバー・マイナーズETFも30日に14%下落した。

銀バブル崩壊の可能性が取り沙汰される中、下落局面で銀鉱山株を買うべきかどうか焦点となっている。リスクは高いが、銀の強気論は、旺盛な産業需要、年間約2億オンス（全体需要の約20%）に上る供給不足、そしてアジアを中心とした投資家からの関心の高まりに支えられている。銀鉱山株はここ数カ月の銀高に対して出遅れており、相対的にリスクが低い投資対象になり得る。

銀相場を押し上げた構造要因

Silver Mining ETFs

The Global X ETF offers exposure to the largest miners, while the Sprott ETF focuses on silver-heavy producers.

ETF / Ticker	Recent Price	52-Week Change	Assets (billion)	Expense Ratio	Top 3 Holdings
Global X Silver Miners / SIL	\$110.66	229%	\$7.5	0.65%	Wheaton Precious Metals, Pan American Silver, Coeur Mining
Sprott Silver Miners & Physical Silver / SLVR	78.11	266	1.2	0.65	First Majestic, Sprott Physical Silver Trust, Americas Gold & Silver

Note: E=estimate
Source: Bloomberg

貴金属価格を押し上げている主因は投資需要だ。最も重要なのは「ディベースメント・トレード」（通貨価値の下落に備えた売買）かもしれない。慢性的な連邦財政赤字、インフレ圧力の再燃、トランプ政権のドル安容認姿勢を受け、ドルは下落しているという見立てだ。金が中心的な受け皿となってきたが、銀も上昇している。

マックス・レイトン氏率いるシティグループのアナリストチームは、銀は「ステロイド入りの金」のように振る舞っており、銀が金に対して歴史的に割高に見える水準に達するまで、この傾向が続く可能性が高いとみている。シティグループは銀が今後数週間で1オンス当たり150ドルまで上昇する可能性があるとみている。銀鉱山会社はすでに高い収益性を確保しており、営業レバレッジを備えているため、銀価格の上昇局面では利益が加速的に伸びやすい。株価は今年、銀価格の上昇に対して出遅れている。

2026年は銀鉱山会社にとって財務面で大きな追い風となる可能性がある。銀の平均価格が1オンス当たり40ドルだった2025年と比べ、利益は大幅に増える見通しだ。TDカウエンの貴金属アナリスト、ウェイン・ラム氏は「利益率の拡大とフリーキャッシュフローの規模は前例がないほどだ」と述べる。

銀鉱山会社は希少価値の面でも恩恵を受ける。主要産品が銀である鉱山は世界的に少なく、採掘される銀の70%超は他の金属の副産物として産出される。主要な銀生産会社5社であるヘクラ・マイニング、北米中心の銀・金鉱山会社コー・マイニング<CDE>、世界最大の一次銀生産会社フレズニージョ<FNLPF>、パン・アメリカン・シルバー、ファースト・マジェスティック・シルバーの時価総額は合計で約1100億ドルにとどまり、最大の金鉱山会社ニューモント<NEM>を下回る。

もっとも、鉱山業は容易なビジネスではない。操業面の課題があり、銀鉱山の多くは中南米にあって政治リスクもある。高価格は供給増加を促す可能性がある。銀は現在、太陽光パネルのコストの推定30%を占め、2年前の約5%から大きく上昇している。コイン販売業者によれば、米国では家庭にある銀製品を換金する動きが広がっているという。

プロの投資家の多くは金銀比価（ゴールド・シルバー・レシオ）を注視している。この指標は過去1年にわたり銀が金をアウトパフォームしたことで銀有利の方向に大きく動いたが、30日に急な調整が入った。現在の比率は55を超える水準にあり、過去50年超の平均値である65を下回っているほか、昨年4月に付けたピークの100超からも大きく低下している。最近では45まで低下した局面もあった。30日の金銀比価の急上昇は、銀にとって最悪期が過ぎた可能性を示しているかもしれない。

銀生産世界最大はフレスニージョ

Silver Lining

These six companies produce silver with varying exposure to the metal.

Company / Ticker	Recent Price	52-Week Change	Market Value (billion)	2025E EPS	2026E EPS	2026E P/E	Silver Production (millions of ounces)	Silver as % of Revenue
Coeur Mining / CDE	\$24.57	286%	\$15.8	\$0.93	\$1.61	15.3	20.0	20%
First Majestic Silver / AG	25.17	354	12.4	0.33	0.59	42.7	13.7	60%
Fresnillo / FNLPF	54.07	544	39.8	1.65	2.81	19.2	44.3	44%
Hecla Mining / HL	26.32	379	17.6	0.38	0.92	28.5	15.8	50%
Pan American Silver / PAAS	63.29	180	26.7	2.14	3.28	19.3	26	40%
Wheaton Precious Metals / WPM	152.70	153	69.3	2.76	3.81	40.1	21.5	50%

Note: E=estimate; silver production estimates are for 2026 except for Wheaton which is for 2025.

Sources: Bloomberg, company reports

各鉱山会社はそれぞれ異なる特徴を持つ。フレスニージョは、今年の生産量が4400万オンスと予想している。メキシコ企業のフレスニージョは国内に四つの銀鉱山を保有する。その中にはスペインによる征服から間もない1554年に操業を開始した、社名と同じ名称の鉱山も含まれる。銀は総生産量の約45%を占め、残りの大半は金だ。

株式は主にロンドン市場で取引されており、米国市場では店頭公開株のため流動性が低い。JPモルガン証券のアナリスト、パトリック・ジョーンズ氏は最近、金価格5000ドル、銀価格100ドルを前提とすれば、フレスニージョの株価は60ポンドに達する可能性があるとして指摘した（30日の終値は約37ポンド）。2025年に株価は6倍に上昇したが、ジョーンズ氏は株価見直しの余地があるとみている。

ヘクラ・マイニングは米国およびカナダで最大の銀生産会社で、これら安全な地域での操業が強みだ。売上高の約50%を銀が占め、一定規模の鉱山会社の中では銀へのエクスポージャーが最も高い企業の一つである。

とはいえ、株価は直近高値から約15%下落している。年間生産量が2025年の1700万オンスから2026年に約1600万オンスに減少するとのガイダンスが失望を招いたためだ。ただし、ヘクラは2000万オンス

に達する潜在力があるとしており、今回の下落局面は押し目買いの機会となる可能性がある。

コー・マイニングは、ニュー・ゴールド<NGD>との合併完了後に総売上高の約25%を銀が占める見込みで、銀の比重はやや弱まる。2026年に20億ドルのフリーキャッシュフローを創出すると見込まれ、生産量の約80%は米国とカナダが占める。TDカウエンのラム氏はコー・マイニングを選好し、ニュー・ゴールドとの合併計画を高く評価している。合算時価総額が200億ドルを超えることから、S&P 中型株指数入りの可能性が高いとみている。

バンクーバーを拠点とし、メキシコで操業するファースト・マジェスティック・シルバーは、2026年予想売上高の約60%を銀が占めるなど、銀エクスポージャーの高さから個人投資家の人気が高い。一方、メキシコは難しい市場でもある。現職のシェインバウム大統領は鉱業に比較的前向きだが、前政権はそうではなかった。ラム氏は、同業他社の中で最も銀価格への感応度が高い点を理由の一つとして、ファースト・マジェスティックを選好している。

同じくバンクーバーを拠点とするパン・アメリカン・シルバーは、今年の銀生産量が2600万オンスと見込まれており、2025年の2300万オンスから増加する見通しだ。銀関連銘柄としては時価総額でフレスニージョに次ぐ第2位、売上高の約40%を銀が占める。銀鉱山は中南米に集中している。2026年の予想利益に基づく株価収益率（PER）は約20倍とセクター平均に比べて割安で、RBCのアナリスト、ジョシュ・ウルフソン氏が選好している。

資産を持たないストリーマーにも注目

操業に伴うリスクを避けつつ銀に投資したい投資家には、ウィートン・プレシャス・メタルズ<WPM>に代表される貴金属ストリーマーという選択肢もある。ストリーミング会社は、鉱山会社に資金を提供する代わりに、年間生産量の一部を有利な価格で受け取る契約を結んでいる。ウィートンは、フランコ・ネバダ<FNV>やロイヤル・ゴールド<RGLD>などの他の大手ストリーマーよりも銀へのエクスポージャーが高い。時価総額が700億ドルに上るウィートンは、投資可能な銀関連銘柄の中で最大だ。

アセットライトなストリーミングモデルの利点は、生産コストの上昇という主要なリスクを排除できる点にある。その結果、ストリーマー銘柄は一般的に鉱山会社よりもバリュエーションが高い。

個別株を避けたい投資家はETFという選択肢もある。最大規模のグローバルXシルバー・マイナーズETFは、主要生産会社へのエクスポージャーを持つパッシブファンドだ。ウィートン、パン・アメリカン・シルバー、コー、ヘクラの4銘柄が運用資産総額60億ドルの40%超を占める。

または、運用資産総額10億ドルのスプロット・シルバー・マイナーズ&フィジカル・シルバーETF<SLVR>がある。生産量の50%以上を銀が占める企業に重点を置いている。構成比率はファースト・マジェスティックが25%、スプロット・フィジカル・シルバー・トラストETF<PSLV>が20%と続く。より純粋な銀関連銘柄への配分を背景に、昨年はスプロットがグローバルXをアウトパフォームしたが、小型株へのエクスポージャーが高い分だけリスクも大きい可能性がある。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

