

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/03/02

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 米国株をアウトパフォームする中国株。割安な銘柄はどこに - Chinese Stocks Are Beating U.S. Stocks. Where to Find the Bargains [カバーストーリー]
一度は見捨てられた市場が再び注目されつつある P.1
2. 金の上昇は止まらない。今取るべき投資戦略は？ - The Gold Rally Can't Be Stopped. How to Play It Now. [フィーチャー]
複数の選択肢：出遅れた金鉱株と銀がアウトパフォームする可能性も P.7
3. 首都ワシントンを手中に収めた「ペイパル・マフィア」 - The 'PayPal Mafia' Takes D.C. [フィーチャー]
シリコンバレーによる政府機能の敵対的買収 P.11
4. DOGEによる政府職員解雇、揺らぐ消費者心理 - DOGE Layoffs Are Rattling Consumers. What That Means for the Economy. [経済政策]
米経済が代償を払う可能性がある P.14
5. 食の見直しで投資すべき銘柄 - Eating Is Getting an Overhaul. Here's How to Play It. [インタビュー]
スティーブンスのサレラ氏に聞く P.17
6. 苦境の続く食品大手だが、新たなアイデアに期待も - Big Food Stocks Have Hit Tough Times. Some Fresh Ideas Might Help. [投資戦略]
CAGNY年次カンファレンスから得られた食品業界の洞察 P.21
7. 目下のローテーションは株価急落の前兆か？ - Rotation to Selloff? The Market Is at a Tipping Point. [コラム]
弱気相場入りの可能性は低いが、株価下落はあり得る P.23
8. 米国株式市場はとりえず天井を付けたか - Stocks Look Played Out. It's Time to Shift Some Assets Abroad. [米国株式市場]
割安な海外市場に目を向ける時 P.25
9. アナリストの投資判断をどう生かすか - How Analysts Can Make You a Better Stockpicker [コラム]
投資判断とその後のパフォーマンスから見えるもの P.27
10. テスラ株下落はどこまで続くか - Tesla Stock Falls Again. When Will It Stop? [経済関連スケジュール]
マスク氏の政治活動、テスラ車販売に悪影響 P.29

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

※記事中の株式やファンドの価格は、米バロンズ編集部による記事執筆時点の値である場合があります。

Copyright © 2025 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. 米国株をアウトパフォームする中国株。割安な銘柄はどこに Chinese Stocks Are Beating U.S. Stocks. Where to Find the Bargains 一度は見捨てられた市場が再び注目されつつある

[カバーストーリー]

トランプ関税の標的は中国以外にも分散



Illustration by Grave J. Kim

近年、投資家には中国株を諦める理由がたくさんある。不動産市場の混乱によって消費者のバランスシートが傷つき、消費意欲が低下する中で、中国経済はもがいている。政府債務と高齢化が長期的な経済成長見通しを損なっている。企業が中国へのエクスポージャーを見直すとともに、習近平国家主席の汚職や民間セクターに対する取り締まりによって景況感が冷え込んだことで、中国への対外直接投資は過去3年間で99%も急落した。この不透明感に追い打ちをかけているのが、米国が極めて高い関税率を課し、貿易戦争が起きるという恐れだ。

しかし、新興国市場では、最悪の事態が若干ましになった時にこそ最も大きな利益が生まれることがある。MSCI中国指数は年初来で18%上昇し、世界で最も好調な市場の一つとなっており、S&P500指数の2%上昇を大幅にアウトパフォームしている。

今年初め、投資家は中国が60%の輸入関税を課され、トランプ大統領の貿易戦争の主なターゲットになることを恐れていた。しかし、初期の「関税砲」は懸念されていたほど強烈ではなかったため、米中両国が今後数カ月を小競り合いに費やさず、交渉に取り組むのではないかという期待が膨らんでいる。これに加え、中国当局が景気を支えるための新たな政策を打ち出したことで、楽観的な見方が芽生えている。

昨年秋以降、中国政府は景気回復のためのアプローチを転換し、経済と国内市場を下支えするための金融・財政政策を発表している。直近の方針転換は、習主席が中国テクノロジー企業のリーダーとの会合を実施したことだ。会合の参加者には、人工知能（AI）や電気自動車（EV）の開発会社のリーダーや、ここ数年にわたって規制当局に目の敵にされてきた大手インターネット企業のリーダーが含まれていた。会合後、中国の経済企画当局は、投資の障壁をさらに引き下げ、民間企業の市場へのアクセス性を改善すると述べた。

このような動向を受けて、中国株に再び関心が集まっている。中国株は依然として世界市場の中で割安な資産の一つで、MSCI中国指数の今後12カ月予想株価収益率（PER）は12倍だ（S&P500指数は22倍）。運用資産額12億ドルのヘッジファンド、テクネ・キャピタル・マネジメントを運用するビーニート・コサリ氏は、中国は過去2年間よりも良い状態にあり、株価や政府の景気刺激策だけではなくイノベーションも強気な見方の根拠だと語る。

米中は依然として経済と軍事の面でライバル関係にある。トランプ政権が矢継ぎ早に打ち出している政策と中国の反応によって、短期的にボラティリティーが高まるのは間違いない。さらに、中国株の

上昇相場は、中国政府の支援が口先だけに終わったために何度も立ち消えになっている。今年も景気刺激策が期待外れに終わり、不動産セクターや景況感が回復しなければ、相場に水を差すだろう。

しかし、投資家は中国がトランプ政権の唯一の標的ではないことに安心している。当初の関税はカナダやメキシコといった同盟国に向けられた。相互関税の計画は、欧州とインドにとっても打撃となる可能性がある。

米国は中国からの輸入品に10%の関税を課し、2月27日にはさらに10%の関税を3月4日から上乘せすると脅しをかけたが、トランプ大統領は関税以外の手段も模索している。例えば、中国との関係を精査し、第1次トランプ政権下で締結した第1段階の貿易合意に違反していないか調査するよう命じている。

ジョージ・W・ブッシュ政権で米国家安全保障会議の中国担当ディレクターを務め、現在はジョージタウン大学の米中対話に関するシニアフェローであるデニス・ワイルダー氏は「トランプ氏の基本的な哲学は『取引をしよう』だ。トランプ氏にとって、争いは決してイデオロギーに基づくものではなく、経済的なものだ。彼はビジネスマンであって、軍事戦略を考えているわけではない」と語る。

不動産市場には改善の兆し

Bouncing Back

After years of under performance, Chinese stocks are attempting another rebound.

— MSCI China Index



Source: Bloomberg

先週末、ホワイトハウスは「米国第一の投資政策」と題する覚書を発表した。この覚書では、中国を敵対国と称し、安全保障を強化しつつ、対外投資を促進する方法について説明している。しかし、提

案の多くは議会やバイデン政権が取り組んできたものであり、米中間の投資も既に冷え込んでいる。資産運用会社EMQQグローバルのケビン・カーター最高投資責任者（CIO）は、「覚書は米中の『基本合意』に向けた大きな計画の布石にすぎない」と指摘する。カーター氏は、他の投資家と同様に、トランプ大統領が習主席との「素晴らしい関係」にたびたび言及していることや、就任100日以内に習主席と会談したいと述べていることを、米中関係にとって前向きな兆しと捉えている。

アメリカン・エンタープライズ研究所のシニアフェロー、デレク・シザーズ氏は、トランプ政権の権力バランスはタカ派寄りではないと指摘する。第1次政権では、トランプ氏は保護貿易主義者で米通商部代表を務めたロバート・ライトハイザー氏の意見に耳を傾けていたが、現在は中国に関してさまざまな利害関係があるイーロン・マスク氏のご意見番を務めている。シザーズ氏は「現政権が今後、中国に対して穏健な姿勢を取る理由を25個は挙げられる」と語る。

中国当局と会談したコンサルタントによると、中国政府は交渉を望んではいるが、トランプ氏の要求がかえって強まることを懸念しているため、正式に大きな譲歩をするのには慎重だ。しかし、交渉のテーブルに上げられるテーマは多い。例えば、中国が米国からの農産物やエネルギーの購入に合意することだ。これは前回合意に至ったが、果たされなかった約束でもある。また、米国に製造拠点を移転せよというトランプ氏の要求に応え、製造施設への投資に合意することも考えられる。

ブルッキングス研究所のシニアフェロー、ロビン・ブルックス氏は、現在の中国製品に対する関税の平均を約30%弱と推定しており、それが10%ポイント上昇すると予想している。また米国は、中国が製造拠点をメキシコやベトナムに建設することによって関税を回避するという抜け穴を狭める可能性がある。

中国政府は関税の打撃を緩和するために財政刺激策に頼るだろう。しかし、影響は小さいかもしれない。特に、米国が第三国経由の抜け穴をふさごうとしない場合はなおさらだ。中国は輸出への依存度を強めているが、米国への直接輸出の割合は、現在はわずか14%であり、貿易戦争が始まる前の2018年の20%から低下している。

関税と米中関係によって、市場の変動は続くだろう。しかし、中国株式市場を動かす主な要因は、中国政府の動向と、政府が消費者と企業の景況感を回復させるのに十分なほど不動産市場を安定させられるかどうか、である。

不動産市場の下落は4年目に入っている。家計にとって最大の富の貯蔵手段である不動産の価格は60%も下落している。何百万人も中国人が購入済みの住宅の引き渡しを待っているが、債務を負ったデベロッパーは住宅の引き渡しに苦戦している。中国政府が促しているにもかかわらず、銀行はデベロッパーへの融資に消極的だ。国が支援する不動産デベロッパーで中国最大のバンケ・グループ（万科企業）＜2202.香港＞は、1月下旬に数十億ドルの損失を事前発表し、住宅購入を検討している顧客の慎重姿勢は強まった。

しかし、アナリストは改善の兆しを感じている。調査会社オートノマス・リサーチのシニアアナリスト、シャーリーン・チュー氏は中国政府がバンケを支援すると予想する。最近の景気刺激策によって不動産販売は上向いており、一部の大規模都市では不動産価格が安定しつつあるが、チュー氏はモメンタムを維持するにはより積極的な措置が必要だと考えている。明るい材料として、チュー氏は不動産価格の下落幅が縮小すると予想している。

次のシグナルが現れるのは3月上旬に始まる全国人民代表大会（全人代）などの会議だろう。中国トップの政策立案者が、当年の予算や経済成長予測を明らかにするとみられる。中国政府は一部の財政刺激策を温存する公算が大きい。チュー氏によると、過去数カ月、企業が関税を見越して購入を前倒ししており、輸出需要が強まっていることが景気の追い風になっている。また中国政府は、米国の政策がもう少し明らかになってから刺激策を打ち出そうとするだろうとチュー氏は言う。

強気派は、追加的な景気刺激策が経済の底を支えると考えている。消費者と企業がひとたび強気になれば、2020年から約9兆8000億ドルも増えた家計貯蓄によって、景気は急回復する可能性がある。調査会社シノロジーの創業者、アンディ・ロスマン氏によると、この増加した金額は日本の国内総生産（GDP）の約2倍に相当する。

大手テクノロジー会社以外にも消費財セクターに注目

Turning Red

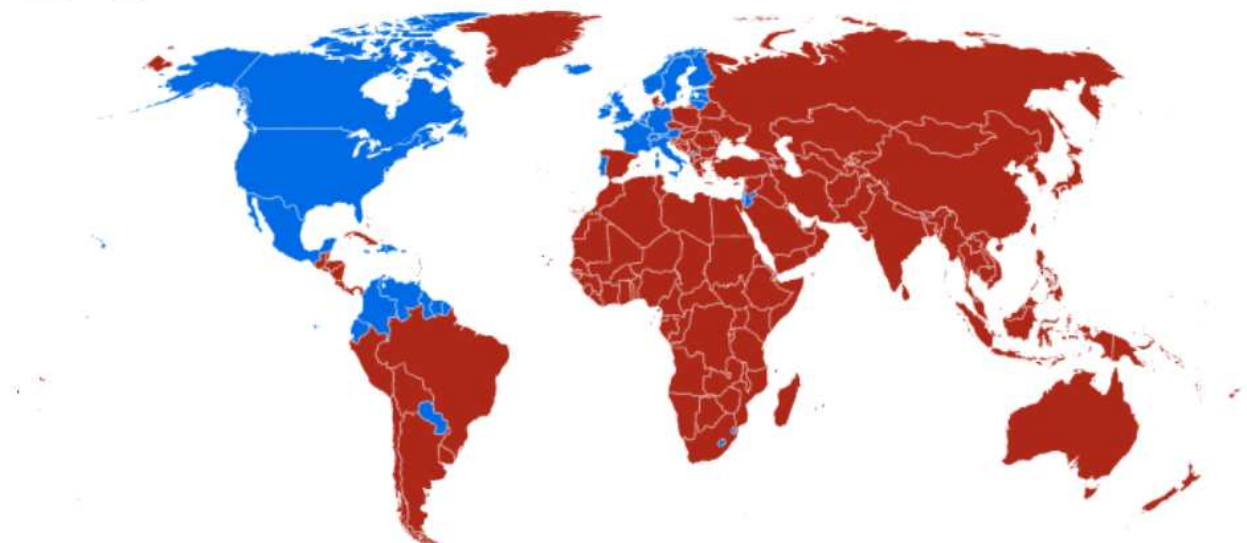
A growing number of countries have more trade with China than the U.S.

