

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/01/26

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 金利上昇で投資家に打撃、さらなる悪化の恐れも - High Interest Rates Are Hammering Investors. What Lies Ahead. [カバーストーリー]
P.1
財政赤字拡大が続けば米国の信認にも影響
2. ラウンドテーブルのメンバーが選ぶ22銘柄 - Alphabet, Uber, Applied Materials, and 19 Other Picks From the Roundtable [ラウンドテーブル]
P.5
最終回は4人のパネリストが推奨銘柄を紹介
3. 2024年の本誌の銘柄選択は残念な結果に - The Agony and the Ecstasy: A Look at Barron's 2024 Stock-Pick. [フィーチャー]
P.21
大手ハイテク銘柄以外で勝ち組を探すのが難しかった
4. 「低調な」融資の伸びが銀行株に打撃を与えかねない理由 - Why 'Tepid' Loan Growth Could Spell Trouble for Bank Stocks. [フィーチャー]
P.27
トランプ大統領の政策にも左右されることに
5. トランプ大統領は投資家を起伏の多い道へと誘う - Trump Will Take Investors on a Bumpy, if Prosperous, Ride [コラム]
P.30
新大統領の政策は不確実性を増す
6. 大きな値動きを伴ってこそ「サプライズだ」 - Earnings Surprises Are Producing Big Price Moves. That's a Surprise [投資戦略]
P.33
真のサプライズで株価は変動
7. 株式市場は大型ハイテク株とFRB次第 - The Stock Market Is at the Mercy of Big Tech and the Fed [米国株式市場]
P.35
「トランプノミクス」によるインフレ再燃が懸念材料
8. 「スターゲート」計画、大きな野心と乏しい具体性 - Stargate AI: Big on Ambition, Light on Details [ハイテク]
P.37
最大の疑問は資金源にある
9. 「破滅博士」は今や「リアリスト博士」に - Dr. Doom Is Now 'Dr. Realist,' and He Has a New ETF [ファンド]
P.39
従来型ポートフォリオはもはや通用しない
10. 影の薄い中型株が2025年に注目される理由とは - Mid-Cap Stocks Have Been in the Shadows. This May Be the Year They Shine. [経済関連スケジュール]
P.41
中型株が市場トップランナーとなるか

※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onz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. 金利上昇で投資家に打撃、さらなる悪化の恐れも High Interest Rates Are Hammering Investors. What Lies Ahead. 財政赤字拡大が続けば米国の信認にも影響

[カバーストーリー]

米国債利回りの上昇がもたらす多重苦



NYSE Group/Sipa USA/Alamy Live News

債券保有者にとっても、債務者にとっても、金利上昇による苦痛は始まったばかりなのかもしれない。トランプ大統領は自らがその問題の一部となるのか、それとも解決策の一部となるのかを決めなければならないだろう。トランプ氏当選の原動力となった関税や減税、多額の政府支出といった選挙公約は、金利水準を押し上げる可能性がある。

債券市場は、債券価格の昨年末から1月上旬にかけての急落を締めくくりに、歴史上最も厳しい時期の一つを経験している。債券利回りが

0%という前例のない水準から約5%に上昇したことで、投資家は約90年間で最悪のリターンを経験した。

住宅市場も二重の打撃に見舞われている。債券利回りと連動する住宅ローンの金利が7%に達し、多くの新規購入希望者にとって手が届きにくくなった。潜在的な売却希望者も既存の金利3%の住宅ローンからより高金利の住宅ローンへの乗り換えを避けるため、売却を凍結している。

債券利回り上昇の圧力を最も痛切に感じているのは、世界最大の債務者である米財務省だ。戦時中や景気後退時以外には前例のない水準の財政赤字を垂れ流し続けたことで、米国政府の債務総額は米国経済の規模を超えてしまった。金利水準が1%未満の頃は制御可能に見えた政府利払い費用だが、今や政府予算の中で最も急速に増加しつつある項目となり、2024年には国防費を上回った。

米国債の投資家にとって、政府債務の膨張は、さらなる債券利回りの上昇と債券価格の下落を意味する。継続中の財政赤字は国内総生産（GDP）の6%に相当し、既存債務および新規債務の利払い費用増加により、拡大しつつある。

金利水準の上昇は債務者にとって打撃となる。信用度の低い企業、特に銀行融資やプライベートクレジットに依存する企業は、資金調達面でストレスが高まり始めている。商業用不動産は、古い低金利のローンをより高金利で借り換えしなければならない一方で、オフィスビルなどのセクターでは依然として低迷が続いており、状況は厳しさを増している。

株式市場も、債券利回りが上昇を続ければ、打撃を受けるだろう。昨年末から1月上旬にかけて10年物米国債の利回りが3.6%から4.8%に急上昇すると、株式相場は下落に見舞われたが、その後、公表されたインフレ率が予想よりも良かったことを受け、国債利回りが0.25%ポイント下落したため、反発した。先週、S&P500指数は最高値を更新している。

金融政策ではなく財政政策の問題

Bond Alarm

The yield on the 10-year Treasury note jumped recently amid fears of inflation.



Source: Bloomberg

金利水準はトランプ大統領にとっても最重要で中心テーマだ。1月23日、トランプ大統領はスイスのダボスで開催中の世界経済フォーラム年次総会（ダボス会議）でビデオ演説を行い、「ただちに利下げを要求する」と述べ、公の場で米連邦準備制度理事会（FRB）向けにメッセージを発した。

問題は、今回は債券市場がFRBの誘導に従わない可能性があることだ。昨年末、FRBがフェデラルファンド（FF）金利誘導目標を100ベースポイント引き下げた際、10年物米国債の利回りは正反対の動きを見せ、直近のピークを付けた。

独立系調査会社TSロンバードの米国担当の首席エコノミスト、スティーブン・ブリッツ氏は、トランプ大統領がFRBに対してどのような指示を与えようと、債券市場は「トランプ政策の多くに内在する矛盾や、その実施をめぐる不確実性（例えば関税）、依然として巨大過ぎる財政赤字から、より多くの不確実性を価格に織り込む可能性が高い」と書いている。

ブリッツ氏は、10年物米国債の利回りが2000年代半ば以来となる6%まで上昇する可能性があるともみる。特にFRBが利下げを終了し、FF金利誘導目標を現在の4.25～4.5%から2年以内に5～5.25%に引き上げれば、その可能性は高まる。

国債利回りが6%となれば、社債利回りは7%になる可能性がある。ブリッツ氏は「この利回り水準は、株式市場にとって問題となり得る。機関投資家は資産配分を見直す可能性が高く、株式市場から資金が徐々に流出するのが自然な流れである高齢化するベビーブーム世代の資金流出が加速する可能性がある」と指摘する。

『金利の歴史』の著者リチャード・シラ氏は、約5%という現在の金利水準は、2008～2009年の世界金融危機の後の10年間で一般的となった利回り水準1.5～2.5%に比べて高く見えるにすぎないと指摘する。シラ氏が本誌に語った「歴史」の教訓の一つは、長期金利のサイクルが通常、20～40年に及ぶということだ。ビーオブエー・グローバル・リサーチの主席投資ストラテジスト、マイケル・ハートネット氏によれば、利回りはコロナ禍で市場がパニックに陥る中、2020年3月に約0.3%で底を打った。ハートネット氏は、10年物米国債利回りが年内に4%を下回り、債券相場、株式相場ともに高騰すると予測しているものの、債券利回りの上昇を投資家が直面する長期的なリスクの第1位に挙げている。

コロナ禍後に上昇に転ずるまで、利回りは下落を続けていた。ハートネット氏によれば、金利水準が1980年代以降、40年以上にわたり下落してきた背景には、インフレ抑制のための断固とした金融政策、小さな政府と規制緩和、ソビエト連邦の崩壊や世界経済における中国の台頭、北米自由貿易協定（NAFTA）の成立に見られたような幅広いグローバル化があったという。

世界金融危機を受け、こうした自由市場の正統性は介入主義的な財政・金融政策にとって代わられた。中央銀行はゼロ金利（欧州と日本ではマイナス金利）政策を導入し、量的緩和（QE、巨額の債券購入による流動性注入）によって補完した。こうした債券購入が政府の財政赤字を容易にすると同時に資産価格を押し上げた。

また、ポピュリズムが国際的に定着し、トランプ氏が2016年の大統領選で勝利し、昨年の大統領選で再選される結果となった。財政政策は2024年度の米財政赤字がGDPの6%を超えるという「極端な過剰」となり、連邦債務の総額は36兆ドルと、米国の経済規模を超えている。

BCAリサーチの元主席エコノミスト、マーティン・バーンズ氏は、こうした状況を前に、「債券自警団」（1980年代、1990年代に、財政・金融運営の規律の緩みに対して国債を売却し利回りを上昇させることで抵抗を示す活動を行った債券投資家）はどうしているのか気になると話す。昨年、FRBが利下げを行った際に、債券利回りが異常な上昇を示したことは、債券自警団活動の片鱗かもしれない。シラ氏は、インフレ率が依然3%近くで推移し、目標の2%を上回る中でFRBが金融政策を緩和することへの反応であるとみている。

バーンズ氏は、最終的には債券自警団が復活し、政府は財政リスクに対するプレミアムの支払いを余儀なくされると予想する。それがいつになるかは不明だ。経済学者のカーメン・ラインハルト氏とケネス・ロゴフ氏が、世界金融危機の後、債務の対GDP比率が90%に達すると経済的な問題を引き起こすと推論している。しかし、米国政府の債務総額はGDPの120%を超えているものの、まだ警鐘は鳴っていない。

■ 今や財政再建派は絶滅危惧種か

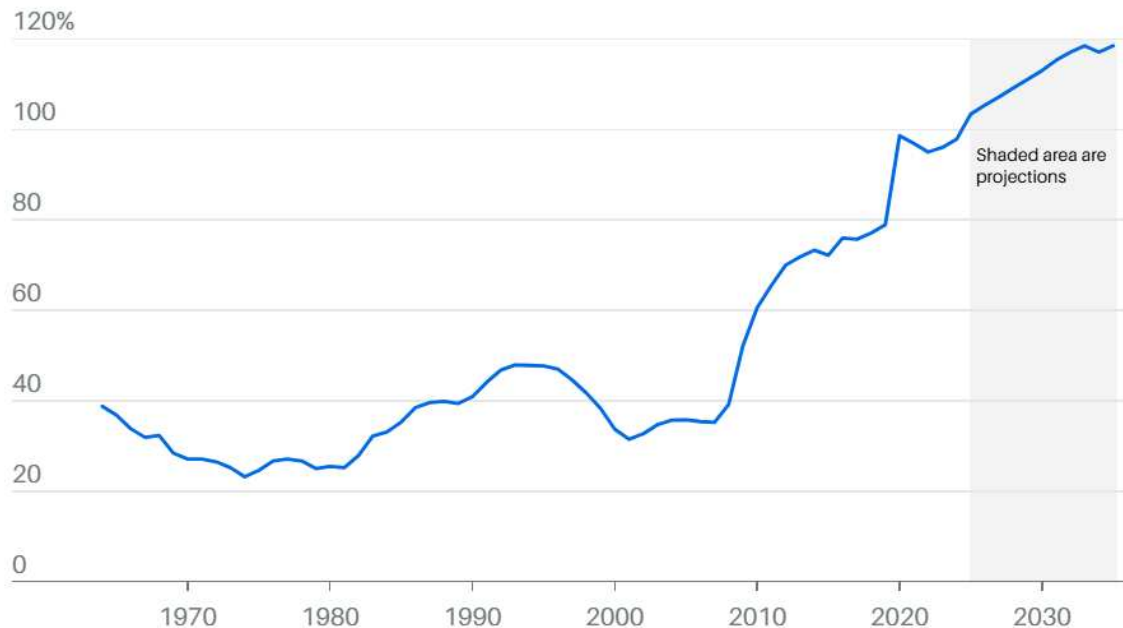
ハートネット氏は、トランプ新政権が歳出削減というサプライズをもたらす可能性があると考えている。「悪魔のようなトランプと天使のようなトランプ」の両方の可能性があるともっており、赤字削減のペースを遅らせるのが後者だ。

財務長官候補のスcott・ベッセント氏は、財政赤字をGDPの3%まで半減させ、実質経済成長率を年3%とし、米国の国内原油生産量を日量300万バレル増産する、意欲的な「3-3-3」計画を打ち出している。しかし、投資銀行BTIGの政策アナリスト、アイザック・ボルトンスキー氏は「ワシントンにお

Debt Nation

Government debt is piling up, and the trend looks set to continue. That could push bond yields up further.

Federal Debt Held by the Public as Percentage of GDP



Source: Congressional Budget Office

ける財政赤字タカ派（財政再建派）は絶滅危惧種だ」と、懐疑的だ。

イーロン・マスク氏が率いる政府効率化省（DOGE）が財政赤字を削減できる可能性は低い。連邦政府支出額6兆7500億ドルのうち約60%がメディケア（高齢者向け医療保険制度）、メディケイド（低所得者医療保険制度）、および社会保障向けの支出、13%が政府債務の利払い費用、利払い費用とほぼ同額が国防費だ。削減対象となる可能性が高い、国防費以外の裁量的支出は歳出全体のわずか13%にすぎない。

連邦議会予算局（CBO）は、財政赤字が2025年度はGDPの6.2%に達し、2027年に5.2%まで縮小するものの、2033年までに再び6.1%に拡大すると予測している。CBOによれば、「大恐慌後、財政赤字がこの水準を超えた時期は、第二次世界大戦後、2007～2009年の世界金融危機、およびコロナ禍のみ」だ。

CBOの見通しは楽観的な想定に基づいている。今後10年間、景気後退はなく、2017年税制改革法（第1期トランプ政権を代表する税制改革）が失効することが前提だ。トランプ大統領の主要政策に従い、2017年税制改革法が更新された場合、今後10年間でさらに約4兆ドルが連邦債務に上乗せされる。この数字には、選挙で公約したチップや残業代の非課税化は含まれていない。関税導入で財源不足をどの程度補填できるのか、現時点では誰にも分からない。CBOはまた、今後10年間にわたり、国債利回りが低下すると想定しており、10年物国債の平均利回りを2025年が4%、2026～2029年は3.9%、2030～2035年は3.8%と予測している。

何らかの財政規律が持続可能な財政への道となるかもしれない。重要なのは、金利が名目GDPの成長

率を下回ることだ。連邦債務の対GDP比率は第2次世界大戦後の1946年に106%でピークに達した後、1974年にはわずか23%まで引き下げられた。大半は戦後の米経済の力強い成長によるものだが、金利が人為的に抑制されていたことも理由の一つだ。

