

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/05/18

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. エネルギー・ラウンドテーブル - 13 Energy Stocks to Buy Even as Oil Prices Fall, [ラウンドテーブル]
According to Roundtable Pros P.1
原油価格が下落しても買うべきエネルギー株13銘柄
2. 関税紛争もどこ吹く風のネットフリックス、時価総額は5000億ドルの大台へ - Netflix Nears \$500 [注目銘柄]
Billion Market Cap. Why Its Stock Is Still a Buy Even at These Levels. P.12
割高な株価も驚異的な収益力からみれば魅力がある
3. イーロン・マスクが復活させる「企業城下町」 - Elon Musk Is Reviving the 'Company Town.' [フィーチャー]
Their History Is Steeped in Controversy. P.15
歴史的には失敗に終わったケースが多い
4. AI銘柄取引の復活で大幅高 - The AI Trade Is Back—and That's Good Enough for the Stock [米国株式市場]
Market P.17
相場安定が上昇につながるか
5. ハイテク業界の次なるビッグトレンドはソブリンAI - Sovereign AI Is the Next Big Trend in [フィーチャー]
Tech. What Investors Need to Know. P.19
投資家が知っておくべきこととは？
6. 米国債が好調な株式市場を壊滅させる - Treasuries Are Here to Spoil the Stock Market Party [コラム]
長期国債利回りが危険水準に P.21
7. フェア・アイザックはクレジットスコア企業の星 - Fair Isaac Stock Is a Credit-Scoring Star [投資戦略]
他にも注目すべき長期リターン上位銘柄 P.23
8. FRBの将来像を巡る攻防が進行中 - The Battle for the Fed's Future Is On. What It Means for the [経済政策]
Fight Against Inflation. P.25
インフレとの闘いに十分な対応力はあるのか
9. アドビ株は「買い」、ファンドマネージャーが語るその根拠 - Adobe Stock Is a Buy. One [米国株式市場]
Portfolio Manager Explains Why P.28
株価は割安・予想PERも低すぎる
10. 貿易戦争で注目集める中古車カーバナ、それともグループワンが買い得か - Carvana Is [経済関連スケジュール]
a Hot Stock. Group 1 Automotive May Be a Better Bet. P.29
ボラティリティーが激しい自動車販売株

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

※当誌は、情報提供を目的としたものであり、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. エネルギー・ラウンドテーブル

[ラウンドテーブル]

13 Energy Stocks to Buy Even as Oil Prices Fall, According to Roundtable Pros

原油価格が下落しても買うべきエネルギー株13銘柄

かつてないほどダイナミックなエネルギー市場

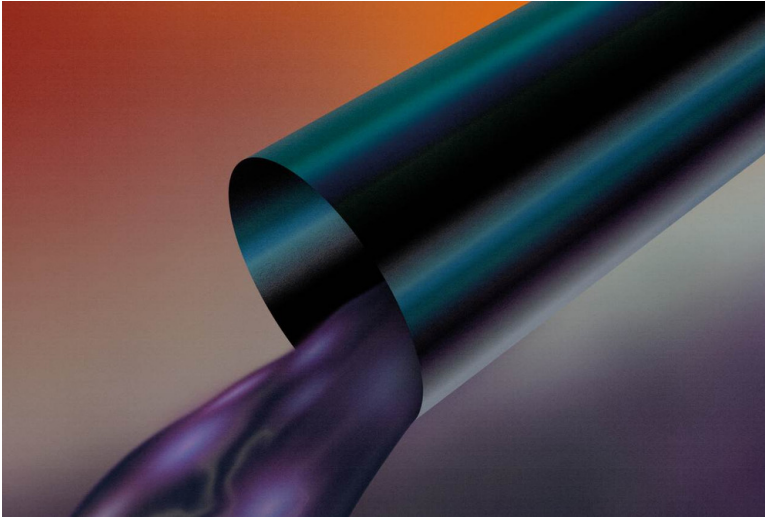


Illustration by Merijn Hos

エネルギー業界には過去数カ月で非常に大きな変化があった。しかし、エネルギー安全保障に対する世界的な関心の高まりや、人工知能（AI）などの膨大な電力を消費するテクノロジーの台頭を受けて、投資機会を見いだしている投資家もいる。

本誌は新たな情勢を理解するため、5月8日にオンラインによるエネルギー・ラウンドテーブルを開催した。参加者は、JPモルガンのグローバル・コモディティ・ストラテジーを率いるナターシャ・カネバ氏、ロ

ンドンに本社を置く投資会社ナインティ・ワンのポートフォリオマネジャーであるポール・グッデン氏、エセックス・グローバル・エンバイロンメンタル・オポチュニティーズ・ストラテジーのポートフォリオマネジャーであるウィリアム・ペイジ氏、ピッカリング・エナジー・パートナーズの創業者で最高投資責任者（CIO）のダン・ピッカリング氏だ。

本誌：エネルギー市場はかつてないほどダイナミックに動いていると同時に、収益性はやや低くなっている。石油輸出国機構（OPEC）は突然、原油の増産に非常に積極的になり、世界の原油価格は直近で1バレル当たり（以下同）約60ドルに急落している。天然ガスは、かつては原油に次ぐ2番手だったが、エネルギーシステムを中心となっているのかもしれない。クリーンエネルギーは政策の反動と不確実性に直面し、混乱状態にある。

トランプ大統領は「掘って掘って、掘りまくる」ことを望んでいるが、石油生産会社の行動はその逆のように見える。石油生産会社ダイヤモンドバック・エナジー<FANG>のトラビス・スタイス最高経営責任者（CEO）は、シェール原油の生産はピークに達していると述べており、テキサス州とニューメキシコ州にまたがるパーミアン盆地からの撤退を計画している。シェールに詳しいピッカリング氏に聞きたい。スタイス氏は正しいのか。今後はずっと下り坂なのだろうか。

ピッカリング氏：スタイス氏の発言は劇的で、耳目を集めた。それを狙っていたのだと思う。シェール生産は、始まって20年がたったことを考えると、成熟していると言える。原油価格が75～95ドルなら、米国のシェール生産量がピークに達したとは思わないが、50ドル台や60ドル台では採算が取れないのは明らかだ。

米国のシェールが終わったというのは時期尚早だ。しかし、警告であるあることは間違いのないだろう。資源は無限ではない。特に価格が70ドルを下回っているならなおさらだ。

Q：一部の米国企業は生産を減らしているが、状況はまちまちだ。総合石油会社のシェブロン<CVX>とエクソンモービル<XOM>は生産計画を維持している。全体として、ほとんどの企業は生産を続けるだろうか、それとも撤退を始めるだろうか。

ピッカリング氏：私はゆっくりと下降局面に向かうと予想している。われわれは関税やOPECの増産による潜在的な影響を理解し始めてから、30日ほどしかたっていない。業界全体が反応するには、ある程度の期間と情報が必要だ。

エクソンとシェブロンは、今後2年間の原油価格が50～55ドルなら、採掘を行わないだろう。業界は過去4～5年にわたって堅持してきた設備投資の規律に重点を置くはずだ。

石油企業はバランスシートと配当を守り、可能ならキャッシュフローも守ろうとするだろう。原油価格が50～55ドルの世界でそれを実現するには、支出を削減する必要がある。私は存亡の危機とは思わない。バランスシートは全体的に良好だ。エクソンやシェブロンだけでなく、より小規模な企業も素晴らしい状態にある。

シェールは価格形成に影響を与える存在ではなくなった



Dan Pickering/ Photograph by Arturo Olmos

Q：JPモルガンは最近、原油の目標価格を引き下げた。カネバ氏にその理由と、今後の原油価格の見通しを聞きたい。

カネバ氏：実際のところは、目標価格に8カ月早く到達している。当社は2025年末のブレント原油先物の目標価格を64ドルとしていた。しかし、想定より早く目標に到達したので、2025年の価格予想を前倒しした。現在の2025年末の目標価格は、ブレント原油先物が58ドル、ウエスト・テキサス・インターミディエート（WTI）原油先物が54ドルだ。

価格が大きく動いた理由はOPECの発表だ。OPECによる減産規模の縮小は、予想よりもかなり早く、積極的だった。OPECは収入を最大化するように生産量を増やすだろう。それが2025年と2026年初めのOPECの戦略であると当社は考えている。サウジアラビアでは、2027年にサッカーのアジアカップ、2029年にアジア冬季競技大会、2034年にサッカーのワールドカップ（W杯）が開催される。

Q：スポーツイベントはエネルギーに関する意思決定にどう影響するのか。開催国として多くの収入を必要とするのか。

カネバ氏：サウジアラビアはアジアカップのために5棟、W杯のために15棟のスタジアムを建設している。これらはサウジアラビアが初めて開催する国際スポーツイベントだ。多くの新興国からの人を受

け入れるときに、原油価格が40ドルでは困る。増産のタイミングは2025年か2026年初めだ。

Q：原油価格の低下はシェール原油の生産にどのような影響を与えるか。

カネバ氏：今年の影響はないだろう。まだ成長の余地はある。2026年には、シェールの生産量は減少するだろう。当社の価格予想が正しければ、今年7月から来年7月までの間に、米国の掘削リグは約100基減少するとみられる。

Q：グッデン氏は欧州に拠点を置いており、別の視点を持っているかもしれない。原油価格の下落は供給にどのような影響を与えるだろうか。

グッデン氏：WTI価格が55ドルならば、米国の原油生産量は遅れて横ばいになるという見方に同意する。50ドルならば、やはり12カ月遅れで、生産量は日量100万バレル減少するだろう。投資家として石油へのエクスポージャーを増やすなら、50ドルが魅力的な水準だ。

長期的に見ると、エネルギー転換は先送りされつつある。石油需要のピーク時期の想定は先延ばしになり、現在は恐らく2030年代半ばから後半とされている。原油価格が70ドルでも、2027年の米国のシェール生産は横ばいだろう。これが意味するのは、シェール（供給）がデフレ要因ではなくなってから10年近くがたつということだ。需要は緩やかながらも依然として伸びている。そのため、OPECが主導権を握っている。

しかし、3～5年先をみれば、少し前向きになることは可能だ。私はサイクル中期の推定として、ブレント先物が長期的に70ドルになると想定している。

Q：シェールは長年にわたって価格形成に大きな役割を果たしてきた。この状況は変わりつつあるのだろうか。

グッデン氏：シェールが今後2～3年にわたって横ばいで推移するなら、他の地域に目を向ける必要がある。現在はガイアナやブラジル沖での生産活動が盛んだ。米国のシェール生産は、もはや限界的な原油価格の指標の役割を果たさない。

Q：米国の生産が後退するという事は、海外のプロジェクトや、伝統的な原油の供給源を有する諸外国が成長するということか。

グッデン氏：それは違う。市場が再びバランスを取るには、シェール原油の生産が減少し、他の生産者が供給を増やさない必要がある。米国外の企業は、現状を増産のチャンスとはみていないだろう。むしろ、原油価格の下落に応じて、すべての企業のフリーキャッシュフローが圧縮される。

天然ガス価格は供給過剰によって下落する見込み

Q：多くの欧州エネルギー企業は再生可能エネルギーに投資していたが、現在は後退し、石油と天然ガスに力を入れている。今後18カ月にわたって原油価格が横ばいで推移するなら、この方向転換はタイミングが悪いということか。