- U.S. as the larger trading partner
- China as the larger trading partner

Click or tap buttons below:

2000

2024



Sources: U.S. Census, Customs of China, GlobalData.TS Lombard

調査会社グローバルデータTSロンバードの中国リサーチ責任者、ローリー・グリーン氏によると、中国は世界の製造業の30%を占めており、この割合は第二次世界大戦中の米国や、産業革命初期の英国以外に並ぶ国がないという。技術的な能力、国の支援、膨大な産業基盤によって、中国企業は世界のライバルを打ち負かしている。EVメーカーのBYD（比亜迪）＜1211.香港＞は、既に欧州の大部分で同業のテスラ＜TSLA＞よりも多くの自動車を販売し、東南アジアでもトヨタ自動車＜7203＞を上回っている。グリーン氏は、中国企業が最終的にロボット、航空、半導体でもライバルを追い越すとみている。

関税などの制約は、米国における中国企業の成長見通しを曇らせている。しかし、グリーン氏は、それ以外の地域の大部分は中国のテクノロジーに頼ることになると予想している。これは、中国テクノ

ロジー企業の広範なエコシステム全体の業績とバリュエーションの支えになるだろう。

こうした企業、例えばスマートフォンメーカーのシャオミ（小米技術）＜01810.香港＞、BYD、電池メーカーのコンテンポラリー・アンペレックス・テクノロジー（寧徳時代新能源科技、CATL）＜300750.深圳＞に投資する方法の一つは、上場投資信託（ETF）のiシェアーズMSCI中国マルチセクター・テクノロジーETF＜TCHI＞だ。米国の投資家が中国本土の株式に投資するのは難しいが、iシェアーズMSCI中国A株ETF＜CNYA＞はこうした銘柄にアクセスする道を提供している。ゴールドマン・サックスのストラテジストは、このような銘柄は中国の景気刺激策による恩恵を受ける公算がより大きく、地政学的な影響もより受けにくいとみている。

銘柄選別を志向する投資家は、中国政府の優先課題と統合的なセクター、つまりテクノロジーや消費財セクターに引き付けられている。これには電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集团）＜BABA＞が含まれる。アリババの株価は年初来で64%上昇しているが、依然として2020年の規制強化前より56%低い。アリババは、アップル＜AAPL＞が中国でiPhone（アイフォーン）に同社のAIを採用すると発表したこともあり、AIの恩恵を受けている。今後3年間でAIとクラウド事業に520億ドル以上を費やすという計画も、投資家を興奮させている。

ドリーハウス・エマージング・マーケット・グロース＜DREGX＞のマネジャー、ホーウィー・シュワブ氏はインターネットサービス大手テンセント・ホールディングス（騰訊控股）＜700.香港＞を選好している。テンセントのメッセージアプリ兼ゲームプラットフォームの「微信（ウィーチャット）」は14億人近くのアクティブユーザーを有する。シュワブ氏は、テンセントが検索サービスや広告コンテンツなどに自社や外部の低コストAIを活用し、それを電子商取引の売り上げに変えるとみている。

AIの拡大や、他社による積極的な設備投資計画の間接的な受益者の一社は、データセンター運営会社のGDSホールディングス（万国数拠服務）＜9698.香港＞だとコサリ氏は語る。GDSは弱気相場の間に収益性を改善し、中国から東南アジアへ進出している。コサリ氏は「GDSは中国のAIの『大家』だ」と語る。なお、コサリ氏のファンドはGDSの大株主の一社である。

新興国とフロンティア市場に投資する投資会社、チェンジ・グローバル・インベストメントの創業者であるシー・ジャミソン氏は、貿易や投資が制限される可能性がある最先端の半導体会社を回避している。ジャミソン氏が選好するのは、ホワ・ホン・セミコンダクター（華虹半導体）＜1347.香港＞のように、産業インフラ向けに成熟した半導体を製造しているメーカーだ。株価はAIフィーバーの中で急騰しているが、香港上場株はA株に対して33%のディスカウントとなっている。

ジャミソン氏は中国株の急騰を受けて選別姿勢を強めており、業績の道筋がより明確な企業を選好している。例えば、インスタント麺やノンアルコール飲料を製造するティンイー・ホールディング（康師傅控股）＜322.香港＞は、消費者がより安い食品を求めることによって恩恵を受ける。HSBCのアナリストはティンイーの目標株価を13.70香港ドルとしており、これは15%の上値余地を意味する。

参考資料

7 Ways to Ride a Rebound in Chinese Stocks

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (billion)	2026E P/E
Tencent Holdings / 700.Hong Kong	HK\$459.40	\$584.7	17.0
Alibaba Group Holding / BABA	\$136.55	324.4	13.8*
Hua Hong Semiconductor / 1347.Hong Kong	HK\$37.15	9.4	35.1
Tingyi Holding / 322.Hong Kong	12.02	8.7	14.5
GDS Holdings / GDS	\$37.95	7.4	N/A
Fund / Ticker	Recent Price	AUM (million)	1-Yr Return
iShares MSCI China A / CNYA	\$28.41	\$222	12.3%
iShares MSCI China Multisector Tech / TCHI	21.07	15	35.1

Note: *Fiscal year ends in March. E=estimate. N/A=not applicable.

Source: Bloomberg

(資料)

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

2. 金の上昇は止まらない。今取るべき投資戦略は？

[フィーチャー]

The Gold Rally Can't Be Stopped. How to Play It Now.

複数の選択肢：出遅れた金鉱株と銀がアウトパフォームする可能性も

金価格の上昇は、2025年も続く可能性

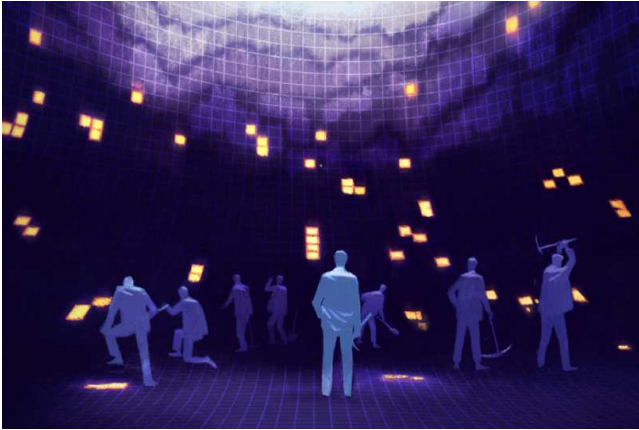


Illustration by Hokyoung Kim

金価格の上昇が止まらず、この強気相場は無視できない状況にあり、しかも2025年もこの傾向が続く可能性が高い。現在、金相場は市場の関心を集めている。2月24日、トランプ大統領はケンタッキー州フォートノックスに保管されている金塊の一部が盗まれた可能性を示唆した。また金地金にもいわゆる「トランプ関税」が適用されるのではないかという懸念から、世界第2位の金塊備蓄を保有するイングランド銀行（英中央銀行、BOE）があるロンドンから、世界第1位の金塊備蓄を保有する連邦準備制度理事会（FRB）があるニューヨークへ金塊が輸送

されるなど、市場は慌ただしい動きを見せている。さらに米財務省がFRBに差し入れている現物金の市場価格での再評価が検討されているとの臆測も広がる。もし市場価格で評価し直せば、その価値は7500億ドルに達する計算だ（訳注：財務省は保有する現物金地金をFRBに担保として差し入れ、その見返りとして現金を受け取ることが認められている。現在の担保評価額は約110億ドル）。

逆相関の法則が通用しない上昇

こうした状況を背景に、金先物の期近限月は1オンス＝2925.10ドルに達し、過去12カ月間で42%のリターンを記録した。これは、S&P500指数の19%（配当再投資を含む）の2倍超に相当する。本来、実用性が乏しく利息を生まないコモディティである金にしては、悪くない成績だ。さらに、金価格の上昇要因には矛盾が多い。通常、金はディフェンシブ資産として株式市場や経済発展とは逆の動きをするはずだが、現在は株式市場や経済成長とともに値上がりしている。また、米ドル建てで取引されるため、通常はドルと逆相関の関係にあるはずが、今回はその法則も崩れている。さらに、インフレヘッジとしての役割を期待される金だが、物価上昇の鈍化とともに急騰している。

しかし、従来の常識が通用しなくなっているからといって、投資家が金を手放す理由にはならない。ロンドンの資産運用会社プレミア・ミトン・インベストメンツのポートフォリオマネジャー、デビッド・ジェーン氏は、運用資産10億ドルのうち約5%を金に割り当てている。ジェーン氏は、「金は単なるペトロロック（愛玩用の石）であり、金価格の動きを正確に予測することは不可能だが、現時点で撤退する考えはない」と語る。

Gold Rush

Miners and silver could outperform after lagging behind over the past three years.

— SPDR Gold Shares — SPDR S&P 500 ETF Trust — iShares Silver Trust — VanEck Gold Miners ETF

60%

40

20

0

-20

-40

-60

April 2022 July Oct. Jan. April July Oct. Jan. April July Oct. Jan. 2025

Source: FactSet

金の供給は限定的、需要は拡大

歴史的に見ても、金は価値の保存手段としての役割を担ってきた。その理由は供給の制約にある。このため、金価格の変動は主に需要の変化に左右される。その需要は現在、拡大傾向にある。各国中央銀行は準備資産の多様化を進める中で、継続的に金の購入量を増やしている。脱ドル化の動きは以前から見られていたが、ロシアのウクライナ侵攻に伴う米国の資産凍結措置がこの動きを加速させた。産金業界団体であるワールド・ゴールド・カウンシル（WGC）のデータによれば、中央銀行の金購入量は2024年まで3年連続で毎年1000トンを超えている。さらに、インドと中国からの需要も旺盛だ。

コンサルタント会社メタルズ・フォーカスの創設パートナー、フィリップ・ニューマン氏によると、中央銀行は金購入時の価格を完全に無視するわけではないが、保有する金の価値が上昇すれば、より安心して購入に踏み切る傾向があるという。とりわけ価格が下落した際には買い増しが進みやすく、結果として金価格にとって強力な下値支持水準となり、その水準は上昇している。

All That Glitters

Investors have several options to play the gold rally.

