

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/03/09

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. ブラックストーンとブラックロック：友人を装った敵同士 - Blackstone vs. BlackRock: The Greatest Wall Street Frenemy Story [カバーストーリー]
互いの事業領域を徐々に侵食 P.1
2. オルタナティブ投資が流行しているが、始める前に知っておくべきこと - Alternatives Are the 'It' Investment. What to Know Before You Dive In. [フィーチャー]
内容とあなた自身の目標に適しているかによる P.6
3. プライベート・エクイティが401kに熱視線 - Private Equity Wants a Piece of Your 401(k) [フィーチャー]
401kの投資家は、プライベート・エクイティへの理解を深めるべきだ P.10
4. すべての経済的な痛みを反映していないインフレ指標 - Inflation Numbers Don't Capture All the Economic Pain. [コラム]
見落とされているお金のコスト P.13
5. 住宅市場も脅かすトランプ氏、価格高騰招く政策推進 - Trump Vowed to Lower Home Prices. He Could Push Them Up. [フィーチャー]
関税と不法移民送還で建設業が苦境に P.15
6. トランプ大統領が画策する世界的な「パラダイムシフト」 - Trump Is Engineering a Global Paradigm Shift. [コラム]
米国株には逆風に P.19
7. 投資家のムードは悪く、今回はその見方が正しいかもしれない - Investors Are in a Bad Mood. This Time, They Might Be Right. [米国株式市場]
少なくとも物色対象のシフトはありそう P.22
8. テクニカル分析で予想するマグニフィセント・セブンの株価の行方 - The Mag 7 Stocks Are No Longer Magnificent. [ハイテク]
反発もレンジ相場が続く可能性 P.24
9. 「トランプ関税」は米経済を失速させるだろうか？ - Will Tariffs Chill the Economy? It Depends on the Consumer. [経済政策]
景気の先行きは消費者次第だ P.26
10. 最上位の大富豪が寄付金額ランキングに入らない理由は？ - Why Some of America's Richest People Are Missing From a List of Donors [経済関連スケジュール]
寄付の公開に関する考え方はさまざま P.28

※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. ブラックストーンとブラックロック：友人を装った敵同士

Blackstone vs. BlackRock: The Greatest Wall Street Frenemy Story

互いの事業領域を徐々に侵食

[カバーストーリー]

ブラックストーンは顧客層を拡大、ブラックロックはインフラ投資に進出



Photograph by Aaron Richter

資産運用会社のブラックストーン<BX>とブラックロック<BLK>は往々にして混同される。両社は長年、金融サービス業界の両極で事業を運営していた。ブラックストーンは1985年にM&A（合併・買収）助言会社として設立され、世界最大のプライベート資産運用会社に成長した。ブラックロックは、ブラックストーンの設立3年後に社内の債券運用部門として設立され、後にスピンオフされた。現在、ブラックロックは運用資産額11兆6000億ドルの世界最大の資産運用会社である。

両社のビジネスモデルは、これまでの来歴の違いを反映して異なったものになっているが、両社には少なくとも一つの共通点がある。株価が急上昇しており（最近ブラックストーンの方が上昇している）、経営幹部と株主の双方に大きな恩恵をもたらしていることだ。

しかし、両社の成功は、ビジネススクールのケーススタディーのような典型的なジレンマも生み出している。両社の中核市場（ブラックストーンは米国のバイアウト、ブラックロックは米国の資産運用）が堅調に成長し過ぎた結果、徐々に成熟しつつあるのだ。問題は、巨大企業2社がどのようにして当初の事業から多角化するかということだ。数十年前に道を分かち、今やウォール街で最も時価総額が大きくなった両社は、互いに相手の得意分野に進出しつつある。

ブラックストーンとブラックロックの接近は争うためではなく、必然的なものだ。ブラックストーンは不動産、プライベートクレジット、バイアウトなどを原資産とするオルタナティブ資産証券を個人投資家に提供するようになっている。一方のブラックロックは、上場投資信託（ETF）のiシェアーズをはじめとする上場証券の販売以外にも手を広げており、インフラやクレジットなどのプライベート市場の証券を組成して主に機関投資家に販売している。つい先週、ブラックロックはパナマ運河の主要2港の過半数持ち分を買収することで合意した。トランプ米大統領は施政方針演説でこの取引を大いに歓迎した。

つまり、ブラックストーンは販売対象の顧客層を拡大しており、ブラックロックは新たな分野の商品に力を入れている。かつてブラックストーンに勤務し、ブラックロックを共同設立し、その後、投資銀行エバーコア<EVR>の最高経営責任者（CEO）となったラルフ・シュロスタイン氏は、「ブラックロックとブラックストーンは二つの同心円のようなものだ。両社のつながりはますます大きくなっている」と語る。

ブラックロックのラリー・フィンクCEO（72歳）とブラックストーンのスティーブン・シュワルツマンCEO（78歳）は、長年にわたって互いをタカのような目で見つめてきたが、30年前の分割によるわ

だかまりはほとんどない。両社は互いのファンのような存在になっており、一緒にビジネスをしたこともある。しかし、依然として「フレネミー（友達のふりをした敵）」のような雰囲気も漂う。

あるインタビューで、シュワルツマン氏は「両社の接近はどちらかというと一方通行だ。ブラックロックはオルタナティブ投資という全く違う商品に進出している」としつつも、「当社は販売ルートを増大しており、機関投資家向けとほぼ同じ商品を、より幅広い一般投資家に提供している」と認めた。一方、フィンク氏は別のインタビューで「ブラックストーンとの直接的な競争は、両社の中核分野では起きていない。しかし、当社にとって非常に大きな機会があると考えられる他のプライベートアセットの分野では競争している」と答えた。ただし、フィンク氏は「（大規模買収によって）プライベートエクイティに進出するつもりはない。不動産に関しても大きな存在になる気はない」と付け加えた。

ブラックストーンとブラックロックの物語は、モルガン家が1933年のグラス・スティーガル法によって投資銀行のJPモルガン・チェース<JPM>と市中銀行のモルガン・スタンレー<MS>に分割されたことを連想させる。しかし、幾つかの重要な違いがある。第一に、フィンク氏とシュワルツマン氏は現在も共同設立者として企業を経営している。第二に、ブラックストーンとブラックロックは、銀行ではない新世代のウォール街企業の先駆けである。両社は新たな商品や事業分野に進出し、投資リターン、退職貯蓄、規制と監督に影響を与えている。両社の方向性と、秘められたライバル関係は、ウォール街の未来を形作るだろう。

■ ブラックストーンのリターンは市場とブラックロックを上回る

それでも、ブラックストーンとブラックロックは大きく異なっている。ブラックロックは何兆ドルもの資産を集め、1999年の上場来のトータルリターンは1万1228%と膨大だが（同期間のS&P500指数は629%）、過去10年間のパフォーマンスはS&P500指数と同等にすぎない。時価総額は1500億ドルで、金融大手シティグループ<C>やオンライン証券会社チャールズ・シュワブ<SCHW>と同程度だが、ゴールドマン・サックス<GS>、モルガン・スタンレー、ブラックストーンを400億~500億ドル下回っている。

ブラックロックの経営陣に詳しい人物は、ETF事業の利益率の低さについて「確かにブラックロックは11兆ドルを運用しているが、0.25%の利ざやを稼いでいるにすぎない」と指摘する。

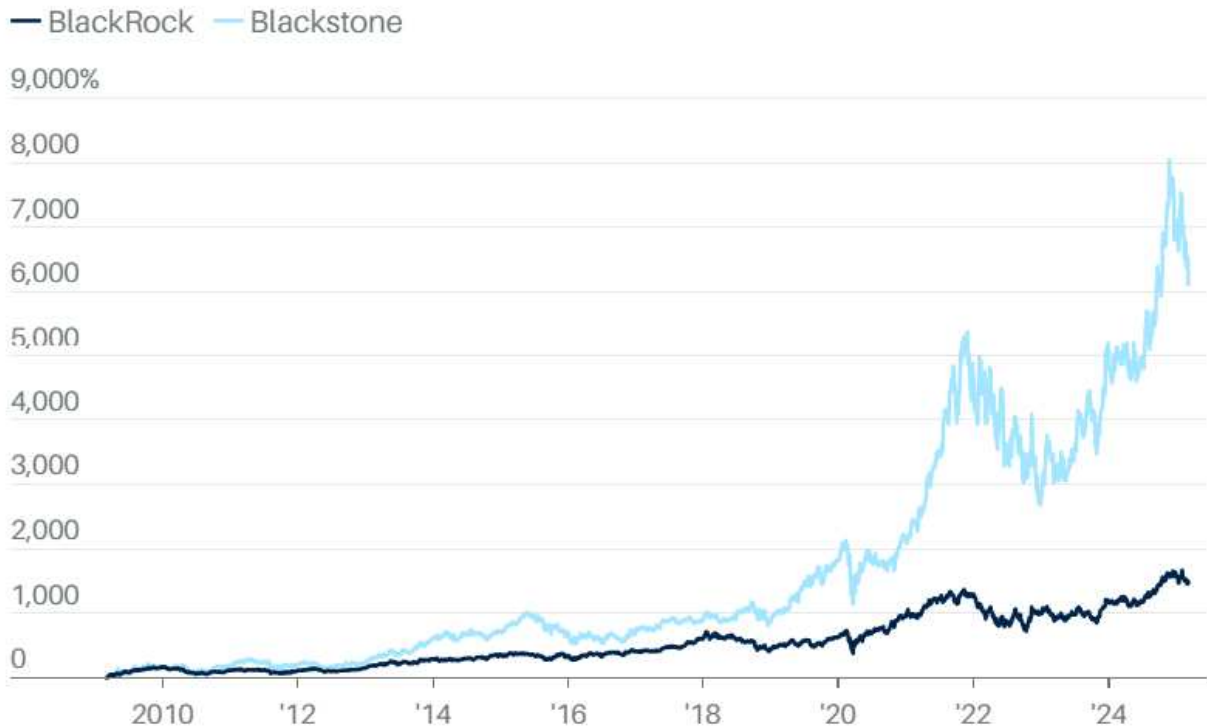
ブラックストーンは有名な（あるいは悪名高い）「2：20」モデルの恩恵を受けている。これは顧客資産の2%を年間運用手数料として徴収しつつ、投資収益の20%を運用報酬として受け取るというものだ（ブラックストーンの広報担当者は、最近の運用手数料は通常1.5~1.75%だと述べている）。ブラックストーンの高利益率の商品は、同社の株式が最近、市場全体とブラックロックをアウトパフォームする助けとなっている。

ブラックストーンは、ブラックロックから8年遅れの2007年に上場しており、上場来のトータルリターンは1172%である（同期間のS&P500指数は442%）。過去10年間のトータルリターンは548%で、市場の2倍以上だ。分配可能利益に対する2025年予想株価収益率（PER）は、ブラックストーンが27倍、ブラックロックが20.5倍である。

ブラックストーンのライバルであるプライベート資産運用会社、カーライル・グループ<CG>の共同

Split Take

Since March 2009, when the stock market bottomed, Blackstone's shares have raced ahead of BlackRock's as investors favored alternative-asset firms.



Note: Total stock return since March 9, 2009.