より可能性が高いのは金利の高止まりだ。債券投資家は、財政赤字が解消されないリスク、およびその結果発生するインフレに対する補償として、より高い利回りを要求する。ビーオブュー・グローバル・リサーチのハートネット氏にとって深刻な警告シグナルとなるのは、米国が世界の信認を失い、投資家の資金が米国債と米ドルから逃避することだ。そうした転換点が訪れるのか、それがいつになるかは誰にも分からないが、これが債券投資家、株式投資家の両者が直面し、債務を必要とする人々にとって重要な影響を及ぼす重要な長期的リスクである。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

2. ラウンドテーブルのメンバーが選ぶ22銘柄

[ラウンドテーブル]

Alphabet, Uber, Applied Materials, and 19 Other Picks From the Roundtable
最終回は4人のパネリストが推奨銘柄を紹介

第3回ラウンドテーブル

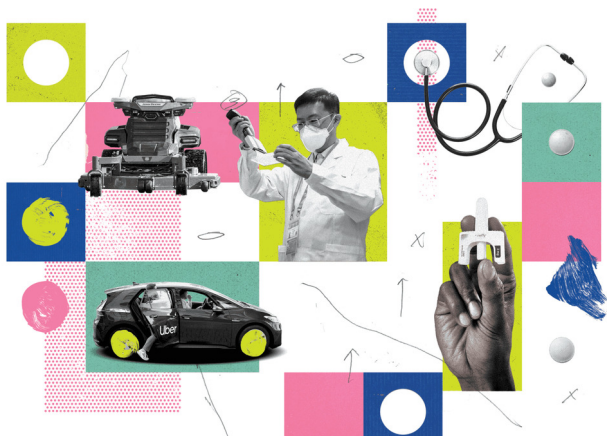


Illustration by Blake Cale

本誌は2025年ラウンドテーブルを1月6日に開催し、11人の投資家が参加した。全3回の最後となる今週は、イーグル・キャピタル・パートナーズのゼネラル・パートナーであるメルル・ウィトマー氏、TDエポックの会長兼ポートフォリオマネジャーであるウィリアム・プリースト氏、ティー・ロウ・プライス・インベストメント・マネジメントの最高投資責任者（CIO）であるデービッド・ジルー氏、パルナッソス・インベストメントのCIOであるトッド・アールステン氏の推奨銘柄を紹介する。

ウィトマー氏の推奨銘柄

ウィトマー氏：最初の推奨銘柄は食品加工機器メーカーのJBTマレル<JBTM>だ。株価は127ドル、時価総額は66億ドル、企業価値は88億ドル（1月22日現在では85億ドル）となっている。

マレルは世界をリードする食品・飲料加工機器サプライヤーで、強力なアフターマーケットの部品およびサービス事業を有する。この1月3日に米国のジョン・ビーン・テクノロジーとアイスランドのマレルが合併して現在の形になった。マレルが持つ業界最高クラスのテクノロジーや研究開発プラットフォームと、JBTの卓越した事業運営が合わさることに期待している。

マレルにとって最大の最終市場は鶏肉だ。売上高の37%を占め、利益に占める割合はさらに大きい。



Meryl Witmer/ Photograph by Guerin Blask

マレルの機器は鶏肉処理の現場におけるゴールドスタンダードであり、JBTは食肉の形成、調理、被覆、包装に強い。鶏肉の加工処理業者は、JBTマレルが1社で機器とサービスの完全なラインアップを提供できることによる恩恵を受けるだろう。

もう一つのスターは無人搬送車（AGV）による倉庫オートメーション事業だ。この事業は2024年に30%成長した。

過去数年間、マレルは牛肉や魚などの事業で苦戦していた。経営陣は優れているが、経費を削減するのが遅かった。これは営業利益率がわずか12%であることから明らかだ。

本誌：ジョン・ビーンの事業はどうか。

ウィトマー氏：ブライアン・デック最高経営責任者（CEO）の下で利益率は一貫して改善し、過去2年間で約3%ポイント上昇した。

合併後の業績に関しては、売上高の半分を機器販売、もう半分を継続的なアフターマーケットサービスと部品販売から得ることになるだろう。コスト面のシナジー（相乗効果）は1億2500万ドル超に上り、3年以内に実現される見込みだ。当社は2027年の売上高を45億ドル、税引き後1株当たりフリーキャッシュフローを9～10ドルと予想している。設備投資が減価償却費を大幅に下回っているため、1株当たりフリーキャッシュフローは1株当たり利益（EPS）を約1.5ドル上回る。当社はJBTマレルの事業を株価フリーキャッシュフロー倍率で18～20倍と評価しており、目標株価は160～200ドルだ。

ヘンリー・エレンボーゲン氏：合併した両社の営業利益率の差は。

ウィトマー氏：約5%ポイントだ。

次の銘柄のガラス容器メーカーのO-Iグラス<OI>は、ビール、ワイン、ノンアルコール飲料などのガラス瓶を製造しており、株価は10.5ドルだ。米州と欧州に工場を有する。発行済み株式総数は1億5400万株、株式時価総額は16億ドル、負債は48億ドルだ。O-Iは基本的に買収対象企業の資産を担保に資金調達を行うレバレッジド・バイアウト（LBO）された上場企業である。

O-Iは2～3年前にアスベスト関連の賠償責任から解放されたことで「投資可能」になった。2024年5月にゴードン・ハーディー氏がCEOに就任した。ハーディー氏は2015年から取締役を務め、以前は穀物メジャーのブンゲ<BG>の経営幹部として活躍した。現在は、余剰生産設備の閉鎖や、管理職の階層の削減などによって、2027年までに利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）を3億～5億ドル増やすことを目指している。

O-Iは、私が以前推奨し、優れたパフォーマンスを上げている製紙会社シルバモ<SLVM>に少し似ている。O-Iもコモディティーに近い業界の企業で、工場のコストが高く、生産能力が過剰である。シル

バモはO-Iと同様に多額の負債を抱えており、それを返済することが株主の利益になった。

ハーディー氏は2027年のEBITDAの目標額を15億ドルとしている。これを若干下回る13億7500万ドルのEBITDAを想定し、フリーキャッシュフローによる負債の返済を考慮すると、EPSは2027年に3.15ドル、2030年に3.7ドルとなる可能性がある。株価は数年以内に3倍に上昇し得る。

次の推奨銘柄は、半分は投資のため、半分は公益のために紹介する。製薬会社ARSファーマシューティカルズ<SPRY>は「ネッフィー」という一つの製品のみを扱っている。ネッフィーはアレルギーによる重篤な「アナフィラキシーショック」を抑える注射剤「エピペン」の代用品で、米食品医薬品局（FDA）に承認されている。ネッフィーは点鼻スプレーで、鼻粘膜を通じてエピネフリンを吸収させる。現在は体重66ポンド（約30キログラム）超の人に対して使用が承認されており、3月上旬に体重33～66ポンドの子供に対して低用量のスプレーが承認される見込みだ。2023年のエピネフリンの処方件数は510万件だった。

私はアレルギーの息子を持つ親としてネッフィーを歓迎しており、優れた製品になると考えている。ポケットに入る大きさで、華氏120度（摂氏約49度）の環境でも安定しており、30カ月まで保存できる。

Q：価格は。

ウィトマー氏：現在は2パックを200ドルで買える。間もなく広範囲で保険適用となる可能性が高い。ARSが平均価格300ドルで年間300万件の処方を獲得した場合、売上高は9億ドルになる。利益率を50%と想定すると、税引き後利益は3億3700万ドル、EPSは3ドル以上だ。これには米国以外での売上高に対するロイヤルティ収入などは含まれない。

リスクの一つは、保険や薬剤給付管理（PBM）の対象にならないことだ。ただし、PBM会社のエクスプレス・スクリプツはネッフィーをフォーミュラリー（保険償還対象医薬品のリスト）に掲載しており、他のPBM企業も今年上半期に掲載する可能性がある。

もう一つのリスクは製薬会社アクエスティブ・セラピューティクス<AQST>の競合製品「アナフィルム」だ。この製品は歯ぐきにフィルムを貼り付けるというもので、FDAに承認されるか分からないため、リスクを定量化するのは難しい。

すべてがうまくいった場合、ARSの株価は30～40ドルとなる可能性がある。特許の期限は2038年だ。株式の約15%は空売りされている。空売りの割合が大きければ、成功したときに（空売り筋が買い戻しを強いられるので）プラスになることが多い。

次の銘柄だ。当社は過去数年、ディスカунストア大手ダラー・ツリー<DLTR>の浮き沈みに付き合ってきた。株価は150ドル超のピークから現在は74ドルに下落している。発行済み株式総数は2億1500万株、純負債は10月末時点で27億3000万ドル、時価総額は160億ドル、企業価値は187億ドルだ。ダラー・ツリーは「ダラー・ツリー」と「ファミリー・ダラー」の2種類の店舗を運営している。ダラー・ツリー店舗はすべての商品を1ドルで売っていたが、複数の価格の商品を売る業態に切り替えている。

ダラー・ツリーの経営陣は昨年、ファミリー・ダラーについて戦略的レビューを行うと発表した。結

果がどうなるかは分からない。当社は、元CEOのリチャード・ドレーリング氏が、以前のディスカウントストア大手ダラー・ゼネラル<DG>と同じようにファミリー・ダラーを成功させることを期待していたが、ドレーリング氏は成果が出る前に健康上の理由で退職した。

多くの小売店と同様に、ダラー・ツリーとファミリー・ダラーも万引きやインフレなどの逆風に直面している。窃盗に関する法律が厳罰化され、インフレ環境がより穏やかになれば、潮目が変わる可能性がある。ファミリー・ダラーの歩みが鈍く、利益貢献が2億ドルだった場合、EPSは2025年1月期の5.31~5.51ドル（推定）から2026年度には6.23ドル、2027年度には7.15ドルとなる可能性がある。売上高の伸びは年5%で、年間5億ドルの自社株買いが続くと想定している。

Q：ファミリー・ダラーが売却された場合は。

ウィトマー氏：ファミリー・ダラーが売却され、その収入が自社株買いに充てられた場合、EPSは大幅に増加し、8~10ドルとなる可能性がある。売却がなく、予想株価収益率（PER）を15~17倍と仮定すると、株価は1年以内に100~120ドルとなり得る。売却があれば、株価はさらに大幅に上昇するだろう。

最後の推奨銘柄はエネルギーパイプライン運営会社でリミテッドパートナーシップのエンタープライズ・プロダクツ・パートナーズ<EPD>だ。配当利回りは7%弱で、信用格付けはAマイナスとなっている。エンタープライズは5万マイルのパイプライン、3億バレル分の液体貯蔵施設、42の天然ガス処理施設などを有する。インサイダーが株式の約30%を保有している。経営陣は発行済み株式総数の水準を維持しつつ、営業活動による1株当たりキャッシュフローを2006年の1ドルから3.8ドル（昨年9月までの12カ月間）に増やしている。分配可能キャッシュフローは配当の1.7倍だ。

エンタープライズは2024年と2025年の設備投資額を合計70億ドルと予想している。投下資本利益率（ROIC）は通常13%だ。このリターンの一部を分配すれば、今後の配当は増加するだろう。エンタープライズはテキサス州に本社を置く。最近の説明会では、データセンターへの電力供給の助けを求める声が殺到していると述べていた。

エレンボーゲン氏：あなたは普段、あまり多くの銘柄を推奨していなかったと思うが。

ウィトマー氏：自分でも驚いた。しかし、一部の銘柄が最近暴落したため、投資機会が生まれている。

参考資料

(資料)

Meryl Witmer's Picks

Company / Ticker	1/3/25 Price
JBT Marel / JBTM	\$127.62
O-I Glass / OI	10.57
ARS Pharmaceuticals / SPRY	11.19
Dollar Tree / DLTR	73.36
Enterprise Products Partners / EPD	31.83

Source: FactSet

プリースト氏の推奨銘柄

プリースト氏：最初の銘柄はアルファベット<GOOGL>だ。アルファベットはグーグル、YouTube、グーグル・クラウド、基本ソフト（OS）の 안드로이드、そして自動運転配車プラットフォームのウェイモをはじめとする「その他事業」を所有している。アルファベットは、過去10年間で開発してきた強力な人工知能（AI）ツール、規模の利益、統合されたエコシステムを有し、AIがもたらす新時代を勝ち抜くことができる立場にある。アルファベットはすべてのユーザー向け製品に生成AIを組み込むことに取り組んでいる。

グーグルの検索事業はシェアを維持しつつ持続的かつ変革を遂げている。検索の「AIによる概要」は、検索の頻度を高め、質の高いクリックを生み出すだろう。グーグル・クラウドはクラウド業界でアマゾン・ウェブ・サービス（AWS）とマイクロソフト<MSFT>のアジュールに次ぐ第3位を堅持しており、クラウドへの業務移行が進む中で引き続き恩恵を受けるはずだ。



William Priest/ Photograph by Guerin Blask

またアルファベットは、量子コンピューティングのブレークスルーなどの最近の成果を踏まえ、技術的リーダーシップを改めて主張している。

Q：規制環境は厳しいが、変化があると思うか。

プリースト氏：新政権下の変化によって、アルファベットは法的課題を穏便に解決できる可能性がある。そうなれば、バリュエーションのさらなる上昇への道が開くだろう。当社はアルファベットの1株当たりキャッシュフローが今年の約6ドルから2026年には9.5ドルへ増加すると予想している。株価フリーキャッシュフロー倍率を25倍とすると、株価は240ドルとなり、直近の株価に対して20%超の上値余地がある。

次の推奨銘柄はウーバー・テクノロジーズ<UBER>だ。ウーバーは中国以外で配車サービスと料理宅配サービスの最大手企業となっている。商品の生産者と運送会社買い手をつなげる貨物運送事業も手掛ける。オンデマンド輸送は世界中で長期的な成長を享受しており、ウーバーはその頂点に位置する。

ウーバーはダラ・コスロシャヒCEOという強力なリーダーの下で黒字化し、キャッシュフローを創出している。世界中のさまざまな自動運転車プロバイダーと提携し、リスク削減にも取り組んでいる。

配車と料理宅配の両方のプラットフォームで、受注額は10%台後半から20%台前半のペースで伸びている。利益率も上昇している。経営陣は来年、フリーキャッシュフローの伸びの加速を受けて自社株買いのペースを上げるだろう。ウーバーは他社の持ち分を売却することによっても利益を獲得している。

株価は約64ドルで、企業価値キャッシュフロー倍率はわずか15倍だ。今後3年間でキャッシュフローは年平均30%のペースで成長する公算が大きい。当社は、2026年の予想1株当たりキャッシュフローを5ドルと想定し、それに対する株価キャッシュフロー倍率を20倍と想定し、すなわち株価が100ドルになる可能性があると考えている。

次の銘柄のグローバル製薬会社のアストラゼネカ<AZN>は、がん、心血管疾患などの分野で質の高い製品を有し、パスカル・ソリオットCEOの評価が高い。既存製品のポートフォリオと、後期段階のパイプライン（新薬候補）資産によって、業界平均を大幅に上回る成長を実現できるだろう。パイプラインの事業機会は現在のバリュエーションに織り込まれていない。