グッデン氏：現在の原油価格から考えると、タイミングが悪いように見える。しかし、3～5年先には、原油の需要は高まるだろう。

Q：原油価格の下落によって、クリーンエネルギーを売るのは難しくなるだろうか。ガソリン価格が1ガロン当たり2.5ドルだったら、人々は電気自動車（EV）を買わなくなるかもしれない。



Paul Gooden/ Photograph by Jennifer McCord

ページ氏：原油価格と太陽光エネルギーの相関は約14年前に終わった。現在のクリーンテクノロジーは独立したファンダメンタルズの上に成り立っている。ただし、再生可能エネルギーと天然ガスには大きな相関がある。

Q：天然ガスの価格はよく持ちこたえているようだ。液化天然ガス（LNG）の価格は特に堅調に見える。米国などの複数の国はLNGを急速に増産している。現在、米国の天然ガス価格は100万BTU（英国熱量単位）当たり3.5～4ドルで、昨年の2倍になっている。海外の価格は約11ドルだ。しかし、今後1～2年間で過剰供給となる可能性があるのでは、誰もが強気というわけではない。カネバ氏は過剰供給になると考えるか。もしそうならば、LNG価格や企業にどのような影響があるか。

カネバ氏：数字をみる限り、2027年までのどこかのタイミングで、LNGは大幅な過剰供給となるように思える。さらに、ロシア産のガスについてどう考えるべきかも分かっていない。ロシア

にとって、ガスは戦略的なものだ。ロシアの年度予算における歳入の40%は石油とガスによるもので、そのうち3分の1はガスだ。プーチン大統領は、ガスを採掘せずに放っておくことを許さないだろう。

理論上は、天然ガス市場は大幅な供給過剰となるように思える。しかし、留意すべきは、中国が天然ガスの備蓄を積極的に増やしているということだ。現在の備蓄量は2016年の6倍で、2030年までに倍増する見込みだ。これは中国が天然ガスのトレーダーになることを意味する。当社の顧客の中国企業は、価格が7ドルを下回ったら、いつでも買うと言っている。価格が特定の水準に達したら、中国が買い、備蓄するということだ。

Q：今後2～3年間の米国産天然ガス価格は4ドル前後となるか。

カネバ氏：夏までにはその水準に達するだろう。2026年も価格は維持され、上昇する可能性もある。2027年の価格は大幅に下落するだろう。

Q：天然ガスの投資家は価格の急落を懸念すべきか。

カネバ氏：急落は、需要が増大する過程における変動にすぎない。急落する厳密なタイミングも非常に不透明だ。

エネルギーは関税を免除されているが、需要に間接的な影響が及ぶ



Natasha Kaneva/ Photograph by Mamadi Doumbouya

Q：関税の話題に移ろう。石油とガスは典型的なグローバル商品だ。しかし、現在は地政学的な分断の時代で、自由貿易は過去のものとなっているようだ。これは石油市場にどのような影響を与えるだろうか。

グッデン氏：関税に関しては、主に影響を受けるのは需要サイドだ。ほとんどのエネルギー取引は、関税それ自体の影響を受けない。しかし、関税が他の商品に課されることで、不透明感が生まれ、貿易が減る。これは下振れを生み出し、世界全体の需要に影響を及ぼす。

トランプ大統領は、石油とガスの両方に関して、米国の支配力を維持すると述べている。また欧州に対して、ロシア産天然ガスの輸入を締め出し、米国産LNGの輸入を確約する自由貿易協定への署名を求めている。米国は現在、中東産の原油に依存していないため、トランプ氏は中東情勢に関してかなり余裕のある見方を取れる。

カネバ氏：エネルギーに対する関税は免除されている。この点からみて、トランプ政権は非常に慎重なアプローチを取っている。供給を確保し、価格を安く維持したいのだ。しかし、将来の需要に関しては大きな懸念がある。

歴史的に見て、60ドルの原油価格は安い。これはエネルギー需要だけでなく、世界の国内総生産（GDP）成長率を約0.4%ポイント押し上げるだろう。一方、JPモルガンの基本シナリオは、第3四半期中に米国でリセッション（景気後退）が起きるというもので、需要にとって明らかにマイナスだ。

Q：原油の需要は価格の下落によって増えるかもしれないが、リセッションによって抑制される可能性があるということか。

カネバ氏：その通り。

Q：一部の石油会社は、関税がケーシング鋼管（坑井などの構造保持用のパイプ）などの物資の価格に影響すると述べている。これは大きな問題か。

ピッカリング氏：エネルギー企業にとって、関税がコスト構造にどのような影響を及ぼすかは今のところ不透明だ。しかし、コストの大部分は吸収できる、あるいは対処可能と考えられている。より大きな問題は、潜在的な需要リスクだ。

Q：クリーンエネルギー企業は関税の影響を乗り越えられるだろうか。

ページ氏：電力テクノロジー企業には十分な手元在庫がある。これにはエンジニアリング会社のプリモリス・サービシズ<PRIM>、電力会社ネクステラ・エナジー<NEE>、発電用タービンメーカーの

GEベルノバ<GEV>が含まれる。GEベルノバのタービン受注は36カ月先まで埋まっている。決算説明会でのコメントは非常に明確で、関税による売上高と利益率への影響は、設備投資に比べれば誤差程度とのことだった。ネクステラは、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の後に、国内のサプライチェーン（供給網）を強化した。

多くの企業は、インフレ抑制法（IRA）に基づく税制上の優遇措置の縮小に備えて、物資を積み増している。電力テクノロジーセクターは、24カ月先、場合によっては36カ月先まで見通しがはっきりしている。電力テクノロジーは必要不可欠なインフラでもある。太陽光発電と電力貯蔵も勢いを増している。

Q：クリーンエネルギーに3700億ドルを準備していたIRAが廃止されるか、投資規模が縮小される可能性がある。そうなった場合、クリーンエネルギー企業には大きな影響が及ぶだろうか。

ペイジ氏：私は常に、政治家の発言ではなく行動に注視することを信条としてきた。洋上風力発電とEVが政権の視野に入っていることは極めて明確だ。両業界における税額控除の終了が予想より早い可能性がある。とはいえ、税額控除が完全に消滅するとは予想していない。IRAの大部分は残るだろう。

より重要なこととして、われわれは、政府の法令がない状態における企業のビジネスモデルと収益性に基づいて投資するスタンスとしており、米エネルギー省からの多額の借入れなどの恩恵を受けている企業をポートフォリオから排除してきた。資本コントロール、資本管理、収益性および成長性が良好な企業が数多く存在している。

■ エネルギー関連銘柄に投資する理由

Q：平均的なファンドマネジャーの場合、エネルギーがポートフォリオに占める割合は2〜3%程度であり、それも伝統的な石油・ガス企業が多い。まったく投資していないマネジャーもいる。原油価格が低い状態で、伝統的なエネルギー企業に投資する根拠は。

グッデン氏：私は、天然資源専門のファンドを運用しているため、ジレンマに向き合う必要はない。しかし一般投資家は、現時点でインフレを心配している。脱グローバル化、財政赤字を続け、インフレで債務を帳消しにしたいという政府の意向、および、生産年齢人口の減少による賃金押し上げなどが理由で、インフレが粘着的だという感覚が高まっている。

伝統的なファンドマネジャーであれば、インフレをヘッジする幾つかの手段がある。一つは、価格決定力があると思われる企業に投資することだ。しかし、価格決定力が消滅する可能性はないかと、常に自問しなければならない。もう一つは、コモディティーの現物を扱う企業に投資することだ。物理的資源は有限で、財政赤字が理由でコモディティーへの投資が増えればコモディティー価格は上昇することになる。

コモディティー価格上昇を目的に投資されている銘柄の株価も上昇するだろう。米国の一部大手エネルギー企業の株価は、年初来で市場をアウトパフォームしている。その理由の一つは、人々がインフレヘッジを求めているためだ。二つ目の理由は、人々が盤石なバランスシートを求めており、多くのエネルギー企業がそういった状態にある。

テクノロジー銘柄は米国市場を長きにわたってけん引してきたために、人々はテクノロジー銘柄を保有することが普通になっている。しかし、天然資源に対するエクスポージャーを増やす必要があるの



William Page/ Photograph by Simon Simard

ではないかという疑問も高まっている。

Q：原油は過去数年間にわたって、比較的良好なインフレヘッジとなってきたか。

カネバ氏：資産クラスとしてみた場合、エネルギーは最良のインフレヘッジとなってきた。

Q：しかし、現状はユニークな状況に思える。原油価格が低下すると同時に、インフレに対する懸念もある。この状況でもエネルギーがインフレヘッジであるという主張は可能か。

カネバ氏：私はトランプ政権のメッセージを額面通りに受け取っているため、2025年と2026年については、そのようには主張できない。エネルギー価格が低下すれば他の分野のインフレを相殺できるので、トランプ政権はエネルギー価格を引き下げる必要がある。政府はこれまでのところ、エネルギー価格の抑制に成功している。そのため、エネルギーの取引はインフレヘッジとして機能しないと私は考える。ちなみに、パフォーマンスとしては、貴金属がエネルギーに次いでいる。

Q：「私はエネルギーに投資しておらず、それで問題ない。なぜ今投資するのか」という懐疑派に、どのように対処するのか。

ピッカリング氏：バリューが最高の理由だ。原油価格が50ドルになったとしても、エネルギー企業はバランスシートの観点では依然として素晴らしい。エネルギー企業、少なくとも大手上場企業のキャッシュフローは恐らく黒字になるだろう。純資産価値（NAV）でみると、WTIで1バレル55～60ドルが織り込まれている。サイクル中期の原油価格は70ドルと考えられ、上昇傾向にある。

現状はサイクル中期以下の原油価格で投資可能で、化石燃料が必要なことも分かっているというのが理由だ。世界は過去5年間で、化石燃料はなくならないことを理解した。現状、価格がサイクル中期を下回っている循環的なコモディティーに投資が可能だ。さらに原油価格に関しては、トランプ大統領がエネルギー価格引き下げの必要性を語るにもかかわらず、現在の価格水準を長期間維持できないという見方もある。

エネルギー株は万人の好みというわけではないし、バリュー株は人気がない。市場はグロース株とモメンタム株のものだった。エネルギーに関しては、好転する前に悪化する可能性さえある。忍耐が必要だが、エネルギーはポートフォリオの分散効果がある。

ピッカリング氏の推奨銘柄

Dan Pickering's Picks

Company / Ticker	5/14/25 Price
Diamondback Energy / FANG	\$144.82
Expand Energy / EXE	113.31
Vista Energy / VIST	51.39

Source: Bloomberg

Q：推奨銘柄に移ろう。

ピッカリング氏：ダイヤモンドバック・エナジーは、パーミアン盆地における一大プレーヤーで、さらに巨大化している。低いコスト構造を持ち、在庫も多い。時価総額は400億ドルで、株価はNAVを大幅に下回っている。原油価格が80ドルになれば株価は190ドルになる可能性がある。現在の株価は140ドル前後だ。また私は、今後5年超の間のどこかでダイヤモンドバックが買収されると考えている。シェブロンやエクソンなどの大手企業の買収候補にもなるだろう。

次の銘柄は、グッデン氏の話に沿ったものだ。市場は、シェール関連銘柄以外に目を向け始めるだろう。非常に興味深いのは、メキシコのエネルギー会社であるビスタ・エナジー<VIST>だ。時価総額は50億ドルで、アルゼンチンで日量12万バレルを生産している。ビスタはバカ・ムエルタ・シェールで操業しており、コストも低い。

