

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/03/16

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. マグニフィセント・セブンが急落、今買うべき4銘柄は - The Mag 7 Stocks Have Gotten Crushed. Buy These 4 Now [カバーストーリー]
最も魅力的なのはアマゾン P.1
2. テスラ株に試練、今後の展開見極めを - Tesla Stock Falls on Hard Times. What to Do Now [フィーチャー]
期待で取引される高ボラティリティー銘柄、特性に合わせた戦略とは P.6
3. 米国株動揺時の投資先候補 - How to Think About Your Investments as U.S. Stocks Wobble [フィーチャー]
暴落の可能性に対するヘッジ方法は P.8
4. 市場に背を向けるトランプ大統領 - Trump Turns His Back on the Markets. It Could Break MAGA [経済政策]
アメリカは再び偉大な国になれるのか P.13
5. 政府縮小を目指した歴代大統領と同じ道をたどるトランプ氏 - Trump Follows Other Presidents Who Promised Government Cuts [経済政策]
過去に何が行われたのか P.16
6. 株式と債券の動き、どちらが正しいのか - As Stocks Tumble, Bonds Suggest Calm. One of Them Is Right [経済政策]
株式は暴落する一方、債券には落ち着き P.18
7. 成果を上げ始めた巨額のAI設備投資 - Billions In AI Capex May Already Be Paying Off. How We Know [ハイテク]
コアウィープの財務データに根拠 P.20
8. 14日の反発が相場の転機になる可能性も - Friday Could Be a Turning Point for the Stock Market [米国株式市場]
週明けの値動きに注目 P.22
9. トランプ大統領が市場と経済に責任を負うのはいつのことか - When Does This Become a Trump Market and a Trump Economy? [コラム]
株価と経済に、大統領は本当に影響力を持つのか P.24
10. コロナ禍から5年、何が変わったのか - 5 Years After Covid Hit: What Has Changed? [経済関連スケジュール]
大きく分かれた株価パフォーマンス 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. マグニフィセント・セブンが急落、今買うべき4銘柄は The Mag 7 Stocks Have Gotten Crushed. Buy These 4 Now 最も魅力的なのはアマゾン

[カバーストーリー]

M7は依然として存在感



Yuki Iwamura/Bloomberg

「マグニフィセント・セブン（M7）」—アップル<AAPL>、マイクロソフト<MSFT>、半導体大手エヌビディア<NVDA>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、グーグルの親会社アルファベット<GOOGL><GOOG>、メタ<META>（旧フェイスブック）、電気自動車（EV）メーカーのテスラ<TSLA>—の株価は2024年に平均で60%上昇し、S&P500指数の23%上昇の半分以上に貢献した。一方、2025年初来では平均で15%下落しており、S&P500指数の6%下落の約95%を占めている。

しかし、市場の以前のリーダーを見捨てるのはまだ早い。M7の凋落（ちょうらく）は、かつてのハイテクバブルにおける巨大企業の嫌な記憶を思い出させるが、M7は破綻したり、つまらない企業に落ちぶれたりすることが決まったわけではない。M7は依然として非常に存在感があり、S&P500指数の時価総額の3分の1に相当する。さらに、株価は極めて適正な水準で、M7のうち6銘柄の2025年予想株価収益率（PER）は18～30倍で推移している（85倍のテスラは例外）。

ゴールドマン・サックスのストラテジスト、デービッド・コスティン氏は「他のS&P500指数構成銘柄に対するM7のプレミアムは2017年以来で最低となっている。コンセンサス予想ではM7全体の1株当たり利益（EPS）成長率がM7以外の『S&P493』を上回るとされているにもかかわらずだ」と指摘する。

コスティン氏は、バブル的なセンチメントではなく、この素晴らしい利益成長こそ、過去7年間のM7のアウトパフォームをけん引してきた要因だと付け加えた。エヌビディアの利益は2018年以降で10倍に増加した。アマゾンは5倍、アルファベットは4倍だ。株価下落は、ファンダメンタルズに大きな問題があるというより、過去2年間で株式を積み増した投機的なヘッジファンドなどの機関投資家の売りが一因だとコスティン氏は記している。

リスクはある。7銘柄はいずれも景気減速と貿易戦争のリスクにさらされており、それによって2025年の利益は減少する可能性がある。巨大過ぎる規模も成長の妨げになっている（ただし、各社が対象とする市場は大きい）。投資家は、M7のほとんどが人工知能（AI）にかつてないほど投資しており、フリーキャッシュフローが減少することも懸念している。