アストラゼネカは今年、複数の後期段階の治験結果を発表する予定で、これらの医薬品の売上高は合計250億ドルとなる可能性がある。2030年までに20件以上のブロックバスター（大型新薬）を発売できる見込みだ。

当社はアストラゼネカのEPSを2024年は4.1ドル、2025年は4.7ドル、2026年は5.4ドルと予想している。株式は米国預託証券（ADR）を通じて米国で取引されている。当社は妥当な株価を約90ドルと考えている。これは2026年予想PER17倍に相当し、35%の上値余地がある。

スコット・ブラック氏：アストラゼネカの問題は売上高が伸びていないことだ。内部成長率は名目国内総生産（GDP）成長率を下回っており、買収を含めた今年の増収率は買収を含めて約6%になる見込みだ。名目GDP成長率は5%である。

ブリスト氏：成長率の低さは現在のバリュエーションに織り込まれている。

次の推奨銘柄は世界最大の航空機リース会社エアキャップ・ホールディングス<AER>だ。ポートフォリオの資産額は700億ドルで、これには1700機の航空機、1000基のエンジン、300機のヘリコプターが含まれる。エアキャップは80カ国で300社の顧客にサービスを提供している。

エアキャップは民間航空機の需給の不均衡からによる恩恵を受けやすい立場にある。世界の航空交通量は新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）からの回復が続き、需要は強含んでいる。さらに、世界のGDPの増加、中所得層階級の拡大、電子商取引（Eコマース）の成長によって、今後数十年にわたって増え続ける公算が大きい。供給が限定的な市場で資産需要が伸びている中で、リース価格は期間満了時に改定されるため、エアキャップには価格決定力がある。供給制約は古い航空機の価値も高めている。

こうした動向によって、リターンの向上、堅調な利益、純資産価額の増加が見込まれる。当社はエアキャップのEPSについて、2025年は12ドル、2026年は13ドルと予想している。2026年予想PERは7倍で、株価は今後12カ月で115ドルに上昇する可能性がある。これは直近の約95ドルの株価に対して20%の上値余地を示す。

最後の推奨銘柄は顧客管理ソフトウェア大手セールスフォース<CRM>だ。セールスフォースは、営業管理、マーケティング、分析などの分野でシステム・アズ・ア・サービス（SaaS）ソリューションを提供する大手法人ソフトウェアプロバイダーだ。セールスフォースの市場は大規模かつ成長中で、クラウドへの移行が初期段階にあり、同社はシェアを拡大し続けている。買収した資産の統合と成長、利益率の向上、キャッシュフローの加速を実現してきた実績もある。

第3四半期（2024年10月期）決算は堅調で、中核事業が絶好調であることを示している。売上高は広範囲で増加し、利益率は上昇しており、キャッシュフローも好調だった。AIプラットフォームのエージェントフォースに対する初期の需要は、株価の上振れ余地を生み出すだろう。

当社は1株当たりフリーキャッシュフローについて、2025年度（2025年1月期）の12.5ドルから2026年度には14.5～ドルか15ドル、2027年度には16.25ドルに増加すると予想している。株価は今後12～18カ月以内に400ドル以上になる可能性がある。これは2027年度予想PER25倍に相当する。

参考資料

(資料)

William Priest's Picks

Company / Ticker	1/3/25 Price
Alphabet / GOOGL	\$191.79
Uber Technologies / UBER	64.59
AstraZeneca / AZN	66.25
AerCap Holdings / AER	95.93
Salesforce / CRM	332.90

Source FactSet

ジルー氏の推奨銘柄



David Giroux/ Photograph by Guerin Blask

ジルー氏：推奨する6銘柄の売上高の内部成長率は約7%、EPSの成長率は12～13%だ。S&P500指数に対する相対バリュエーションは10年来の最低に近い水準で、2026年の株価キャッシュフロー倍率でみて市場に対して15%のディスカウントとなっている。

最初の銘柄のライフサイエンス関連のリビティ<RVTY>はミッドイヤーラウンドテーブルでも推奨した。年間売上高は28億ドル、営業利益率は28%、時価総額は140億ドル、2025年予想PERは20倍強だ。

リビティには、さらなる上振れ余地を提供する可能性のある多大な機会がある。三つの優良事業が、売上高の62%、利益の75%超を占めている。免疫診断事業の中で最大のユーロイミューン事業は、自己免疫診断における市場のリーダーで、内部成長率は2桁台前半だ。自己免疫疾患の診断は不十分で、ユーロイミューン事業は欧州と中国で支配的な立場にある。売上高に占める現在の割合は15%で、を占める米国事業は

急速に成長している。

黒字のソフトウェア事業は2桁台で成長しており、顧客維持率は高く、利益率も40%と高い。リビティが販売するソフトウェアは多いが、中でも研究所の技術者向けのエレクトロニック・ラボラトリー・ノートブック（電子実験ノート）ネットワークが最大で、ソフトウェア・アズ・ア・サービス（SaaS）への移行の初期段階にある。

3番目の優良事業は、科学者が実験に使用するハイエンド試薬の製品群だ。長期的な成長率は1桁後半〜から2桁台前半で、価格決定力、バイオテクノロジーの成長、プロテオーム解析（タンパク質の研究）などがけん引する。リビティの、試薬における最大の競争相手のPERは36倍となっており、試薬事業のPERが30倍を下回る理由はない。

3事業を合わせると、1年後の1株当たり価値が137ドルになる可能性がある。現在（1月3日）の株価である113ドル（1月3日）は、3事業以外をマイナス約25ドルで取得できることを意味している。3事業以外の内部成長率は4〜5%で、少なくともPERで20倍の価値がある。サム・オブ・ザ・パーツ分析によると、リバティには158ドルの価値がある。

リビティには、新薬を市場に投入するまでの時間を短縮して成功への確率を高めることで製薬会社を支援する、独特なライセンスリング事業がある。リビティは、製薬会社が臨床試験を進めるにつれてマイルストーン収入を獲得し、新薬として承認されればロイヤルティー収入を受け取る。ライセンスは約150件で、ライセンスおよびロイヤルティー事業は長期的にみてリビティを変容させる可能性がある。

利益率は、現在は約28%だが、5〜年から7年後には35%に上昇する可能性がある。また、ライフサイエンス業界では、リビティのフリーキャッシュフロー・コンバージョンレシオは同業のダナハー<DHR>に次いで高いと予想され、それも高いバリュエーションを下支えしよう。2020年代末2029年には、リバティのEPSは10ドル弱となり、PERは30倍になるだろう。

次の銘柄に移る。ソフトウェア企業にとって昨年は厳しい年で、結果的にバリュエーションが魅力的になっている。グローバルソフトウェア企業のピー・ティー・シー（PTC）<PTC>は選好銘柄の一つだ。時価総額は220億ドルだ。PTCは、製品やサービスのライフサイクル・マネジメントと、コンピューター支援設計（CAD）に焦点を当てている。売上高の内部成長率は2桁台前半で、EPSの成長率は2桁台半ばだ。新CEOが就任して以来、市場シェアを伸ばしている。

株価が割高でシクリカルな企業とは非常に異なり、PTCの株価は景気回復を織り込んでいない。われわれは、景気が活況でない状態でも2桁台前半の成長を予想しているが、経済が活性化すれば成長率は高まる可能性がある。

PTCは、製品のクラウド化の初期段階にある。クラウド化された事業は、現在は全体の25〜30%強程度4分の1か3分の1だが、70%がクラウド化すると考えられる。現在クラウド化されていない事業が今後10年間でクラウド化されれば、内部成長率は年間2%ポイント上昇する可能性がある。

PTCは、「50の法則（増収率と利益率の合計が50）」に該当する企業だ。売上高の内部成長率は10〜12%で、営業利益率は40%だ。自社株買いと買収が原動力となり理由で、利益の伸びは売上高の伸びを

4%ポイント上回っている。大型買収は過去のものだが、業績に好影響となる小規模買収は可能だ。自社株買いについては、今後3年間で20億ドルの買い戻しを発表している。

2026年9月期の、PTCのフリーキャッシュフローの目標は約10億ドル（1株当たり8.25ドル）。株価は180ドル台前半で、株価フリーキャッシュフロー倍率は22倍。対して他のバーティカル・ソフトウェア企業の株価フリーキャッシュフロー倍率は30倍に近いとなっている。株価は、1年以内に240～250ドルになると予想する。

次の銘柄は、コネクテッドワークフローソリューション用のテクノロジーを提供するフォーティブ<FTV>だ。株価は75ドル、時価総額は260億ドル、年間売上高は63億ドル、2025年予想PERは18倍、株価フリーキャッシュフロー倍率は17倍となっている。フォーティブのPERは、同業である産業技術ソリューションのアメテック<AME>や産業用ソリューションを提供するインガソール・ランド<IR>などの高クオリティー銘柄を6～7ポイント下回っており、産業コングロマリット指数に対しては4ポイントのディスカウントとなっている。その一方で、フォーティブは同業他社と比較して、提供するソフトウェアや経常的収益は多く、フリーキャッシュフロー・コンバージョンレシオと粗利益率は高く、事業の循環性は低い。粗利益率は、同業他社の40%に対して、フォーティブは60%前後だ。過去5年間の利益成長率は年率14%だ。

バリュエーションがディスカウントとなっている理由は、過去数年間のにおける大型買収における資本配分の効果が貧弱だったことが一因だ。昨年買収した、ドイツのプログラマブル電源メーカーのエレクトロオートマティックの買収は、結果が好ましくなかった。計測器・制御機器のメーカーであるナショナル・インスツルメンツ<NATI>の買収は、幸運にも失敗した。その他、業績ガイダンスも積極的過ぎた。循環性の高い事業とソフトウェア／ヘルスケア事業を運営することは、非常に複雑だ。

好材料として、フォーティブは2025年下半期に2社に分社化分割すると発表した。われわれは、株価再評価のカタリストであると考えている。新生フォーティブには、ソフトウェア、ヘルスケア、試験および計測機器のフルークが含まれ、CEOにはオルミデ・ソロヤ オルミード・ソロブ氏が就任する予定だ。新生フォーティブは資本財業界の中でも、粗利益率とフリーキャッシュフロー・コンバージョンレシオが最も高く、内部成長率の高さは有数で、高い成果を挙げる小規模買収と自社株買いを強調する資本配分戦略を採用するだろう。アメテックとインガソール・ランドは有効な資本配分によって素晴らしい銘柄になっている。

フォーティブの自己資本利益率は、買収や自社株買いから3年以内に2桁台になると予想される。新生フォーティブの、今後5年間の利益とフリーキャッシュフローの伸びは、高クオリティーの同業他社を上回るだろう。ソロヤ氏は、フォーティブのインテリジェント・オペレーティング・ソリューションズの運営で卓越した成果を示した。

Q：スピンオフされる企業の見通しは。

ジルー氏：スピンオフされる企業は、循環性が高い計測器メーカーのテクトロニクスとセンサー事業が含まれる。テクトロニクスに最も近い同業他社はエンジニアリングワークフローを実現するキーサイト・テクノロジーズ<KEYS>で、株価EBITDA倍率は20倍となっている。スピンオフ企業のCEOとなるタミ・ニューカム氏は優れた経営者で、フォーティブのヘルスケア事業を立て直した。自社株買いと小規模な買収に、資本配分の焦点が当てられると予想される。サイクルを通じた利益成長は、9～11%の可能性がある。

フォーティブの価値は、サム・オブ・ザ・パーツ分析に基づく90~100ドルになると考えている。今後5年間では、利益の2桁台前半の成長とバリュエーション上昇によって、株価のリターンは2桁台なかば半ばになる見込みだ。

次は、テクノロジー企業のローパーロッパー・テクノロジーズ<ROP>だ。市場シェアが高いソフトウェア事業と、高成長のヘルスケア事業で構成され、年間売上高は約70億ドル、EBITDAマージンは41%、時価総額は550億ドルだ。私は、過去約25年にわたって見守ってきており、現在のローパーロッパーにも魅力的だ興奮しているが、今後4~5年後の姿にも大きく期待興奮している。

ローパーロッパーは、資本財事業の過半数を2022年に手放して、成長性が高まったとともに循環性が低下した。結果的に内部成長率が、4~5%から7%へ上昇した。

ローパーロッパーは買収戦略を変更して、成長率の高い事業に焦点を当てて、過去4~5年間は小規模な買収で業績に寄与する、リターンの高い買収を実施してきた。今後5年間で、内部成長率は8~9%、さらには10%まで上昇する可能性があり、それに応じて、利益は2桁台半ばで成長する可能性がある。2026年予想株価フリーキャッシュフロー倍率は約20倍だが、同業他社は25~30倍だ。

ローパーロッパーのストックオプションによる報酬は売上高のわずか2%で、一方同業他社は8~15%となっているため、ローパーロッパーの利益とフリーキャッシュフローの質は同業他社よりも高い。また、ローパーロッパーがサービスを提供する業種は、教育、保険代理店、公益およびヘルスケアなど、景気変動の影響を受けにくい。

ローパーロッパーは資本財事業の40%を依然として保有しており、それが今後3年間で公開される可能性があると予想される。ローパーロッパーの持ち分の価値は20億~30億ドルになる可能性がある。

私は過去に、な医療技術会社のベクトン・ディッキンソン<BDX>を推奨したことがある。売上高は210億ドル、EBITDAマージンは30%、時価総額は660億ドルだ。過去5年間の内部成長率は年率5~6%で、大規模な製品リコール、中国における逆風、ライフサイエンスおよび診断事業の減速にもかかわらずそれだけの成長の伸びを達成してきた。さらに、一連の買収は、内部成長率を加速させる見込みだ。中国が売上高に占める割合は、以前は10%だったが、現在は5~6%へ低以下している。

ベクトンは薬剤充填（じゅうてん）済み注射器市場を支配しており、生産能力は業界第2位の企業の6倍に達する。充填済み注射器事業は、糖尿病治療薬のGLP-1受容体作動薬の成長と、注射センターを不要にする携帯型製品の台頭によって成長が加速すると見込まれる。2020年代末2029年には5億~10億ドルの事業機会になる可能性がある。

今後5年間ではベクトンが何もしなくても、製品構成、医薬品システム、中国における逆風の弱まり、買収によって、内部成長率は6~7%になる。PERは、現在は2025年予想PERは15.5倍（2025年予想）だが、内部成長率は20倍台前半のPER水準を支えよう。

今後数年間について、ベクトンを好感するこの組み合わせを幾つかの理由があるから好ましく思っている。第一に、ベクトンはライフサイエンスと診断分野の回復を予想しておらず、それは保守的過ぎると判明する可能性がある。第二に、ベクトンの株価は、サム・オブ・ザ・パーツ分析の価値に対し