ETF / Ticker	AUM (billion)	12- Month Return	Expense Ratio	Investing Case
SPDR Gold Shares / GLD	\$85	42%	0.40%	The granddaddy of gold ETFs.
iShares Gold Trust / IAU	38	43%	0.25%	A cheaper version of the more popular SPDR Gold Shares.
VanEck Gold Miners / GDX	14	53%	0.51%	Miners are only now starting to catch up with gold prices.
VanEck Junior Gold Miners / GDXJ	5	59%	0.52%	Riskier than their larger brethren, but the potential for more reward.
iShares Silver Trust / SLV	14	37%	0.50%	An alternative to gold, it has some catching up to do.

Source: Morningstar

小売市場でも金需要が堅調

WGCのデータによると、宝飾品への支出は昨年9%増加している。中国では、政府が保険会社に対し金の保有を奨励しており、さらに、コロナ禍における不動産市場の崩壊を経験した一般家庭が金に目を向けている可能性もある。また、トランプ大統領の政策がもたらす不確実性が投資家心理を刺激し、株価や経済が好調であっても、金の購入に動いている可能性がある。WGCのアナリスト、クリシヤン・ゴーパール氏は「世界に緊張があるとき、金は強いパフォーマンスを発揮する」と述べている。

金価格の急騰に一役買っている要因は他にもある。米国が近い将来、金の輸入に関税を課すとの思惑が金の物理的な受け渡しコストを押し上げており、それが借入コストを引き上げている。香港を拠点とする調査会社ゲイブカル・リサーチによれば、一種の「ショートスクイズ（踏み上げ）」が起きており、金価格の急落に賭けていた売り手はポジションを買い戻す必要に迫られ、それが価格を一層押し上げることに繋がっている、とのことだ。ゲイブカル共同創業者であるルイス＝ビンセント・ゲイブ氏は「このことが意味するのは、金の強気市場のファンダメンタルズは依然として堅調で、テクニカルは盤石だ」とリポートに記す。

1オンス＝3000ドルは通過点

プレミア・ミトンのジェーン氏は、人々が投資しきれないほどの資金を抱えていることから金も恩恵を受けている可能性があり、このモメンタムは簡単には止まりそうもないと語る。ジェーン氏は「金と株式の正の相関関係からは、世界の過剰流動性が金に吸い込まれているように見える。ちょうど、米国の大型株や現時点で面白そうな投資対象に資金が向かっているのと同じことだ。これは投機で、恐怖心から金を買われているわけではない」と述べる。

このモメンタムは続くはずだ。1オンス＝3000ドルは心理的に重要な水準だが、金価格はさらに上値を

目指すと見ているアナリストは多い。2月に、ゴールドマン・サックスとUBSが2025年予想をそれぞれ3100ドルと3200ドルへ引き上げた。バンク・オブ・アメリカのコモディティー・ストラテジスト、マイケル・ウィドマー氏は、投資需要が10%増加すれば、金が1オンス＝3500ドルに達してもおかしくないと述べ、「かなりの水準だが、決して不可能ではない」とリサーチレポートに記す。WGCによれば、欧州の需要に支えられ、金を裏付け資産とする上場投資信託（ETF）には世界全体で1月に30億ドルの資金流入があった。1年前に純資金流出だったのとは対照的だ。

金を買うのはとても簡単だ。地元のコストコやウォルマートへ行行って、金の延べ棒か金貨を買い求めればよい。このように金を少し保有するのは真剣な投資というよりは記念品を買うのに似ている。しかし、いざ売却しようとするとは簡単ではない。運用資産残高850億ドル、経費率0.4%のSPDRゴールド・シェアーズETF<GLD>や、運用資産残高380億ドル、経費率0.25%のiシェアーズ・ゴールド・トラスト<IAU>のようなETFを買う方が選択肢としては賢明かもしれない。

金の代替投資

別の手段としては金鉱株という方法もある。おおむね金価格の上昇に沿って利益が増加するはずだが、過去3年間、株価は金価格に出遅れてきた。それが意味するところは、金価格にキャッチアップする準備は整ったということだ。運用資産残高140億ドルのバンエック・ゴールド・マイナーズETF<GDX>は経費率0.51%で、大手金鉱会社ニューモント<NEM>やバリック・ゴールド<GOLD>を保有し、今年は配当金再投資ベースで19%上昇しており、SPDRゴールド・シェアーズETFの11%上昇を上回る。一方、運用資産残高50億ドルのバンエック・ジュニア・ゴールド・マイナーズETF<GDXJ>は経費率0.52%、年初来リターンは17%だ。

インスティテューショナル・ビューのアンドリュー・アディソン氏によれば、個別の金鉱会社ではオーストラリアやガーナ、ペルー、南アフリカで操業するゴールド・フィールズ<GFI>が今年44%上昇しており、30年に及ぶ株価のレンジを上抜けしそうな勢いだ。アディソン氏は「この機会を逃したくない。ゴールド・フィールズは最大の金の埋蔵量を誇る企業だ」と調査レポートに記し、投資家には20ドルを超える展開を予想し、足元の19ドルから株価が18ドルへ下落したタイミングで買うことを推奨している。

金価格が大幅に上昇した後に失速することを懸念する人向けには、銀も選択肢として検討の余地があるかもしれない。銀は金に比べ産業用途の割合が大きい、金と銀は同じような値動きをすることが多い。しかし、産業用途が大きいということが、銀価格の上昇しにくかった理由でもある。中国の製造業の需要が落ち込んだためだ。銀の先物価格は、金が10%上昇しているのに対して年初来の上昇率が6.8%にとどまっているが、投資家が景況感に自信を持ち始めれば、上昇余地があるかもしれない。その場合、運用資産残高140億ドルで、経費率が0.5%のiシェアーズ・シルバー・トラスト<SLV>が検討対象となる。

メタルズ・フォーカスのニューマン氏は「投資家は銀に注目していない。しかし、金が3000ドルに達したら金から銀へのシフトが多少起きるかもしれない」と語る。

今のところ、金は光り輝いている。

By Brian Swint
(Source: Dow Jones)

3. 首都ワシントンを手中に収めた「ペイパル・マフィア」

[フィーチャー]

The 'PayPal Mafia' Takes D.C.

シリコンバレーによる政府機能の敵対的買収

次々と要職に指名されるハイテク出身者



Illustration by Barron's

暗号資産（仮想通貨）の推進者が米商品規制当局の指揮を執る見込みだ。オンライン決済の起業家が宇宙開発の責任者に指名された。電気自動車（EV）、航空宇宙、ソーシャルメディア界の大物で、世界一の資産家が長い歴史を持つ連邦政府機関の解体を監督している。

かつてないほど多くの単一業界（ハイテク）出身者がトランプ政権の役職に就任し、これまで経済界における権力中枢として閣僚ポストに多くの経営者を送り込んできた業界（防衛、銀行、エネルギー）の出身者よりも大きな影響を

及ぼしつつある。

これまで厳しい目が向けられてきたのは、主として、連邦政府の支出額と職員数の削減について広範な権限を行使しているイーロン・マスク氏とマスク氏が率いる政府効率化省（DOGE）だったが、今後、暗号資産からヘルスケア、中国との競争に至るまで、さまざまな分野の政策に影響を与える一連の人事が控えている。

これらの人物の多くに共通するのは、マスク氏やベンチャーキャピタリストのピーター・ティール氏につながりがあるということだ。ティール氏と、新たに暗号資産および人工知能（AI）の最高責任者に指名されたデービッド・サックス氏はともに、決済ポータルペイパル＜PYPL＞を開発し、初期の富を構築した「ペイパル・マフィア」として知られるシリコンバレーの小グループに属している。それ以外の人物は、ハイテク投資家のマーク・アンドリーセン氏と関わりがある。

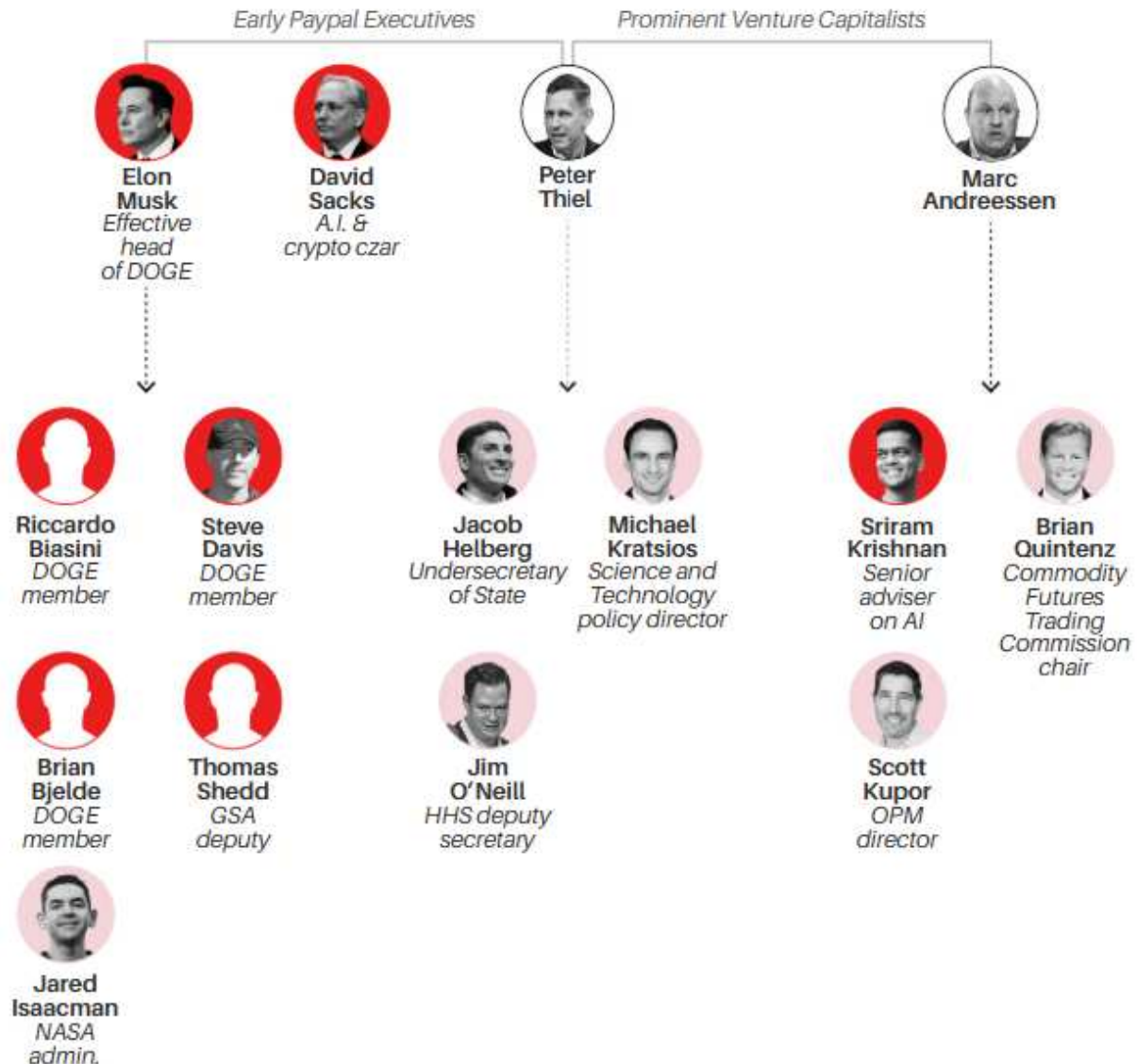
ティール氏とサックス氏は政治的には熱心な保守主義者で、シリコンバレーでは長い間、異端的な存在だった。マスク氏とアンドリーセン氏が右寄りになったのは比較的最近のことだ。バイデン政権に軽んじられたと感じ、これを過度に干渉的と見なした。『The CODE シリコンバレー全史 20世紀のフロンティアとアメリカ』の著者であるワシントン大学のマーガレット・オメーラ教授（歴史学）は、「バイデン前大統領がシリコンバレーに非友好的だと受け取られていたことが、トランプ氏をこれらのハイテク投資家や起業家が熱狂的に受け入れた重要な要因となっている」と話す。

