バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/01/12

THIS WEEK'S MAGAZINE

1. **2025年初ラウンドテーブル：マクロ経済見通しと選好銘柄** - The Stock Market's New Year Is Off to a Tough Start [ラウンドテーブル] P.1
弱気派が多いが、強気派も自信あり

2. **ＬＡ山火事で巨額損失も保険株に明るい未来と言える理由** - California Fires Have Caused Billions of Dollars in Losses. [フィーチャー] P.22
気候変動による保険需要増で業界は活況

3. **山火事と異常気象は住宅購入者の大きな懸念事項。リスクの見方とは** - Wildfires and Extreme Weather Are Big Concerns for Home Buyers. How to See Your Risk. [フィーチャー] P.26
気象関連リスクはウェブサイトで確認、住宅の耐久性向上が重要

4. **債券利回りの上昇は、なぜ株価に悪材料なのか** - Bond Yields Are Rising. Why That's a Problem for Stocks. [コラム] P.28
高金利でPER上昇を望めず、2025年は株式に警戒

5. **雇用統計に対する市場の反応は行き過ぎ** - The Market Is Overreacting. Don't Lose Your Head. [米国株式市場] P.30
好調な景気は企業の好業績につながる

6. **エヌビディアCEOが消費者向けAI応用製品を発表** - Nvidia Is Poised to Conquer Personal Computing Next. Chip Makers Should Be Nervous. [ハイテク] P.32
次の一手に市場は神経質な動き

7. **株式投資、過去100年の教訓** - Lessons From a Century of Stock Returns: Stay Invested, Let the Winners Run [コラム] P.33
勝ち組銘柄はリバランスせずに投資継続

8. **買収で株価が急騰したコンステレーション** - As Constellation Energy Stock Soars, Consider This Other Energy Opportunity [米国株式市場] P.36
今はビストラ株を買うのが賢明か

9. **半導体製造装置トップのASML、株価は回復するか** - ASML Is the Chip-Equipment Leader. Its Stock Is Poised to Bounce Back. [投資戦略] P.37
業績下方修正で低迷も未来が明るい理由

10. **オンライン売上高は過去最高、年末商戦に勝利** - Online Won the Holiday Shopping Season, in Another Record [経済関連スケジュール] P.39
消費者はますます実店舗よりもオンライン志向に

※当誌は、株式会社 時事通信社がライセンスに基づき Dow Jones & Company, Inc. の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。
※当誌は、情報提供を目的とし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。

Copyright © 2025 Dow Jones & Company, Inc.
本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. 2025年初ラウンドテーブル：マクロ経済見通しと選好銘柄 [ラウンドテーブル]

The Stock Market's New Year Is Off to a Tough Start

弱気派が多いが、強気派も自信あり

景気見通しはネガティブだが、選好銘柄は増加

Photograph by Guerin Blask

一つの円卓に、二つの水晶玉。これが2025年本誌ラウンドテーブルの総括である。今年のラウンドテーブルは、多数の弱気派のパネリストと、少数ながらも弱気派と同等の自信を持っている強気派のパネリストに分かれた。かつてパネリストの見解がこれほど綺麗に分かれた年を思い出すのは難しい。しかし、今年ほど多くの相反する経済の潮流が入り混じる1月も珍しい。

弱気派は、2025年の市場について、S&P500指数が20%超上昇した2024年よりはるかに困難な年になると予想している。債券利回りはインフレ再燃の懸念を反映して上昇しており、株式のバリュエーションは完璧なシナリオを織り込んで高まっている。弱気派は、とどまるところを知らない政府債務の増加や、米国政府の変化（特にトランプ次期大統領が公約している大規模な変革）に伴う政策の不透明感にも不安を抱いている。

一方、強気派は好調な景気、2桁台の利益成長、政府の規制緩和、M&A（合併・買収）の増加、そして大企業だけでなく中小企業にも導入が広がる人工知能（AI）によって、株価が上昇を続けると予想している。株価の変動は大きいかもしれないが、上昇に向けた材料は既にそろっているか、あるいは間もなくそろうだろうという。

ラウンドテーブルは1月6日に開催され、11人のパネリストが例年通りにマクロ経済と選好銘柄について議論した。マクロ経済に関するネガティブな論調にもかかわらず、ほとんどのパネリストは通常より多くの選好銘柄を提示した。これは市場全体が割高であっても、割安な銘柄が多く存在することを示唆している。

今週は全3回のラウンドテーブルの第1回として、マクロ経済に関する議論と、アビー・ジョセフ・コーエン氏（元ゴールドマン・サックスのストラテジスト、現コロンビア大教授）とスコット・ブラック氏（デルファイ・マネジメントの創設者および社長）の選好銘柄を紹介する。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

参加者と所属

参加者と所属

	氏名	所属
1	デービッド・ジルー	ティー・ロウ・プライス・インベストメント・マネジメントの最高投資責任者（CIO）
2	ラジブ・ジェイン	GQGパートナーズの会長兼CIO
3	ウィリアム・プリースト	TDエポックの会長兼ポートフォリオマネジャー
4	アビー・コーエン	コロンビア大教授
5	ジョン・ロジャース・ジュニア	アリエル・インベストメンツの創設者および会長兼共同最高経営責任者（CEO）兼CIO
6	スコット・ブラック	デルファイ・マネジメントの創設者および社長
7	トッド・アールステン	パルナッソス・インベストメンツのCIO
8	ヘンリー・エレンボーゲン	デュラブル・キャピタル・パートナーズのCIO
9	ソナル・デサイ	フランクリン・テンプルトンの債券グループCIO兼ポートフォリオマネジャー
10	メリル・ウィトマー	イーグル・キャピタル・パートナーズのゼネラル・パートナー
11	マリオ・ガベリ	ガベリ・ファンズの会長兼CEO

多くの銘柄は割高だが、企業業績は好調

本誌：現在の投資見通しは矛盾に満ちている。景気が好調で企業業績が伸びている一方、株価は割高で債券利回りは上昇している。ジルー氏の見解は。
ジルー氏：当社は恐らくS&P500指数に対してこれまで同様に悲観的だ。当社の2030年までの個別銘柄分析によると、S&P500指数の今後5年間のトータルリターンは年5%を下回る見込みだ。

現在の市場は、2025年予想株価収益率（PER）が22倍、2025年予想株価キャッシュフロー倍率が26倍となっている。S&P500指数の構成銘柄を見ると、市場はただ割高なだけではなく、広い範囲で割高であることが分かる。例えば、S&P500指数の約44%を占める伝統的なグロース株のPERは、過去平均の28倍に対して現在は32倍だ。それ以外の銘柄から電気自動車（EV）大手テスラ＜TSLA＞や半導体大手エヌビディア＜NVDA＞などを除いた銘柄群も、過去平均の15倍に対して18倍となっている。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

David Giroux/ Photograph by Guerin Blask

AIとAI関連株は2024年に素晴らしいパフォーマンスを上げた。これらの銘柄の業績予想とバリュエーションは依然として高い。トランプ氏が次期大統領に当選して以降、景気拡大に関連する銘柄は大幅に上昇している。

バリューがある投資機会は恐らく過去10年間で最も乏しい。さらに、トランプ氏の政策が企業の利益成長につながるという期待が膨らみ過ぎている。2017年のトランプ減税は、国内総生産（GDP）成長率が3%に達する主な要因となり、2018年のS&P500指数の利益成長率を9ポイント押し上げた。今回はさらなる減税どころか、既存の減税を延長するだけでも大仕事だろう。政府債務は8年前のGDP比3.5%に対して現在は6%を超えている。米国の法人税率は世界各国とほぼ同等であり、共和党の議席数は過半数をわずかに上回るにすぎない。

上記を踏まえ、当社は2025年末のS&P500指数を2026年予想PER約18倍の5300と予想している（S&P500指数は5881.63で2024年を終えた）。

Q：株価下落のきっかけとなるのは何か。
ジルー氏：企業の利益成長率が13%（為替の影響を除くと14%）という予想は高過ぎるように思える。財政赤字の懸念、地政学的な火種、期待外れの政策がきっかけになる可能性もある。

Q：ジェイン氏はジルー氏ほど弱気ではなさそうだが。
ジェイン氏：私はもっと楽観的だ。米国株全体のバリュエーションは割高だが、設備投資は堅調だ。トランプ次期政権による規制緩和の見通しは楽観的に見られている。第1次トランプ政権を振り返ると、関税に関する議論は多かったが、その多くは縮小されるか、交渉によって放棄された。

米国以外のバリュエーションは非常に魅力的だ。米ドル以外の通貨は下落しており、ファンダメンタルズもそう悪くない。フランスやブラジルなどでは財政赤字が懸念されるが、企業業績は予想より良い。欧州のマクロ経済指標だけを見ると、企業業績は最悪に違いないと思うだろうが、実際は全く異なる。

当社は世界全体で銀行に注目している。銀行は景気のバロメーターであり、現在は日本、韓国、インドネシア、インドなどで非常に好調な状態にある。中国は少し複雑だが、大手銀行は健在に見える。中国の債券利回りの低下はどう解釈すべきか分からず、注視する必要がある。経済成長は印象ほど悪くない。当社は中国に対する弱気な姿勢をやや緩和している。

Q：昨年、米国以外の市場のパフォーマンスは予想を下回った。投資家が米国以外の市場に投資するきっかけとなるのは何か。
ジェイン氏：リバランスの遅れは時々起きる。その理由を予測するのは難しい。ところで、当社は米

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

国に弱気というわけではない。企業業績は堅調だ。バリュエーションは少し割高だが、現在のS&P500指数の大部分を占める銘柄は数十年前の主要銘柄に比べて資本集約度が大幅に低い。現在のエヌビディアのPERが30倍であることと、2007～2008年の石油大手エクソンモービル＜XOM＞のPERが12～13倍だったことを単純に比較はできない。

完璧なシナリオを織り込む市場、信用スプレッドは「根拠なき熱狂」以来の縮小

Rajiv Jain/ Photograph by Guerin Blask

Q：プリースト氏の見方は。
プリースト氏：私の他にも弱気派がいるとは思わなかった。私は2025年に市場が下落すると予想している。多くのバリュエーション指標は現在がピークであることを示唆している。インフレ圧力もPERを圧迫する可能性がある。

ベルリンの壁崩壊から数年後の1992年、政治学者フランシス・フクヤマ氏は『歴史の終わり』を出版した。フクヤマ氏は、世界各国が自由民主主義体制に合意し、グローバル化と比較優位の法則を受け入れ、貿易の恩恵を享受すると主張した。

その後、われわれは史上最も効率的なサプライチェーンを作り上げたが、フクヤマ氏の予想通りにはならなかった。2008年に世界金融危機が起き、現代はサプライチェーンの効率性よりも安全保障が重視される脱グローバル化の時代となっている。米国がこのオンショアリング（国内回帰）のトレンドを受け入れる上で、物価の上昇と生産量の減少は不可避だ。関税もそれに追い打ちを掛ける。

さらに、欧米全体で財政規律が弱まっているため、債券利回りの上昇が問題になるだろう。また米国政府のような巨大組織を運営するには手続きが重要だが、この点に関して次期政権の能力は未知数だ。これらすべてが市場にとって重しとなるだろう。

前向きな点としては、テクノロジーによって労働力と現物資産を代替し、売上高を維持できれば、利益率と資産のリターンは上昇するということが挙げられる。この傾向は今後も変わらず、AIもその一翼を担う。

Q：コーエン氏の立場は。
コーエン氏：私は2025年が米国と世界の経済にとって困難な年になると予想している。しかし、私の主な懸念は、金融市場が完璧なシナリオを織り込んでおり、政府の政策に関して不透明感が強まっていることだ。市場のボラティリティーは高まるとみられ、株価はある程度下落する可能性がある。ジルー氏が株式のバリュエーションについて述べたが、他の資産のバリュエーションも正常ではないようだ。

債券市場の信用スプレッドは並外れてタイトだ。これほどタイトなスプレッドは、アラン・グリーンスパン元連邦準備制度理事会（FRB）議長が「根拠なき熱狂」で有名なスピーチをした時以来だ。多くの人はグリーンスパン氏が主に株式市場について語ったと思っているが、実際はハイイールド債と

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

世界の債券市場についてのスピーチだった。依然として多額の資金が流入しているプライベートクレジット市場の透明性も限られている。

米国以外の一部の市場は完璧なシナリオを織り込んでおらず、投資機会があるかもしれないという点に関しては、ジェイン氏に賛成だ。米国にも、相対的または絶対的に割安な銘柄がある。

年初の状況は素晴らしい。次期政権はGDP成長率が3%近い状態で経済を引き継ぐ。インフレ率は低下しており、企業の利益と利益率は過去最高の水準に達している。失業率は低く、実質賃金は上昇している。私は政策によって現在の状況が損なわれることや、これ以上改善できないことを懸念している。

関税はインフレ要因になり、一部の貿易相手国の経済成長を押し下げる可能性がある。特に、既に成長が低迷している欧州と、カナダとメキシコについて懸念を抱いている。一部の制度改正についても不安がある。改正案の一つである「スケジュールF」の導入は、政権が数万人もの省庁幹部を政治任用者にすることを可能にするもので、幹部が容易に解雇され、専門知識のない職員に置き換えられる可能性を意味する。さらに、反トラスト法（独占禁止法）に関する制約にも注意する必要がある。

これまで誰も移民に言及していない。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）以前の10年間、移民は米国の労働力増加の半数以上を占めていた。不法移民に関しては何らかの対策が必要だが、伸びが鈍化している合法な移民を促進することも必要だ。米国の科学・医学分野で働いている博士号保有者の約65%は移民である。

最後に、バイデン政権で成立した3本の法案は、中長期的な経済成長を促進することを目標としていた。生活水準を引き上げ、政府債務のGDP比率を引き下げるには、経済成長が必要だ。3本の法案とは、超党派のインフラ法案、CHIPS・科学法（CHIPS法）、いわゆるインフレ抑制法である。これら3件のイニシアチブはすべて、今後何年間も資金を必要とする。

小型バリュー株は割安か

Q：ロジャース氏の意見も聞きたい。
ロジャース氏：株式市場は二分されている。大型グロース株中心のS&P500指数は割高で、小型バリュー株は割安だ。S&P500指数の12カ月先予想PERは、過去平均の約19倍に対して現在は22倍となっている。小型バリュー株は過去約10年間の平均と同等の17倍だ。この差は、ハイテクバブルの頃に誰もが同じインターネット株を保有し、小型バリュー株が見捨てられていたことを思い出させる。

私はアリエルで42年間運用に携わっているが、人々が「取り残される恐怖」（FOMO）に襲われ、基調的なファンダメンタルズにかかわらず同じ銘柄を追い掛けている時は、常に市場がピークに近づいている兆候だった。

私が最近、アメフトの試合を見に行った時にある男性から聞いた話では、男性の息子はソフトウエア会社マイクロストラテジー＜MSTR＞（ビットコインの大口保有者）の株式オプションで数カ月のうちに百万ドルを得たという。ピザの配達員も暗号資産（仮想通貨）で大もうけしたと話していた。まるでハイテクバブルの頃のようだ。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