3. ケビン・ウォーシュ氏はFRBをどう変えるかトランプ政権とどう向き合うのか [フィーチャー] Kevin Warsh Is Trump's Man-and His Own. How He Will Reshape the Fed. 1951年の政策アコード再確認の意味するもの

市場の反応は抑制的



Tierney L. Cross/Bloomberg

トランプ米大統領が連邦準備制度理事会（FRB）の次期議長にケビン・ウォーシュ元FRB理事（55）を指名した。彼の金融政策に関する考え方は数十年にわたって形成されてきたものだ。ウォーシュ氏はFRBの基本的な政策枠組みを変更（regime change）するとしているが、これには利下げの実施だけではなく、パウエル現議長の「データ主導型」の金利決定アプローチから距離を置くことも含まれる。

ウォーシュ氏はパウエル議長が率いるFRBが鮮度を失ったさまつな経済データにばかりこだわ

り、政府の歳出と通貨流通量がインフレの主要決定要因であることを認識していないと指摘。パウエル議長のFRBは「失敗した」、市場の信頼を失ったと主張した。数カ月前の本誌のインタビューでは、FRB議長は適切な金利を設定するだけでなく、「自分が何をしているか理解している」ように見えなければならないと語っている。トランプ大統領はウォーシュ氏を「うってつけの人物だ」と評したが、ウォーシュ氏にそうした資質があると見ているのは明らかだ。

一方、金融市場の反応は控えめだった。投資家はウォーシュ氏の指名を冷静に受け止めているようだ。短期的にはFRBが利下げに動いたとしても、インフレが再燃すれば、トランプ氏が利下げを主張しようと、ウォーシュ氏は行動を起こすと期待する十分な理由があるからだ。

トランプ氏が予測不可能な要因として残るのは確かだが、初期の兆候としては、ウォーシュ氏の指名によってトランプ懐疑派の一部に安心感が生まれているようだ。

トランプ政権の政策面の不安定性、インフレ再燃懸念、ドル安に対する万能的な保険として1オンス5000ドル超に急騰したニューヨークマーカンタイル取引所（NYMEX）の金先物価格は9%下落した。これは、一部投資家がウォーシュ氏をトランプ氏のFRBに対する悪意に満ちた攻撃の抑制につながる安定化要因と見ていることをうかがわせる。通貨バスケットに対するドルの価値を示すWSJドル指数（BUXX）も0.5%ポイント上昇し、投資家が金利上昇を予想していることを示唆している。株価（S&P500指数）は下落し、債券価格はおおむね横ばいだった。

著名投資家で、自身の投資会社デュケイン・ファミリー・オフィスでウォーシュ氏の上司にあたるスタンレー・ドラッケンミラー氏は、ウォール街の反応は「信任投票だ。唯一打撃を受けたのが金だ。（金価格上昇を想定したポジションを取っており）投資家としてはうれしくないが、政策通としては歓迎している」と話す。

ウェリントン・マネジメントの債券ポートフォリオマネジャー、ブリジ・クラナー氏は、株価の小幅な

下落は「次期FRB議長がタカ派なので理にかなっている」と話す。クラナ氏も「必要となれば、ウォーシュ氏は最終的にインフレ対策に動く」というウォール街の大多数と同じ見方だ（ただし、景気過熱の可能性があろうと利下げを求めるトランプ氏の意向に屈するのではと懸念する向きもある）。

マネーサプライを重視

ウォーシュ氏はインフレについて過去繰り返し警鐘を鳴らしていたが、トランプ政権下では金利上昇の経済への悪影響に焦点を当てている。これをトランプ氏に迎合するための政治的なスタンス調整と見る向きもある。15年間にわたりウォーシュ氏と仕事をしてきたドラッケンミラー氏は、インフレに関するウォーシュ氏の見方は変わっていない、以前から「一方向だけではなく両方向」を見ていると反論する。そして、ドラッケンミラー氏のプライベートエクイティ事業運営を通じて経済を隅々まで把握しており、「彼がハイテクや人工知能（AI）による生産性向上の可能性について極めて細部まで理解していることにびっくりするだろう」と話す。

ウォーシュ氏は保守系のシンクタンクであるスタンフォード大学フーバー研究所の上級研究員も務めている。

ジョージ・W・ブッシュ（子）大統領の経済顧問を務め、同大統領の指名で2006年から2011年にかけてFRB理事を務めた。2017年にもFRB議長候補となったが、トランプ氏は最終的にパウエル氏を選んだ。妻のジェーン・ローダー氏は、祖父が化粧品大手エスティローダー・カンパニーズ<EL>の創業者。そして義父のロン・ローダー氏はトランプ氏の長年の友人だ。

ウォーシュ氏は、利下げはインフレ目標と整合性があると主張している。パウエルFRB議長のもと、消費者物価指数（CPI）は2022年6月に9.1%まで急上昇したが、長期金利も一時5%近辺まで上昇した。10年物米国債の利回りは現在約4.25%だ。インフレ率が2.7%まで低下し、FRBが政策金利を3.5~3.75%に引き上げたにもかかわらず、10年物国債の利回りは比較的高い水準にとどまっている。その結果、クレジットカードや住宅ローン、その他消費者向けローンの金利も高止まりを余儀なくされている。インフレ率の急上昇と長期金利の高止まりは、パウエル氏と現在のFRBに対する市場の不信感が原因だ、現在のFRBは閉鎖的で、鮮度を失った経済データに固執している、パウエル氏はコロナ禍後にインフレ高進を許したことで市場の信頼を損なった、より信頼される新たな議長に交代すれば長期金利は低下に向かうというのがウォーシュ氏の主張だ。

ウォーシュ氏は金融政策にはマネーサプライの規模の分析が必要と考えているが、これは遠い昔に金利の変動を予測できないという理由でFRBが放棄した経済哲学だ。こうした考えにFRBウォッチャーの中には不安を感じる者もいる。マネーサプライの変化はインフレとあまり関係がないと考えているからだ。この考え方は、マネーサプライ増加時の利上げ実施につながり、その結果リセッション（景気後退）を引き起こすリスクがある。

ウォーシュ氏はFRBの巨大なバランスシート（貸借対照表）についてとりわけ批判的だ。FRBは2008~09年の世界金融危機時（ウォーシュ氏が理事を務めていた頃）に金融資産の購入を始めた。米国債から始まり、最終的には住宅ローン担保証券（MBS）まで対象が拡大された。ウォーシュ氏は、このいわゆる量的緩和策は緊急措置としては適切だったが、危機が去り次第、反転させるべきだったと主張する。

ウォーシュ氏の利下げ計画にはFRBのバランスシート縮小が不可欠だ。金融システムから流動性が吸い

上げられ、インフレ抑制効果が生まれる、FRBが金融政策策定の際にマネーサプライを考慮しないのは誤りだというのがウォーシュ氏の考えだ。

ウェリントン・マネジメントのクラナ氏は、ウォーシュ氏がFRB議長に就任すれば10年物米国債の利回りが低下するとみており、「インフレが制御不能になるとか国債利回りが制御不能になるといった心配をする必要は減るだろう」と話す。トランプ氏が他の候補者を選択していたら、短期金利を低下させるかもしれないが、長期金利は必ずしも低下しない可能性がある。「これは債券のタームプレミアム（長短金利差）を低下させる選択肢だ」とクラナ氏は語る。

上院の承認とFRB同僚の説得

ただし、まだ時間はかかる可能性がある。ウォーシュ氏はまず、FRBの金融政策決定に対するトランプ氏の介入に懐疑的になりつつある連邦議会上院の承認を得る必要がある。米司法省（DOJ）がFRB本部の改修工事過大支出疑惑を巡る刑事捜査でパウエル議長に召喚状を送付した。パウエル氏は政治的な動機に基づく捜査だとして非難し、連邦上院もパウエル氏を支持している。上院銀行委員会のトム・ティリス上院議員（共和党、ノースカロライナ州）は1月30日、ウォーシュ氏を称賛する一方で、FRBの独立性に懸念を示し、「パウエル議長に対する司法省の調査が完全かつ透明性のある形で解決されるまで、議長職を含むFRBのあらゆる候補者の承認に反対する」と語った。

ウォーシュ氏は自身の独立性について上院議員を説得できるかもしれない。昨年、ウォーシュ氏はパウエル氏を解任しないようにトランプ氏に対して警告している。ブッシュ（子）政権で国務長官を務めたフーバー研究所のコンドリーザ・ライス所長はウォーシュ氏について、トランプ大統領に「異議を唱えることができる人物だと思う。FRBの使命について忠実であり、正しい判断が導く方向へ進むだろう」と語る。

上院で承認された場合、ウォーシュ氏は政策金利を決定する連邦公開市場委員会（FOMC）で投票権を持つ同僚も説得しなければならない。5月に議長としての任期が終了した後も理事として2年の任期が残されているパウエル氏も含まれる可能性がある。ルネサンス・マクロ・リサーチの経済調査責任者ニール・ダッタ氏は顧客向けレポートで「ウォーシュ氏がインフレよりも雇用を優先するハト派的なスタンスを取るように同僚を説得できるとは考えにくい。それは、そうしたアプローチが必要だった時期においてさえ、ウォーシュ氏自身取り得なかったスタンスだ」と指摘する。

しかし、ウォーシュ氏にはベセント米財務長官という協力的なパートナーがいる。両者には、FRBは世界金融危機後、数兆ドルに上る金融資産買い入れによって本来は財務省が担当すべき領域に侵入した、FRBのバランスシートは縮小すべきであり、その進め方はFRB単独で決定すべき事項ではない、という共通の認識がある。ウォーシュ氏はFRBが今日の独立性を獲得することになった1951年の財務省・FRB政策協定（アコード）に言及し、同アコードの再確認の一環として、財務省とFRBとの間の関係修正を実施することになると語った。こうした権限の再配分によって、ベセント長官、ひいてはトランプ政権全体が経済に対してより大きな影響力を持つことになる。ウォーシュ氏がインフレについてウォール街が考えているようなタカ派であることが判明したとしても、経済へのコントロールを極大化したいと考えているトランプ政権にとっては支払う価値のある代償なのかもしれない。

By Matt Peterson
(Source: Dow Jones)

4. 停滞するS&Pグローバル株に好機到来

[注目銘柄]

S&P Global Stock: More Than the Sum of Its Parts.