企業と国家を同一視する独特の世界観

このグループの世界観は驚異的な成功によって形成されたものだ。個人的な功績をあげ、自らの成功によって指導的な地位に立つ権限が与えられていると考えている。規制を蔑視し、ビジネスだけではなく、人類そのものの進歩を妨げると確信している。迅速に行動し、破壊し、より良いもののために道を切り拓いていると固く信じている。多様性・公平性・包摂性（DEI）政策に対しては、MAGA

How the 'PayPal Mafia' made its way into the Trump Administration

- Currently serving
- Awaiting appointment
- No administration role



Source: Analysis by Barron's

(トランプ大統領の標語：米国を再び偉大に)と同じく懐疑的であり、実績以外の基準に基づいて人々を昇進させているとみている。極めて裕福であるため、政府の役職に就くのは、政府が支給する給与目当てではなく（支給を辞退するケースもある）、社会に影響を与えるとともに、自らの事業分野に有利になるように政策を軌道修正する機会と捉えている。ペンシルベニア大学ウォートン校のピーター・カペリ教授（経営学）は「彼らは、自分は問題に対する多くの解決策を持っていると考えている。とめどない楽観主義あるいは真の自信過剰と言えるだろう」と語る。

その影響は既に現れ始めている。その中心となっているのが、EV大手のテスラ<TSLA>、宇宙開発会社スペースX、X（旧ツイッター）からの出向者を中心とする臨時部署DOGEだ。効率性の向上や税金の無駄使い、不正、乱用の排除のため、思い切った措置を取る権限をトランプ大統領から与えられ

ている。DOGEは米財務省などが保有する膨大な財務記録へのアクセスを要求し、米国際開発局（US AID）の資金凍結で重要な役割を果たした。裁判所によって妨害されている取り組みもあるが、DOGEの要請によって数千人が解雇されている。DOGEはウェブサイト上で不正の発見、リースや契約のキャンセルや再交渉、解雇、その他の取り組みによって650億ドルの費用を削減したとしているが、ウォール・ストリート・ジャーナル紙の分析によれば、誇張されている可能性がある。

マスク氏と直接的なつながりがほとんどない人々でさえ、規範を疑問視し、テクノロジーを束縛から解放することを重視するシリコンバレーの文化に染まっている。こうした世界観には、急いで事を進め、企業レベルよりリスクが高い政府レベルで破壊を進めることに伴う負の結果についての意識が欠如しているとみる向きもある。『The Power Law（ザ・パワー・ロー）ベンチャーキャピタルが変える世界』の著者セバスチャン・マラビー氏は、「急いで壊し、その後に再構築するという考えは、企業経営の場合は結構だが、政府にも適用するのは賢明ではない」と指摘する。

利益相反の問題もある。民主党議員は、マスク氏が政府における役割を利用して、有利な契約をスペースXに誘導するのではと懸念している。他のポストに任命ないし指名された人物の中にも、中国など、敵対国との間で緊張が高まることで利益を得る可能性のある、ティール氏関係の防衛企業とつながりがある人物がいる。DOGEにおけるマスク氏の側近は、大半がマスク氏の過去の企業の幹部だ。

より正式な役職に就く人物の中にもマスク氏の仲間がいる。テスラの元ソフトウェアエンジニア、トーマス・シェッド氏は米連邦調達庁（GSA）の副長官としてテクノロジーの近代化を監督している。決済システム会社シフト・フォー・ペイメンツ＜FOUR＞の創業者で大金持ちのジャレッド・アイザックマン氏は、スペースXのミッションを二つ指揮した後、米航空宇宙局（NASA）の長官に指名された。

拡大版ペイパル・マフィア

もう一つの派閥は、大手ベンチャーキャピタルのアンドリーセン・ホロウィッツの共同創業者アンドリーセン氏とつながりがあるグループだ。アンドリーセン・ホロウィッツのマネージングパートナー、スコット・キューパー氏が連邦政府人事管理局（OPM）局長に指名されており、アンドリーセン傘下企業の暗号資産政策責任者ブライアン・クインテンツ氏は、第1次トランプ政権で委員を務めた商品先物取引委員会（CFTC）の委員長に指名される見込みだ。もう一人の次期高官、スリラム・クリシュナン氏はアンドリーセン・ホロウィッツのパートナーで、サックス氏とともにAI政策上級顧問に指名された際、過去に高度技能を有する移民の受け入れ上限引き上げを支持したことがあるとして、トランプ支持者の反発を受けた。

最後は、長年にわたるシリコンバレーの保守主義者で、2016年に業界で初めてトランプ氏を支持したティール氏に関連があるグループだ。ティール氏の会社は、アンドリーセン氏の会社とともに、メタ（旧フェイスブック）＜META＞、民泊仲介大手のエアビーアンドビー＜ABNB＞、配車サービス大手のリフト＜LYFT＞に、各社がスタートアップ企業だった頃から投資を行っている。このグループに属するのは、ティール氏が共同で設立した防衛ソフトウェアのパランティア・テクノロジーズ＜PLTR＞の元シニアアドバイザーで、経済・エネルギー政策担当の国務次官に指名されたジェーコブ・ヘルバーク氏、およびティール・キャピタルの元幹部で、第1次トランプ政権で国防総省の高官を務め、第2次政権で科学技術政策局局長に指名されたマイケル・クラツィオス氏だ。医療技術企業の経営幹部で、大学中退の起業家を支援するティール氏のフェローシップ・プログラムの共同創設者であるジ

ム・オニール氏は保健福祉省（HHS）の副長官に指名された。オニール氏はティール氏が共同で設立したミスリル・キャピタル・マネジメントのマネージングディレクターも務めていたが、これはバンス副大統領がベンチャーキャピタルでのキャリアをスタートさせた企業でもある。

ワシントン大学のオメーラ教授によれば、「皆、お互いにビジネスを行ってきた面々であり、拡大版ペイパル・マフィアといったところだ」。

By Jacob Adelman
(Source: Dow Jones)

4. DOGEによる政府職員解雇、揺らぐ消費者心理

[経済政策]

DOGE Layoffs Are Rattling Consumers. What That Means for the Economy.
米経済が代償を払う可能性がある

関税引き上げ前の輸入急増で第1四半期はマイナス成長



Mostafa Bassim / Anadolu / Getty Images

米連邦政府職員の解雇は大きな話題を呼んでいるが、短期的には米国の失業率に重大な影響を及ぼすことはないだろう。しかし、政府効率化省（DOGE）による実際の解雇や解雇の脅しが暗い影を落とし、米国の家計が自信を失い、経済成長を抑制する可能性がある。

パイパー・サンドラーのチーフエコノミスト、ナンシー・ラザー氏は、弱い消費者心理が米経済の「ソフトパッチ（一時的な軟調局面）」状態に加わる可能性があるとみている。ラザー氏は、2月28日に発表された1月の貿易赤字が過去

最大となったことで、2025年第1四半期の実質GDP（国内総生産）成長率がマイナスになる可能性がある」と指摘する。さらに個人消費の指標の弱さもあり、パイパー・サンドラーは、第1四半期の実質GDP成長率（年率換算）予測を、これまでの前期比プラス2%からマイナス2%へと大幅に引き下げた。

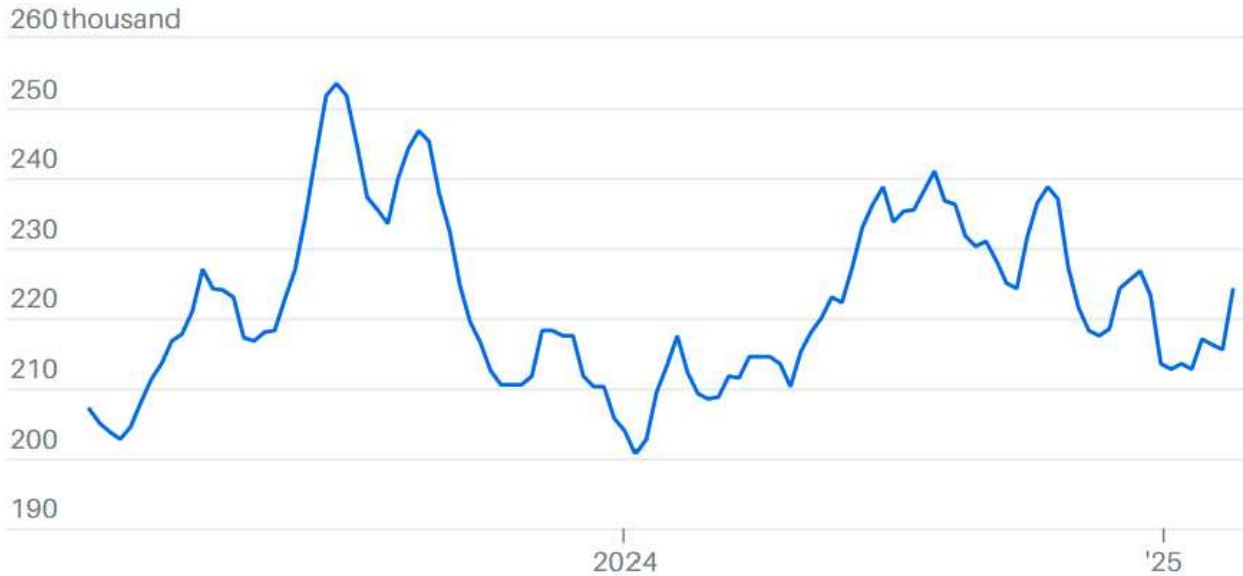
アトランタ連銀のGDPナウでも、同日にGDP成長率予測が大幅に引き下げられた。第1四半期の実質GDP成長率予測は、これまでのプラス2.3%からマイナス1.5%へと下方修正された。純輸出のマイナスが第1四半期のGDP成長率を3.7%ポイント押し下げる要因だ。また、実質個人消費の伸びも、前回予測の2.3%から1.3%へ引き下げられた。

この急激な下方修正の背景には、トランプ大統領が発表した大幅な関税引き上げの発動予定日である3月4日の前に、企業が輸入を急増させたことがある。1月の輸入は前月比で約12%増加し、貿易赤字は月間で過去最大の1533億ドルに達した。また、個人消費は1月に0.2%減少したが、これは主にカリフォルニア州の大規模な山火事や天候の影響を受けたものだった。個人所得は0.9%増加したが、消費の押し上げにはつながらなかった。

政府職員解雇、失業率への影響は限定的

Home in the Range

The four-week average of initial unemployment claims remains in the middle of a historically low band even with the latest uptick, which was unrelated to announced government layoffs.



