

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/02/23

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. トランプ氏のエネルギー政策が驚くべき投資機会を生み出す - Trump's Energy Plans Are Creating Surprising Opportunities [カバーストーリー]
最も有望なのは天然ガス P.1
2. 世代が分けるお金の使い方と遣し方 - Millennials, Gen X, and Boomers Don't See Eye to Eye on Money. [フィーチャー]
死ぬまでは自分で使いたいベビーブーマー世代 P.6
3. メディケアも政府効率化省 (DOGE) の標的に - Medicare Is in DOGE's Crosshairs. Be Ready for Whatever Comes. [フィーチャー]
どのような展開になるにせよ、対策は必要 P.8
4. 株価が5年で約2倍のTJX、まだ上昇余地あり - TJX Offers Plenty of Bargains. Its Stock May Be Its Best. [注目銘柄]
2025年も勢い持続か P.10
5. 「米国例外主義」に対する三つのリスク - U.S. Stocks Have Trounced Other Markets. [フィーチャー]
規模とリターンで圧倒する米国市場だが、急落に注意すべきだ P.13
6. プライベート市場は、リターンは大きいが頭痛の種でもある - Private Markets Offer Big Rewards—and Headaches. An Insider's Tour. [インタビュー]
ケンブリッジ・アソシエイツのアウアーバハ氏に聞く P.15
7. 静かすぎる市場に潜むリスク - Deficits, Inflation, and Volatility Are Lurking. [コラム]
高まる期待インフレ率とボラティリティ P.19
8. ウォルマートの保守的な見通しが株価を急落させる - Attention, Walmart Shoppers: You Sank the Rally [米国株式市場]
消費動向は重要だが、株式市場の方向性の決め打ちは尚早か P.20
9. インテル買収報道は臆測にすぎない - Intel's Future Is Still Murky. Don't Chase the Stock. [ハイテク]
投資家は新たな経営改革戦略と事業の安定化を待つべきだ P.22
10. ロサンゼルス山火事、苦境下の住宅保険会社に追い打ち - California Wildfires Hit State Farm Hard. But the Insurer Was Already Struggling. [経済関連スケジュール]
カリフォルニア州最大手のステート・ファーム、進まぬ保険料引き上げと増える負担 P.24

※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. トランプ氏のエネルギー政策が驚くべき投資機会を生み出す Trump's Energy Plans Are Creating Surprising Opportunities 最も有望なのは天然ガス

[カバーストーリー]

勝者を選ぶのは難しい



Illustration by Emmanuel Polanco, Colagene, Creative Clinic

トランプ米大統領の第2次政権発足後最初の1カ月は、エネルギーが主役となっている。エネルギーはトランプ氏のインフレ抑制計画の要である。原油の生産量が増えればガソリン価格が低下するためだ。さらに、トランプ氏は石油とガスを貿易交渉における米国の最も強力な武器と見なしている。米国が石油とガスを豊富に保有しているのに対して、中国などの最大のライバル国の一部はこうした資源を保有していない。

トランプ氏は2月初めに「われわれはエネルギーによって今までの誰よりも大きな利益を得る」と述べたが、エネルギー投資家が同様に大きな利益を得られるかどうかは、あまり定かではない。

トランプ氏の就任当初からのエネルギーに関する言動は劇的で、物議を醸しているが、株式にとって良いものではない。承認済みのエネルギー関連ローンや助成金の実施を停止するなどの決定は、早くも裁判に持ち込まれた。カナダとメキシコ産のエネルギーなどに対する関税は、米企業を動揺させ、同盟国を怒らせている。関税は3月上旬まで延期されたが、その余波や、トランプ氏がロシア産原油の制裁を解除する可能性によって、原油価格と石油企業の株価は急落している。主に大手石油生産会社の株価を反映する上場投資信託（ETF）のエナジー・セレクト・セクターSPDR ETF<XLE>は、トランプ氏の就任前日から1.2%下落。大統領選以降ではS&P500指数が5.8%上昇した一方、同ETFは3.8%の上昇にとどまっている。

エネルギー業界における最高の投資機会の中には、トランプ氏の利害と整合的なものもあるが、これらの分野の需要は連邦政府の政策とは別の要因に左右される傾向がある。現時点では、エネルギー業界で最も良い立場にあるセグメントは天然ガスで、次いで原子力、石油、太陽光、風力の順に見える。

トランプ氏の計画の要はエネルギー非常事態宣言の発令だ。トランプ氏は、この宣言が政権に広範な権限を与え、通常の規制プロセスを経ずにパイプラインや発電所などを承認できるようになるとしている。トランプ氏は米国のエネルギーの現状を「危険」や「不安定で不十分」といった不吉な言葉で評している。しかし、米国の原油生産量は過去最高に達している。また米国の天然ガスの生産量は非常に多く、供給会社が昨年、価格の暴落を避けるために減産を強いられたほどだった。

ハーバード法科大学院で電力法担当ディレクターを務めるアリ・ペスコ氏は「客観的な事実として、現在は非常事態ではない。もし米国が本当に非常事態にあるなら、トランプ氏は新たな再生可能エネルギー源の認可を妨げず、石油・ガス生産会社が米国の資源を海外に輸出することを促進しな

っただろう」と指摘する。また非常事態宣言がトランプ大統領にどのような特権を与えるのか「全く明確でない」とも語る。通常の許認可プロセスを迂回（うかい）しようとするれば、結局は裁判になるだろう。トランプ氏が敗訴した場合、計画は大幅に減速する可能性がある。

非常事態宣言のもう一つの問題は、宣言に含まれなかった分野があることだ。トランプ氏は非常事態宣言の対象となるエネルギー源としてほとんどの主要な発電源や燃料源を明記したが、風力、バッテリー、太陽光の三つは含めなかった。しかし、再生可能エネルギーは米国で最も急速に成長している発電源であり、新たな発電量の半分以上を占める。

ホワイトハウスの当局者は、なぜ風力と太陽光が重要なエネルギー源のリストに入らなかったのかと問われ、「トランプ大統領は米国のエネルギー供給を拡大し、エネルギー安全保障を増進するあらゆるエネルギーインフラプロジェクトを支援する。信頼性の高いエネルギー供給は、米国の経済、国家安全保障、繁栄に必要不可欠だからだ」と書面で回答した。

トランプ氏はエネルギーに関して明らかに化石燃料の開発と輸送を拡大することに重点を置いている。しかし、過去1カ月の石油株の下落が示しているように、勝者を選別することは、トランプ氏のお気に入りの業界を選ぶように簡単ではない。

天然ガス

Powering Up

These stocks have room to run, even after big gains.

Company / Ticker	Recent Price	12-Month Change	Market Value (billion)	2025E P/E	Business
Antero Resources / AR	\$39.51	53.8%	\$12.60	13.3	Sells natural gas into LNG market
Cameco / CCJ	\$46.54	13.4%	\$20.30	42.3	Mines uranium for nuclear power
Chart Industries / GTLS	\$191.30	51.8%	\$8.40	15.5	Makes gear for LNG facilities
First Solar / FSLR	\$164.09	13.4%	\$17.40	7.9	Leading U.S. maker of solar panels

Sources: Barron's, FactSet

天然ガスは長らく石油に次ぐ2番手だった。歴史的に、天然ガスの価格は原油価格に連動していた。しかし、今や天然ガスは米国のエネルギー政策においてより中心的な存在になりつつあり、生産会社と輸出企業の株式は大きな恩恵を受けている。

今後の天然ガス業界をけん引する要因は主に二つある。一つは液化天然ガス（LNG）の欧州とアジアへの輸出拡大、もう一つは人工知能（AI）データセンターと産業用の電力需要の高まりである。両者合わせて、2030年までに天然ガスの需要を10～20%押し上げる公算が大きい。ロシア産ガスに対する制裁が解除された場合、成長が減速する可能性があるが、投資テーマを妨げるものではない。

LNGの輸出は収益性が高い事業だ。業界のリーダーであるシェニエール・エナジー<LNG>の株価は過去3年間で約2倍に上昇した。しかし、この分野は競争が激しくなっており、アナリストは2027年までにLNGが供給過剰になると予想している。採算の厳しさは、大手LNG企業のベンチャー・グローバル<VG>の株価が1月の新規株式公開（IPO）以降に30%下落している一因かもしれない。

一部の関係者は、トランプ大統領がLNG輸出を拡大することで、天然ガス生産会社が恩恵を受ける可能性があると考えている。ニューバーガー・バーマンのポートフォリオマネジャー、ダグ・ラシュリン氏は、自社のガスの75%をLNG市場に販売できる態勢にあるアンテロ・リソースズ<AR>を選好している。株価は過去1年間で約50%上昇しているが、2025年予想株価収益率（PER）は13.3倍とまだ割安だ。

新たなLNGプラントに機器を提供している企業も恩恵を受けやすい立場にある。その一つが、極低温タンクやモジュール型液化プラントなどの機器を製造するチャート・インダストリーズ<GTLS>だ。チャートは最近、LNG業界で世界トップ企業の1社であるエクソンモービル<XOM>と複数のプロジェクトにわたる契約を締結したばかりだ。アナリストはチャートの利益が今年36%増加すると予想している。現在の予想PERは15.5倍だが、エセックス・グローバル・エンバイロメンタル・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チャートの株式を保有するロブ・ユーエック氏は、PERが最終的に20倍以上になると考えている。その場合、株価は直近の195ドルから240ドルへ上昇する。

原子力



Bloomberg

原子力も大きな勢いに乗って2025年を迎えた。2024年、原子力業界は10年の眠りから突然目覚めた。テクノロジー企業や製造業企業が、AIデータセンターなどの施設にクリーンで信頼性の高い電力を供給するために、新興の原子力開発会社に目を向け始めたのだ。マイクロソフト<MSFT>に至っては、再稼働を目指すスリーマイル島発電所の原子炉で発電された電力を買い取ることに合意した。アナリストによれば、買い取り価格は市場の電気料金に対して大幅なプレミアムとなっている。