3社目は、天然ガス会社のエクスパンド・エナジー<EXE>だ。時価総額は250億ドルで、天然ガス大手の一社だ。株価／キャッシュフロー倍率は4倍になっている。天然ガスの状況は、今後しばらく改善が続くだろう。エクスパンドの経営は良好だ。株価は乱高下しているが、天然ガス価格が4～5ドル／100万BTUに近づくにつれて、株価には25～50%の上値余地があると考えられる。

Q：エクソンとシェブロンは、天然ガス発電所を建造する意向を表明している。多くの石油会社が、電力に対する関心を高めているように思われる。それは賢明な動きか、あるいは単にトレンドを追いかけているだけか。

ピッカリング氏：今日のわれわれは、まだデータセンターについてあまり語っていない。電力は、新たなシェールブームだ。

私のようにAIのストーリーを完全に信じているのであれば、行き着く先は電力だ。電力のストーリーは基本的に需給だ。供給は制約されてきており、電力需要の成長は劇的に加速する見込みだ。データセンター企業の一部にとってスピードは重要で、天然ガス発電所の建設が極めて速い。

エクソンとシェブロンは、大規模プロジェクト指向の企業だ。私は両社が準備不足ではないかと懸念しているが、発電所に対する天然ガス供給は非常に理にかなっている。私は、両社が建設段階から関与して、完成後に持ち分の一部を売却するのではないかと推測している。

両社が必ずしも電力供給事業に積極的なわけではないとみているが、筋が通っている。一つ想定しなければならないことは、シェル<SHEL>、BP<BP>、フランスのトタルエナジーズ<TTE>、エクソン、シェブロンなどの大手企業が、50年後のエネルギー需要がどうなるうともその一部になるということだ。

ページ氏の推奨銘柄

William Page's Picks

Company / Ticker	5/14/25 Price
American Superconductor / AMSC	\$23.74
GE Vernova / GEV	432.84
Primoris Services / PRIM	76.83

Source: Bloomberg

Q：最近の常識としては、AIと電力関連株の上昇は、終わったとはいえないものの一服している。ページ氏の考え方は。

ページ氏：データセンターは、電力需要の限界的なけん引役だが、唯一のけん引役ではない。データセンターの大手4社を考えてみよう。メタ<META>（旧フェイスブック）はデータセンターへの予想投資額を約2倍へ引き上げた。データセンターが電力需要に占める割合は現状約4%だが、5年後には10%になるとわれわれは考えている。つまり、電力需要の増加率に対しては、より堅牢な送配電網が必要になることを意味している。

最初の推奨銘柄はGEベルノバだ。時価総額は1100億ドルで、好調な四半期決算を公表したばかりで、2028年までガスタービン受注が埋まっている。GEベルノバは、ガスタービンから再生可能エネルギー、原子力発電、さらには電力化など、電力関連テクノロジーに対して幅広く投資する手段となっている。GEベルノバは日立製作所<6501>と原子力合併会社を設立しており、従来型原子力発電所の強力なテクノロジーに加えて、商業的に実行可能な小型モジュール炉のテクノロジーも備えている。

現状の株価は割高に見えるが、1株当たり利益（EPS）の増加に伴って36カ月後の株価収益率（PER）は市場並になると考えられる。再生可能エネルギー事業は、ベルノバにとってコールオプションだ。電力貯蔵事業は好調で、風力タービンメーカーとしては世界有数だ。2027年のEPSを15ドルと予想しており、タービン事業の価格がしっかりする2028年には20ドルを超えると考える。われわれの目標株価は約470ドルだ。

2社目は、電力回復ソリューションを提供するアメリカン・スーパーコンダクター<AMSC>だ。時価総額は8億2000万ドル。アメリカンは、産業と電力会社を対象に電力の質を改善する。ロボットを使う大規模工場ではアメリカンの製品がますます使われつつある。その他、海軍の船舶用の新たな保護システムもある。売上高は、年率50%超で拡大している。

次は、プリモリス・サービスだ。時価総額は36億ドル。天然ガス、上下水道、パイプの主要建設請負会社だが、重要なことにエネルギー・グリッド、電力グリッドに関して製造と建設も手掛けている。過去数年は高いレバレッジが重しだったが、過去24カ月でレバレッジは低下している。フリーキャッシュフローは大幅な黒字だ。プリモリスは、停電や、ロサンゼルスのような深刻な企業災害の際に現場に人を派遣している。現在の株価は約75ドルで、われわれの目標株価は85ドルだ。

Q：主要な電力関連プロジェクトを抱えている際に発注すべき請負会社ということか。

ページ氏：その通りで、インフラ建設にも当てはまる。データセンターを例にとると、更地から完工まで5年を要する。米国への工場移転を考えている半導体メーカーであれば、大量の電力供給契約が必要だが、構内の電力の安定性も必要だ。変電所や電力設備の設置にプリモリスが介入することになる。

Q：太陽電池技術企業のファースト・ソーラー<FSLR>や風力タービンメーカーのベスタス・ウィンド・システムズ<VWDRY>のような伝統的な再生可能エネルギーを底値買いするか。

ページ氏：われわれは、世界的な風力発電に関するサイクルを信じていない。ファースト・ソーラーは若干保有しており、太陽光発電関連企業を保有しなければならないとしたらファースト・ソーラーになる。再生可能エネルギーの開発では、ネクステラ・エナジーを選好している。

グッデン氏の保有銘柄

Paul Gooden's Picks

Company / Ticker	5/14/25 Price
Baker Hughes / BKR	\$37.84
Cheniere Energy / LNG	233.25
EQT / EQT	56.36
Shell / SHEL	67.09
Targa Resources / TRGP	168.58
TechnipFMC / FTI	31.48
Williams Cos. / WMB	58.20

Source: Bloomberg

Q：次は、グッデン氏。

グッデン氏：コンプライアンス部門の方針で推奨銘柄はないが、保有銘柄については話せる。

現在保有している中に、興味深い3分野がある。最初は天然ガス、特に米国の天然ガスだ。米国の現在の市場規模は1日当たり1050億立方フィートだが、2030年には1300億立方フィートになる可能性があり、成長性は高い。

われわれは、バリューチェーン全体に投資している。川上では、全米第2位の天然ガス会社のEQT<EQT>を保有している。設備関連銘柄は、エネルギー技術会社でLNG輸出基地に使われるターボ・コンプレッサーを独占的に提供しているベーカー・ヒューズ<BKR>だ。川中には興味深い企業が数社あり、米国最大の天然ガス輸出会社のシェニエール・エナジー<LNG>や、米国で輸送される天然ガスの約3分の1を扱うパイプ

ライン運営会社ウィリアムズ・カンパニーズ<WMB>がある。3社目として、川中サービスを提供するタルガ・リソーシズ<TRGP>があり、パーミアン盆地最大の天然ガス集積会社で天然ガスを液化する企業だ。

二つ目の分野は、米国のシェール生産が横ばいにあるというテーマに関連している。ビスタ・エナジーについてはピッカリング氏と同意見だ。別に、英国のエネルギー関連テクノロジー企業のテクニップFMC<FTI>もある。オフショア設備とその設置のトップ企業だ。この市場は大胆な業界再編を経験しており、現在は2社による複占市場となっている。

私は3番目を自助努力の分野と呼んでおり、シェルを強調したい。シェルの経営は、数年にわたって貧

弱だった。ワエル・サワンCEOは2023年に就任してから2年半近くになり、改善が見られ始めている。事業執行を改善しており、コスト削減も進めている。大規模プロジェクトが完成目前で、事業ポートフォリオの最適化も予想される。

Q：シェルがBPを買収する可能性があるか。しばらくの間うわさが流れており、最近は関心が高まっている。

グッデン氏：その可能性はあると考えているが、向こう1～2年に実施される公算は小さいだろう。シェルは、私が述べたような価値開放の初期段階にある。シェルのバリュエーションはエクソンと比較して約40%のディスカウントとなっており、フリーキャッシュフロー利回りはBPと同水準だ。そのため、現時点でシェルはBPを買収できないと私は考えている。シェルは社内を整備する必要があるが、2～3年後には買収の可能性はある。

大手5社から選ぶとすれば

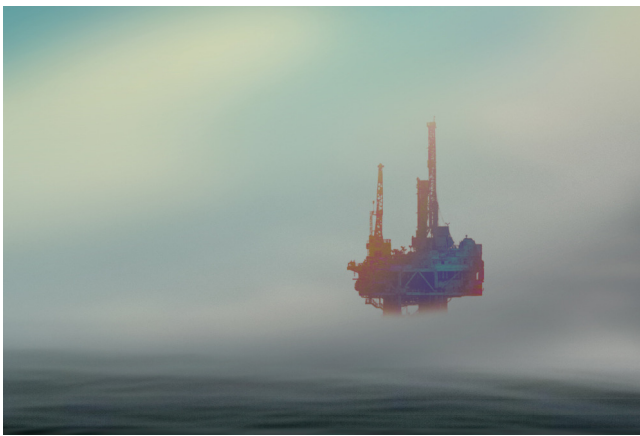


Illustration by Merijn Hos

Q：エクソン、シェブロン、シェル、BP、トタルエナジーズの大手5社のうちの1社に投資するとしたら、どれを選ぶか。

グッデン氏：シェルを選ぶだろう。米国の同業他社に対する大幅なディスカウントと盤石なバランスシートが理由だ。また、自助努力のストーリーでも特異的に傑出している。

ピッカリング氏：5社から選ばなければならないとすればエクソンだろう。5社の中で最大で、本質的には非常に素晴らしい企業だ。バランスシートも素晴らしい。最近のパイオニア・

ナチュラル・リソースズ（エネルギー企業）の買収に関連して、上振れ余地がある。

Q：原油価格が現在のレンジにもう少しとどまるとすれば、エネルギー企業の収益性は極端に好調にはならないだろう。原油価格は上昇すると予想しているか。あるいは、低水準の原油価格が長期化しても、バランスシートが良好な企業の株価が好調に推移するという事実を好むか。

ピッカリング氏：低水準の原油価格が長期化しても大丈夫だろう。とはいえ、55ドルが永久に続くとしたら、各社は興味を引くような利益を稼げないだろう。55ドルが続くと考えるのであれば、エネルギーセクターに投資する必要はないと考えられる。常にサイクル中期の価格を見据えていなければならず、私はサイクル中期の価格が現状よりも高いとみている。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

2. 関税紛争もどこ吹く風のNetflix、時価総額は5000億ドルの大台へ [注目銘柄] Netflix Nears \$500 Billion Market Cap. Why Its Stock Is Still a Buy Even at These Levels. 割高な株価も驚異的な収益力からみれば魅力がある

S&P500指数を大幅にアウトパフォームする強さの秘密



David Becker / Getty Images for Netflix

ホラーショーを見ているかのような錯覚に陥り
そんな2025年の市場で、動画配信大手のネット
フリックス<NFLX>は数少ない安心できる銘柄
だ。

ネットフリックスは、貿易面で何が起きようが
アウトパフォームできる希少な種類の株式に見
える。足元の株価は1173.25ドルで、トランプ
米大統領の関税政策が発表され、相場が狂乱的
かつ全面的に下落した4月2日の「解放の日」以
来25%上昇している。同期間、S&P500指数の
上昇率は4.1%にとどまる。15日現在、ネットフ