Source: Bloomberg

設立者兼共同会長のデービッド・ルーベンスタイン氏は「ブラックストーンがここまで大きく成長したのはなぜか。それは創業者のシュワルツマン氏の外見が魅力的だからではなく、何年も素晴らしいリターンを上げてきたからだ」と語った。このコメントをシュワルツマン氏に伝えると、彼は笑って「外見の魅力をもっと評価してほしいね」と述べた。

現在のブラックストーンは、主に不動産（運用資産額3150億ドル）、プライベートクレジットと保険（同3750億ドル）、プライベートエクイティ（同3520億ドル）の3本の柱に支えられている。また、主にファンド・オブ・ヘッジファンズ事業から成るマルチアセット運用部門（同840億ドル）も有する。プライベートエクイティ部門の昨年の分配可能利益は26億ドルで、2023年から39%増加した。不動産部門も21億ドルと大きな利益を上げているが、依然としてコロナ禍の影響が尾を引いており、2023年の利益を6%下回っている。

富裕層の個人投資家向け事業への進出はどうだろうか。ブラックストーンは、1兆1000億ドルの運用資産額のうち約2600億ドルを個人投資家が保有しており、その大部分がいわゆる「パーペチュアル戦略」であるとしている。これはブラックストーンの不動産プライベートエクイティとクレジットから成る基本的なポートフォリオに投資するファンドで、現在も運用されているが流動性は乏しく、満期日と分配金がある伝統的なプライベートエクイティファンドとは異なる。

ブラックストーンは個人投資家向けに2本の大規模なファンドを有する。そのうちBREITは「機関投資

家向けと同クオリティの不動産を個人投資家に提供する」とされており、BCREDは主に私募発行されたハイイールド社債に投資する。運用実績はまちまちだ。BREITは、2017年1月の設定から2025年1月までの年率リターンが9.5%で、同期間におけるベンチマークのMSCI米国上場不動産投資信託（REIT）インデックスの5.7%を上回る。しかし、過去1年間のリターンは、インデックスの14.6%に対してBREITが2.2%だった（ブラックストーンによると、上場REITは年ごとや四半期ごとのボラティリティーが大きい）。

BCREDは2021年1月～2025年1月に10.3%上昇しており、モーニングスターLSTA米国レバレッジドローン指数の6.4%とブルームバーグ米国ハイイールド社債指数の3.7%をアウトパフォームした。投資適格債や米国債のパフォーマンスも上回っている（ブラックストーンのリターンは手数料控除後。手数料率は通常、資産額の1.25%とリターンの12.5%で、従来のほとんどのファンドよりも低い）。

ブラックストーンは一部の不動産市場の不確実性をはじめとする逆風に直面している。金利は高止まりする可能性があり、資金を「原材料」とする資産運用業界にとってはマイナスだ。新規株式公開（IPO）とM&Aは、第2次トランプ政権下で増加すると予想されているが、ペースは依然としてトレンドを下回っている。

ブラックロックの積極的な買収はパナマ運河の港湾持ち分取得として結実

Between a Rock and a Stone

Even as BlackRock's assets have soared past Blackstone's...

Assets Under Management

— BlackRock — Blackstone

\$12,000 billion



一部の投資家はブラックストーンの株式を割高とみており、ウォール街のアナリストもブラックストーン買いを力説してはいない。ファクトセットによると、アナリストの投資判断は買いまたはオーバーウエートが8人、中立が15人、売りまたはアンダーウエートが2人となっている。投資銀行オープン

ハイマーのクリス・コトウスキ氏は、ブラックストーンを「強力で長期保有に適したコア銘柄」と評するが、「バリュエーションが相対的に割高」であるため、今は魅力的な買い場ではないと考えている。

モルガン・スタンレーのマイケル・サイプリス氏はブラックストーンとブラックロックをカバーしており、両社を選好している。サイプリス氏は「ブラックストーンはプライベート市場の分野で恐らく最も多様で幅広い商品を擁し、ほとんどのカテゴリーでトップクラスの地位にある。ブラックロックは、資本市場の成長に投資する手段の一つであり、株価は市場全体に対してディスカウントとなっている。利益の年平均成長率が2桁台になる可能性がある企業としては、バリュエーションが非常に魅力的だ」と語る。

サイプリス氏の見解は、ブラックロックに関しては多数派に属している。アナリストの投資判断は、買いまたはオーバーウエートが15人、中立が4人、売りまたはアンダーウエートがゼロである。セルサイドは、複数の巨額買収にもかかわらず、プライベート市場への進出におおむね好意的である。

初期のブラックロックは債券運用で知られていたが、1999年に資産運用ソフトウェア「アラディン」の販売を開始してからテクノロジーを売ようになった。アラディンはすべての投資資産を包括的に管理できるソフトウェアで、今や投資家や大企業に広く利用されている。2006年には投資銀行メリル・リンチの資産運用部門を買収して株式運用に進出し、個人投資家や海外投資家へと顧客基盤を拡大した。2009年にパークレイズ・グローバル・インベスターズのiシェアーズ事業を135億ドルで買収するという画期的な取引を行い、世界最大の資産運用会社に成長した。

合併はフィンク氏のDNAに今も刻まれている。過去1年だけで、ブラックロックはプライベートインフラ投資会社グローバル・インフラストラクチャー・パートナーズ（GIP）、プライベートクレジット投資会社HPSインベストメント・パートナーズ、プライベート市場データ会社プレキンを買収した。買収額は合計で約280億ドルだ。

フィンク氏が「革新的」とうたうのは、設立19年のGIPの買収だ。GIPのCEO兼共同創業者のアデバヨ・オグンレシ氏は、1980年代に投資銀行ファースト・ボストンでフィンク氏と同僚だった。

GIPの買収は株主とセルサイドのアナリストに歓迎された。なぜなら、世界の空港、コンテナ港、風力発電所、液化天然ガス（LNG）パイプラインなどのインフラ投資事業は急成長しており、買収によってブラックロックがこの分野で存在感を増すと考えたからだ。また、ブルックフィールド・アセット・マネジメント<BN>やブラックストーンなど、インフラ投資業界の大規模なプレーヤーとも渡り合えるようになる。パナマ運河の主要2港の過半数持ち分を取得した案件も、GIP部門による成果の一つだ。事情に詳しい人物によると、ブラックストーンもこの案件を検討していたという。

オグンレシ氏は今やブラックロック最大の個人株主として、フィンク氏やその他7人の創業パートナーよりも多くの株式を保有しており、同社の取締役でもある。GIPはブラックロックのプライベート市場戦略の中心となっている。オグンレシ氏はチャットGPTを開発したオープンAIの取締役でもあり、世界でも特に強力な2社の重要な意思決定に関わっていることになる。

しかし、最近のフィンク氏の成功は、シュワルツマン氏とのライバル関係が決着したことを意味するものではない。純資産額でみると、シュワルツマン氏が510億ドルで勝っている。シュワルツマン氏は

ブラックストーン最大の個人株主として、持ち分の約20%に相当する2億3190万株を保有している。ブルームバーグ・ビリオネア指数によると、シュワルツマン氏は世界で26番目に裕福な人物である。フィンク氏は到底かなわず、フォーブスのランキングでは純資産12億ドルとなっている。

シュワルツマン氏とフィンク氏もいつかは引退する。そして、シュワルツマン氏が先になる可能性が高い。シュワルツマン氏は既にCEOとしての責任の大部分を社長兼最高執行責任者（COO）であるジョナサン・グレイ氏に委任しており、自身は会長に近い役割だ。一方、フィンク氏の後継者育成計画については、長年にわたって盛んに推測がなされている。ブラックロックの経営陣に詳しい人物によると、後継者候補としては、最高財務責任者（CFO）兼グローバル企業戦略責任者のマーティン・スモール氏、COOのロブ・ゴールドスタイン氏、GIPの社長兼共同創業者のラジ・ラオ氏、海外事業責任者のレイチェル・ロード氏などがいる。

By Andy Serwer and Rebecca Ungarino
(Source: Dow Jones)

2. オルタナティブ投資が流行しているが、始める前に知っておくべきこと

[フィーチャー]

Alternatives Are the 'It' Investment. What to Know Before You Dive In.

内容とあなた自身の目標に適しているかによる

オルタナティブ投資が一般投資家にも浸透しつつある



Illustration by Margaret Flatley

オルタナティブ（代替）投資は、もはやそれほど「オルタナティブ」ではない。ヘッジファンドやプライベート・クレジット、さらには暗号資産（仮想通貨）といったオルタナティブ投資は、かつては機関投資家や一部の洗練された個人投資家専用の投資分野だったが、富裕層へ徐々に浸透し、今や一般投資家にも拡大しつつある。

調査会社プレキンによると、オルタナティブ投資の世界の運用資産は、2023年末の16兆8000億ドルから2029年には74%増の29兆2000億ドルに

達すると予想されている。また、オルタナティブ投資プラットフォームのCAISとコンサルティング会社のマーサーによる最近の調査によると、10人中9人のファイナンシャルアドバイザーが顧客向けポートフォリオにオルタナティブ投資を利用しており、半分のアドバイザーが顧客ポートフォリオにおいて10%以上をオルタナティブ資産に配分している。

このような状況を踏まえると、直近のアドバイザーに関する本誌のトップ1200のランキングにおいて、オルタナティブ投資が大きなテーマであることはさほど不思議ではない。本ランキングは、全米50州と首都ワシントンにおける上位アドバイザーを順位付けしており、本誌が年4回実施するアドバイザーランキングとしては最大の規模だ。

オルタナティブ投資を勧める根拠は、それがポートフォリオに分散効果（ポートフォリオ全体のリス

ク引き下げ)と、大幅なリターンの可能性を提供することだ。上場株式と債券が投資のメインディッシュであるとすれば、オルタナティブ投資はソースと考えるべきだ。

投資会社クレセットの共同会長であるチャーリー・マクスウェル氏は、「当社の顧客がプライベート投資の低い流動性を受け入れれば、株式60%、債券40%という伝統的なポートフォリオを保有している典型的な個人投資家に対して、かつて接したことのない投資テーマを開放できる」と語る。マクスウェル氏は今回のアドバイザーランキングにおいてアリゾナ州でトップとなった。

それでもファイナンシャルアドバイザーは、オルタナティブ投資はすべてのポートフォリオに向いているわけではなく、特にミドルクラス向けではないと言う。そして、投資家はオルタナティブ投資に対して鋭い目を持つ必要がある。モルガン・スタンレー・プライベート・ウェルス・マネジメントのプライベート・ウェルス・アドバイザーであるクリストファー・トゥーミー氏は、「オルタナティブ投資は、単に需要と供給が増加したからといってすべての投資家向けというわけではなく、すべてのヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンド、不動産ファンドが同様に設定されていることを意味していない」と語る。

投資家はオルタナティブ投資について正しい判断を下すために、ポートフォリオのどこにオルタナティブ投資が当てはまるのか、オルタナティブのリスクは何か、高い手数料の見返りにもたらされる恩恵について理解すべきだ。

■ オルタナティブ投資とは何か

オルタナティブ投資はテクニカルに言うと、株式と債券で構成されるポートフォリオに対して追加でき、基礎となる資産よりも高いリターンが想定され、それら資産と相関性がないあらゆる資産クラスを意味する。多くのオルタナティブ投資は、プライベート投資、すなわち上場されておらず、監督機関に規制されていない株式や債券で構成されているファンドである。オルタナティブ・ファンドは複雑なストラテジーで、富裕層の投資家だけに適している可能性がある。そのため資産運用会社は一般的に、顧客に詳細を説明できるファイナンシャルアドバイザーを通じて提供している。

オルタナティブ投資に目新しいことはない。不動産には、数世代にわたって投資されてきた。ヘッジファンドとプライベート・エクイティは1980年代に流行し、オルタナティブ投資の大部分を占めている。プライベート・クレジットは、銀行がリスクの高い貸出の削減を強いられた2008年の金融危機以降に勢いを増し、その後は爆発的に増加している。多くの投資家は、アート、コレクション、ワインなどもオルタナティブ投資とみなしており、暗号資産を受け入れている投資家もいる。

オルタナティブ投資は歴史的に、資産の大半を長期にわたって固定できる投資家向けのものだった。ヘッジファンドの最低投資額は、10万ドルから数百万ドルに及び、投資家は1年以上にわたって資金を引き出せない可能性がある。投資されている資産の流動性は往々にして低く、ファンドマネジャーは投資家に対して一度に全額の解約を認めない。

そして、手数料の問題もある。プライベート・クレジット・ファンドの手数料は、運用資産の1~2%になる可能性がある。その上、多くのオルタナティブファンドは、リターンが一定のハードルを超えた場合に超過分の10~20%に及ぶ成功報酬を徴収する。

■ あなたに適したオルタナティブ投資

オルタナティブ投資の中で、プライベート・クレジットが注目されている。モルガン・スタンレーによると、従来の銀行システム外の貸し付けは、2020年の1兆ドルから2024年初めには約1兆5000億ドルに達したと推定され、2029年には2兆6000億ドルに成長すると予想されている。