トランプ政権は原子力に前向きに見える。トランプ氏はエネルギー非常事態宣言に原子力を含め、原子力推進派のクリス・ライト氏をエネルギー長官に指名した。ライト氏は原子力発電会社オクロ<OKLO>の取締役だった人物だ。原子力業界を巡る熱狂は拡大を続けており、バリュエーションも上昇している。

バイデン政権も原子力に前向きで、複数のプロジェクトにローンや助成金を提供した。政権下で成立したインフレ抑制法（IRA）は、原子力業界に税額控除を認め、原子力発電の基準価格を確立する助けとなり、現在稼働中の発電所が早期に廃止されないようにした。

原子力業界はトランプ氏に幾つかのリクエストがある。まず、バイデン政権が導入した税額控除は維持されることが望ましい。低金利のローンも、引き続き利用可能であってほしい。もう一つのリクエストは、新たな原子力発電所の資金調達に直接的に関与し、連邦政府が予算を超過した建設費の補償に合意することだ。直近の米国における大規模原子力発電所の拡大工事は、予算を150億ドル以上も超過した。

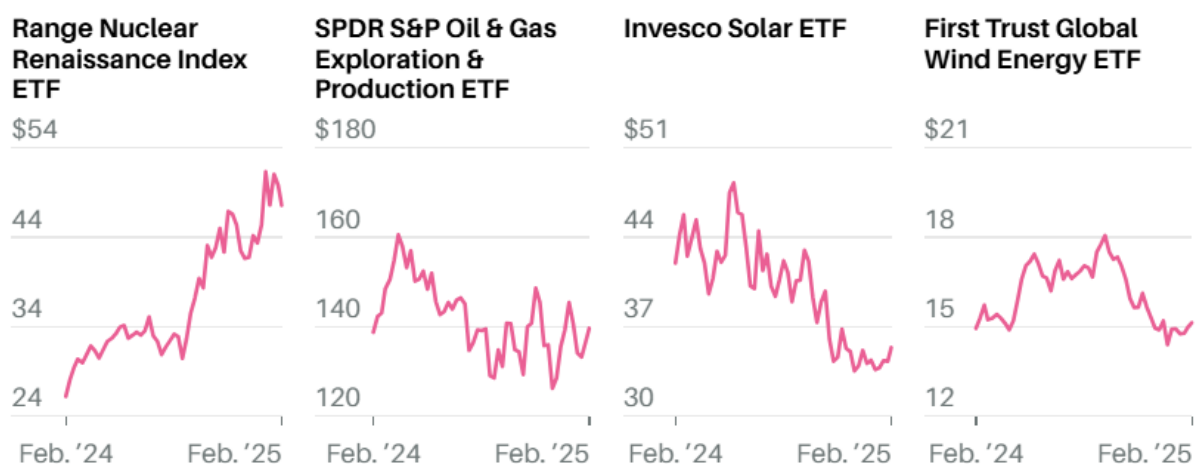
原子力株への投資は昨年、大きな利益を上げたが、今年もそれに匹敵するリターンを得るのは難しいだろう。新興原子力企業の株価は極めて割高に見える。とりわけ、商用原子力発電所を既に建設した企業が存在しないことを考えるとなおさらだ。オクロと次世代原子炉設計会社ニュースケール・パワー<SMR>の株価は、過去1年間でそれぞれ300%と680%上昇した。

ヘッジファンド、セグラ・キャピタルのポートフォリオマネージャーであるアーサー・ハイド氏は、より有望な銘柄は核燃料の供給会社だと語る。これには、カナダと米国でウランを採掘している鉱山会社のカメコ<CCO.カナダ>が含まれる。カメコは原子炉設計会社ウエスチングハウスの持ち分を保有している。ハイド氏はウラニウム・エナジー<UEC>やエンコア・エナジー<EU>などのより小規模なウラン鉱山会社も選好する。さらに、未上場株にも投資しているハイド氏は、今後12カ月以内に原子力分野のIPOがあると予想している。

石油

Going Nuclear

Nuclear stocks soared over the past year, thanks to demand from AI. Other energy areas struggled.



Source: FactSet

バイデン政権は、石油業界に対する継続的な規制を課すことは少なかったものの、石油企業の自社株買いと環境に関する方針をたびたび批判していた。石油企業の幹部は現在、化石燃料を巡る発言のト

ーンの変化を歓迎している。シェブロン<CVX>のマイク・ワース最高経営責任者（CEO）は本誌の取材に対して、「トランプ大統領は石油・ガスが近年冷遇されてきたと認識しており、米国が保有する石油・ガスを含む全てのエネルギー源を確実に有効活用しようとしているのだろう」と語った。トランプ氏は環境規制を緩和し、より多くの連邦政府所有地で採掘ができるようにする予定だ。

石油株の見通しは不安定だ。トランプ氏はガソリン価格を引き下げするために、米国の石油企業が採掘を増やすことを望んでいる。しかし、価格が下がれば、すぐに新たなプロジェクトの妨げとなるだろう。石油企業はむしろ、低調な需要と投資家の懸念を踏まえ、生産の伸びを鈍化させている。

さらに、石油輸出国機構（OPEC）と有志国（ロシアなど）は日量600万バレル超の減産を継続しているが、これを年内に解除し始めるとしている。たとえ実際は解除しないとしても、供給が急増するという脅しだけで株価の重荷になるだろう。歴史的に見て、これほどの規模の減産が行われている期間は、石油株はほぼ常に市場全体をアンダーパフォームしてきた。

再生可能エネルギー



Getty Images

太陽光発電と風力発電の今後の道のりはおぼつかない。トランプ大統領と共和党多数派の議会が気候関連の財政面の施策を削減しようとしているからだ。議会は近年の業界を支えてきた税額控除を廃止する法案に取り組んでいる。IRAは再生可能エネルギープロジェクトに対して30%の税額控除を提供しており、さらなる控除を受けることも可能だ。この控除が完全に廃止されれば、既に着々と下落しつつある再生可能エネルギー企業の株価は急落するだろう。

しかし、業界のCEOや投資銀行は、希望を抱く理由はあると言う。第一に、再生可能エネルギー企業は第1次トランプ政権下でうまくやっており、バイデン政権下では支援が増えたにもかかわらず苦戦していた。再生可能エネルギー企業の問題は、むしろ金利に深く関係している。野村グリーンテックの共同責任者、P・J・デシェーヌ氏は「再生可能エネルギープロジェクトの資金回収期間は、1人の大統領の任期よりはるかに長い」と指摘する。

実際、一部の抜け目ない買い手は株価が割安過ぎると考えている。世界最大の再生可能エネルギー開発会社の1社、ブルックフィールド・アセット・マネジメント<BAM>の再生可能電力および気候変動グループでグローバル最高投資責任者（CIO）を務めるジェハンギール・ベバイナ氏は、ブルックフィールドが、株価が急落した上場企業の買収による非公開化を検討していると語った。

太陽光はトランプ政権下でも引き続き成長する可能性が最も高そうだ。IRAの改正は太陽光発電機器メーカーにとって打撃となるだろうが、トランプ氏の国内製造業の振興策は追い風になるだろう。米国の工場は国内需要を満たすのにほぼ十分な量のモジュールを生産できる。ただし、モジュールの前駆体材料の大部分はアジアから輸入している。米国最大の太陽光パネルメーカーであるファースト・ソーラー<FSLR>の株価は大統領選以降で25%下落しており、2025年予想PERはわずか7.9倍だ。みずほ証券のアナリスト、マヒープ・マンドロイ氏は、税額控除が廃止されたとしても、ファースト・ソ

ーラーは外国製の太陽光パネルに対する高い関税の恩恵を受けるだろうと語る。マンドロイ氏は株価が直近の164ドルから259ドルに上昇する可能性があると考えている。

風力はより不安定な状態にある。中でも洋上風力発電は大きな課題に直面している。トランプ大統領が新たな洋上風力発電所の認可を停止し、過去の認可の見直しも指示しているためだ。陸上風力発電は、必要な連邦政府の認可が比較的少ないため、まだ耐えられる可能性がある。ブルームバーグNEFによると、今年の設置件数は31%増加する見込みだ。市場の期待はかつてないほど低い。世界最大の風力タービンメーカー、ベスタス・ウインド・システムズ<VWS.デンマーク>は、2024年末時点の受注残が過去最高を記録したにもかかわらず、株価はコロナ禍の間の底値に近い。シティのアナリスト、マーティン・ウィルキー氏は、株価が2倍以上に上昇する可能性があると考えている。

株価が適切なら、風力さえも強気な投資家を引きつける。これも今後4年間のエネルギー投資にサプライズが満ちている可能性を示唆する兆候の一つだ。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

2. 世代が分けるお金の使い方と遣し方

[フィーチャー]

Millennials, Gen X, and Boomers Don't See Eye to Eye on Money.
死ぬまでは自分で使いたいベビーブーマー世代

若い世代は生きているうちに子どもに使いたい



Illustration by Kyle Ellingson

ファイナンシャルアドバイザーのパティ・ブラック氏の顧客で自営業を営む36歳の男性は、3歳と6歳になる自分の子どもの雇用主だ。事業はハンドメイド品の製作で、子どもたちは商品の掲載写真に登場する。

アラバマ州バーミングハムでサヴァン・ウェルス・マネジメントに勤めるブラック氏によれば、子どもたちは収入を得ているが未成年であるので、父親である男性が子どもに代わってロス個人退職勘定（IRA）（年金制度の一つ。運用・給付が非課税となる）の拠出金を支払うこ

とができるのだと言う。ブラック氏は「早くから貯蓄と投資の重要性を両親から叩き込まれたこの男性は、自分の子にも同じようにしてあげたいと考えている」と説明する。

生きているうちにお金を次の世代に譲り渡すことは、比較的若い世代にとっては身近な選択肢になってきているが、シニア世代にとってはそうではない。米ネット証券大手チャールズ・シュワブが100万ドル以上の資産を持つ人を対象に行った最近の調査によると、27歳から58歳の富裕層は、59歳から76歳の富裕層に比べて、生きている間に次の世代に財産を分け与えたいと答える傾向が2倍を超える。後者のグループは、生きている間は自分のためにお金を使って楽しみたいと答える傾向が強い。