AIとプライベート市場データが切り開く新たな成長曲線

AIを「脅威」から「流通チャンネル」へ



Angela Weiss / AFP / Getty Images

S&P500指数を知らない投資家を探すのは困難だろう。しかし、この株価指数の生みの親である金融サービス会社のS&Pグローバル<SPGI>が、ポートフォリオに成長性と価値を加える手段となり得ることを知る投資家はどれほどいるだろうか。

2025年のS&Pグローバルの業績は目覚ましかったが、人工知能（AI）との関連が不十分とみなされた企業を投資家が避けたことで、株価上昇率はわずか5%にとどまった。投資家は自身の判断を再検討すべきかもしれない。皮肉にもAI

を含むいくつかの追い風が、S&Pグローバル株を停滞期から急激に押し上げようとしている。

マルティナ・チャン最高経営責任者（CEO）は昨年11月の投資家説明会において、「自社の売上高の95%超は、独自のベンチマーク、データ、およびツールによるものだ」と述べた。これらのデータセットを所有していることで、サードパーティを通じたAIデータのライセンス供与の機会が生まれる。チャン氏は、「S&PグローバルはAIプレーヤーを追加的な流通チャンネルと捉えており、それは顧客の収益性を向上させることに他ならない」と述べている。

また、S&Pグローバルは顧客の需要に応え、独自の生成型AIおよびエージェント機能の開発も進めており、2020年からは機械が読み取り可能な形でデータを提供している。2024年11月には、S&P Capital IQ Proプラットフォーム上で生成AIアシスタントの「ChatIQ」をリリースした。

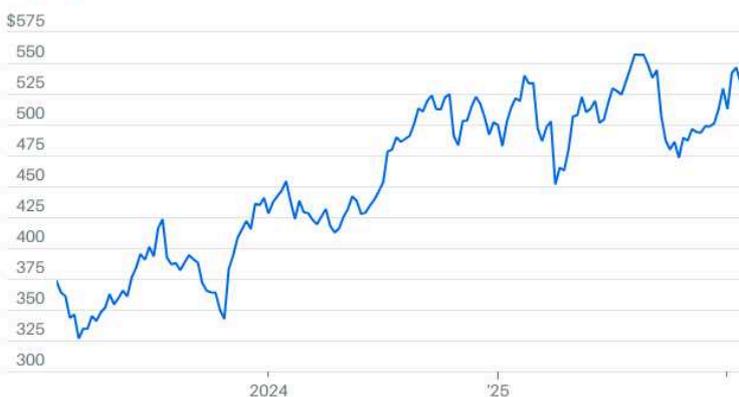
8兆ドルの借り換え需要とプライベート市場への攻勢が追い風

S&Pグローバルの格付け部門は、2025年の売上高153億ドルの約34%、第3四半期の利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）の41%をそれぞれ占めると予想されているが、今後は複数のマクロ要因が重なることで利益を得る立場にある。

金利の低下が続けば、企業はより多くの債券を発行する可能性が高まり、それには信用格付けが必要となる。いわゆるマチュリティ・ウォール

S&P Global

(SPGI / NYSE)



Source: FactSet

（債券満期の壁）も事業に追い風となる。チャン氏は、「2028年までに満期を迎える債券は8兆ドル超に達し、そのすべてに借り換えが必要となる。これは過去10年の平均を大幅に上回り、2024年を約9%上回る水準だ」と言う。モルガン・スタンレーやゴールドマン・サックスなどのアナリストが予測する世界的なM&A（合併・買収）活動の活発化も債券発行の増加につながり、S&Pグローバルにとってさらなる機会をもたらすだろう。

プライベート市場向けデータおよびサービスへの事業拡大も、もう一つの成長ドライバーだ。最近では、プライベートクレジットファンドやその他のオルタナティブ投資向けデータを提供するウィズ・インテリジェンスを18億ドルで買収したのがその一例だ。トクビル・アセット・マネジメントのアナリスト、ブライアン・マクナイト氏は本誌に、「プライベート市場データは断片化されがちだが、これらはすべてインターネットから必ずしも収集できない高度な独自情報だ。S&Pグローバルが保有する既存のプライベート市場データセットとの相乗効果が期待できる」と語る。この買収により3000社超の顧客獲得と1億3000万ドルの増収が見込まれ、S&Pグローバルの既存プライベート市場データセットは6000万社規模に拡大する。

割安なバリュエーション

Key Data

S&P Global (SPGI / NYSE)	Financial information services provider
Headquarters	New York
Recent Price	\$528.12
52-Week Change	1.5%
Market Value	\$164 billion
2026E Sales	\$16.5 billion
2026E Net Income	\$5.9 billion
2026E EPS	\$19.99
2026E P/E	26.4
Dividend Yield	0.7%

Note: E=estimate.

Source: Bloomberg

1917年にジェームズ・マグロー氏とジョン・ヒル氏によって設立され、ニューヨークに本社を置くS&Pグローバルは、2022年以降EBITDAマージンを年率1.8%拡大させている。希薄化後1株当たり利益（EPS）は2022年以降、年平均成長率（CAGR）17%で成長してきたが、コンセンサス予想によれば、2025年には14%急増する見込みだ。S&Pグローバルのフリーキャッシュフローも2022年以降、年平均30%で拡大している。

過去10年間、フリーキャッシュフロー、配当、利益を安定的に生み出してきたS&Pグローバルは、フリーキャッシュフローの85%を配当と自社株買いを通じて還元する枠組みを確立している。DCF（割引キャッシュフロー）法による評価（加重平均資本コスト8.1%、やや保守的な永久成長率1.5%を適用して算出した最終価値1815億ドル）では、目標株価は722ドルとなり、これは1月28日の終値528ドル12セントを約35%上回る。S&Pグローバルが現在の事業の軌道を維持すれば、市場は12カ月先の予想株価収益率（PER）を現在の26倍から39倍に引き上げる可能性がある。この予想PERに2026年の予想EPS20ドルを適用すると株価は760ドルとなる。

これら二つの評価方法を平均すると741ドルとなり、現在の水準より49%高い。S&Pグローバルの予想PERは26.5倍で、過去5年間の平均39.7倍を下回っており、主要な上場信用格付け会社であるムーディーズ（MCO）に対して16%割安な水準にある。2025年7月時点では20%割安な水準であった。S&Pグ

ローバルのフリーキャッシュフロー利回りは3.6%で、2月10日の第4四半期決算発表時には2025年度分として約50億ドルの自社株買いを完了している見込みだ。これは約3.1%のリターンに相当する。

投資根拠に対するリスクとしては、地政学的な変動が債券発行を減少させる可能性がある。これはS&Pグローバルの格付け事業に悪影響を及ぼす。また、こうした変動は株価を押し下げ、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス部門の売上高を損なう恐れもある（なお、この部門は本誌の発行元であるダウ・ジョーンズとは無関係）。関税も間接的なリスク要因だ。S&Pグローバルは第3四半期の四半期報告書（10-Q）において、関税の不確実性を受けて製造業者が裁量的予算を削減していると報告した。

これらのリスクを考慮しても、現在の株価のバリュエーションは魅力的な投資機会を提供していると言える。特にプライベートクレジットという成長ドライバーがあることを考慮すればなおさらだ。S&Pグローバルは投資家のポートフォリオがベンチマークを上回る一助となり得る。

テクニカル分析

金融データ関連株であるS&Pグローバルは直近の52週間高値を8%下回る水準で推移し、現在はウィークリーでの「カップ・ウィズ・ハンドル」パターンの「ハンドル」部分を形成している。このパターンは昨年8月の弱気な「流れ星（シューティングスター）」パターンから始まっている。ポジティブなテクニカルシグナルとしては、先週の50日単純移動平均線が200日線を上抜ける強気の「ゴールデンクロス」が発生したことが挙げられる。年後半に652ドルへ向けて上昇すれば、現水準から約23%の値上がりとなる。510ドルを上回る限り、強気姿勢を維持すべきだ。

（ダグ・ブッシュ氏）

クオンツ分析

結論：S&Pグローバルは優れた収益性と持続的なクオリティを備えた高品質な金融データ・格付け事業と評価され、堅調な成長とテクニカル面での強みに支えられている。一方で、伝統的要因（低いバリュエーションや投資ランク）に基づく評価／セットアップが弱く、バランスシートスコアの低さから、株価はマルチプル・コンプレッション（EPSが成長しているのにPERなどの評価指標が低下する）の影響を受けやすい。本誌の相対的ランキングは過去3カ月で大幅に改善しており、短期的な株価動向に対する建設的な見方を裏付けている。