リックスにとって初の時価総額5000億ドル到達まで、あと10億ドル弱のところまで来た。

ネットフリックスが市場で安全な逃避先になった理由を理解することはさほど難しいことではない。
ネットフリックスが輸入するのはコンテンツであって財ではないため、米政権の相互関税によるコス
ト上昇のリスクはほとんどない。トランプ大統領が外国で制作された映画に100%の関税を課す方針を
表明した日でさえ、株価は2%下落したにすぎなかった。投資家は、ネットフリックスが米国へ制作拠
点を移すか、値上げで収益への影響を減殺できると気付いていた。

ネットフリックスはマクロ経済が不透明な時期でもアウトパフォームする銘柄とのお墨付きを得てき
た。広範囲にロックダウンが起きた2019年のコロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の時
に、ユーザーは『タイガーキング：ブリーダーは虎より強者？！』や『マイケル・ジョーダン：ラス
トダンス』といった大ヒット作品をたっぷり視聴することができ、株価は2桁台の上昇を示した。

金（ゴールド）も逃避先の安全資産と考えられているが、トランプ政権が中国との交渉で大半の関税
を90日間停止したため、苦戦を強いられる可能性がある。その一方で、ネットフリックスは年初以降
の力強い上昇からさらに上値を伸ばせるはずだ。

自律的成長サイクルを生み出す

現在、ネットフリックス株について唯一真剣に検討すべきリスクはバリュエーションだ。直近の株価
上昇で株価は割安とは言えず、足元の予想株価収益率（PER）は約43倍、ベンチマークとなるS&P500
指数が21倍、比較対象としてよく引き合いに出されるマグニフィセント・セブン（M7）は27倍だ。

それでも、ネットフリックスの過去5年間の平均PERは52倍だったため、直近の数字から判断すると必
ずしも割高だとも言い切れない。スコットランドのエディンバラを拠点とする資産運用会社、ベイリ
ー・ギフォードの米国成長株ファンドのストラテジストを務めるベン・ジェームズ氏は、この期間に

Netflix

(NFLX / Nasdaq)

\$1,200

1,000

800

600

400

200

0

July
2022

Oct.
2022

Jan.
2023

April
2023

July
2023

Oct.
2023

Jan.
2024

April
2024

July
2024

Oct.
2024

Jan.
2025

April
2025

Source:

Netflixは「コンテンツにどれだけ資金を費やすか誰もが懐疑的だった挑戦者のような赤字企業から、信用のおける、収益性の高い高成長企業」へと進化を遂げたと本誌に語る。ベイリー・ギフォードはNetflix株を400万株弱、約45億ドル相当を保有する。

強気ケースのシナリオは、Netflixが直近の株価のモメンタムを維持するのに見合うだけのスピードで利益成長を図ることができるとの考えに基づく。ジェームズ氏は、現在27%の営業利益率が2030年末までにほぼ倍増するだろうと語る。

ジェームズ氏は、Netflixは過去10年にわたって自律的な成長サイクルを生み出してきたという。会員が増えれば、コンテンツに投資する予算が増加し、それがさらなる会員獲得につながるという好循環の仕組みだ。Netflixは今日まで懸命な企業努力を重ね、多額の資金を投じてビデオや映画の膨大なライブラリーを構築した。

ジェームズ氏は「自社コンテンツに相当の投資を行い、利益率を上昇させる鍵となる弾みを構築した。2015年に初めて投資した時の営業利益率は約4.5%で、10~15年で50%になると予想していた。予想の中間地点を越えたが、今でも十分に到達可能だと考えている」と語る。

事業内容多角化も成長を後押し

ウォール・ストリート・ジャーナルの先月の報道によれば、Netflixの経営陣は時価総額として、報道時の4840億ドルから2030年末までに1兆ドルを目指すとしている。現在、Netflix株のバリュエーションはかなり割高だが、必要な利益率の伸びを実現できれば、13桁（1兆ドル）の時

Key Data

Netflix (NFLX / Nasdaq)	Subscription streaming service
Headquarters	Los Gatos, Calif.
Recent Price	\$1,150.99
52-Week Change	87.6%
Market Value (billion)	\$490
2026E Sales (billion)	\$49.8
2026E Net Income (billion)	\$13.1
2026E EPS	\$30.91
2026E P/E	37.2

Note: E=estimate.

Source: Bloomberg

価総額の達成を見込めるだろう。

割安な加入者プランを導入したことも増益を加速させることに寄与する可能性がある。ネットフリックスは新たな収入源となる事業として、2022年11月に広告付きプランを導入した。広告事業は2024年の売り上げの4%を占めるにすぎないが、今年は倍増を見込んでおり、広告事業のプレジデントを務めるエイミー・ラインハート氏は14日、広告付きプランは過去6カ月に2400万人の会員を獲得したと語った。ジェームズ氏は、ネットフリックスがAIを活用してターゲットユーザーにアプローチすれば、広告付きプランの収益性は一層高まると見ている。

ライブスポーツ番組もネットフリックスが未開拓の市場にアクセスする手助けとなる。現在、各家庭に一つはネットフリックスのアカウントがある状況だが、依然として成長余地は大きい。2024年10～12月期には、世界中の会員数は3億160万人と報告した。3年前にスペンサー・

ニューマン最高財務責任者（CFO）は、アクセス可能な市場規模は世帯数ベースで7億～10億と想定していた。

ネットフリックスがビデオストリーミング専業である時間はあまり長くないかもしれない。2月には、初となるレストラン、ネットフリックス・バイツをラスベガスに開店した。同レストランでは、有名な映画やテレビショーをイメージした料理に舌鼓を打つことができる。今年後半を目途に、ネットフリックス・ハウスという名の体験型エンターテインメントの実験店舗も2店舗、開店予定だ。

これらすべてが魅力的な成長ストーリーにつながる。ファクトセットが調査したアナリスト予想では、利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）は今年26%増、2026年はさらに20%増、2027年はさらに18%増の伸びが見込まれている。ネットフリックス株は今年大きく上昇しているが、投資家は乗り遅れたと悲観する必要はない。利益の急増によりネットフリックス株は再び割安になるだろう。どこかの時点でネットフリックスの稼ぐ力にプレミアムを支払うだけの価値がある時も来るだろう。

By George Glover
(Source: Dow Jones)

3. イーロン・マスクが復活させる「企業城下町」

[フィーチャー]

Elon Musk Is Reviving the 'Company Town.' Their History Is Steeped in Controversy.

歴史的には失敗に終わったケースが多い

スペースX本拠地の地方自治体化



Chicago History Museum / Getty Images

米国を築いたのは企業城下町だが、イーロン・マスク氏は企業城下町が火星植民地の建設や人類の救済につながると考えている。マスク氏の銀河系探索の最新のステップは、テキサス州のスターベースを地方自治体にする事だ。スターベースには宇宙開発会社スペースXの本社があり、約300人の有権者（大半がスペースXの従業員）が住んでいる。今月初めに実施された地方自治体化に関する投票で97%が賛成し、そのうちの一人が今では市長に就任している。

ブラウンズビル近郊のメキシコ国境沿いに位置するスターベースは、火星を目指す全長121メートルのロケット、スターシップの建造と打ち上げに特化している。その地方自治体化は、ゾーニング（地域区分）から歳入の確保まで、地方自治体の機能の大半をスペースXの最高経営責任者（CEO）兼支配株主のマスク氏が手にすることを意味する。

スターベースは自治体としてのアカウントからマスク氏のソーシャルメディアX（旧ツイッター）へ「市になることで、宇宙における人類の未来の場所を建設する男女にとって最高のコミュニティの建設を続けることが可能になる」と投稿した。

コメントの要請に対し、マスク氏とスターベースからは回答がない。マスク氏はテキサス州のオースティン近郊にもスネイルブルックという町を建設している。新たな地下交通システムのためにマスク氏が設立したトンネル掘削会社ボーリング・カンパニーの本社がある。

悪名高い企業城下町

マスク氏は、労働者と資本を企業所有のコミュニティに結集し、政府や労働組合の干渉のない労働と資本のより完璧な統合を目指してきた米国の大勢の実業家たちに仲間入りすることとなった。

鉄道車両会社の創業者で大実業家のジョージ・プルマン（1831～1897年）は、シカゴ郊外に所有する自身と同名の企業城下町(プルマン)について「簡単な話だ。われわれ自身が地主であり従業員だからだ。それだけだ」と語った。プルマン氏がその後経験した通り、企業城下町の運営は決して簡単ではない。景気が良ければ雇用者と従業員の利害を一致させるのは比較的容易だが、不景気になると不可能な場合もある。そして利害の不一致は壊滅的な結果をもたらしかねない。

米労働統計局（BLS）は1920年の調査で「社宅には米国の産業史と同じくらい古い歴史がある」と述べている。かつては全米に約2500の企業城下町が存在した。始まりは1791年にアレクサンダー・ハミルトンが計画した産業都市パターソン（ニュージャージー州）だった。1916年になっても、鉱工業労

働者の34.4%が企業が支給した住宅に住んでいたことがBLSの調査で分かっている。BLSによれば、経営者が「ほとんど封建時代のような権力によって支配している」場合もあった。

最も悪名が高かったのは鉱山地帯の企業城下町だ。アパラチア山脈の炭鉱町の生活をアーニー・フォードは1951年のヒット曲で「16トン積み込んで何を得た？ 1日歳を取って借金が増えただけさ」と歌った。

鉱山労働者は、死亡事故や手足の切断が日常的に発生する最も危険な仕事に従事し、山間の孤立した職場は雇用主の最も悪質な家父長的衝動の温床となった。労働者は掘立て小屋を借りざるを得ず（購入できなかった）、賃金は会社が発行した鉱山町の中でしか通用しない切符で支払われ、燃料から、水、医療、ゴミ収集まで、あらゆるサービスに手数料がかけられていた。武装警備員と雇用主のスパイによって秩序が維持されていた。歴史家のハリー・M・コーディル氏は著書『カンバーランズに夜が訪れる』で「会社側はこのような鉱山生活のあらゆる側面で金儲けを行っていた」と書いている。債務を抱えた労働者は働き続けるしかなく、死ぬことが唯一の脱出方法だった。

1880年台に始まった労働者組織化の動きは、「石炭戦争」として知られる対立へと発展し、ウエストバージニア州のブレア山の戦いで頂点に達した。これは南北戦争以降の米国で最大の武装蜂起となっている。全米合同炭鉱労働者組合（UMW）が組織した1万人に上るストライキ参加者は3000人の武装警官と戦ったが、正規軍が動員されると散り散りになった。約150人の死者は大半がストライキ参加者だった。他の参加者は起訴され、一部が山に逃げ込んだが、多くは鉱山の借金漬けの生活に戻った。

すべての企業城下町で露骨な搾取が行われていたわけではない。ジョージ・プルマンのように、人が置かれた環境は「身体だけでなく魂の欲求も満たすべきだ」と考えた実業家もいる。プルマンは、高品質の寝台車を製造し、鉄道会社にリースすることで財を成した。1880年、プルマンは寝台車と同様の品質の新工場と企業城下町の建設を決断した。創業者の名前を冠したこの町には、当時は珍しかったガスと水道が備えられたレンガ造りの住宅や、壮麗な公共施設、公園、そして町で唯一のバーがあるホテルまであった。1893年の恐慌までは、すべてが比較的順調だった。

1894年の「プルマンストライキ」で一変した。ジョージ・プルマンは、景気後退への対応として、解雇と賃金引き下げを行ったが、家賃の引き下げを拒否した。町のうわべだけの平穏はすぐに崩壊した。ユージン・デブスの全米鉄道労働組合（ARU）が組織した企業レベルのストライキはプルマン車両の全国的なボイコットに発展し、全米で商業活動をまひさせた。郵便の遅れを口実に、クリーブランド大統領が連邦軍を派遣し、ボイコットは鎮圧され、デブスは投獄された。しかし、プルマンの夢も終わった。