ファイナンシャルアドバイザーは口をそろえて、これは単にある世代が他の世代より気前がいいという問題ではなく、過去の一連の金融危機が今のシニア世代に全てを失うことへの恐怖を植え付け、その一方で物価高は若い世代に自分の子どもの将来への不安を与えていると指摘する。

■ 起こり得る苦難への不安

キャピタル・インテリジェンス・アソシエイツの共同創業者でファイナンシャルアドバイザーのミッチェル・クラウス氏によれば、シニア世代は大恐慌を直接見聞きした世代であり、コツコツと貯めたお金を全て失うことも含めて、どんなことも起こり得るのだと考える世代だと言う。彼らの相続に対する考え方は、万が一その不安が現実のものとなった場合に備えて、生きている間は持っているものを手放さないというものだ。

クラウス氏の顧客の一人に1000万ドルを超える資産を保有する90代の女性がいる。その女性と亡き夫は子どもたちが家を購入する援助をしたいと考えていたが、住宅ローンのための資金を子どもに与えるのではなく、貸すことを選んだ。クラウス氏は「第二次世界大戦の世代である彼らは、いつか自分たちのお金が底をつくのではないかと本当に心配していたのだ」と説明する。

お金の話をタブーと捉えるか否かという世代間の考え方の違いも、この傾向に役買っている。フィデリティ・インベストメンツの最近の調査では、米国人の半数以上が親とお金の話をしたことがないと答えているが、状況は変わりつつある。5人のうち4人がかつてタブーであったお金の話を若い世代とすることが大切だと答えている。

クラウス氏には昔ながらのタブーを体現する顧客がもう一人いる。一家の女主人であるその女性が保有する純資産は1200万ドルで、成人した2人の娘のための資産を別に分けておいたものの、そのことを秘密にしていた。クラウス氏によれば、守れないかもしれない約束はしたくないし、金銭的な話題には触れないということに慣れているからだと言う。

しかし女主人の最初の孫娘が最近、大学に進学すると、女主人が4万ドルを負担することを申し出て、その孫娘の母親である女主人の娘を驚かせた。クラウス氏は「孫娘の両親は何年も苦勞して大学のための資金を貯めたのに、その苦勞は無用だったことを知ったのだ。私は一家のファイナンシャルアドバイザーの立場から、娘（孫娘の母）には、他の顧客に通常助言するよりも少ない額を用意するよう助言していたが、4万ドルはもう既に用意があるということを伝えていい立場にはなかった」と語る。

■ 「苦しい時代」で分かれるアプローチ

長年、所得から貯蓄を捻出していた人にとっては支出が所得を上回る生活へのシフトもハードルが高いうだ。フロリダ州スチュアートを拠点とするHBKSウェルスのファイナンシャルアドバイザー、マイケル・ロフリー氏は、「われわれの顧客の多くは長年、コツコツと貯蓄や投資を継続して億万長者にまでなっており、こういうタイプの人にとって退職したからと言って古い習慣を変えることは難しい」と指摘する。

一方でクラウス氏は、X世代（1965～1980年生まれ）や、特に物価高騰の中で育ったミレニアル世代（1981～1996年生まれ）は、社会で順調なスタートを切ることがいかに難しいかを目の当たりにしているため、異なるアプローチを取る傾向にあると言う。

例えば、住宅購入はかつてないほど困難で、米国勢調査局のデータによれば、住宅の販売価格の中央値は、2000年の16万9000ドルから昨年12月には42万7000ドルに跳ね上がっている。2000年に平均3501ドルだった公立大学の年間の授業料等も2022年度は9750ドルだ（エデュケーション・データ・イニシアチブ調べ）。若い世代は不況やパンデミック（感染症の世界的大流行）を何とかやり過ごす中で、経済が破綻することへの恐れに対する耐性はシニア世代より強いようだ。

クラウス氏は「彼らにとっては、お金が底をつくことより、子どものアメリカン・ドリーム実現のための戦いをいかに支援できるかが心配なのだ」と語る。たとえその戦いがブラック氏の顧客のようにおむつがまだ取れない幼少期に始まるのだとしても。

By Mallika Mitra
(Source: Dow Jones)

3. メディケアも政府効率化省（DOGE）の標的に Medicare Is in DOGE's Crosshairs. Be Ready for Whatever Comes. どのような展開になるにせよ、対策は必要

[フィーチャー]

目標はメディケアの民営化か



David Paul Morris/Bloomberg

イーロン・マスク氏が率いる政府効率化省（DOGE）が連邦政府全体の予算削減に取り組む中、65歳以上の高齢者や65歳未満の障害者など、6600万人以上の被保険者を抱えるメディケア（高齢者向け医療保険制度）も変更を免れそうにはない。DOGEのチームが標的としているのはメディケアプログラムにおける不適切な支払いだが、調査の結果、メディケアの被保険者が直接影響を受けることになるのか、影響を受けるとすればどの程度になるのかは、まだ分からない。

DOGEの取り組みの指針となっている保守派の政策提言「プロジェクト2025」に記載されたより大きな目標は、民間医療保険会社がメディケアの保障を代替する一体型のプランであるメディケア・アドバンテージを制度加入時の基本的な選択肢とすることによって、メディケアの民営化を促進としている。この民営化版メディケアの場合、政府が運営し、個別の医療サービスごとに支払いを行う「フィー・フォー・サービス」型モデルに比べて、医療ケアに対する制約が多くなる。

現行の法律では、メディケアに対する変更は大半が連邦議会の承認を必要とする。メディケア給付のための資金は義務的支出と見なされ、連邦議会の年次予算手続きを経る必要がない。さらに、メディケア給付の構造は基本的に法律で規定されており、変更するには連邦議会の承認が必要だ。

とはいえ、メディケアの将来に懸念が生じているのも確かだ。現時点では、自分に可能なことをコン

トロールする以上の対応策はない。これには、メディケアとメディケア・アドバンテージの違い、および関連するコストと医療ケアの違いを理解することも含まれる。

■ メディケアとメディケア・アドバンテージの違い

メディケアの受給資格年齢である65歳に達すると、連邦政府が運営する従来型のメディケアに加入するか、それとも管理医療会社のヒューマナ<HUM>など、民間企業が運営するメディケア・アドバンテージに加入するか、という大きな判断をしなければならない。後者の場合は、民間企業が政府との契約に基づき、パートA給付（入院費用など）、パートB給付（外来診療費など）、および多くの場合パートD給付（外来処方薬）を追加保険料なしで提供する。

メディケア・アドバンテージには、ジムの無料会員権や交通費補助、一定範囲の歯科・眼科給付など、従来型のメディケアにはない付帯特典があるが、ヒューマナなどの保険会社がコスト増に苦しむ中、今年は付帯給付が抑制されている。

加入者が主として考慮すべきなのは付帯給付の充実などではない。より重要なのは、医師や医療ケアへのアクセスだ。メディケア・アドバンテージの保険プランは、医療サービスを提供するネットワークを制限することで選択できる医師を限定し、紹介状や事前の承認といった要件を課すことによって医療ケアに対するハードルを設定する傾向にある。営利目的の保険会社の利益は、患者の医療ケア支出を削減すればするほど増加する。

老後のヘルスケアに関するツールやデータを提供するヘルスビュー・サービスズのロン・マストロジョバンニ最高経営責任者（CEO）は、最近開催された本誌のライブイベントで「今は健康でも、将来のことを考えなければならない。より高齢になった時に、メディケア・アドバンテージへの加入は理にかなっているのだろうか」と疑問を呈した。

メディケア・アドバンテージが気に入らない場合に、従来型のメディケアに戻り、メディケアで補償されない自己負担部分を補填するメディギャップ保険に加入するのは困難かもしれない。メディギャップ保険は医学的な見地で引き受けが行われるため、限られた特定の状況や、コネティカット州、マサチューセッツ州、メーン州、ニューヨーク州など手厚い保護のある一部の州を除き、既往症を理由に断られたり、高い保険料を要求されたりする可能性がある。

メディケア・アドバンテージが制度加入時の基本的な選択肢となり、従来型のメディケアについては新規加入者の能動的な選択が必要となる場合、患者はより大きなリスクに直面する。一定の期間内にメディケアを選択しなければ、後で移行しようとしても手遅れになる可能性がある。

ヘルスビュー・サービスズによると、メディケア・アドバンテージは平均的な加入者にコストの削減をもたらすはしない。健康な65歳の男性が83歳まで生きるとした場合、引退後の生涯医療費は従来型のメディケアが17万2482ドルであるのに対し、メディケア・アドバンテージの場合は18万9465ドルだ。

さらに、メディケア・アドバンテージは、当初の目的であった政府支出の削減にもつながらない。メディケアに関する助言を行う連邦議会の独立部局メディケア・ペイメント・アドバイザー・コミッション（MedPAC）は昨年、2024年のメディケア・アドバンテージ・プランに対する政府支出額が、

フィー・フォー・サービス型のメディケアであった場合の想定支出額を880億ドル上回ると予測している。

メディケアを巡る税務対策

メディケアの特定の年の保険料が2年前の所得（通常、最後に提出された納税申告書の所得）に基づいて決定されることを認識していない人は多い。2025年の保険料については手遅れだが、税務対策によって将来の保険料を抑えることは可能だ。

今年の所得関連月次調整額（IRMAA）の基準所得は単身者が10万6000ドル、カップルが21万2000ドルであり、2023年の修正調整後総所得がこの基準を超える場合、パートBとパートDの保険料が高くなる。基準所得は毎年インフレ調整が行われる。

パートBの標準保険料が185ドルであるのに対し、最も高い所得区分（単身者50万ドル以上、カップル75万ドル以上）の保険料は月628.90ドルだ。メディケア財政の強化のため、資力要件がより重視されるようになれば、これらの保険料やその他の費用負担額が将来的に上昇するのではないかと懸念する高齢者もいる。