バイアス：調整局面でのホールド／積み増し推奨。バリュエーションリスクを許容でき、金融インフラやデータ／分析分野の追い風を享受したい品質重視の投資家に最適だ。

（ベストモ・グローバル・リサーチ）

By Todd Chanko
(Source: Dow Jones)

5. 2025年の本誌推奨銘柄の成績表：市場をアウトパフォーム [フィーチャー]

Barron's Stock Picks Beat the Market in 2025. What We Got Right-and Wrong.
2025年は的中率、リターンとも市場を上回ったが、今年はさらに上を目指したい

本誌の推奨銘柄が市場をアウトパフォーム



Illustration by Simo Liu

結局のところ、多少の混乱は銘柄選択に大いに追い風になることがある。

投資家にとって、2025年はさまざまなイベントが起きた年として記憶されることになるだろう。トランプ米大統領の「解放の日」(4月2日)の関税発表をきっかけとする相場下落と崖っぷちからの劇的な巻き返し、強大な人工知能(AI)企業の牙城(がじょう)に対する中国のAI開発企業ディープシークの挑戦、さらには安全な逃避先を求めてなのか究極のリスクオン取引なのかはさておき、金の持続的な高騰も見られ

た。言い換えると、混乱の一言に尽きる。

しかし、主要なテーマが揺らぐ中で、去年は必ずしも大型ハイテク株一辺倒ではなかった。つまり、本誌の銘柄選定者には戦い方次第で市場を上回る機会があり、実際に市場をアウトパフォームしたのだ。昨年、本誌が選んだ銘柄は推奨時から年末までの期間で平均10.4%上昇し、同期間のベンチマーク(基準)の平均上昇率9.2%を上回った。

逆張りやタイミングが奏功

本誌が選んだ最良銘柄の多くは、逆張りの発想で不人気銘柄を選んだことと絶妙のタイミングでの推奨の結果によるものだ。ディスカウントストア大手のダラー・ゼネラル<DG>は、問題が株価に過度に織り込まれていると判断し、株価が過去6年以上の最安値近くまで下落していたタイミングで2025年1月31日に買い推奨した。株価は年末までに87%上昇し、同期間の上昇率が14%にとどまったS&P500指数を優に上回った。同様に、本誌はメディア大手パラマウント・スカイダンス<PSKY>を合併完了直後、合併新会社が絶望視されていた8月8日に推奨した。株価は絶望どころか28%上昇し、7.7%上昇のS&P500指数をアウトパフォームした。

また、本誌はいわゆる「ドーラン・ディスカウント」を「ドーラン・プレミアム」に転換してみせた。エンタテインメント企業のマディソン・スクエア・ガーデン・スポーツ<MSGS>およびグループ会社の支配権を握るジェームス・ドーラン氏は、株主寄りの経営者との評判を得たことはなく、グループ企業の多くがアンダーパフォームしている。昨年、それまでの傾向が一変し、本誌はラスベガスでハイテクを駆使した劇場を展開するライブ・エンターテインメントのスフィア・エンターテインメント<SPHR>を5月9日に買い推奨した。推奨理由は、ラスベガスで成功すればグローバル展開の拡大につながる可能性があると思込でのものだ。株価は193%上昇しS&P500指数の24%を上回った。

一方、ドーラン氏の保有資産で2025年にアウトパフォームしたのはスフィアだけにとどまらない。バ

スケルトンチームのニューヨーク・ニックスとアイスホッケーチームのニューヨーク・レンジャースのオーナーでもあるマディソン・スクエア・ガーデン・スポーツは、本誌が9月19日に推奨してから20%上昇し、同期間のベンチマークの上昇率0.3%を上回った。ボストン・セルティックスやロサンゼルス・レイカーズなどスポーツチームの数十億ドル規模の売却案件が株価の押し上げに寄与した。

AI取引ではボラティリティー（変動率）をうまく活用することができた。ディープシークのAIモデルの発表を受けてAI関連銘柄が総崩れとなるなか、本誌は電子部品のアンフェノール<APH>の押し目買いを推奨した。コネクタ、ケーブルその他の電子部品を製造するアンフェノールはいわゆるAIを下支えする「ピック&ショベル」銘柄で、AI銘柄が反転上昇すると株価はそれに追従した。1月29日の本誌推奨以降の株価上昇率は96%で、S&P500指数の15%上昇を上回った。別のAI関連の推奨銘柄では、ネットワーク部品のアリスタ・ネットワークス<ANET>が6月5日の本誌推奨以降に38%上昇し、指数の上昇率16%を上回った。

その他指数を上回った銘柄としては、クルーズ船運航会社のバイキング・ホールディングス<VIK>がベンチマークの上昇率11%に対し61%上昇、AIデータエンジニアリングのイノデータ<INOD>がベンチマークの6.1%の上昇率に対して39%上昇、金鉱会社のニューモント<NEM>は金価格の高騰を背景S&P500指数の6.7%上昇に対して46%の上昇となった。

反省すべき点もあった

上手くいかなかった銘柄もそれなりにあった。画像共有サイトのピンタレスト<PINS>、医療向けソフトウェアのフリージア<PHR>の2銘柄は本誌推奨銘柄の中で特に悪いパフォーマンスとなり、株価はそれぞれ25%、38%下落した。理由は、本誌の強気シナリオが結果的に強気過ぎたことだ。推奨のタイミングを誤った銘柄もあった。パソコン大手デル・テクノロジーズ<DELL>や動画配信大手ネットフリックス<NFLX>は、両銘柄が大幅に上昇してバリュエーションが割高になったところで推奨してしまった。ペットフードの製造・販売を手掛けるフレッシュペット<FRPT>は株価下落率が54%と本誌推奨銘柄中最悪の結果となり、事業のモート（堀）を誤解してただけでなく、推奨のタイミングも悪かった。

それでも、本誌の推奨の成績については誇らしく思う。昨年、マグニフィセント・セブン銘柄でS&P500指数をアウトパフォームしたのはわずか2銘柄だったものの、S&P500指数構成銘柄のうち同指数をアウトパフォームしたのは全体の約30%の152銘柄だけで、銘柄選定者にとってはなお厳しい相場だった。そのような背景を考えれば、本誌的中率44%は推奨銘柄のアウトパフォーム同様にかなり良い線を行っているように思われる。

さらなる混乱が待ち受ける2026年も昨年以上の好成績を収められるよう精進したい。



Bullish Stock Picks

Company / Ticker	Publication Date	Pre-Story Price	12/31/25 Price	Total Return	Benchmark Return
Sphere Entertainment / SPHR	5/9	\$32.51	\$95.08	192.5%	23.8%
Amphenol / APH	1/29	69.38	135.14	96.3	14.7
Dollar General / DG	1/31	72.15	132.77	87.4	14.1
Viking Holdings / VIK	5/30	44.34	71.41	61.1	10.7
Newmont / NEM	8/13	68.93	99.85	45.7	6.7
Innodata / INOD	9/4	36.68	50.95	38.9	6.1
Arista Networks / ANET	6/5	94.94	131.03	38.0	15.5
Twilio / TWLO	9/10	107.00	142.24	32.9	1.7
Paramount Skydance / PSKY	8/8	10.51	13.40	28.3	7.7
TJX Cos. / TJX	2/20	123.42	153.61	25.6	12.6
CK Hutchison Holdings / CKHUY	3/21	5.67	6.79	25.6	22.0
Vita Coco / COCO	11/12	43.14	53.01	22.9	1.2
Madison Square Garden Sports / MSGS	9/19	215.37	258.65	20.1	0.3
Graham Holdings / GHC	8/1	920.42	1,098.60	19.6	10.3
McKesson / MCK	4/3	693.53	820.29	18.6	21.8
Bristol Myers Squibb / BMY	11/19	45.79	53.94	17.8	3.2

YETI Holdings / YETI	2/26	37.52	44.17	17.7	8.2
Uber Technologies / UBER	3/12	70.65	81.71	15.7	24.1
Option Care Health / OPCH	9/17	27.56	31.86	15.6	3.7
TPG / TPG	7/24	56.27	63.84	15.4	8.2
Amgen / AMGN	4/10	291.09	327.31	15.2	26.6
Chevron / CVX	4/23	137.30	152.41	14.9	30.6
FirstCash Holdings / FCFS	8/21	139.11	159.38	14.9	4.7
Jacobs Solutions / J (1)	4/16	117.51	132.46	14.7	28.0
Ashtead Group / AHT.UK (2)	3/6	GBP45.26	GBP50.86	13.6	18.4
Gilead Sciences / GILD	10/2	111.15	122.74	11.2	2.3
Weyerhaeuser / WY	12/4	21.40	23.69	10.7	-0.1
Idacorp / IDA	5/22	116.02	126.56	10.6	11.7
Hyatt Hotels / H	7/30	145.86	160.32	10.1	8.0
Boeing / BA	10/31	200.08	217.12	8.5	0.6
Amrize / AMRZ	7/3	49.95	54.08	8.3	10.6
Burlington Stores / BURL	12/17	268.18	288.85	7.7	0.0
Expand Energy / EXE	10/22	104.39	110.36	6.2	2.4
Americold Realty Trust / COLD	10/3	12.41	12.86	5.5	1.3
Crown Holdings / CCK	11/5	98.62	102.97	4.7	0.9
Berkshire Hathaway / BRK.B	7/25	480.60	502.65	4.6	8.2
Bank of America / BAC	10/31	53.03	55.00	4.3	0.6