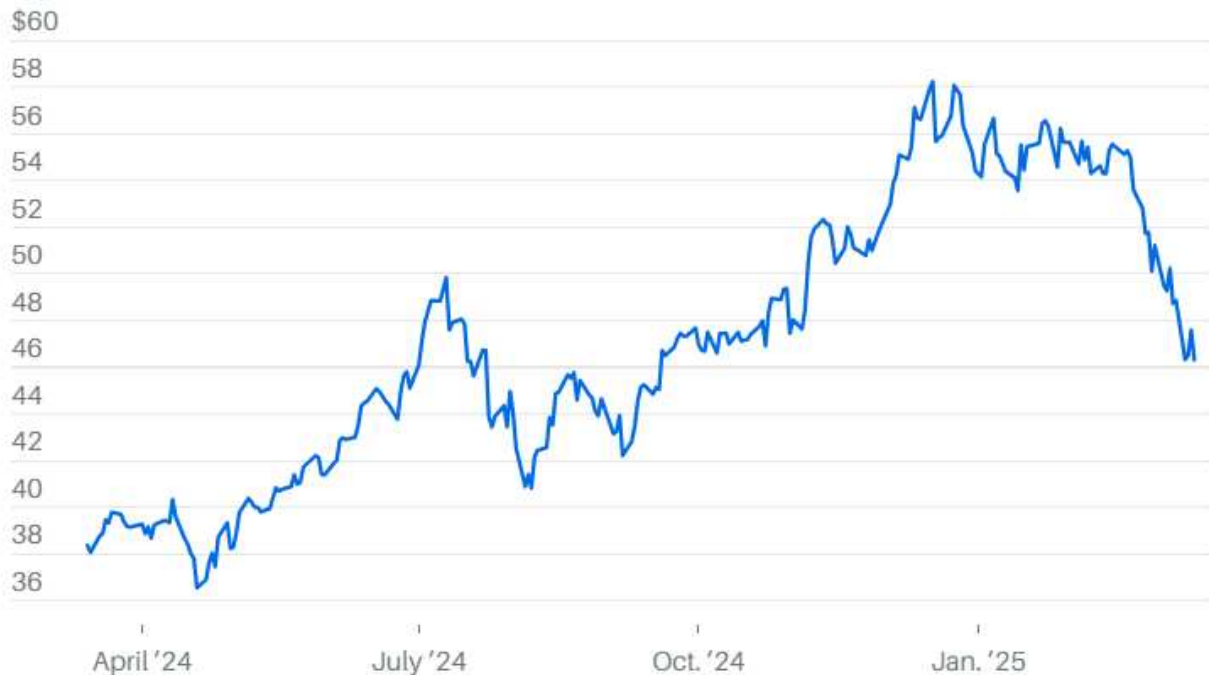
M7全体に投資するなら、上場投資信託（ETF）のラウンドヒル・マグニフィセント・セブンETF<MAGS>がある。このETFは各銘柄を均等に組み入れており、株価は約47ドルだ。しかし、銘柄を選別するのも良さそうだ。アルファベット、アマゾン、メタ、エヌビディアは、昔ながらのバリュー投

資家の好みには合わないかもしれないが、特に魅力的だ。アップルとマイクロソフトの魅力はやや落ちる。テスラは特殊なケースで、現在の境遇は妥当だ。

アマゾンのPERは史上最低水準、リスクは織り込み済み

Roundhill Magnificent Seven ETF

(MAGS / Cboe BZX)



Source: FactSet

アマゾンM7の中で最も魅力的かもしれない。株価は2月に付けた史上最高値から20%近く下落して約194ドルとなっている。PERは、調査会社エバーコアISIアナリスト、マーク・マハニー氏による2026年の予想利益に対して25倍となっている。この予想利益は米国会計基準（GAAP）に基づいており、多くのハイテク企業が計算に入れていない株式報酬を考慮したものだ。マハニー氏は、アマゾンのPERは史上最低水準で推移していると指摘する。

アマゾンは最近、デジタルアシスタントAlexa（アレクサ）の改良版を発表した。また、イーロン・マスク氏の「スターリンク」に似た衛星インターネットサービスの「プロジェクト・カイパー」を今年中にスタートさせる予定だ。アマゾンは物流センターのロボットを増やしており、オートメーションに多額の投資をすることでコストを大幅に削減している。

アマゾン・ウェブ・サービスはクラウドコンピューティング業界をリードしている。現在の年間売上高は1000億ドル以上で、事業価値は少なくとも1兆ドルはあるだろう。北米の小売事業の利益率は上昇しており、売上高は今年中に小売大手ウォルマート<WMT>を上回る可能性がある。また、過小評価されているが利益率の高い広告事業も有しており、その年間売上高は700億ドルを誇る。

すべてが完璧なわけではない。今年の設備投資は1000億ドルを上回る可能性がある。ウォルマートとの競争は実店舗とオンラインの両方で激化している。関税の引き上げによって消費者の支出は減少

し、アマゾンの売上高も落ち込むだろう。

こうしたリスクは株価に織り込まれているようだ。アマゾンには2025年予想PER32倍のウォルマートや、同50倍の小売り大手コストコ・ホールセール<COST>に対してディスカウントとなっている。しかし、アマゾンの予想利益成長率は両社を上回っている。アマゾンの負債が約500億ドルであるのに対して、手元現金は1000億ドル以上だ。来年には配当や自社株買いを開始する可能性もある。マハニー氏はアマゾンの投資判断をアウトパフォームとし、トップピックの一つとしている。目標株価は270ドルで、13日の終値を39%上回る。

アルファベットに対する恐怖は過剰

Big Tech, Big Losses

The Magnificent Seven have drastically underperformed the S&P 500 since reaching their 52-week highs.