税引き後の資金はその年の課税所得には含まれないため、拠出段階で課税対象となり、運用段階、給付段階では非課税となるロス個人退職勘定（IRA）から資金を引き出すことで、所得をIRMAAの基準以下に抑えられる可能性がある。ただし、63歳以降にロスIRAへ移管を行った場合、2年後のメディケア保険料に影響が出る可能性があることを念頭に置いておく必要がある。

By Elizabeth O'Brien
(Source: Dow Jones)

4. 株価が5年で約2倍のTJX、まだ上昇余地あり TJX Offers Plenty of Bargains. Its Stock May Be Its Best. 2025年も勢い持続か

[注目銘柄]

余剰在庫を他社から買って大幅値引き



Shelby Knowles/Bloomberg

オフプライス衣料品小売TJX<TJX>の株価は過去5年間で約2倍に上昇したが、この勢いはまだ続く可能性がある。

オフプライス小売企業はインフレによる消費者の節約志向を追い風に、長年にわたってシェアを拡大してきた。T.J.マックス、ホームグッズ、マーシャルズを運営し、オフプライス小売業界のリーダーであるTJXは、他の小売業者やメーカーから余剰在庫を買い取り、大幅な値引きをした上で販売している。良質な商品を確認することで富裕層の客をも引き寄せている。こ

れによって株価のバリュエーションは、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）以降の最高水準に近づいている。

株価をさらに押し上げる材料には事欠かない。現在の米小売業界の状況は2022年と似ている。当時は旺盛な需要が店舗側の過剰発注につながったものの、消費者の購買意欲が鈍ると在庫が積み上がり、最終的にTJXの店舗に有利に働いた。同様に、消費者が価格上昇に不安を抱いていることもあり、関税への懸念から小売業者が在庫を積み増す可能性がある。また、小売業者は長期間にわたる需要増を経験した後であり、2025年に入って発注量をさらに増やしている。

ジェフリーズのアナリスト、コリー・ターロウ氏によると、小売業者の在庫は2年ぶりに増加し始め、売り上げを上回るペースで増えている。ターロウ氏は「そこにリスクがある。小売業者は在庫管理が洗練されているとは言い難い。在庫が過剰になると、TJXは最大の受益者ではないにしても恩恵を受ける企業の一つだ」と述べた。ターロウ氏は、株価が足元の水準から17.5%高の145ドルまで上昇すると予想している。

決算発表後に下落しても株価は回復か

TJX Cos.

(TJX / NYSE)

\$140

120

100

80

60

40

20

2023

2024

2025

Source: FactSet

過剰在庫のリスクが迫っていなくても、TJXに投資する理由は十分にある。TJXの「宝探し型」のショッピングモデルが消費者に支持されていることは何度も証明されてきた。この宝探し型モデルによって、消費者は新商品をチェックするために頻繁に店舗を訪れるようになる。バーゲン品を買うことは誇るべきことで隠すべきものではなく、億万長者やセレブでさえSNSで自らの成果を自慢している。

TJXは今週26日にホリデーシーズンを含む四半期決算を発表する予定だ。同業大手ウォルマート<WMT>の株価が慎重なガイダンス発表を受けて下落した後だけに、投資家は不安を感じているかもしれない。しかし、仮にTJXも同様の動きを見せたとしても、TJXはこれまでも保守的な業績予想を示し、多くの場合それを上回る結果を出してきた。また、決算発表後に株価が一時的に下落しても、すぐに回復する傾向がある。

TJXは競合他社をアウトパフォームし、プレミアムに値する

Key Data

TJX Cos. (TJX / NYSE)	Department-store corporation
Headquarters	Framingham, Mass.
Recent Price	\$123.42
52-Week Change	25.9%
Market Value (billion)	\$139.2
2025E Sales (billion)	\$56.2
2025E Net Income (billion)	\$4.8
2025E EPS	\$4.16
2025E P/E	29
Dividend Yield	1.2%

Note: E=estimate

Source: FactSet

TJXの今期と来期の予想売上高成長率は、実店舗をメインとした1ドルストアやその他のディスカウントストアを上回っていることに注目して欲しい。例えば、5ドル以下で商品を販売するディスカウントストア、ファイブ・ビロウ<FIVE>は売上高の伸びは堅調だが、1株当たり利益（EPS）ははるかに不安定だ。TJXはまた、百貨店や大手ディスカウントストアのターゲット<TGT>のように、あらゆる販売チャンネルを使って顧客と接するオムニチャンネル小売店にも勝っている。ウィリアムズ・ジョーンズ・ウェルス・マネジメントの株式調査アナリスト、ジョセフ・ガイオ氏は、「TJXはユニークかつ守りの利くビジネスで、プレミアムに値する」と述べている。

この点が、ガイオ氏がTJXのバリュエーションに納得している理由の一つで、直近の26.9倍という予想株価収益率（PER）は過去5年間の平均を上回っているが、TJXのバリュエーションは他の小売業の勝ち組と同等か、割安でもある。ウォルマートのPERは37倍、会員制倉庫型卸売・小売チェーンのコストコ・ホールセール<COST>は56倍だ。TJXは業績も安定しており、EPSは2024年に24%増加した後、コンセンサスでは今期は8.5%増の4.19ドル、来期は9.6%増の4.60ドルが見込まれている。バール・アンド・ゲイナーのポートフォリオ・アナリスト、ジャレド・ブレスネン氏は、TJXは成長を促進するための投資に積極的な一方、株主にも手厚い、と述べている。昨年メキシコでの合併事業やドバイに拠点を置く同業他社への投資などの計画があったにもかかわらず、自社株買いを行うとともに配当を増やし続けている。ブレスネン氏は、「TJXは株主に資本を還元するという明確なコミットメントを維持しており、過去数年間、配当金を毎年10%以上増やしてきた」と述べている。株価は123.42ドルで、足元の配当利回りは1.2%である。

TJXは長期保有に値するコア銘柄で、割引なしでも株式はお買い得

とはいえ、不確実性が重要視される2025年には、着実なアウトパフォーマーでさえも投資家から疑問視される可能性がある。関税が物価を押し上げ、消費者は軒並み買い控えを余儀なくされるかもしれない。利下げが遅れれば、投資家は金融政策が追い風から逆風に転じるかどうか再考する可能性もある。1月の米小売売上高が鈍化したことは、年末商戦の大型消費と荒天が続いたことを考えれば驚くことではないが、理想的な結果ではない。雇用市場の冷え込みもリスクだ。失業は往々にして支出を手控える最大のきっかけとなる。経済データは依然として明るい内容だが、景気の鈍化あるいは後退の可能性があれば、購買意欲が削がれるのは避けられないだろう。

しかし、世界金融危機の最中でさえも、TJX株の下落幅は2007年9月から2009年3月の底値まで30%弱に過ぎず、共に50%以上下落したS&P500指数や上場投資信託（ETF）のSPDR S&PリテールETF <XRT>をアウトパフォームした。ガイオ氏は、「長期的には、TJXはほぼあらゆる経済環境下で勝ち組となる。TJXは、あらゆる類いの市場サイクルを気にすることなく、超長期的に保有できる素晴らしいコア銘柄だ」と述べている。ガイオ氏は単なる株主ではなく、買い物客でもあり、T.J.マックスを頻繁に訪れるにつれて買い物の好みが変わった一人だ。ガイオ氏は、「お得な情報はみんなに知らせている。もう定価では何も買わないよ」と語る。

TJX株は唯一の例外的なお買い得品なのかもしれない。

By Teresa Rivas
(Source: Dow Jones)

5. 「米国例外主義」に対する三つのリスク

[フィーチャー]

U.S. Stocks Have Trounced Other Markets.

規模とリターンで圧倒する米国市場だが、急落に注意すべきだ

米国例外主義を崩し得る要因とは

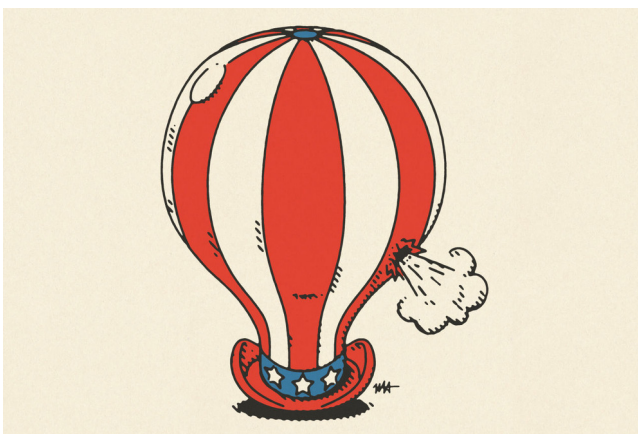


Illustration by Michael Haddad

米株式市場は、投資家にとって際立って魅力的なリターンを生み出す場所であり続けており、これは「米国例外主義」という言葉に新たな意味を与えている。過去12カ月間、S&P500指数が24.3%上昇した一方、ストックス欧州600指数は12.45%、MSCIエマージング・マーケット・インデックスは14.81%の上昇にとどまった。

現在、米国は世界株式市場の時価総額の7割近く、株式や債券を含むプライベート投資の13兆ドル規模の世界市場への純投資額の7割超を占

めている。

米国のアウトパフォーマンスは過去10年間で加速しており、資産バリュエーションは他国と比較して

極端に高騰している。それでも、過去には市場急落を引き起こしたかもしれない関税などに対する懸念を市場が振り払ってきたのと同様、投資家はこれまで金融バブルの警告を繰り返し退けてきた。