Progressive / PGR	10/24	220.59	227.72	3.2	1.8
Colgate-Palmolive / CL	10/17	78.08	79.02	1.9	3.5
JBS / JBS	8/15	14.30	14.42	0.8	4.8
Salesforce / CRM	12/23	263.43	264.91	0.6	-0.9
QXO / QXO	8/20	19.28	19.29	0.1	7.5
Casey's General Stores / CASY	12/3	555.30	552.71	-0.5	0.2
Kinder Morgan / KMI	6/25	28.54	27.49	-1.6	13.1
GFL Environmental / GFL	2/5	44.18	42.95	-2.7	14.7
Quanta Services / PWR	10/15	436.93	422.06	-3.4	2.9
Dominion Energy / D	11/25	61.54	58.59	-3.7	1.3
Aptiv / APTV	8/27	79.88	76.09	-4.7	6.3
Boston Scientific / BSX	10/29	100.30	95.35	-4.9	-0.4
AutoZone / AZO	3/19	3,614.27	3,391.50	-6.2	23.1
Heineken / HEINY	4/30	44.15	40.80	-6.6	24.2
Deere / DE	7/16	503.47	465.57	-6.9	10.2
Cal-Maine Foods / CALM	12/10	85.96	79.57	-7.4	-2.9
Sherwin-Williams / SHW	6/11	360.73	324.03	-9.8	14.1
Universal Technical Institute / UTI	9/24	29.00	26.13	-9.9	1.4
Roblox / RBLX	11/25	91.07	81.03	-11.0	1.3
Academy Sports & Outdoors / ASO	1/8	57.57	49.96	-12.3	11.8
U-Haul Holding / UHAL.B	9/5	58.27	50.41	-13.5	1.3

Comcast / CMCSA	2/21	36.24	29.89	-15.1	15.1
Netflix / NFLX (3)	5/15	115.10	93.76	-18.5	17.1
Carrier Global / CARR	3/27	66.97	52.84	-20.3	21.0
DexCom / DXCM	7/9	83.76	66.37	-20.8	10.6
Dell Technologies / DELL	10/8	164.53	125.88	-23.2	1.6
Pinterest / PINS	6/17	34.54	25.89	-25.0	10.5
Phreesia / PHR	8/6	27.10	16.92	-37.6	12.2
Freshpet / FRPT	2/13	131.59	60.93	-53.7	5.7
Average				10.4%	9.2%

(1) Total return includes special dividend of Amentum Holdings stock received in May 2025. (2) Total return in local currency (3) Prices adjusted to reflect a 10-for-1 split in Nov. 2025.

Source: Bloomberg



Bearish Stock Picks

Company / Ticker	Publication Date	Pre-Story Price	12/31/2025 Price	Total Return	Benchmark Return
Hims & Hers Health / HIMS	3/6	\$40.89	\$32.47	-20.6%	19.5%

Source: Bloomberg

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

6. ウォーシュ氏率いるFRBでは株価は上がらない。問題は政府の歳出にある A Warsh Fed Won't Lift Stocks. Blame Government Spending. 財政の制御不能が招く悪材料

[コラム]

利下げとFRBのバランスシート縮小を主張



Trump: Anna MoneyMaker / Getty Images; Warsh: Tierney L. Cross / Bloomberg

トランプ米大統領が指名したケビン・ウォーシュ氏は連邦準備制度理事会（FRB）議長として、直前の前任者と全く異なる経済・金融環境に直面することになる。財政赤字が止まらず、金融政策は連邦政府の借入れ需要を忖度（そんたく）して運営される可能性が高く、インフレ率と債券利回りは上昇する公算が大きい。その結果、株式市場にはマイナスに働くだろう。

株式市場が史上最高値水準にある中で、前例のない数の巨大テクノロジー企業が新規株式公開（IPO）を計画しているのも不思議ではない。同時に、企業は今のうちに魅力的な資金調達条件を活用しようと、2026年に入り記録的な勢いで借入れを進めている。

ジェローム・パウエル議長の後任候補として最終選考に残った他の3人と同様、ウォーシュ氏もFRBの主要な政策金利のさらなる引き下げを支持している。予想通り、連邦公開市場委員会（FOMC）は先週の金融政策決定会合で、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3.50～3.75%に据え置くことを決定した。これに対し、0.25%の追加利下げを主張して反対票を投じたのは、トランプ大統領の候補者リストに名を連ねたクリストファー・ウォラー理事と、昨年、トランプ氏によってFRB理事に任命されたスティーブン・ミラン理事だった。

ウォーシュ氏はまた、FRBの政策手段の一つであるバランスシート（貸借対照表）の縮小を主張してきた。バランスシートを使った金融政策は2008、2009年の金融危機、2020年に始まった新型コロナによる景気後退への対策として、大々的に用いられてきた。量的緩和（QE）の考案者であるベン・バーナンキ元FRB議長が2010年に説明したように、FRBによる証券購入は債券価格を押し上げ、長期金利を低下させ、結果として住宅建設や企業の設備投資を刺激するとみられていた。

しかし、ウォーシュ氏や他の批判者はQEが資本市場を歪め資産価格を押し上げたと主張している。FRBは金融危機前に約1兆ドルだったバランスシートを、2022年半ばにはほぼ9兆ドルにまで膨らませたからだ。FRBによる大規模な債券購入は、コロナ禍での景気後退に対処するための巨額の赤字歳出を支えた。これは、2020年に第1次トランプ政権下で始まり、その後バイデン政権下でさらに拡大した。こうした一連の政策が2022年に9%を超える物価の急上昇を招き、パウエル議長率いるFRBは遅ればせながら、利上げとQEの巻き戻しで対応した。

金融政策はウォール街を重視しない

2004年9月以降、FRBはFF金利の誘導目標を合計1.75%引き下げてきた。しかし、トランプ氏は最強の経済においては借り入れコストは最も低くあるべきだという考えから、FRBは目標金利を1%程度にまで引き下げるべきだと考えている。ほとんどの場合、超低金利は景気後退やデフレ期に見られるという証拠があるにもかかわらずである。

ウォーシュ氏は人工知能（AI）が生産性を高めインフレを抑える可能性があるため、FRBは利下げが可能だと考えている。短期金利の引き下げは、主に銀行借り入れに依存している消費者や中小企業に恩恵が大きい。

ウォーシュ氏はFRBのバランスシート縮小と共に利下げが可能だと述べている。バランスシート縮小は主に資本市場や中・長期金利に影響を与える。言い換えれば、金融政策はウォール街よりもメインストリート（一般家庭や中小企業）を優先して支援する方向に傾くべきだ、ということである。

同時に、ウォーシュ氏は1951年に米国債の金利上限維持政策終了を宣言するために財務省とFRBが発表した財務省・FRB政策協定（アコード）の改定を支持している。この協定は、財政政策は財務省の管轄とし、金融政策はFRBの管轄とすることを定めたものだ。ウォーシュ氏はFRBの証券保有や連邦政府の借り入れについて、スコット・ベセント財務長官と連携することになるだろう。

懸念される景気過熱

政府の巨額の債務こそ、こうした一見すると難解な話が重要になる理由だ。政府の利払い費は現在、年間1兆ドルを超え国防予算を上回っている。しかも、かつて発行された表面利率（クーポン）1%未満の国債が、クーポン3%超の新発国債に置き換わるにつれ、負担は着実に増え続けている。

そのため、財務省は利払い負担の増加を抑えるために、期間が短く金利コストが低い財務省短期証券（TB）を重視してきた。この方針はバイデン政権時代にさかのぼる。ベセント氏は財務長官就任前に批判していたが、就任後も変化はない。さらに最近では、FRBは量的引き締め（QT）を終了して以降、TBの購入を進め、2025年12月10日から2026年1月28日にかけて770億ドルのTBを追加購入した。一方で、FRBが保有する住宅ローン担保証券（MBS）は300億ドル減少し一部を相殺している。

そうだとすると、国内総生産（GDP）の6%に迫る財政赤字を補うために、ウォーシュ氏は財務省のTB発行を支えながらどのようにFRBのバランスシートを縮小するのだろうか。また、FRBがTB保有額の増加を相殺するためMBSを売却するとすれば、住宅市場にはどのような影響が及ぶのだろうか。

ウォーシュ氏が述べた原則にかかわらず、FRBはソシエテ・ジェネラルのストラテジスト、アルバート・エドワーズ氏が「財政の制御不能」と呼ぶ状況に歩調を合わせる可能性が高い。投資調査会社リサーチ・アフィリエイツの最高投資責任者（CIO）ジム・マストゥルーズ氏によれば、これは経済を過熱させるだろう。名目成長率（実質成長率＋インフレ率）は押し上げられ、政府債務の返済に必要な税収を確保する助けになる。しかし、マストゥルーズ氏は同時に、債券利回りの上昇とボラティリティー（変動率）の高まりを招き、株式市場にとって好ましい材料ではないと付け加えている。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. 投資家の評価が明暗を分けたマイクロソフトとメタの四半期決算

[ハイテク]

Microsoft Staged AI's Greatest Test Case. It May Not Be Working.