Company / Ticker	Recent Price	52-Week Change	Decline from 52-Wk High	Market Value (trillion)	2025E EPS	2025E EPS Growth	2025E P/E	Dividend Yield
Alphabet / GOOGL	\$162.76	16.4%	-21.1%	\$2.0	\$9.00	11.9%	18.1	0.5%
Amazon.com / AMZN	\$193.89	9.8%	-19.9%	\$2.1	\$6.34	14.7%	30.6	None
Apple / AAPL*	\$209.68	22.5%	-19.0%	\$3.1	\$7.32	8.5%	28.6	0.5%
Meta Platforms / META	\$590.64	19.2%	-19.8%	\$1.5	\$25.31	6.1%	23.3	0.4%
Microsoft / MSFT**	\$378.77	-8.8%	-19.0%	\$2.8	\$13.14	11.4%	28.8	0.9%
Nvidia / NVDA***	\$115.58	27.2%	-22.7%	\$2.8	\$4.55	52.3%	25.3	0.0%
Tesla / TSLA	\$240.68	42.0%	-49.8%	\$0.8	\$2.84	17.4%	84.7	None
S&P 500 Index	\$5521.52	6.9%	-10.1%	\$49.1	\$270.65	9.9%	20.5	1.4%

Note: E=estimate; *Estimates for fiscal year ending Sept. 2025; **Estimates for fiscal year ending June 2025; ***Estimates for fiscal year ending Jan. 2026.

Source: Bloomberg

アマゾンの投資家が抱いているのが懸念だとすれば、アルファベットの投資家が抱いているのは恐れだろう。株価は約163ドル。2025年予想PERは18倍で、M7の中で最も低く、唯一市場平均を下回っている。

マハニー氏は、投資家が主に恐れていることとして、競合他社のAI検索によって検索事業が低迷する可能性、政府の反トラスト法（独占禁止法）規制、設備投資に対する規律の欠如（今年の設備投資は40%増の750億ドルとなる見込み）を挙げる。

しかし、こうした恐怖は過剰かもしれない。マハニー氏は、グーグルの検索事業はライバルに負けていないと語る。エバーコアISIの最近の調査では、グーグルは依然として80%近いシェアを有し、広告にとって重要な商業検索では特に強い。反トラスト法に関しては、トランプ政権はバイデン前政権ほど積極的に規制を行わない可能性がある。

アルファベットは投資家が思っているよりもコストをうまくコントロールしている。著名投資家のビル・アックマン氏は最近、アルファベットの営業利益率が2024年に4%ポイント上昇しており、新たな最高財務責任者（CFO）であるアナト・アシュケナージ氏が「効率性向上の取り組みを加速させるこ

とにコミットしている」と述べた。

アルファベットは検索以外にも価値あるハイテク事業を手掛ける複合企業で、YouTube（ユーチューブ）、年間売上高500億ドルのクラウドコンピューティング事業、モバイル基本ソフト（OS）のAndroid（アンドロイド）、テスラと並ぶ自動運転のウェイモなどを擁する。

アルファベットの上市株式には二つのクラスがある。議決権付きの<GOOGL>と議決権なしの<GOOG>だ。議決権なし株式に対して1%のディスカウントとなっている議決権付き株式の方が好ましいだろう。

■ メタは最も欠点が少ない

メタはM7の中で最も欠点が少ないかもしれない。過去3年間で、マーク・ザッカーバーグ最高経営責任者（CEO）の評価は180度変わった。ザッカーバーグ氏はメタをAIの最前線に導き、支出を合理化し、利益を大幅に押し上げた。この間に株価は3倍に上昇した。

株価は1月下旬から20営業日連続で上昇していたが、大型ハイテク株急落の波に巻き込まれ、過去最高値の約750ドルから約600ドルへ20%近く下落した。現在の2025年予想EPSは25ドル、同PERは約23倍だ。

それでも、メタはM7で唯一、年初来で上昇している。AIを活用して顧客体験と広告ターゲティングを改善しており、目先の財務見通しは最も明るいと思われる。

マハニー氏は多くの点でメタを気に入っている。例えば、営業利益率は40%で、アルファベットの32%を上回っている。さらに、通信アプリのワッツアップ、ソーシャルメディア（SNS）のスレッズ、eコマースのフェイスブック・マーケットプレイスなど、収益化の機会も比較的手付かずのまま残っている。

あら探しをするならば、売上高の伸びが昨年の18%から10%に低下する可能性があるのに対して、設備投資は650億ドルと75%増加する見込みであることが挙げられる。メタは第4四半期に自社株買いを行わなかったが、これは約8年ぶりで、ザッカーバーグ氏が上昇後の株価を割安と考えていなかったことの現れだ。