William Priest/ Photograph by Guerin Blask

私はS&P500指数が今年20%近く下落すると予想している。しかし、小型バリュー株は急回復し、本来の正当な評価を受ける可能性がある。これはハイテクバブルが弾けた時に起きたことだ。

プリースト氏：小型株中心のラッセル2000指数の構成銘柄の大部分は利益を生み出していない。指数の構成は時とともに大きく変化している。この点に関して懸念はないか。

ロジャース氏：むしろアクティブ運用にとっての投資機会になっている。当社はキャッシュフローがプラスで、利益率が高く、総資産利益率（ROA）と自己資本利益率（ROE）が高い企業を探している。多くの小型株は黒字ではないかもしれないが、無視されている小型株の中にも素晴らしい銘柄は数多く存在する。

ブラック氏：ラッセル2000指数のPERを、利益を生んでいない40%の構成銘柄に関して調整すると、12カ月先予想PERは17倍ではなく26.2倍になる。皮肉なことに、これはナスダック総合指数とほぼ同等で、S&P500指数よりも高い。

アールステン氏：ロジャース氏は、小型株の中には中型株や大型株のように新たなテクノロジーを導入する能力がない企業があると懸念しているのか。

ロジャース氏：われわれは、投資先が複合企業バークシャー・ハサウェイのCEO、ウォーレン・バフェット氏が真の「モート」と呼ぶ競争優位性を有する企業であることを確実にしたいと考えている。小型株にも技術的な優位性を獲得する能力がある企業もある。

Q：超大型グロース株は本当に割高なのだろうか。アールステン氏の考えは。
アールステン氏：そうは思わない。市場については引き続きかなり強気だ。今後1年間は、2桁台のリターンが基本シナリオだ。1年後のS&P500指数は6500～6800、2026年予想利益310ドルの21～22倍とみている。

毎年、資産クラスとしてのS&P500指数の見通し、景気の見通し、流動性と金融政策の見通しという三つの観点で分析を行っている。S&P500指数構成銘柄への投資は下り坂でランニングをするようなものだ。これらの銘柄は、獲得可能な最大市場規模（TAM）やモートがますます拡大し、存在感を高めつつある世界最高の企業群であり、生産性の向上が、利益率、資本効率、バリュエーションの上昇につながっている。

バリュエーションは高いが、米国が巨額の資本をグローバル市場から吸い上げている。世界全体としては、人口動態が少数の例外を除き厳しい状態にあり、経済は停滞気味だ。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

財政赤字や貿易赤字が高水準で推移しているのは懸念材料だが、米国の資産価値に対する債務の水準はそれほど懸念すべき状態にはない。生産性こそが価値だ。また、米国はエネルギー面で自立しており、AIの分野でもリードしている。米国企業は米国経済に賦課されたレバレッジを十分に支えるだけの持続可能なキャッシュフローを創出している。いずれ債務が問題になる日が来るだろうが、現時点では問題ない。

Q：昨年の相場上昇は、その大半がいわゆるマグニフィセント・セブン（M7）や、その他少数の銘柄によるものだったが、今年は上昇銘柄の拡大を期待できるだろうか。
アールステン氏：少し広がる可能性はある。2024年第3四半期の時点の利益成長率は、M7が30%、その他のS&P500指数構成銘柄が4%だった。今年は、M7が10%台半ばから後半、その他の銘柄は2桁台前半となる可能性がある。利益成長中の銘柄の株価が下落に見舞われるとは考えにくい。

何らかのショックが発生しない限り、金利が上昇する中、米国経済は比較的順調に推移しているようであり、雇用も創出されている。

インフレ率は依然として高水準にあり懸念材料だが、ピークは過ぎ、低下しつつある。中国であれ、欧州であれ、その他苦戦中の国々であれ、世界中で金融緩和が進み、流動性は高まるだろう。

リスクはというと、それは関税や地政学的なショック、利益面の問題だ。景気は急速に悪化する可能性がある。現在は活気にあふれているが、リスクというのは通常、予想外の方向からやってくるものだ。強固な競争優位性を有する優れた米国企業に投資すべし、というのがわれわれのアドバイスだ。

Q：AIについては、この2年間、イノベーションに注目が集まり、ビジネスに対する影響についてはあまり耳にしていない。いつになれば、生産性の面でメリットが現れるのだろうか。
アールステン氏：既にソフトウエア企業やハイパースケーラー（巨大クラウド企業）でその兆しが見える。ミッドイヤーラウンドテーブルの私の推奨銘柄の一つで、顧客情報管理（CRM）ソフトウエア大手のセールスフォース＜CRM＞は、AIを駆使した世界最大のデジタル労働力サプライヤー「エージェント・フォース」を発表した。これを使用し、企業はさまざまなタスクやワークフローにおいて特定の処理を自律的に遂行させることが可能だ。精密農業、製造業、金融サービス（例：マスターカードの不正利用防止）などの分野で、今後徐々にメリットが現れるだろう。過度な期待や幻滅の時期など、定着するまでに紆余（うよ）曲折はあるだろう。しかし、投下資本の規模に注目すべきだ。ハイパースケーラーは今後5年間で2兆ドルのクラウド関連の設備投資を行う可能性がある。

エレンボーゲン氏：最近、年末の投資先訪問を終えたところだ。最も感銘を受けたのは、今後のAI主導による生産性向上の規模だ。それも3～5年ベースではなく、1～3年ベースの話だ。モバイルやクラウドなど、過去のテクノロジーでは、GDPベースで計測するような巨大な生産性は生まれなかった。モバイルテクノロジーからは、ソーシャルメディアや、配車サービス大手のウーバー・テクノロジーズ＜UBER＞、米民泊仲介大手エアビーアンドビー＜ABNB＞などの新たなビジネスモデルが生まれた。クラウドテクノロジーは基本的には企業がインフラを更新し、可視性を高めるのに役立ったが、従業員が不要になったわけではなかった。AIの場合、われわれは驚くべきことを目の当たりにしている。

以前私が推奨したクラウドベースCRMシステムのハブスポット＜HUBS＞、レストラン業界向けソフトウエアのトースト＜TOST＞、外国語学習アプリのデュオリンゴ＜DUOL＞はAIを真に活用している

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

企業だ。セールスフォースは大手グローバル企業向けCRMの標準だが、中堅企業にとってはハブスポットが新たな標準となりつつある。大企業同様に集中化されたCRMデータベースを必要としていたものの、コスト面で手が届かなかった。しかし、今ではAIを活用しコスト構造をスリム化したハブスポットがより優れた価値をユーザーに提供するようになっている。

Q：どういう意味か。
エレンボーゲン氏：例えば、カスタマーサービスへの照会の30%はAIが対応している。従業員はより複雑な問題により多くの時間を割けるということだ。営業・マーケティングではAIがインバウンド・チャットの80%に対応している。その結果、ハブスポットの従業員1人当たりの売上高成長率は、従来1桁台半ばであったのに対し、現在は10%台前半となっている。中小レストラン向けシステム大手のトーストも同様だ。AIを活用したコスト構造のスリム化により、前年に比べわずかな増員で、約3万軒のレストランをプラットフォームに加え、粗利益を30%増加させた。

デュオリンゴは人間が作成した外国語学習用のコンテンツを使用していたが、今では大規模言語モデル（LLM）を使用し、生産性が50倍に向上している。当社の投資先であるサラダチェーンのスイートグリーン＜SG＞も生産性向上の例だ。人間よりも迅速かつ正確にサラダを作る機械を使用することで、従業員を50%削減できた。

ジルー氏は、ミッドイヤーラウンドテーブルで、自律走行トラック用システムのオーロラ・イノベーション＜AUR＞を推奨した。休養が必要な人間とは違い、トラックのオーナーは資産を24時間365日活用し、輸送コストと輸送時間を削減することが可能になる。今年、米国でトラックの自律運行が開始される。オーロラは、AIがコスト（人間のドライバー）の削減と収益（シェア）の拡大を企業にもたらす素晴らしい例だ。効率性の向上のみならず、AIは「パワー・ロー（べき乗則）」企業の創出と差別化にも貢献する。

Q：パワー・ロー企業とは。
エレンボーゲン氏：パワー・ロー企業とは、優位性が複利的に増大する企業だ。自律走行車の例で言えば、オーロラの走行距離が増加すれば増加するほど、収集される独自データも増加し、ひいては運転アルゴリズムが改善される。その結果、オーロラの顧客となる運送会社や荷主も増える。小売り業界では、過去10年間の売上高増加のほぼすべてが、テクノロジーに投資し、データや業務運営上の優位性を獲得したアマゾン・ドット・コム＜AMZN＞、小売り大手のウォルマート＜WMT＞、会員制倉庫型スーパーのコストコ・ホールセール＜COST＞によるものだった。今後、こうした業界構造の変革がさまざまな業界で起きるだろう。生産性が次の10年間のテーマとなる。

マクロ面については、コーエン氏がトランプ政権のリスクについて幾つか適切な指摘をしたが、企業幹部からは規制の多さや一貫性に欠けた適用が問題であるという声が聞こえてくる。規制緩和の方が減税よりも影響は大きく、そしてそれが重要な時期に差し掛かっている。米国は、こうしたパワー・ロー事業の原動力となる次世代の生産性向上で世界をリードしている。政府の介入について企業が懸念せずに済むようにすべきだ。

Q：今年の市場予測は。
エレンボーゲン氏：市場のパフォーマンスはインフレに関する国民投票となるだろう。10年物米国債の利回りが現在の水準にとどまれば、株式相場は企業利益に見合った上昇となるだろう。国債利回りが5%を超える場合、相場は下落する可能性が高い。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

今後の見通しは、トランプ大統領就任後100日間の財政調整と減税措置延長について何が起きるかで決まるだろう。連邦議会は真摯（しんし）な取り組みをするのか、それとも巧妙な会計上のやりくりをするのか。何らかの実質的な解決が図られれば、今年のインフレは妥当な水準に収まり、市場は堅調に推移するだろう。そうでなければ、理由が何であれ、債券市場が上下両院で多数党となった共和党の監視役となり、株式市場にとっては厳しい展開となるだろう。

デサイ氏：私は、アールステン氏の見方と、ラウンドテーブル出席者の中のより悲観的な見方の中間の立場だが、マクロ的な観点からはアールステン氏に近い。

ラウンドテーブルにおける債券投資専門家としての立場から、幾つかのテーマについて言及したい。一部は昨年指摘したことの繰り返しとなる。まず、財政政策については現実的な観点から見直しが行われ、それがインフレと債券利回りに影響する可能性がある。2008～2009年の世界金融危機以降、先進7カ国（G7）のメンバー国すべてで債務残高が増加しており、憲法で上限が制限されているドイツを除き、すべての国で対GDP比率が100％を超えている。欧州ではこれが、政府が国民に約束した気候変動対策の妨げとなり始めている。米国では昨年、すべての指標が好景気を示していたにもかかわらず、財政赤字が約2兆ドルに達した。コロナ禍前の財政赤字は1兆ドルを下回っていた。現在、財政赤字が複数年にわたって減少するという合理的な予想は存在しない。

ウィトマー氏：トランプ政権では、政府支出削減で一切進捗（しんちょく）が見られないという考えか。

デサイ氏：社会保障と医療という政府支出の核心部分に取り組まない限り、大きな進捗は見込めない。削減可能な裁量的支出だけでは不十分だ。減税の財源確保に加え、規制緩和を実現できるのであれば、米国にとって素晴らしいことだというエレンボーゲン氏の見方については、同感だ。

関税がインフレを大幅に加速させることになるとは思わない。関税が影響するのは相対価格だからだ。良い政策ではないが、一部の財に対する追加の税金にすぎない。そして、非効率な税金でもある。消費者は財に対する選好を修正可能で、為替相場も変動するからだ。

財政政策に話を戻す。財政赤字がインフレ要因であることを忘れてはならない。2022年のインフレ高進はサプライチェーンの混乱だけではなく。コロナ禍後の政府の大盤振る舞いにも原因があった。インフレ率が大幅に低下するとは思えない。コアインフレ率は2％よりも3％に近いだろうが、恐ろしく高い水準とは言えない。

Q：今後、大幅なインフレ率の上昇はあるか。
デサイ氏：これ以上のインフレ率の引き下げは困難だ。FRBが今年2回しか利下げを行わないと市場が想定するようになったのは喜ばしいことだ。今後数カ月の財政政策の動向次第で、1回、あるいはそれ以下になる可能性もある。理由は中立金利（景気を刺激も抑制もしない理論上の金利）の水準だ。昨年、私は中立金利が4％前後だという話をしたが、今もその考えは変わらない。

10年物米国債の利回りが年末に4.5％から5％の間になるだろうという話もしたが、今年も変わらない。トランプ大統領就任後90日間に財政面で大幅な拡大が見られる場合、上限の5％には恐らく上昇圧力がかかるだろう。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

次の懸念は生産性だ。生成AIによる生産性向上は誇張されていたが、テクノロジーによる生産性向上（例：アマゾンやウォルマートのロボット）は現実のものだ。過去5四半期の生産性向上は平均約2.5%で、それに先立つ10年間の1.5%から上昇している。

Q：今後1～2年でAIがもたらす恩恵は、コスト削減によるものか、それとも収益創出によるものか。
エレンボーゲン氏：両方だろう。「AI従業員」を自動車ディーラーなどの顧客に販売するポディアム（非上場）に投資している。インバウンドのメールや電話に対応し、アポイントの設定を行う業務を人間の従業員に代わって行う。AI従業員は教育に約90日かかるが、いったん教育を終えると、人間以上の生産性を発揮する。一般的には離職率が高い業務であり、新規採用者の教育に要するリソースを削減できる。また、最小限の追加コストで、顧客対応リソースの拡充が可能になる。ポディアムのテクノロジーは顧客に大幅な収益拡大と生産性向上をもたらしている。

今後AIからの恩恵の受益者は拡大

Abby J. Cohen/ Photograph by Guerin Blask

Q：それによって銘柄の集中がより進むことにならないか。
エレンボーゲン氏：ならない。当初、メタ＜META＞（旧フェイスブック）、アルファベット＜GOOGL＞傘下のグーグルやアマゾンなどのハイパースケーラーのビジネスが生成AIの恩恵を受けた。しかし昨年、フォーブス誌のグローバル2000社リストの企業がAIへの投資を行い、試し始めた。現在では当社が投資するようなより小さい企業が成長をけん引するためにAIを使っている。当社は最初にクラウドサービスプロバイダーやエヌビディアなどのAIインフラ企業に投資したが、現在はAIアプリ企業が著しい成長を示し始めると考えている。

先程の例では、（人間の特定業務を代替する技術を体裁よく表現した言葉である）AIエージェントが、より良いサービスをより低コストで提供する小さな例を見た。このように、差別化されたデータや製品を持つ企業がより迅速に動き、シェアを獲得し、規模を拡大してより優位性を固めることができる。今後AIからの恩恵を受ける層の幅は広がるだろう。

コーエン氏：デサイ氏の指摘は重要であり、生産性への指摘に戻りたいが、ハードウエアとソフトウエアを含む設備投資の大幅な増加を主因として米国の生産性は向上した。同時にユーロ圏、英国やカナダでは生産性は低下しており、欧州では生産性は2015年から2019年にかけて0.7%上昇したが、2020年から2024年にかけては0.3%の上昇にとどまった。同時期に米国の生産性の上昇率は1.3%から1.8%に向上している。米国には経済を改善する投資と製品・サービスの大きな最終市場があり、海外からの直接投資と有価証券投資を引き寄せている。