トゥーミー氏は、「プライベート・クレジットに対する旺盛な需要がみられ、特に金利が上昇している環境ではなおさらだ。伝統的な債券のスプレッドが比較的狭い（米国債利回りと比較して社債利回りがあまり高くないことを意味する）一方、プライベート・クレジットでは2桁台前半のリターンがみられる」と言う。ちなみに、伝統的な社債の3年間のリターンがマイナスの一方で、プライベート・クレジットのリターンは非常に高い。

ニュークレウス・アドバイザーズでは、30億ドルの運用資産の3分の1以上をオルタナティブ投資に配分している。創業者兼マネージング・パートナーのジョーダン・ワックスマン氏は、ニュークレウスは顧客のポートフォリオで相当額のプライベート・クレジットを保有しているが、プライベート・クレジットの大型ファンドは避けているとし、「当社は比較的小規模かつ機敏で、担保付の優先クレジットに注力しているマネジャーに焦点を当てている。そのようなマネジャーは一般的に、レバレッジは低度から中度で、10〜12%のリターンを創出している」と語る。

ワックスマン氏は、ヘッジファンドでは、株式市場との相関性が低いものの株式同様のリターンを提供する、グローバル・マクロ・ファンドを選好している。最良のファンドの大半は新規投資を受け入れていないが、新規資金を受け入れる場合にはニュークレウスは即座に動く。ワックスマン氏は、音楽著作権、鉱業権、または医薬品特許などからのロイヤルティ収入に対する前払いとなる性格のロイヤルティ投資も好んでいる。

トゥーミー氏は、人工知能（AI）を支えるために必要なインフラの資金調達も有望とみている。加えて、多くのファンドが株主に対して支払う現金を必要としているために、プライベート投資のセカンダリー市場の機会も指摘しており、「資産購入の素晴らしいタイミングだという話を聞いている」と語る。

ビットコインやその他の暗号資産は、主流の投資家やファイナンシャルアドバイザーから徐々に受け入れられつつある。3兆ドルに上る暗号資産市場では、50%超のシェアを持つビットコインが支配的だ。暗号資産はボラティリティーが高い一方で、高いリターンの可能性を秘めている。

ビットワイズ・アセット・マネジメントの最高投資責任者（CIO）であるマシュー・ホーガン氏は、暗号資産の15年超の歴史において、暗号資産を少なくとも3年間保有して必要に応じてリバランスした場合に、小規模の配分がポートフォリオのリスク調整後リターンを押し上げたとし、「暗号資産はすべての投資家向けではないが、長期指向の投資家にとって1〜5%の配分は非常に有効だ」と語る。

ニュークレウスは、暗号資産に約5年にわたって投資しているが、ワックスマン氏によると暗号資産よりもブロックチェーン技術に対する投資の方が多く、「ベンチャーキャピタルの観点では、カテゴリーとしての暗号資産は非常に興味深い。非常に興味深いシード投資でもある」と語る。

ヘッジファンドやプライベート・エクイティといった用語は、非常に大きなリターンを想起させるか

もしれないが、ワックスマン氏は「オルタナティブ投資は顧客のポートフォリオにおいて二重の役割を果たす。非常に素晴らしいオルタナティブ投資を見つけられれば、素晴らしいリターンを得られるとともに、ポートフォリオ全体のリスクを引き下げられると、深く信じている」と言う。

こうした宝石を見つけることは、リスクに対して目利きであることを意味する。運用の証明された実績があることは必須だ。そして、資産ごとにリスクは異なり、例えば、地政学的イベントはコモディティーに、規制は暗号資産に、金利は不動産に影響を及ぼし得る。

ゴットフリード・アンド・ソンバーグ・ウェルス・マネジメントのオーナーであるマシュー・ソンバーグ氏は、上記のようなリスクを取ることは魅力的になり得るが、誰もがポートフォリオにオルタナティブ投資を必要としているわけではないと言う。「大半の個人投資家は、1桁半ば～後半のリターンを求めるのであれば、60:40の伝統的なポートフォリオを定期的にリバランスすることで達成できるだろう。また、100万～200万ドルをポートフォリオで保有する個人が、ポートフォリオの相当部分をオルタナティブ資産に配分する必要性が大きいとも考えていない」と語る。

■ オルタナティブ投資の風味を持つETF

リキッドオルタナティブ投資は、オルタナティブ戦略に対するエクスポージャーを提供するものの比較的低コストで、毎日取引され、最低投資金額が小さいミューチュアルファンドや上場投資信託（ETF）だ。個人投資家に対してプライベート・エクイティ、プライベート・クレジット、ヘッジファンド類似の戦略に対するアクセスを提供する幾つかのETFが最近、証券取引委員会（SEC）に申請または承認された。SPDR SSGAアポロIGパブリック・アンド・プライベート・クレジットETF<PRIV>は2月下旬に設定され、プライベート・クレジットへの配分を最大35%としている。ペイサーPE/VC ETF<PEVC>は2月上旬に設定され、プライベート・エクイティとベンチャーキャピタル投資に対するエクスポージャーを提供する。

オルタナティブ投資向けETFは、多くの投資家がかつて参入できなかった市場への参加を可能にするが、一部のファイナンシャルアドバイザーは、大半の伝統的なオルタナティブ投資が要求する犠牲（高い手数料やロックアップ期間）を伴わずに、オルタナティブ投資の恩恵を提供できるかについては懐疑的だ。

とはいえ、リキッドオルタナティブ投資は富裕層投資家にとって理にかなっている。ソンバーグ氏はリキッドオルタナティブ投資を、比較的容易に売買できることから、簡便な分散手段として利用しており、「ポートフォリオのリバランシングは非常に重要で、流動性の乏しい資産を保有している場合、ポートフォリオの残りのリバランシングが一層複雑になる可能性がある」と語る。

■ 乱高下する市場で関心が高まる

ブルー・アウル・キャピタルのグローバル・プライベート・ウェルスの社長兼最高経営責任者（CEO）のショーン・コナー氏は、オルタナティブ投資に対する投資家の関心は、市場が不安定な時に高まる傾向にあるとし、「高い相関性とボラティリティーを伴って市場が大幅に売られた際にはいつも、当社のオルタナティブ投資に対する関心が大きく高まる傾向にある」と言う。

コナー氏によると、投資の多くのプロが考えるように今後の市場のボラティリティーが高く、オルタ

ナティブ投資がポートフォリオに価値をもたらすと証明されれば、これらのファンドは新規投資家を獲得できる見込みで、「市場が単に右肩上がりですり上がっている時期よりも、ボラティリティーが高い時期の方が、価値を証明するのは容易だ」と語る。

■ アドバイザーは助けになる

隣人がオルタナティブ資産に投資しているからといって、つられて投資しないようにしよう。トゥーミー氏は、あらゆる投資と同様に、投資家はオルタナティブ投資がポートフォリオの一部であるべきか、またその理由について知るべきだとし、「私は、オルタナティブ資産に対する投資にはセンセーショナリズムが見られる場合が多く、全般的な投資計画の中にオルタナティブ投資がどのように当てはまるかを投資家が理解していないと思う」と語る。

コナー氏は、投資家に対して、ネガティブなシナリオについて投資アドバイザーに尋ねるように勧め、「私が考えるに、いかなる投資に関しても最初にすべき質問は、起こり得る最悪の事態は何か、そして投資元本がどこまで減少するかだ」と言う。

ポートフォリオにオルタナティブ投資を推奨するアドバイザーは誰もが、具体的なメリットとリスク、顧客の財務的な目標とリスク許容度にどのように整合しているかを説明できてしかるべきだ。さらに、投資のパフォーマンスと手数料に関する明確な報告書も提供する必要がある。

ソンバーグ氏のようなファイナンシャルアドバイザーは、規模が比較的大きなファンドを運用する評価の確立されたマネジャーをより信頼すると語る。ソンバーグ氏は、「プライベート・クレジット・ファンドを設定している聞いたこともない運用会社よりも、良く知られたマネジャーを使うことで安心している。12%、13%または14%といったリターンを提供する比較的小規模の運用会社の商品を目にしたら、若干神経質になるだろう」と語る。

オルタナティブ投資は、投資家はその分散効果とリターンの押し上げ効果について理解するにつれて流行しつつある。しかし、流行に飛び付かないようにしよう。どのオルタナティブ資産に投資するかは、投資家自身の状況と目標次第である。あらゆる投資同様に、慎重かつ情報に基づく決断は必須だ。

By Steve Garmhausen
(Source: Dow Jones)

3. プライベート・エクイティが401kに熱視線

[フィーチャー]

Private Equity Wants a Piece of Your 401(k)

401kの投資家は、プライベート・エクイティへの理解を深めるべきだ

■ 大手PEファームが401kを狙う

米国の退職口座は12兆ドルの規模だ。プライベート・エクイティ（PE）はその一部を取り込もうと狙っている。グローバルに資金調達が増える中、PE業界は新たな投資先を求めて、従来の富裕層や機関投資家向けファンドの枠を超えようとしている。PEは、7000万人の米国民が職場を通じて所有する確定拠出年金（401k）やその他の退職口座に、潜在的なファンド投資家の膨大なプールがあると見て

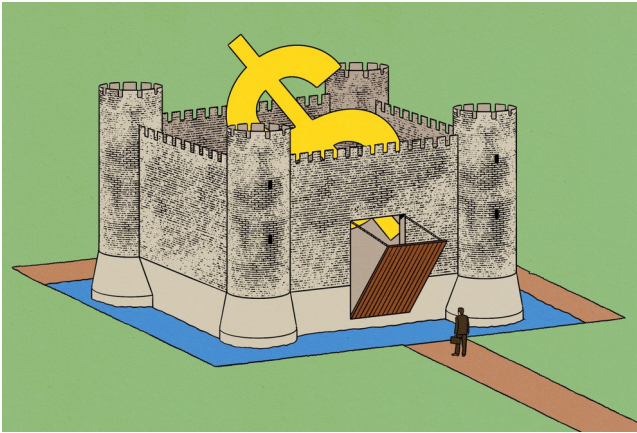


Illustration by Simon Bailly / Sepia

いる。

投資家のポートフォリオにPEがあれば、従来の株式と債券の組み合わせよりも有利になるかどうかは議論の余地があり、PE業界は険しい障害に直面している。しかしPEファームは現在、401k用のファンドや同種の投資商品を設定している。そしてPEファームは、さらなる規制緩和やトランプ政権の動向で道が開けることに賭けている。

大手PEファームのアポロ・グローバル・マネジメント<APO>の最高経営責任者（CEO）であるマーク・ローワン氏は2024年9月の投資家向け説明会で、「退職口座を巡る事業機会に事欠くことはなく、われわれはまだ何も始めてさえいない」と語った。

運用資産7500億ドル超のアポロは、401kのミューチュアル・ファンド型に代わるコレクティブ・インベストメント・トラスト（CIT）型への投資を進めている。その一例が、テキサス州のリーフハウスが昨年立ち上げたオルタ・プライベートリー・マネージド・オルツ・ファンドで、アポロのアラインド・オルタナティブズCITを通じてPE投資を行っている。運用資産6380億ドルの米投資会社KKR<KKR>は2024年10月、キャピタル・グループと提携し、2025年にプライベート投資を行うインターバル・ファンドを立ち上げた。このファンドは、「インターバル」という名前の由来にもなっているように、投資家の売却可能な時期に制限があり、通常、富裕層向けに販売されている。しかし、キャピタル・グループはこれを401kプランに組み入れ、傘下のアメリカン・ファンズを通じてこの分野での足場を築く可能性がある。

401kプランの一部にPEが組み込まれる

ファンド業界にはまだ規制と法的な保護が必要だ。第1次トランプ政権は、401kプランのターゲット・デット・ファンド（TDF）に対し、資産の5～10%をPE、クレジット、その他のオルタナティブ資産に投資することを許可した。しかし、退職年金基金を監督する企業や管理委員会は、株式や債券の運用を大幅に超えた運用を行った場合、受託者義務違反で訴えられることを懸念していることもあり、オルタナティブ投資はほとんどの退職年金基金では対象外となっている。