しかし、成長期待やバリュエーションがどこまで高まれば、投資家は出口に向かうのだろうか。米市場の例外主義が崩れる引き金となる要因はいくつか考えられる。

■ バリュエーション、インフレ懸念、財政赤字の動向に注目

一つ目の要素はバリュエーションである。S&P500指数の予想株価収益率（PER）は今年の利益予想の24.9倍と、過去の平均PER16倍を大きく上回っている。

人工知能（AI）による生産性向上など、経済における根本的な変化がより高いバリュエーションを支えるようになり、従来のPER水準がもはや当てはまらなくなっているとも考えられる。生産性向上やイノベーション（技術革新）により、投資家は企業がより長期的に成長を維持できると考え、伝統的な指標や分析が示すよりも高いバリュエーションが正当化される可能性がある。しかし、市場のPERはいずれこうした期待を完全に反映するようになるだろう。

インフレの持続も、企業や株式にとって問題となり得る。トランプ政権による不法移民の国外追放や移民流入の減少予測は、米国の賃金に上昇圧力をかける可能性が高い。また、関税引き上げは鉄鋼やエネルギーの消費者物価を押し上げる可能性がある。米国債10年物の利回り4.5%は、インフレがまだ十分に抑制されておらず、再燃するのではないかという市場の懸念を反映している。

市場の大幅な下落の第3の潜在的な引き金は、米政府の財政状況の悪化だ。新任のスcott・ベッセンT財務長官は「3-3-3」目標を掲げ、国内総生産（GDP）の年間平均成長率3%、石油生産量の日量300万バレルの原油増産、米国の財政赤字のGDP比3%への削減を目指すとしている。

財政赤字は現在GDP比6.4%に達しており、さらなる上昇が予想される中で、投資家はその削減に向けたトランプ政権の進捗（しんちょう）に注目する可能性が高い。特に、トランプ大統領が後押しする「政府効率化省（DOGE）」による政府支出の2兆ドル削減に向けた取り組みは、財政赤字の対GDP比率をベッセンT氏の目標値に近づけるのに寄与する可能性がある。

米ドルは基軸通貨の地位を享受しているが、巨額の財政赤字と公的債務のGDP比、そして政府債務の年間利払い費用が約1兆ドルに上ることは、市場にとって懸念材料だ。少なくとも債務水準と財政赤字の見通しが目に見えて下がらない限り、投資家が動揺する可能性はある。

■ 金融危機の教訓

最後に、プライベート・クレジットの急速な拡大により、金融システムのレバレッジが経済全体の停滞を引き起こすリスクがある。これは2008～2009年の金融危機時に起こった事象だ。S&Pグローバルによると、いわゆる影の銀行（規制の少ないノンバンク）の貸し手は、2022年末時点で世界全体で63兆ドルの金融資産を保有しており、これは世界GDPの78%に相当した。市場は信用収縮の兆候があれば、強くネガティブに反応するだろう。

構造的な観点から見ると、米市場の悪化には賭けにくい。米国は世界最強の経済ブロックであると同

時に、低コストのエネルギー生産国でもある。リスクを取る文化と潤沢な資本市場が合わさって技術革新を推進し続け、企業の発展と規模の拡大を可能にする。これらの要因が米国の資産価値を下支えしている。

米国の資産価格がどこまで上昇するのかは知りようがない。しかし、投資家は、今後の市場大暴落の引き金となり得る潜在的なリスクに常に警戒しておく必要があるだろう。

By Dambisa Moyo
(Source: Dow Jones)

6. プライベート市場は、リターンは大きいが頭痛の種でもある [インタビュー]

Private Markets Offer Big Rewards—and Headaches. An Insider's Tour.
ケンブリッジ・アソシエイツのアウトバッチ氏に聞く

プライベート市場投資



PHOTOGRAPH BY NATE PALMER

ケンブリッジ・アソシエイツのプライベート投資のグローバル責任者を務めるアンドレア・アウトバッチ氏は、1990年代初めにプライベート市場投資のキャリアをスタートした。当時のプライベート投資はレバレッジド・バイアウトとほぼ同義だったが、現在ではベンチャーキャピタル、プライベート・エクイティ、プライベート・クレジットのほか、さらに多くを含んでいる。いわゆるオルタナティブ資産に対する関心は爆発的に高まり、運用資産は2021年の10兆ドルから今年は15兆ドルに達する勢いだ。

アウトバッチ氏は、ファミリーオフィス、小規模な慈善団体、病院、大学、政府系ファンドが投資先を見つけ、最終的にはプライベート市場に約120億ドルを投資するのを手助けしている。

プライベート資産の多くのマネジャーは、確定拠出年金（401k）などを通じて個人投資家を取り込むことで成長を目指している。本誌は2月初めに、プライベート市場の訴求要因、資金調達とディール活動の見通し、オルタナティブ資産の「民主化」（個人投資家向けの浸透）の意味合いについて、アウトバッチ氏にインタビューした。

本誌：プライベート市場投資がこれほど注目されている理由は。

アウトバッチ氏：結局はリターンだ。2024年9月30日までの15年間のリターンは、プライベート市場が手数料控除後で年率15%だった一方、MSCIオール・カンントリー・ワールド指数は10%だった。

上場市場のリターンはテクノロジー銘柄に集中している。このような事態は以前にも経験があり、例えば鉱業や鉄道が市場を支配したことがある。また、パッシブ投資の成長も状況を複雑にしている。株価指数にパッシブに投資していたら、いかにしてアウトパフォームできるのだろうか。投資家が市場のアウトパフォームを望むのであれば、上場市場とは異なる戦略に投資する必要がある。

しかし、プライベート市場への投資家が容認しなければならないこともある。プライベート投資の流動性は低く資金が一定期間固定される可能性があり、投資対象の情報を入手できない可能性もある。

Q：プライベート・エクイティ・ファンドでは、金利の上昇と共にリターンが低迷し、資金調達も困難だった。

A：2021年の投資額は、金利がゼロ近辺だった時期の長期平均の投資額の2倍弱に達していた。市場はリスクオンの状態にあった。株式のバリュエーションは上昇して、ミーム株という現象が生まれた。人々は、パーティーが決して終わらないかのように投資していた。プライベート・エクイティ・ファンドのゼネラルパートナーは、一定の金利を想定してレバレッジをかけ、金利が低水準にとどまると想定して資産に一定の価格を支払った。

その後、インフレ状態になって金利が上昇して歯車が狂った。ファンドが利益を伴う資産の売却を望む場合、価値を高めるために資産を長期にわたって保有し、その価値を高めるためにさらに多くのことを行う必要がある。米連邦準備制度理事会（FRB）が2022年3月に利上げしたために、プライベート・エクイティ投資からのイグジット（新規株式公開＝IPO＝など）は停止した。

プライベート・エクイティ企業は、企業を買収するためにさまざまな程度のレバレッジを活用しており、金利上昇とともにレバレッジのコストも上昇した。プライベート・エクイティ企業は一般的に、資金を調達して投資を行い、リターンを伴って手じまいし、その実績を背景に投資家に再度接触してさらなる資金を調達する。しかし金利が上昇してファンドは投資対象を売却できなかった。投資対象の企業はインフレと金融費用上昇への対処に忙殺され、事業の進捗（しんちょう）は思わしくなかった。投資家への分配、資金調達および取引のすべてが減速した。

見通し

Q：今年の見通しは。

A：今年は手じまいが増加すると予想している。プライベート・エクイティ・ファンドにはタイムリミットがある。法的期限は10年プラス2回の1年延長で、その後は協議の必要がある。典型的な投資期間は5年だ。マネジャーはその間に、コミットされた資金に対する運用手数料を徴収できる。投資期間満了後には、マネジャーは投資された資金だけからしか手数料を徴収できない。そのため、資金が投資されなければ手数料は減少することになる。

2021年のビンテージ・イヤーを考えてみよう。今年が5年目となり、ゼネラルパートナーが次の資金調達を望むのであれば、現在の投資家にいくらかの資金を分配する必要がある。投資家は、「ファンドはわれわれのために何をしたのか。リターンを示してほしい」と尋ねるだろう。これは手じまいを促す要因となる。

また、プライベート・エクイティ・ファンドの投資対象企業はより多くの試練を乗り越えている。企業は、自社のサプライチェーン（供給網）を修復し、インフレ期を乗り越え、一層魅力的な取引対象となった可能性がある。

最後に、規模の大きいファンドでは投資に回す必要がある多額の現金が眠っている。それはより多くの活動を意味するだろう。プライベート・エクイティ・ファンドに保有されている中小企業が、大企

業に売却されることになるだろう。そして、上場企業を非公開化するプライベート・エクイティ・ファンドが増えるだろう。

Q：M&A（合併・買収）のブームを予想しているのか。

A：今年のM&Aは昨年よりも活発になると予想しており、ソフトウェアとビジネス・サービスセクターが主導するだろう。M&Aの増加は売却される企業の増加を意味し、ひいては、投資家への分配金の増加を意味する。

Q：機関投資家は配当には忍耐強いが、分配金が支払われないことはプライベート・エクイティ業界にどのように影響するのか。

A：ゼネラルパートナーには、プライベート・エクイティ企業がその役目を果たしていることを早急に示さなければならないという切迫感がある。プライベート・エクイティのビジネスモデルは、常に次の資金を調達することを前提としている。資金を調達でき、運用手数料と成功報酬を生み出すことを前提としている。その可能性がなくなれば、プライベート・エクイティ企業はリスクにさらされることになる。

Q：あなたのチームは、現状をどのように評価しているのか。

A：われわれは、ファンドの保有対象の事業のパフォーマンスを理解したい。また、ファンドがそれらの投資の売却を試みているかを含め、マネジャーの手じまいに関する見解を理解することを望んでいる。

Q：現在の業界全体の課題を踏まえ、一部投資家はプライベート・エクイティ・ファンドの持ち分売却のためにセカンダリー市場に目を転じている。ラザードによると、セカンダリー市場は1520億ドル規模へ成長している。このトレンドに対する見解は。

A：一部の投資家は、現金を早急に必要としておらず我慢できる。しかし、大量の退職者に直面する年金基金のマネジャーや、一層の慈善活動を望む病院や家族といった一部の投資家は、より早急に資金が必要になる可能性がある。セカンダリー市場は機関投資家に対して、プライベート・エクイティ・ファンドに対する持ち分の売却という流動性を提供する。昨年、セカンダリー市場で初めて持ち分を売却するファンドの数が過去最高となった。