Q：ガベリ氏はほとんど発言していないが、市場と世界の見通しは。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

ガベリ氏：まず、世界経済の規模は115兆ドルあり、米国のシェアが26%でトップだ。欧州連合（EU）のシェアは17.6%に低下して中国は16.9%だ。さて、世界経済の成長はどこから来るのか。米国では経済活動の約70%を消費が占め、個人消費では自動車、企業投資では住宅が大きな比重を占める。今日はかなり政府に関して話してきた。われわれは政府支出を抑制し、政府歳入の伸び率をGDP、賃金、企業セクターの伸び率以上に高めなくてはならない。私の注目は企業セクターだ。

企業収益の見通しはどうだろうか。当社がカバーする製造業のほとんどで人件費は原価の1割以下であり、粗利率に対して大きな課題ではない。利益額と利益率は為替の影響を除き今年は順当と考える。米国債利回りは短期債で4%、10年債で5%を予想する。そして、今後90日間でビジネス界のセンチメントは改善すると考える。

M&Aについては、退任するリナ・カーン米連邦取引委員会（FTC）委員長が頭の痛い存在であり、カーン委員長は多くのM&Aを阻止する裁定を下してきた。トランプ新政権で委員長への起用が表明されているアンドリュー・ファーガソン氏の下ではM&A案件は増え、良いことだと考える。また、特にもし規制が緩和されれば新規株式公開（IPO）も増えるだろう。プライベートクレジット市場は規制されておらず、問題に直面するかもしれない。

ここで、トランプ次期大統領に税金についてアドバイスしたい。

Q：まさに彼が聞きたいことだ。
ガベリ氏：トランプ次期大統領は2026年の中間選挙で共和党の議員が再選されることを望んでいる。企業は設備投資額を初年度に100%償却することが以前は可能だったが、現在は40%で2026年には20%になってしまう。もしトランプ次期大統領が設備投資を促進したいなら初年度の100%償却を復活させるべきだ。

次に、一定額以下の所得の労働者に勤労所得税額控除を提供すべきだし、私はW-2（源泉徴収票）を受け取る低所得労働者への税額控除額を増額したい。第三に、州税と地方税の所得控除額を増額し、キャリードインタレスト（ファンド運用に関わる利益の一つ）の税制優遇を廃止したい。21%の法人税は問題なく、15%に下げる意味はない。昨年度、米国の税徴収額は約5兆ドルでその内法人税は5250億ドルだった。

関税は交渉材料と考える。2024年9月末までの12カ月間の米国貿易赤字額は8550億ドルで、対中国の赤字額は2530億ドルだった。もし私がフェンタニル（鎮痛剤、過剰摂取が社会問題となっている）の出荷、移民や迂回輸出についてメキシコやカナダと交渉したいと思ったら、関税交渉はこれらの問題に注目させる手段だ。

投資の観点からは用心が必要だ。市場はかなり揺れ動くだろうしチャンスもあるだろう。今年市場は途中で大きく下落するかもしれないが、回復して年末には年初のレベル近くに戻るだろう。

Q：ウィトマー氏の見方は。
ウィトマー氏：しっかりとした議論が続いているが、FRB議長が代わる可能性について誰も話していない。

Q：パウエル議長は2026年5月までの任期を全うする予定だ。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

ウィトマー氏：そうかもしれないが、違うことが起きることもある。新任議長は見方が違うかもしれない。その場合、目先市場にネガティブかもしれないが、長い目では米国と市場にプラスとなるだろう。よりハト派色の薄い新議長はマネーサプライを減少させ、もし利下げを行ったとしてもより遅らせるかもしれない。もしそうなり、そして政府歳出削減が議決されれば、インフレ率はさらに低下するだろう。そうなれば2026年に金利は低下し、財政赤字と市場にプラスだろう。しかし、パウエル議長であれ新議長であれ、よりハト派色を薄める決意は、少なくとも目先は今年の市場にネガティブかもしれない。バリュエーションの高い銘柄が多く、大変な割高銘柄もいくつかある。市場の変動を予想するが、当初は下落するだろう。

金融政策は良い方向、財政政策は危険な方向

John W. Rogers Jr./ Photograph by Guerin Blask

Q：次はブラック氏の番だ。
ブラック氏：米国は経済的に良い状況にある。今年の実質GDP成長率は2%から2.5%の間で、コアインフレ率は消費者物価指数（CPI）では約2.4%、個人消費支出（PCE）価格指数では2.5%と予想しており、名目GDP成長率は5%を若干下回る。パウエル議長はインフレの認識が遅かったが、マネーサプライは良くコントロールしてきている。FRBのバランスシートの規模は、2008年にリーマン・ブラザーズが経営破綻した時には7500億ドルだったが、その後9兆ドルまで拡大し、現在は6兆9200億ドルだ。金融政策の面では良い方向へ向かっている。

しかし、財政政策の面では危険な方向へ向かっている。米国連邦債務残高は36兆3000億ドル、米国GDPは29兆4000億ドルだ。債務残高の対GDP比はトルーマン政権以来の高さだが、トルーマン政権時は欧州と太平洋での戦争のコストを賄う必要があった。

米議会予算局（CBO）によると、2024年度の財政赤字は1兆8000億ドルで、今年度は1兆8900億ドルと推定される。2024年度の債務利払い費は1兆ドルを超え防衛予算8220億ドルより多かった。予算を1兆ドル削減できるだろうか。社会保障と防衛支出が予算の80%以上を占めており、そんな事はできない。

Q：もし何もできないなら、なぜ悩むのか。
ブラック氏：永遠に紙幣を発行し続けることはできない。米国消費者の状況は良くない。クレジットカード債務残高は1兆3600億ドルと史上最高で、学生ローン残高は1兆7400億ドル。クレジットカードの不履行は前年比50%増加している。米国の下位3分の1の家計は貯蓄額がゼロで、米国人の3分の2以上はぎりぎりの生活を送っている。人々が経済を維持するためのお金を持っていない。プラス面では、失業率は4.2%でジョンソン政権以来最低であり、賃金上昇率は前年比約3.9%でインフレ率を上回る。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

市場のバリュエーションを見ると、アナリストは年初いつも強気過ぎる。S&P500指数の1株当たり利益（EPS）の現在のコンセンサス予想は271.27ドルで前年比16.2%の増益となる。私の予想は11.8%増益の261.00ドルだ。この2025年予想利益に基づくPERは約22.8倍だが、過去の平均は約17倍。これは割高で、ナスダック総合指数もラッセル2000指数も同じだ。

S&P500指数の時価総額上位10銘柄は合わせて34.75%の比率を占め、ナスダック総合指数の時価総額上位10銘柄は51.08%の比率を占めており、両指数とも銘柄が過度に集中している。ほとんどの銘柄は今年の予想利益で見たPERで21倍から30倍であり、大気圏の外側にも達するようなバリュエーションではない。私のPERの上限は14倍であり、割安と言っているわけではない。しかし、成長期待のために高いPERが妥当な銘柄もある。今年バリュエーションが上昇するとは予想しないが、増益が市場を押し上げる可能性はある。私はやや前向きにみている。

Q：マグニフィセント・セブンは一層マグニフィセント（偉大）となるのか。銘柄の幅は広がるのか。それとも両方起きるのか。
ブラック氏：依然として多額の資金がナスダック総合指数の上位100銘柄に連動するインベスコQQQトラスト・シリーズ1＜QQQ＞とスパイダーS&P500ETFトラスト＜SPY＞に流入し続けている。その結果、他の全ての銘柄と共にこれらの銘柄を押し上げるだろう。

アールステン氏：市場の幅は広がる可能性があると考える。高金利とパンデミックの後遺症でいくつかの業界は悪影響を受けてきた。ライフサイエンス、住宅、金融、資本財、さらに輸送セクターなどだ。7～9月期では、マグニフィセント・セブンを除く企業の利益は前年同期比4%増加した。今年はこれらの企業の増益率は12、13、14%に達するかもしれない。マグニフィセント・セブンは増益率が減速する可能性がある。素晴らしい利益を出すかもしれないが、当社予想は市場の幅の広がりを前提とする。

小型株は劇的に変わってしまったのか

ブラック氏：ロジャース氏のコメントについて触れたい。毎年、中小型株への期待が永遠のように生まれる。中小型株は2007年1月1日以来出遅れが続いており、2007年年初から2024年年末までにラッセル1000成長株指数は年率13.2%上昇してベストパフォーマンスとなったが、ラッセル2000バリュー株指数は同時期に年率6.3%上昇と、大幅な乖離（かいり）がある。

何が起こったのか。その理由の一つとして、第二次世界大戦後に多くの小さな企業は成功して大きくなった。現在小型株指数に含まれる多くの企業は、バイオテックやAI関連企業を除くとより古くから成熟した企業であり、成長するための戦略的計画が成功しなかった。中にはバランスシートが良く利益が伸びる企業もあるだろうが、一つのリスク資産として小型株は劇的に変わってしまった。

アールステン氏：だが、私はロジャース氏の肩を持ちたい。小型株は循環的な回復とM&Aの恩恵を受ける可能性がある。S&P500指数と小型株は両方上がる可能性がある。

ガベリ氏：セルサイドアナリストの部署がある投資会社は、アナリストに小型株をカバーして欲しいとは望まない。彼らは大型株をカバーしないといけない。アナリストがカバーできる銘柄数は20社から30社程度だ。小型株に注目したリサーチはバイサイドがやる必要がある。小型株は本当の宝を見つ

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

Scott Black/ Photograph by Guerin Blask

のではないかと考える。

けることができる。小型株を銘柄選択の代わりとして使う必要があるのだ。

コ―エン氏：もしここまでの話をまとめるとしたら、金融市場はここまでモメンタムにけん引されて低いボラティリティーと低金利の恩恵を受けてきた。これからの市場は「アンチモメンタム」市場が有利になるかもしれない。言い換えると、本当の価値があるか相対的に魅力的な価値がある銘柄や、より高金利の環境でも良いパフォーマンスを出せる会社だ。S&P500指数の最近のパフォーマンスの約半分はバリュエーションの拡大から来ており、それは低金利に関連する。今後のパフォーマンスは増益といくつかの割安な銘柄から来るだろう。ここでの銘柄選択の議論はモメンタムではなく、これらのファンダメンタルズや分散を重視したものになる

コーエン氏の推奨銘柄

Todd Ahlsten/ Photograph by Guerin Blask

客は地下鉄を使う傾向にある。

Q：コーエン氏に推奨銘柄の口火を切ってもらおう。
コーエン氏：株価上昇は、米国ではバリュエーション上昇が主因だが、外国では利益成長がけん引してきた。今年は米国外の銘柄を検討したく、アジア株2銘柄の推奨から始めたい。

まずは東京メトロ＜9023＞だ。ニューヨークで渋滞税課金が始まり、収入がニューヨーク州都市交通局にもたらされるなど、時宜に沿っている。東京メトロは、日本の全人口の30%が居住する東京首都圏で地下鉄を運行している。

日本の経済成長率は、2024年は期待外れだったが、2025年は改善すると予想されており、ひいては東京メトロが忙しくなる見込みだ。さらに、東京には全世界の都市の中で最も顕著なオフィスへの回帰の動きがある。東京圏では自動車通勤よりも公共交通機関通勤の方が多い。1世帯当たりの自動車保有台数は過去20年間で約30%減少した一方で、鉄道の利用者数は増加している。観光客増加も支援材料で、東京の観光

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

東京メトロの事業の大部分は地下鉄の運行だが、東京圏に不動産も所有しており、地下鉄およびその沿線における広告収入もある。利用客数は、今後2～3年間でパンデミック前の約90～93%まで回復すると予想されており、利用客が増加すれば利益率も上昇する。

Q：バリュエーションと業績は。
コーエン氏：予想PERは、2025年3月期は17.8倍で、2026年3月期は約15倍だ。株価純資産倍率（PBR）は1.3倍だ。

利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）マージンは約39%と高い。利益成長率は、今期は約13%、来期は2桁台後半と予想されている。今年3月には配当を開始する予定で、現在の株価に基づく配当利回りは2%だ。

Q：大きなリスクはあるか。
コーエン氏：経営陣が警告するリスクは、地震や津波などの自然災害や、鉄道利用に影響する感染症の大流行だ。その他にも、電力料金や人件費などのコスト上昇や、金利上昇がある。しかし総じて、長期的に見れば業績は安定している。

2社目の推奨は、ペトロチャイナ（中国石油天然気）＜857.香港＞だ。中国株式市場の過去数年間のパフォーマンスは最悪の部類に属し、今やバリュエーションが回復すると予想されている。しかし、現在の景気低迷やトランプ次期政権などが理由で、中国に関しては神経質な見方がある。関税やその他の通商政策が悪影響となる可能性がある。ペトロチャイナのバリュエーションは魅力的で、それらの懸念が織り込み済みとみられる。

中国の経済回復を示す幾つかの兆候がある。大都市における不動産価格は底打ちしたもようだ。産業活動は回復しており、政府の追加的景気刺激策も予想されている。貿易に関しては、米国以外の諸国との連携強化を積極的に進めてきた。

投資シナリオと大いに関係するのが魅力的なキャッシュフローだ。フリーキャッシュフロー利回りは10.4%で、配当利回りは7.8%だ。株価は過去1年間で17%上昇しているが、PBRは約0.7倍と低く、2025年予想PERはわずか7.2倍だ。

ガベリ氏：あなたが2025年に想定している原油価格は。

コーエン氏：ゴールドマン・サックスは、今後1年間でほぼ横ばいを予想している。しかし、ペトロチャイナにとっては天然ガスも重要で、中期的な価格は安定するとみられる。

ジェイン氏：われわれもペトロチャイナを選好している。以前は、高い天然ガスを購入して、個人と企業に安く販売していた。しかし今や、政府が購入価格と販売価格の差を縮小しており、天然ガス事業における赤字が解消されている。ペトロチャイナは、安価なロシア産天然ガスの最大の受益者だ。

コーエン氏：米国では3社を推奨する。ヘルスケアの2024年の上昇率はわずか3%で、S&P500指数のセクターの中で2番目に悪かった。2025年向けに、上場投資信託（ETF）のiシェアーズ米国ヘルスケアETF＜IYH＞を推奨する。経費率は0.39%だ。ヘルスケアセクター全体をアンダーウエートしている投

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

資家が多いため、分散は実用的だ。iシェアーズ米国ヘルスケアの構成比は、製薬会社が31%、医療機器が21%、バイオテクノロジーが18%、マネージド・ヘルスケアが12%、ライフサイエンス機器とサービスが約11%だ。

配当利回りは1.1%だ。市場全体を懸念している投資家にとって、ディフェンシブなヘルスケアセクターは、投資における比較的安全な手段かもしれない。ヘルスケアセクターの予想PERの中央値は約16倍で、S&P500指数を15%下回っている。

Q：医療制度に対する最近の米国民の怒りは、政策の観点における懸念となるか。
コーエン氏：現状、新政権を迎える常として政策見通しは不透明だが、既に株価に織り込み済みだ。