て少なくとも30%のディスカウントとなっており、それが続くことはなさそうは持続不可能だ。ディスカウントは、ベクトンをカバーするアナリストが医療機器担当であることも一因で、そのようなアナリストは診断およびライフサイエンス事業を理解していない。診断とライフサイエンスは、利益の4分の1〜から3分の1に貢献している。適正なPERは、診断薬事業が20倍台前半、医薬品システム事業が30倍台半ば、バイオサイエンス事業は20倍台半ばだ。ベクトンがそれらの事業を分離すれば複雑さが低下し、フリーキャッシュフロー・コンバージョンレシオは90%から95〜100%に上昇するだろう。

売上高の伸びが加速せず、PERが10倍2桁台半ばで推移したとしても、株価は約10%上昇する可能性がある。2%弱の配当利回りも合わせると、今後のリターンは2桁台半ばとなる。売上高の伸びが加速してPERが上昇し、企業が複数に分割されれば、2020年代末2029年にかけて株価のリターンは2桁台後半になる可能性がある。

Q：経営陣は企業分割の可能性を議論したことがあるのか。

ジルー氏：したことはない。しかし、私の経験によると、サム・オブ・ザ・パーツ分析に対するディスカウントは長続きしない。

最後は、科学関連サービス企業のサーモ・フィッシャー・サイエンティフィック<TMO>だ、売上高は420億ドル、EBITDAマージンは20%台半ば、時価総額は2000億ドルだ。株価は過去4年にわたって横ばいで推移している。

サーモ・フィッシャーのバリュエーションはリビティ同様に市場並で、それは、パンデミック（世界的大流行）に関連した利益を除けば過去10年間で初めてだ。ヘルスケア業界だけではなく市場全体の中でも最高のCEOの一人であるマーク・カキアスパー氏に投資する機会を提供している。サーモ・フィッシャーはほぼすべての事業において市場シェアを獲得している。医薬品開発業務受託機関（CRO）の成長は業界内トップで、バイオプロセスの成長性は業界を上回っている。サーモ・フィッシャーでは新型コロナウイルス関連売上高が依然として減少段階にあるが、同業他社では2023年末までに新型コロナウイルス関連売上高が消滅している。そのため、サーモ・フィッシャーの成長性が同業他社をもはや上回っていないように見せており、それがバリュエーションを低下させている。

新型コロナウイルス関連売上高を除くと、サーモ・フィッシャーの成長率はライフサイエンスの最終市場を年間2〜3%ポイント上回ってきており、今後もその状態が続くだろう。新型コロナウイルス関連売上高は2026年までには完全に消滅して、ライフサイエンスの最終市場の成長率は、4〜5%といったより正常な水準になるだろう。2026年以降はから、売上高の内部成長率は7〜8%で、EPS成長率は2桁台の前半〜から半ばと予想されるだろう。

サーモ・フィッシャーの医薬品製造アウトソーシングにおける主な競争相手だったキャタレントは、製薬企業のノボ・ノルディスク<NVO>に買収された。ノボ・ノルディスクが、GLP-1の製造のためにキャタレントの能力を用いる予定のため、サーモ・フィッシャーにとってキャタレントは顕著な競争相手ではなくなるだろう。それは、成長、利益率および価格決定力にとってプラス効果をもたらすだろう。

CROでは、規制や規制上の脅威を理由に、大手製薬会社が中国のグローバル医薬品開発製造受託であるウーシー・バイオロジクス（薬明生物技術）<2269.香港>へのエクスポージャーを減らしているために、サーモ・フィッシャーには恩恵となるだろう。サーモ・フィッシャーの売上高に占める中国の

割合はわずか7〜8%で、ライフサイエンス企業の中では低い部類に属する。

年末までに、内部成長率が加速し、同業他社との相対成長率が加速するという転換点に近づくとわれわれは考えている。2026年の予想EPSの26ドルに25倍のPERを適用すると、株価は654ドルになる。

参考資料

(資料)

David Giroux's Picks

Company / Ticker	1/3/25 Price
Revvity / RVTY	\$113.60
PTC / PTC	184.54
Fortive / FTV	75.90
Roper Technologies / ROP	514.64
Becton Dickinson / BDX	228.46
Thermo Fisher Scientific / TMO	532.02

Source: FactSet

アールステン氏の推奨銘柄

アールステン氏：6銘柄を推奨するが、3銘柄は半導体関連だ。

まずは、半導体製造装置メーカーのアプライド・マテリアルズ<AMAT>とプロセス制御のケー・エル・エー (KLA) <KLAC>だ。半導体業界の年間売上高は、現在は6000億ドル超だが、2030年には少なくとも1兆ドルになるとわれわれは考えている。半導体前工程製造装置の売上高は、現在は1000億ドルで、2020年代末2030年には少なくとも1500億ドルになるだろう。



Todd Ahlsten/ Photograph by Guerin Blask

アプライド・マテリアルズとKLAは、半導体におけるイネイブラーだ。半導体製造は信じられないほ

どに複雑であになっており、製造には2000段階以上の工程が必要だになっている。半導体製造装置メーカーは顧客の設計段階から親密にかかわっており、競争力モートを強化している。

今後4～5年間の人工知能（AI）関連設備投資が2兆ドルになり、その40%が半導体に投入されると予想する。半導体には、画像処理半導体（GPU）、メモリー、カスタム半導体、ネットワーク半導体などが含まれるがには、それらすべての製造には半導体前工程製造装置が必要だ。

Q：株価が高値から25～30%下落している理由は。

アールステン氏：最大の懸念は中国だ。中国の近年の半導体前工程製造装置に対する投資は劇的に増加しており、2024年には業界全体の売上高の約40%を占めていた。しかし、輸出規制によって来年の売上高は減少する予定で、中国における投資の循環的な減速が売上高の減少を悪化させる可能性がある。売上高減少の可能性は、株価に織り込み済みとわれわれは考えている。

また、メモリーとAI以外の半導体は軟調で、サムスン電子<005930.韓国>とインテル<INTC>の投資にも懸念がある。

Q：アプライド・マテリアルズの推奨理由は。

アールステン氏：アプライド・マテリアルズの半導体前工程製造装置の品ぞろ揃えは最も幅広く、販売している装置は市場の約60%をカバーしている。また、売上高の4分の1が、経常的なサービスおよび消耗品売り上げであることも好感している。アプライド・マテリアルズのスタッフは顧客のファブに毎日出向いて、部品の取り付けや保守整備を行っている。これ以上に強力な競争力モートはない。

EPSは、2027年に12ドル、2029年に17ドルになるとみている。20倍のPERを適用すると、株価は2年後に240ドル、2030年には340ドルになる可能性がある（現在は170ドル）。

Q：KLAの推奨理由は。

アールステン氏：アプライド・マテリアルズは半導体製造に焦点を当てているが、KLAはプロセス管理と検査に特化している。KLAが対象としているのは、半導体前工程製造装置市場の約12%に相当する。

KLAの機器機械は、ウェエハーの超微細な欠陥を検知する。それは、マンハッタンの上空1万メートルを飛ぶ飛行機から、ニューヨークのアップパー・イースト・サイドのイタリア料理店におけるメニューのスペルミスを見つけるようなものだ。KLAが欠陥を見逃せば、半導体は機能しなくいことになる。半導体の微細化が進むにつれてそのような欠陥の発見はますます困難になっており、KLAの価値も高まっている。22倍の予想PERを適用して、4年後の目標株価を1120ドルとしている（1月3日の株価は657ドル）。

3番目の半導体関連企業は、電子設計自動化（EDA）ソフトウェアを提供するシノプシス<SNPS>で、ケイデンス・デザイン・システムズ<CDNS>との2社でEDA業界を複占している。アプライド・マテリアルズやKLAと同じテーマが当てはまる。

半導体業界は現在、研究開発に年間約800億ドルを費やしており、そのうち約10%がEDA企業に支払われている。しかし、半導体が一段と複雑になり設計がますます困難になるにつれて研究開発費は増加しており、シノプシスにとって追い風である。

シノプシスの売上高の約55%は、伝統的な半導体企業向けの設計であり、残る45%はカスタム半導体で金の鉱脈だ。具体的には、メタ<META>（旧フェイスブック）、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アルファベットのグーグル、マイクロソフトなどによる、自社専用半導体の設計である。いずれの設計事業も急速に成長している。また、シノプシスには知的財産のライセンスという魅力的な事業がある。

シノプシスは、半導体製造のシミュレーション・ソフトウェアを提供するアンシス<ANSS>の買収を目指してに取り組んでおり、上半期中の買収成立終了が期待されている。それがシノプシスのソフトウェアに統合されることによって、半導体の多くの設計が単一ベンダーによって可能となり、競争力モートを強化することになる。

3年後の目標株価を700ドルとしており（現在の株価は493ドル）、アンシス買収によって長期的にはさらなる上振れ余地がある。

Q：他の業界では。

アールステン氏：エンタープライズクラウドアプリケーションを提供するワークデイ<WDAY>だ。人事管理と企業資源計画（ERP）における世界的なリーダーで、フォーチュン500企業の60%を含む、全部で1万1000社件の顧客7000万人のユーザーにサービスを提供している。

昨年の株価は、業界を30%アンダーパフォームしており、株価指数に対する相対バリュエーションは過去最低水準にある（20～30%のディスカウント）。2024年から2028年にかけて、利益は年率20%超で増加すると考えている。ワークデイは顧客定着率が非常に高い最も粘着的なソフトウェア企業で、売上高の維持率は98%となっている。ワークデイの株価がディスカウントになる理由はないと考えている。

ワークデイは1600億ドルの市場で、中堅企業を中心にシェアを向上させている。AIのシナリオもあるが、株価には反映されていない。第3四半期には、AIソリューションを使用している顧客が30%増加した。AIはワークデイの顧客において、離職率の低下と生産性向上に寄与している。

事業は、増収、利益率上昇、過小評価されているAI製品によって加速すると考えている。2025年の業績は予想を上回り、ガイダンスが引き上げられるだろう。25倍の予想株価フリーキャッシュフロー倍率を適用して、2年後の目標株価を365ドルとしている（現在の株価は250ドル）。

ジルー氏：ワークデイの営業利益率は約25%だが、同業他社は最低でも35%となっており、今より高くしてしかるべきだ。またストックオプション費用の対売上高比は15%で、もっと低くするべきだ。

5社目は、英国の産業用ガス企業のリンデ<LIN>だ。ディフェンシブで、利益を複利で増加させられる企業で、2桁台のリターンを生み出す価値創造ができる企業だとわれわれは考えている。過去10回の市場の調整局面のうち、8回でアウトパフォームしている。

われわれがリンデを好んでいる理由の一つは、売上高の60%超が経常的であることだ。リンデは産業用ガスを提供する設備を顧客の設備と直接つないでおり、顧客とは15年間のテイク・オア・ペイ契約

を結んでいるケースもある。リンデは、世界で上位3社に入る産業用ガス企業だ。他社よりもリンデを選好する理由は、そのネットワーク密度、非常に高い資本規律、オペレーショナルエクセレンスと技術革新に対する飽くなき注力である。

PERは、通常は市場に対して高いプレミアムだが、現在は市場の平均並となっている。その理由は、産業用市場経済が最近不振で、リンデの販売量が8四半期連続で横ばいから減少となったためだ。しかしその同じ期間に、リンデは営業利益率を31%から39%へ上昇させている。それは価格と費用をコントロールする能力のおかげだ。

産業用市場経済のモメンタムは循環的な改善を見せており、リンデが多大な恩恵を受けることになると思われる。PERも上昇するだろう。20倍台後半のPERを適用して3年後の目標株価を553ドルとしている（1月3日の株価は413.50ドル）。

最後は、農機大手のディア<DE>だ。株価は、2020年に初めて推奨した時は175ドルだったが、今や422ドルで、今後3年間で600ドルになる可能性がある。利益の持続的な成長が株価上昇をけん引するだろう。現在の農機の販売台数は循環的な底にあり、ディアのPERは20倍台前半で平均以下となっている。トウモロコシと大豆などの価格低下によって、農家の所得は2022年比で31%減少している。農家に対しては、関税と不法移民（不法移民（外国人労働者））の本国送還というリスクがあるが、それでも農機をアップグレードする必要がある、サイクルの底に近いと思われる。

今回の農業サイクルの先の長期的なストーリーは、精密農業である。ディアの機械が稼働して、データをジョン・ディア・エオペレーションズ・センターに送っている地域の面積は、2020年以降に年率18%で増加している。ディアはそのような地域で、播種、耕うん、灌漑、農薬使用化学品の適用などの改善のために、デジタルツールを使用している。ゴールドマン・サックスによると、ディアの精密農業関連収入は、2020年の16億ドルから50億ドルに増加している。それは利益率の高い売り上げで、成長が続くと予想される。ディアは2020年以降に研究開発に100億ドルを費やしており、競争力モートを強化している。

EPSが2028年に35ドルに増加するとわれわれはみており、17倍のPERを適用すると株価は600ドルになる（現在は422ドル）。

参考資料

(資料)

Todd Ahlsten's Picks

Company / Ticker	1/3/25 Price
Applied Materials / AMAT	\$170.06
KLA / KLAC	657.01
Synopsys / SNPS	493.71
Workday / WDAY	252.84
Linde / LIN	413.50
Deere / DE	422.22

Source FactSet

By Lauren R. Rublin
(Source: Dow Jones)

3. 2024年の本誌の銘柄選択は残念な結果に The Agony and the Ecstasy: A Look at Barron's 2024 Stock-Pick. 大手ハイテク銘柄以外で勝ち組を探すのが難しかった

[フィーチャー]

さんざんだった2024年の本誌の通知表



Illustration by Ryan Olbrysh

全勝ということはできるものではないが、それにしても2024年の本誌の株式銘柄選択の成績には失望を禁じ得ない。

取り繕うのはやめよう。昨年、本誌が選択した株式は公表時から2024年末までで、平均リターンが1.8%だった。これはベンチマークを7.1%ポイント下回るものだ。選定銘柄の幾つか、具体的には、クルーズ運航大手のカーニバル・コーポレーション<CCL>、食品卸売業者シェフズ・ウェアハウス<CHEF>、デジタル決済サービスのペイパル・ホールディングス

<PYPL>が主要株価指数を凌駕（りょうが）するパフォーマンスを示したにもかかわらず、好調な株

式市場の中でこのような低水準のパフォーマンスは予想していなかった。

問題の一部は、勝ち筋の株式を見つけ出すのが非常に難しかったことだ。2023年のように、一握りの大手ハイテク銘柄、具体的には、米半導体大手エヌビディア<NVDA>やアマゾン・ドット・コム<AMZN>、メタ<META>（旧フェイスブック）が急騰したことが寄与して、S&P500指数の2024年の上昇率は23%に達した。残念ながら、S&P500指数構成銘柄のうち、わずか142銘柄、つまり全体の3分の1未満が指数をアウトパフォームしたにすぎず、マグニフィセント・セブン（M7）以外の銘柄で勝ち筋を選定する確率が低下していたのだ。S&P500均等加重指数の方が平均的な株式市場の測定指標としては適切だが、上昇率はわずか11%にとどまった。