従業員退職所得保証法（ERISA）の分野で著名な弁護士、フレッド・ライシュ氏は、「退職年金基金のスポンサーは、リスクとコストに回避的だ」と言う。PE投資がありきたりのミューチュアル・ファンドよりリスクが高い、あるいは割高と見なされれば、逆風にさらされることになる。PE投資への扉は開き始めていると言うPEファームもある。運用資産1520億ドルのPEファーム、パートナーズ・グループ・ホールディング<PGHN.スイス>で米国確定拠出年金の責任者、ダン・ケーヒル氏は「大きな勢いがある」と言う。

パートナーズは、資産の約70%をプライベート市場、25%を上場PE、5%を現金で運用する投資信託、パートナーズ・グループ確定拠出年金ファンドを通じて、401kに進出している。パートナーズはブラックロック<BLK>と提携し、富裕層投資家向けにPEを含むポートフォリオを立ち上げている。

ケーヒル氏は、「当社は、あらゆるファンドマネジャーと話をしているが、どのファンドマネジャーもプライベート市場を組み入れた商品を追求することに関心を持っている」と言う。

PEのリスク・リターンを理解する

PEには、株式や債券とは異なるリスクがある。その一つは、不透明で流動性の低い世界であることだ。PEは、公開株式を発行するには規模が小さ過ぎたり、リスクが高過ぎたりする企業に投資することが多い。そうした企業は必ずしも四半期ごとの業績報告書を発表しておらず、その企業価値は不透明な場合がある。同様の動きは、プライベート・クレジット、不動産、その他のプライベート資産にも当てはまり、これらもPEという広いくくりで呼ばれることも多い。さらに、プライベートファンドは通常、投資家の資金を何年も拘束し、定期的に保有資産の評価を行ったり、投資家にキャッシュアウトの機会を与えたりするだけだ。そのため、日々の価格と流動性を提供するミューチュアル・ファンドや上場投資信託（ETF）に比べて、個人投資家には不向きである。PEの流動性の低さを考えると、401kのメニューに単独のPEファンドが並ぶことはまずないだろう。PE投資は、TDF、中でもCIT型のファンドに組み込まれていることが多い。

PEファームは、その運用実績がすべてを物語っていると言う。例えばアポロによれば、アポロの主力PEファンドは、運用開始以来、グロスで年率39%、手数料控除後で年率24%のリターンを上げている。高い手数料を差し引いたとしても、上場株式の年平均リターンである約10%を上回ることになる。PE業界のある調査によると、401kの貯蓄者が株式や債券の10%をPEや不動産にシフトすれば、退職後の収入を毎月200ドル増やすことができるという。

しかし、モーニングスターやボストン大学退職研究センターの研究では結果はまちまちで、否定的なものもある。2024年のボストン大学の研究によると、オルタナティブ資産を保有する年金基金の長期リターンは、株式と債券の単純な60対40のポートフォリオとほとんど変わらなかった。経済学者でボストン大学退職研究センターの創設者であるアリシア・マンネル氏は、「PEは必要のないリスクを招くことになると思う。理解できないものに投資すべきではない。PEは理解するのがかなり難しいと思う」と言う。

投資家は、勝ち組の投資信託を選ぶのと同じような問題に直面する。モーニングスター・インベストメント・マネジメントのリサーチ責任者であるハル・ラトナー氏は、間違ったタイミングでの購入や売却は、高い手数料とともにパフォーマンスを急激に低下させる可能性があると言う。

魅力的なPE業界のリターンも、少数の傑出したファンドによってゆがめられる可能性がある。モーニングスターによれば、あるPEのベンチマーク指標は、1998～2020年の23年間のうち22年間でS&P500指数を上回った。しかしそれは、米半導体大手エヌビディア<NVDA>のようなハイテク株が株式市場のリターンをけん引してきたように、少数の素晴らしいファンドによってもたらされたものだ。この研究の共著者であるリア・ミッチェル氏は、「優れたPEファンドに注目が集まっているが、それは少数派だ」と言う。

ベイン・アンド・カンパニーの最近のレポートによると、今日のもう一つの問題は、資産価格の高騰であり、バリュエーションを北米と欧州で記録的なレベルに押し上げている。営業利益に対する企業価値評価倍率は平均12倍で、5～10倍だった2000年代前半から上昇している。資産価格の上昇は、企業

が資産を売却しようとする際のアップサイドが少なくなることを意味し、トータルリターンを押し下げる可能性がある。

PEの高い経費に伴うリスクにも注意

次に経費だ。401kの投資家がどの程度の経費を支払うことになるかは不明だが、インターバル・ファンドを見てみると、あまり楽観できない。モーニングスターによれば、平均的なインターバル・ファンドの経費率は2.5%だ。これは、主に株式と債券を保有するTDFの平均0.3%の10倍近い。

仮に投資家が支払いに応じるとしても、経費の引き上げは集団訴訟を引き起こす可能性がある。建設・鉱山機械大手キャタピラー<CAT>や航空・宇宙関連大手ロッキード・マーチン<LMT>のような有名企業を標的にしたこのような訴訟が相次ぎ、401kから過剰な経費を取り戻すのに役立っているが、経費の高いファンドを提供する年金基金に冷や水を浴びせることにもなっている。弁護士の一部は、この勢いに乗ろうとしている。退職年金基金の集団訴訟専門の弁護士ポール・セカンダ氏は、「PEは401k投資家にとって不適切だと心の底から思っている。すぐにでも訴える用意がある」と言う。

PEやその他のオルタナティブ投資をポートフォリオに組み入れる方法は他にもある。退職年金基金のブローカーを通じた証券の売買（ブローカレッジ・ウインドー）ができれば、KKRやアポロのような会社の株を買うのだ。PE業界のリターンは堅調で、PEファーム各社は何年にもわたって手数料を生み出す新規ファンドのために数十億ドルを調達している。その結果、未公開企業に投資しなくても、PEファームの株式によって報われるかもしれない。

By Ian Salisbury
(Source: Dow Jones)

4. すべての経済的な痛みを反映していないインフレ指標 Inflation Numbers Don't Capture All the Economic Pain. 見落とされているお金のコスト

[コラム]

インフレ率の計算に含まれない支払い金利



Illustration by Anuj Shrestha

インフレに関する消えない疑問の一つは、一般的な指標ではすでに正常な水準に戻っているにもかかわらず、なぜ人々は依然としてインフレに対する不満を抱いているのかという点だ。

一つの説明は、人々が単に混乱している、あるいはメディアが誤解を与えているというものだ。もう一つは、「生活費」として人々が考える項目と、経済学者がインフレ率算出に組み入れる項目が一致していない可能性があるということだ。恐らく、人々は間違っているわけでも混乱しているわけでもなく、両者が単に、異なる

項目に注目しているだけかもしれない。

インフレとは、財やサービスの価格が上昇することを指す。しかし、生活費のすべてが財やサービスではない。金利の支払いも生活費の一部だがインフレ指標の算出項目には入っていない。

元米財務長官のローレンス・サマーズ氏は最近発表した興味深い論文『The Cost of Money is Part of the Cost of Living（お金のコストは生活費の一部である）』で、金利の支払いが公式統計と人々の認識のギャップの原因であることを示した。この論文では、2022年の前年比インフレ率は公式発表では9%だが、金利を考慮に入れると18%に跳ね上がり、また2023年末時点でも公式統計の3.3%に対して8%という衝撃的な分析結果を示している。この論文はやや誇張しているように思うが、核心を突いている。

従来のインフレ指標は、その時点で生産される財やサービスの価格を反映するが、資産の購入や金融取引を含まない。支出の分類を明確に行うのは必ずしも簡単ではない。例えば、住宅購入には、その月に居住する場所の購入と資産の購入という二つの側面がある。原則として、前者はインフレ率に反映されるべきだが、後者は反映されるべきではない。しかし、毎月の住宅ローンの支払いにはこの両方が含まれている。

持ち家の帰属家賃の計算方法次第で上下するインフレ率

米国の主要なインフレ指標を算出する機関である米労働統計局（BLS）は、この問題に対処するため「持ち家の帰属家賃」を推計してインフレ率の計算項目として採用している。具体的には、住宅所有者が自分の家を借りる場合の支払額を推計する。

1983年以前の手法は異なっていた。当時はその月に購入された住宅に限定して、購入価格の全額をインフレ率の計算に含めていた。現在の方法では、すべての持ち家について、その月の家賃を推計する。旧方式では、その月に購入された住宅の総コスト、つまり、将来何年にもわたって支払われる利息もその月のインフレ率の計算に含めていたのだ（厳密には、BLSは住宅ローン期間の半分の利払いを計上していた）。

住宅は消費の大きな部分を占めるため、この違いは小さくない。サマーズ氏らが指摘する通り、今日のインフレ率と1970年代のインフレ率を同じ基準で比較することはできない。「インフレ」が意味するところが、当時と現在では異なるためだ。

同じ3人のエコノミストによる以前の論文では、現在の計算方法を用いて過去のインフレ率を算出した結果、1970年代後半のインフレ率は、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）時と大差ないことが判明した。しかし、新しい論文では逆のアプローチを取り、1983年以前の計算方法を最近のインフレ率算出に適用した。これは、以前の論文で、旧計算方法に対して厳しい批判を展開していたことを考えると、やや奇妙な選択である。それでも、その結果は衝撃的だ。もし人々が公式発表の2倍のインフレを経験していれば、不満を感じるのも当然だろう。

私の見解では、最初の論文の方が正しかったと考える。BLSが旧計算方式を廃止したのには合理的な理由がある。旧計算方法では、その月に購入した住宅の将来の利払いを含めるため、金利変動の影響を過大評価する傾向があった。将来10年にわたって続く住宅ローンの支払いは購入した家のコストの一部と考えることはできるが、今日の生活費の意味のある一部とは言えない。

体感インフレ率に影響を与えるFRBの利上げ

とはいえ、利払いが人々の物価上昇の実感に影響を与えるという考え自体は理にかなっている。それはどの程度の影響を持つのだろうか。簡単な試算をしてみると、家計の利払い負担は2020年第4四半期時点で年換算で6000億ドルだったが2023年末には1兆ドルを超えた。これは、名目消費支出の2倍のスピードで増加したことになる。もしこうした利払いを消費者物価指数（CPI）の算出に組み込むとすれば、2021～2022年のインフレ率は最大で2%、2024年も約0.5%高くなる。

仮に、金融コストが財やサービスの価格の一部と考えるならば、2024年秋に人々が感じていたインフレ率は、BLSが発表した2.5～3.0%ではなく、3.0～3.5%だったと結論づけることも可能だ。

サマーズ氏らによる「お金のコストは生活費の一部である」という指摘は、現実には重要なものだ。2022～2023年の米連邦準備制度理事会（FRB）による急激な利上げが、インフレ抑制に効果があったかどうかは定かではない。しかし、家計や企業にとって借入金の返済負担が重くなったことは確かである。金融政策の決定者たちは今後、インフレ率の抑制だけでなく、利上げが債務負担に与える影響についても考慮すべきだろう。

筆者は、ニューヨーク市立大学ジョンジェイ校の経済学教授であり、米国のシンクタンク、ルーズベルト・インスティテュートのフェロー。

By JW Mason
(Source: Dow Jones)

5. 住宅市場も脅かすトランプ氏、価格高騰招く政策推進 Trump Vowed to Lower Home Prices. He Could Push Them Up. 関税と不法移民送還で建設業が苦境に

[フィーチャー]

建設業労働者の25%は不法移民



Illustration by Lynne Tuttle/Barron's; Dreamstime (3)

トランプ大統領は、記録的に高い住宅価格を含め、生活費の引き下げを公約に掲げて大統領選を展開した。しかし、トランプ政権は恐らく住宅価格を押し上げることになる政策を進めている。

関税の導入と移民の取り締まり強化を取り上げてみよう。カナダ産の木材やメキシコ産の石膏ボード、輸入家電製品に関税を課せば、住宅価格の上昇につながる。また、数百万人の不法移民を強制送還すれば、建設業界に深刻な影響を及ぼす。左派系シンクタンクのアメリカ進歩セ

ンターによると、建設業労働者の約4分の1は不法移民だという。

トランプ政権の新たな政策は、住宅市場にとって危うい時期に打ち出された。住宅価格は記録的な高

水準にあり、その主因は建設が需要に追いついていないことにある。住宅価格の高騰と住宅ローン金利の上昇が重なり、数百万もの米国人にとって家を持つ夢が遠のいている。また、山火事が多いカリフォルニア州やハリケーン被害が多いフロリダ州を含め、多くの地域で住宅保険料の急騰も大きな負担となっている。