（医療保険最大手のユナイテッドヘルス・グループ＜UNH＞の経営幹部射殺後に表明された）最近の怒りは、マネージド・ケア・セクターに対して向けられたもので、確かに問題だ。しかし、iシェアーズETFに占めるマネージド・ケアの割合は約12%で、製薬会社や医療機器会社が大半を占めている。

次の推奨は、EVやAIデータセンターがけん引する電力需要に関連している。米国はデータセンターブームに沸いており、全国ベースの統計には表れていないが、一部地域の電力需要は大幅に増加している。具体的には、バージニア州北部、アトランタ、テキサス州、ニューヨーク州などだ。全電力消費に占めるデータセンターの割合は、現在は約3%だが、2020年代末には8～10%になるだろう。

太陽光パネルメーカーのファースト・ソーラーを推奨する。過去1年間に株価は乱高下した。ファースト・ソーラーは、家庭用太陽光発電設備ではなく電力会社規模のプロジェクトにおいて多大な機会がある。また、マイクロソフト＜MSFT＞のようなデータセンターを所有する企業と、直接提携している。

重要なことに、ファースト・ソーラーは米国で太陽光パネルを製造しており、貿易に関する懸念を和らげられる。次期トランプ政権は、インフレ抑制法に基づく太陽光発電に関するインセンティブを削減するかもしれない。しかしファースト・ソーラーの現在のバリュエーションはインフレ抑制法施行前と同水準で、インセンティブ削減は既に織り込み済みの可能性がある。またファースト・ソーラーは、太陽光投資税額控除や、先端製造生産比例税額控除のセクション45Xの恩恵を受ける。

今期予想PERは約10倍で、大幅な成長が予想されている。今後1年間で、売上高は約30%、利益は40%増加するとみられる。

最後は、サイバーセキュリティーのクラウドストライク・ホールディングス＜CRWD＞だ。サイバーセキュリティーは成長産業で、大半の企業の情報テクノロジー投資において明らかに優先されている。米国の通信会社や財務省へのサーバー攻撃によって、サイバーセキュリティーに関する関心が高まった。

クラウドストライクは2024年の夏に、航空会社などのIT障害の原因としてニュースの見出しを飾って株価も打撃を受けた。しかし、依然として質の高いプラットフォームと見なされている。

クラウドストライクは柔軟性のあるプラン（ファルコン・フレックス）を導入しており、顧客を自社製品のいくつかと結び付けることと、ブランド・ロイヤルティーの向上を目指している。ファルコ

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

ン・フレックスを導入した顧客の契約更新率は95%で、クラウドストライクのすべてが許されたわけではないが、ほとんどが許されたことを示唆している。

多くの人々が注目している年間経常収益は小幅に減少しているが、利益は大幅に成長している。増益率は、2025年1月期は約20%、2026年1月期は約22%と予想されている。PERは約80倍で、バリュエーションは非常に高い。

Q：サイバー攻撃を防ぐことができなくても、クラウドストライクのサービスはなぜ使い続けられているのか。
コーエン氏：サイバー攻撃の標的となった企業の報告件数は1日当たり数百万件だ。クラウドストライクや他の企業のシステムがなければ、状況はどれほど悪化することになるだろうか。100%効果的なものはない。

ブラック氏の推奨銘柄

Henry Ellenbogen/ Photograph by Guerin Blask

Q：次はブラック氏。
ブラック氏：小型株を推奨する。化学会社のアドバンシックス＜ASIX＞は、コングロマリットのハネウェル・インターナショナル＜HON＞からスピンオフされた。1月3日の株価は27.60ドル、時価総額は7億3700万ドル、年間配当は0.64ドルで配当利回りは2.3%だ。

今期の1株当たり利益（EPS）予想は、市場の4.11ドルに対して私は4.06ドルとしている。売上高は、昨年は15億6000万ドルで、今期の増収率を5～7%と予想している。営業利益率は、9%から恐らく9.6%へ上昇する可能性があり、営業利益が1億4700万～1億6000万ドルになると示唆している。純金融費用を1100万～1200万ドルと想定すると、税引き前利益は1億3580万～1億4920万ドル。法人税率を24%とすると、純利益は1億0320万～1億1340万ドルで、EPSは3.87～4.25ドルになる。予想EPSの中央値に基づくPERは6.8倍だ。税引き後・資本還元後のROEは14%、1株当たり純資産（BPS）は28.67ドルで、PBRは0.96倍だ。

今期は設備投資が1億5000万ドルと多いため、フリーキャッシュフローは2100万ドルになる。2023年のフリーキャッシュフローは1億8500万ドルだった。利益は順調に成長しており、過去2四半期に利益と営業利益率は好転している。純負債／自己資本比率は0.26倍だ。

製品の合成繊維であるナイロン6は、じゅうたん、自動車・電気製品部品、スポーツウエア、食品包装材などに使われ、売上高の24%を占める。その他は、ナイロン繊維の主要原料であるカプロラクタムが約19%、肥料である硫酸アンモニウムは27%だ。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

地域的には、米国が82%、中南米とカナダが11.9%、欧州と中東が4%、アジアが2%だ。AI関連ほど素晴らしい企業ではないが、事業は改善しており、バランスシートは強固で、PERはS&P500指数の約3分の1だ。

次は、銀行持ち株会社のユニティ・バンコープ＜UNTY＞だ。支店数は21で、正規従業員は約220人だ。利益は2017年から増加傾向にある。2024年末の収益性資産は約25億9000万ドルで、今年末までには26億6000万～26億8000万ドルに増加するだろう。純金利マージンは、第3四半期に約4.16%となり、非常に素晴らしい水準だ。通期の純金利収入は1億1040万～1億1150万ドルになる見込みだ。

ユニティは債務の金利変動に敏感だ。金利が1%ポイント上昇するたびに、純金利収入は約250万ドル減少する。第3四半期以降に金利が約56ベーシスポイント（bp）上昇しており、純金利収入は約140万ドル減少することになる。そのため、2025年通年の純金利収入は1億0900万～1億1010万ドルになる。

貸倒引当金は約330万ドルで、非金融費用は約800万ドルだ。効率性比率（非金融費用を営業収益で除したもの）は約44.2%で、小規模銀行としては抜きん出ている。今期のEPSのわれわれの予想は4.65～4.68ドルで、市場予想は4.56ドルだ。2025年のROEは15%となる見込みで、ROAは1.77%、今期予想PERは9.1倍だ。

株価は42.46ドルで、時価総額は4億2500万ドルだ。配当は1株当たり0.52ドルで、配当利回りは1.2%である。貸倒引当金倍率は1.7倍で、安全マージンは大きい。総資産／自己資本倍率は9.3倍で、レバレッジが高くないことを示唆している。

ユニティの営業地域はニュージャージー州の中部と北部だ。商業用不動産向け融資が全体の60.8%を占め、個人向け住宅ローンが約29%、住宅建設関連融資が4.6%で、個人向け貸し出しはわずか3.3%だ。融資の平均金利は約6.53%で、今後5年間に返済期限を迎える商業用不動産向け融資は全体のわずか7%で、1件当たりの平均融資残高は約500万ドルだ。利用可能な流動性は5億6900万ドルで、新たな危機が到来しても倒産しないだろう。

次は、半導体業界向けにサービスを提供するウルトラ・クリーン・ホールディングス＜UCTT＞だ。半導体および半導体製造装置業界向けの、重要なサブシステムや部品の開発・供給、および高純度洗浄サービスの提供を行っている。製品は、半導体製造装置会社のラム・リサーチ＜LRCX＞やアプライド・マテリアルズ＜AMAT＞向けに設計している。

株価は37.57ドル、時価総額は16億9000万ドルで、無配だ。売上高は、昨年は約20億9000万ドルで、今年は約13%増加の約23億6200万ドルと予想する。売上高が20億ドルを超えると営業利益率は10%に近づく見込みで、営業利益は2億3620万ドルと示唆される。

金利費用は4800万ドル、金融収益は約500万ドル、法人税率を24%とすると、純利益は1億2900万～1億4700万ドル、EPSは2.86～3.26ドルとなる。EPSは、われわれの予想の中央値は3.06ドルで、対して市場予想は2.77ドルだ。われわれの予想に基づく予想PERは12.3倍となる。1株当たり0.38ドルのストックオプションを除外したPERは14倍となる。2025年のプロフォーマROEは14.6%、総資本利益率（ROTC）は12.3%、PBRは1.97倍だ。

仕向け先売上高内訳は、メモリーが約27%、ファウンドリーとロジックが56%、半導体以外が6%、サ

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

ービスが11%。ウルトラ・クリーンは今後、メモリーの成長率がファウンドリーやロジックよりも高くなると考えている。中国にも小規模のプレゼンスはあるが、米国の生産能力が十分なために、関税の悪影響を受けないだろう。主な事業地域は、米国西部、メーン州、英国、チェコ、イスラエル、韓国、台湾、および他のアジア諸国だ。獲得可能な市場規模は約250億～300億ドルで、ウルトラ・クリーンは、半導体の一層の複雑化の恩恵を受けると予想している。

ウルトラ・クリーンのPERは、われわれが保有するラム・リサーチやアプライド・マテリアルズほどには高くならないだろう。両社のPERは約18倍だ。しかし、ウルトラ・クリーンは両社の良好な代替銘柄であり、追い風を受けている。

次は、金融サービスおよびヘルスケア業界向けのサービスとソフトウエアのプロバイダーであるSS&Cテクノロジーズ･ホールディングス＜SSNC＞だ。ヘッジファンドおよびプライベート・エクイティの最大のアドミニストレーターで、ミューチュアルファンドの名義書き換え代理人だ。ソフトウエアとソリューションを備えて、金融サービス業務のエンドツーエンドの専門知識を提供する。資産運用会社、保険会社、ウェルス・マネジャー、銀行および証券会社を顧客に持つ。ヘルスケア部門では、請求処理、分析、メンバーエンゲージメントを行っている。

株価は76.05ドルで、時価総額は188億ドル、配当利回りは1.3%だ。増収率は約5～6%だが、利益は一貫して10～11%で成長している。2018年から2023年にかけて、ROEは常に19%を上回っていた。2015年以来で減益になったのは一度だけだ（EPSは、2021年の5.02ドルに対して2022年は4.65ドル）。

売上高は約58億4000万ドルで、今期の増収率は5.5～6%の可能性がある。われわれの予想は、営業利益が23億3000万～23億6000万ドル、純利益は14億2000万～14億4000万ドル。自社株買い考慮後の調整後EPS予想は5.77～5.86ドルとなる。われわれの予想の中央値の5.81ドルに対して市場予想は5.75ドルとなっている。

今期のフリーキャッシュフローを約16億3000万ドルと予想する。ROEは約18.2%、ROTCは9.4%だ。PERは13.1倍で、ストックオプションを調整すると約15.3倍となる。

毎年、ソフトウエア開発に約5億ドルを投資している。売上高内訳は、ソフトウエアが82%、ライセンスと保守が18%となっている。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

参考資料

（資料）

Sonal Desai/ Photograph by Guerin Blask

参考資料

（資料）

Meryl Witmer/ Photograph by Guerin Blask

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

参考資料

Mario J. Gabelli/ Photograph by Guerin Blas
k

（資料）

参考資料

（資料）

Abby Joseph Cohen's Picks

Company / Ticker	1/3/25 Price
Tokyo Metro / 9023.Japan	JPY1611*
PetroChina / 857.Hong Kong	HK$6.12
iShares US Healthcare / IYH	$58.89
First Solar/ FSLR	186.43
CrowdStrike Holdings / CRWD	359.02

*12/30/24 price
Source: FactSet

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

参考資料

（資料）

Scott Black's Picks

Company / Ticker	1/3/25 Price
AdvanSix / ASIX	$27.60
Unity Bancorp / UNTY	42.46
Ultra Clean Holdings / UCTT	37.57
SS&C Technologies Holdings / SSNC	76.05

Source: FactSet

By Lauren R. Rublin
(Source: Dow Jones)

2. ＬＡ山火事で巨額損失も保険株に明るい未来と言える理由 [フィーチャー]

California Fires Have Caused Billions of Dollars in Losses.
気候変動による保険需要増で業界は活況

保険株は下落も長期的な見通しは明るい

Josh Edelson / AFP / Getty Images

パシフィックパリセーズ地区が燃えているのを見て、保険業界がこの山火事から生き残ることを想像するのは難しいかもしれない。しかし、気候変動に伴う厳しい天候は、実際には保険業界の成長を助ける可能性がある。それゆえ、読者は山火事の被災者に救援物資を送るのはいいが、保険株を全部売ってはいけない。

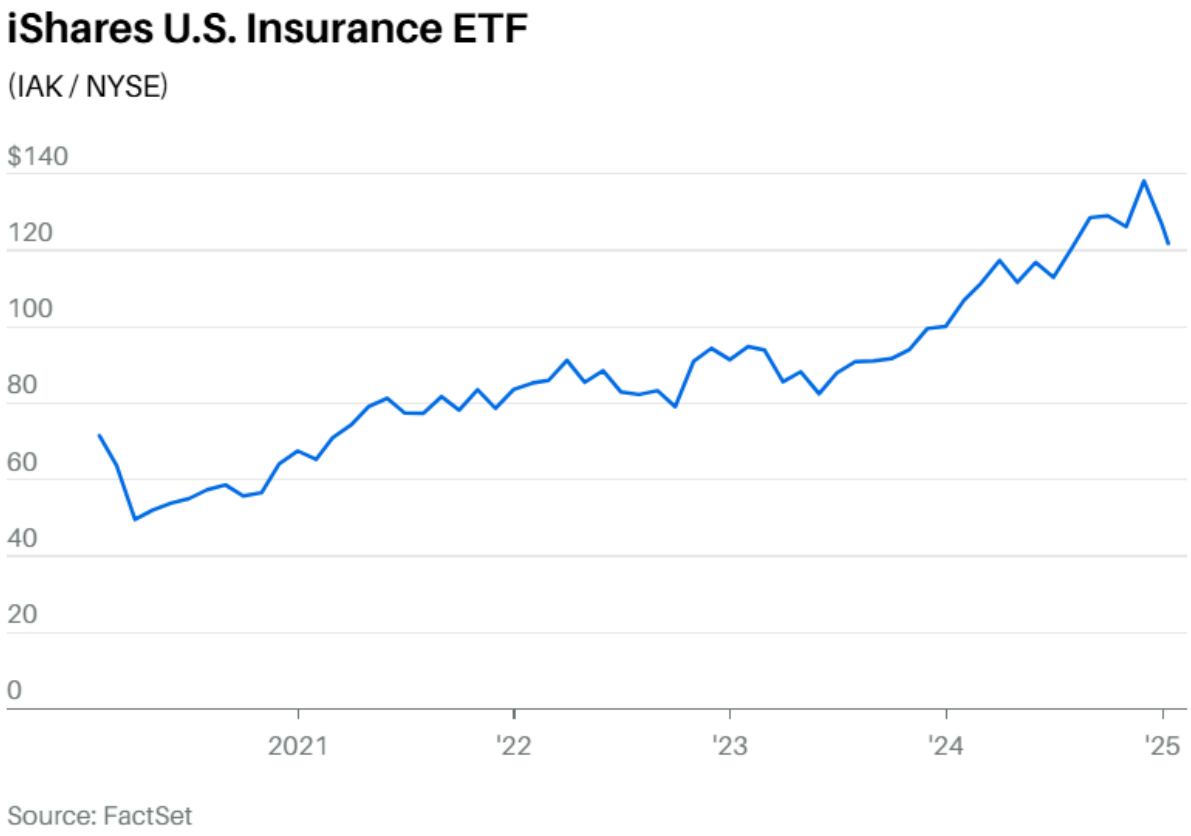
1月10日にかけて、損害保険株はロサンゼルス近郊の山火事による200億ドルの保険損失予測に動揺していた。個人向け自動車保険事業を主業とするマーキュリー・ジェネラル＜MCY＞の株価は一週間で24%下落し、同様に損保大手のオールステート＜ALL＞は5%、トラベラーズ＜TRV＞は4%それぞれ下落した。しかし、これは短期的な打撃だ。保険業界の長期的な見通しは明るい。