Source: Bloomberg

DOGEによる政府職員の解雇については、3月7日に発表される2月の雇用統計を含め、米労働省労働統計局（BLS）の公式データにはまだ反映されないと考えた方がよい。また、2月27日に発表された2月22日に終了した週の新規失業保険申請件数は、前週比2万2000件増の24万2000件と予想を上回ったが、これにもDOGEの影響は含まれていない。ラザー氏によれば、今回の申請件数は2024年12月初旬以来の高水準だったが季節調整による影響があり、季節調整前の数値では3000件減少だった。

統計の数値は振れることがあり、1時点のデータを深読みし過ぎるべきではない。今回の新規失業保険申請件数は歴史的に見ても依然として、低水準にある。エコノミストは、週次で高頻度で発表される統計結果に関しては平準化して見ることを好み、4週間の平均値を重視する。新規失業保険申請件数の直近4週の平均値を2023年初頭以来で見ると、中間に位置している。特に注目を集める雇用統計では、2月の非農業部門就業者数が16万人増加し、失業率は横ばいの4%というのがエコノミストのコンセンサス予想だ。

それでも、今後さらなる人員削減が予定されている。ラザー氏は、退職勧奨を受け入れた推定7万5000人の政府職員を含め、これまでに連邦政府全体で約11万1000人が削減されたという。最終的にどれだけ削減されるかは裁判所の判断に左右されることになる。先週、控訴裁判所が試用期間中の連邦職員に対する大規模解雇の一時停止を命じた。

アポロ・グローバル・マネジメントのチーフエコノミスト、トーステン・スロック氏は、予測精度には問題があるものの、賭け市場では連邦職員の人員削減が30万人に達すると予想していると話す。さらに重要なのは、連邦職員が1人削減されるごとに、関連する民間部門、例えば政府契約業者などの雇用が2人分失われる可能性があるという点だ。単純な計算をすると、政府職員の削減によって、直接

的・間接的に100万人近くが影響を受ける。

ただし、スロック氏は、これは1億6000万人の労働力人口の中での話であり、労働市場では毎月500万人が仕事を離れ、その多くは新たな職に就いていると指摘し、「職を失った政府職員の多くは民間部門で職を見つけるかみしれず、実質的な影響は、現在の歴史的低水準である4%の失業率が0.1~0.2%ポイント押し上げられる程度にとどまり、景気後退の兆候と見なされる4.6%に達するようなことは考えにくい」と話す。

政府職員解雇、無視できない個人消費への影響

それでも、スロック氏は、政府職員の実際の削減以上の影響が出ると見ている。家族の誰かが職を失うかもしれないという不安を抱えている人は、まるで「ダモクレスの剣」が頭上につるされているような状態にあり、車はもちろん、洗濯機や乾燥機を買ったり、旅行に出かけたりする可能性が極めて低くなる。

こうした不安は、2月のコンファレンス・ボードの消費者信頼感指数が、1月の改定値105.3から98.3へと低下したことにも表れている。仕事が「豊富にある」と考える回答者と「見つけるのが難しい」と考える回答者の差は、19.4%から17.1%へと縮小した。このような変化は通常、米政府が発表する失業率の変化に先行する。

スロック氏は、ミシガン大学の消費者信頼感指数を含め信頼感指標が最近低下しているものの、実体経済のデータには今のところ悪化の兆しはほとんど見られないが、米国経済が景気後退に陥る確率はやや上昇し、現在では20%強となっていると考えている。金融市場では、最近の消費者関連指標を受けて金利が低下している。指標となる10年物米国債の利回りも、1カ月前の4.5%超から、先週には4.25%未満へと低下した。

CMEフェドウォッチによると、金利先物市場は、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標（現在4.25~4.50%）の年内の引き下げ回数を2月13日時点では1回と織り込んでいたが、現在は3回としている。つまり、金利先物市場の参加者は、昨年12月の米連邦公開市場委員会（FOMC）で発表された経済見通し（SEP）で年内2回の0.25%の利下げを示唆していた連邦準備制度理事会（FRB）当局者を上回る利下げを見込んでいる。

トランプ政権の関税政策を見越した動きにより、第1四半期のGDPが一時的に押し下げられる可能性がある。しかし、政府の人員削減への懸念は、実際の解雇そのものよりも大きな影響を与えているようだ。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

5. 食の見直しで投資すべき銘柄

[インタビュー]

Eating Is Getting an Overhaul. Here's How to Play It.
スティーブンスのサレラ氏に聞く

食品価格と需要の見通し



PHOTOGRAPH BY DANIEL LOZADA

レストランと加工食品の企業は多数の課題に直面している。それは主に食品価格の上昇に起因しており、消費者の支出が圧迫されている。また、食欲を抑えることで減量を手助けするGLP-1薬の人気上昇も需要を抑制してきた。

しかし、人々の外食機会が減り、プライベートブランドがますます選好される中でも投資機会は存在する。特に、小型の食品・外食銘柄とニッチ製品分野だ。本誌は最近、投資銀行のスティーブンスでレストラン・加工食品・飲料のアナリストを務めるジム・サレラ氏に、米国人の食の好みの変化や、担当する3分野の有望企業に関して話を聞いた。サレラ氏は、2019年から食品業界を担当しており、中小型成長株に注目

している。

本誌：食品価格上昇は過去2年間で減速してきたが、最近では再度上昇の兆しがある。2025年の食品価格の見通しは。

サレラ氏：鶏卵、牛肉、ココアなど、価格が急速に上昇している食品がある。鶏卵価格には構造的な問題はない。鳥インフルエンザはいずれ下火になるはずで、ひなもかえっている。鶏卵価格は反落すると予想される。

牛肉価格は上昇しており、牛の飼育頭数は予想を下回っている。しかし年が進むにつれて、需要低下とともに価格が低下するかもしれない。肉に対する不安というものがある。つまり、「値上がりした牛肉を買うのであれば、牛肉と払った金を無駄にしないように、レストランへ行って調理代に支払おう」というものだ。それは、小売段階での需要減少につながる可能性がある。

ココア価格の上昇は西アフリカの天候問題が一因だが、予想以上に長引いている。チョコレートの供給源が西アフリカ以外へ多様化しているとはいえ、ココア価格は対前年比で上昇しており、過去の通常水準を大幅に上回っている。ちなみに、価格は直近の高値から若干低下している。食品業界の専門家はココア価格の正常化を予想しているが、今後の動向の見通しは不透明だ。

それ以外では、トウモロコシや大豆などのコモディティ価格は低下している。すべてを総合すると、食品価格の上昇率は1桁台前半で、今年は恐らく2~3%だろう。

Q：そのインフレ見通しを踏まえた、消費支出の見通しは。

A：賃金上昇は、過去数年をかけてインフレに追い付いてきた。実質賃金上昇率は、2021年4月から20

23年6月までマイナスだったが、その後プラスに転じている。消費者は購買力の一部を取り戻しつつある。減税や利下げなどの政策により、消費者が支出に充てられる資金がさらに増える可能性がある。また、食料雑貨店やレストランは、価値を重視したメッセージの発信や販促に焦点を当てている。要は、消費者の安心感を高めることと、期待感を再設定することが目的だ。

Q：ロバート・F・ケネディ・ジュニア氏は、米保健福祉省長官就任が最近承認され、米国の食品を一層健康的にしたいと語っている。ケネディ氏が提案した政策が、食品業界にどのように影響するのか。

A：食品業界が賛同する最も簡単なことは、既に行われていること、つまり、食品から人工着色料を排除することだ。人工着色料の使用量が比較的多い企業もあるが、業界全体に蔓延（まんえん）しているものではなく、大きな抵抗が生じる公算は小さい。その他添加物の排除または使用制限については、大きな議論となる可能性がある。種油についての健康リスクに関する見方がどうであれ、種油は安価で食品価格を低位に保っている。米食品医薬品局（FDA）が種油の使用を制限できるかどうかは私には分からない。

ケネディ長官は、人工添加物が健康に与える影響に関して米国人への情報提供改善についても言及した。それは、食品メーカーが砂糖添加についてラベルで表示しているように、追加のラベルの提供を意味する可能性がある。私は、それが新たな妥協の領域になり得るとみているが、ラベルにおける人工添加物情報の追加が、加工食品・飲料の販売量急減を引き起こす公算は小さい。

最近のトレンド

Q：食品業界にみられている他のトレンドは。

A：メッセージの発信が、健康に良い、高品質、人工添加物無添加という内容に移行しつつある。ブランド企業は多くの分野で、自社がクリーンラベル製品企業であると周知させることに焦点を当てている。

塩味の菓子では、スナック製造会社のUTZブランズ<UTZ>がボルダー・キャニオンというブランドを展開しており、ポテトチップスにアボカドやオリーブオイルを使用している。植物油を使う伝統的なポテトチップスの売れ行きが軟調な一方、ボルダー・キャニオンの小売売り上げは50~60%増加している。パスタ・ソースでは、食品大手のキャンベルズ<CPB>にはラオというブランドがあり、トマトのピューレやペーストを使うのではなく、イタリア産の新鮮なトマトを使っている。

飲料では、すぐに飲めるプロテインシェイクは消費者の健康指向の高まりの恩恵を受けてきた。さらに、GLP-1薬を接種する人々にとっての栄養補助食品となっている。その分野のリーディング・ブランドは、消費財持ち株会社のベルリング・ブランズ<BRBR>傘下のプレミアムプロテインだ。その他、砂糖含有量が少なく、消化系の健康を支える繊維成分やプレバイオティクスの含有量が多い炭酸飲料も台頭しつつある。その分野のリーディング・ブランドは、飲料会社ゼビア<ZVIA>のポッピー、オリポップ、ゼビアだ。

健康指向製品が過去に直面した課題の一つは、味にあった。私が言及したすべてのブランドの味は多くの人々に受け入れられ、伝統的な商品をますます代替しつつある。これらのブランドの値段は比較的高いが、人々は高価格を喜んで支払っている。

Q：バリュエーションが高かった多くの食品銘柄の株価が、過去数週間で下落している。何が悪材料か。

A：フードスタンプ、人工添加物および関税に関する政策に関して、人々が想像していた以上に不透明感が高くなっている。それに加えて、売上高のガイダンスがコンセンサス予想を若干ながら下回った企業もあった。それでも、販売量主導の増収、利益率改善、妥当なバリュエーションの組み合わせが、比較的良好な位置にある企業を特定するためのフィルターとなる。そして、長期指向の投資家にとって、最近の調整は買いの好機であるとみられる。

■ レストランの選好銘柄

Q：レストラン銘柄のトップピックは。

A：レストランの最高の投資アイデアは、チキンウィングに特化したファーストカジュアルレストランチェーンのウイングストップ<WING>だ。メニューは一つだが、クオリティーは一貫している。ソーシャルメディアや、人気の高いスポーツイベントでのマーケティングで成果を収めている。加えて、主なタンパク源が赤肉から鶏肉へ長期的にシフトしてきたことも恩恵となっている。

ウイングストップは、フランチャイズの基盤と強力な関係を築いてきた。新規店舗の約95%は、既存フランチャイズによって出店されている。フランチャイズが新規レストランへの投資資金をどれほど早く回収できるかを示す指標（キャッシュ・オン・キャッシュ・リターン）は、他のチェーンよりも高い。

Q：ウイングストップでは、第4四半期の売上高が予想を下回ってから、株価が約25%下落している。それは懸念要因か。

A：ウイングストップは、12月に5億ドルの証券化債券を発行したばかりで、金融費用の増加が2025年の利益を抑制する可能性がある。しかし、事業はもうかっており、新規出店と消費者の認知度向上の余地がある。2025年は、15%の増収と、調整後利益の5%増を予想する。2026年には、金融費用の減少とともに36%の増益が予想される。投資判断をオーバーウエート、目標株価を400ドルとしている（最近の株価は230ドル前後）。

フルサービスのレストランでは、ランチを提供するレストランのファースト・ウォッチ・レストラン・グループ<FWRG>だ。トレンドに沿ったメニューの改革でうまくいっている。食事の値段は、レストランのワッフル・ハウスほどは安くないが、良好なエクスペリエンスを非常に値ごろな価格で提供している。ファースト・ウォッチでは、勤務のシフトが一つしかないために従業員の維持率は高い。従業員の客に対する対応は良く、アットホームな雰囲気を演出している。

現在の店舗数は約570で、大半がフロリダ州内にある。ファースト・ウォッチは店舗数を約2200に増やすとのガイダンスを発表しているが、われわれはそれ以上になると考えている。2025年に、15%の増収と調整後利益の47%増を予想する。投資判断をオーバーウエート、目標株価を25ドルとしている（最近の株価は21ドル前後）。

加工食品の選好銘柄

Q：加工食品の選好銘柄は。

A：最も選好するのは、加工食品メーカーのサンオプタ<SOY.カナダ>だ。サンオプタは、コーヒーチェーン大手のスターバックス<SBUX>向けの植物由来のミルクや、ベルリング向けのプロテインシェイク、オーガニックの果実スナック、ブロスをはじめとする抽出飲料など、他社向けの製品を製造している。2桁台の増収と利益率上昇が予想される。今後12カ月予想利益に基づく株価収益率（PER）は30倍と妥当だ。