ポイントはAI収益化の兆候の有無

直近四半期決算における有料版Copilotの利用率は3%にとどまった



Chona Kasinger/Bloomberg

マイクロソフト<MSFT>が28日に発表した第2四半期（2025年10～12月期）決算で投資家がもっぱら注目したのは人工知能（AI）関連の業績だった。マイクロソフトは生産性向上ソフトウェアMicrosoft 365のユーザーを対象に、AIアシスタント機能であるCopilot（コパイロット）を月額最大30ドルで提供している。今回の決算発表では、Microsoft 365のユーザー数が4億5000万人であるのに対し、有料版Copilotのユーザー数はその3%の1500万人であることが明らかにされた。ここで重要なのは、Copilotがマイクロソフトの売上高にほとんど影響を与えてい

ないということだ。

高成長が期待されるAzureの資源の一部を犠牲にしているとの指摘も

もう一つの問題点は、マイクロソフトがクラウドサービスAzure（アジュール）の能力の一部をCopilotのサービス提供に充てており、その分、より収益性の高い他のサービスに充てることができなくなっていると考えられることだ。

投資家はこうしたトレードオフに不満を抱いている。第2四半期の利益と売上高がウォール街の予想を上回ったにもかかわらず、決算発表の翌日の29日に株価が10%下落したのはそのためだ。不満の背景には、マイクロソフトがAIデータセンターへの投資を加速させていることがある。2025会計年度の設備投資額は880億ドルで、2026会計年度はまだ半分しか経過していないにもかかわらず既に720億ドルに達している。

投資家はAI投資の収益率に注目している

投資家は1年以上前から大手IT企業の投資収益率（ROI）に注目し、AIに積極投資する企業を厳しく監視してきた。マイクロソフトのAI投資におけるROIを評価するには、クラウドAIサーバーをレンタルするAzureのROIを見ておく必要がある。Azureの第2四半期売上高は、為替変動の影響を除いたベースで前年同期から38%増加したが、ウォール街の予想をやや下回った。

この予想未達の原因について、最高財務責任者（CFO）のエイミー・フッド氏は経営判断によるものだと説明した。マイクロソフトは多額の設備投資を行ってAIデータセンターを拡充し、さらにはAIク

クラウドサービスプロバイダーであるコアウィーブ<CRWV>からコンピューティングパワーを借りて顧客に提供しているにもかかわらず、Azureの供給能力は依然として限られている。それなのにマイクロソフトは自社の研究者や法人顧客に販売するAIサービスにより多くのAIサーバーを割り当て、Azureの収益を最大化しようとはしなかった。

Copilotは、オープンAIの大規模言語モデル、チャットGPTがハイテク業界を揺るがしてからわずか4カ月後の2023年3月に発表された。同じ年の11月にサービスが始まって以降、Copilotの機能は大幅に進化している。

しかし投資家は今のところ、AIサービスへの投資よりもAzureの最大限の活用を重視しているようだ。AIクラウドコンピューティングに対する目先の需要は極めて旺盛であり、投資家はマイクロソフトに対し「鉄は熱いうちに打て」と期待している。

ただしマイクロソフトはより長期的な視点を重視しているのかもしれない。クラウドコンピューティングがいずれコモディティー化する可能性は高く、マイクロソフトはその後の展開を見据えているとも考えられる。

メタの株価は決算発表を受けて10%上昇

一方、メタ<META>の株価は、28日の2025年第4四半期決算の発表を受けて10%上昇した。AI投資が急増して収益性を悪化させているにもかかわらず、売上高の大幅な伸びによってAI投資から見返りを得ている可能性があるからだ。

実は決算発表の直後、メタの株価は下落した。2026年の設備投資ガイダンスが1150億～1350億ドルと途方もない額に達したうえ、研究開発費も急増するとの見通しが示されたからだ。しかし投資家は、第4四半期に売上高の成長ペースが急加速したことと、今四半期のガイダンスが力強い内容であることに着目した。

AIが広告視聴件数の増加と広告価格の上昇に寄与している可能性がある

メタは以前から、AIが既にコンテンツの推奨や広告ターゲティングに役立っていると述べており、第4四半期の目覚ましい業績はその成果である可能性がある。日次アクティブユーザー数は7%増加して36億人に達し、ユーザーに表示される広告件数は18%増加した。ソーシャルフィードへのエンゲージメントの改善や広告表示件数の増加によって広告視聴件数は爆発的に増加した。目を見張るのは、これらの広告の価格が前年同期から6%上昇したことだ。最終的に、ユーザー当たりの平均売上高は16%増加した。

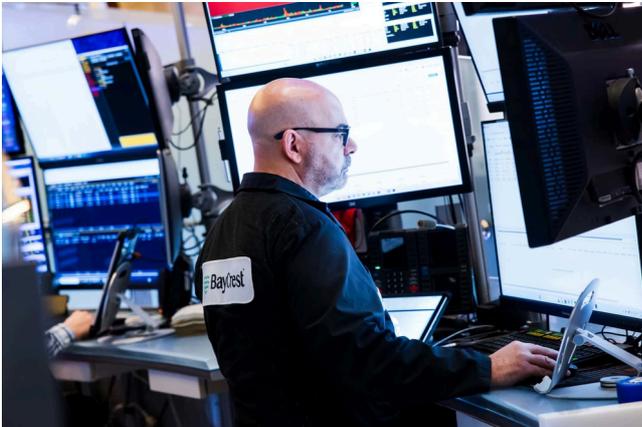
投資家がAIに求めているのはまさにこうした変革だ。そしてメタの直近四半期決算は、こうした変革を支えている膨大な設備投資を投資家に見過ごさせるのに十分なものだった。

By Adam Levine
(Source: Dow Jones)

8. 株式市場には多くの疑問点があるが、明確な答えは多くない The Stock Market Has Lots of Questions—and Not Many Answers 大手ハイテク株の回復はバブルへの入り口か

[米国株式市場]

指数はほぼ横ばい



NYSE

大型ハイテク株は復活したが、株式市場の方向性を決めるには不十分だった。この状況が変わることは期待しないほうがいい。

主要株価指数を見ると、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は0.4%安の4万8892ドル47セントとなったが、一方でS&P500指数は0.3%高の6939.03となった。ナスダック総合指数は0.2%下落して2万3461.81で引けた。しかし先週は、こうした騰落率が示すほど穏やかではなかった。3指数とも29日と30日の大半で前日比マイナス圏の推移となり、シカゴ・オプション取引所

（CBOE）のボラティリティ指数（VIX指数）は週初の16近辺から一時19.7まで急騰した。なお、小型株のラッセル2000指数は1.5%安の2613.74で週末を迎えた。

2026年に入ってからの大半で低迷が続いていたハイテク株には買いが入ったようだ。メタ<META>は堅調な決算発表を受けて9.7%上昇し、アップル<AAPL>決算発表を受けた30日は下落したものの、週間では3%上昇した。大手ハイテク7銘柄のマグニフィセント7（M7）のうち5銘柄が週間ベースでは上昇し、電気自動車（EV）大手テスラ<TSLA>とマイクロソフト<MSFT>だけが下落した。

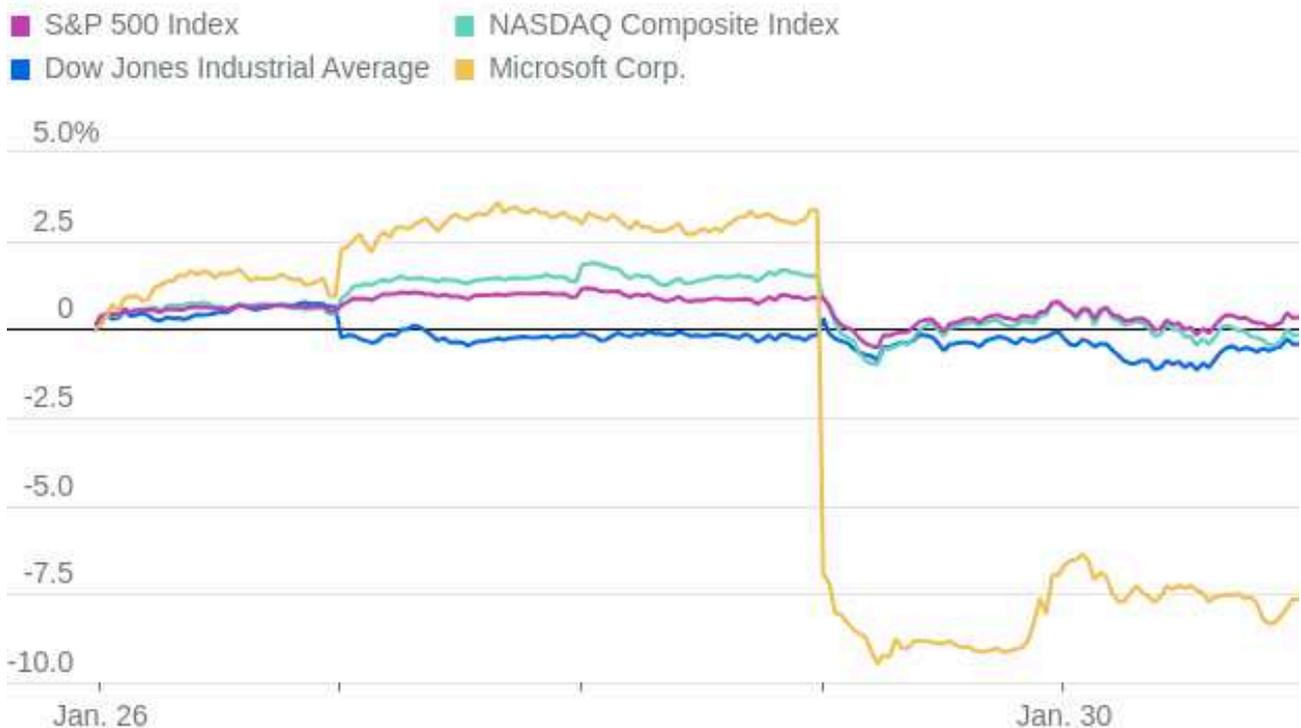
マイクロソフトには逆風が吹いた。決算発表では売上高と利益が予想を上回ったが、クラウド部門であるアジュールの売上高成長率は前四半期を下回った。また、設備投資額が予想を上回った一方で、売上高見通しも精彩を欠いたため、29日に株価は10%下落した。