ハリケーンや火災が多発した過去5年間、保険株のパフォーマンスはS&P500指数を上回り、S&P500指

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

数の80%上昇に対して、上場投資信託（ETF）のiシェアーズ米国保険ETF＜IAK＞は87%上昇した。これは、保険業界が保険料の値上げを実現し、採算が取れないような事業の追求を避けるという規律を持っているためだ。上場する損保会社の多くが2024年に過去最高益を記録した。

カリフォルニア州の保険市場が未来を予見



カリフォルニア州が公表する数字によれば、州内の住宅保険市場のトップはステート・ファーム・グループとファーマーズ・インシュアランス・グループで、2023年の市場シェアはそれぞれ21%と16%だった。両社ともに相互保険会社であり、一般投資家ではなく契約者によって所有されている。規制当局が保険料値上げの要求を拒否したため、両社とも2年前に州内での新規契約の引き受けを停止している。

上場する損保会社の中で、カリフォルニア州の保険料収入の大部分を住宅所有者向け保険から得ているのは、マーキュリー・ジェネラル（住宅所有者向け保険の保険料収入が全体の23%を占める）、オールステート（同15%）、トラベラーズ（同13%）だ。マーキュリーは1月10日、再保険による13億ドルの回収前ベースで、保険損失額が1億5000万ドルを超える見込みであると発表した。

ウォーレン・バフェット氏率いるバークシャー・ハサウェイ＜BRK.B＞は州第3位の損害保険会社であるが、保険料収入のうち住宅所有者向け保険が占めるのは1%未満だ。山火事による損害は2020年以降、決算発表において保険業績で言及されるほど重大なものではなくなっている。

バフェット氏は2024年5月、「気候変動はリスクを増大させる。だが結果として、気候変動はわれわれのビジネスを長期的に成長させる」と、バークシャーの年次株主総会で株主に語った。リスクが高ま

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

るということは、保険に対するニーズが高まるということだ。バフェット氏は「もしリスクがなければ、保険ビジネスは存在しなかっただろう」と述べた。

バークシャーの保険事業を統括するアジット・ジェイン氏は、保険契約上の責務、特に再保険契約のほとんどは1年以内に限定されていると指摘する。契約期間終了後、保険料を見直すか、あるいはこの事業から完全に撤退することになる。ジェイン氏は「気候変動はインフレと同じで、うまくいけばリスク負担者の味方になる」と言う。

カリフォルニア州は、保険業界が今後どのように変わっていくかを予見させてくれる。カリフォルニア州は山火事の被害が最も大きく、規制当局は保険会社が保険料を値上げして保険損失を補填（ほてん）することに難色を示している。そのため、保険会社はカリフォルニア州から撤退し、住宅所有者は州運営の高額な保険に入ることになる。

しかし、カリフォルニア州の規制当局は、パリセーズ地区の災害が起きる前から譲歩し始めていた。ジェイン氏はバークシャーの5月の年次株主総会で、「保険会社が資本を投入し続けるためには、それなりの見返りが必要だという事実に規制当局は気づきつつある」と述べた。今月から、カリフォルニア州は保険会社の値上げを認める一方、山火事の危険性がある地域での保険提供の継続を義務付ける。

この規制変更を見越して、ファーマーズは12月11日、カリフォルニア州の新規保険契約の引き受けを開始すると発表した。マーキュリー・ジェネラルは、カリフォルニア州の町パラダイスが山火事「キャンプ・ファイア」にのみ込まれた2018年以来、この町で新規に住宅所有者向け保険を引き受ける最初の大手保険会社になると発表した。本誌はファーマーズに、今回の山火事で住宅所有者向け保険引き受け時のリターンの再評価を検討しているのかと尋ねた。答えはノーだ。

ファーマーズの広報担当者は「われわれは現在、南カリフォルニアに影響を及ぼしている壊滅的な火災と強風の影響を受けている顧客を支援することに集中している。2024年12月11日に発表した、カリフォルニア州における保険引き受けキャパシティーの増加に関する情報は、依然として正確なものだ」と言う。

気候変動は保険ビジネスを変える

気候変動による保険金支払い頻度の増加に対処するため、元受け保険会社は一定程度の保険損失が生じた際にその損失の一部を回収できる再保険に多額のコストをかける必要がある。これは、バークシャー、保険会社アーチ・キャピタル・グループ＜ACGL＞、再保険会社エベレスト・グループ＜EG＞にとっては恩恵となる一方、スイスの再保険大手スイス・リー＜SREN.スイス＞とドイツの再保険大手ミュンヘン・リー＜MUV2＞といった海外再保険株が上昇している。

ミュンヘン・リーの広報担当者は「われわれはリスクを適切に反映した保険料を確保できる限り、あらゆる市場で自然災害の保険引き受けキャパシティーを提供することに変わりはない」と述べた。

規制当局が気候変動による保険損失の増加に伴う保険料の値上げを認めない州から保険会社が撤退した場合、通常では保険引き受けが難しい商業用不動産を対象とするエクセスおよびサープラスライン（認可保険会社が引き受けないリスクの高い契約や特殊なリスクを引き受けるもの）を提供しようと

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

The Big Players

Insurers like Mercury General and reinsurers like Everest Group all play key roles in California.

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (billion)	2025E P/E
Berkshire Hathaway / BRK.B	$442.66	$954.0	22.1
Travelers / TRV	232.43	52.8	10.9
Allstate / ALL	180.99	47.9	9.5
Arch Capital Group / ACGL	90.17	33.9	10.1
Ryan Speciatly Holdings / RYAN	62.50	16.6	28.2
Everest Group / EG	353.52	15.2	5.6
Mercury General / MCY	48.63	2.7	7.9

Note: E=estimate
Sources: Bloomberg, FactSet

する保険会社もある。

カリフォルニア州やフロリダ州などにおけるエクセスおよびサープラスラインの需要から、モルガン・スタンレーは保険販売会社ライアン・スペシャルティ・ホールディングス＜RYAN＞の投資判断を「買い」とした。アナリストのボブ・ジアン・フアン氏らは「保険会社が損保分野のエクスポージャーを減らしている州では、エクセスおよびサープラスラインのエクスポージャーが大きい傾向がある」と書いている。

気候変動は保険ビジネスを変えようとしている。保険契約者にとっては、保険にかかるコストが高くなるということだ。しかし、資本と知識を持つ者にとっては、保険引き受けキャパシティーの供給はより大きなビジネスになるだろう。

By Bill Alpert
(Source: Dow Jones)

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

3. 山火事と異常気象は住宅購入者の大きな懸念事項。リスクの見方とは [フィーチャー]

Wildfires and Extreme Weather Are Big Concerns for Home Buyers. How to See Your Risk.

気象関連リスクはウェブサイトで確認、住宅の耐久性向上が重要

洪水、火災リスクは住居の選択を変える

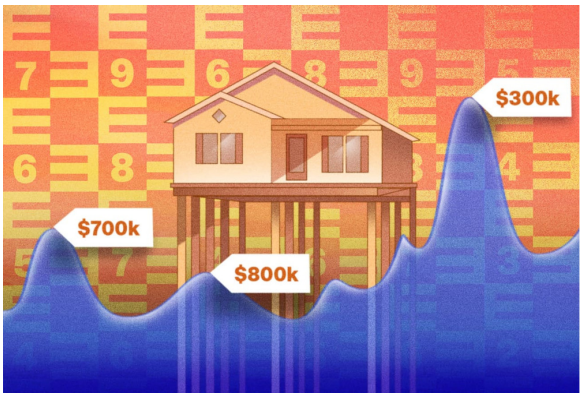
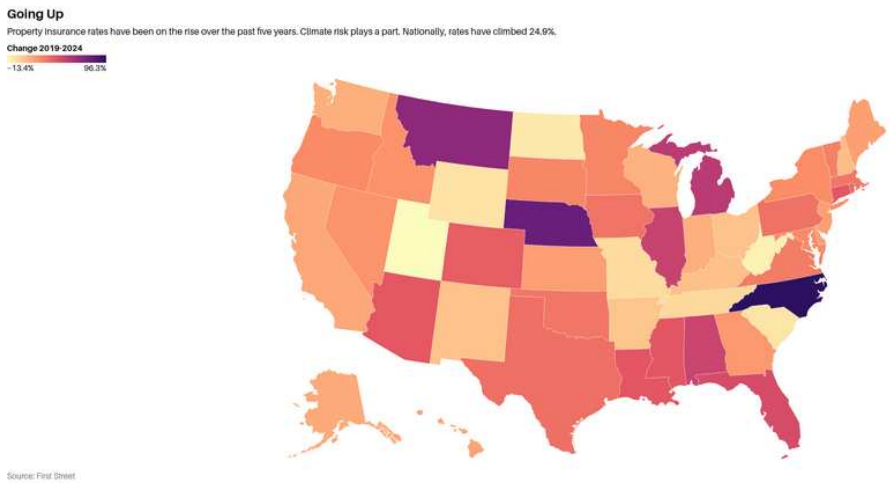


Illustration by Mark Pernice

床面積やバスルームの数は忘れることだ。今や住宅購入者は気候についても問い合わせることだろう。多くの人々が異常気象の危険にさらされる地域に移り住むのは、リスクよりもライフスタイルと生活費に重きを置くからだ。しかし、保険料の高騰、最近の二つの壊滅的ハリケーン、ロサンゼルス近郊の山火事によって問題が浮き彫りになったことで、状況は変わりつつある。住宅購入・販売、賃貸情報サービス大手のジロー・グループ＜ZG＞は今後30年間に洪水、火災、風害によって住宅が被害を受ける可能性を推定する気候リスク評価を開始した。これらのスコアは、保険料の高騰とともに、購入者がリスクの高い住宅を避ける、あるいは住宅購入時の競り合いが減ることから、どこに住むかを選ぶという経済的な選択肢を変える可能性がある。

住宅リストサイトで物件の気象関連リスクを確認できる



洪水や山火事のリスクは、汚れたバスルームや狭いキッチンのように、一見しただけでは分からないのが普通だ。しかし、最近ジローは気候リスク・モデリング会社ファースト・ストリートが提供するスコアを追加し、不動産検索サイトを運営するレッドフィン＜RDFN＞、リアルター・ドット・コム、コ・スター・グループ＜CSGP＞傘下のホームス・ドット・コムなどの物件情報サイトの動きに加わっている（大手マスメディアのニューズ・コーポレーション＜NWS＞は本誌の所有者であるダウ・ジョーンズの親会社だが、リアルター・ドット・コムの運営会社ムーブの所有者でもある）。ジローはファースト・ストリートのスコアを追加した最初の企業ではないかもしれないが、月間平均の（純粋に何人がウェブサイトを訪問したかを示す）ユニークユーザー数は2億3300万人と最大手である。つまり、その評価システムはさらにより多くの人々の目に触れることになるのだ。ジローのユーザーは、ウェブサイトのページの中ほどにある支払い計算セクションの下を見れば、物件のスコアを確認

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

できる。ただし、すべての住宅にスコアが付与されているわけではない。

ファースト・ストリートは、過去のデータ、気候予測、統計分析に基づくモデルを構築し、過去に事例がなかったとしても、物件が洪水、山火事、危険な風、その他の気象関連の有害事象に見舞われる確率を判定する。このデータを利用した物件情報サイトでは、五つのリスクカテゴリーについて1から10までのスコアが表示される。

リスクスコアは住宅価格に影響を及ぼす

レッドフィンのチーフエコノミスト、ダリル・フェアウェザー氏と南カリフォルニア大、コロンビア大、マサチューセッツ工科大の研究者が共同で執筆した全米経済研究所のワーキングペーパーによると、気候のスコアが良い住宅は人気が高まる一方、スコアが悪い住宅は価格が下がる可能性がある。リスクスコアの影響をテストするために、レッドフィンはファースト・ストリートの洪水評価を一部のユーザーには表示したが、他のユーザーには表示しなかった。フェアウェザー氏によれば、この情報によって、検索と購入に関する一部のユーザーの行動に変化が生じた。（何も変更しなかった）コントロールグループと比較すると、リスクスコアが高い住宅を閲覧したユーザーは、代わりにリスクが約半分の物件にオファーを提示した。さらに、このスコアは、よりリスクの低い住宅を巡る競争を高め、価格を若干上昇させた一方、一部のリスクの高い住宅に対する需要を減少させた。

購入希望者が夢のマイホームの気候リスクについて知ることができるのは、このツールだけではない。米連邦緊急事態管理庁（FEMA）もまた、ナショナル・リスク・インデックスを通じて潜在的な危険性をマッピングし、洪水保険が必要な住宅を指定するマップを管理している。

保険料高騰は深刻だが、災害後ではなく災害前の備えを怠ることなかれ

保険は、気候変動リスクとの結び付きがますます高まっている問題である。ペンシルベニア大ウォートン・スクールの不動産学教授ベン・キーズ氏は、保険料の上昇は多くの住宅所有者にとって暴風雨リスクの影響を実感するきっかけになると指摘する。保険料は住宅ローンの月次返済とは異なり、固定費ではない。オンラインで簡単に閲覧できる住宅価格や住宅ローン金利よりも見積もりが困難な場合もある。つまり、住宅購入者は購入プロセスの後半になるまで、潜在的なコストについて知ることができない可能性がある。キーズ氏の調査によると、保険料は2020年から2023年にかけて33%上昇し、FEMAが高リスクとみなす地域では急激に上昇している。

長期的に見れば、災害に関わる費用あるいは保険が理由であるかどうかを問わず、気候リスクは移住パターンを変える可能性がある。しかし、消費者は地域のリスク評価だけでその地域を見限る必要はない。保険会社が個々の住宅の暴風雨に対する耐久性を評価するための分析ツールを販売しているコアロジックの最高データ・分析責任者であるジョン・ロジャーズ氏は、災害に見舞われた後に住宅を買い替えるよりも、耐久性を高めるために支出する方が安上がりだと説明する。ロジャース氏は「住宅の耐久性のために投資した1ドルは、異常気象が発生した場合の住宅復旧費の6ドルに相当する」と述べ、自宅は「米国人が富を築く最大の手段」であって「間違いなく守る価値がある」と結んでいる。

By Shaina Mishkin
(Source: Dow Jones)

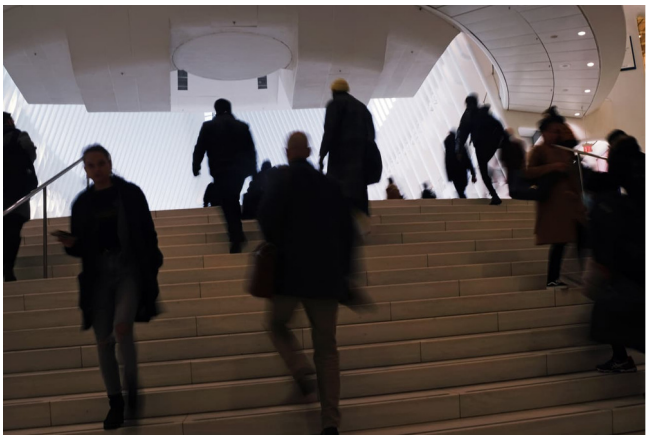
Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

4. 債券利回りの上昇は、なぜ株価に悪材料なのか [コラム]

Bond Yields Are Rising. Why That's a Problem for Stocks.