サンオプタは、冷凍果実事業の売却によって債務を減少させた。生産設備が竣工（しゅんこう）したばかりで、設備投資も減少傾向にある。負債削減と自社株買いが続くと予想する。投資判断はオーバーウエート、目標株価は10ドルとしている（最近の株価は7ドル前後）。

ゼビアは健康に良い炭酸飲料を販売している。小規模の炭酸飲料メーカーの販売経路は、歴史的に見ると食品雑貨店だったが、ゼビアは最近、小売大手のウォルマート<WMT>で、伝統的な炭酸飲料の隣のモダン・ソーダの棚に陳列された。その結果、ゼビアは主流の炭酸飲料と直接競合することとなった。ゼビアの製品を含むモダン・ソーダ群がウォルマートで成功すれば、米国最大のスーパーマーケット・チェーンのクローガー<KR>や同業のアルバートソン<ACI>といった伝統的なスーパーで陳列スペースを獲得する機会がある。

炭酸飲料の年間小売販売額は450億ドルだが、ゼビアの売り上げはわずか1億5500万ドルで、規模を拡大する上で大きなチャンスがある。投資判断はオーバーウエート、目標株価は6ドルとしている（最近の株価は2.3ドル程度。ちなみに時価総額は1億7000万ドルの超小型株）。

Q：エナジードリンク業界に変革をもたらした機能性エナジードリンク・メーカーのセルシウス・ホールディングス<CELH>は、昨年は成長が減速した。最近、同業のアラニヌの買収を発表したが、事業と株価の見通しは。

A：市場調査会社のサカーナによると、セルシウスのエナジードリンクにおける市場シェアは、2023年5月の12.5%から1月は11%へ低下した。2024年3月の株価のピーク時には、12カ月予想PERは約80倍とプレミアムの状態にあった（当時のS&P500指数のPERは21倍。セルシウスの現在のPERは28倍）。PERが高い銘柄は、事業の逆風に直面した際に容易にモメンタムを失う。エナジードリンクの売れ行きは驚異的だったが、多くの大手飲料企業が投資している。セルシウスの現在の課題は、自社の市場シェアを再度拡大できるという投資家の信頼を取り戻すことだ。

アラニヌの買収は、製品のカニバリゼーションは限定的で、セルシウスに対して新たな顧客層をもたらすことになるが、それがセルシウスの主力事業を加速できるか否かはまだ分からない。もしそうならば、現在の株価は妥当な水準を大きく下回っている。投資判断はオーバーウエート、目標株価は40ドルとしている（最近の株価は27ドル前後）。

By Evie Liu
(Source: Dow Jones)

6. 苦境の続く食品大手だが、新たなアイデアに期待も Big Food Stocks Have Hit Tough Times. Some Fresh Ideas Might Help. CAGNY年次カンファレンスから得られた食品業界の洞察

[投資戦略]

株式市場が好調な中でも食品大手は下落



Andrej Ivanov / AFP / Getty Images

パッケージ食品に関するプレゼン資料にワクワクする向きには、2月は最高の時期だ。毎年、クラフト・ハインツ<KHC>、ゼネラル・ミルズ<GIS>、コナグラ・ブランズ<CAG>といった食品企業は、ニューヨーク消費者アナリストグループ（CAGNY）が開催する年次カンファレンスのためフロリダに集まる。

米国株式市場が過去1年で大幅に上昇する中、前述の企業や、JMスマッカー<SJM>、モンデリーズ・インターナショナル<MDLZ>、ハーシー<HSY>、ペプシコ<PEP>など食品大手

の株価は下落している。家計はインフレの長期化で圧迫されており、カンファレンス・ボードによると、2月の消費者信頼感大幅に下落した。ウォール街は貿易戦争を懸念している。そして肥満治療薬は、消費者の食習慣が長期的に大食い傾向になる差し迫った脅威となっている。

その一方で、スパイス大手のマコーミック<MCK>の株価は1年で20%上昇している。調味料、レシピミックス、マスタード、ホットソースなど、ほぼ全ての事業が好調だった決算発表の中で、マコーミックの最高経営責任者（CEO）は「当社はカロリーを巡って競争しているわけではない。カロリーを調味しているのだ」と自慢げに語った。唯一低調だったのは、ファストフード向けの調味料の売り上げだった。

トピックの言及回数から食品業界の現状を探る

CAGNYのカンファレンスで最も重要なのはプレゼン自体ではない。アナリストらがニューヨークに戻り、プレゼンに基づく分析や見いだされた主要テーマを発表する時である。今年のJPモルガンはデータ重視のアプローチを取り、特定のトピックが言及された回数を数え、過去の年と比較した。「消費者心理」「インフレ」「キャッシュフロー」への言及が増えた一方、「サステナビリティ」と「新興国市場」への言及は減少した。「バリュー」は8年ぶりの高水準、「高級化」は8年ぶりの低水準となった。過去7年間で毎年言及数が増えているのは「弾力性」（おそらくズボンのゴムではなく需要に関する話であろう）だった。

「スナック（間食）」の言及件数は、CAGNY史上8年ぶりの低水準となった。JPモルガンは、スナックは「1年以上深いスランプに陥っている」と指摘している。シリアル大手のゼネラル・ミルズは、スナック菓子の著名ブランドを複数保有しているが、ほとんど言及しなかった。一方、コナグラはこの傾向に逆行し、このトピックについて多くを語った。コナグラによると、間食の機会は子供や10代の若者を中心に増えており、今では食事の回数を上回っている。また、消費者の間で「食事のスナック化」が進んでいるという。ただ、需要はポテトチップスやクッキーから、コナグラ自身が展開してい

る肉やナッツ系のスナックにシフトしているとコナグラは述べている。

「イノベーション」への言及は、コロナ禍でサプライチェーンの混乱が生じた際には減少したが、ここ数年は食品メーカーが成長を目指す中で回復している。しかし、やり過ぎている感もある。JMスマッカーは、家庭のペットの「人間化」について論じ、人用のピーナツバターを使った犬用おやつを紹介した。JMスマッカーはこれを「人用の食品ブランドを冠した初の犬用おやつ」と呼び、「イノベーションと活性化を通じて衝動的な消費を拡大する」戦略の一環であると説明している。（筆者の子供は何年も前から夕食の食べ残しをこっそり犬に与えているが、彼らの「人間化の衝動の活性化」を称賛するという発想はこれまでなかった。）

商品の訴求方法に変化も

コナグラは、肥満治療薬としてGLP-1受容体作動薬を服用する消費者は冷凍食品の購入が増える傾向があることを踏まえ、一部の製品の箱に「GLP-1フレンドリー」という表示を付けた。

ビーオブエー・セキュリティーズはリポートの中で、「プロテインはピークに達しつつあるのか」と問い掛けた。これは商品展開に関する話だが、文字のサイズに関する話であってもおかしくない。個人の感覚だが、ゼネラル・ミルズの缶詰に記載された「プロテイン24グラム」の文字は、「プログレツ」や「地中海風レンズ豆」よりも大きく、より力強いフォントを使用しているようだ。同様に、シリアル「ストロベリー・チーリオス・プロテイン」の箱には「プロテイン8グラム」が大きく打ち出され、「砂糖12グラム」が極小文字で表記されている。

WKケログ<KLG>は、買収も含めて「シリアル以外の分野にも進出できる」ことを強調した。しかし2023年にケログは分割され、WKケログは北米シリアル部門を、ケラノバ<K>はスナック、冷凍食品、海外シリアル部門をそれぞれ受け継いだことを思い出してほしい。2023年のWKケログの投資家向け説明会資料には、スライド5に「われわれのやることはすべてシリアルのためにある」とのみ記載されている。良くない状況だ。

今後も予想される厳しい事業環境

ウォール街は食品業界の成長について議論するとき、「アルゴリズム」という用語の使用にこだわる。安定性を想起させるためと思われる。生活必需品は小幅ながらも信頼できる売り上げの増加をもたらし、ほとんどの利益成長と、配当込みで十分な株式リターンをもたらすと想定されている。しかし、現時点ではほとんど実現していない。ビーオブエーによると、今年と来年のゼネラル・ミルズは「アルゴリズムを下回る」可能性がある。クラフト・ハインツは「2027年までアルゴリズムなし」となりそう。カカオ価格の高騰で打撃を受けるハーシーは「アルゴリズム並みに戻る」可能性はあるものの来年までかかるだろう、といった具合だ。

オープンハイマーは、インフレ、限定的な価格決定力、肥満治療薬、関税リスク、プライベートブランドによる侵食などを踏まえ、「厳しい状況が今後も続くだろう」との見通しを示している。投資家は、生活必需品を含むバリュー株へのローテーションが米国市場で再び注目を集めている中で、この点を念頭に置いておくべきだろう。割安な銘柄は成長性があるようには見えず、成長性の高い銘柄は割安には見えない。ゼネラル・ミルズの株価収益率（PER）は14倍で、5月期の利益は小幅な減少が見込まれている。マコーミックは1桁台半ばの成長率で、PERは25倍となっている。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

7. 目下のローテーションは株価急落の前兆か？

[コラム]

Rotation to Selloff? The Market Is at a Tipping Point.

弱気相場入りの可能性は低い、株価下落はあり得る

年初から投資先を切り替える動きが活発化している



NYSE

株式市場では2025年に入り、投資先を切り替える動き（ローテーション）が目立っている。例えば、マグニフィセント・セブン（超大型7銘柄、M7）から他の一部のS&P500指数構成銘柄へ、グロース株からバリュー株へ、米国株式から米国以外の株式へ、といった具合だ。S&P500指数は年初来の上昇分が巻き戻され、ナスダック総合指数は年初来の騰落率がマイナス圏に沈んでいる。その一方で、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は年初来で1.8%上昇し、騰落率はプラス圏を維持している。

ローテーションは必ずしも恐れるべきことではない。実際、ローテーションが上昇相場を持続させることは多い。S&P500指数が年初から横ばいで推移している理由の一つはローテーションだ。パイパー・サンドラーのチーフ・マーケット・テクニシャン、クレイグ・ジョンソン氏は顧客向けレポートで、「ローテーションは強気相場にとって必要不可欠なものとされてきた。現在は先行きを懸念するべきではなく、相対的な強さを示しているセクターのトップ企業に注目すべきだと考えている」と書いている。

低ベータ株の巻き返しが始まっている

ルネッサンス・マクロ・リサーチのケビン・デンプスター氏によると、最近のローテーションを促している要因は、高ベータ株と低ベータ株のパフォーマンスの乖離（かいり）が遅かれ早かれ元に戻る「ベータ・リバージョン」かもしれない。ベータは指数に対する株式のボラティリティーを表す統計的尺度で、米半導体大手エヌビディア<NVDA>のような高ベータ銘柄がアウトパフォームしているときは、市場がリスクオンとなっていると考えられる。昨年12月は取引が過剰なまでに活発化し、高ベータ株の低ベータ株に対するアウトパフォーマンス幅は過去最大に近づいた。だがその後は反転し、高ベータ株は今では同程度にアンダーパフォームしている。こうした巻き戻しを経済的要因のせいにする向きもあるが、それならば社債やハイイールド債、金融株も打撃を受けているはずだとデンプスター氏は指摘する。債券の価格は安定しており、金融株は世界的に上昇している。

決算は、デンプスター氏が言わんとしていることを示唆している。過去2年間の大半は、ごく少数の企業が利益成長を独占し、M7やその他の高業績のハイテク企業が他のすべての企業をアウトパフォームした。だが、レイモンド・ジェームズの機関投資家向け株式戦略担当マネージングディレクターであるタビス・マコート氏は、そうした傾向は変化し始めていると指摘する。ハイテクセクターの2025年

の1株当たり利益（EPS）成長率は23%となり、2024年から横ばいと予想されている。他のセクターも利益成長が加速し、中でも生活必需品、素材、エネルギー、コミュニケーションサービスは減益から増益に転じる見込みだ。