ザッカーバーグ氏がメタバース事業の縮小を決断すれば、支出への懸念は軽減されるかもしれない。メタバース事業は昨年、約180億ドル（1株当たり約6ドル）の赤字を計上した。下落後の株価は割高には見えない。マハニー氏の投資判断はアウトパフォーム、目標株価は725ドルで、直近の590ドルを23%上回る。

■ エヌビディアのAI半導体需要は続く

AI半導体メーカーのエヌビディアは、高値の150ドルから115ドルへ23%下落し、2025年予想PERは約25倍となっている。成長への懸念、関税、規制リスクが急落を引き起こした。バーンスタインのアナリスト、ステーシー・ラスゴン氏は「特に最先端半導体『ブラックウェル』の製品サイクルが始まったことを考えると、今回の下落は少々驚きだ」と述べた。

投資家は懸念を忘れるべきだ。本誌のテクノロジーコラムニストで、エヌビディアの専門家でもあるティ・キム記者は最近の記事で「ブラックウェルの立ち上げの成功や、イノベーションがけん引するAI需要の高まりを踏まえると、エヌビディアの今後数四半期の業績は堅調となるだろう」と書いている。

PERは10年ぶりの低さとなっている。ラスゴン氏は「歴史的に見て、PER25倍以下でエヌビディアを買えるなら上出来だ。AIトレードが終わったという懸念は、やや時期尚早に感じられる」と語る。ラスゴン氏の投資判断はアウトパフォーム、目標株価は185ドルで、13日の終値を60%上回る。

■ アップルとマイクロソフトは低調

アップルは最近大きな打撃を受けており、過去1週間で約10%下落している。しかし、それを差し引いても、M7の中で最も魅力が乏しい銘柄の一つかもしれない。アップルは素晴らしい製品エコシステムを有し、それが売上高1000億ドル以上のサービス事業の成長を促進しているが、売上高の伸びは低調で、今年度（2025年9月期）の増収率は5%を下回る見込みだ。株価は約210ドル、PERは30倍近くで、割安には見えない。

アップルのデジタルアシスタント、Siri（シリ）の機能改良は予定より遅れている。これは、iPhone（アイフォン）ユーザーが今年中にスマートフォンをアップグレードする理由がまた一つ減ったことを意味すると同時に、批評家が言うところの「イノベーションの欠如」を浮き彫りにしている。

アップルには中国の問題もある。調査会社モフェットネイサンソンのアナリスト、クレイグ・モフェット氏は、アップルにとって2番目に大きな市場の中国で、直近四半期の売上高が11%減少したと指摘する。アップル自慢のエコシステムも、オンラインコミュニケーション、SNS、決済機能を併せ持つテンセント・ホールディングス（騰訊控股）＜700.香港＞の微信（ウィーチャット）には歯が立たない。モフェット氏は、中国なくして待望のiPhoneスーパーサイクルは起こり得ないだろうと語る。モフェット氏の投資判断は売り、目標株価は184ドルで、直近の210ドルを12%下回る。

マイクロソフトは過去12カ月で8.8%下落しており、M7の中で最もパフォーマンスが悪い。投資家はクラウド事業のアジュール（AIを除く）の第4四半期の伸びが減速したことを嫌気した。予想利益成長率は今年度（2025年6月期）が11%、来年度が14%でアップルを上回っているが、2025年予想PERは29倍で上昇余地がないように見える。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

2. テスラ株に試練、今後の展開見極めを

[フィーチャー]

Tesla Stock Falls on Hard Times. What to Do Now

期待で取引される高ボラティリティー銘柄、特性に合わせた戦略とは

米大統領選後の上昇分が消滅



Leonardo Munoz/AFP/Getty Images

米電気自動車（EV）大手のテスラ＜TSLA＞は、「マグニフィセント・セブン（M7）」とされるハイテク大手7社に名を連ねているが、果たしてその座にふさわしいのか。投資家は、この物議を醸し続ける企業への投資に当たり、他とは異なる戦略を取るべきだ。

M7にはアマゾン・ドット・コム＜AMZN＞、アルファベット＜GOOGL＞、アップル＜AAPL＞、メタ（旧フェイスブック）＜META＞、マイクロソフト＜MSFT＞、米半導体大手エヌビディア＜NVDA＞が名を連ね、

テスラもその一員とされる。しかし、セサミストリートの有名なコーナー「一つだけ違うものがある」のように、テスラはその中で異質なものだ。

この結論は、イーロン・マスク最高経営責任者（CEO）によるトランプ大統領との関係や政府効率化省（DOGE）での行動を理由とした、マスク氏への反感とは無関係だ。テスラ株を暴落させてマスク氏の資産を揺るがそうとする陰謀でもない（そもそも不可能だ）。マスク氏の資産は安泰だ。テスラ株が史上最高値から50%超も下落した後でさえ、マスク氏の持ち株は約1600億ドルの価値を維持し、またテスラ以外の資産も2000億ドルに上る。