今年、住宅購入者を取り巻く状況が劇的に改善する兆しは少ない。住宅市場調査会社ゼルマン・アンド・アソシエイツの上級副社長、アイビー・ゼルマン氏は「今春の住宅販売シーズンは、金利が下がらなければ非常に厳しいものになるだろう」と語る。住宅ローン金利は足元で6.76%まで下がったが、それでも多くの人にとって依然として手が届かない水準だ。

確かに、規制緩和や低金利政策を推進するトランプ氏の方針は、住宅建設と住宅需要の両方を刺激する可能性がある。トランプ氏は、規制要件が住宅コストに与える負担を批判する内容の大統領令に署名し、関係政府機関に住宅コストの引き下げと供給拡大を指示した。また、スコット・ベッセント財務長官が長期金利の引き下げに注力すれば、住宅ローン金利が低下して住宅購入者に恩恵をもたらす可能性がある。

住宅問題の主因は需給のミスマッチ

米国の住宅問題は、大部分が供給と需要のミスマッチに起因している。フレディマック（連邦住宅貸付抵当公社）の副チーフエコノミスト、レン・キーファー氏は、現在の建設ペースでは、必要とされる370万戸の住宅供給を満たすには3年以上かかると試算している。過去5年間、米国では一戸建て住宅が毎年平均で100万戸しか建設されておらず、この傾向は今年も続くと予測されている。

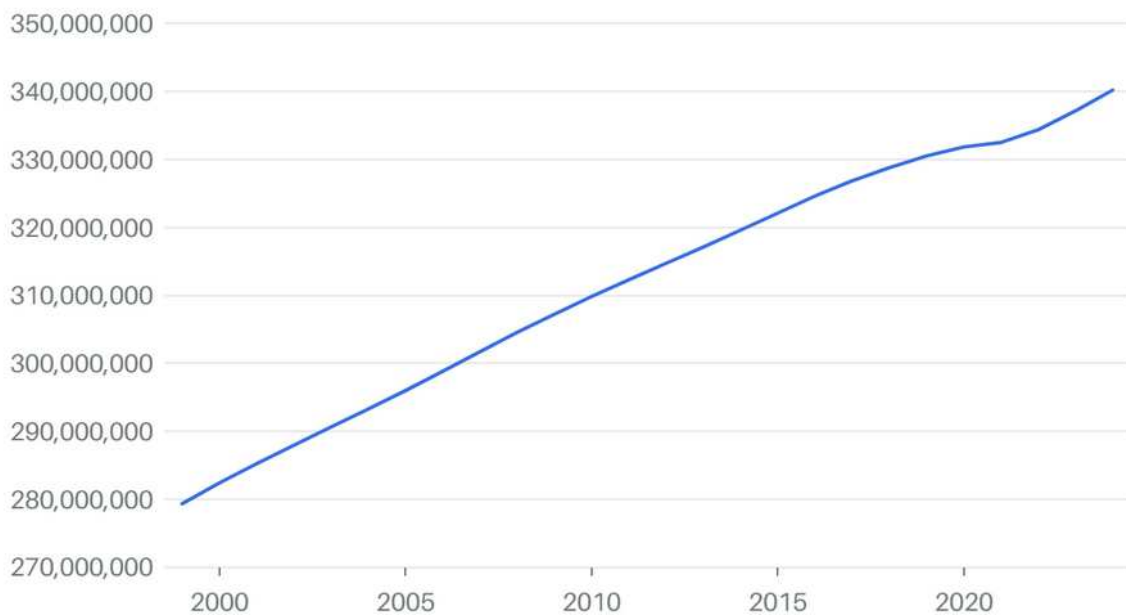
新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）後、インフレは米国経済のあらゆる分野を直撃し、建築資材の価格も大幅に上昇した。全米住宅建設業者協会（NAHB）によると、パンデミック開始以来、建設資材のコストは30%超上昇している。ロックダウンによるサプライチェーン（供給網）の混乱で、窓やドア、家電製品などあらゆるものが不足するなか、住宅購入の需要は最高潮に達しつつあった。

事態はさらに悪化する恐れがある。カナダとメキシコに対する新たな関税の導入は、住宅建設のサプライチェーンに混乱をもたらし、最終的には購入者の負担増につながると業界関係者は警告する。NAHBの最高経営責任者（CEO）のジム・トービン氏は「建設コストの上昇は避けられず、結局は住宅購入者や賃貸住宅の入居者が負担を背負うことになる」と述べた。

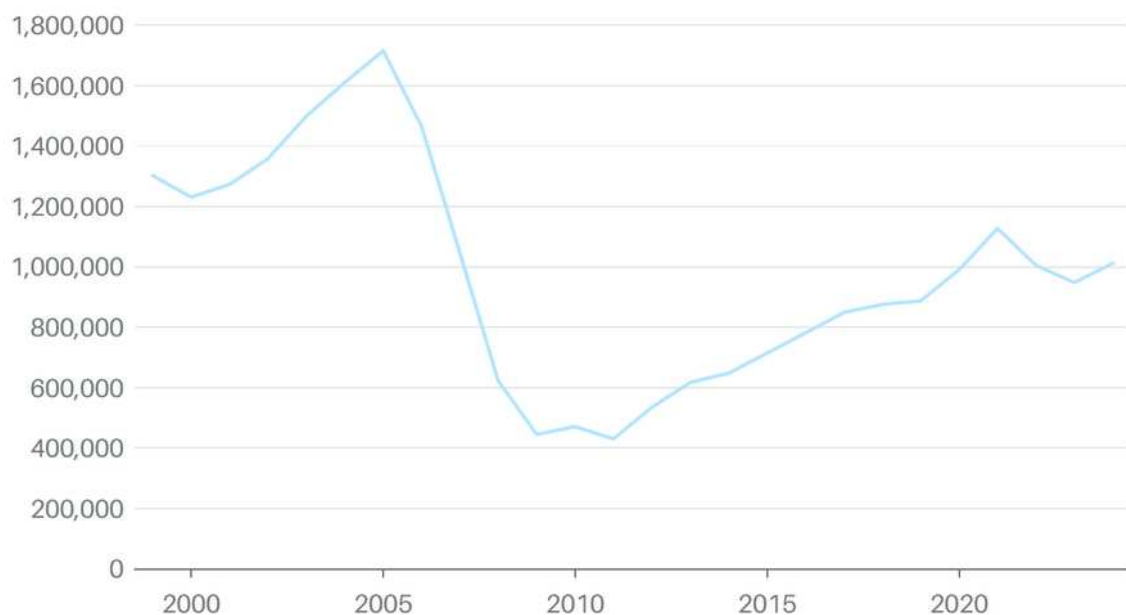
特に懸念されているのは、カナダ産の木材や石膏ボードの原料となるメキシコ産の石膏、そして中国製家電に対する関税だ。トランプ氏は2月初旬に関税の導入を発表したが、カナダとメキシコへの適用は延期した。一方で、KBWのアナリスト、ジェイド・ラーマニ氏は、住宅建設業者は代替供給先の確保や新たな資材の利用を模索している、と指摘する。ラーマニ氏は「影響を避けられないのは間違いない」と言い、新たな木材関税によって住宅建設業者の利益率は最大3%ポイント低下する可能性がある、と最近書いている。

Housing Lags Population Growth

Population has been steadily increasing in recent decades...



...but housing starts have been much more subdued.



Note: Housing starts reflect single-family construction

Sources: U.S. Census Bureau and U.S. Department of Housing and Urban Development, U.S. Bureau of Economic Analysis via Federal Reserve Bank of St. Louis

住宅供給が人口増加に追いつかない

住宅業界では、関税は交渉上の駆け引きであって、実際に発動されることはないだろうという希望的観測も一部にはある。とはいえ、関税の脅威は住宅市場に大きな打撃を与えている。住宅建設業の景況感を示すNAHBセンチメント指数は2月に5ポイント低下し、昨年5月以降最大の下落幅となった。全

米住宅建設業協会（NAHB）のチーフエコノミスト、ロバート・ディーツ氏は「関税の規模と範囲が不透明であるため、建設会社はコストを懸念している」と語る。

住宅リサーチのゼルマン氏は「今や強制送還リスクを巡る懸念の方が大きい」と語る。ゼルマン・アンド・アソシエイツが1月に実施した調査に回答を寄せた住宅建設会社の4社に1社が移民局による捜査を懸念し、下請業者の間で欠勤率が高まったという。最も影響を受けたのが、ルイジアナ州バトンルージュ、シカゴ、カリフォルニア州ベーカーズフィールド、テキサス州サンアントニオ、オースチン、ノースカロライナ州グリーンズボロ、サウスカロライナ州マートルビーチだった。

建設中の住宅を完成させる労働力を確保できない住宅建設会社は大きな痛手を被るだろう。ゼルマン氏は、「住宅を販売できず、資本が回転しなければキャッシュフローが減少し、リターンは低下する。追加的な人件費を支払うことにもなるだろう」と語る。

住宅供給以外にもリスクは存在する。ファニーメイ（連邦住宅抵当公庫）とフレディマックは住宅ローン市場における二大業者で、ローンの買取、証券化、保証を行うが、2008～2009年の世界金融危機以来、政府の公的管理下に置かれている。第1次トランプ政権は2社を公的管理から外すことを試みたが、立ち消えになった。

住宅ローン市場の巨人が政府からの暗黙の保証を失えば、住宅ローン金利は恐らく上昇する。米抵当銀行協会（MBA）のボブ・ブルークスミットCEOは「米国の住宅ローン市場の仕組みは、恐らく当初の構想通りにはなっていないものの、世界の憧れの的だ。公的管理下から責任ある離脱をすれば、ファニーメイとフレディマックの住宅ローン担保証券（MBS）に明示的な政府の保証が必要だろう。そうでなければ現在の仕組みを危険にさらす恐れがある」と語る。

政府が両社の公的管理をどのように解除するか、そもそも解除すべきかについてはまだ結論が見えていない。ファニーメイとフレディマックを監督する連邦住宅金融局（FHFA）の次期局長にトランプ大統領から指名されたビル・パルト氏は、先月27日の上院銀行・住宅・都市委員会による就任公聴会でリスクに言及した。祖父が住宅建設会社パルトグループ<PHM>を創業し、取締役を務めていたパルト氏は「ファニーメイおよびフレディマックの公的管理は永遠に続くはずはなく、公的管理の終了を慎重に計画し、住宅ローン金利を上昇圧力にさらすことなく、住宅市場の安全性および健全性を確保しなければならない」と述べた。

遠のくマイホームの夢

住宅の購入は高価格と中古住宅の在庫不足から既に減速している。住宅建設会社は買い手を引き付けようと金利のインセンティブを提供してきたが、投資家は住宅建設セクターに手厳しい。上場投資信託（ETF）のiシェアーズ米国住宅建設ETF<ITB>は年初来約3.3%下落しているのに対し、S&P500指数は1.9%の下落にとどまっている。BTIGのアナリスト、カール・レイカート氏は「住宅建設株に対する懸念は利益率が圧迫される点だ」と指摘する。

複数のアナリストが「直近の住宅建設業者の株価下落は、長期投資家には絶好の買い場だ」と本誌に語る。人口動態的に依然として長期的には新規住宅需要は根強く、住宅のアフォーダビリティ（価格の手頃さ）が改善すれば上向くはずだ。このような懸念をうまく乗り切るうえで、とりわけ上場住宅建設会社は格好の立ち位置にいるだろう。直近の決算発表コンファレンスコールで多くの企業が業界

内の関係性に言及し、移民政策の変更による影響について、現状では労働力面の不都合は生じていないと語った。大手ほど供給面のコスト管理ができているのは、サプライヤーとの関係性や規模の経済によるところが大きい。

しかし、業界への逆風は数カ月あるいは数年単位で新築住宅建設に影響を与えそうだ。そうすると住宅価格はさらに押し上げられ、マイホームの夢はますます遠のく。MBAのブルークスミット氏は「住宅価格が手の届かないところまで上昇してしまう事態が懸念される。マイホームを諦めざるを得ない世代が出てきてほしくない」と語る。