Q：プライベート・クレジットまたはノンバンク貸付の規模は2兆ドルとなっている。金利を踏まえた見通しは。

A：私が携わっている家族の一部は、かつてヘッジファンドと呼ばれていたものの代わりとして、プライベート・クレジットに投資している。金利が上昇して、プライベート・クレジットのリターンの魅力が増しているためだ。優先貸付で競争力のあるリターンを得られるのであれば、調整後リターンはヘッジファンドにおける株式のリターンを上回る可能性が高い。

プライベート・クレジットにおける資金は非常に潤沢だ。利用可能な資金の額とレバレッジの上昇を踏まえて、プライベート・クレジットと米国債のスプレッドは縮小した。プライベート・クレジットのリターンは引き続き好調だ。投資家はプライベート・クレジット内でも投資内容を多様化させており、優先貸付だけではなく、スペシャルティ・ファイナンスや他の貸付にも投資している。

個人投資家の取り込み

Q：ウォール街には、プライベート市場投資を民主化し、個人投資家へのアクセスを増やす動きがある。その取り組みが成功すると予想しているか。

A：プライベート投資業界は個人投資家獲得に努めており、個人投資家向けに市場投入されたソリューションが大幅に増えている。ウォール街の取り組みは成功すると予想している。

個人投資家に利用可能な投資対象は、機関投資家向けの伝統的な構造（投資家がファンドに資金をコミットし、ファンドが必要な場合にコールする）とは若干異なっている。個人投資家を対象としたセミリキッドファンドの場合、投資家は全額を投資し、ファンドはプライベート・エクイティ同様のリターンを達成可能な投資対象に即座に投資する。資金は、プライベート市場に投資されるものもあるが、一部は流動性のために運用される必要がある。

Q：個人投資家は、機関投資家向けのファンドよりも低いリターンを予想すべきか。

A：個人投資家の勧誘に成功したマネジャーは、多額の資金を運用する責任を負っており、それは高いリターンの獲得を困難にしている。

市場における個人投資家向けソリューションの一部は、セカンダリー市場に投資している。資金を早急に投資する必要があるためだ。それが、セカンダリー市場における価格圧力を生み出している。しかし、プライベート市場は投資家に対して分散を提供し、決してアクセスできなかったエクスポージャーを新たに提供している。

Q：個人の資金が雪崩を打ってプライベート市場に流入するとしたら、機関投資家にとって何を意味するのか。

A：リターンにとって悪影響になる可能性がある。われわれの投資アプローチに必要な調整を考え抜くことが最優先事項だ。われわれの機関投資家顧客との間での話題の一つは、個人投資家から殺到する多額の資金に直面していない対象に、どうやって投資するかだ。われわれは顧客に対して、個人投資家が投資するマネジャーやプラットフォームから距離を置くようにアドバイスしている。

Q：プライベート市場では、どのセクターが注目されているのか。

A：プライベート・エクイティでは、企業向けソフトウェアが最も投資されているセクターだ。より広く言えば、テクノロジー、資本財／マルチセクターおよびヘルスケアが、ここしばらくの上位3分野だ。2023年から2024年に、ソフトウェアは不景気に突入して、売上高は前年比横ばいになった。資本財も、サプライチェーン、労働力および原材料価格、さらには顧客の過剰在庫の問題でエア・ポケットに突入した。われわれは、これらセクターが改善傾向にあることを目にしており、今年が生産的になると予想している。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

7. 静かすぎる市場に潜むリスク Deficits, Inflation, and Volatility Are Lurking. 高まる期待インフレ率とボラティリティー

[コラム]

異様な静けさが市場を支配



Jim Watson / AFP / Getty Images

「静か過ぎる…」。祝日（大統領記念日）の影響で取引日が通常よりも1日短かった先週の市場は、昔の西部劇でよく使われたこの言葉のようだった。ワシントンや欧州から猛烈な勢いで押し寄せるニュースにもかかわらず、株式と債券のオプション市場のボラティリティー（変動率）は低く、異様な静けさが市場を支配していた。

UBSグローバル・ウェルス・マネジメントのグローバル株式部門の最高投資責任者（CIO）であるウルリケ・ホフマン・ブルチャルディ氏に

よれば、S&P500指数の変動性を示すCBOEボラティリティー指数（VIX指数）は、昨年12月下旬以降、そしてトランプ大統領の就任から1カ月以上が経過した現在も、長期平均である20を下回った水準を維持している。VIX指数は、先週のダウ工業株30種平均（NYダウ）が年初来で最悪の一週間となった影響で21日に18を超えたが、20日までは15台を維持していた。

エバーコアISIの債券ストラテジスト、スタン・シプリー氏は、債券市場にも「油断」が広がっていると指摘し、「ワシントンから連日打ち出される数多くの政策イニシアチブや、経済政策の不確実性を示す指標が上昇しているにもかかわらず、米国債のインプライド・ボラティリティー（IV予想変動率）を示すMOVE指数は今年に入って急低下し、過去2年間の最低水準に近づいている」と21日付けの顧客向けノートに記した。

100年無利子国債の購入迫る

一方で、市場関係者の間では、米国以外の国に特別な非市場流通型の100年無利子米国債を購入させるという「マール・ア・ラーゴ合意」の可能性が噂されている。この米国債は、米国が提供する軍事的保護に対する実質的な対価であると同時に、米国の債務負担の軽減を目的とするものだ。一見、無理筋の構想に思えるが、一部のマクロ系ヘッジファンドが、この低確率のシナリオに賭けてすでにポジションを取っている。

利払い義務のない国債を発行することは、米国の財政問題の根本的な問題解決にはならないものの、症状を和らげることはできる。歴史学者のニール・ファーガソン氏は、ウォール・ストリート・ジャーナルへの寄稿記事の中で「歴史を振り返ると、超大国は、国債の利払いが軍事費を上回るようになった時、衰退への道をたどった。直近の例としては、イギリスが挙げられる」と指摘した。米国では2024年の国防費が1兆1070億ドルだったのに対し、国債の利払い費はそれを上回る1兆1240億ドルに達した。そして、このコラムで何度も指摘してきた通り、ゼロ金利時代に発行された国債が償還されるにつれ、利回りが4%前後の新たな国債に置き換えられていくため、利払い負担は確実に増大する。

他国がこの取引に同意するかは不明だが、「いい国だね。もし（軍事的に）何かあったら残念だろう」と圧力をかけられれば、断ることは難しくなるかもしれない。しかし、アカデミー・セキュリティーズのマクロストラテジストであるピーター・チル氏は、このような合意は逆効果になる可能性がある」と指摘し、「米国がウクライナ侵攻後にロシアのドル資産を凍結したことで、ドル建て資産を保有する国々に『あなたのドルは必ずしもあなたのものではない』というメッセージを送った」と先週の顧客向けノートに記した。同盟国に対し、防衛費の支払いとして無利子の米国債の受け入れを強要すれば、各国のドル離れを一層加速させる可能性がある。

市場が織り込んでないインフレ期待とボラティリティー

市場は今のところ、インフレ期待の上昇を織り込んでいない。18日発表されたミシガン大学の最新の消費者景況感調査によると、5年先の期待インフレ率は3.5%に急上昇し、1990年代半ば以来の最高水準となった。マクロ・リスク・アドバイザーズのジョン・コロボス氏は「これは、米財務省発行の物価連動国債（TIPS）市場が示す期待インフレ率とも整合的だ」と顧客向けノートに記している。さらに、ブルームバーグ・コモディティ指数が本格的な上昇局面に入る兆しを見せており、これもインフレ期待の高まりを裏付けていると指摘する。

UBSのブルチャルディ氏は、「政治的・地政学的・技術的な大きな変化が今後数カ月の間に起こる可能性が高いことを考慮すると、市場のボラティリティーは適正に評価されていない」と記し、資産防衛策として、VIX指数が低水準にある間のプロテクティブ・プットの購入を推奨している。あるいは、著名投資家ウォーレン・バフェット氏にならない、現金を積み増す選択肢もあると付け加えた。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

8. ウォルマートの保守的な見通しが株価を急落させる

[米国株式市場]

Attention, Walmart Shoppers: You Sank the Rally
消費動向は重要だが、株式市場の方向性の決め打ちは尚早か

高値更新から週末にかけて急落



Michael M. Santiago/Getty Images

まだ3月になっておらず凍てつくような寒さが米国のあちこちで続いているが、3月を表す「ライオンのように来て子羊のように去る」という（英国の）ことわざを逆にした「子羊のように来てライオンのように去る」というフレーズが、先週の株式市場の動きにピッタリだ。

主要株価指数の動きを見ると、S&P500指数は2025年になってから2、3回目となる終値での過去最高の更新で連休明けを迎えたが、20日と21日の両日は下落し、結局1.7%安の6013.13となった。ダウ工業株30種平均は4万3428ドル02セ

ント、ナスダック総合指数は1万9524.01で引け、下落率はともに2.5%だった。小型株のラッセル2000指数は3.7%下落して2195.35で週末を迎えた。

ウォルマートの見通しでセンチメントが一変

Market Snapshot



Source: FactSet

市場では関税の懸念を払拭する動きが続き、18日に株価指数は前週末の下落から上昇に転じた。中国の習近平国家主席が週末に経済界のリーダーと会談してハイテク業界を支援する姿勢を示したことから、中国のハイテク企業の株価が上昇し、米国のハイテク株もこれに追随した。地政学的な懸念は下押し要因だったが、S&P500指数の高値更新を妨げるほどではなかった。

19日に発表された1月の連邦公開市場委員会（FOMC）の議事要旨は投資家に好感され、市場は再び上昇した。連邦準備制度理事会（FRB）は、再び利下げを決定する前に「インフレのさらなる落ち着き」を見極めたいとしていたが、思いがけない展開にならなかったことだけでも株価が高値を更新するには十分だった。