数字がM7水準に届かず

単純に数字を見れば、テスラ株がM7の他の6銘柄（M6）と同じクラスに属していないのは明白だ。時価総額の面では、テスラ株は既にS&P500指数のトップ7から外れており、現在の約7400億ドルはウォーレン・バフェット氏率いるバークシャー・ハサウェイ＜BRK.B＞や半導体大手のブロードコム＜AVGO＞よりも低い。

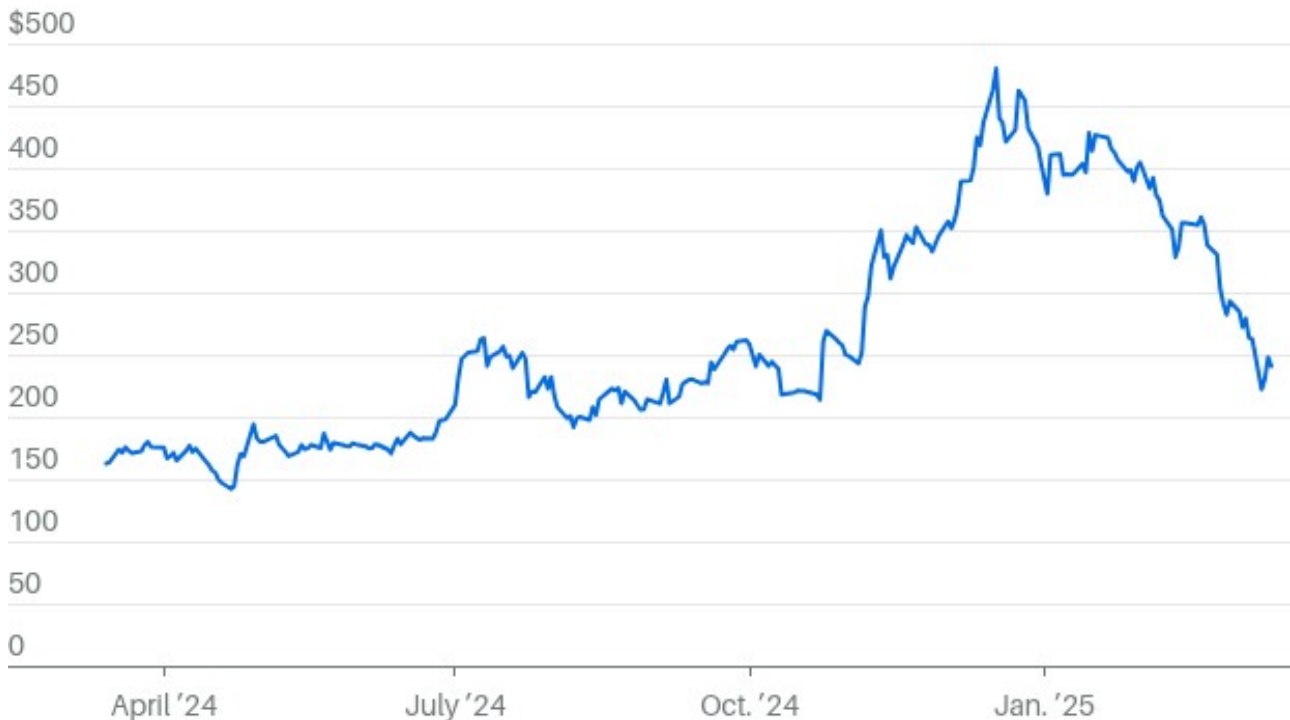
しかし、真の違いはテスラの事業の収益性が大きく異なる点だ。M6は営業利益率が平均37%に達するのに対し、テスラの2024年の営業利益率はわずか7%にすぎない。他の自動車メーカーと比較しても特筆すべき水準ではなく、ましてやM6と比べれば見劣りする。バリュエーションの観点でも差は明確だ。M6の株価収益率（PER）は平均26倍だが、テスラは85倍だ。3カ月前の200倍からは低下したものの、依然として割高な水準にある。

テスラ株価のボラティリティーも他のハイテク大手と比較して際立つ。M6各社の株価は比較的安定しているのに対し、テスラの株価の変動の激しさは、テスラ株が本来は別のカテゴリーに属していることを示している。この12カ月間で、テスラ株は139ドルから489ドルの範囲で取引され、その変動幅は350ドルに及ぶ。これは直近の株価の145%に相当する。ハイテク大手の株価変動率は50%未満である

Vanishing Act

Tesla's post-election gains have disappeared.