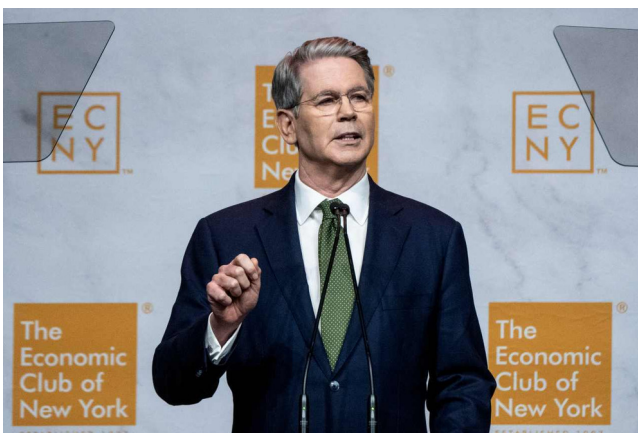
By Shaina Mishkin
(Source: Dow Jones)

6. トランプ大統領が画策する世界的な「パラダイムシフト」

[コラム]

Trump Is Engineering a Global Paradigm Shift.
米国株には逆風に

基軸通貨国が抱える負の側面



Victor J. Blue/Bloomberg

数週間の混乱を経て、トランプ大統領は新たな世界経済秩序の構築に着手した。それが投資家にとって最終的に何を意味するのかはまだ分からない。しかし、株式市場や債券市場、外国為替市場、コモディティー市場を動かしている力は、現時点では予測不可能な変化を遂げるだろう。これまでのところ、主な影響は米株式市場の時価総額が1月20日の大統領就任式以降、3兆ドル減少したことだ。今後も急激な変化が続く見込みであり、投資家にとって唯一合理的な対応は、流動性を維持し、機敏に対応することだ。

ニュースの見出しは関税の発表や米連邦政府職員の解雇（および、その一時停止や撤回）の話ばかりだが、他の国々もトランプ氏によって政策の抜本的な見直しを余儀なくされている。これらの国々は、経済成長の主な原動力として貿易よりも内需を重視するようになり、その結果、米国の対外貿易の基本構造が変化することになるだろう。また、欧州は自らの防衛についてより多くを負担するようになるだろう。

ドイツは先週、政府債務と軍事支出に関する制限を緩和し、防衛費とインフラ支出の大幅な増額を発表した。ドイツ銀行のエコノミスト、ロビン・ウィンクラー氏によれば、今後、旧東ドイツの統合時と同水準の金額を支出する見込みだ。スコット・ベッセント米財務長官は、これを「トランプ大統領の大胆な国際的アジェンダ」の「初期の大成果」と評し、「野放図な貿易不均衡」の再編という文脈に位置付けている。これについて理解を深めるには、トランプ氏が大統領経済諮問委員会（CEA）委員長に指名したスティーブン・ミラン氏の世界の貿易・金融システムに対する批判を読むと良い。

米国は外貨準備、貿易、金融における世界の基軸通貨であるドルの発行国であるが故に、対外収支が一貫して赤字となっている。世界にドルを供給するため、輸出を上回る輸入をする必要がある。その結果、米国人は収入を超える支出が可能になり、貯蓄は投資を下回っている。貯蓄不足は、大半が連邦政府の財政赤字となり、海外資本によって賄われている。

ドルが基軸通貨であることが、米国に世界中の資本が流入する唯一の理由ではないのは確かだ。米国例外主義の象徴が時価総額が最も大きい7社であるマグニフィセント・セブン（M7）であり、米国以外の市場でポートフォリオを分散化させるのは不利な結果を招く。さらに、トランプ氏が500万ドルの「ゴールドカード」で誘致を図っている世界の富裕層にとって、米国は最高の選択肢の一つだ。

ドルの魅力の裏側にあるのが恒常的な貿易赤字だ。米国の消費者にとって輸入品が安くなり、輸出企業にとっては不利になる。他の国々が自国経済をけん引するために入門経済学で習う比較優位モデルの域を超えて輸出を利用したため、米国の消費者が世界全体の消費を担う結果となり、多くの産業が失われて多くの米国人の生活水準が低下し、それがトランプ氏が大統領に2回選出される原動力となった。

輸出依存型から内需依存型への転換

ドイツの次期首相として有力視されているキリスト教民主同盟（CDU）のフリードリヒ・メルツ党首の「あらゆる手を尽くす」宣言と呼ばれているのが、欧州最大のドイツ経済の輸出依存型から内需依存型への転換だ。2月28日のトランプ氏とウクライナのゼレンスキー大統領の米大統領執務室での口論の後、ドイツ政府が軍事費に対する従来からの制限を撤廃したのも偶然ではなさそうだ。

証券会社ストラテガスの政策調査チームの顧客向けレポートは、欧州の指導者らは、トランプ政権の関税による脅しや対ウクライナ支援撤回を受け、もはや米国が防衛や経済に関する安全保障を欧州に提供するとは考えていないと述べ、「結果として米国は財政支出のバトンを米国以外の国々に渡しつつある」としている。

調査会社エグザンテ・データのクリス・マーチ氏の分析によれば、米国は国内総生産（GDP）の3.5%を防衛費に充てざるを得なかったが、その背景には、西半球と太平洋で二つの戦線を防衛しなければならないことがある。北大西洋条約機構（NATO）加盟国全体ではGDPの2.5%だったが、過去10年の大半において、欧州とカナダの防衛支出はGDPの約1.5%だった。防衛とインフラに対する過去の支出不足を補うため、ドイツは今後10年にわたり年率約2〜3%で支出を増やす計画だ。

ドイツの財政方針変更により、ベンチマークとなる10年物ドイツ国債の利回りは3月5日、30ベースポイント（bp）上昇し、1日の上昇幅としては1997年以降で最大となった。これは通常リスクフリーとされている証券の価格が、ダウ工業株30種平均換算で1000ポイント超下落したに等しい。このドイツ国債の利回り上昇は、実質成長率と政府負債増加の見通しを反映したものだ。

ドイツほどの規模ではないが、中国も先週、国内消費を刺激し、不動産市場の低迷による根強いデフレを食い止めるため、財政支出の拡大を発表している。国内経済の低迷を貿易で相殺するのが中国政府の主要戦術だった。調査会社TSロンバードの中国リサーチ責任者ローリー・グリーン氏の調査レポートによると、GDPに占める輸出の割合は2024年に過去18年間（コロナ禍で影響を受けた2020年は除く）で最大となった。

先週の全国人民代表大会（全人代）で発表された政策パッケージは、GDP成長率目標が「5%前後」であることを確認したにすぎないが、この水準を達成するには国内需要の大幅な拡大が必要だ。トランプ政権によって対米輸出に10%の追加関税が課せられたため、貿易に成長の原動力を期待できない。グリーン氏によれば、2025年の成長目標を達成するには、消費と投資を43%増やす必要がある。

グリーン氏は、習近平国家主席は成長を望んでおり、それが中国株式相場が大幅に上昇する要因となっていると話す（上場投資信託＝ETF＝のiシェアーズ中国大型株ETF＜FXI＞は1月上旬から29%上昇）。中国共産党にとって株価や不動産価格が懸念材料であり、中国政府はさまざまな市場支援策を繰り出すとみている。グリーン氏は、中国における抗議活動件数の増加を示すグラフを掲載したりレポートで「重要なのは所得の増加と信頼感だ」と書いており、経済は中国政府にとって国家的、社会的な安全保障の問題だと指摘する。

トランプ・プットは存在するのか

トランプ氏が関税を発表し、それを場合によっては数時間で停止するという状況が続く中、RBCキャピタル・マーケットの米国株式チーフストラテジスト、ロリ・カルバシーナ氏は顧客向けレポートで、「関税は交渉戦術にすぎず、長期にわたる現実となる可能性は極めて低いと主張し続ける投資家は、単にトランプ政権が言っていることに耳を傾けていないか、パラダイムシフトが進行中であることを理解できていないかのどちらかだ」と書いている。

株式市場における「トランプ・プット」の存在について、カルバシーナ氏は3月6日のニューヨーク経済クラブにおけるベッセント財務長官のプレゼンテーションの「ウォール街はこれまで素晴らしい実績を上げ、今後も上げ続けるだろう。しかし、この政権が重視するのは、それ以外の一般社会（メインストリート）だ」というコメントが、株式投資家を満足させることが現政権の現時点における最優先事項ではないことを示唆していると付け加えている。ベッセント氏が政権の目標として挙げたのは、住宅ローン金利が連動する10年物米国債の利回りだ。トランプ大統領就任前の4.58%から4.25%に低下しているが、これは主として米株式市場が同期間に3兆ドル超の時価総額を失った際のリスク回避を反映したものだ。

投資家は、足元の優先事項を認識する必要がある。ワシントンでは、そして恐らく米国以外でも、政策がほとんど時間刻みで変化し、予測不能であることを考えると、投資ポートフォリオについて断言的な物言いをするのはばかげているように思われる。トランプ氏でさえ先週、株式相場が昨年9月以降で最悪の週間パフォーマンスへと向かう中、連邦議会における施政方針演説で「多少の混乱」について言及した。ベッセント氏は3月7日、CNBCのインタビューで、経済は「デトックス期間」に向かっていると警告した。

米国例外主義とM7を買い、他の地域を回避し、債券を売るという2025年初頭のハイ・コンベクション・トレードの中でも特に確信度の高かった戦略はひっくり返った。1月20日以降、中国株とドイツ株の株価が2桁台の上昇となる一方で、米国株、特にIT株や一般消費財株は下落している。

経済調査コンサル会社キャピタル・エコノミクス社のチーフ・マーケット・エコノミスト、ジョン・ヒギンス氏は、年末のS&P500指数目標水準を7000（現水準比30%超の上昇）に据え置いた。2025年通年で中国とドイツの株式相場をアウトパフォームするとみており、3月7日の顧客向けレポートで、中

国の人工知能（AI）開発企業ディープシーク（深度求索）を巡る報道にもかかわらず、AIをテーマとするトレードは死んでおらず、米国経済も堅調に推移するはずだとしている。また、金利先物市場では、米連邦準備制度理事会（FRB）が3回の利下げを実施すると予測されているが、10年債利回りが4.75%まで回復し、今年に入って上昇した債券価格も反落するとみている。

テクニカルな面では、調査会社エバーコアISIの株式・デリバティブ・ストラテジストの3月7日のレポートによれば、S&P500指数は重要な200日移動平均線（約5700）近辺で推移している。今週は、3月12日に25%の鉄鋼・アルミニウム関税が発効し、3月14日には政府機関が閉鎖される可能性があるなど、市場に対するトランプ氏の姿勢が試される週となる。資産クラスや市場の分散を図り、健全な水準の投資可能資金を維持しておくことが、消極的に見えるかもしれないが、最も低リスクの方策だ。

関税や貿易、地政学に関する衝撃的なニュースが続いた後、3月7日に発表された2月の雇用統計は期待外れの内容だった。非農業部門就業者数の増加は15万1000人とエコノミストのコンセンサス予想に近かったが、失業率は0.1%上昇して4.1%となり、いわゆる不完全雇用率は、パートタイムで働くフルタイム雇用希望者が増加したことを主因に0.5%ポイント上昇して8.0%となった。

それでも、FRBのパウエル議長は3月7日、利下げを急ぐ必要はないとの考えを改めて示した。連邦公開市場委員会（FOMC）の3月18、19日の会合で動きはない見通しだが、年末のフェデラルファンド（FF）金利誘導目標に関するFOMCメンバーの予測を含む最新の経済見通しが公表される。それまでに何が起きるか誰にも分からない。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. 投資家のムードは悪く、今回はその見方が正しいかもしれない

[米国株式市場]

Investors Are in a Bad Mood. This Time, They Might Be Right.