マコート氏は顧客向けレポートで、「（第4四半期決算と2025年の）ガイダンス発表シーズンのストーリーは、EPSの（前年比）成長がようやく米国内および世界全体に広がり始めており、それによって世界の株式のパフォーマンスがけん引されるとみられる、というものだ」と書いている。

インプライド相関指数は弱気相場を示唆していないが…

しかし、ローテーションは行き過ぎることがある。しかも、株式市場は転換点に近づいている。マクロ・リスク・アドバイザーズのテクニカル戦略責任者であるジョン・コロボス氏は、市場のリスクが高まるかどうかを判断する一つの方法は銘柄間の相関関係に着目することだと述べている。相関が低く、個々の銘柄の値動きがばらばらである場合、それは通常、ローテーションが起きている兆候だ。各銘柄の値動きの足並みが揃い始めると、それは通常、投資家が銘柄固有の機会を模索するのをやめたことを意味する。

直近では、オプション取引に基づく相関の尺度であるシカゴ・オプション取引所（CBOE）のインプライド相関指数が2月20日の12.1から20.6に上昇した。相関指数が20を超えるのはさほど珍しいことではなく、過去12カ月間で4回あり、その時のS&P500指数の下落率は平均3.8%だった。S&P500指数の2月27日の終値のピークからの下落率は4.6%で、過去の平均と大きな差はない。昨年8月には35.7に急上昇したにもかかわらず、強気市場が再び上昇するまでの下落率は6.1%にとどまった。弱気相場が始まったのは、2022年に相関指数が急上昇して50を超え、その水準が維持されたときのみだ。

強気相場の復活には、株価下落を伴う投資家心理のリセットも有用

インプライド相関指数は弱気相場が始まる水準にはまだ達していないし、恐らくはこれから達することもあるまい。だがそれは、株価がさらに下落しないことを意味しない。それでも、株価下落が投資家心理を刷新する「一時停止」になれば、市場にとっては有益かもしれない。コロボス氏は、「理想的な世界では、時計がリセットされ、（バリュー株とディフェンシブ株も含めて）すべての銘柄が下落することで株式市場内部でのローテーションが終わると、強気市場に戻る」と言う。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

8. 米国株式市場はとりあえず天井を付けたか

[米国株式市場]

Stocks Look Played Out. It's Time to Shift Some Assets Abroad.

割安な海外市場に目を向ける時

S&P500指数は一時年初来マイナス



Spencer Platt/Getty Images

米国株の幸福な状態は長く続かなかった。

大統領選挙後から好調だった米国株式市場はトランプ大統領の就任日以降に陰りが見え始め、S&P500指数は28日の午前には年初来でほぼ横ばいとなった。さらに悪いことに、米国の株価指数は欧州やアジアの株価指数に年初来で出遅れることになった。これは、トランプ政権による規制緩和や減税への期待が薄れ、関税問題や失業などの懸念に取って代わられたためだ。トランプ大統領の目標はアメリカを再び偉大にすることかもしれないが、少なくとも投資家にと

っては、その政策は米国以外への投資の回帰につながった。

エドワード・ジョーンズのシニア・グローバル投資ストラテジストであるアンジェロ・クルカファス氏は、「米国は例外だとするシナリオは行き過ぎていたかもしれない」と語り、2024年の米国市場が好調で、それ以外の国々が相対的に低調だったため、「海外株の売りに振り子が振れ過ぎた」と付け加えた。

米国株の売りはまだ始まったばかりかもしれない。先週の主要株価指数の動きを見ると、S&P500指数は1.0%下落して5954.50となり、ナスダック総合指数は3.5%安の1万8847.28となった。ダウ工業株30種平均は下落を免れ、1.0%高の4万3840ドル91セントで引けた。小型株のラッセル2000指数は1.5%安の2163.07で週末を迎えた。

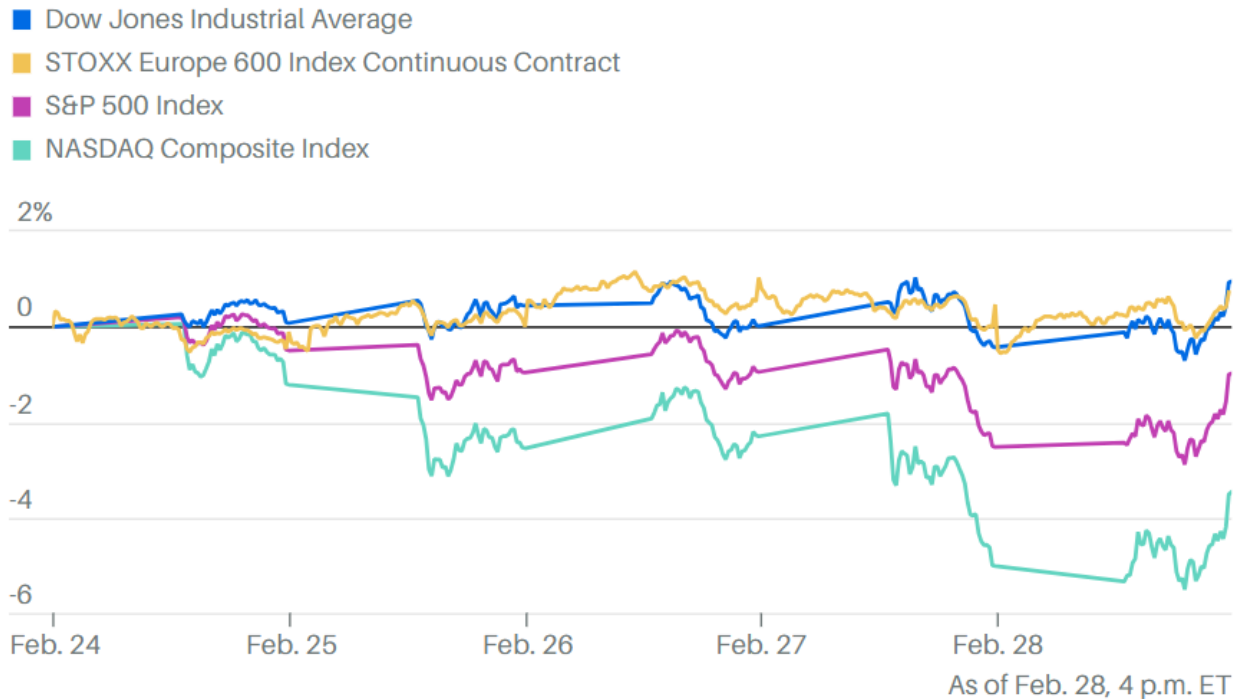
米国株一人勝ちの状況が変わるか

先週の米国市場でも、人工知能（AI）関連株を買い上げてきた動きの巻き戻しを皮切りに、米国株優位の継続を否定する動きが見られた。堅調な業績発表にもかかわらず半導体大手のエヌビディア<NVDA>の株価は27日に8.5%下落したが、これは同社と他のマグニフィセント・セブン（M7）銘柄の見通しについて市場が興奮し過ぎていたことを示唆している。現在、パッシブ運用でインデックス投資を行っている投資家でさえ、AIの波に乗るハイテク株の比率を不健全なほど高い水準に放置しているように感じられる。

ボントベルの会長であるアンドレアス・ウターマン氏は「世界の株式への分散投資は価値があるかもしれない」と述べる。MSCIワールド・インデックスに占める米国株の比率は現在75%だとウターマン氏は指摘し、「これは行き過ぎで、普通はこの指数の半分程度だ」と語る。

景気に対する懸念も忍び寄っている。米連邦準備制度理事会（FRB）が重視する指標である個人消費

Market Snapshot



Source: FactSet

支出（PCE）の物価指数は1月に前年同月比2.5%上昇と、市場の予想と一致した。その一方、2月のコンファレンスボード消費者信頼感指数は大幅に低下した。投資家は3月第1週に発表される製造業の指標と雇用統計を特に注目しており、マクロ経済面の弱さのさらなる兆候と、投資家が視野を広げるべきだと示すさらなる証拠を探ることになりそうだ。

海外株式と海外債券に投資妙味

海外の株式市場が割安なのも悪いことではない。今年の業績予想に対するS&P500指数の株価収益率（PER）が22倍なのに対し、ストックス・ヨーロッパ600指数のPERは15倍を下回る。米国以外の株式市場の復活には、ファンダメンタルズ面からも説得力のある理由がある。ホライズン・インベストメントで調査部門の責任者を務めるマイク・ディクソン氏は、米国以外の市場が追いついている理由として、ロシアとウクライナの戦争終結への期待と、中国の安価なAI技術であるディープシークの台頭を指摘する。ディクソン氏はレポートの中で、「海外投資は米国株が群を抜いている時にパフォーマンスの低下要因となり得るが、よりバランスの取れた市場環境ではポートフォリオのリターンを安定させるのに役立つ」と述べている。

海外の債券に対する投資にも活気が見られ始めている。上場投資信託（ETF）であるiシェアーズ・インターナショナル・アグリゲート・ボンド<IAGG>とバンガード・トータル・インターナショナル・ボンド<BNDX>は年初来1%近いリターンを上げ、どちらも現在の実績利回りが4%を超えているが、iシェアーズ・コア米国総合債券<AGG>の2.2%のリターンには出遅れている。バンガードの債券担当シニア・プロダクト・マネジャーであるレベッカ・ヴェンター氏は、投資家は債券投資の約30%を海外に投資すべきだという。ヴェンター氏は「世界の債券市場には、ファンダメンタルズが良好な投資対象が数多くある」と述べ、欧州の社債には欧州の株式と同様に、より良いバリューがあると指摘する。

このことは、米国内の資産を一挙に切り捨てる時期が来たということではない。M7を除く、いわゆるS&P493の銘柄の利益成長は勢いを増し、最近の利回り低下は米国債のトータル・リターンへの押し上げにつながっている。しかし、米国が唯一の選択肢だと思っていた投資家に対して警鐘が鳴らされている。

パスポートを取り出す時だ。

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

9. アナリストの投資判断をどう生かすか How Analysts Can Make You a Better Stockpicker 投資判断とその後のパフォーマンスから見えるもの

[コラム]

アナリストの投資判断とパフォーマンス



Joe Raedle/Getty Images

今年の株式市場の乱高下を乗り切るのは容易ではない。ウォール街のアナリストもあまり助けにならない。混沌（こんとん）が支配している。勝ち組が負け組になり、負け組がリードしている。そしてS&P500指数は2月に1月の上昇分をかなり失った。こうした乱高下にもかかわらず、2月26日の取引時間終了までに年初来で98のS&P500指数構成銘柄が10%以上の上昇を見せた一方、2桁の下落に見舞われた構成銘柄は43にすぎない。これは、投資家は適切な銘柄を選べば付加価値を得る余地があるということだ。大勝ちしたのはITソリューションのスーパー

・マイクロ・コンピューター<SMCI>、薬局チェーン大手のCVSヘルス<CVS>、高級ブランドを傘下に有するタペストリー<TPR>などで、大負けしたのは、電力会社エジソン・インターナショナル<EIX>、医療用部材メーカーのウエスト・ファーマシューティカル・サービスズ<WST>、ランニングシューズメーカーのデッカーズ・アウトドア<DECK>などだ。

アナリストは、おおむね大負けした銘柄を推奨することはなかった。ファクトセットのデータによると、大幅下落した43銘柄のうち、投資判断が「買い」だった割合は46.6%で、平均の55%を下回った。残念なことに、大勝ちした銘柄の投資判断が「買い」だった割合の平均は47.2%にすぎなかった。さらに、最も大きく負けた2銘柄、エジソンとウエスト・ファーマシューティカルは、投資判断が「買い」だった割合がそれぞれ55%と67%だったのに対し、最大の勝ち組であるスーパーマイクロの「買い」評価の割合はわずか30%、次いで大勝ちしたCVSは55%だった。