大型ハイテク株以外での値下がり

しかし、最も深刻な打撃は別のセクターで起こった。ユナイテッドヘルス・グループ<UNH>やヒューマナ<HUM>などの医療保険銘柄は、政府が高齢者向け公的医療保険「メディケア・アドバンテージ」を運営する民間保険会社への支払い率をわずか0.09%だけ引き上げる提案を行ったことで、大きな打撃を受けた。建設・産業機器のレンタル会社のユナイテッド・レンタルズ<URI>は業績が予想を下回ったことで15%の急落となり、景気の高まりが期待される経済にとって懸念材料となった。

ソフトウェア株の売りに巻き込まれた法人向けソフトウェアのインテュイット<INTU>は10%下落した。人工知能（AI）によってソフトウェア企業が陳腐化するとの懸念から、上場投資信託（ETF）のiシェアーズ・エクспанディッド・テック・ソフトウェア・セクターETF<IGM>は6.4%下落した。営業支援ソフトウェア大手セールスフォース<CRM>などの堅調な決算発表もこうした懸念を払拭できなかった。

Market Snapshot



Source: FactSet

年初から大きくアウトパフォームしていたラッセル2000指数でさえ、先週は1.5%安の2613.74となった。これは、米連邦準備制度理事会（FRB）が金利を据え置いただけでなく、予想よりもややタカ派的な姿勢を見せたことが影響した。トランプ米大統領が連邦準備制度理事会（FRB）の次期議長にケビン・ウォーシュ氏（元理事）を指名したにもかかわらず、中小型株の下落を食い止めることはできなかった。

インターネットバブルとの比較

こうした状況から、市場の動向を決めるのは再び大型ハイテク株になっている。この数カ月間に投資家を飲み込んできたAIバブルや支出の循環的な側面に対する懸念を考慮すると、これは憂慮すべき状況だ。エバーコアISIのストラテジストであるジュリアン・エマニュエル氏は、S&P500指数はハイテクバブルが膨張しその後破裂した1990年代後半から2000年代初めと同じパターンを辿っていると指摘する。しかしエマニュエル氏の分析によれば、現状は「あくまで」1998年の段階だ。当時、ロングターム・キャピタル・マネジメントの破綻でS&P500指数は乱高下したものの、市場にはまだ上昇余地が残されていた。

エマニュエル氏は「AIという投資テーマに対する慎重な見方には多くの理由が挙げられている。1990年代後半の『インターネット革命』の強気相場が2000年から2002年の暴落で終焉を迎えた経緯と同様に、こうした懸念が顕在化する日が来るかもしれない。しかし、まだその日は来ておらず、むしろ株価はこうした懸念を過剰に織り込みすぎている」と書いている。

ただ、市場がエマニュエル氏の見方にすぐに賛同するとは期待しないほうがいい。アマゾン・ドットコム<AMZN>とアルファベット<GOOGL>は今週中に決算を発表する予定だが、それが懸念材料の一部を和らげるかどうかは不透明だ。投資家は、アマゾンが先週オープンAIに行ったような投資

がどのように利益を生むのか、依然として見通せないでいる。

現時点では、市場がどちらに向かわなくても驚かないように。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

9. 金暴騰、通貨はディバースメントに至ったのか Gold Is Soaring and Wall Street Calls It 'Debasement.' Is It? 金価格は節目の5000ドルを突破

[投資戦略]

ディバースメントの定義とは



The Hoberman Collection

暴君として知られる16世紀のイングランド王ヘンリー8世は、浪費の末の資金不足から、イングランド銀貨を増発したが、その素材を徐々に銅に切り替え、表面に銀メッキを施した。メッキは表面に描かれたヘンリー8世の肖像の鼻の部分が真っ先に剥がれ落ちて銅が露出し、「古いぼれの銅鼻」と市民の嘲笑を誘った。商人たちはこの新貨幣を嫌い、物価の急騰に賃金は追いつかず、貧しい人々とイングランドの貿易信用は傷つけられた。王の死後、王位を継承した娘のエリザベス1世は、全国的な貨幣改鑄を進め信用を回復させた。

現代の通貨価値の下落（ディバースメント）の見極めは、昔ほど容易ではない。ウォール街は現在の金価格の驚異的な上昇を、通貨価値の下落をヘッジするための「ディバースメント取引」だと表現している。筆者が昨年4月の本誌カバーストーリー「金をポートフォリオに加えるべし、ただし適度に」で金価格の上昇を報じた際は1トロイオンス当たり3400ドル、その後、同12月の本誌記事「2025年は銀が金をアウトパフォーム。次は銅の出番」当時では4500ドル近くまで上昇した。年が明けて先週、金は5000ドルの節目を突破し、一時5600ドルに達している。この状況で、通貨はすでにディバースメントに至ったのか。そうでないなら、何を基準に見極めたらいいのか。通貨のディバースメントは株式やその他の資産にどのような意味を持つのか。金をこれから買うのは手遅れなのか。これらの疑問に確信度の低い順から答えていこう。

最初の回答は、「通貨価値はディバースメントには至っていない」だ。現段階では、その兆候が見え隠れしている程度と言える。経済用語は人によって解釈が異なるため、あえてここで定義を明確にするなら、ディバースメントは通貨の価値を減少させるプロセスであり、インフレは物価が徐々に上昇していくことを指す。両者は表裏一体のようでありながら、その手法と程度は大きく異なる。一般に中央銀行は、消費者が貯蓄ではなく消費を続けるよう促すため、年間2%程度の軽度のインフレを目標にする。成長にとって有益な水準だ。以前は5セントでパンが買えたという事実は、ディバースメントの根拠にはならない。そもそも現金は、数十年にわたり価値を維持するよう想定されていない。

ドルの信用は失われたか

ディバースメントは通貨制度が信用を失った時に発生する。2000年代初頭のジンバブエや過去半世紀にわたるアルゼンチンがよい例だ。政府の緊急財政出動に始まり、慢性的な基礎的赤字へと進行し、債務が膨らんでいく。国家の指導者は低金利を要求し、中央銀行を支配下に置き、インフレ率は一貫して金利を上回る。投資家は国債に背を向け、政府は支出を賄うため通貨を発行する。市民は収入を自国通貨以外のあらゆる資産に交換する。資本逃避規制や二重金利制が導入されることもある。企業は外貨での受け取りを選択する。

現在の米国では、こうした現象の一部しか当てはまっていない。経済成長は長い間、慢性的な巨額の赤字により人為的に支えられてきた。赤字解消は深刻な景気後退につながりかねず、選挙の票集めには都合が悪いため、政治家は行動に移したまらない。にもかかわらず、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）における急激な物価上昇の余波や、電気料金など一部の品目に継続的な値上がりが残るものの、12カ月間のインフレ率はわずかに高い程度にとどまっている。

トランプ米大統領は、金利の引き下げを要求し、連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長を執拗（しつよう）に解任すると脅迫し、最近では司法省がパウエル氏に対する不正疑惑で召喚状を出したことが明らかになった。これがディバースメントの兆候に当てはまる現象だ。1月30日、トランプ氏は今年5月に任期が満了するパウエル議長の後任候補として、低金利を支持する元FRB理事のケビン・ウォーシュ氏を指名した（議長就任には上院の承認が必要）。しかし、債券市場がインフレの暴走を見越しているとしても、国債の需要、利回り、先物価格には未だ反映されていない。ドルは他の通貨に対して下落しているが、それも数十年ぶりの高値からの下落であり、取引では依然、強さを維持している。

金投資は手遅れか否か

金価格は常に上昇傾向にあり、気に留めるべきはその上昇の幅と速度だ。最近のドイツ銀行の計算によれば、金は235年の間にインフレ率を279%アウトパフォームしているが、この数字を複利ベースで年間当たり直すと、最近の急騰を含めてもわずか0.5%となる。より短い期間で見ると金の好調は顕著で、直近20年間で、米国株式市場を上回っている。以前、JPモルガンは米国以外の海外中央銀行が保有する米国債の0.5%を金にシフトするだけで、金価格は2029年までに6000ドルに達すると予測していたが、今となっては控えめにも見える見通しだ。

先週、JPモルガンは金鉱山会社2社のカバレッジを新たに開始した。2社の投資判断は、過去1年で既に231%上昇しているバリック・マイニング<ABX.カナダ>を「オーバーウエート」、同140%上昇したアグニコ・イーグル・マインズ<AEM>を「ニュートラル」とした。金採掘の総コストが1オンス当たり約1700ドルであることから、両社のフリーキャッシュフローは急増している。

「金を買うのは遅過ぎるのか」の問いには、「分からない」としか言えない。もしパーティーで誰かに聞かれた時は、「UBSが最近用いた統計手法『イベントドリブン型ベクトル自己回帰モデル』によれば、過去1年間の金価格変動の68%は米国の政策転換で説明できる」とだけ説明して早々にその場を逃げ出そう。