少なくとも物色対象のシフトはありそう

政策の不透明感で急落



Charley Triballeau / AFP / Getty Images

週末7日の米株式市場は上昇したが、市場が不吉なパターンから抜け出せないという事実は隠しようがないし、今後どのような展開になるか不透明だ。

関税のニュースで市場は揺さぶられ、株価指数の週間パフォーマンスは過去数カ月間で最悪を記録した。S&P500指数は7日に0.6%上昇したが、週間では3.1%安の5770.20で引け、昨年9月以降で最悪の週となった。年初来からは1.9%の下落だ。他の指数を見ると、ダウ工業株30種平均は2.4%下落して4万2801ドル72セント、ナス

ダック総合指数は3.5%安の1万8196.22となった。小型株のラッセル2000指数は4.0%下落し、2075.48で週末を迎えた。

最大の問題は連邦政府の不透明な政策であり、これが多くの企業に投資の決定を保留させる要因となっているようだ。トランプ大統領は、カナダ、メキシコ、中国に新たな関税を課したが、その一部を撤回し、さらに多くの撤回があると約束した。

米連邦準備制度理事会（FRB）が先週発表した最新の地区連銀経済報告（ページブック）には、「不確実性」という言葉が47回も出てきた。ページブックは米国全土の経済状況をまとめているが、1月発表分よりも「不確実性」に対する言及が約3倍に増えた。

雇用統計は堅調だったが懸念材料も

Market Snapshot



Source: FactSet

一方、景気が比較的持ちこたえている点は好材料だ。7日に発表された2月の雇用統計で非農業部門就業者数は15万1000人の増加となり、市場の予想を下回ったが、それほど大きな乖離（かいり）ではなかった。FRBのパウエル議長は7日にニューヨークで行った講演で、経済は「良い状態」にあると述べ、投資家を安心させた。

しかし投資家は、事態がさらに悪化するかのよう動いている。ジャナス・ヘンダーソン・インベスターズの投資マネジャーによると、米国債の利回りは「米国の成長鈍化の兆候に対する懸念」によって低下しているという。米10年物国債の利回りは1月には4.8%を超えていたが、先週末は4.3%だった。雇用統計では、経済的理由によりパートタイムで働く人の数が急増するといった懸念材料もあった。雇用主がフルタイムの雇用に代わってパートタイム労働者で埋め合わせているのであれば、景気に対する赤信号になる可能性がある。

下値不安の少ない銘柄や米国以外へシフト

一部の投資家は、困難な状況下でも業績を上げられる企業を選別している。先週の市場では、本誌が推奨したディスカウント・チェーンのダラー・ゼネラル<DG>やパーソナルケア用品大手のコルゲート・パルモリブ<CL>など、安全な逃避先としての銘柄が数少ない勝ち組となった。節約志向の買い物客に低価格で訴求しているダラー・ゼネラルの株価は先週11%上昇した。

生活必需品株が上昇する一方で、これまで市場を先導していた銘柄には陰りが見えている。6日にハイテク株比率の高いナスダック総合指数は昨年12月の高値から10%以上下落し、調整局面に入った。先週大きく下落した銘柄の中には、2月半ばにかけて20連騰したばかりのソーシャルメディア大手メタ<META>（旧フェイスブック）が含まれている。人工知能（AI）関連銘柄は特に軟調だった。AI半導体メーカーのマーベル・テクノロジー<MRVL>は好決算だったにもかかわらず、発表後に売られた。

トランプ大統領の政策が米国以外の市場を後押しし、市場では「MAGA（Make Amerika Great Again）はMEGA（Make Europe Great Again）に置き換わった」との皮肉も聞かれる。ラザードのチーフ・マーケット・ストラテジストであるロナルド・テンプル氏は、米国株が関税関連で軟調な一方、欧州株のアウトパフォームは続くとみている。

「米国市場は、貿易政策の不確実性がもたらす潜在的なマイナスの影響を織り込み始めたばかりであり、今後さらに下落する可能性が高い。米国外に、バリュエーションがかなり低く、上昇余地が過小評価されている可能性のある市場が多数ある」と、本誌に宛てた電子メールでテンプル氏は書いている。

この状況はいつまで続くのだろうか。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

8. テクニカル分析で予想するマグニフィセント・セブンの株価の行方

[ハイテク]

The Mag 7 Stocks Are No Longer Magnificent.
反発もレンジ相場が続く可能性

株価下落は必ず底がある

このところ、マグニフィセント・セブン（M7）と呼ばれる大手ハイテク企業7社の株価はいずれも低調だ。3月6日の終値をみると、電気自動車（EV）メーカーのテスラ<TSLA>の株価は52週高値の約480ドルから45%下落し、アップル<AAPL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アルファベット<GOOGL>、メタ<META>（旧フェイスブック）、マイクロソフト<MSFT>、米半導体大手エヌビディア<NVDA>の株価は過去最高値から平均で16%下落している。懸念材料は、不透明な米国の貿易政策による景気減速、人工知能（AI）を巡る中国との競争、そしてテスラの場合は最高経営責任者（CEO）のイーロン・マスク氏による政治活動がEVの販売に与える影響だ。

だが、テクニカル分析に詳しい投資家なら、株価は必ず底があることを知っている。問題は、株価は



Na Bian/Bloomberg

底値に達するまでにどれだけ下落しなければならないのか、だけである。

テクニカル分析は、過去の株価と値動きのグラフを使用して、どの水準で投資家が株式の売り買いを入れる可能性があるかを割り出す手法だ。下値支持線（株価上昇に賭ける楽観主義者が買いを入れる可能性のある株価を表す）と上値抵抗線（懐疑的な投資家が売却を決める可能性のある株価を表す）を引き、過去の株価の推移である50日移動平均線と200日移動平均線を用いて株価反転のタイミングや度合いを見極める。

る。

良いニュースは、少なくともチャートによると、M7は反発が見込まれることだ。ほとんどのM7銘柄の株価が今や、反発の目安である200日移動平均線に近づいているうえ、売られ過ぎている（つまり下落率が既に非常に大きくなっている）とみられるからだ。

■ アップルとマイクロソフトが大きく反発する可能性は低い

とは言え、株価反発の可能性は銘柄によって異なる。フェアリード・ストラテジーズの創業者でテクニカルアナリストのケーティー・ストックトン氏がM7の中で最も選好度が低いとしている銘柄は、アップルとマイクロソフトだ。弱気筋は、アップルのiPhone（アイフォーン）16の買い替え需要喚起力の弱さ、マイクロソフトのクラウドサービスの成長の鈍化を問題視している。それでも両社の株価はかなり持ちこたえており、最高値からの下落率はアップルが9%、マイクロソフトが15%となっている。しかしストックトン氏は、両銘柄とも大きく反発する可能性は低いと言う。アップルは220～250ドル、マイクロソフトは390～440ドルのレンジ内で推移する可能性が高い。

■ エヌビディアは大幅反発したとしても一時的と予想

エヌビディアも200日移動平均線を下回っているが、52週高値からの下落率は26%と大きいため、20%程度反発する可能性がある。しかも、3月17日から開催される年次開発者会議「GPUテクノロジー・カンファレンス」（GTC）というカタリストもある。ただし、反発は一時的なものに終わる可能性が高い。2023年と2024年の上昇率がそれぞれ240%と170%と大きかったことから、しばらくはレンジ内で推移する可能性が高いとストックトン氏はみている。

■ アルファベットとアマゾンに10%程度の上値余地

アルファベットは最高値から15%下落しているものの、200日移動平均線をやや下回る水準にある。アマゾンは最高値から17%下落した後、現在は200日移動平均線上を推移している。両社ともにマイクロソフトと同様、クラウドの成長鈍化が足かせとなっている。それでも、50日移動平均線とのギャップを縮めるため、10%ほど上昇する可能性がある。

上値余地が最も大きいのはテスラ、推奨銘柄はメタ

M7銘柄の中で最も興味がそそられるのは最高値からの下落率が最も大きいテスラかもしれないとストックトン氏は言う。株価は、200日移動平均線をやや下回る一方で50日移動平均線を100ドル以上も下回る水準にある。テスラの200日移動平均線と50日移動平均線のギャップはM7銘柄の中で最も大きい。そのため、投資家の懸念が和らいだ場合の上値余地もテスラが最も大きい。

テスラ株が売られ過ぎている理由は幾つかある。2025年初めの全世界での販売実績は前年同期比で減少した。CEOであるマスク氏の政治活動がテスラのブランド力に影響を与え、環境への配慮を重視する政治的に左寄りの消費者（コアな買い手）を遠ざけているのではないかと懸念を高めている。

ストックトン氏が推奨するM7銘柄はメタだ。株価は628ドルで、52週高値から15%下落しているが、200日移動平均線よりもかなり高い水準にある。チャートは2026年に750ドルまたは930ドルに上昇する可能性があることを示している。

当面は値固め局面に

チャートは投資家に警告も発している。M7は反発したとしても、ほとんどの場合はレンジ相場に陥る可能性が高い。過去2年間で大幅に上昇した（M7銘柄の平均年間上昇率は2023年が110%、2024年が60%）ため、しばらくは値固めが続くとストックトン氏は予想する。

ストックトン氏はファンダメンタルズの観点から株価を予想しているわけではない。だが投資家は、チャートを早計に無視すべきではない。チャートにはその時々すべてのセンチメントやニュースが反映されているからだ。

現在ほど不確実な荒波の市場では、株価のチャートが最良の地図かもしれない。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

9. 「トランプ関税」は米経済を失速させるだろうか？

[経済政策]

Will Tariffs Chill the Economy? It Depends on the Consumer.

景気の先行きは消費者次第だ

米経済を揺さぶる関税政策の不確実性

筆者は最近、休暇でベトナムを訪れた。ハノイ行きの飛行機に乗り込み、異国の料理や観光地を想像しながら期待を膨らませていた。

しかし飛行機の窓から見下ろすと、目に飛び込んできたのは、地上のトヨタ自動車<TM><7203>とホンダ<HMC><7267>の巨大なロゴだった。トヨタ自動車とホンダは、ハノイから1時間ほどの距離に製造拠点を有しており、その敷地内に大きく掲げられていたロゴは数千フィートの上空からでもはっきりと見えた。



Scott Olson/Getty Images

これらの工場は主にベトナム国内市場向けの生産を行っているが、この光景は世界貿易を支える相互に絡み合ったサプライチェーン（供給網）の存在を思い起こさせた（仕事脳をオフにするなんて、もう無理だ）。ベトナムは、トランプ大統領が前回1期目の任期中に中国に課した関税の恩恵を大いに受けた国の一つであり、今回の貿易戦争が激化するにつれてさらに利益を得ることになるだろう。

一方、米国は今回の貿易戦争において敗者となる可能性があるが、それは報復関税の影響によるものではない。むしろ、トランプ氏が進める関税政策とその潜在的な影響に関する不確実性が続くことで、企業や消費者の信頼感が損なわれ、支出や消費が大幅に抑えられる可能性がある。その結果、経済が減速することになるかもしれない。支出や消費が近年の経済成長の原動力となってきたからだ。

トランプ大統領は3月4日、カナダとメキシコに対する25%の関税を発動し、中国には10%の追加関税を課した。これを受けてカナダと中国は即座に報復措置を講じ、またメキシコも9日までに対応を発表する予定だ。しかしトランプ大統領は、6日には米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）の基準に適合した輸入品について関税を4月2日まで適用除外する大統領令に署名した。

消費者マインドは既に悪化

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、仮に関税が4月に全面的に適用された場合でも、米国経済への悪影響は軽微なものにとどまるとの見方を示す。スロック氏は、関税がインフレ率を0.5%ポイント押し上げ、今後数四半期にわたって国内総生産（GDP）成長率を0.4%ポイント押し下げると予測している。

しかし、より深刻な影響が生じる可能性もある。スロック氏は5日の朝に、「最大の下振れリスクは、政策の不確実性が経済活動を急停止させることだ。消費者が自動車の購入を控え、レストランや旅行を避け、企業が雇用や設備投資を抑制すれば、経済は急速に冷え込むだろう」と指摘した。

実際、消費者心理はこの1カ月で既に大幅悪化している。2月のミシガン大学の消費者信頼感指数は低水準にとどまり、1月比で約10%低下し、昨年12月比では約12.5%の下落となった。さらに、ニューヨーク連銀が5日に発表した地域企業景況感調査では、企業は今後1年間のインフレ率見通しを上方修正していることが分かった。製造業では今後数カ月のインフレ率を3.5%と見込んでおり、前年同期の3%から上昇した。またサービス業では4%のインフレ率を見込んでいる。長期的なインフレ率見通しは依然として3%前後となっている。