しかし、20日に発表されたウォルマート<WMT>の決算が株式市場のパーティーを台無しにして、センチメントを悪化させた。小売り銘柄の指標的な存在であるウォルマートのホリデー期間を含む前四半期の決算内容は好調だったが、来年度の通年の業績予想は高めだった市場の予想を下回った。ウォルマートは売上高の伸びが3~4%になるとの見通しを示したが、アナリスト予想に届かなかった。

規模を考えると、ウォルマートは消費者の消費態度を最もよく読み取れる企業の一つとなっている。ウォルマートの経営陣は米国の消費者には回復力があると繰り返したが、市場は明らかにさらなる確証を求めている。ウォルマートにとっては、予想を低めにして結果がそれを上回るようにすることは

理にかなっている。しかし、インフレや関税の脅威が続き、米経済の大部分を支える消費に対する懸念が高まっている現時点において、消費に関する明るいメッセージを送ることにはならなかった。

それでも高値圏で推移

フリーダム・キャピタル・マーケットズのチーフ・グローバル・ストラテジストであるジェイ・ウッズ氏は、「インフレと経済の不確実性が個人消費に影響を与えるとみられているため、ウォルマートは来年度の売上見通しを保守的にしている。ウォルマートはディスカウント小売りの指標銘柄であり、その動向はインフレの影響を如実に表す」と書いている。

残念なことに、21日に発表された経済指標でも状況はあまり改善されなかった。2月のミシガン大学消費者景況感指数の確報値は64.7で、市場予想の67.5を下回った。これは1月と比べ10%の低下で、2月分では指数の五つの構成要素のすべてが低下したため、暗い雰囲気には拍車を掛けた。1月の中古住宅販売件数も予想を下回った。

それでも、週末にかけてさえない動きになったとはいえ、S&P500指数が今年に入ってからまだ2%超上昇した水準にあることは注目に値する。シティグループの米国株ストラテジストであるスコット・クロナート氏は「2025年の上昇率は、2年連続した20%超には遠く及ばないが、あざ笑うものではない。強いセンチメントを打破するには、まだ時間がかかるだろう」と書いている。

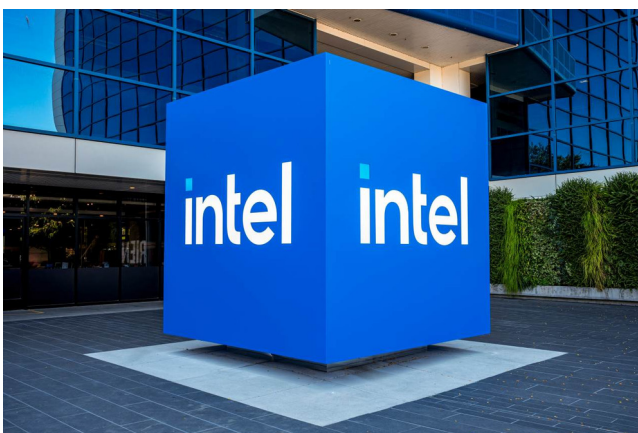
ウォルマートよ、見習ってはどうか。

By Teresa Rivas
(Source: Dow Jones)

9. インテル買収報道は臆測にすぎない Intel's Future Is Still Murky. Don't Chase the Stock. 投資家は新たな経営改革戦略と事業の安定化を待つべきだ

[ハイテク]

株価は5日間で40%近く上昇



David Paul Morris/Bloomberg

先々週、トランプ政権が米国内での半導体生産を支援すると約束したことや、複数の半導体企業が米半導体大手インテル<INTC>の一部部門の買収を検討しているとの報道を受けて、インテルの株価は急騰した。

だが、インテルを巡る買収報道を精査すると、投資家は慎重になるべきだということが分かる。インテルの経営を大きく変えるような大型の買収が近い将来に行われる可能性は低いうえ、直面する課題はあまり変化していないからだ。投資家は上値を追わない方が賢明かもしれない。

ない。

今回のインテル株急騰の発端となったのは、パリで2月10日から開催された人工知能（AI）アクションサミット会議でバンス米副大統領が米国の半導体生産量を増やすと述べたことだ。その後、ブルームバーグとウォール・ストリート・ジャーナルの報道がインテルの株価をさらに押し上げた。前者は半導体受託製造大手の台湾積体回路製造（TSMC）＜TSM＞がインテルの半導体工場の運営権獲得を検討していると報じ、後者は米半導体大手ブロードコム＜AVGO＞がインテルのプロダクト部門（パソコン、サーバー、ネットワーク機器向け半導体を販売する部門）の買収を検討していると報じた。2月18日までの5営業日でインテルの株価は40%近く上昇した。

買収報道は臆測に基づくものだ

Intel Stock's Recent Run-Up

(INTC / Nasdaq)



Source: FactSet

しかし、飛び交うニュースは互いに矛盾することがある。あるニュースはTSMCによるインテルの半導体製造部門における支配的持分の取得をトランプ政権が提案したと報じたのに対し、別のニュースはトランプ米大統領がそうした取引を支持する可能性は低いと政府高官が述べたと報じた。

最も重要なことは、どの報道にも「非常に早い（生煮え）段階にある」、「非公式に話し合われた」などの文言が含まれ、正式に決定された事実は全く報じられていない。買収に関する議論が進んでいないことは明らかだ。

インテルの買収に関する臆測は今に始まったことではない。昨年秋、半導体大手のクアルコム＜QCOM＞がインテルに買収を持ちかけたとの報道があったが、それ以降、何も起こっていない。

■ インテルは早くCEOを決め、経営改革戦略を立案する必要がある

実際、インテルの買収をもくろむ企業は二つの大きな課題に直面する。

まず、インテルのプロダクト部門を買収しようとする、世界の規制当局から承認を得る必要があるが、これを成し遂げるのは難しい。中国は2023年にイスラエルの半導体受託製造企業であるタワーセミコンダクターの買収（買収額はわずか50億ドル）を阻止したことは、中国が米国の半導体製造業界を支援する買収には乗り気ではないことを示唆している。

次に、インテルの半導体製造事業のみを取得するのは財務的な観点から得策ではない。半導体製造部門であるインテル・ファウンドリーの2024年の売上高は前年比7%減の175億ドルで、損益は134億ドルの赤字だった。巨額の損失を計上する単独では存続不可能な事業を買収する意味はほとんどない。

インテルの買収に関する臆測報道はすべて、昨年12月にパット・ゲルシンガー氏が最高経営責任者（CEO）を退任した後、正式なCEOがまだ就任していない中でのものだ。インテルは、一部部門の売却について議論するのではなく、技術的な専門知識を持つ有能なCEOを見つけ出し、経営改革戦略を立案して事業を安定させた方が良さだろう。

By Tae Kim
(Source: Dow Jones)

10. ロサンゼルス山火事、苦境下の住宅保険会社に追い打ち California Wildfires Hit State Farm Hard. But the Insurer Was Already Struggling. カリフォルニア州最大手のステート・ファーム、進めぬ保険料引き上げと増える負担

[経済関連スケジュール]



Illustration by Elias Stein

米大手保険会社ステート・ファーム傘下に属し、カリフォルニア州内で事業を展開するステート・ファーム・ジェネラルは、カリフォルニア州最大の住宅保険会社として知られる。先月の南カリフォルニアにおける山火事以前から財務的に厳しい状況にあったが、今回の山火事が一層の追い打ちをかけた。州内シェア20%を誇り、100万を超える顧客基盤を有する中、ステート・ファームは今回、22%の保険料引き上げを申請するに至った。

しかし、2月14日、カリフォルニア州保険委員会のリカルド・ララ氏は、この保険料引き上げ申請に反対した。ララ氏は、全米規模のステート・ファームの関連会社であるステート・ファーム・ジェネラルが2023年にカリフォルニア州での新規保険契約の引き受けを停止し、2024年には3万件の契約を打ち切ったことを指摘した。さらに「保険料の引

き上げ以外に、ステート・ファームは財務上の課題にどのように対処するつもりなのか？」と問いただし、ステート・ファームに2月26日までに回答するよう求めた。これに対してステート・ファームは「今後のカリフォルニア州の保険市場における選択肢を真剣に検討せざるを得ない」との見解を示している。

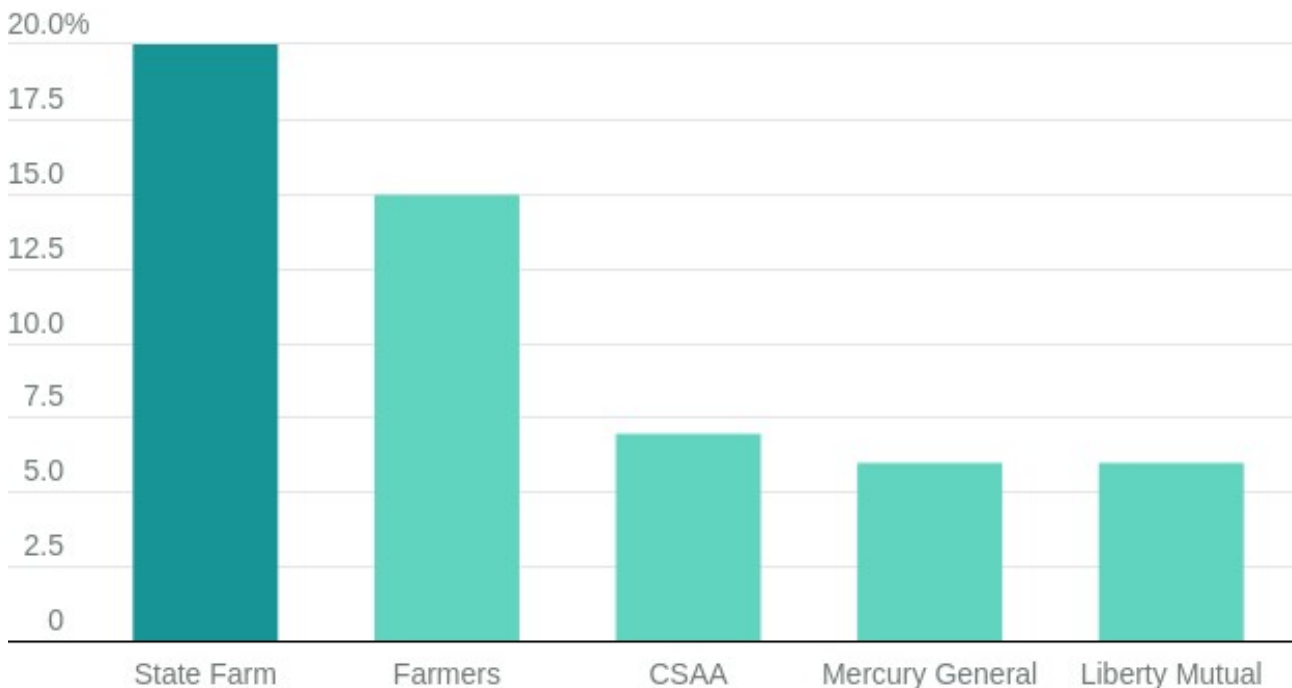
長年にわたり、カリフォルニア州では保険料の上昇がインフレや気候変動による損害の増加に追いついていない状況が続いている。こうした状況のもと、主要保険会社12社のうち7社が新規保険契約の引き受けを停止または制限した結果、より多くの住宅所有者が、カリフォルニア州が設けた最後の頼みの綱であるフェア・プラン（火災保険代替制度）に流れ込む事態となっている。なお、フェア・プランも山火事被害の補償に充てるために、既に10億ドルの追加資金を求めている。