■ いずれは火星に城下町

こうした失敗例にもかかわらず、ジョン・D・ロックフェラー（コロラド州ラドロー）、アンドリュー・カーネギー（インディアナ州ゲーリー）、ヘンリー・フォード（ケンタッキー州フォードソン、ブラジルのフォードランディア）など、他の実業家も同じ方式を試したが、同様の結果に終わった。好景気の間はうまく運んだが、不景気になると動揺し、破綻した。

マスク氏とは言えば、火星への移住を「団体生命保険」と表現している。地球はいずれ焼失するので、われわれはいずれ多惑星文明にならざるを得ないのだという。

マスク氏の計画では、2026年にスターシップを打ち上げ、それから有人飛行船の打ち上げへ移行することになる。目標は「火星に自立した都市を建設することだ」。火星最初の企業城下町になるのは間違いない。

By Kenneth G. Pringle
(Source: Dow Jones)

4. AI銘柄取引の復活で大幅高

[米国株式市場]

The AI Trade Is Back—and That's Good Enough for the Stock Market
相場安定が上昇につながるか

懸念材料をものともせず大幅高



Win McNamee/Getty Images

先週の株式市場は貿易交渉の進展と人工知能（AI）が株価をけん引し、それ以外にも多くの材料はあったが、ノイズにすぎなかった。

株価の勢いは止まらなかった。主要株価指数を見ると、ダウ工業株30種平均は3.4%高の4万2654ドル74セントとなり、S&P500指数は5.3%上昇して5958.38で引けた。ナスダック総合指数は7.2%上昇して1万9211.10となり、小型株のラッセル2000指数は2.1%高の2113.25で週末を迎えた。

力強い上昇だったものの、完璧な週というわけではなかった。米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は、今後数年間のインフレの状況はより不安定になる可能性があるという警告をした。4月の小売売上高は3月の水準から大幅に減速した。小売り大手ウォルマート＜WMT＞は価格引き上げを警告し、消費者心理は悪化した。フェイスブックの親会社であるメタ＜META＞は、大型言語モデルの展開を延期するとの報道を受けて下落した。トランプ大統領が主導する予算案でさえ、下院での審議が遅れているようだ。

AI関連銘柄にも追い風

貿易戦争が回避され、AI関連株相場が盛んに復活したのだから、それらはどうでもよいことだった。12日は、米中両国がいわゆる報復関税を90日間、115ポイント引き下げることで合意したとのニュースを受けて上昇に転じた。米中両国がこの問題をめぐって対立していたのは少し前のことだったが、この方針転換は重要なポイントだった。

スリー・フォーティーン・リサーチを創設したウォーレン・パイ氏は「トランプ氏は唐突に妥協した。S&P500指数のここからの理論上の抵抗線は史上最高値への挑戦だ」と記した。

この関税に関する合意は上昇の原動力としておそらく十分だっただろうが、株価は、半導体大手エヌ

ビデオ＜NVDA＞の2桁の急伸に象徴されるAI相場の復活によっても押し上げられた。すでに株式市場は反発していたが、トランプ大統領のサウジアラビア訪問は、各国政府が米国製の半導体を自国のAI計画で使用するのを競うことで、AIへの意欲の高まりが浮き彫りになった。16日にトランプ大統領は、アラブ首長国連邦（UAE）が米国のAI技術の最新の買い手になるだろうと述べた。

シリコンバレーが中国の競争相手に対し精彩を欠くと懸念されていただけに、これは歓迎すべきニュースとなった。

UBSのチーフ・インベストメント・オフィスでグローバル・エクイティ担当の最高投資責任者（CIO）を務めるウルリケ・ホフマン＝バーチャルディ氏は「各国政府と企業の参入は、世界のAI関連設備投資において2番目に大きな投資主体であり、その支出は今後数年の間に着実に伸びると予想する」と説明する。

これは、古き良き時代と同じように米国が後押しする世界貿易が拡大することを意味する。それでも問題はまだある。トランプ大統領の予算は下院での審議が終わっておらず、減税が保留されている状態だ。加えて経済指標や企業業績は鈍化が続いている。

ボラティリティの低下は安心材料

しかし、それらが株式市場のムードを抑える状況にはない。ネッド・デービス・リサーチのチーフ・グローバル投資ストラテジストであるティム・ヘイズ氏は、「経済主体の心理面を表すソフトデータの弱さが、実態を表すハードデータの大幅な弱さに結びついていないように、企業業績に対する心理面の悪化が実際の企業業績の悪化にはまだ結びついていない」と指摘した。

市場は安堵のため息をついている。14日に、シカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティ指数（VIX指数）は30日ぶりに20を下回った。これは投資家にとっては朗報だ。VIX指数が20を超える状況が終わり、S&P500指数が200日移動平均線を1%以上上回った場合、そうしたシグナルが出た後の6カ月のS&P500指数は70%の確率で上昇しており、その中央値は4.5%だった。

センチメントトレーダーのシニア・リサーチ・アナリストであるジェーソン・ゲップファート氏は、「投資家は不確実性を好まない。不確実性はボラティリティを意味し、ボラティリティが高まると、投資家が口座の明細で大きなマイナスの数字を見る確率が高まる。市場が落ち着いているときは、買いが入りやすい」と指摘する。

つまり、静かな市場は強気市場ということだ。静かな時を楽しもう。

By Teresa Rivas
(Source: Dow Jones)

5. ハイテク業界の次なるビッグトレンドはソブリンAI

[フィーチャー]

Sovereign AI Is the Next Big Trend in Tech. What Investors Need to Know.
投資家が知っておくべきことは？

トランプ大統領とAI企業経営者のサウジアラビア訪問の目的



Bandar Al-Jaloud / Saudi Royal Court / Anadolu via Getty Images

ハイテク業界における先週最大の話題の発生源は、米国ではなくサウジアラビアだった。トランプ大統領は先週、人工知能（AI）開発企業xAI（エックスエーアイ）を率いるイーロン・マスク氏やオープンAIの最高経営責任者（CEO）であるサム・アルトマン氏など、ハイテク業界のそうそうたる経営者を引き連れてサウジアラビアを公式訪問し、AIについて議論した。サウジアラビアは、自国に「ソブリンAI」データセンターを設置して自国のAIの未来を確実に管理したいと考えており、エヌビディア<NVDA>から最高性能のAI半導体を購入するための承認をトランプ大統領から得る必要があった。

エヌビディアの成長の原動力はソブリンAI

エヌビディアは成長の原動力としてソブリンAIを挙げている。エヌビディアのCEOであるジェンソン・フアン氏は2023年11月の決算説明会で次のように指摘した。「国家にとって、コンピューティング能力に投資することが新たに経済的に必須となっている。人々は、後でAIを売りつけてくる他者のために自国の知識や文化を国外に持ち出す余裕はないことに気づいている」。

そのときにフアン氏が言及した最初のソブリンAIはインドで構築されたものだ。インドは、22の公用語に加えて100の言語が使用されている多文化国家だ。インドの数千年にわたる豊かな文化史が他国のAI言語モデルによって損なわれることがないようにし、勃興しつつあるインドのハイテク業界が最新のAI技術を利用できるようにすることは、インドの国益にかなう。そのためには、中央政府の管理下にある国内AIデータセンター、すなわちソブリンAIが必要だった。

サウジアラビアはソブリンAI構築を準備

サウジアラビアは、トランプ大統領の訪問に合わせて、国家によるAI投資の受け皿として持ち株会社の「ヒューメイン」を設立し、その会長にムハンマド・ビン・サルマン皇太子が就くと発表した。これは、サウジアラビアを国際的なテクノロジーハブに発展させることを目指す「プロジェクト・トランセンデンス」の一環である。

ヒューメインは当面、既にサウジアラビアでデータセンターを運営しているスタートアップ企業であるグロックのAI半導体のみを使用するが、エヌビディアとアドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>の最先端半導体を搭載した複数の大規模なデータセンターをサウジアラビア国内で5年以内に建設すると述べている。投資家はこの発表を歓迎し、先週はエヌビディアやAMDといったAI関連銘柄

柄の株価が上昇した。

こうしたソブリンAIプログラムが将来的にAI関連企業にどのような売上高をもたらすかを正確に予測するのは困難だが、ビーオブエー・セキュリティーズのアナリスト、ヴィヴェク・アリア氏は、ソブリンAIとの新たな契約がやがてAIインフラの年間売上高の10～15%を占めるようになる可能性がある」と指摘している。

■ バイデン政権下の半導体輸入規制を撤廃し、個別承認プロセスを導入

先週の発表は、2期目のトランプ政権の発足によって政治力学がどのように変化したかを示している。退陣を控えていたバイデン前政権は、最先端のAIプロセッサが中国に渡らないようにするため、新しい輸出規制を発表した。この規制は、ヒューメインのようなソブリンAI企業がエヌビディアの最高水準の技術を利用する場合に厳格な条件への同意を強いるようにつくられていた。

試金石となったのは、アラブ首長国連邦の政府系投資ファンドと関係の深いテクノロジー企業、G42だ。G42は米国の厳格な条件に同意した後、マイクロソフト<MSFT>と提携して、アラビア半島で大規模AIデータセンターを建設するための最初の承認を取得した。

しかし、サウジアラビアなどの諸国は米国の規制を厳しすぎると考えた。一方、エヌビディアのファン氏は、米国の規制が自社の成長著しいソブリンAI事業の足かせになると考えた。そしてトランプ大統領はこれらの意見に耳を傾けた。米商務省はトランプ大統領の中東歴訪に備え、輸出規制の発効前夜にバイデン政権による輸出規制を撤回し、代わりに大統領の裁量による個別承認プロセスを導入した。最初の個別承認を取得したのがサウジアラビアである。

サウジアラビアは承認を取得するにあたり、ヒューメインが華為技術（ファーウェイ）のような禁輸対象の中国企業からAIアクセラレーターなどを購入しない旨を確約した。また、中国企業がAIモデルの学習にヒューメインのクラウドを利用することを知りながらそれを許可した場合、ヒューメインは米国の先端技術を利用できなくなる可能性がある。

米国企業にとって、AI技術の輸出に関するトランプ大統領の新たな姿勢は良いニュースでもあり悪いニュースでもある。AI技術を輸出するための条件の緩和はエヌビディアやAMDなどのデータセンター向けハードウェア企業にとってプラスだが、バイデン政権の輸出規制の目的は米国の厳格な対中国輸出規制を諸国にすぐに順守させることだったからだ。

By Adam Levine
(Source: Dow Jones)

6. 米国債が好調な株式市場を壊滅させる Treasuries Are Here to Spoil the Stock Market Party 長期国債利回りが危険水準に

[コラム]

不安はトランプ大統領のBBB法案に起因



Graeme Sloan/Bloomberg

米国と中国が相互に脅しをかけていた3桁台の輸入関税を回避したことで、先週初めには株価が大きく急騰した。週が進むにつれて当初の熱狂はやや冷めたものの、それでも株価はこの1カ月超の間で最も好調だった。

しかし債券市場の雰囲気は暗かった。10年物米国債の利回りが4.5%を超え30年物米国債利回りが5%に迫るなど、重要な節目を超えた。より重要なのは、無リスクの国債利回りが、歴史的に株式市場に悪影響を及ぼす水準に近づいていたことである。