これはすべて当然の結果だ。調査会社トライバリエート・リサーチのアダム・パーカー氏は、ウォール街のアナリストが選好する銘柄は、2001年以降、アナリストが嫌う銘柄を30%ポイントもアンダーパフォームしていると言う。これは急激なアンダーパフォームの後、アウトパフォームに転じ、再び

逆転しアンダーパフォームした結果だと指摘している。投資判断の引き下げや引き上げは一日で大きな動きを生むが、投資判断の改善はパフォーマンスの向上につながるわけではない。

アナリストの投資判断をどう活用するか

さらに続けよう。現在価格と平均目標株価のギャップが最も大きい銘柄は2009年から2016年までの間でアウトパフォームしたが、最近ではアナリストが強気だった銘柄が下落したことを示す可能性が高い。アナリストはまた、市場で最もボラティリティーの高いとされる高ベータ銘柄を「買い」と評価する傾向がある。こうした銘柄はリスクオフの期間中に投資家に損失をもたらす可能性がある。

パーカー氏のデータによれば、アウトパフォームにつながるシグナルの一つは、アナリスト全員の目標株価が同じ水準にある場合だが、それさえもうまく機能しなくなっている。そして、パーカー氏は、「累積的に効果がなく不安定なシグナルは、投資家が銘柄選択に使うべきシグナルではない」と書いている。

しかし、われわれはこの問題を間違っているのかもしれない。個人的には、アナリストの調査レポートは大好きだ。筆者が前職のトレーダー時代には、投資判断の引き上げや引き下げによって生じる株価変動に乗じて、たとえ投資判断の変更が株価に長期的な影響を及ぼさなくても、お金を稼いだものだ。ジャーナリストである筆者にとって、アナリストのレポートは個別銘柄に何が起きているかを把握し、新たな懸念やきっかけとなる材料を見つけるのに欠かせない。JPモルガンのステファン・トゥッサ氏が、かつては圧倒的な強さを誇っていた業界の巨人、複合企業ゼネラル・エレクトリック（GE）の業績がいかに悪化しているかが投資家に知られるずっと前に、投資判断を「売り」とした初めてのアナリストになったことは、今でも覚えている。

アナリストが投資判断を誤った理由を考える

アナリストが何を間違えたかを考えることも有益だ。ウォール街が大好きな銘柄、マイクロソフト<MSFT>を採り上げてみよう。その株価は過去12カ月で2%下落し、マグニフィセント・セブン（M7）の中で最悪のパフォーマンスとなった。2024年3月末時点で、マイクロソフトをカバーする57人のうち94%が投資判断を「買い」、平均目標株価は472ドル62セントと評価していた。パフォーマンスが平均を下回っても、アナリストはマイクロソフトへの熱狂から覚めていない。2月26日の取引時間終了時点で、マイクロソフトをカバーするアナリスト58人のうち93%が依然として投資判断を「買い」とし、平均目標株価は510ドル22セントと、直近の399ドル73セントを28%上回っている。

アナリストは、マイクロソフトが人工知能（AI）開発企業のオープンAIと提携することで、クラウド事業への需要を喚起するAIの分野で優位に立てると期待していた。マイクロソフトの設備投資額は2024年に58%増の445億ドルに達するなどAIはコストを増加させる一方、マイクロソフトのクラウド事業であるアジュールからの売上高はガイダンスの下限にとどまった。しかし、アナリストがいなければ、筆者はクラウド事業における問題がAIとはあまり関係がないことも、マイクロソフトが予想以上の利益率見通しを提示したことも分からなかっただろう。

アナリストは当然ながら、今でもマイクロソフトを選好している。例えば、ビーオブエー・セキュリティーズのブラッド・シルス氏は、マイクロソフトを「数少ない勝者」と呼んでいる。シルス氏は、「マイクロソフトがよりうまく事業を執行できれば、AIとクラウドの需要によって、年間を通して、

より一貫した業績の予想超過とガイダンスの上方修正のパターンに戻るはずだ。われわれは、マイクロソフトがアプリケーションとインフラストラクチャーにまたがる膨大な新しいAIの機会を、大規模に収益化できるユニークな立場にあると信じ続けている」と書いている。

面白いアイデアだ。マイクロソフトの株価は過去1年間低迷していたレンジの底値付近で推移しているため、説得力が増している。M7の他の企業とは異なり、マイクロソフトの株価は大きく上昇しておらず失う分もない。また、12カ月予想利益に基づく株価収益率（PER）は27.8倍で、過去5年間のレンジの底に近い。マイクロソフトはレンジ相場で推移しているため、例えば385ドルで損切り注文を出せば、下値支持線を下回っても最小限の損失で済むだろう。

アナリストには一休みしてもらおう。結局のところ、アナリストのリサーチが重要なのではなく、それを使って投資家が何をするかが重要なのだ。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

10. テスラ株下落はどこまで続くか Tesla Stock Falls Again. When Will It Stop? マスク氏の政治活動、テスラ車販売に悪影響

[経済関連スケジュール]

販売不振で株価急落。自動運転技術に期待あるが、投資家心理冷え込む

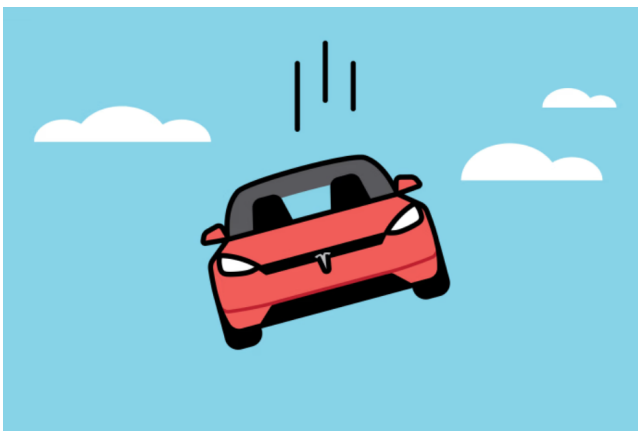


Illustration by Elias Stein

実業家イーロン・マスク氏が混乱を巻き起こしながら米国政府のリストラを統括する中、投資家は米電気自動車（EV）大手のテスラ<TSLA>の投資判断を見極めようとしている。2月25日、テスラ株は8.4%急落した。欧州での販売実績が予想を下回り、マスク氏の政治活動が需要に悪影響を与えているとの見方が強まったためだ。1月のテスラの欧州の販売台数はわずか9900台にとどまり、前年同月比で45%減少した。同時期の欧州全体のEV販売台数が37%増加したことを考えると、対照的な結果である。これにより、テスラの時価総額は1兆ドル

を割り込んだ。

ただし、これらの下落はごく最近の動きにすぎない。株価は昨年12月17日の過去最高値（終値ベース）である480ドルから37%下落し、時価総額は5700億ドル減少した。特に、ドナルド・トランプ氏が1月20日に大統領に就任して以降、株価は29%下げており、そのペースが加速している。これにより、マスク氏は1400億ドルの純資産を失った。

一方で、多少の救いもある。テスラが昨年10月10日に開催した「ロボタクシーの日」以降、株価は27%上昇している。このイベントで、テスラは2025年に自動運転タクシーを導入する構想を発表し、トランプ政権が自動運転車政策を加速するとの思惑により、テスラへの期待が膨らんだためだ。

フェアリード・ストラテジーズで市場分析に携わるウィル・タンプリン氏によれば、テスラ株の下値支持線は315ドル程度だったが、25日の株価はこれを下回った。タンプリン氏はファンダメンタル分析には基づかず、チャートを用いて投資家の売買水準を分析している。支持線は投資家が株を買い支える価格を示し、これを割り込むことは投資家の見方が変わった可能性を示唆する。また、テクニカル分析会社キャップセシスの創設者フランク・カッペレリ氏によると、新たな支持線は275ドルで、200日移動平均に近い。テスラ株の2月28日の終値は293ドルだった。

先週の出来事

市場動向

フリードリヒ・メルツ氏率いるドイツのキリスト教民主・社会同盟（CDU・CSU）が総選挙で首位となり、連立政権協議を2月28日に開始した。アメリカは、ウクライナに関する国連決議でロシア支持に回った。

トランプ大統領は中国と欧州に対して関税による脅しをかけ、メキシコとカナダには3月4日から関税を課すと述べた。米国株と暗号資産（仮想通貨）が売られる中、2月27日にはS&P500指数も2月19日の高値から4.6%下落した。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は0.95%上昇し、S&P500指数は0.98%下落、ナスダック総合指数は3.47%下落した。

企業動向

バークシャー・ハサウェイ<BRK.B>の手元資金は2023年の1680億ドルから2024年は3340億ドルに増加した。各企業は、鉄鋼とアルミニウムの輸入品に25%の関税が課されることを見越して販売価格を引き上げている。アップル<AAPL>は米国内で5000億ドルを投資し、人工知能（AI）サーバーの工場を建設すると発表。投資銀行TDカウエンのレポートは、マイクロソフト<MSFT>がAI用データセンターのリースを解約したことを、慎重な姿勢の表れとみている。米半導体大手のエヌビディア<NVDA>の売上高と利益は市場予想を上回ったが、投資家の反応は鈍かった。ITソリューションのスーパー・マイクロ・コンピューター<SMCI>は、遅延していた決算報告書の提出をきっかけに株価が急騰したが、再び下落した。

M&A（合併・買収）など

- ・ウクライナのゼレンスキー大統領は、ウクライナの鉱物資源の権益を巡る合意文書への署名を見送り、ホワイトハウスを後にした。
- ・不動産投資信託（REIT）のサン・コミュニティーズ<SUI>は、セーフハーバーマリナス事業を米投資会社ブラックストーン<BX>に100%売却することで合意した。売却価格は全額現金で56億5000万ドル。
- ・総合小売業のセブン&アイ・ホールディングス<3382>の創業家の伊藤家は、伊藤忠商事の離脱により非公開化に必要な資金調達を断念した。カナダのコンビニ大手アリマントーション・クシュタール<ATD. トロント>は470億ドルの買収準備を整えている。

■ 今週の予定

3月3日（月）

米サプライ管理協会（ISM）が2月の製造業・非製造業購買担当者景気指数（PMI）を発表する。コンセンサス予想では、3日発表の製造業PMIが50.5、5日発表の非製造業PMIが53.0と見込まれている。1月の結果は、それぞれ50.9と52.8だった。

3月4日（火）

S&P500指数の構成銘柄のうち、95%以上の企業がすでに第4四半期決算を発表し、約4分の3が1株当たり利益予想を、約60%が売上高予想を上回った。今週は、4日に大手ディスカウントストアのターゲット<TGT>とサイバーセキュリティのクラウドストライク・ホールディングス<CRWD>、6日には時価総額が大きい2社、半導体のブロードコム<AVGO>と会員制倉庫型スーパーのコストコ・ホールセール<COST>が発表予定。

3月7日（金）

米労働省労働統計局（BLS）が2月の雇用統計を発表。コンセンサス予想では、非農業部門就業者数は前月比15万5000人増（1月の14万3000人増から改善）、失業率は4.0%で横ばいと見込まれている。新規失業保険申請件数は最近増加しており、S&P500指数が2月19日に史上最高値を記録して以来3.1%下落した要因である投資家の景気減速懸念をさらに強めている。

■ 統計と数字

9.7%：米国で上位10%の所得階層が個人消費に占める割合。1989年以降で最も高かった。

27%：資産運用会社フィデリティ・インベストメンツの米国確定拠出年金401（k）で、100万ドル以上の残高を持つ口座数の伸び率。2024年末に53万7000口座となった。

7ポイント：コンファレンス・ボードが発表した2月の消費者信頼感指数の低下ポイント。2021年8月以降で最大の下げ幅となった。

52%：職場でAIを使用することに懸念を持つ従業員の割合。16%はすでにAIを仕事で使っていると回答。

By Al Root
(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』 2025/03/02

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