一方、ステート・ファームの財務状況は悪化の一途をたどっている。保険金支払いに充当できる余剰資本は2024年末時点で10億ドルまでに減少しており、これは2022年の50%、2016年のわずか25%の水準だ。また2016年以降、ステート・ファームは保険事業で累計53億ドルの損失を計上している。こうした危機を背景に、ステート・ファームは昨年6月には30%の保険料引き上げを申請した。これは、財務の健全性が脅かされている保険会社に適用される州の規定に基づいた措置であるが、未だその申請は承認されないまま、今年1月に発生した山火事が追加的負担を招いたのである。

先週の出来事

Big Share, Big Costs

State Farm General leads the ranks of commercial homeowners insurers in California.



Source: Milliman

市場動向

バンス副大統領は「欧州が最も懸念すべき脅威は欧州内部だ」と述べ、欧州の同盟国を批判した。一方、米政府関係者はウクライナ戦争を巡り、サウジアラビアでロシア政府高官と会談を行った。市場では、金の価格と欧州の軍事関連株が上昇した。米市場では、S&P500指数が大統領の日の祝日明けに

最高値を2度更新した。しかし、その後はトランプ大統領が自動車、医薬品、半導体に対し25%の関税を課す可能性に言及したことや、小売り大手のウォルマート<WMT>が2025年の業績見通しに警戒感を示したことを受け、株価は揺れ動いた。1月の米連邦公開市場委員会（FOMC）議事要旨では、利下げについて慎重な姿勢が示された。21日金曜日は株価が下落した。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）2.5%下落、S&P500指数は1.7%下落、ナスダック総合指数も2.5%下落した。

企業動向

メディケア（高齢者向け医療保険制度）、米食品医薬品局（FDA）、米疾病対策センター（CDC）で人員削減が実施された。一方で、実業家イーロン・マスク氏が率いる政府効率化省（DOGE）は米内国歳入庁（IRS）および社会保障データへのアクセスを求めている。中国の習近平国家主席は、中国のテクノロジー業界のリーダーたちと会談を行った。IT大手のアップル<AAPL>は廉価版iPhone（アイフォーン）を発表した。マイクロソフト<MSFT>は初の量子コンピューティング向けチップ（QPU）を発表した。メタ<META>（旧フェイスブック）の株価は、20連騰で止まり、ついに下落した。

M&A（合併・買収）など

- ・プライベート・エクイティ大手KKR<KKR>は日本のIT企業である富士ソフト<9749>の買収を巡り、同業ベイン・キャピタルとの競争に勝利した。
- ・人工知能（AI）開発企業のオープンAIは、実業家イーロン・マスク氏に対抗する防衛策として、取締役特別議決権を付与する可能性を検討している。
- ・ブルームバーグとウォール・ストリート・ジャーナルは、半導体のブロードコム<AVGO>と台湾積体回路製造（TSMC）<TSM>が、米半導体大手のインテル<INTC>の買収後の分割を検討していると報じた。また他の報道によると、投資会社のシルバーレイクがインテルのプログラマブルチップ部門の過半数株式取得に向け交渉を進めている。ファンドのパーシング・スクエアを率いる著名投資家ビル・アックマン氏は、不動産会社ハワード・ヒューズ・ホールディングス<HHH>の支配権獲得に向けた新たな計画を提示した。
- ・英紙フィナンシャル・タイムズは、菅元首相を含む日本のグループが、日産自動車<7201>への出資を米電気自動車（EV）メーカーのテスラ<TSLA>や他の企業に求める可能性があるとして報じた。

今週の予定

2月26日（水）

米半導体大手のエヌビディア<NVDA>が、2025年度第4四半期と通期の決算を発表する。株価は今年に入り横ばいだが、直近2年間では9倍に成長し、時価総額を約3兆ドル押し上げている。ファクトセットによると、コンセンサス予想では、第4四半期の売上高は381億ドル、1株当たり利益（EPS）は84セントとされている。前年同期比で、EPSの成長率が64%増、売上高では72%増に相当する。特に注目されるのは、AIチップを含むデータセンター部門の売上高で、335億ドルと予想されている。また、2025年度通期の市場予想は、EPSが2.95ドル、売上高が1294億ドルの見込み。

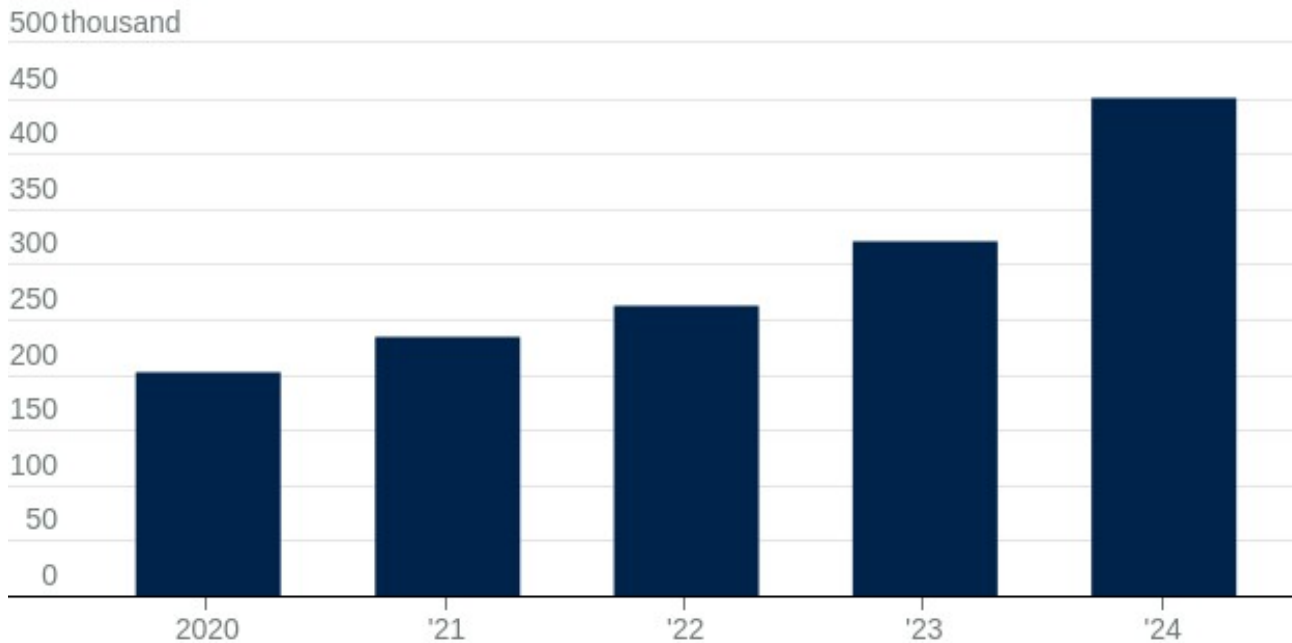
米国勢調査局が新築住宅販売件数を発表。1月の戸建て住宅販売戸数のエコノミスト予想は季節調整済み年率換算で67万8000戸で、12月より2万戸少ない見通し。

2月28日（金）

米商務省経済分析局（BEA）が1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

A Red Flag

California has set up the FAIR Plan for homeowners who lose their insurance. By 2023, it ranked roughly third in market share.



Source: California FAIR Plan

は前年同月比2.5%の上昇で、12月を0.1ポイント下回る。また変動の大きい食品とエネルギー価格を除いたコアPCEは前年同月比2.6%の上昇と予想され、12月は同2.8%の上昇だった。米連邦準備制度理事会（FRB）がインフレ指標として重視するコアPCEの上昇率が前年同月比2.6%ならば、2021年3月以来の最低水準。

統計と数字

3100ドル：大手銀行ゴールドマン・サックス<GS>が予測する、2025年末の金価格（1オンス当たり）。さらに上昇する可能性もあると指摘している。

7590億ドル：中国が12月時点で保有する米国債の総額。前年比で570億ドル減少した。

2兆5000億ドル：2024年の世界の軍事支出総額。前年比7.4%増で、世界の国内総生産（GDP）の1.9%に相当する。

350億ドル：韓国で計画されているAIデータセンターの建設費用。テキサス州に建設が計画されている「スターゲート・コンプレックス」の3倍の処理能力を持つ見込み。

By Bill Alpert
(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』 2025/02/23

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