これは大規模減税を含むトランプ政権のもう一つの象徴的な取り組み、いわゆる「大きく美しい法案」（「ビッグ・ビューティフル・ビル（BBB）」）に起因するかもしれない。この法案は、2017年に導入され年末に期限切れになる予定の減税を延長し、昨年の大統領選挙期間中に約束された一連の恩恵を含む。しかし、このBBBは米財務省が失ったばかりの最上位の信用格付けである「AAA」とは全く相いれない。16日遅くに、格付け大手ムーディーズ・レーティングスは主要格付け会社の中で最後となる、米国の最上位格付け引き下げを発表した。ムーディーズは声明で「歴代政権と連邦議会は、毎年の巨額の財政赤字と利払い費の増加を反転させる方策で合意できなかった。現在検討中の予算案でも、義務的支出や財政赤字の複数年にわたる大幅な削減が実現するとは考えていない」と述べている。

税制を担当する下院歳入委員会で修正されたBBB法案は、先週、5人の共和党下院議員の造反によって否決されたが、現在よりもさらに多額の連邦政府の財政赤字につながる可能性があると言われている。財政赤字を賄う債券市場は、その見通しに不安を感じているようだ。

財政危機に陥る可能性

議会両院税制合同委員会は、2017年の「減税・雇用法（TCJA）」の更新を含むこの法案が、2034年までに財政赤字を3兆8000億ドル増加させ、これは国内総生産（GDP）の1.1%に相当すると推計した。BBBが恒久的に延長された場合、有力シンクタンクの超党派政策センター（BPC）は2034年までの約2兆ドルの歳出削減を考慮しても、赤字がさらに5兆3000億ドル、GDP比1.5%相当増加すると推計している。最近の議会の動きを見れば、その可能性が高いようだ。こうした将来の赤字の拡大の前でも米国政府は年間約2兆ドルの財政赤字を計上しているが、これはGDPの7%近くに上り不況や戦時を除けば前例がない。

こうした推計は楽観的かもしれない。政府の利払い費は予算の中で最も急速に拡大している。特に、2

008～2009年の世界金融危機（GFC）後の超低金利時代に発行された古い債券は現在、4%のクーポンで借り換えられている。債務返済は現在、国防費を超える負担となっており、これは歴史的に超大国の転機を示している。

ドイツ銀行のエコノミストチームは、BBB法案がもたらす財政赤字の増加は最低限の数値と考えている。エコノミストチームは「要するに、歴史的に拡大した財政赤字を抑制する真剣な努力は見られず、今後数年間でGDPの6%を超える基調が続く」と結論付ける。

リスクは高まっている。ハイ・フリークエンシー・エコノミクスの子会社エコノミスト、カール・ワインバーグ氏は「当社の見解では、米国経済はこれほど大きな財政赤字を維持できず、米国は財政危機に向かっている」と述べ、「いつか市場は健全でない財政運営に反発するだろう。それには、既に完全雇用状態の経済において減税を行い、財政赤字を拡大させること、特に公的部門の債務がGDPの100%を超えることも含まれる」と結論付けている。

危機感を募らせる債券投資家

債券市場の不安は既に、10年物および30年物国債の利回りに表れている。後者の5%という水準は、2023年10月に一時的に超えたが、その後財務省がより長い長期債の増発計画を取り下げており、GFCの前から持続的には見られていない。

先週、4月の消費者物価に関する穏当な報告があったものの、債券価格にはほとんど恩恵はなかった。「タームプレミアム」、つまり、満期までの長期の保有期間のリスクを補うために投資家が要求する追加利回りが拡大している。BCAリサーチによれば、これは巨額の財政赤字と、トランプ政権の最初の4カ月間に海外投資家が米国債の安全資産としての地位に懸念を抱いたことによるものだ。

株式市場は米中の合意を歓迎したかもしれないが、国債の利回り上昇は株式の活況を終わらせる可能性がある。22Vリサーチのデニス・デブシェレ氏率いるチームは、長期国債利回りのさらなる上昇はリスク資産に「逆風」をもたらすだろうと述べる。特に、4.7%という10年物国債利回りは、投資家によって「経済にとって明らかに問題」と見なされる。

レイモンド・ジェームスのアナリスト、タビス・C・マッコート氏とデービッド・バルガス氏は、2021年以来、ベンチマークである10年物国債の利回り4.5%が株式市場にとって重要な節目になっていると記している。利回りの影響をさらに詳しく分析すると、「小型株のリターンは利回りが4.3%を超えると顕著に低下を始め、中型株は4.4%、大型株は4.5%を超えると同様の傾向を示している」と明らかにしている。10年物国債利回りが4.7%を超えると「株式市場は景気後退を織り込み始め、どの指数においてもほとんど機能しなくなり、株式にとっては壊滅的である」と付け加える。

バンク・オブ・アメリカが計算したところ、10年物国債の利回り4.75%という水準は、1790年の米国建国以来の平均である。つまり、現在の高利回りとされる状況は、単に正常な状態への回帰を意味するにすぎない。しかし、年間財政赤字がGDPの6%超という状態が続き、さらに公的債務が米国経済を上回る規模であるというのは、決して正常ではない。

単純な需給の観点から見ると、米国政府は現在の財政赤字を埋めるための借り入れや低金利の古い債務を借り換えるのに、より多くの利息を支払う必要があることが示唆される。金融抑圧は、財政赤字

に対処するための都合の良い手段とされている。これは、金利をGDPの名目成長率を下回る水準に抑えることを意味する。「借金王」を自称するトランプ大統領にとって、BBB法案は問題ではないようだ。

しかし、債券と株式双方の投資家にとって、負債は将来のリターンに重くのしかかることになるだろう。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. フェア・アイザックはクレジットスコア企業の星 Fair Isaac Stock Is a Credit-Scoring Star 他にも注目すべき長期リターン上位銘柄

[投資戦略]

長期リターンはS&P500指数をはるかに上回る



Dreamstime

最近、50歳の男性が、「おお！…最高だ」と集まったクレジットスコア愛好家の群衆に向かって叫んだ。これは、グラミー賞受賞ラッパーのネリー氏が、5月6～9日にマイアミのすぐ北で開催されたFICOワールドで、2002年の大ヒット曲「ホット・イン・ヒア」を披露した時のことだ。FICOワールドは、クレジットスコアの提供や企業向けソフトウェアアプリケーションを手掛けるフェア・アイザック<FICO>という信用分析会社が主催する、実在するものだ。今年は1500人が参加した。もちろん、これは顧客管理ソフト大手のセールスフォース<CRM>の年

次カンファレンス、ドリームフォースほどではない。2024年9月のドリームフォースには4万5000人が参加した。セールスフォースは時価総額2790億ドルの巨大企業だ。

しかし、モンタナ州ボーズマンを拠点とするフェア・アイザックは、「おお！」という驚きのレベルを超えて「最高だ」という領域まで着実に、静かに上昇してきた。その時価総額は510億ドルで、物流大手のフェデックス<FDX>の550億ドルに迫る。2005年6月の新規株式公開（IPO）の日にはセールスフォース株を買った投資家は、6700%（68倍）のリターンを得た。これは、S&P500指数のリターンの10倍だ。同じ日にフェア・アイザック株を買った投資家のリターンも6500%（66倍）とそれほど後れを取っているわけではない。

フェア・アイザックはその数十年前に、もっと小さな規模で上場している。1987年7月、1株当たり9ドル50セントで140万株を売り出したが、ウォール・ストリート・ジャーナル紙の88文字の短い記事から判断すると、ほとんど注目されなかった。その日に買った投資家は、その後17万2000%のリターンを上げた（1721倍になった）。ファクトセットによれば、S&P500指数の構成銘柄の中でフェア・アイザックと同じぐらい長い取引実績があり、同じ期間でより良いリターンを上げた企業は2社しかない。一

つがマイクロソフト<MST>で21万7000%（2171倍）、もう一つが医療保険会社ユナイテッドヘルス・グループ<UNH>で19万4000%（1941倍）だ。

■ アップルを上回る五つの理由

300～850までのスケールで借り手の信用状況をスコアリングすることで有名な会社が、長期的にアップル<AAPL>を上回っているのはなぜなのか、不思議に思うかもしれない。IPOが早かったこと以外に、次の五つの理由が考えられる。

1.フェア・アイザックは強力なビジネストrendに乗ってきた。フェア・アイザックは1956年に創業したが、当時クレジット評価が紙の記録からコンピューターに移行しつつあった頃だった。エンジニアのビル・フェア氏と数学者のアール・アイザック氏がそれぞれ400ドルの創業資金を出し合い、2年後に最初のクレジットスコアを販売した。1970年に制定された米国公正信用報告法（FCRA）により、後に大手3社となる信用調査会社の規則が定められた。その3社は、エクィファクス<EFX>、エクスペリアン<EXPN>、トランスユニオン<TRU>だ。業界は異なるレポートを解釈できる独立したスコアキーパーを必要としており、フェア・アイザックが選ばれたのは明らかだった。

1987年の株式公開当時、アメリカン・バンカー誌は、フェア・アイザックの顧客には上位100行の銀行の半数に加え、石油会社12社、小売業者約40社、大手「旅行・娯楽」カード会社などが含まれていると報じた。長年にわたり、社会はますます信用およびデータ主導型になり、FICOスコアは米政府系の住宅金融機関が早くから推奨していたこともあり、現在では米国の貸金業者の90%が年間100億件超の与信判断に利用している。

2.FICOスコアの顧客は、一般的にコストの支払者ではない。別の言い方をすれば、貸し手は借り手にスコアを要求するため、最終的に借り手がそのスコア取得のために申込手数料を通じてそのコストを支払う。これらの手数料は上昇傾向にあるが、貸し付けプロセスにおける他のコスト（例えば、住宅ローンの場合は権原保険など）に比べればまだ小さい。フェア・アイザックは、経済学者が非弾力的需要と呼ぶもの、すなわち経済学者ではないわれわれ一般人が、顧客が離れることなく値上げできる能力と呼ぶものから恩恵を受けている。

3.フェア・アイザックは、そのコストよりもはるかに速く売り上げとサービスを拡大することができる。言い換えれば、フェア・アイザックのビジネスは資産を要することなく、規模の拡大が容易にできるということだ。フェア・アイザックは、世界各地で数十種類の業界別クレジットスコアを販売している。10年以上前、フェア・アイザックは金融に関する意思決定を行うためのクラウドベースのソフトウェアスイートを発売した。2024年、スコア事業の収入は19%増の9億2000万ドル、ソフトウェア事業の収入は8%増の7億9800万ドルだった。フェア・アイザックは最近、収入の半分超が営業利益となっている。従業員数は約3700人。同程度の時価総額の企業では、損保大手のオールステート<ALL>が5万5000人超、フェデックスが43万人だ。

4.経営陣は自社株をどんどん買い増している。2024年のフェア・アイザックのフリーキャッシュフローは30%増の6億0700万ドルだった。自社株買いはさらに増えて8億2200万ドルだった。株式数は2013年以降、3分の1減少している。ビーオブユー・セキュリティーズはこれを「公開レバレッジド・バイアウト（LBO）」と呼んでいる。