高金利でPER上昇を望めず、2025年は株式に警戒

株式市場が直面する現実



Spencer Platt/Getty Images

株式市場は現実に屈服することになるのだろうか。

長期債券の金利収入、つまり利回りの話だ。現実とは利回りが上昇していることだ。実質経済成長率およびインフレがほとんどの予想を上回って推移していることが背景にある。そのため、今年の米連邦準備制度理事会（FRB）による政策金利である短期金利の引き下げが、仮にあったとしても回数が予想より減ることが示唆されている。

株式にとって債券利回りの上昇は、株価収益率（PER）の上昇が止まる、場合によっては現状の水準から低下することを暗示する。PERは今年も2桁台の増益が続くという楽観的な見通しを織り込んでいる。

こうした懸念に拍車をかけるのが、トランプ新政権の財政政策や貿易政策にまつわる政治的不透明感であり、債券や株式が大きく売られる材料がそろい踏みしているのだ。

10日の動きはまさにこうした要素が重なり合った結果だ。米労働省が発表した12月の非農業部門就業者数の増加幅が市場予想を大きく上回ると、トレーダーはFRBの政策見通しを再度修正し、中長期の米国債利回りは一段と上昇した。12月の非農業部門就業者数はエコノミストの予想を約10万人上回る25万6000人増となる一方、失業率は0.1%ポイント低下し4.1%となった。数字にケチを付けるところはほとんど見当たらないが、10月と11月の就業者数が小幅に下方修正された点くらいだろうか。

歴史的なベアマーケット６年目の見方

雇用統計後、市場は今年のFRBの利下げ確率をさらに引き下げた。CMEフェドウオッチによれば、フェデラルファンド（FF）金利先物市場は、12月の政策会合で決定されたFF金利の誘導目標4.25～4.50%から6月までは据え置きを、その先は年末までに0.25%の利下げ1回を織り込んでいる。1カ月前は、先物市場が年央までに0.25%の利下げを2回、場合によっては年末までに計3回の利下げを織り込んでいた。

TSロンバードの米国チーフエコノミストであるスティーブン・ブリッツ氏は「12月の雇用統計を見る限り唯一解せないのは、市場が依然として2025年および2026年のFF金利の利下げを予想していることだ」と10日のリポートに記した。金融緩和期待は2%へのインフレ回帰を前提としているが、リセッション（景気後退）がない限りインフレ率2%はありえないだろう。ブリッツ氏は、次期トランプ政権とFRBが成長促進の方向性を共有していることからリセッションは考えにくいと付け加えた。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

ブリッツ氏は、それよりも実質GDP（国内総生産）成長率3%、インフレ率3%を予想する。2025年はFRBの利下げなし、2026年に1%の利上げがあるとすると、米10年国債利回りが6%に達したとしても、「歴史やトランプ政権が確実にもたらすであろうボラティリティーを考えると、行き過ぎとは言えないだろう」と述べる。

ビーオブエー・セキュリティーズのグローバル・リサーチ戦略チームの責任者であるマイケル・ハートネット氏は「米国債は実際に、3度目の『過去240年における大きな債券のベアマーケット』の6年目に突入している」とリポートに記す。過去に債券利回り上昇の長期的なトレンドが見られたのは1899〜1920年の期間と1946〜1981年の期間だ。今回のベアマーケット（債券価格の下落と利回り上昇）の開始時期は2020年の夏としており、当時10年債利回りは0.56%で底打ちした。10日には10年債利回りが4.77%と2023年11月1日以来の水準に達し、ビーオブエーの計算によれば、1790年以来の平均利回り4.75%をわずかに上回った。

ビーオブエーによれば、企業も反応しており、年初から8日（9日はカーター元大統領の国葬でほとんどの市場が休場）までに800億ドルに及ぶ巨額の投資適格社債が発行されたが、2022〜2024年の同期間における平均発行額は660億ドルだった。企業の財務担当者は金利がさらに上昇する前に現在の調達条件をうまく活用しているようだ。

債券利回りの上昇は国際的な現象でもある。成長が鈍化し、財政制約に見舞われている欧州でも国債利回りが上昇しており、特にフランスと英国で顕著だ。ブラジルの金利も債務懸念から上昇を余儀なくされている。

今後の四半期決算の見通しがカギ

米国では利回りの上昇は株式にとっては難題となる。ストラテガス・リサーチを率いるジェイソン・デセナ・トレナート氏は、S&P500指数の予想PERは22倍であると指摘する。割高なバリュエーションは、まだ確定していない2024年の最終的な決算の数字に加えて、もう1年2桁台の利益成長が続くことを織り込んでいる。

さらに、長期金利の大幅な低下および1990年代に見られたような「根拠なき熱狂」の再来がなければ、PERの上昇を正当化することは難しい。トレナート氏は、トランプ次期政権で予想される規制緩和とビジネス優遇の姿勢を考えると、後者の確率は想定より高い可能性があると付け加える（トレナート氏がトランプ政権でポストを受諾する用意があると語っていた点には留意すべきだ）。しかし、10年債利回りが4.50%を超えた際に株式が苦戦したことを考慮すると、トレナート氏は「2025年は思慮深さの方が勇気よりも重要になる可能性が高い」と結論付ける。

債券利回りが上昇しPERに対する圧力が高まる中、間もなく始まる第4四半期の決算シーズンの重要性が増す。いつものように、決算説明のカンファレンスコールで提示される将来の四半期の見通しが直近に終了した四半期の数字以上に重みを持つ。海外の成長鈍化とともに、米国の高金利長期化が成長と株式のバリュエーションにリスクをもたらす。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

5. 雇用統計に対する市場の反応は行き過ぎ [米国株式市場]

The Market Is Overreacting. Don't Lose Your Head.

好調な景気は企業の好業績につながる

金利上昇を受けて急落

Michael Nagle/Bloomberg

現在、債券市場が主導権を握っている。これは株式にとって悪いニュースだ。

12月の米雇用統計が市場予想を上回る強い結果となり、債券利回りが急上昇したため、主要株価指数は10日に急落した。米連邦準備制度理事会（FRB）がインフレを食い止めるために金利を高く維持するか、あるいは引き上げるのではないかと投資家は懸念している。米30年国債利回りは一時5%を超え、2023年11月以来の高水準となった。

ダウ工業株30種平均は10日に697ドル（1.6%）下落し、週間では1.9%安の4万1938ドル45セントで引けた。S&P500指数も週間で1.9%下落して5827.04、ナスダック総合指数は2.3%安の1万9161.63となった。小型株のラッセル2000指数は3.5%安の2189.23で週末を迎えた。先週の下落によってこれらの指数は年初来の上昇分が帳消しとなり、マイナス圏に沈んだ。

雇用統計の内容は良いものだ

見通しは不吉になりつつある。日興アセットマネジメント・アメリカの最高投資責任者（CIO）であるピーター・グラフ氏は「今日の雇用統計の発表は、FRBによるこの緩和サイクルに終末を告げるもの

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

となる可能性が高い」と書いた。BNPパリバのエコノミストは、今回の雇用統計は「危険地帯への階段」になり得ると警告した。

しかし、良い経済ニュースが単に「良いニュース」であることを少し考えてみてほしい。職を得る米国人が増えれば、使われるお金は増えることになる。何であろうと、米国経済の約70%は個人消費に依存している。インフレ率はFRBの長期目標をかたくなに上回ったままだが、再びインフレが猛威を振るい始めたという兆候はほとんどない。12月の雇用統計では、非農業部門就業者数が25万6,000人増え、雇用の急増が示されたかもしれないが、平均時給の伸びは前年同月比3.9%に鈍化した。これは一般にインフレにとっては良い兆候だ。

一部の株式ストラテジストは、この状況をまだ前向きに捉えている。トゥルーイスト・アドバイザリー・サービシズのチーフ・マーケット・ストラテジストであるキース・ラーナー氏は「雇用統計が好調な経済の証明だとすれば、10日の株価の動きは過剰反応に見える。一般的に、景気が拡大している時は企業収益が好調なはずなので、市場は上昇する傾向がある」と指摘する。

今後の業績発表に注目

昨年第4四半期の業績発表は始まったばかりだが、ファクトセットによると過去3年間で最も好調な水準になるはずだという。

ただし、その道筋が簡単だとは思わない方がいい。10年国債の利回りが上昇し始めた昨年12月初旬以降の株価は下落トレンドにあり、市場の状況は不安定なままだろうとラーナー氏は言う。ただし、たとえ時間がかかったとしても、いずれはネガティブなムードが払拭されるはずだ。ラーナー氏は「たとえ上下動の激しい道筋になるとしても、主要なトレンドはまだ上向きのはずだと考えている」としている。

もちろん、すべての銘柄が同じように上昇するわけではない。大統領選後に投資家は小型株に引き寄せられたが、ラーナー氏は、現時点では大型株にこだわるべきだと考えている。小型株には変動金利の負債が多く、金利上昇の悪影響を受ける可能性があるからだ。ラーナー氏のお気に入りはハイテク株や通信株、金融株だ。

悪いムードが良いニュースの妨げにならないようにしたいものだ。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

6. エヌビディアCEOが消費者向けAI応用製品を発表 [ハイテク]

Nvidia Is Poised to Conquer Personal Computing Next. Chip Makers Should Be Nervous.
次の一手に市場は神経質な動き

個人向けデスクトップ型AIコンピューターを披露

Courtesy Nvidia

ウォール街の一部アナリストは、米半導体大手エヌビディアの最高経営責任者（CEO）であるジェンスン・フアン氏が1月6日、テクノロジー見本市CES（7日開幕）を前にした基調講演で人工知能（AI）データセンター向け次世代プロセッサーに関する詳細な情報を発表すると期待していた。この憶測を背景にエヌビディアの株価はこのイベントに向けて上昇していたが、詳細は発表されなかったため、株価は翌7日に6%下落した。

そもそも、このうわさには根拠がなかった。エヌビディアは伝統的に、毎年3月に開催されるGTC開発者会議でデータセンター製品の情報を発表している。

ウォール街はCESがもともとコンシューマーエレクトロニクスショーの略語であることを忘れているようにもみえる。実際、フアン氏は基調講演でエヌビディアのBlackwellアーキテクチャーを採用したゲーミング用グラフィックスカードの新製品、RTX 50シリーズを発表した。中でも、AIを使って低解像度画像を高解像度画像に変換することでゲームのパフォーマンスを向上させ、同時に高品質なグラフィックス描画を可能にするディープ・ラーニング・スーパー・サンプリング（DLSS）の最新版は印象的だった。フアン氏はほかにも、初の個人向けデスクトップ型AIコンピューターと呼ぶべきコンピューター製品、Project Digitsも発表した。

Project Digitsは2025年5月に最低価格3000ドルで発売される。フアン氏は「すべてのデータサイエンティスト、AI研究者、学生の机の上にAIスーパーコンピューターを置き、彼らがAIの時代に関与し、形作ることを可能にする」と述べている。

Project Digitsは、エヌビディアのGrace AIサーバー向け中央処理装置（CPU）の縮小版を使用する。台湾に本社を置くファブレス半導体メーカーである聯發科技（メディアテック、ティッカーは台湾.2454）の助けを借り、デスク上にも設置できるコンパクトな筐（きょう）体に収めた。

エヌビディアにとっての今後の論理的な動きは、CPUをさらに小型化して消費者向けWindowsノートパソコンに搭載できるようにすることだ。エヌビディアの画像処理専門知識、メディアテックの省電力化能力、英国の半導体設計企業アーム・ホールディングス＜ARM＞のARMアーキテクチャーに基づくCPUテクノロジーの効率性を組み合わせることで、ゲーム向けの優れたグラフィックス描画性能、高い生産性、長いバッテリー寿命をこれまでも達成できた。

エヌビディアはこの2年にわたり、最も高性能な半導体を投入して AI データセンター向け半導体市場

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

を征服した。エヌビディアがWindowsコンピューター市場に対して同じことを行うのは間違いない。

調整局面は長くは続かない

それでも、1月6日に始まった1週間でエヌビディアの株価は5%余り下落した。下落の大部分は、CESに向けて市場の期待が高まっていたことに加え、いくつかのマクロ経済指標が発表されたことと関連している。7日に発表された月次の米サプライ管理協会（ISM）の非製造業購買担当者景況指数で仕入れ価格指数が急上昇し、10日に発表された12月の雇用統計は予想を上回った。米国債利回りが急上昇したことを受けてエヌビディアを含むハイテク株は下落した。投資家は、米連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策がタカ派色を強める一方、インフレ率がさらに上昇する可能性を引き続き消化しようとしている。

今回の調整局面は、テクノロジー株のバリュエーションにおいて利回りがいかに重要であるかを改めて示している。金利が上昇すると将来の利益の価値は下がる。つまり金利の上昇は、その価値のほとんどが将来の利益からもたらされるグロース株に大きな影響を与える。

エヌビディアの株主にとっての良いニュースは、マクロに起因する株価の変動は短期間で収束する傾向にあり、焦点は再び売上高と利益の成長率といった業績の詳細に向けられることだ。

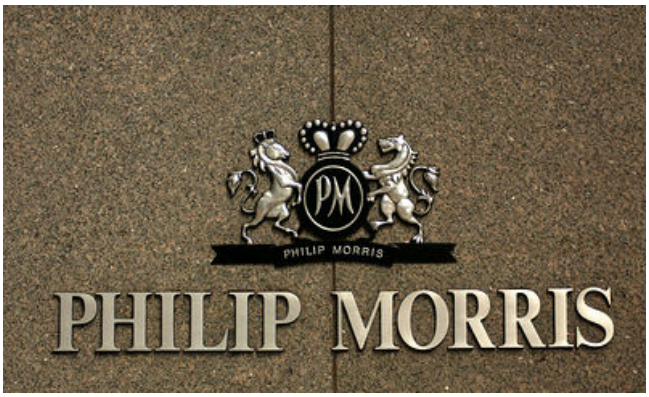
最終的にものをいうのはファンダメンタルズである。

By Tae Kim
(Source: Dow Jones)

7. 株式投資、過去100年の教訓 [コラム]

Lessons From a Century of Stock Returns: Stay Invested, Let the Winners Run
勝ち組銘柄はリバランスせずに投資継続