■ 本誌はバリュー、逆張り指向

大手ハイテク銘柄の桁外れの重要性は本誌にとっては特に厄介で、本誌は銘柄選定の際、バリュー重視の逆張り指向的な傾向があるのだ。バリューも逆張りのどちらも2024年は冴えなかった。上場投資信託（ETF）のインベスコS&P500モメンタムETF<SPMO>は昨年46%上昇し、過去に上昇した銘柄がアウトパフォームし続ける兆候を示唆した一方で、iシェアーズS&P500バリューETF<IVE>は12%の上昇率にとどまり、割安株が割高なグロース銘柄の後塵をまたしても拝することになった。

本誌のトップピックは、複雑な状況を深掘りする本誌の分析力を明らかにした。2024年初め、ゼネラル・エレクトリック（GE）は会社分割の最終段階に入りつつあった。本誌は、残りの二つの企業、すなわち、航空エンジンメーカーのGEエアロスペース<GE>と発電設備などを手掛けるGEベルノバ<GEV>は独立企業としての価値の方がより大きなことを認識していた。本誌は、分割前に株式を取得し、2024年4月に分割された時に両社の株式を保有することを推奨した。本誌の投資命題は、2社は一体の場合に比べ独立企業となった方が価値が増す、というものだった。両社ともうまく行っている。

GEエアロスペースは米航空機大手ボーイング<BA>や欧州航空機大手エアバス<AIR.フランス>にジェット機のエンジンを供給したり、既存の機体に部品やサービスを提供したりするが、本誌が3月に取り上げて以降60%上昇した。旅行支出の増加、部品やメンテナンスの需要が強いことから恩恵を受けた。ベルノバは実は想定外だった。当初、GEの3つの事業の中では最も魅力が薄いと考えていたが、ベルノバは人工知能（AI）関連のエネルギー需要が増大する中で株価は3倍以上になった。

本誌の逆張りのテーマでは、バリューからほど遠い銘柄を選択することもある。時価総額570億ドルのデータセンター向けの電力および冷却インフラ機器大手バーティブ・ホールディングス<VRT>がその例だが、株価収益率（PER）は41倍だった。昨年8月の決算発表で利益額が失望され株価は14%下落したが、大手ハイテク企業がAIおよびデータセンター向け投資を削減するとの懸念がある中、売上成長が鈍化し始めることが示唆された。バーティブの絶好の買い場だった。AI投資は減少するどころか、アマゾンやマイクロソフト<MSFT>のような企業はAI投資額を急増させ、バーティブは恩恵を受けると見込まれた。アナリストは2025年の売上高予想を数億ドル引き上げて92億ドルとし、予想1株当たり利益（EPS）を10%引き上げた。株価は本誌が昨年8月に推奨してから86%上昇した。

バリュー投資家として、本誌は人気の低いセクターで割安株を見つけることに無上の喜びを見出す。米大手銀ウェルズ・ファーゴ<WFC>は本誌が昨年10月初旬に推奨して以来40%上昇したが、この例に当てはまる。銀行セクターはトランプ氏の大統領選勝利で株価が上昇したが、ウェルズ・ファーゴ

は架空口座開設に伴う罰則により資産上限が課せられているが、解除に向けて対策を講じており、株価もアウトパフォームした。昨年9月には、リスク管理プロセスにかかわる包括的な見直しの分析結果を米連邦準備制度理事会（FRB）へ提出した。現在、株価は今年上限が撤廃されるとの予想に基づく増益を反映している。



Bullish Stock Picks

Company / Ticker	Publication Date	Pre-Story Price	12/31/24 Price	Total Return	Benchmark Return
Carnival / CCL	4/4	\$15.34	\$24.92	62.5%	14.0%
GE Aerospace / GE ¹	3/1	156.89	166.79	59.5 ²	16.7
Chef's Warehouse / CHEF	2/2	33.05	49.32	49.2	15.1
Vertiv Holdings / VRT	8/28	80.21	113.61	41.7	5.0
Casey's General Stores / CASY	1/11	282.98	396.23	40.8	15.7
PayPal Holdings / PYPL	3/14	62.45	85.35	36.7	15.1
3M / MMM	5/10	97.33	129.09	35.0	13.8
Expand Energy / EXE ³	1/26	77.35	99.55	32.4	21.7
Wells Fargo / WFC	10/1	56.49	70.24	25.1	2.4
Expedia Group / EXPE	10/17	150.84	186.33	23.5	0.9
Anglo American / NGLOY	3/22	12.21	14.75	22.6	13.5
ResMed / RMD	7/11	192.23	228.69	19.4	5.0
Starbucks / SBUX	6/14	80.24	91.25	15.1	9.0
Airbnb / ABNB	8/8	114.64	131.41	14.6	10.7
Alphabet / GOOGL	11/22	167.63	189.30	13.1	-1.0
Parker-Hannifin / PH	8/8	568.08	636.03	12.5	11.2

参考資料

(資料)

MercadoLibre / MELI	3/6	1,527.29	1,700.44	11.3	17.1
Chipotle Mexican Grill / CMG	7/31	54.32	60.30	11.0	7.1
WD-40 / WDFC	5/30	224.43	242.68	8.9	10.4
Honeywell International / HON	6/27	213.43	225.89	6.9	8.1
Simply Good Foods / SMPL	11/14	36.47	38.98	6.9	-5.7
Lockheed Martin / LMT	6/6	465.23	485.94	5.7	10.7
BP / BP	1/19	33.85	35.10	3.7	23.1
L3Harris Technologies / LHX	2/15	210.18	210.28	2.1	19.0
Schneider Electric / SU.France 4	10/24	€240.10	€240.90	0.3	1.7
Ferrari / RACE	11/27	431.70	424.84	-1.6	-2.2
Domino's Pizza / DPZ	12/24	426.54	419.76	-1.6	-1.5
SLB / SLB	9/13	39.96	38.34	-3.4	4.9
Caterpillar / CAT	9/26	378.25	362.76	-3.7	3.1
Everest Group / EG	8/22	382.17	362.46	-4.2	6.1
Gap / GAP	12/3	25.79	23.63	-8.4	-2.7
Thales / HO.France(4)	5/2	€157.95	€138.65	-10.3	18.3
Hershey / HSY	3/28	193.71	169.35	-10.7	13.2
United Parcel Service / UPS	3/1	148.06	126.10	-11.7	15.8
Adobe / ADBE	9/19	508.13	444.68	-12.5	5.0
ON Semiconductor / ON	11/7	72.27	63.05	-12.8	-0.6

参考資料

(資料)

Alibaba Group Holding / BABA	10/31	98.70	84.79	-14.1	1.4
United States Steel / X	4/17	40.30	33.99	-15.3	17.5
Mondelez International / MDLZ	2/8	74.62	59.73	-17.8	19.2
Timken / TKR	4/10	88.49	71.37	-18.3	5.0
Celsius Holdings / CELH	9/5	32.39	26.34	-18.7	4.5
D.R. Horton / DHI	8/15	174.21	139.82	-19.5	8.4
Nike / NKE	6/20	95.57	75.67	-20.1	8.2
Bright Horizon Family Solutions / BFAM	8/30	139.07	110.85	-20.3	2.3
Ford Motor / F	7/5	12.87	9.90	-20.8	6.9
Nestle / NSRGY	5/17	105.47	81.70	-22.5	11.9
Nu Holdings / NU	10/11	13.43	10.36	-22.9	2.0
Albemarle / ALB	4/24	114.21	86.08	-23.7	17.1
Fomento Economico Mexicano / FMX	7/18	117.60	85.49	-26.6	5.8
Advanced Micro Devices / AMD	5/23	165.52	120.79	-27.0	11.7
DigitalBridge Group / DBRG	2/16	20.55	11.28	-45.0	10.8
Bloomin' Brands / BLMN	2/23	27.37	12.21	-53.2	11.9
AVERAGE				1.8%	8.9%

失敗事例を検証する

毎年市場を上回りたいと思っているが、上手く行かなかった時には失敗の原因を理解するよう努めている。昨年6月に推奨して以来、株価が25%下落したスポーツ用品大手ナイキ<NKE>の場合は、優良なブランドへの影響を過小評価していた。ナイキの問題は知られていたが、本誌はパリオリンピックが、新製品と広告の効果から、売上高成長を再加速させるものと見ていた。実際はそうはならなかった。ナイキはブレイクダンス（ブレイキン、音楽に合わせて回ったり、跳ねたりするアクロバティックな動きを取り入れたダンス）に賭けていたが、悲劇的なほどの判断ミスで、9～11月期と12～2月期

に前年同期比減収となった。

現在、消費者が新興ブランドのスイスのランニングシューズ・メーカー、オン・ホールディング<ONON>の「オン」やデッカーズ・アウトドア<DECK>の「ホカ」を選好し、ナイキのブランドの人气が凋落（ちょうらく）している。おそらく、最高経営責任者（CEO）に復帰したエリオット・ヒル氏は2025年に反転攻勢に着手するだろうが、（キャッチコピーの）「Just Do It（とにかくやってみよう）」の精神以上の何かが必要になるだろう。

デジタル・ブリッジ・グループ<DBRG>は良好な成長ストーリーと優良株式を混同してしまった例だ。同社は、時価総額21億ドルで880億ドルを運用する資産運用会社で、株式投資やさまざまなピークルを通じたデット投資により最先端のデジタルインフラ企業および不動産企業に投資する。本誌の投資テーマでは、債務削減や資産運用の管理手数料により集中するといった当時の変化が、ブラックストーン・グループ<BX>のような大手の同業他社とのバリュエーション格差を埋めるのに有効だと考えたのだ。そうはならなかった。デジタル・ブリッジの営業収入は昨年複数回にわたり大幅に市場予想を下回った。デジタル・ブリッジはタイミングの問題だと主張したが、市場は納得しなかった。株価が45%下落し、本誌も同様の考えに至った。

中には、本誌が十分に逆張りでなかった事例もあった。半導体のアドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>を取り上げた際に、本誌はAMDを割安なAI半導体投資だと主張した。決算の数字はその見方を裏付けていなかったが、本誌は売上高が加速するのは時間の問題だと考えた。大幅に時間がかかり、かつ増収幅もごくわずかだったが、AMDはようやくAI半導体売上高のガイダンスを45億ドルから50億ドルへ引き上げた、とはいえ、昨年の年始のガイダンスの80億ドルは下回ったままだ。ウォール街の8割方の見通しと同様に、本誌はAMDがAI半導体の大手になり得ると考えている。ところが、株価は本誌の推奨時から25%下落し、依然として花が開くのを待っている状態である。



Bearish Stock Picks

Company / Ticker	Publication Date	Pre-Story Price	12/31/2024 Price	Total Return	Benchmark Return
MicroStrategy / MSTR	12/6	\$395.01	\$289.62	-26.7%	-3.4%
Costco Wholesale / COST	12/20	954.80	916.27	-4.0	0.3

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

4. 「低調な」融資の伸びが銀行株に打撃を与えかねない理由 Why 'Tepid' Loan Growth Could Spell Trouble for Bank Stocks. トランプ大統領の政策にも左右されることに

[フィーチャー]

決算は成功だが融資成長は低調



Kim Raff/Bloomberg

新規融資は銀行の活力の源だが、投資家はこの決算シーズン、融資の伸び悩みに目をつぶっているようだ。需要がすぐに回復しなければ、このままでは済まないかもしれない。

米大手銀行の多くは決算を発表しており、表面的には成功を収めたように見える。先々週、大手銀行の決算発表が始まった初日には、KBWナスダック銀行株指数が大統領選挙翌日以来最大の上昇を記録した。LSEG IBESによれば、最初に決算を発表した金融機関17社のうち、予想を下回ったのはわずか1社にとどまった。

しかし、慎重に見るべき分野として挙げられるのが、低調な融資成長である。モルガン・スタンレーのアナリスト、ベッツィー・グラセック氏によると、ウェルズ・ファーゴ<WFC>、JPモルガン・チェース<JPM>、シチズンズ・ファイナンシャル・グループ<CFG>、リージョンズ・ファイナンシャル<RF>を含む25の銀行の融資成長率は中央値で前年比1.13%増にとどまっているという。グラセック氏は、大型株銀行の2025年の融資成長率が2.6%に上昇すると予測しているが、それでも2023年の3.7%を下回る水準だ。

融資拡大が最重要課題

消費者ローンや商業ローンは、経済の健全性や借り手の自信、債務を引き受ける意欲と能力を映す鏡として有用である。また、これらは銀行の利益に不可欠であり、純利息収入（NII）— すなわち、銀行が金利収入で得る利益と顧客に支払う金利の差 — にも大きく寄与する重要な収益源だ。NIIは銀行の重要な収益源であり、密接に追跡されている。

投資家は融資拡大の必要性を認識している。モルガン・スタンレーが機関投資家201人を対象に行った最近の調査によると、この問題は最重要課題であることがうかがえる。2025年の中堅銀行株を牽引する要因のトップは貸出残高の増加で、最も多くの票を集めた。大手金融機関にとっては、金利に次いで2番目に効果的なドライバーであり、注目されている合併・買収（M&A）復活の見通しよりも重要であると見られている。

Earning Up

Banks are beating earnings expectations, but there's some concern beneath the surface.