FRBは早ければ5月に利下げ観測も

短期的には、米国の消費者は関税引き上げによる価格上昇を見越して、来月中に耐久消費財を購入する可能性が高いため、経済指標には直ちに影響が現れないかもしれない。しかし、パンテオン・マクロエコノミクスの米国チーフエコノミスト、サム・トムズ氏は、第2～第3四半期にかけて急激な景気後退が起こる可能性があるという警告をする。

トムズ氏は、関税の影響で財（商品価格）のインフレ率は上昇するが、一方で賃金圧力が緩和されることでサービス価格のインフレ率は低下する可能性があるという指摘をする。そうなれば、米連邦準備制度理事会（FRB）が年内に複数回の利下げに踏み切る可能性が出てくる。今後数カ月間で消費者信頼感が大幅に悪化すれば、最初の利下げは早ければ5月にも実施されるかもしれない。

現在の先物市場の取引状況を見る限り、投資家はこのシナリオを織り込んでいないが、関税政策が変更されれば市場の見方も変化する可能性がある。貿易政策を決定するのはホワイトハウスだが、その経済的影響を最終的に決めるのは消費者だ。

By Megan Leonhardt
(Source: Dow Jones)

10. 最上位の大富豪が寄付金額ランキングに入らない理由は？ Why Some of America's Richest People Are Missing From a List of Donors 寄付の公開に関する考え方はさまざま

[経済関連スケジュール]

匿名の寄付者も存在



Illustration by Elias Stein

慈善活動専門誌「クロニクル・オブ・フィランソロピー」（以下、クロニクル）の年次ランキング上位50位を見渡すと、ある事実気づく。多くの著名な大富豪がこのリストに載っていないのだ。しかし、彼らが寄付をしていないわけではない。単に公表していないだけかもしれない。ランキングの責任者であるマリア・ディメント氏は、「クロニクルに載らなければ、寄付先などを説明する必要がなくなるから」と語る。同プロジェクトでは、数十名に及ぶ非営利団体（NPO）や寄付提供者に対し、調査やインタビューを実施している。

例えば、マッケンジー・スコット氏を見てみよう。最新のブルームバーグの億万長者一覧によると、彼女の純資産は380億ドルに上る。自身が運営するWEBサイト「イールド・ギビング」（資産を差し出すの意）では、2020年以降に192億5000万ドル超を寄付したと公表している。しかし、寄付は助言ファンドを通じて行われており、寄付額を公表する義務はない。ディメント氏によると、スコット氏とその団体の責任者は、クロニクルへの寄付金額の公開予定はないという。

実際、フォーブス誌の長者番付に名を連ねる米国人上位400名のうち、クロニクルのランキングに登場するのはわずか19名に過ぎない。一方で、マイケル・ブルームバーグ氏は2年連続でクロニクルのランキング首位に輝いた。昨年、幾つかのNPOに37億ドルを寄付しており、その中には母校ジョンズ・ホプキンス大学への10億ドルも含まれる。この寄付は、医学部の学生の授業料や諸経費、看護および公衆衛生の学生への資金援助に充てられている。

ブルームバーグ氏の昨年9月時点での純資産は少なくとも1050億ドルで、フォーブス長者番付では10位にランクインしている。クロニクルによると、ランキングに登場する大富豪19名の寄付額は、昨年の全寄付金額162億ドルのうち123億ドル以上を占め、前年から32%増加した。ブルームバーグ氏は、ギビング・ブレッジに署名した13名の最上位慈善家の一人でもある。ギビング・ブレッジとは、自身の資産の少なくとも半分以上を寄付することを誓約する制度（法的拘束力はない）で、ビル・ゲイツ氏、メリンダ・フレンチ・ゲイツ氏、ウォーレン・バフェット氏によって2010年に設立された。現在、179組の個人または夫婦が署名している。

多額の寄付金は医療系学生への資金援助などに活用

Top Ranked Donors in the U.S. Last Year

Michael Bloomberg ranked No. 1 last year too, then with \$3 billion in gifts. He gives directly and through Bloomberg Philanthropies.

Rank	Name	2024 Donations (billion)
1	Michael Bloomberg	\$3.7
2	Reed Hastings and Patty Quillin	\$1.6
3	Michael and Susan Dell	\$1.5
4	Warren Buffett	\$1.2
5	Priscilla Chan and Mark Zuckerberg	\$1.1
6	Ruth Gottesman	\$1
7	Melinda French Gates *	\$0.5
8	Thomas Golisano	\$0.5
9	Diana and Roy Vagelos	\$0.5
10	Penny and Phil Knight	\$0.4

Note: *Estimated gifts

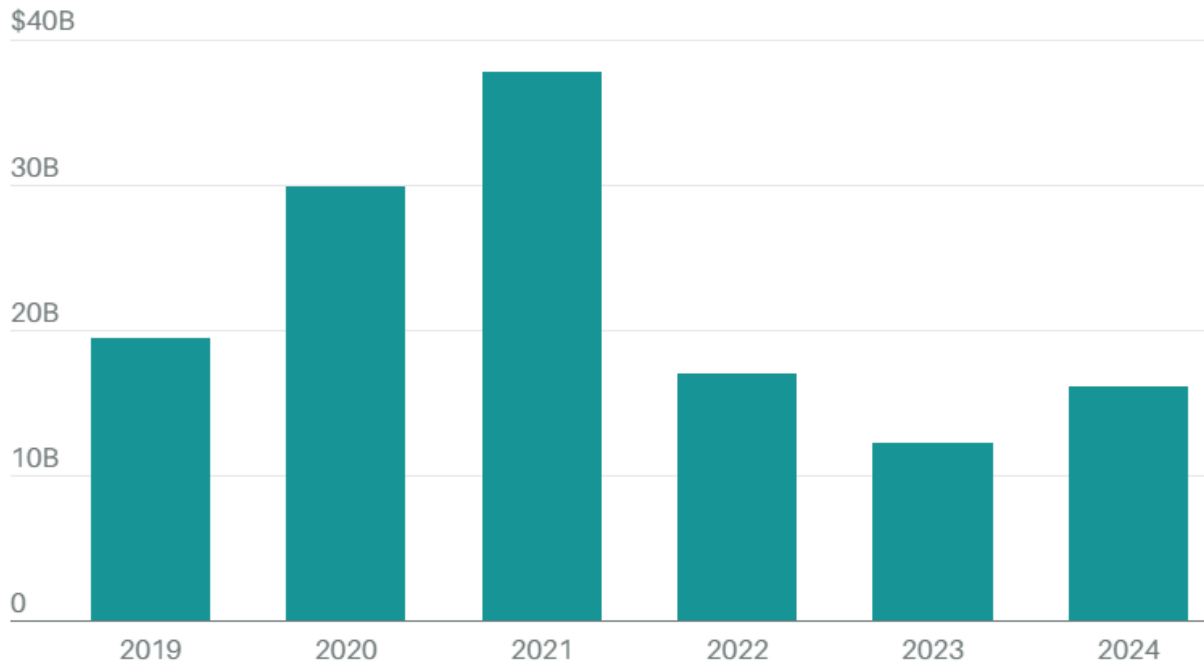
Source: Chronicle of Philanthropy

クロニクルのランキングには新顔も登場した。ルース・ゴッツマン氏は10億ドルを寄付し、ランキング圏外から一気に6位に浮上した。この寄付は、自身が小児科教授を務めるアルバート・アインシュタイン医科大学の授業料無償化に充てられる。この資金は、夫である故デービッド・ゴッツマン氏から相続したもので、彼はバフェット氏（クロニクル4位）の友人であり、早期からバークシャー・ハサウェイに投資して富を築いた。

先週の出来事

Annual Donations by Top Givers Have Slid Since 2021

The dollars reflect gifts and pledges of cash, stock, land, and real estate to nonprofit organizations.



Note: Years 2019-2023 are adjusted for inflation

Source: Chronicle of Philanthropy

市場動向

トランプ大統領は五つの暗号資産（仮想通貨）を戦略的備蓄の対象に指定したが、取得にあたって追加の政府支出は行わない方針を示した。また、中国、カナダ、メキシコへの関税を発動し、これが「多少の混乱」を引き起こす可能性があると議会で発言した。翌日、株価が下落し、アトランタ連銀が2025年第1四半期の米国内総生産（GDP）成長率をマイナス2.8%と予測したことを受け、トランプ氏はメキシコとカナダに対する自動車関連の関税を猶予すると発表。さらに、ほとんどの品目について4月2日まで猶予期間を設けた。株価はさらに下げたあと、堅調な雇用統計を受けて反発した。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は2.4%、S&P500指数は3.1%、ナスダック総合指数は3.5%それぞれ下落した。

企業動向

中国は、米関税措置に対する報復として、農産品に10～15%の関税を課し、DNAシーケンサー（遺伝子解析装置）の輸入を禁止すると発表した。一方、カナダは報復関税を撤回した。トランプ政権は、政府所有の不動産443件の売却を発表したが、その後、売却候補は330件に絞られ、最終的には売却を取り止めた。政府効率化省（DOGE）は、政府向けコンサルティング業務を担うトップ10企業との契約について、個々の必要性を速やかに報告するよう求めた。最大手はデロイトで、内国歳入庁（IRS）のITサービスに関して19億ドル規模の契約を結んでいる。宇宙開発企業スペースXの「スターシップ」ロケットは、打ち上げから8分後に空中分解した。

M&A（合併・買収）など

- ・ブラックロック＜BLK＞を中心とする投資家連合は、香港の複合企業である長江和記実業（CKハチソンホールディングス）から、パナマ運河の2つの港を含む港湾事業の80%を買収した。
- ・総合小売業のセブン&アイ・ホールディングス＜3382＞は、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＞による買収提案に対抗するため、米国子会社であるセブンイレブンの米国上場と、130億ドル規模の自社株買いを実施する計画を発表した。
- ・プライベートエクイティ（PE）投資会社のシカモア・パートナーズは、ドラッグストアチェーン運営のウォルグリーン・ブーツ・アライアンス＜WBA＞を100億ドルで買収することで合意した。

今週の予定

3月10日（月）

今週、業績発表が落ち着く中で注目されるのは、時価総額が大きい二つのソフトウェア銘柄だ。法人向けソフトウェア大手のオラクル＜ORCL＞は3月10日、画像・電子文書ソフトウェア大手のアドビ＜ADBE＞は3月12日に四半期決算を発表する。

3月12日（水）

米労働省労働統計局（BLS）が2月の消費者物価指数（CPI）を発表する。市場予想では、CPIは前年同月比で2.9%上昇し、変動の大きい食品とエネルギーを除いたコアCPIは3.2%上昇すると見込まれている。いずれも1月の数値を0.1%下回る予想だ。コアCPIの前年同月比上昇率は、昨年夏以降3.2%から3.3%の範囲で小幅な変動にとどまっている。

3月14日（金）

ミシガン大学が3月の消費者景況感指数を発表する。コンセンサス予想は63.9で、2月をわずかに下回る見込みである。過去1カ月間、消費者心理の急速な冷え込みとインフレ期待の上昇が株式市場を混乱させた。最新のミシガン大学消費者景況感指数は過去15カ月で最低を記録しており、2月末に発表されたコンファレンス・ボードの消費者信頼感指数も2021年8月以来、最大の下落幅となった。また、2月のミシガン大学の調査によると、消費者が予想する今後1年間のインフレ率は4.3%に達し、2023年末以降で最も高い水準となっている。

統計と数字

5400億ドル：中国の1～2月累計の輸出額。過去最高を記録した。これに対し輸入額は8.4%減少し、結果として貿易黒字も過去最高となった。

12兆ドル：2025年に予想される、世界中の政府が発行する新規債務の合計額。過去最高を更新する見込み。政府の債務残高は77兆ドルに達し、これも過去最高となる。

21億人：世界の体重過多または肥満の成人数。過去30年間で2倍以上に増加した。

36%：70歳以上で引退を計画する米国の労働者の割合。53%は退職後も働く予定と回答した。

By Abby Schultz
(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』 2025/03/09

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