ごく一部の勝ち組銘柄が生み出す市場全体のリターン



Getty Images

ごく一部の銘柄が米国株式市場のリターンの大半を生み出しており、それ以外の銘柄はほとんど影響を与えていない。実際、大半の銘柄が、勝ち組銘柄が生み出す利益を損なう結果となっている。

これは、過去2年間で米国株式市場のリターンの大部分を占めた超大型ハイテク株、マグニフィセント・セブン（M7）の話ではない。約1世紀にわたる米国株のリターン分析によれば、もし1926年にすべての銘柄に1ドルずつ投資していたら2023年末までに平均229.40ドルに増加したはずだが、中央値のリターンを持つ銘柄は実際には損失を出していた。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

もちろん、ごく一部の銘柄に突出したリターンが集中する現象は新しいものではなく、「狂騒の20年代」と言われる1920年代から始まった株式市場の現代史においては、それが標準だったようだ。

これらは、アリゾナ州立大のファイナンス学部教授ヘンドリック・ベッセムバインダー氏による最近の研究結果だ。ベッセムバインダー氏が、証券価格研究センター（CRSP）のデータベースにある2万9078銘柄の普通株を1925年12月31日までさかのぼって分析した結果、ほとんどの株は損失を出し、ごく一部の大きな勝ち組銘柄が長期的に莫大なリターンを生み出していたことを見いだした。2020年の研究では、1926年から2019年の間、株式の96%が1カ月物米財務省短期証券（TB）のリターンを超えられなかったと指摘した。この事実で、リスクや株式の購入費用を考慮すると株式投資をする価値はないと結論付ける人もいるかもしれない。実際、その期間中に16兆ドルの富を生み出したのはわずか86銘柄にすぎなかったのである。

この教授の最近の論文は、株式投資が無駄であることを示唆しているように見えるが、話はもう少し複雑だ。CRSPのデータベースを2023年末まで分析した結果、正確には51.6%の株式が損失を出しており、その中央値のリターンは98年間でマイナス7.41%だったことが分かった。

しかし、同期間における全株式の平均リターン（算術平均）は2万2840%に達した。言い換えれば、わずか1ドルの投資が、少数の勝ち組銘柄による突出した寄与のおかげで229.40ドルに増加したことを意味する。一方、同じ期間のインフレ率は1614%、年率にして2.94%だった。

この98年間には、ダウ工業株30種平均（NYダウ）が回復するまでに四半世紀も要した1929年の大暴落が含まれる。また、「株式の死」と呼ばれた株式市場の低迷期も含まれている。株式の死は、1960年代の強気相場のピーク後から始まり、NYダウが当時の魔法の数字とされた1000ドルを一時的に超えた1973年にピークを迎えたニフティ・フィフティ（素晴らしい50銘柄）相場を挟み、NYダウが継続的に1000ドルを超えるようになった1980年代の大強気相場が始まるまで続いた。

富を約束する長期継続投資

1926年から2023年までの間、大半の株が損失を出した一方で、17銘柄は500万%を超えるリターンを記録し、1ドルの投資を5万ドルに変えた。その中で最も高いリターンを記録したのは、米たばこ最大手のアルトリア・グループ＜MO＞（旧フィリップ・モリス）で、1ドルが265万ドルになった。宝くじの広告は「1ドルと夢」というキャッチコピーで一獲千金を夢見る人々を引き付けるが、時間をかけてたばこを売る会社の方が、（消費者にとっては良くないとしても）投資家にとっては良い結果をもたらした。

ベッセムバインダー氏の分析によると、次点は米国最大の建設用骨材（砕石、砂、砂利）サプライヤーのバルカン・マテリアル＜VMC＞で、1ドルの投資が39万3492ドルになった。98年間の年率リターンはアルトリアが16.29%、バルカンは14.05%だ。ベッセムバインダー氏は、一見地味な事業への投資でも、単年度リターンが比較的控えめでも、継続的であれば数十年間で富を築くことが可能だと指摘する。

年間リターンが最も高かったのがM7の一部の企業であることは驚くべきことではない。少なくとも20年間のリターンデータがある企業の中で、トップは当然ながら米半導体大手エヌビディア＜NVDA＞であり、1999年1月22日から2023年までの間、年率リターンが33.38%に達した。この期間に1ドルを

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

投資していれば、1316ドルに増加した計算になる（なお、2024年の驚異的な171.2%のリターンは含まれていない）。
第3位は動画配信サービス大手、ネットフリックス＜NFLX＞だ。2002年5月23日から2023年までの間、年率32.06%のリターンを記録し、1ドルを406.94ドルにした。その次はM7の一員であるアマゾン・ドット・コム＜AMZN＞で、1997年5月15日から2023年までの間に年率31.87%のリターンを達成し、1ドルを1551.73ドルに増加させた。20年以上のトラックレコードがある企業の中で、1ドルの投資を最も大きく増加させたのは米ホームセンター最大手のホームデポ＜HD＞だ。1981年9月22日の新規株式公開（IPO）から2023年までの期間に、年率25.87%のリターンを42年以上にわたって記録し、1ドルを1万6627.40ドルに増加させた。

勝ち組銘柄はリバランス不要

これらのデータは、ユーモア作家のウィル・ロジャース氏の賢明な投資アドバイスが正しかったことを示しているようだ。「ばくちはするな。蓄えの全てを使って良い株を買い、上がるまで待ってから売れ。もし上がらなかったら、そんな株は買うな」。

ベッセムバインダー氏は分析を通して、ほとんどの銘柄が後者（値上がりしない株）のカテゴリーに分類されることを見いだしたが、株式市場全体のリターンは長期的に見ると大幅にプラスとなっている。累積リターンが98年間で500万%を超えた株式の平均年率リターンは13.5%と比較的控えめだった。

一方で、年間リターン率が高い企業は、短期間で失速する傾向がある。ベッセムバインダー氏はその例として、ITバブル期の1994年5月13日から1999年6月24日までの間に年率119.64%のリターンを記録した通信機器のアセンド・コミュニケーションズを挙げている。同社はその後、同業大手のルーセント・テクノロジーズに買収された。

この分析から得られる教訓は、市場に投資し続け、勝ち組銘柄を持ち続けるということである。勝ち組銘柄はリバランスしなければインデックス内で突出した比重を占めるようになるが、勝ち組銘柄の比重を減らすためのリバランスについて、フィデリティ・マゼラン・ファンドの伝説的なマネジャーであるピーター・リンチ氏は「花を引き抜いて雑草に水をやるようなものだ」と評したことで有名である。

これはまた、1929年の大暴落後や株式の死の期間のような、低調なリターンが続く期間を受け入れることを意味する。最近、ゴールドマン・サックスは、今後10年間のS&P500指数の年間リターンがわずか3%にとどまるとの予測を発表した。長期的な強気派として知られる著名投資家のウォーレン・バフェット氏ですらこの見解に同意しているようで、バークシャー・ハサウェイ＜BRK.A＞＜BRK.B＞の現金保有額を3000億ドル超に積み上げている。

それでも、非常に長期的な視点から見れば、株式に投資し続けることが有効であると歴史が示している。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

8. 買収で株価が急騰したコンステレーション [米国株式市場]

As Constellation Energy Stock Soars, Consider This Other Energy Opportunity

今はビストラ株を買うのが賢明か

10日に25%上昇

Heather Khalifa/Bloomberg

買収のために株式を発行する場合、その会社の株価は通常下落する。株式発行で買収資金を調達する原子力発電事業者のコンステレーション・エナジー＜CEG＞の株価が急騰したのは、天然ガス発電所と地熱発電所を所有する非上場のカルパインを買収することの質の高さを物語っている。

米国最大の原子力発電所所有者であるコンステレーションの株価は10日、カルパイン買収のニュースで25%高と急伸した。買収額は負債を含めて291億ドル。コンステレーションは、45億ドルの現金とともに、株式で買収資金を調達する。新たな株式は既存株主の持ち分を希薄化させ、通常1株当たりの価値は低くなる。

今回は違う。合併後新会社は米国最大の独立系発電所オーナーとなり、人工知能（AI）データセンターや電気自動車（EV）、新しい製造工場などで米国がより多くの電力を必要とする時期に、巨大な電力供給会社となる。米国エネルギー業界で最も注目される分野の一つにおける最大の専業企業だ。石油が時代遅れになりつつあることを投資家が気にしなければ、エクソンモービル＜XOM＞のような会社と言える。

株価は1年半で3倍に

投資家は明らかにこの計画を気に入っている。わずか1年半前には1株当たり100ドルを下回っていたコンステレーションの株価は現在、305ドルとなっている（10日の通常取引終了時点）。

コンステレーションとカルパインは独立系発電事業者だ。発電所を所有し、市場価格で電力会社や企業に電力を販売している。公共委員会によってリターンが制限される規制電力会社とは異なる。そのため、新たな需要やその他の要因によって電力価格が上昇した場合、利益を得ることができる。

コンステレーションが保有する原子炉は21基と米国企業の中で最多である。原子炉は二酸化炭素を排出せず、ほとんどの再生可能発電施設と違って24時間365日稼働できるため、原子力発電の価値はますます高まっている。ハイテク企業は自社のデータセンター向けに、クリーンで信頼のおける電力を求めている。米政府の協力で行われたある調査によると、米国全体に占めるデータセンターの電力消費量は2023年の4.4%から2028年には最大12%になる可能性があるという。

しかし、大手ハイテク企業は天然ガスから生産されるような、より「環境負荷の高い電力」を購入することにもますます積極的になっている。米国には、すべてのデータセンターを稼働させるだけの原

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

子力発電所がないのだ。カルパインはテキサス州やカリフォルニア州など、電力需要が伸びている州に50以上の天然ガス発電所を所有している。カルパインを買収することで、コンステレーションの電力供給源と地理的な拠点が分散化される。クレジットサイツで電力と公益事業を担当するアナリストのアンディ・デブリーズ氏は「コンステレーションの株式と負債にとって健全なことだ」と語る。

コンステレーション株に割高感

コンステレーションはまた、妥当な価格を支払っているように見える。デブリーズ氏によれば、一定の税制優遇措置を加えないカルパインの評価額は利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）の約9倍で、競合するビストラ＜VST＞の10倍を下回っている。デブリーズ氏は電子メールで、「経営陣をほめるのは気が引けるが、本当に良い取引だ」と指摘した。コンステレーション自体は買収発表前にEBITDAの約15倍で取引されていたが、現在は約20倍に上っており、カルパインから得られる利益の増加を考慮しても割高感が出始めている。

この水準では、天然ガスと原子力の両方の資産を保有するビストラを買った方がいいかもしれない。ビストラはコンステレーションと同じトレンドから恩恵を受ける見込みであり、足元の株価ならエントリーポイントとしてはそこまで高くない。

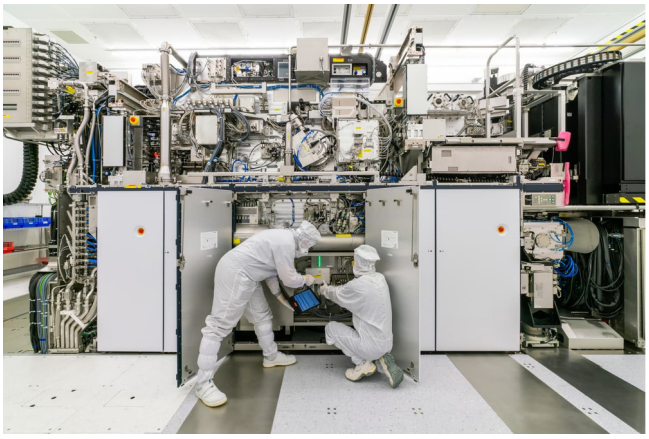
電力の新時代が来た。投資家は今こそプラグを差し込む時だ。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

9. 半導体製造装置トップのASML、株価は回復するか [投資戦略]

ASML Is the Chip-Equipment Leader. Its Stock Is Poised to Bounce Back.
業績下方修正で低迷も未来が明るい理由

半導体高度化に不可欠のプレイヤー



Courtesy ASML

人工知能（AI）への投資の中心に位置する米半導体大手のエヌビディア＜NVDA＞なしには、米国株式市場はこれほどまでに高騰することはなかっただろう。エヌビディアは、世界で最も高度な半導体工場を操業する台湾積体電路製造（TSMC）＜TSM＞に大きく依存している。そして、露光装置（レーザーとミラーを用いて、シリコンウエハー上に極めて高密度のパターンを印刷する技術）のリーダーであるASMLホールディングス＜ASML＞というオランダ企業なしには、TSMCは最先端の半導体で成功することはできなかっただろう。

この3社は、過去10年間で投資家に驚異的な利益をもたらした。エヌビディアの株価は2万9000%上昇し、TSMCの米国預託証券（ADR）は1100%、ASMLのADRは800%上昇した。しかし、エヌビディア

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

とTSMCが高値付近で取引される中、ASMLは昨年10月に売上高見通しを大幅に下方修正し、株価は昨年夏の高値からほぼ3分の1下落している。

これは、半導体業界、ひいては米国株式市場に対する早期警報なのか？　それともASMLが高価格帯の露光装置における独占的地位を失いつつあるということなのか？　そのどちらでもない。むしろASMLは反発するだろう。

人類史上最も複雑な装置を製造

ASMLが活躍する技術領域では、極めて微細な波長が用いられる。現在の極端紫外線（EUV）装置は13ナノメートル（nm）の解像度でプリントでき、半導体メーカーはこれによってさらに微細な構造を形成し、現在の7nm、5nm、3nmの「ノード」、つまり世代を実現している。ちなみに1nmは人の爪が1秒に伸びる長さとほぼ同じで、髪の毛の直径は8万～10万nmである。

トランジスタの密度は、コスト増を最小限に抑えつつ2年ごとに倍増する傾向にあり、それによってコンピューターの性能は向上を続ける。これは「ムーアの法則」として知られており、現在もASMLによって継続されている。ASMLを数十年にわたって調査し、ビーオブエー・セキュリティーズでカバーするディディエ・シママ氏は、部屋ほどの大きさを占めるASMLの装置は、人類がこれまでに作り出しきたものの中で最も複雑なものであると話す。例えば、毎秒4万～5万個落下する溶融したスズの滴にレーザーを照射し、1滴につき2回確実に命中させる。浮遊粒子一つでウエハーが台無しになったり、機械が停止したりする可能性がある。

EUV技術の開発には数十年かかっている。最初のEUVによる試作品は2008年にニューヨーク州立大オルバニー校で製造された。EUVを使って製造された半導体を使用した最初の商業製品は、韓国のサムスン電子＜005930.韓国＞が2019年に発売したスマートフォンのギャラクシー・ノート10であった。ASMLの最も高度な装置の購入を禁じられている中国は、間違いなく自国で製造したいと考えているだろう。シママ氏は「今後10年、15年、20年の間に中国がEUVで大きく成功する可能性はかなり低いと思う」と述べる。複雑さの問題以外にも、ASMLは、世界で最も平坦なミラーを製造するカールツァイスや、世界で最も強力な産業用パルスレーザーを製造するトルンプといったドイツ企業と供給契約を結んでいる。