TSLA / Nasdaq



Source: FactSet

のに対し、テスラの変動幅はそれをはるかに上回っている。ウォール街の目標株価もこのボラティリティを反映し、25ドルから550ドルまで幅広く、その幅は直近の株価の2倍以上だ。一方、M6の目標株価の幅は平均63%にすぎない。

夢は悪夢に変わるのか

これらの数字が示すのは、テスラのビジネスモデルが「夢」に基づいているという単純な事実だ。M6の企業は、それぞれ強固な事業基盤を持ち、市場を支配している。例えば、アルファベットは検索エンジンGoogle（グーグル）、アップルはiPhone（アイフォーン）、メタはInstagram（インスタグラム）といった強固な事業基盤を持ち、またアマゾンの小売業界を、エヌビディアは人工知能（AI）向け半導体市場の支配的な存在だ。しかし、テスラは巨大市場を独占しているわけでもない。

一方で、テスラを信じるということは、つまりテスラがEV市場での支配的地位を確立するというだけでなく、AIによる自動運転やヒューマノイド・ロボットによって数兆ドル規模の価値を生み出す間際にあると期待することと同義であり、こうした期待がバリュエーションを支えている。テスラはむしろ防衛ソフトウェアのパランティア・テクノロジーズ<PLTR>、ソフトウェアのアップラビン<APP>、バイオ医薬のモデルナ<MRNA>といった、現在よりも将来への期待で取引される、高バリュエーションかつ高ボラティリティの銘柄に近い。

しかし、その「夢」は悪夢になりつつある。テスラ車の販売は低迷し、1月の米国、欧州、中国の合計

販売台数は前年同月比で20%減少した。世界各地でテスラの店舗に対する抗議活動が行われ、販売ボイコットが発生、一部のオーナーは中古テスラ車を売却し、充電ステーションは打撃を受けている。こうした動きがウォール街の注目を集め、JPモルガンのアナリスト、ライアン・ブリンクマン氏は「自動車業界の歴史上、これほど急速にブランド価値が大きく失われた例はない」と指摘する。

適正株価は200～250ドルか

米大統領選後に急騰したテスラ株だが、その上昇は一時的な幻だった可能性が高く、急速に帳消しとなった。上昇はまず間違いなく正当化できないものだった。現在の適正株価を試算すると、テスラの自動車事業とエネルギー事業を基にすると200～250ドルの水準が妥当と考えられる。この数字は2027年の予想PERの40～50倍に相当する。その根拠として、テスラの利益成長率がS&P500指数の約3倍と見込まれており、また現在のS&P500指数の平均PERは17倍であることを考えれば、この評価が妥当だろう。それ以上の株価は「テスラの夢」に投資することを意味し、それ以下であれば割安感が出てくるかもしれない。

今後のテスラの行方は、完全にマスク氏次第だ。テスラ株の激しいボラティリティーの主因はマスク氏自身だが、株価上昇の原動力もマスク氏なのだ。ウェドブッシュのアナリスト、ダン・アイブス氏は「マスクがテスラ社に姿を見せ、生活のバランスを少しでも取る姿勢を示せば、投資家の懸念を和らげるのに十分かもしれない」と指摘する。加えて、マスク氏には年内に予定されている低価格モデルやロボタクシー事業の実現という約束を果たすことが求められている。

次の一手はマスク氏に委ねられている。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

3. 米国株動揺時の投資先候補

[フィーチャー]

How to Think About Your Investments as U.S. Stocks Wobble
暴落の可能性に対するヘッジ方法は

暴落は前触れもなくやってくる

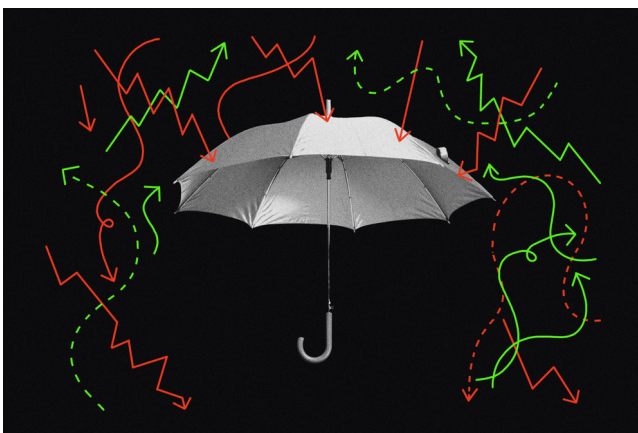


Illustration by Lynne Tuttle/Barron's; Dreamstime (1)

S&P500指数は2月19日の高値から10%超下落している。単なる不安定さなのか、それとも何らかの警鐘なのか、それは誰にも分からない。それが株式投資に伴う素晴らしいも恐ろしいリスク・リターンの本質だ。一般の節約家にとって、株式のように長期にわたり富を増やすことができる手段は、ほとんどない。金融大手UBSによると、米株式市場の1900年以降のリターンは年率9.7%だ。これに対し、債券は4.6%、米国債は3.4%、そしてインフレ率は2.9%だった。しかし、株式相場は前触れもなく20%、さらには50%を超える下落に見舞われる可能性が

あることも歴史が示している。そして、数年で相場が回復する場合もあれば、10年以上かかる場合もある。

今、何が株式相場を押し下げている要因なのかさえ分からない。トランプ大統領が主要貿易相手国に対していきなり関税砲を放ったことで、投資家は、株式市場が動揺するような問題についてはトランプ氏も慎重に事を進めるはずだという想定を再考せざるを得なくなった、という話に聞き覚えがあるかもしれない。そうなのかもしれない。しかし一方で、日本が1月に2008年以来の水準まで利上げを実施したことで、大手トレーダーにとって米ハイテク株の安価な購入資金調達源の一つが魅力を失った、あるいは、2025年予想株価収益率（PER）が20.5倍に達した米国株が単に割高だということなのかもしれない。