最後に「金価格の高騰は米国株式市場に何を意味するのか」の問いについて、UBSは株価は上昇する

と主張、一方、投資銀行のスタイフェルは横ばいの可能性も示唆している。UBSの主張は企業の堅調な利益成長に加えて、追加利下げへの期待に基づくものだが、「株式への投資比率が低い投資家はエクスポージャーを増やすべき」と提言しながら、「優良債券、金、資本保全戦略にも価値がある」としている。強気というより、むしろ去勢牛並みの弱気にも聞こえる。

一方のスタイフェルは、S&P500指数は3年連続で大幅上昇しており、今年はその上値は金価格により現状とほぼ同水準の7000に抑えられるだろうと主張している。S&P500指数の対金価格比が最近、過去にわずか4回しか見られなかった水準まで急落しており、過去4回の例ではいずれも株式市場は「数年にわたるレンジ相場」に陥った点を指摘している。ディベースメント取引はむしろ飽食後の「げっぶ」のようなものかもしれない。いずれにせよ、筆者は昼寝を勧めたい。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

10. バロンズ企画「2025年予想チャレンジ」結果発表

[経済関連スケジュール]

Meet the Winner of Our 2025 Forecasting Challenge
本誌恒例企画に読者4500人が挑戦

優勝は投資アナリストのニコルソン氏



Illustration by Elias Stein

本誌恒例企画である2025年の読者予想チャレンジで、金を有力視していたシカゴ拠点の投資アナリストが、約4500人の参加者の中で首位となった。優勝者は、ブレットブルーフ・キャピタルで上級投資アナリストを務めるジャック・ニコルソン氏（37歳）で、16問（大半は選択式）から成るチャレンジで13点を獲得した。次点は11点、平均点は4.6点であった。（なお、筆者は2問しか正解できなかった）

最難関の設問の一つは、2025年のトップ資産クラスを予測する問題だった。正解の「金」を選んだ参加者はわずか13%にとどまった。また、ダウ工業株30種平均（NYダウ）構成企業の中で最も高いパフォーマンスを記録した銘柄を当てた参加者は1%未満で、正解は建設機械大手のキャタピラー<CAT>だった。

ニコルソン氏の父親も、かつてシカゴ商品取引所（CBOT）の米国債先物でフロアトレーダーを務めていたという。優勝したニコルソン氏は、ノースウエスタン大学ケロック経営大学院で経営学修士（MBA）を取得しており、現在所属するブレットブルーフは特定の富裕層の資産を運用するファミリーオフィスとして、公開・非公開の両市場に投資している。同社は直近5年間にわたり金への大きなエクスポージャーを維持し、金価格の急騰の恩恵を受けてきた。現在、上場投資信託（ETF）であるヴァンエック・メルク・ゴールド・トラスト<OUNZ>を保有している。

ニコルソン氏には、2年間の本誌無料購読とニコルソン氏が選ぶ本誌記者とニューヨークでランチをす

る権利が贈呈される。なお、2026年の予想チャレンジは昨年12月下旬に実施され、3000件の回答が寄せられた。次回の優勝者は2027年初めに発表される予定だ。なお、全問題と解答は本誌の米国サイト (barrons.com/quiz2025answers) で確認できる。

Tallying the Results

Here are highlights of the 2025 forecasting contest.

THE RESULTS

Number of participants	4,537
Average score	4.6 out of 18
Percentage who correctly predicted S&P 500 would return 10.1% - 20%	35.18%
Question receiving the most correct answers	Inflation in 2025(2.1%-3%): 57.26% correct
Winning score on the 2025 quiz	13
Winning score on the 2024 quiz	10
Andrew Bary's score this year	2
The question receiving the fewest correct answers	The top stock in the Dow, incl. dividends (Caterpillar): 0.84% correct
The multiple choice question receiving the fewest correct answers	Which asset class will fare best in 2025? (Gold): 12.96%

先週の出来事

市場動向

ミネソタ州ミネアポリスでの連邦職員による2件目の射殺事件が反発を招く中、政府機関の一部が閉鎖される可能性が高まっている。週初は、金価格が1オンス当たり5000ドルを上回り、ドルは4カ月ぶりの安値まで下落した。トランプ米大統領は、カナダが中国との貿易協定を結べば100%関税を課すと脅しており、またカナダ製の全ての航空機の認証を取り消すと表明。米民間有力調査会社コンファレンス・ボード (CB) が発表した1月の消費者景気信頼感指数は大幅に低下し、12年ぶりの低水準に落ち込んだ。連邦準備制度理事会 (FRB) は28日の連邦公開市場委員会 (FOMC) で政策金利を据え置くことを決めた。トランプ氏は30日、FRBの次の議長にウォーシュ元FRB理事を指名すると表明した。株式市場は値動きが荒い中、ハイテク企業の決算が株価の下支え役となった。この結果、週間ベースでは、NYダウは前週末比0.4%下落、S&P500指数は0.3%上昇、ナスダック総合指数は0.2%下落した。

企業動向

オランダの半導体製造装置メーカーASMLホールディング<ASML>は四半期の受注が過去最高となりハイテク企業の決算をけん引した。ソフトウエア大手マイクロソフト<MSFT>はコスト増とクラウド事業の成長鈍化を発表した。交流サイト (SNS) 大手のメタ (旧フェイスブック) <META>とIT大手アップル<AAPL>は四半期売上高が過去最高となった。電気自動車 (EV) 大手テスラ<TSLA>は、ロボタクシーとロボット事業への転換の一環として、旗艦モデルである高級セダン「モデルS」と高級

SUV「モデルX」の生産を終了すると発表した。米政権は、公的医療保険メディケアの一部で、民間が運営する高齢者向け医療保険プランであるメディケア・アドバンテージの政府の支払い率を2027年にわずか0.09%引き上げる案を示した。市場ではこれを嫌気し、医療保険会社ユナイテッドヘルス・グループ<UNH>、薬局チェーン大手CVSヘルス<CVS>、管理医療会社ヒューマナ<HUM>の株価が下落した。

米半導体大手エヌビディア<NVDA>は、クラウドコンピューティングのコアウィーブ<CRWV>に20億ドルを追加出資したと発表した。半導体大手のマイクロン・テクノロジー<MU>は、今後10年間でシンガポールに240億ドルを投資する計画だ。日本のソフトバンクグループ<9984>、エヌビディア、マイクロソフト、ネット通販大手アマゾン・ドット・コム<AMZN>が、対話型人工知能（AI）「チャットGPT」開発のオープンAIに、600億ドル規模の投資を行う方向で協議している。欧州連合（EU）とインドは、自由貿易協定（FTA）交渉の妥結を発表した。宅配・航空貨物大手ユナイテッド・パーセル・サービス<UPS>は3万人の人員削減を進め、アマゾンも1万6000人を削減する。中米パナマの最高裁判所は、香港の複合企業CKハチソン・ホールディングス<0001.香港>との港湾運営契約について無効判断を下した。

M&A（合併・買収）など

- ・ロシア石油大手のルクオイル<LKOH.ロシア>は、海外資産を米投資ファンド大手のカーライル・グループ<CG>に売却することで合意した。
- ・米国本土で石油・天然ガスを生産するコテラ・エナジー<CTRA>と同業デボン・エナジー<DVN>については、市場で600億ドル規模の合併観測が浮上している。

今週の予定

2月2日（月）

決算発表シーズンは堅調な滑り出しとなっており、S&P500指数構成企業のうち約165社が既に決算を公表した。1株当たり利益（EPS）が市場予想を上回った企業は全体の約4分の3に達し、売上高が予想を超えた企業も約3分の2に上る。今週は発表が最も集中し、115社超が決算を公表する予定だ。

2日にはデータ分析プラットフォームのパランティア・テクノロジーズ<PLTR>とメディア娯楽大手ウォルト・ディズニー<DIS>、3日には半導体大手アドバンスト・マイクロ・デバイゼス<AMD>と製薬大手メルク<MRK>、4日にはグーグル親会社のアルファベット<GOOGL>と製薬大手イーライ・リリー<LLY>、5日にはアマゾンと製薬大手ブリストル・マイヤーズ・スクイブ<BMY>が、それぞれ決算を発表する。

米サプライ管理協会（ISM）が1月の購買担当者景況指数（PMI）を発表する。コンセンサス予想は、2日発表予定の製造業PMIが48.5、4日発表予定のサービス業PMIが53.5。なお、12月の数値はそれぞれ47.9と53.8だった。

2月6日（金）

米労働省労働統計局（BLS）が1月の雇用統計を発表する。エコノミストは、非農業部門就業者数が6万5000人増と予想している。12月は5万人増だった。失業率は4.4%と、前月から横ばいの見通しだ。政府機関の一部閉鎖が生じた場合、この統計発表に影響が出る可能性がある。

統計と数字

1兆ドル：世界最大級の投資信託・ETF運用会社バンガードで拡大が続く米国外の運用資産の評価額。運用資産総額12兆ドルのほとんどは米国内にある。

16.5%：年初来の金価格の上昇率。先週後半に下落したものの、年初比では大幅高となっている。2025年は年間ベースで66%上昇した。

0.5%：2025年の米国の人口増加率。人口は180万人増加したものの、2021年以降で最低の水準となった。

1130万台：トヨタ自動車<7203>が2025年に販売した自動車の総台数。2024年比4.6%増となり、世界首位だった。

By Andrew Bary
(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』 2026/02/01

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