ASMLの現在の最上位機種は、2億2000万ドル以上すると見積もられている。高NA（開口数） EUVと呼ばれる次世代のEUVは、8nmの解像度で最小2nmのノードに対応している。インテル＜INTC＞はこれをいち早く導入しているが、より幅広い導入は1～2年後には始まる可能性があり、推定価格は1台あたり3億8000万～4億ドルだ。アップル＜AAPL＞は、今年のクリスマス頃には2nm世代の生産に移行できる可能性がある。アップルが微細化の推進をリードする一方、エヌビディアは1～2nmの後れを取ることを受け入れ、ソフトウエアやその他の追加機能で半導体を差別化している。

民生機器とメモリーのEUV需要拡大に期待

最初の質問に戻ろう。なぜASMLの株価は低迷しているのか？　理由は三つある。まず、中国は貿易制限が間もなく強化される可能性に備え、ASMLの低価格機種の確保を急いできた。その反動で中国からの需要が減少すれば、成長は一時的に鈍化するだろう。第二に、インテルは半導体製造の拡大に大胆に乗り出したが、今のところ財務的にはほとんど成功していない。インテルとサムスン電子は、自

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

社工場で用いる装置の発注を延期している。第三に、AIが急成長する一方、民生用機器とその半導体は低迷している。フィラデルフィア半導体株指数の構成銘柄の3分の2は、過去1年間でS&P500指数に後れを取っている。

ASMLの成長回帰の可能性は高いと思われる。タイミングは、携帯電話、パソコン、自動車、ゲーム機などの需要に左右されるだろう。インテルとサムスン電子が自社工場にTSMCの顧客を呼び込めるかどうかも影響する。悲観的な要素として、描画密度の増加ペースは過去よりも遅くなってきている。TSMCの5nmノードではEUV層を10～12層、3nmノードでは約20層使用しているが、2nmノードでは、これが22層にしか増えないとみられている。一方、古いノードは今後も長年有効であり続ける。また、高NA EUVへの移行が迫る中、コンピューターメモリーでもプロセッサーと同様にEUV需要が高まり、成長に寄与するだろう。

ビーオブエーのシママ氏は、ASMLの利益は今後5年間、年平均16%で成長するとみている。今年の利益見通しが大幅に引き下げられる中、ASMLの予想株価収益率（PER）は37倍となっている。JPモルガンによると、これは割高ではあるが、米国の半導体製造装置メーカーと比較すると、過去10年間で最低に近い水準である。本誌のアンドリュー・バリーは最近、2025年のトップ10銘柄の一つにASMLを選んだ。シママ氏のASMLのADRの目標株価は26%の上昇余地を示唆している。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

10. オンライン売上高は過去最高、年末商戦に勝利 [経済関連スケジュール]

Online Won the Holiday Shopping Season, in Another Record

消費者はますます実店舗よりもオンライン志向に

オンライン割引や利便性に注目

Illustration by Elias Stein

画像・電子文書ソフトウエア大手のアドビ＜ADBE＞の調査データによれば、2024年の年末商戦で米国の消費者はオンラインショッピングに多くの時間とお金を費やした。オンラインショッピングに費やした総額は、11月1日～12月31日の期間で過去最高の2414億ドルに達し、前年同期比8.7%増を記録した。オンラインショッピングの大半は、家電製品、アパレル、家具・家庭用品の三つのカテゴリーが占めており、大幅な値引きが消費者を引き付けた主な要因だ。アドビの調査では、家電製品の値引き率は30.1%に達し、アパレルの値引き率も23.2%となったことが明らかになっている。

米国の消費者は持続するインフレと金利上昇の影響を受け、約2年間にわたって値引きを意識してきたが、オンラインショッピングは価格比較が容易で、お得な商品を見つけやすい手段として人気だ。また、オンラインでの購入は宅配による利便性を提供し、自宅にいながら商品を受け取れる点も支持さ

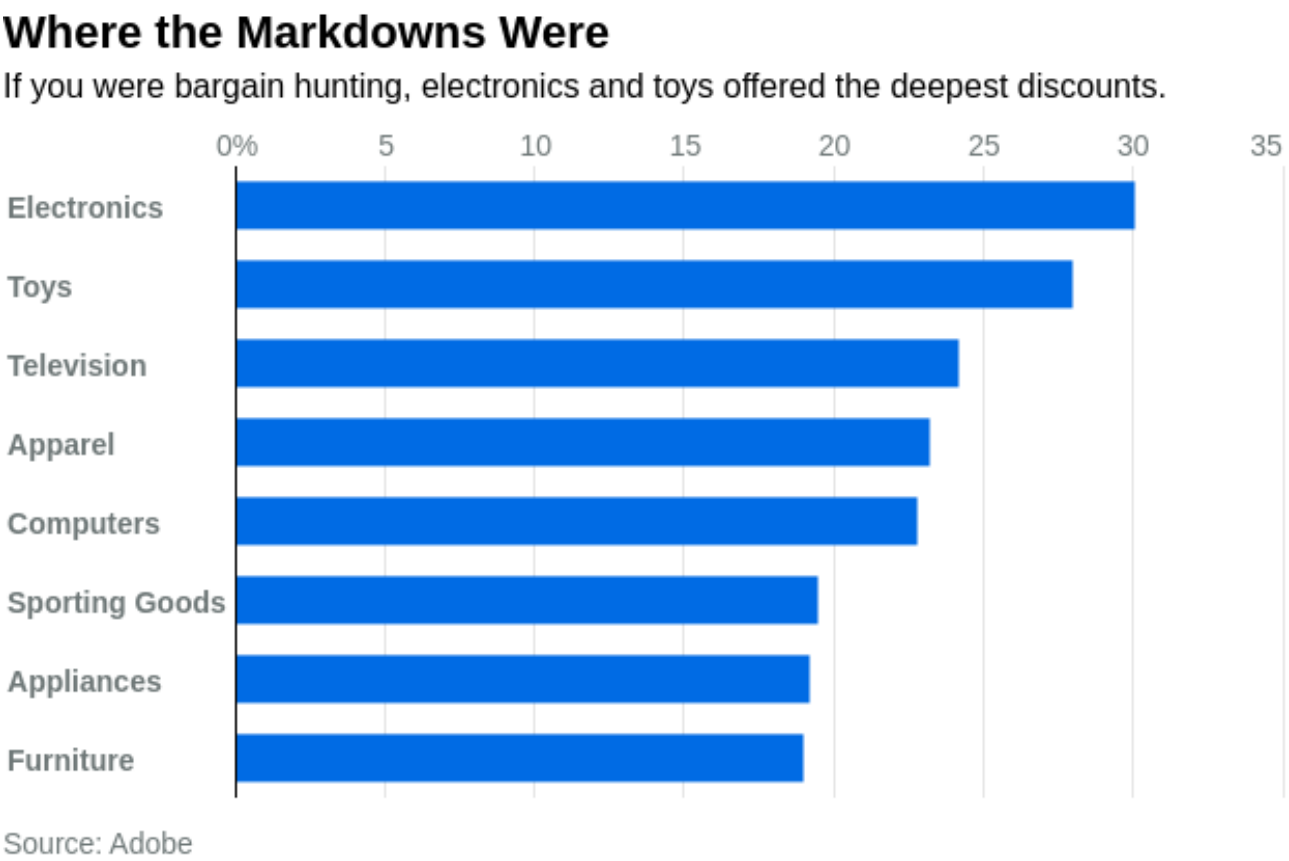
Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

れている。

オンラインショッピングがブームとなる一方で、実店舗販売は苦戦を強いられている。マスターカードの国内消費者動向レポート「スペンディング・パルス」によれば、実店舗の販売は前年比2.9%増にとどまり、オンライン小売りの伸び率6.7%に及ばない結果となった。なお個人消費全体の伸び率は前年比3.8%増となっている。

消費者がオンラインショッピングに慣れ親しむ中、新しいツールやチャンネルも普及してきている。アドビのデータによると、2024年のホリデーシーズンにおけるオンライン取引の54.5%がスマートフォン経由で行われ、前年の51.1%から増加した。また、後払い決済（BNPL）の利用も拡大しており、この方式による支出額は182億ドルに達し、前年比9.6%増加した。さらに注目されるのが、人工知能（AI）を搭載したチャットボットの利用急増だ。アドビのデータによれば、チャットボットを通じたトラフィックは前年比1300%増という驚異的な伸びを示している。2024年の結果を踏まえると、今年の商戦がどのように展開するか、想像をかき立てられる状況と言えよう。

先週の出来事



市場動向
先週の市場は、中国の製造業データが弱く人民元の下落とともに株価が下落してスタートした。米国株式市場では半導体関連銘柄に支えられ小幅上昇した後、雇用とサービス業の好調なデータを受けて国債利回りが上昇し、株価は下落した。ロサンゼルスでは大規模な山火事が発生。9日木曜日はカーター元大統領の国葬のため、株式市場は休場。10日金曜日に米労働省労働統計局（BLS）が発表した12月の雇用統計では非農業部門就業者数が予想を上回る25万6000人増となり、国債利回りが急上昇し、株価は急落した。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1.9%下落、S&P500指数は1.

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

9%下落、ナスダック総合指数も2.3%下落した。

企業動向
・メタ＜META＞（旧フェイスブック）は、トランプ次期大統領の盟友であり、総合格闘技団体UFCの最高経営責任者（CEO）であるダナ・ホワイト氏を取締役に指名した。またメタは、誤情報拡散防止のために導入していた投稿内容の正確性を調べる「ファクトチェック」を廃止すると発表。
・米半導体大手エヌビディア＜NVDA＞のCEOジェンスン・フアン氏は、ラスベガスで開かれた米家電・IT見本市「CES」において、ゲーム、自動運転、ロボット向けの新しい半導体を発表した。
・米国政府は、中国ソーシャルネットワーキングサービス（SNS）大手ウィーチャット（微信）親会社であるテンセント（騰訊控股）＜00700.香港＞と、中国大手バッテリー企業であるコンテンポラリー・アンペレックス・テクノロジー（寧徳時代新能源科技、CATL）＜300750.深圳＞を、「中国人民解放軍と関連のある企業」に指定した。
・ワクチンメーカーのモデルナ＜MRNA＞とノババックス＜NVAX＞の株価は、米国で初の鳥インフルエンザによるヒト死亡例が報告されたことを受け、急騰した。
・アイルランドのスポーツベッティング企業フラッター・エンターテインメント＜FLUT＞は、ナショナル・フットボールリーグ（NFL）の今シーズンは人気チームが勝利する割合が高水準で最も顧客に有利なシーズンとなり、ブックメーカーにとっては不利な結果となったので、業績見通しを下方修正した。

M&A（合併・買収）など
・メディア・娯楽大手ウォルト・ディズニー ＜DIS＞とスポーツ動画配信専門サービスのフボTV ＜FUBO＞は、ディズニーが70%、フボが30%を所有する新会社を設立し、ディズニー傘下の「Hulu＋ライブTV」事業とフボを統合することで合意したと発表した。新会社設立に伴い、フボはスポーツ配信事業に関連する訴訟を取り下げる。フボはディズニー、ＦＯＸコーポレーション＜FOX＞、ワーナー・ブラザース・ディスカバリー＜WBD＞の3社を相手取り、反トラスト法（独占禁止法）違反に当たるとして提訴していた。ディズニーはフボに2億2000万ドルの和解金を支払う。
・日本製鉄＜5401＞とUSスチール＜X＞は、バイデン大統領が日本製鉄のUSスチール買収を阻止した決定に対して訴訟を起こした。
・制服およびオフィス清掃機器のサプライヤーであるシンタス＜CTAS＞は、制服製造のユニファースト＜UNF＞に対して、60%のプレミアムとなる53億ドルの買収提案を行った。
・ストックフォト業界の世界最大手ゲッティ・イメージズ＜GETY＞は、同業のシャッターストック ＜SSTK＞を37億ドルで買収する。

今週の予定

1月15日（水）
・2024年の第4四半期決算シーズンが始まり、大手銀行や証券会社が業績を発表する。15日水曜日の取引開始前に、ブラックロック ＜BLK＞、シティグループ ＜C＞、ゴールドマン・サックス ＜GS＞、JPモルガン・チェース ＜JPM＞、ウェルズ・ファーゴ ＜WFC＞が決算を発表。16日木曜日にはバンク・オブ・アメリカ（バンカメ）＜BAC＞ とモルガン・スタンレー ＜MS＞ が発表。
・米労働省労働統計局（BLS）が12月の消費者物価指数（CPI）を発表する。エコノミストの予想は、CPIが前年同月比2.9%の上昇で、11月を0.2%ポイント上回る。また変動の大きい食品とエネルギーを除いたコアCPIは前年同月比3.3%の上昇と予想され、11月と同じ。直近5カ月間のCPIの前年同月比変動率は 2.4～2.9% の範囲で推移しているが、米連邦準備制度理事会（FRB）が目標とする2%の達成

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

Santa Moves Online

Holiday internet shoppping has grown steadily, setting year-on-year records.

Year	Holiday Spending (billion)	Year Over Year Growth
2020	$188.2	32%
2021	204.5	8.6
2022	211.7	3.5
2023	222.1	4.9
2024	241.5	8.7

Source: Adobe

は依然として困難な課題となっている。
1月16日（木）
・半導体製造大手の台湾積体電路製造（TSMC）＜TSM＞と医療保険会社のユナイテッドヘルス・グループ＜UNH＞が、四半期決算説明会を行う。
・米国勢調査局（商務省）が12月の小売売上高を発表する。コンセンサス予想は、11月の前月比0.7%増に続き、同0.6%増の予想。自動車を除く小売売上高は前月比0.5%増と予想され、前回より0.3%ポイント高い。

統計と数字

240万回：2024年に台湾行政府を標的としたサイバー攻撃の1日平均数。2023年の2倍。
160万人：6カ月間以上の長期にわたり求職活動を続ける米国人の数。2022年比で50%超の増加。
686社：2024年に破産手続きを申請した米国企業の数。2023年から8%増加し14年ぶりの高水準。
285%：米国政府のネットの年間金利負担額は、過去10年間で285%増加。2024年には8820億ドルに達した。

By Sabrina Escobar
(Source: Dow Jones)

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2025, Dow Jones & Company,Inc

『バロンズ・ダイジェスト』

発行
Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信
時事通信社

編集人
川田 重信（かわた しげのぶ）
大和證券入社後1986年から米国株式を中心に外国株式の営業活動に従事。ペインウェバー（現UBS）証券を経て2000年にエグゼトラストを設立。神戸大学経営学部卒業　米国ロチェスター大学MBA。

『バロンズ・ダイジェスト』 2025/01/12
THIS WEEK'S MAGAZINE

発行　　：Dow Jones & Company, Inc.
制作・監修・配信：時事通信社
編集
THIS WEEK'S MAGAZINE　：エグゼトラスト
TODAY'S MAGAZINE　　：時事通信社

お問い合わせ先（法人・個人の購読契約者様）：barrons@grp.jiji.co.jp
（ネット証券様の会員サイトで閲覧されているお客様は、ご契約先のネット証券様へお問い合わせください）

※当誌は、株式会社 時事通信社がライセンスに基づき Dow Jones & Company, Inc. の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。
※当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等により作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。
※図・表・データの無断使用を禁止します。
※記事中の株式やファンドの価格は、米バロンズ編集部による記事執筆時点の値である場合があります。

Copyright © 2025 Dow Jones & Company, Inc.
本誌記事の無断転載・複写を禁じます