金融大手ドイツ銀行の最近のレポートは、現在の状況が2000年のITバブル崩壊の初期段階に似ているとしている。ハイテク株が急落する一方で、ディフェンシブセクターの株価は上昇している。2000年当時、S&P500指数は年末までに10%下げただけだったが、その後弱気な見方が拡大し、翌年は13%、翌々年は23%の下落となった。恐ろしい話だが、この10年間、暴落に関する警告は幾つもあったし、実際の暴落もコロナ禍で1度経験した。それでも、S&P500指数は暴落後、コロナ禍中に215%のリターンを上げている。

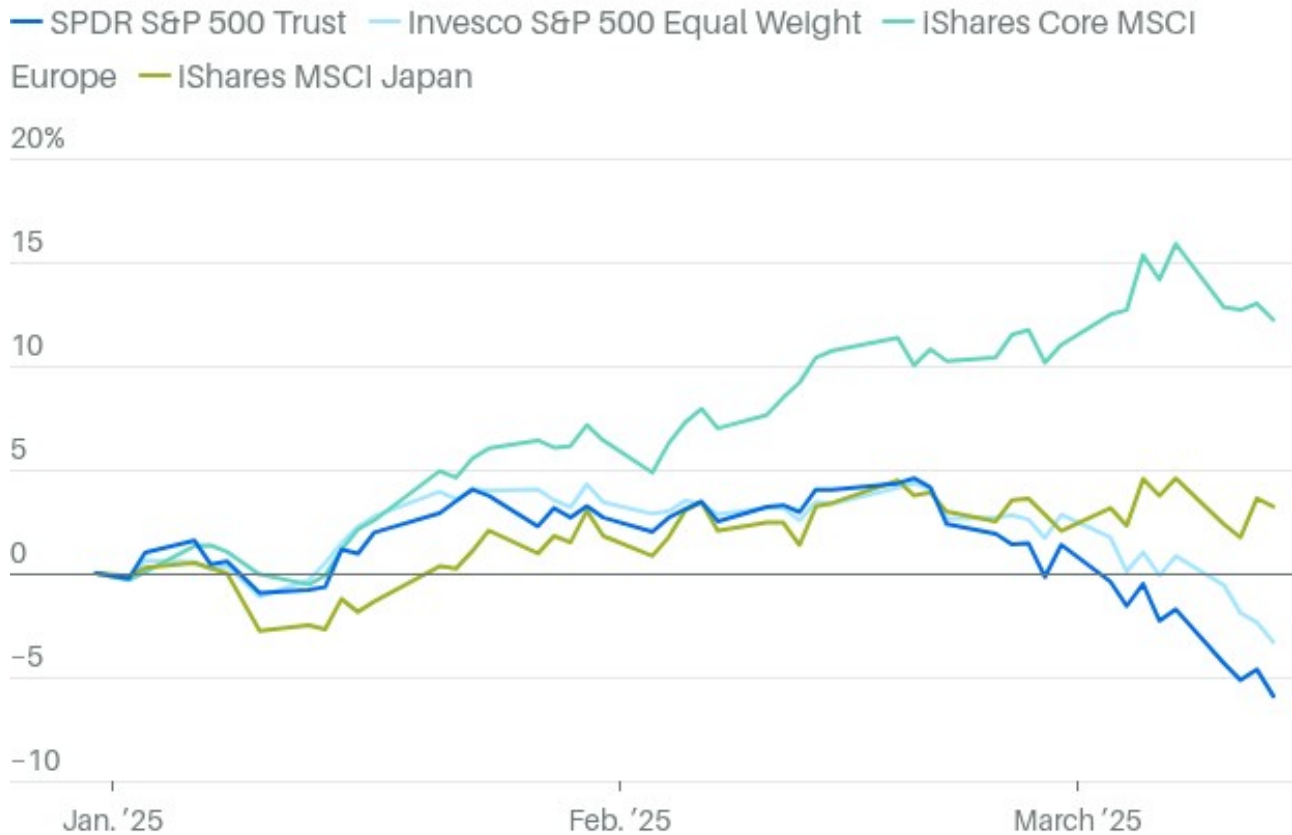
だから、株式をまとめて投げ売りするようなことをしてはいけない。もし不安なら、暴落リスクのヘッジ方法を検討すべきだ。多くのお粗末なヘッジ方法と、ごく少数の優れたヘッジ方法がある。以下、最悪の方法から最善の方法まで、幾つかを紹介する。

インバース型上場投資信託

一切検討すべきではない。トレーダー向けで、長期投資家向けではない。長期投資家の最強の味方である「複利効果」を敵に回すのがこれらの上場投資信託（ETF）だ。デリバティブ証券を使用して一日単位で相場とは逆の方向に賭ける。1日よりも長い期間にわたって、相場の動きを正確に相殺することはできない。通常は手数料も高い。ディレクション・デイリーS&P500ベア3XシェアーズETF <SPXS>は年間1.02%だ。価格は年初来で21%上昇しているが、過去10年間では99%下落している。価格がセント単位まで下落しないように、定期的に株式併合を実施している。

Divergence

Stocks in Europe and Japan are outpacing the S&P 500 since the beginning of the year.