Bank / Ticker	Recent Price	Q4 2024 EPS Surprise	1-Day Postearnings Price Change
Bank of America / BAC	\$45.79	6.6%	-1.0%
Citigroup / C	81.69	11.4	6.5%
JPMorgan Chase / JPM	262.84	17.3	2.0%
KeyCorp / KEY	17.30	17.3	-3.6%
PNC Financial Services Group / PNC	196.30	17.4	-1.9%
Truist Financial / TFC	47.01	3.6	5.9%
U.S. Bancorp / USB	48.63	1.7	-5.6%
Wells Fargo / WFC	77.54	5.3	6.7%

Source: Bloomberg

各行の融資状況

しかし、融資の伸びは大部分において期待外れだった。ウェルズ・ファーゴでは、ローン需要の低迷が自動車ローンなどの資産全体の減少を招き、クレジットカード残高の増加でも相殺できなかった。法人顧客のローン需要も低迷した。

ウェルズ・ファーゴの最高財務責任者（CFO）、マイケル・サントマッシモ氏は先々週のアナリスト会議で「消費者側の動向を見ると、金利環境を考慮すると住宅ローンは引き続きわずかに減少する可能性が高い。第4四半期には借り換え活動の若干の増加が見られたが、金利が再び上昇したことで、また減少傾向に戻ったようだ」と言う。それでも、NIIが前年同期比で7%減少したにもかかわらず、予想を上回る業績を発表したことで株価は6.7%上昇した。

一方で、すべての銀行が低調な成長を報告したわけではない。米国第2位の銀行であるバンク・オブ・アメリカ<BAC>は、融資残高で目立った存在となった。バンク・オブ・アメリカは、消費者ローンが前四半期から全般的に増加し、商業向け融資でも前年同期比で5%増加したと発表した。最高経営責

任者（CEO）のブライアン・モイニハン氏は、アナリストに対し第4四半期は第3四半期より「年率換算ではるかに速いペース」だったと語った。

しかし、今のところ、他のほとんどの銀行にとって、ローン需要の増加による「上振れリスク」は、現実というよりは希望に近い。ナッシュビルに拠点を置く金融持ち株会社ピナクル・ファイナンシャル・パートナーズ<PNFP>のCEO、テリー・ターナー氏は、資産530億ドルを有し、南東部市場をターゲットにするピナクルにとって主な成長要因は、経済の好転に伴う融資申請の増加だと述べた。ターナー氏は22日の決算発表で「当社の融資成長の本質的な要因はすべて、新たに採用した収益源によるものであり、言い換えれば、市場シェアの移動である。経済的な融資需要が本格的に回復すれば、成長の機会になると考えている」と語った。

さらに北では、コネチカット州スタンフォードを拠点とする金融持ち株会社ウェブスター・ファイナンシャルW<BS>のCEO、ジョン・シウラ氏が、1桁台半ばの融資成長を予測し、それ以上の成長を期待していると述べた。シウラ氏は、先々週の決算発表で、融資需要が増加した場合、余剰資本を融資成長のために活用することを優先すると語った。

21日に地方銀行のキーコープ<KEY>が投資家を失望させるガイダンスを発表したことで、借り手の活動レベルに対する投資家の注目はさらに高まった。キーコープは、2025年の平均融資残高が前年比で2〜5%減少する一方で、NIIは20%増加すると予測しているが、この見通しは期待を下回ると、レイモンド・ジェームズのアナリスト、デビッド・ロング氏は指摘する。キーコープの株価は3.6%下落し、過去1カ月で最悪の1日となった。「顧客のローン需要が低調」だったため、融資額は前年比8%減少した。ただ、キーコープはクリス・ゴーマンCEOがアナリストに対し、「今年の商業ローンの成長を促進する能力に自信がある」と述べた。

■ 良いニュースは織り込み済み

いくらかの自信には根拠がある。融資成長が鈍化しているにもかかわらず、銀行が業績予想を上回ることができるのは、健全な経済、強い消費者支出、活発な資本市場を示す素晴らしい兆候だ。投資家たちはまた、トランプ大統領による今後の政策変更が銀行の規制負担を軽減し、M&Aを促進し、経済成長を加速させることを期待している。この楽観論は、米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げ回数の減少が銀行の利益を圧迫する可能性への懸念を相殺している。

しかし、銀行株にはすでに多くの良いニュースが織り込まれており、銀行家たちが望む政策がトランプ大統領によって実施されるかどうかに関心がかかっている。ただ、融資成長が回復しない場合、銀行株の上昇は短命に終わる可能性がある。

By Rebecca Ungarino
(Source: Dow Jones)

5. トランプ大統領は投資家を起伏の多い道へと誘う Trump Will Take Investors on a Bumpy, if Prosperous, Ride 新大統領の政策は不確実性を増す

[コラム]

予想される株式市場の乱高下



Jim Watson/POOL/AFP/Getty Images

最良の時代には、政府、金融政策、経済が足並みをそろえ、企業収益と株価の上昇を後押しする。今はそうした時期ではない。経済は、堅調とはいえ、依然としてインフレ問題を抱えている。そのため、米連邦準備制度理事会（FRB）は、2005年に着実に数次に及ぶ金利引き下げを実行すると表明していたその方針を撤回せざるを得なくなった。さらに、トランプ氏が米大統領に返り咲いたことで、市場を揺るがす可能性もあれば上昇させる可能性も秘めた混沌の要素が加わっている。

株式市場は、心配の壁を登るのではなく、不確実性の沼地を進むことになる。トランプ大統領が税制、国家債務、関税、移民政策にどのように取り組むかによって、過去2、3年とは比べものにならないほどの乱高下が予想される。市場のボラティリティは、往々にして、投資家が「知っている」と思うことを反映している。今後の見通しが比較的確実な場合、投資家は安心し（無頓着とさえ言われることもある）、ポジションを大きく変更する必要性を感じなくなる。しかし、予想外のことが起けると、新しい情報を取引やポートフォリオに織り込むべく躍起となる。過剰に怖れるとボラティリティは上昇する。経済、インフレ、FRBを巡り、投資家はすでに多くの既知の未知数に対処している。さらにトランプ大統領のような不確定要素が加われば、そのすべてを理解することは複雑になるであろう。

大統領の予想外の行動は早くも市場を翻弄

投資家らは先週、トランプ大統領の予想外の行動が市場に与える影響を味わうこととなった。例えば、トランプ氏が大統領就任初日に、中国、メキシコ、カナダ、その他の米国の貿易相手国に新たな関税を課すことや数百万人の不法移民の強制送還を実行することを控えたため、21日に株価は急騰した。22日には、ソフトウェア会社オラクル<ORCL>、インターネットコングロマリット企業ソフトバンクグループ<9984>、人工知能（AI）開発企業オープンAIが5000億ドルを投じて全米にAIインフラを構築する合弁事業「スターゲート」をトランプ大統領が公表したことによって、ハイテク株は大きく上昇した。23日までに、トランプ大統領は国家デジタル資産備蓄の話題でビットコインの上昇を後押しする一方、大手米銀バンク・オブ・アメリカ<BAC>のブライアン・モイニハン最高経営責任者（CEO）を、保守的思想を持つ顧客を排除していると非難した（バンク・オブ・アメリカの株価は1.3%上昇した）。さらにトランプ氏は、ウクライナにおける戦争の終結を早めるために原油価格を下落させるよう石油輸出国機構（OPEC）に圧力をかける、と発言し、原油価格を下落させた（S&P500指数<SPX>は過去最高値を更新したが）。

これらの動きや発言がオードブルだとすれば、メインコースが供されるのはまだこれからだ。その中

身は、早ければ2月1日に実施されるかもしれないメキシコとカナダに対する10%の関税案から、開始されたばかりの不法移民取り締まりまでに及ぶ。トランプ大統領の目標の中には、法人税率を15%に引き下げるという公約のように、議会の承認が得られるかにかかっているものもあり、共和党内の財政タカ派や戦略を巡る意見の相違を考えると、その承認は確実とはいえないようだ。もし実現しなければ、市場は著しく失望することが予想される。

トランプ大統領の政策は、投資家にとって回避すべき地雷となる一方で、株式市場を上昇させる推進材料となる可能性も秘めている。スターゲートの有効性はまだ不明だが、トランプ氏は米国がAIにおけるリーダーであり続けることを確実にするつもりであることは、疑いの余地がない。これは、AI支出によって収益上昇が続くと見込まれる大手ハイテク企業だけでなく、ハイテク以外の企業も、新技術がもたらすメリットを認識し始めるため、市場全体にとってのグッドニュースとなり、S&P500全体を押し上げる可能性がある。

楽観論と悲観論が交錯

投資家は過去5週間、トランプ政権下で株式市場がどうなるか予想を続けた。2週間前は暗いムードだった。経済データは過熱気味で投資家はインフレが息を吹き返すのではないかと心配していたが、FRBは利下げサイクルの終焉の可能性を示唆した。（その時点では）トランプ氏はまだ大統領に就任しておらず、約束した関税と強制送還は投資家の信頼を揺るがす可能性があった。市場は完全に織り込み済みで、S&P500指数は12月18日から1月10日までの間に4%下落した。

アトランタ連銀の予測モデル「GDPナウ」によると、第4四半期の米国内総生産（GDP）の成長率は3%と予想されている。しかし、12月の消費者物価指数（CPI）にはインフレの再加速を示唆するような数値はなかった。パウエル議長が1月28～29日に開催される米連邦公開市場委員会（FOMC）で良好なポジションを崩すことはなさそうだ。第4四半期決算シーズンも好調なスタートを切り、1月23日まで平均で8.7%予想を上回った。S&P500指数が1月23日の終値で過去最高値を記録し、先週比1.7%上昇したのも不思議ではない。

楽観論から悲観論への変化、そしてその揺り戻しも突然だった。市場分析会社センチメントレーダーのジェイソン・ゲップファート氏は、全米個人投資家協会（AAII）のセンチメント調査で回答者のうち強気派の割合が1月15日の発表で40%を割り込み、これは2023年5月以来2度目のことだと指摘した。センチメントレーダーのデータによれば、こうした強気派の割合の下落の後、S&P500指数は6カ月で72%、12カ月で79%の確率で上昇している。1月23日に発表された調査では、強気派の割合は25.4%から43.4%に上昇した。

しかし、楽観論の急速な回復は、その後に株式市場も回復するのが通例だ。シカゴ・オプション取引所のボラティリティー指数（VIX）の推移を、ヒストリカル・ボラティリティー（過去30日間の変動幅）と比較してみよう。FRBが利下げ打ち切りの可能性を示唆した12月18日、VIXは15.9から27.6に急上昇したが、1月17日には16まで低下した。同期間、実現ボラティリティーはわずかに数ポイント上昇しただけだった。

実現ボラティリティーに対するVIXのこのような低下はあまり起こらないが、それは歴史的に株式市場にとって良いニュースだ。S&P500指数は1990年以降、同様のイベント後、3カ月で3.8%、6カ月で7.

2%、12カ月で13.5%上昇した（いずれも中央値）。つまり、強気派が有利なのだ。乱高下が続いても驚くことはない。このような環境下では、投資家は今後も変わりそうもない政策目標から恩恵を受ける企業を選好すべきだ。

■ トランプ政権の政策で恩恵を受ける銘柄に注目

トランプ大統領が規制緩和を推し進めれば、最も厳しい規制のもとで事業を行っている産業が活性化する可能性があり、しかも議会の承認は必要ない。ソシエテ・ジェネラルのマニッシュ・カブラ氏によれば、金融危機以降、生産性が低下している製造業も、サービス経済とのギャップを縮め始めれば、株価が押し上げられる可能性があるという。また、「リスクは高いほど良い」とする地方銀行や、規制が特に厳しく感じられる小型株を推奨している。トランプ大統領のエネルギー推進は、石油探鉱業者にとってはあまり良いニュースではないだろう。個人投資家にとっては、上場投資信託（ETF）のSPDR S&P石油・ガス探査・生産ETF<XOP>よりもヴァンエック・オイル・サービスETF<OIH>を選ぶことを意味するかもしれない。

新会社「スターゲート」の発表は、AIトレードが引き続き成果を上げるというシグナルだ。投資家は、企業がAIインフラへの投資を減らすのではないかと懸念しているが、今回の発表は需要が健在であることを示すものと見るべきだろう。メリウスのアナリスト、ベン・ライツェス氏は、半導体企業エヌビディア<NVDA>は大きな恩恵を受けるはずで、プログラムの初年度の投資予定額1000億ドルの半分超をエヌビディアが受け取る可能性がある」と指摘する。また、半導体大手のブロードコム<AVGO>とネットワーク機器メーカーのアリスタ・ネットワークス<ANET>は、スターゲートのネットワークキングへの投資によって恩恵を受けるはずであり、オラクルも同様だと主張する。ライツェス氏は、「現在投資判断を『買い』としているオラクルはわれわれの評価モデルによると、このような設備投資やクラウドの売り上げはない。オラクルは（スターゲートで）恩恵を受けるはずだ」と書いている。オラクルの株価は先週14%上昇した。

■ 金が再評価の可能性

不安定な世界では、金も有望な選択肢のように見える。貴金属は、特に米国と対抗関係にある国々がドル以外の外貨準備を拡大しようとしているため、中央銀行の買いが後押ししている。それだけでなく、金は米国やその他の国の財政規律の欠如からも恩恵を受けている。米国の財政赤字はまだ争点になっていないが、GDPに対する債務残高の拡大が続いていることも追い風になるはずだ。マクロ・インテリジェンス2パートナーズはまた、「金の最近の低迷（10月30日のピークから0.2%下落）により、投資家が他の資産を選好して売った可能性が高い。金価格が再び活気を見せ始めた今、もし金を売った投資家がポジションを取り戻したいのであれば、上昇する価格を追いかけなければならないだろう」と書いている。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

6. 大きな値動きを伴ってこそ「サプライズだ」 Earnings Surprises Are Producing Big Price Moves. That's a Surprise 真のサプライズで株価は変動

[投資戦略]

決算の4分の3が「サプライズ」でも株価変動は1%未満



Robyn Beck/AFP via Getty Images

決算シーズンは始まったばかりで振り返りには早過ぎるが、今のところ業績は良好なようで、恐らくは驚くほど良好とさえいえるかもしれない。ウォール街のコンセンサス予想を上回る「業績の上振れサプライズ」はここ数年、4分の3程度の確率で起きている。これは企業やアナリストが投資家の期待を打ち負かせる程度の水準に数字を注意深く管理した結果であり、必ずしも好調を意味する訳ではない。

この傾向は株価の反応にもあらわれている。企業が予想を上回る利益と売上高を発表した後に

株価が反応した上昇幅の平均は、過去5年間で平均1%に満たない。投資家が過少に反応している訳でもないようだ。1960年代に初めて記録された「決算発表後の株価ドリフト（PEAD）」と呼ばれる取引現象では、業績の上振れ後、何カ月も株価は市場を上回る上昇を示した。しかし上振れサプライズが日常的となった昨今、PEADは消え去った。

約10年前のある研究は、業績サプライズと直後の株価急騰は、その後数カ月間の好リターンの確かな予兆となることを導き出した。一般の投資家がこれを買入戦略に転換するのは難しいだろうし、アルゴリズムを駆使するトレーダーはすでに忘れ去っているかもしれない。しかし筆者はこれを、サプライズは大きな値動きを伴って初めてサプライズとなる、という教えだと受け止めている。

今回、多くの企業がこれを体現している。利益と売上高の両方で予想を上回った企業の株価は、平均で3.6%と、通常より大幅な上昇を示している。逆に予想を下回った場合のネガティブ反応も、通常以上だ。全体で見ると成長は堅調で、S&P500指数全体の第4四半期の利益成長率予想（既に業績発表済み企業については実績）は、幅広い企業での大幅な上振れサプライズを受け、13%近くまで上昇を続けている。S&P500指数の足元の株価収益率（PER）が25倍である中、この傾向はチェックすべき「活気ある成長」だと言っている。

真の「ポジティブ・サプライズ」をピックアップ

ここでサプライズの例を見ていきたい。航空エンジンメーカーのGEエアロスペース<GE>は23日、売却を進めている保険事業を除いた売上高が16%増加したことを報告し、株価は7%上昇した。受注は46%急増し、1株当たり利益（EPS）は2倍以上に増加した。JPモルガンの予想では、LEAPエンジンの需要が対応許容量を超えるほど旺盛で、2025年は19%の出荷増が見込まれる。

コネクタやセンサーなどの電子部品メーカーのアンフェノール<APH>は22日、データセンター、民間航空、産業向け顧客からの旺盛な需要に牽引され、第4四半期の売上高が米ドルベースで30%増