5. フェア・アイザックのリターンの一部は、バリュエーションの上昇によるものだ。予想株価収益率（PER）は2024年初めの30倍近くから60倍超に上昇している。フェア・アイザックは人工知能（AI）関連銘柄となった。フェア・アイザックの事業がこのバリュエーションまで成長できるか、株価が下落するかは、グロース株を選好する投資家の気分次第だ。ウォール街は、今後数年間にわたり、1株当たり利益（EPS）が20%超で成長すると予測している。ビーオブエー・セキュリティーズは最近、この銘柄をトップ・ピックに選び、目標株価を3700ドルとした。これはさらに70%の上値余地があるということだ。ビーオブエーはFICOワールドの後、フェア・アイザックが「金融業界のパランティア」（AI関連のデータ分析ソフトウェア会社パラティア・テクノロジーズ<PLTR>はAI分野における強い地位を得ている）になるだろうと予測した。

長期リターン上位10の他銘柄にも注目

最後にもう一つ。フェア・アイザックは、1987年7月以降のリターンが、マイクロソフト、ユニテッドヘルス・グループに次いで、S&P500指数の構成銘柄の中で第3位であることを述べた。他のトップ10には、ご想像の通り、ソフトウェア大手のオラクル<ORCL>、ホームセンターのホーム・デポ<HD>、アップル、会員制倉庫型スーパーのコストコ・ホールセール<COST>、そしてエナジードリンクで大ヒットを飛ばしたナチュラルソーダのメーカーである飲料大手のモンスター・ビバレッジ<MNST>が含まれている。

3位と6位はあまり注目されていない。土地管理会社テキサス・パシフィック・ランド<TPL>は、150年以上前にテキサス州からカリフォルニア州まで鉄道を建設しようとして失敗に終わった結果生まれた。その事業のために確保されたテキサスの土地は信託され、今日ではシェール掘削のロイヤルティを生み出している。そして金融機関向けシステム開発会社のジャック・ヘンリー・アンド・アソシエーツ<JKHY>は、1976年に銀行のデータマネジャーが解雇されたことに端を発する。その元銀行員はコンピューターを借りて会社を立ち上げ、それが今日の130億ドル規模のソフトウェア企業となった。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

8. FRBの将来像を巡る攻防が進行中

[経済政策]

The Battle for the Fed's Future Is On. What It Means for the Fight Against Inflation.
インフレとの闘いに十分な対応力は残るのか

FRB政策枠組みの見直しに議論百出

5月8、9の両日にスタンフォード大学フーバー研究所で開かれた金融政策会議のテーマは、「仕事をやり遂げる」だった。これは、利下げを進めつつ、インフレ率を2%に引き下げようとする米連邦準備制度理事会（FRB）の難しいかじ取りを意識したものだ。しかし実際のところ、その仕事は完遂不可能なのかもしれない。そして、それを達成しようとするFRBが近く再編される可能性がある。

今回の会議で明らかになった点が一つあった。グリーンズパン元議長からパウエル現議長までの、約30年にわたるFRBの積極的な政策運営の時代が終わりに近づいている可能性があるということだ。今後は、バランスシート戦略から存在目的まで、これまでの慣例や考え方を改め、FRBの仕事はより限定



Getty

的かつ抑制的なものになる可能性がある。

FRBの政策枠組み（データに対する解釈や金融政策運営の指針となるもの）は現在、見直しが行われている。そして、さまざまな意見が出ている。

パデュー大学ビジネススクール学部長でセントルイス連銀前総裁のジェームズ・ブラード氏は、「粘着的」な物価の下でインフレを管理するという従来のモデルは、もはや現実を反映していないと主張する。現在では物やサービスの価格は急速に調整される一方で、（家賃など

の）契約は硬直的だという。したがってFRBの使命は、単にインフレの安定を図るだけでなく、さまざまな契約を支えるに十分な通貨の予測可能性（将来の金利・インフレ・貨幣価値について一定の見通しを持てること）を確保することにあるべきだと主張する。

一方、ハーバード大学教授で元米経済諮問委員会委員長のジェーソン・ファーマン氏は、異なる問題を指摘する。FRBは常に変動する複数の指標をよりどころとしているため、市場や国民が先行きを読み切れなくなっているという。ファーマン氏は、より明確な政策枠組みの整備を提言する。これに対し、FRBはリアルタイムの経済データに反応するのではなく、「テイルール」のようなルールベースの政策運営にもっと依拠すべきだと主張する声もある。

FRB内部でも改革を求める声が出ている。クリーブランド連銀のベス・ハマック総裁は、量的緩和（QE）や量的引き締め（QT）の長期的影響を含め、FRBのバランスシートの使い方について再検討すべきだと主張する。前任のロレッタ・メスター氏（現ウォートン・スクール教授）は、政策決定に関するメモが簡潔過ぎるため、市場参加者がパウエル議長の一言一句を深読みし過ぎる状況が生まれていると指摘する。

パウエル氏は当初、実務的な中道派としてFRB議長に就任したが、歴史はパウエル氏に経済の消防士という役割を与えた。新型コロナウイルス危機の際には金利をゼロまで引き下げ、市場の安定を図るためにFRBのバランスシートを大幅に膨張させた。インフレの初期兆候を過小評価した後、政策方針を大きく転換し、数十年ぶりのペースで急激に利上げを進めた。現在、FRBの政策は一定の成果を上げており、インフレは鈍化しつつある。しかし、トランプ大統領による関税措置や政策が、この流れを逆転させる恐れがある。パウエル議長は、市場との対話を続けながら、いわゆる軟着陸を目指している。しかし、任期は来年5月に満了を迎え、早ければ今秋にもトランプ氏が後任を指名する見通しであり、軟着陸前に退任することになるかもしれない。

パウエル議長退任後のモデルはどうなる

後任として有力視されているのは、元FRB理事で、金融危機後のFRBの拡大路線に批判的なケビン・ウォーシュ氏である。ウォーシュ氏はこれまで、FRBの役割縮小を主張しており、監督機能の縮小、バランスシートの圧縮、そして使命の限定化を訴えている。気候変動や所得格差、金融の安定性といった幅広い政策目標は退けられ、インフレ抑制に焦点を当てる可能性がある。

金融監督担当副議長に指名されたミシェル・ボウマンFRB理事（トランプ第一次政権下で任命された）も同様の方向性を示している。前任のマイケル・バー氏と比べ、規制により寛容な姿勢を取ると見られている。ウォーシュ氏やボウマン理事は議長や担当副議長にまだ正式に就任していないが、今回の会議に出席したこと自体、FRB内部での転換がすでに始まっていることを示唆している。

FRBは、数カ月の内部検討の成果として、この夏に新たな政策枠組みを発表する予定である。ただし、FRB内部からは、その意義に疑問の声も出ている。2026年には議長以外にも米連邦公開市場委員会（FOMC）の構成メンバーが交代する可能性があり、今夏の改革が一時的なものに終わる恐れがあるためである。

メスター氏は、政策枠組みの変更は控えめにとどまるとの見方を示している。例えば、インフレ目標に対する一段と「対称的」な考え方（インフレ率がFRB目標の2%に対して上振れしても下振れしても同等に扱う姿勢）の強化や、予測の精度向上などを挙げている。一方で、より大きな転換を予想する声もある。FRB元エコノミストのアンドリュー・レビン氏は、FRB内のチェック機能と透明性の弱体化に懸念を示している。枠組みを見直すのであれば、特に不確実性が高まる中では、より明確なガバナンスの下で行うべきだと主張している。

ウォーシュ氏は、FRBは危機に大胆に介入し経済をけん引する意思を持つ極めて広範かつデータ依存型の組織へと変貌したと見ており、こうした組織モデルに政治的・理論的な観点から異議を唱えようとしている。

政策手段を絞っても、危機対応能力を保てるのか

ファーマン氏は、われわれは「まったく新たな経済の局面にいる」と指摘する。トランプ大統領による新たな関税措置が導入される前からインフレ率は下げ止まっており、さらに低下するとは考えにくかったと指摘し、現在のFRBはどこに向かっているのか明確に認識しないまま航行していると続けた。

次の時代のFRBは、より制約の多いものとなる可能性がある。政策の焦点が明確になるという見方から、この変化を歓迎する声もある。一方で、政策手段を絞れば、将来の金融危機において対応力を失うのではないかと懸念する向きもある。

では、実際に金融危機が訪れた時にどうなるのか。心配する者もいれば、そうでない者もいる。それを確かめる時がすぐに来ないことを願いたい。

By Nicole Goodkind
(Source: Dow Jones)

9. アドビ株は「買い」、ファンドマネージャーが語るその根拠 Adobe Stock Is a Buy. One Portfolio Manager Explains Why 株価は割安・予想PERも低すぎる

[米国株式市場]

無料生成AIはアドビの敵ではない



Piotr Adamowicz/Dreamstime.com

ヘッジファンド業界の年次会合ソーン・インベストメント・カンファレンスは今年、雨が降りどんよりとしたニューヨークで開催された。といって、インスタ映えしなかった訳ではない。画像・電子文書ソフトウェア大手のアドビ<ADBE>のPhotoshop（フォトショップ）を数回クリックすれば、曇り空も青空に早変わりする。そして、アドビの株にもそれに似た明るい見通しがあるのかもしれない。

もっとも、株価のパフォーマンスは加工できない。アドビ株は年初から約6%下落しており（5

月16日終値時点）、2024年11月期を期待外れの決算で終えた。また、生成人工知能（AI）分野での競争が投資家の不安材料となっている。無料ツールがある中で、誰があえてアドビの有料サブスクリプションサービスにお金を払うのか、という声もある。

しかし、ハード・キャピタル創業者のウィリアム・ハード氏は「AIは敵ではない」と同カンファレンスで語った。アドビは今でも編集ツールのナンバーワンであり、生成AIツール、Firefly（ファイアフライ）はピクセル単位での細やかな制御が可能だ。加えて、AIの世界がしばしば無秩序な「西部開拓時代」のように感じられる中、アドビの製品は適切なライセンスを取得し倫理的に調達されたデータを用いて学習されている。すなわち、生成された画像は商業利用が可能なことを意味する。

ハード氏はまた、アドビの財務指標が同業他社と比べて抜きんでおり、粗利益率が90%に近いことも指摘した。

さらに、現在の株価は「割安すぎる」と言う。足元のアドビ株の予想株価収益率（PER）は20倍を大きく下回る水準だ。過去には30～40倍の水準だった。弱気派すらもさすがにこのバリュエーションには音を上げている。インサイダー（内部関係者）は自社株を買い増すなど、実際に行動に移している。

株価に無視し難い上昇余地

AI市場が急拡大する中で、ハード氏は「ゼロサムゲームではなく」、アドビにも競合にも成長の余地があると語る。アドビにとってAIはまだ新しい分野であるものの、すでにユーザーの利用頻度や定着率といった指標に好影響を及ぼしている（無料のAI画像生成ツールを使ったことがある人なら、その精度が完璧からほど遠いことを理解しているだろう）。

ハード氏は、アドビの1株当たり利益（EPS）が10%超増加して20.57ドルになるとの市場コンセンサ

スはまだかなり低いと主張する。ハード氏はアドビ株が700ドルまで上昇する余地があると見ている。その場合、PERでは34倍と歴史的な水準に近い。

本誌は直近では昨年秋にアドビ株を取り上げた。その際の肯定的な判断は、まだ結果が伴っていない。それでもハード氏は「弱気派は過信しすぎている」と指摘する。アドビはプレミアム製品で価格決定力を誇示し続けながら、低価格帯のライバルとも十分に渡り合えると語る。

現在の低PERにリスクがない訳ではないものの、それでも無視し難い上昇余地があるという。また、アドビの熟練した経営陣についても高く評価しており、イノベーションと時代に適応しようと努める姿勢を支持している。

AI画像の需要は今後も拡大し、新興勢力が市場の重要な担い手であり続けるだろう。しかし、だからといってアドビが主役の座から後退するとは限らない。アドビの今後には期待できる根拠がある。

By Teresa Rivas
(Source: Dow Jones)

10. 貿易戦争で注目集める中古車カーバナ、それともグループワンが買い [経済関連スケジュール] 得か

Carvana Is a Hot Stock. Group 1 Automotive May Be a Better Bet.

