First Trust
Weekly OUTLOOK

Brian S. Wesbury – *Chief Economist*
Robert Stein, CFA – *Dep. Chief Economist*
Strider Elass – *Senior Economist*
Andrew Opdyke, CFA – *Senior Economist*
Bryce Gill – *Economist*
Nate Gerze, CFA – *Economic Analyst*

www.ftportfolios.jp • 2026 年 11 月 23 日

テクノロジーの勝利か、それとも試練か

10 月初旬にピークを付けた後、S&P 500 指数は先週金曜日の終値までに 12%下落しました。正式に調整局面入りしたことになります。NASDAQ 指数はさらに大きく下落し、10 月 6 日の高値から約 20%の下落となりました。

最近の株価下落には、いくつもの要因があります。あまり注目を集めていない要因の一つが、そもそも株価が割高だったという事実です。S&P 500 指数は昨年末に 6,846 ポイントで取引を終えましたが、我々が 1 月初旬に公表した今年末の予想値は 6,000 ポイントでした。これは大多数のアナリストの予想を大幅に下回る、極めて弱気な見通しでした。

なぜ弊社は株式市場に対して弱気だったのでしょうか。当時、弊社は次のように説明しました。「2020 年の新型コロナ・ウイルス感染拡大による景気の底から現在までに、企業利益は 96.2%増加し、S&P 500 構成企業の報告利益は 140%増加しました（コロナ禍で多くの中小企業が廃業に追い込まれた一方、大企業がその恩恵を受けました）。これに対して、GDP の伸びはわずか 55.8%にとどまっています。ところが、S&P 500 指数の配当込みトータル・リターンは 189.5%も上昇しています。つまり、株式市場の上昇率は企業収益や経済成長率を大幅に上回っており、株価のバリュエーション指標は歴史的に見ても極めて高い水準に達しています。さらに、GDP に占める企業利益の割合も過去最高水準にあります。」

確かに、今年上半期の企業利益の成長は力強かったですが、その一方で米国 10 年国債利回りも上昇しました。その結果、最近の株価調整を経た現在でも、ファンダメンタルズの観点から見れば、株式市場は依然として割高であると弊社は考えています。

株価下落の第二の要因は、エヌビディアを取り巻く一連の論争です。これには、同社の元 CEO であり、再び CEO に就任する予定の人物との関係、テクノロジー業界内部における資金調達の仕組み、さらには中国向け販売を巡る問題などが含まれます。こうした問題は、将来の製品販売に対する規制強化につながる可能性があり、売上高が制約されるおそれがあります。また、AI 関連投資やデータ・センターの拡張に必要な資金調達も、これまで以上に困難になる可能性があります。

第三の要因として、テクノロジー部門を除く米国経済が実際には低調であるという認識が広がり始めたことが挙げられます。現時点では、第 4 四半期の実質 GDP 成長率は年率約 3.0%になると見込まれます。この予想が正しければ、実質 GDP は前年同期比で約 2.8%の成長となります。決して悪い数字ではありません。

しかし、弊社の推計では、この成長の約半分は AI 関連投資とデータ・センター建設によるものであり、これには、これまで急騰してきたハイテク株が個人消費にもたらした資産効果も含まれています。つまり、それ以外の経済分野は緩慢な成長にとどまっているということです。新築住宅の建設は、数年前に始まった減少傾向から依然として脱していません。また、乗用車および小型トラックの販売台数も、コロナ禍以前の年間約 1,700 万台というトレンド水準を継続的に下回っています。

したがって、今回の株価下落がテクノロジー部門による経済成長への押し上げ効果の縮小を示唆しているのであれば、米国全体の GDP 成長率も鈍化することになります。こうした懸念をさらに強めているのが、直近の選挙結果です。今回の選挙で勝利した候補者の中には、州知事を含め、高成長を続けてきたテクノロジー産業を政治的な攻撃対象とした人物もいます。その政策提案には、新たなデータ・センターの建設を遅らせる、あるいは全面的に停止させるといったものまで含まれています。

さらに広い視点から見れば、弊社が 2 週間前にも指摘したように、2028 年の選挙で民主党が大統領職と議会の両院を制する可能性は、少なくとも 50%あると考えています。仮にそうなれば、所得税の最高税率だけでなく、キャピタル・ゲイン課税、配当課税、さらには法人税率に至るまで、幅広い分野で限界税率が引き上げられることになるでしょう。こうした増税はいずれも株式のバリュエーションにとって好ましいものではありません。特に、それが連邦政府支出のさらなる拡大を伴う場合、その悪影響は一段と大きくなる可能性があります。

これらの要因が今年の残りの期間、そして来年以降の市場にどのような影響を及ぼすのかは、現時点ではまだ分かりません。しかし、一つ明らかになりつつあることがあります。つい最近まで「テクノロジーの勝利」の時代だったものが、今や「テクノロジーの試練」の時代へと移行しつつあるということです。最近発生した AI を利用したサイバー攻撃の問題をひとまず脇に置けば、AI には経済成長を押し上げる大きな潜在力があります。しかし、過去のあらゆる投資バブルがそうであったように、株式市場はその将来性を先取りしすぎている可能性があります。

発表日時 (米国中部時間)	米国経済指標	コンセンサス	ファーストトラスト予測	発表結果	前回
11-25 / 7:30 am	新規失業保険申請者数 - 11 月 21 日	200,000	**200,000**		203,000
7:30 am	第 3 四半期 GDP - 速報値	+3.5%	**+3.5%**		+3.4%
7:30 am	第 3 四半期 GDP - 連鎖物価指数	+2.3%	**+2.3%**		+2.3%
7:30 am	個人所得 - 10 月	+0.4%	**+0.3%**		+0.2%
7:30 am	個人支出 - 10 月	+0.4%	**+0.5%**		+0.5%
7:30 am	耐久消費財 - 10 月	+0.6%	**+0.9%**		+1.9%
7:30 am	耐久消費財（除く輸送機器）- 10 月	+0.5%	**+0.7%**		+0.5%
9:00 am	新築住宅販売件数 - 10 月	0.650 百万	**NA**		0.676 百万

情報提供のみを目的としています。投資家向けではありません。ここに掲載されている情報は、投資活動への招待、申し出、勧誘、推奨を意味するものではありません。
コンセンサス予測はブルームバーグ社が提供するものです。このレポートは、First Trust Advisors L.P.によって作成されたものであり、著者の意見を反映したものです。正確且つ信頼できる情報源とデータに基づいたものです。意見および将来の見通しに関する記述は、予告なしに変更される場合があります。この情報は、 証券の売買の勧誘または売り出しを目的とするものではありません。