（買収事業を除くと20%増）と発表し、株価は7%上昇した。

21日、ウォール街で話題を独占したのは動画配信大手のネットフリックス<NFLX>で、第4四半期として過去最高の会員数の伸びを記録したことを発表すると翌日、株価は10%上昇した。成長の牽引役は広告、クラウドゲーミング、ライブイベントなどで、従来型のメディアに対するネットフリックスの優位性は、今後さらに高まりそうだ。ライバル企業がコスト削減を進める中、ネットフリックスは2025年のコンテンツ支出を10億ドル増の180億ドルにする計画だが、フリーキャッシュフローも69億ドルから約80億ドルへの増加が見込まれる。

エバーコアISIによれば、こうした上振れサプライズは「驚くほど広範囲」で起きている。大手各銀行は、金利上昇と投資案件手数料の増加で第4四半期は概ね好調だった。デルタ航空<DAL>は、第4四半期を通じてレジャーとビジネスの両面で大成功を収め、11月と12月には史上最高の収益を合計4日記録した。

クルーズ客船の運航会社カーニバル<CCL>は2024年11月期の決算を12月下旬に発表したが、調整後の純利益が企業予想の3倍となるなど、特筆すべき好調な結果だった。2025年の利益成長予想は20%で、既に3分の2の予約が埋まっているという。カーニバルはまもなくカリブ海にプライベート・アイランドをオープンする予定だ。ライバルのロイヤル・カリビアン・グループ<RCL>はこの分野で既に大きな成果を上げている。

■ ネガティブ・サプライズの犠牲を見る

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）を受けて消費者需要は激しく変動し、貨物輸送業界は長い低迷を強いられている。16日、物流大手JBハント・トランスポート・サービスズ<JBHT>は予想を下回る利益を発表、業績予想もコンセンサス予想を下回り、これを受けて株価は7%下落した。サスケハナ・ファイナンシャルのアナリストでJBハントに強気のバスカム・メジャーズ氏は「『回復の時が近づいている』という楽観的予想と逆行する状況を経て、見通しは好転に向かう可能性がある」と書いている。

10日、酒類大手コンステレーション・ブランズ<STZ>はウォール街予想を下回る決算を発表し、株価は17%下落した。米国でコロナとモデルブランドのビールを販売し、大手ブランドビール販売企業の中では稀な成長企業で、株価もライバル企業に対しプレミアムで取引されてきたが、期待の高さが裏目に出たようだ。決算説明会で経営陣は、アルコール消費が幅広く減少傾向にあることが打撃となっているとの懸念を否定した。2名のアナリストが投資判断を引き下げた。

今シーズン最大のネガティブ・サプライズは、冷凍フライドポテト製造のラム・ウェストン<LW>だ。昨年12月19日の決算発表で売上高、利益ともにウォール街予想を大幅に下回り、株価は20%下落した。その後最高経営責任者（CEO）が辞任し最高執行責任者（COO）経験者が引き継いだ。アクティビスト投資家のジャナ・パートナーズは新CEOを社内から選出したことを厳しく批判した。業績発表会で肥満治療薬が業績不振に影響しているかという質問に対し、経営陣はそのようなことはなく、不振の原因はインフレと、スモールサイズのポテトを含む販売キャンペーンだと述べた。多くの顧客がミディアムサイズからスモールサイズにトレードダウンする傾向にあるという。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

7. 株式市場は大型ハイテク株とFRB次第

[米国株式市場]

The Stock Market Is at the Mercy of Big Tech and the Fed
「トランプノミクス」によるインフレ再燃が懸念材料



Julia Demaree Nikhinson / Getty Images

株式市場をボクシングのリングに例えるなら、片方のコーナーにはIT企業群「マグニフィセント・セブン」、もう片方のコーナーには米連邦準備制度理事会（FRB）がいることになる。そして勝者が投資家になる可能性もある。

企業業績の発表が始まり、トランプ大統領の政策が今のところ穏やかだったことから、先週の株式市場は堅調となった。主要株価指数を見ると、S&P500指数は23日に過去最高値を更新し、週間では1.7%高の6101.24で引けた。ダウ工業株30種平均は2.2%高の4万4424ドル25セン

ト、ナスダック総合指数は1.7%上昇して1万9954.30となった。小型株のラッセル2000指数は1.4%高の2307.74で週末を迎えた。

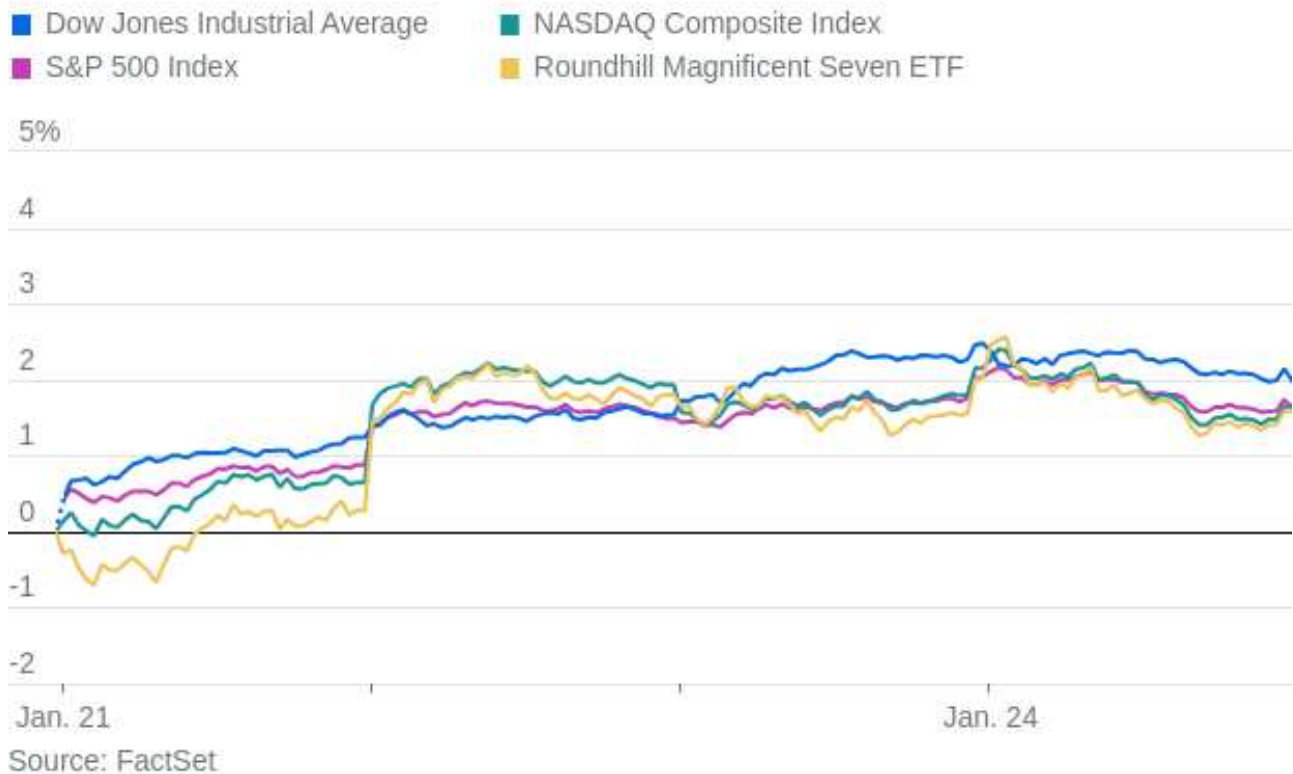
現在、株式市場でのメインイベントに目が向けられている。1月27日から始まる週では、アップル<AAPL>、マイクロソフト<MSFT>、メタ<META>（旧フェイスブック）、テスラ<TSLA>が決算を発表する。マグニフィセント・セブンには含まれないが、動画配信大手のネットフリックス<NFLX>は素晴らしい第4四半期の業績を発表して株価が急騰した。上記の大手ハイテク4社が同様な状況となれば、投資家にとって大変うれしい状況だろう。

FRBは経済状況を慎重に判断

ハートフォード・ファンズのグローバル投資ストラテジストであるナネット・アブホフ・ジェイコブソン氏は、業績は「並外れた」ものとなるはずだと言う。例えば、メタの利益は25%以上の増益になると予想されている。ただし残念なことに、好業績はすでにマグニフィセント・セブンの各銘柄で織り込まれているかもしれない。オサイックのチーフ・マーケット・ストラテジスト、フィル・ブランカート氏は、投資家はそうした相場の勢いを追いかけるべきではないと考えており、「すでにハイテク株に投資しているのなら、それを楽しめばいい。しかし、今は買うべきではない」と指摘する。ブランカート氏が最も懸念するのはバリュエーションだ。上場投資信託（ETF）のラウンドヒル・マグニフィセント・セブン<MAGS>は、今年の予想利益に対して30倍の水準となっている。

こうした状況において、FRBはロックアウトする準備をしているかもしれない。FRBが1月29日の連邦公開市場委員会（FOMC）で利下げに踏み切るとは予想されておらず、3月のFOMCでも利下げが決定される可能性が高くはないとみられている。それでも多くの市場関係者は、FRBが年内にあと1回か2回の利下げを実施する可能性があると考えている。

Market Snapshot



レイモンド・ジェームズのシニア投資ストラテジストであるトレーシー・マンジ氏は「FRBは金融政策に関して居心地の良い状況にあると考えているようで、辛抱強く、経済指標の推移を見守る余地がある」と言う。マンジ氏は、10年債利回りに関して、現在の4.65%前後からあまり動かず、4.4~4.8%の範囲にとどまりそうだと指摘する。

インフレとFRBの動向

しかし、「トランプノミクス」を忘れてはならない。関税引き上げ、そして労働人口を減らして賃金の押し上げにつながる不法移民の取り締まりを背景に、インフレが再燃する可能性がある。そうなればFRBのパウエル議長はよりタカ派的な警告を発し始め、昨年12月のFOMC後の議長の急旋回をようやく織り込んだばかりの市場を驚かせる可能性がある。

そう単純であればいいのだが。大和証券キャピタル・マーケットアメリカのチーフ米国エコノミスト、ローレンス・ワーサー氏は、FRBが大きな動きを見せるとは予想していないが、3月と6月に利下げを行い、その後はトランプ大統領の財政政策が消費者物価にどのような影響を与えるかを見守るだろうと考えている。ワーサー氏は「FRBは利下げを先行させ、インフレ圧力に備えるだろう」と言う。

インフレが再燃しなければ、市場は好業績にもっと注目できるようになり、長期債利回りは低下し始めるはずだ。そうなれば投資家も、すでに金利引き下げを「要求」し始めているトランプ大統領も満足するだろう。

望みは薄いかもしれないが、うまくいけば、ウォール街にとってはジャッジ全員一致での勝利ということになるだろう。

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

8. 「スターゲート」計画、大きな野心と乏しい具体性

[ハイテク]

Stargate AI: Big on Ambition, Light on Details
最大の疑問は資金源にある

4年間に5000億ドルの投資を計画



Andrew Harnik/Getty Images

テクノロジー業界のリーダーらが先週、ホワイトハウスに集まり、米国内に新たな人工知能（AI）データセンターを建設することを目指す野心的な共同事業「スターゲート・プロジェクト」を発表した。同プロジェクトは初年度に1000億ドル、4年間で5000億ドルの投資を計画している。

しかし、その詳細は依然として不透明なままだ。

ソフトバンクグループ<9984><SFTBY>の孫正義会長兼社長が資金調達を担当、オープンAIのサム・アルトマン最高経営責任者（CEO）がAI全般の専門知識を提供、企業向けソフトウェア大手のオラクル<ORCL>のラリー・エリソン会長が建設計画を指揮する。3人は、1月21日に行われたスターゲート発表会で、トランプ大統領と共に登壇した。

アラブ首長国連邦（UAE）政府とつながりのある新興AI投資会社MGXも、資金面のパートナーとして参加する。さらに、マイクロソフト<MSFT>や米半導体大手エヌビディア<NVDA>、ソフトバンク傘下で英半導体設計大手のアーム・ホールディングス<ARM>が技術パートナーとして名を連ねている。

しかし、プロジェクトについては多くの疑問が残されているが、最大の疑問は資金がどこから調達されるかだ。ソフトバンクは約380億ドルの現金と短期投資を帳簿に計上しているが、長期債務は800億ドルに上る。一方、ソフトバンクが保有するアーム株の評価額は1月22日時点で1400億ドルを超えており、スターゲートに資金を提供するために株式を売却する可能性もある。

本誌の取材に対し、ソフトバンクはスターゲートの資金源についてコメントを控えた。エヌビディアとアームはプロジェクトに通常の支援をすると答えたが、パートナーシップにおけるそれぞれの役割の詳細は明かしていない。オープンAIが発表したプレスリリースも資金調達の詳細には触れていない。

一方、実業家のイーロン・マスク氏は同プロジェクトに早速、疑問を投げかけた。トランプ大統領の盟友であるマスク氏はX（旧ツイッター）に、「彼らには実際に資金がない。ソフトバンクが確保している資金は100億ドルにも満たない、と確かな筋から聞いている」と投稿した。

オープンAIのアルトマンCEOはXでマスク氏に対し、「あなたも当然知っている通り、それは間違いだ。これは国のためになることだ。国にとって素晴らしいものがあなたの会社にとって常に好ましい訳ではない」と反論した。

■ マイクロソフトの年間設備投資額を超える資金

アームのCEOであるレネ・ハース氏は1月22日、資金調達の詳細については言及しなかったが、CNBCの取材に対して「昨日見たメンバーや大統領が、このような発表を共に行ったということは、財政的な裏付けが相当あるのだろう」と述べた。

資金調達に関する議論と疑問は、支出の重要性やAIモデルの構築と展開の複雑さ、そしてそれを支えるインフラの必要性を浮き彫りにしている。

スターゲートが提案する規模感を理解するには、マイクロソフトが格好の比較対象となる。マイクロソフトは2025年6月期に、800億ドルの設備投資を計画している。2024年度比で80%増（2024年度は2023年度比で58%増）だ。一方、スターゲートはゼロから始めて初年度に1000億ドルを目指している。この額はマイクロソフトが予定する設備投資額を25%上回る。それも1年間で。マイクロソフトが年間730億ドルのフリーキャッシュフローを創出しているのに対し、スターゲートには現在収益源がないことを考えると、非常に大きな目標と言える。

マイクロソフト、エヌビディア、アームは運営資金に関する議論から外れており、3社が財務面で寄与することはなさそうだ。マイクロソフトはこれまでオープンAIの最大の投資家であり、クラウドコンピューティングプラットフォームのAzure（アジュール）はオープンAIの象徴的サービス「チャットGPT」の基盤となっている。今回の新たな動きからは、マイクロソフトとオープンAIのAI分野での野心がさらに大きくなっていることがうかがえる。