ボラティリティーが激しい自動車販売株

割高なカーバナ、妙味の銘柄はどれか



Illustration by Elias Stein

オンライン中古車販売のカーバナ<CVNA>の株価が13日に5%上昇した。背景には、最高経営責任者（CEO）のアーニー・ガルシア氏が「関税が中古車販売の追い風になる」と主張したことがある。アナリストもこれに同調しており、2025年にはカーバナの営業利益が2倍以上となり、2026年にはさらに25%の増益が見込まれている。

しかし、現在の株価は既にこうした強気な業績予想を織り込んでいる。2025年予想利益に基づく株価収益率（PER）は実に58倍と高水準であ

り、これは不確実性が残る中で多くのポジティブ要素が現実化することを前提としたバリュエーションだ。投資家にとっては、より低いバリュエーションで妙味のある銘柄に目を向けるべき局面かもしれない。その一例が新車ディーラーのグループ・ワン・オートモーティブ<GPI>だ。13日の取引では、シティグループのアナリスト、マイケル・ウォード氏が目標株価を従来の463ドルから495ドルへと引き上げたことを受けて、グループワンの株価は1.2%上昇し、448ドル超となった。

グループワンは330以上の自動車フランチャイズを展開しており、市場が見込む利益成長率は2025年に3.8%、2026年に6.6%と比較的控えめだ。一方で、2025年予想PERは11倍を下回っており、割安感が

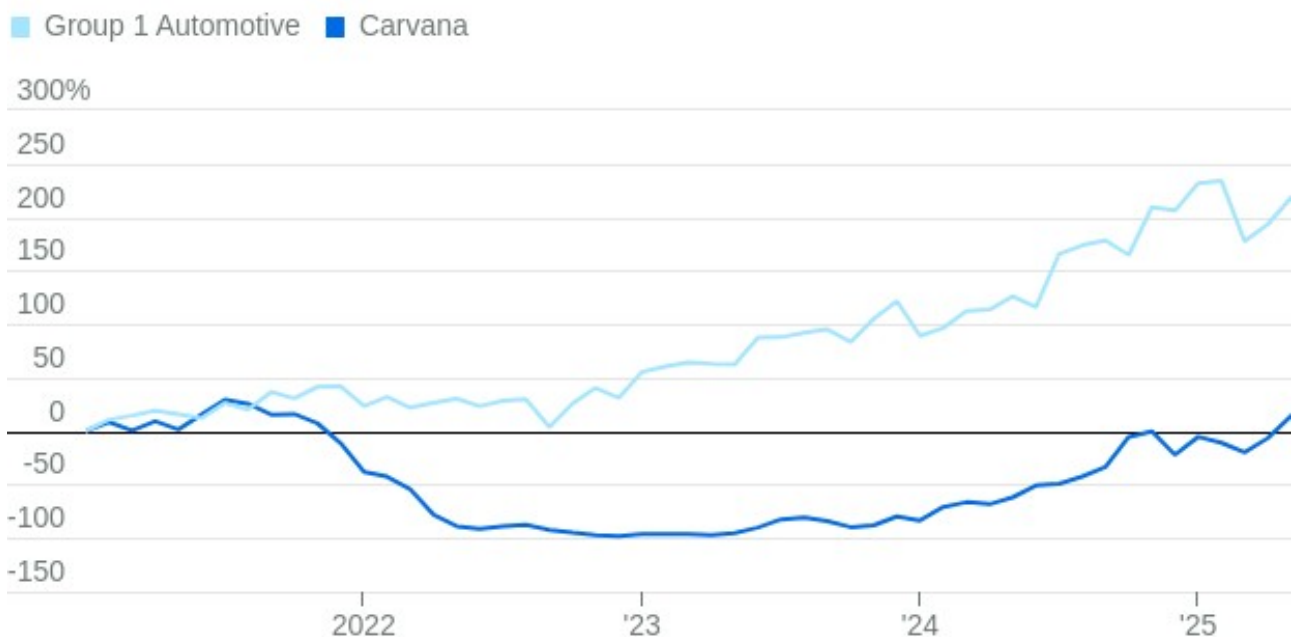
ある。CFRAのアナリストによると、グループワンの売上構成は新車が約50%、中古車が33%を占める。もし関税の影響で消費者が新車から中古車に購買行動を切り替えた場合、グループワンの主力である新車市場にとっては向かい風になるリスクもある。

それでもウォード氏は、グループワンの売上高の約25%が、米国の関税政策の影響を受けにくい英国市場からである点を評価し、さらにコロナ禍による業界の混乱が徐々に過去のものとなるにつれ、グループワンの株価バリュエーションが今後上昇する余地があるとみている。加えてウォード氏は、「パンデミック（世界的大流行）期間中およびその後の業績は市場の予想を大きく上回る結果となったにもかかわらず、自動車ディーラー関連銘柄の株価は、現在もなおコロナ禍以前と比べて約15%のディスカウントで取引されている」と指摘し、グループワンには2025年から2026年にかけて2桁成長の売り上げ機会が広がっていると述べた。

先週の出来事

Revved Up

Online auto dealer stocks like Carvana have been volatile. But tariffs so far seem to be a boon, online or off.



Source: FactSet

市場動向

米中が相互に関税率を一時的に引き下げることで合意。米国は中国製品に対する関税を30%に、中国は米国製品に対する関税を10%に引き下げ、緩和期間は90日間とされた。この発表を受け、株式市場、米国債利回り、ドルはそろって上昇し、金は売られて下落。ナスダック総合指数が4%急騰し、S&P500指数も3%超の上昇を記録した。4月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比2.3%上昇にとどまったが、これまで市場に広がっていた米連邦準備制度理事会（FRB）による利下げ期待は後退し、投資家は関連ポジションを解消している。また、医療保険会社ユニテッドヘルス・グループ<UNH>が業績ガイダンスを撤回し、現CEOが辞任、前任CEOが復帰するという異例の人事が発表され、さらにウォール・ストリート・ジャーナル紙が、メディケア（高齢者・障害者向け医療保険制度）に関連する不正行為の疑いでユニテッドヘルスが当局の捜査を受けていると報じたことで、超大型株であ

るユナイテッドヘルスの株価が下落し、続いて株式市場も下げた。

原油市場では、トランプ大統領がイランとの核協議の見通しに前向きな発言を行ったことで、供給過剰への懸念が強まった結果、原油価格は下落した。

週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は3.4%、S&P500指数は5.3%、ナスダック総合指数は7.2%それぞれ上昇した。

なお、16日の市場終了後、米格付け大手ムーディーズが米国の債務増加を理由に、米国の信用格付けを引き下げた。これにより、三大格付け会社すべてが米国に対するトリプルA評価を取り下げたことになる。

企業動向

・トランプ氏は中東訪問に出発し、積極的な取引に意欲を見せた。訪問初日には、カタールが大統領専用機「エアフォースワン」として豪華ジャンボジェット機（航空機製造大手ボーイング<BA>製の747型機）の中古機提供を申し出るとともに、ボーイング製新造機210機を購入することで合意した。サウジアラビアとアラブ首長国連邦（UAE）は、人工知能（AI）半導体の購入に踏み切った。またトランプ氏は、製薬会社に対して「米国内の薬価を最大80%引き下げるように」と求め、業界に対する圧力を強めた。

・物流大手のフェデックス<FDX>がアマゾン・ドット・コム<AMZN>の配送業務の一部を引き受ける。これは物流大手のユナイテッド・パーセル・サービス<UPS>が手放した業務を引き継ぐ形。

・韓国テクノロジー企業のサムスン電子<005930.韓国>が、アップル<AAPL>に先駆けて新型の薄型スマートフォンを市場投入。

・暗号資産取引所を運営するコインベース・グローバル<COIN>がハッキング被害を公表。キャピタル・ワン<COF>に買収されるディスカバー・ファイナンシャル<DFS>に代わり、19日にS&P500指数の構成銘柄にコインベースが採用される予定で、今回のハッキングに関する情報開示は、その直前のタイミングで行われた。

M&A（合併・買収）など

・チャットGPTを展開するオープンAIとマイクロソフト<MSFT>が、提携条件見直しを協議。目的の一つは、オープンAIの新規株式公開（IPO）の実現にあるとされる。

・スポーツ用品販売大手ディックス・スポーティング・グッズ<DKS>は、靴製造・販売大手フット・ロッカー<FL>を24億ドルで買収すると発表した。

今週の予定

5月20日（火）

堅調な第1四半期の決算シーズンが終盤に差し掛かる中、小売企業の決算発表が続く。業界の先行指標とされる小売り大手のウォルマート<WMT>が15日発表した2～4月決算は堅調な増収・増益となったが、関税の影響を受けての値上げ見通しも明らかにした。20日はホーム・デポ<HD>、21日にロウズ<LOW>、ターゲット<TGT>、TJX<TJX>、22日にデッカーズ・アウトドア<DECK>、ラルフローレン<RL>、ロス・ストアーズ<ROST>、ウィリアムズ・ソノマ<WSM>がそれぞれ決算を公表する予定。

5月22日（木）

S&Pグローバルが5月の製造業およびサービス業購買担当者景況指数（PMI）を発表する。コンセンサス予想では、製造業PMIが49.8、サービス業PMIが50.6と見込まれている。4月のPMIはそれぞれ50。

2、50.8だった。

全米不動産業者協会（NAR）が4月の中古住宅販売件数を発表する。エコノミスト予想は季節調整済み年率換算で410万戸と予想し、3月を約2%上回るとした。3月の中古住宅販売件数は2009年以来の最低水準だった。

5月23日（金）

米国勢調査局が4月の新築住宅販売件数を発表。戸建て住宅販売戸数のエコノミスト予想は季節調整済み年率換算で69万戸となり、3月より3万4000戸少ない見通し。

統計と数字

11%：3月の米国訪問者数は前年同月比で11%減少した。貿易摩擦に加え、復活祭（イースター）が4月20日にずれ込んだ影響が重なった。

21%：中国では2024年の婚姻件数が前年比21%減となり、過去最低を記録した。婚姻数と人口の減少が10年以上続く中での歴史的落ち込み。

5.79ドル：米国における3月の牛ひき肉の平均価格は1ポンド当たり5.79ドルに達し、過去最高を更新した。前年比で約13%の上昇。

35%：ゴールドマン・サックスは、米中が追加関税の応酬を一時停止したことを受けて、米国が景気後退に陥る確率を従来の45%から35%に引き下げた。

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』 2025/05/18

THIS WEEK'S MAGAZINE

発行 : Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信 : 時事通信社

編集

THIS WEEK'S MAGAZINE : エグゼトラスト

TODAY'S MAGAZINE : 時事通信社

お問い合わせ先（法人・個人の購読契約者様） : barrons@grp.jiji.co.jp

（ネット証券様の会員サイトで閲覧されているお客様は、ご契約先のネット証券様へお問い合わせください）

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

※当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等により作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

※図・表・データの無断使用を禁止します。

※記事中の株式やファンドの価格は、米バロ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