■ オープンAIとマイクロソフトの関係に亀裂か

UBSのアナリスト、カール・ケアステッド氏は顧客向けのメモで、「スターゲートに関するニュースはマイクロソフト1社に押し付けられたものではなく、むしろマイクロソフト自体が、オープンAIの資金調達を独占的に担うことは、リスクと資本配分の観点で合理的ではないと判断した可能性がある。言い換えれば、オープンAIの余りに大胆な野心と、それを単独で支えようとするマイクロソフトの願望とが衝突している可能性がある」と記した。

マイクロソフトは1月21日のブログ投稿でスターゲートに簡単に触れた後、オープンAIとの緊密な関係を再定義した。2030年までの契約の大部分は維持されるものの、新たなオープンAIコンピューティング需要に対するAzureの独占権は失われる。ただし、新たなクラウド事業に関する優先交渉権は引き続き保持している。

両社のパートナーシップは続いているものの、その関係には亀裂が生じている。そして、その影響はテクノロジー業界全体に広がる可能性がある。

By Adam Levine
(Source: Dow Jones)

9. 「破滅博士」は今や「リアリスト博士」に Dr. Doom Is Now 'Dr. Realist,' and He Has a New ETF 従来型ポートフォリオはもはや通用しない

[ファンド]

リアリストが設定する上場投資信託



Victor J. Blue/Bloomberg

経済学者スリエル・ルービニ氏は、2008～2009年の金融危機を予測したことで知られ、しばしば弱気予想をするため、「Dr. Doom」（破滅博士）のニックネームを持つ。だが、ルービニ氏も彼の新しい上場投資信託（ETF）のパートナーも、そのニックネームを好みはしないだろう。アトラス・キャピタル・チームの最高経営責任者（CEO）であるレザ・バンディ氏は、自分たちを破滅論者ではなくリアリストと呼ぶ。

ルービニ氏は昨年11月に設定されたアトラス・アメリカETF<USAF>に共同マネジャー3人の

うちの1人として参加している。モーニングスターの定義によれば、このETFは「モデレート・アロケーション」型で、経費率は0.86%である。アロケーションファンドの多くが株式と債券の比率が60対40という従来型のポートフォリオを持つのに対し、このETFは主に米国債、金、不動産投資信託（REIT）、農産物のコモディティ、その他の代替資産を保有している。

ルービニ氏は、60対40の従来型ポートフォリオはもはや通用しないと考えている。ルービニ氏は「60対40の比率は、株式価格と債券価格の間に負の相関があるという前提条件に基づいている」と指摘する。過去には、株価が下落すれば債券価格は上昇し、その逆もまた同様で、リターンを平滑化してきた。ルービニ氏によれば、その負の相関は、インフレ率が低い水準で安定していることを前提にしている。

しかし、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）以降、株式と債券の関係は変わった。ルービニ氏は「経済成長は安定的でインフレ率は2%」の大緩和（グレートモデレーション）の時代は終わり、今後はインフレ率が5%になると予想している。その原因の一つは脱グローバル化や、保護主義、気候変動などのサプライ・サイド・ショックで、トランプ大統領の脅迫的な関税や厳格な移民政策は事態を悪化させる可能性がある。

インフレ上昇での戦略

米連邦準備制度理事会（FRB）は通常、インフレ対策として金利を引き上げる。ルービニ氏によれば、債券価格は金利と逆方向に動くため、インフレ率が5%に達すれば、10年物米国債は30%、30年物米国債はそれ以上下落する可能性がある。このシナリオでは株式も下落する。インフレで株式と債券の両方が2桁台のマイナスとなった2022年がその例だ。ルービニ氏は「われわれのシナリオでは、債券利回りの上昇が株式の調整局面につながる時期に、ディフェンシブ資産（債券）は大きな損失を被るだろう」と述べる。

インフレ対策となる資産は金とコモディティだ。アトラス・アメリカETFは最近、ポートフォリオの16.8%を金地金を投資対象とするETFで、7.5%をインベスコ農業コモディティ・ストラテジーETF<PDBA>で保有していた。バンディ氏が原油ではなく農業を選んだのは、気候変動の影響と農業を取り巻くサプライチェーンの混乱が主因だ。米国の原油と天然ガスの生産量はすでに消費量を上回っており、食料安全保障の方が大きな問題となっている。バンディ氏は「エネルギーはより不安定に向かうだろう」と付け加える。

Inflation Fighter

The Atlas America ETF is betting on commodities and short-term Treasuries.

Top 15 Holdings / Ticker	% of Assets
iShares Gold Trust Micro / IAUM	9.1%
Vanguard Short-Term Treasury / VGSH	9.0
SPDR Short Term Treasury / SPTS	9.0
Schwab Short-Term US Treasury / SCHO	9.0
iShares 1-3 Year Treasury Bond / SHY	9.0
US Treasury 2 Year Note / UTWO	8.9
Invesco Agriculture Commodity Strategy / PDBA	7.7
SPDR Gold Minishares Trust / GLDM	7.6
iShares 0-5 Year TIPS Bond / STIP	7.5
iShares US Treasury Bond / GOVT	5.4
Direxion Daily 20+ Yr Treasury Bear 3X / TMV	5.3
Realty Income / O	1.3
American Tower / AMT	1.3
Digital Realty Trust / DLR	1.3
Equinix / EQIX	1.2

Note: Holdings as of Jan. 10

Sources: Atlas Capital, Morningstar

アトラス・アメリカETFの保有資産の強みとは

アトラス・アメリカETFチームはREITに対して繊細なアプローチを採用している。チームは文字通り郵便番号（ZIPコード）レベルの詳細なデータを持っており、北米の各REITについて、海面上昇、ハリケーン、洪水、山火事、作物不作のリスクがあるかどうかを正確に把握している。カリフォルニアやフロリダなどの一部地域では住宅所有者は保険を得ることができない、このため大量の人々が他州に移動することを余儀なくされるとみられる。このデータは、幅広い不動産ポートフォリオを持つREI

Tのリスク分析に役立つはずだ。アトラス・アメリカETFが保有するREITのうち最大規模の一つであるリアルティ・インカム<O>は、49州に約1万5400の不動産を所有している。現在、REITがアトラス・アメリカETFのポートフォリオに占める割合は12.9%となっている。

それでもポートフォリオの約50%を構成しているのは国債だ。ルービニ氏は、これらは主に短期国債であり、利上げによる痛手は大きくないと指摘する。また、アトラス・アメリカは20年物米国債が下落すると価格が上昇するディレクション・デイリー20年超米国債ベア3倍ETF<TMV>を保有することで、長期国債のヘッジを行っている。

By Lewis Braham
(Source: Dow Jones)

10. 影の薄い中型株が2025年に注目される理由とは [経済関連スケジュール]

Mid-Cap Stocks Have Been in the Shadows. This May Be the Year They Shine.
中型株が市場トップランナーとなるか

■ イエティやドールなど中型株に期待

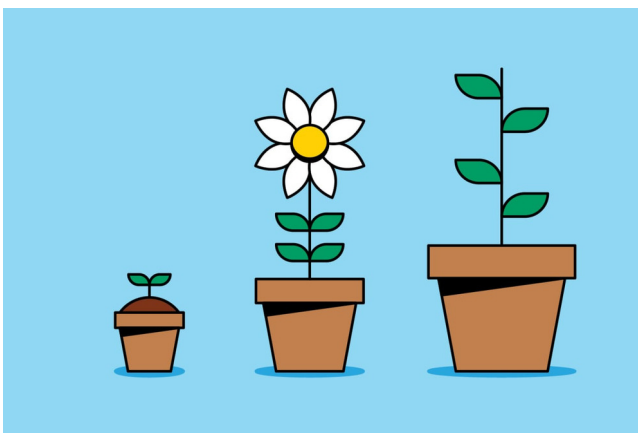


Illustration by Elias Stein

金利や株価バリュエーションの先行きが不透明な状況において、2025年は市場の「三兄弟の真ん中で忘れられがちな子」、すなわち中型株の年となる可能性がある。中型株は、投資家の関心が集まりにくい存在であるが、時価総額が20億~100億ドルの企業で構成されるこのセクターは、今後絶好の投資先となる可能性がある。

大型株で構成されるS&P500指数は、現時点で2025年予想株価収益率（PER）は約22倍で、これは過去20年の中でも最高水準に近い。一方、上場投資信託（ETF）のiシェアーズ・コアS&P

中型株ETF<IJH>は16倍となっている。アナリストらはこのETFの2025年1株当たり利益（EPS）成長率を13%と予測しているが、S&P500の成長率は14%だ。ビーオブエー・セキュリティーズのアナリストは最近「中型株の時代が来た」と書いており、比較健全な財務内容を持つ中型株は、小型株などを代替銘柄として選ぶよりも、金利上昇の影響を受けにくい点を強調している。

JPモルガン<JPM>は、トランプ大統領の関税引き上げ策により、小型株や中型株の企業は多国籍企業と比べて国内市場に特化していることが多いため、トランプ政策による追い風を受けやすいと予測している。JPモルガンが注目する銘柄の一つは、フルーツ会社のドール<DOLE>だ。ドールの2025年予想PERは9倍で、ファクトセットによれば今年は15%程度の収益成長が見込まれるという。JPモルガンは、ドールの12%というフリーキャッシュフロー（FCF）利回りと、急速に負債を削減している財務状況を評価している。

また、シュワルツ・バリュー・フォーカスト・ファンド<RCMFX>（モーニングスター<MORN>のデータベースで2024年最高のパフォーマンスを記録した中型株混合型ファンドであり、39%のリタ

ーンを達成)の共同マネジャーであるティモシー・シュワルツ氏は、中型株のなかでもアウトドア製品メーカーであるイエティ・ホールディングス<YETI>を選好している。イエティは2018年に上場して大躍進を遂げたが、その後苦戦している。シュワルツ氏はイエティについて、2025年の予想PERで13倍という水準は「市場が見落としている」点だと述べている。

先週の出来事

市場動向

ワシントンが寒波に襲われる中、トランプ大統領の就任式は議事堂内で執り行われた。ガザ地区では停戦期間が始まり、イスラム組織ハマスは人質を解放しイスラエルはパレスチナ人受刑者を釈放した。米大統領就任式の直前の週末に、トランプ氏は自身の仮想通貨を立ち上げ、続いてメラニア夫人も仮想通貨を立ち上げたが、トランプ大統領の就任式後には多くの仮想通貨が下落した。トランプ大統領は、動画投稿アプリTikTok(ティックトック)禁止法施行の75日間猶予、関税の見直し、2021年1月6日の議会襲撃参加者の恩赦、人工知能(AI)規制の終了、物価引き下げ要請、メキシコ国境への軍隊派遣を含む大統領令に署名した。ドル相場は下落したが、その後反発した。20日(月曜日)の祝日の休場後、株式市場は上昇した。23日木曜日にはS&P500指数が2025年に入り初めて高値を更新したが、24日金曜日には株価は下落した。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均(NYダウ)は2.2%上昇、S&P500指数とナスダック総合指数はともに1.7%上昇した。

企業動向

アップル<AAPL>の第4四半期におけるiPhone(アイフォン)の販売は、中国市場での販売台数が18%減少した。トランプ大統領は、5000億ドル規模でのAIインフラ構築を目的とした合併事業「スターゲート」の設立を発表した。この計画には、AI開発を手掛けるオープンAI、ソフトバンクグループ<9984>、ソフトウェア会社オラクル<ORCL>、そしてアラブ首長国連邦(UAE)が支援する投資会社MGXが主導している。しかし、イーロン・マスク氏はこの計画を一笑に付した。英紙フィナンシャル・タイムズ(FT)は、TikTokの親会社であるバイトダンス(字節跳動)が今年、AIインフラに120億ドルを投じると報じた。バイオ医薬のモデルナ<MRNA>は、鳥インフルエンザワクチンの開発に対して連邦政府から5億9000万ドルの資金提供を受けた。動画配信大手ネットフリックス<NFLX>は、第4四半期に1900万人の加入者を獲得した。

M&A(合併・買収)など

- ・サウジアラビアの鉱業投資ファンドは、カナダの金採掘会社バリック・ゴールド<ABX>が開発する90億ドル規模のパキスタン銅金鉱山「レコ・ディク」について、パキスタン政府から10%から20%の権益を取得する予定。
- ・イタリアのモンテ・デイ・パスキ銀行は、競合先であるメディオバンカに対して139億ドルの買収提案を行った。

今週の予定

1月27日(月)

今週半ばは、大手テクノロジー企業の決算発表がめじろ押しだ。27日月曜日に通信大手AT&T<T>が四半期決算を発表、28日火曜日に米自動車大手ゼネラル・モーターズ<GM>、航空・宇宙関連大手ロッキード・マーチン<LMT>、防衛大手RTX<RTX>、コーヒーチェーン大手スターバックス

<SBUX>が発表する。29日水曜日には、オランダの半導体製造装置大手ASMLホールディング<ASML>、メタ<META>（旧フェイスブック）、マイクロソフト<MSFT>、電気自動車（EV）大手のテスラ<TSLA>が発表。30日木曜日にはアップル、建設・鉱山機械大手キャタピラー<CAT>、マスターカード<MA>、ビザ<V>が続く。31日金曜日にはバイオ医薬品企業アッヴィ<ABBV>、石油大手シェブロン<CVX>とエクソンモービル<XOM>、欧州製薬大手ノバルティス<NVS>が発表し、週を締めくくる。

1月29日（水）

米連邦公開市場委員会（FOMC）が金融政策を発表する。FOMCはフェデラルファンド（FF）金利誘導目標を4.25～4.5%に据え置くとの見方が大勢を占める。経済と労働市場は依然として堅調であり、インフレ率は米連邦準備制度理事会（FRB）が目標とする2%を依然として上回っているため、FRBは今後の経済データを評価しながら様子見の姿勢を続けると予想される。

1月31日（金）

米商務省経済分析局（BEA）が12月の個人消費支出（PCE）物価指数を発表する。エコノミストの予想は前年同月比2.5%の上昇で、11月を0.1%ポイント上回る。また変動の大きい食品価格とエネルギー価格を除いたコアPCEは前年同月比2.8%の上昇と予想され、11月と同じ。

統計と数字

15兆5000億ドル：2024年のETFへのグローバルでの純資金流入額。2021年の過去最高額1兆2000億ドルを上回った。

4.15ドル：鶏卵（Lサイズ）12個入りパックの12月の平均小売価格。11月に比べて14%上昇し、年間では37%の急騰。

300億ドル：気候変動に焦点を当てた投資信託が昨年中に償還された金額であり、4年間の増加が終止符を打った。

1兆8000億ドル：ヘッジファンド業界が始まって以来、投資家に対して請求した手数料の総額。業界全体の総利益の49%に相当。

By Ian Salisbury
(Source: Dow Jones)

『バロonz・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onz・ダイジェスト』 2025/01/26

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onz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