Source: Bloomberg

オプション

単一銘柄あるいは株価指数に対するプットオプションを購入し、下落に備えることも可能だ。比較的高リスクだ（急速に価値を失い、無価値のまま行使期限を迎える可能性がある）が、損失はプットの購入価格に限定される。保有株式を原資産とするカバード・コールオプションを売り建てすることもできる。プット購入よりリスクは低い。オプション料を前受けできる一方で、株価が上昇した場合のキャピタルゲインを手放すことになる。カバード・コールを売ると同時に、そのオプション料収入でプットを購入する投資家もいる。

一つの問題は、相場が急落した場合、伝統的な株式投資家であれば相場がいずれ回復するまで待つことができるが、オプションには時間的価値というものがあり、行使期限に向けて減少を続けるため、長くは待てないことだ。2022年、S&P500指数は19.4%下落したが、突然暴落するのではなく、年間を通じて上下を繰り返しながら下落した。投資銀行RBCキャピタル・マーケットズのデリバティブ戦略責任者、エイミー・ウー・シルバーマン氏によれば、典型的なオプションヘッジ戦略を使用した投資家は、市場の下落と同程度の損失を被ったという。

現金比率の引き上げ

金額や期間にもよる。相場が下落する時期を知るのとは不可能であり、株価は下落するよりも上昇する傾向にあるため、タイミングを誤る可能性が高い。そして、頑固になり、間違っただけではなく早過ぎただけだと判断し、そして絶望し、失敗を認めて買い戻す頃には、株価ははるかに高くなっている。幸運に恵まれる場合もあるが、運試しは長年の貯蓄ではなく、全米大学バスケットボールの勝敗予想くらいにしておいた方がいい。ただし、緊急時に備え、十分な現金を準備しておくべきだ。

「安全」銘柄

間違いではないが、問題は安全な銘柄の見極めだ。リスクはリターンに関連しているというのが現代の投資原則の一つだが、リスクを個別銘柄レベルで満足に計測できる方法は発見されていない。ベータ値と呼ばれるリスク指標（通常は、過去5年程度のS&P500指数に対する相対的なボラティリティー）を記載した株価情報をオンラインで検索可能だが、本当に知りたいのは将来のボラティリティーであり、誰にも分からない。

ディフェンシブとされている銘柄にも注意が必要だ。この数週間、市場が低迷する中、加工食品メーカーと電力会社の株価は上昇している。しかし、食品大手は売上高の減少に苦しんでいる。若い消費者の健康志向や高齢者の肥満治療薬の影響なのか、単にインフレと家計の逼迫（ひっばく）によるものなのか、原因は分からない。電力会社はデータセンター向けの電力需要を受け好調だ。しかし、ユーティリティー・セレクト・セクターSPDR ETF<XLU>はこの1年間で21%上昇しており（S&P500指数は8%）、PERは18倍だ。ディフェンシブなバリュエーションと言えるのだろうか。

ディフェンシブ株であれ、景気敏感株であれ、バリュエーションが適切で、債務残高がコントロール可能な水準にあり、信頼性の高い増加基調にあるキャッシュフローを持つ、経営の優れた企業を探すのが賢明だ。

S&P500均等加重指数

趣旨は理解できる。時価総額で加重しないことにより、株価が大幅に上昇した銘柄への配分が減り、上昇していない銘柄への配分が増える。昨年末時点で、ITセクターのウェイトがインベスコS&P500イコール・ウェイトETF<RSP>では14%だったのに対し、SPDR S&P500 ETFトラスト<SPY>では32%だった。最近では均等加重ファンドの方が好調だ。ただ、これは少し奇妙で恣意（しい）的な考え方だ。ハイテク銘柄はもっと重要ではないのか。電力会社は小規模な企業が多く、電話会社は数が少なく大企業だというだけで、時価総額ベースの比率をこれほど大きく上回るウェイトで電力会社に配分し、通信会社のウェイトをこれほど引き下げるべきだろうか。なぜ、時価総額ベースで市場の2%にすぎない不動産投資信託（REIT）への配分を6%にするのだろうか。残る98%の企業も不動産を保有しているではないか。間接的に狙っているもの、すなわちバリューに投資すべきだ。

バリュー株

バリュー株は長期的にはグロース株よりも優れたパフォーマンスを上げると考えられている。最長期間ではその通りの結果となっている。1926年に投資した1ドルは、バリュー株の場合は現在13万1534ドルになっているが、グロース株の場合は1万1744ドルだ（ダートマス大学のケネス・フレンチ教授が

まとめたデータを使用し、UBSが報告した株価純資産倍率＝PBR＝に基づいている）。しかし、ここ数十年の結果は違っている。1990年代初頭以降、S&P500グロース指数はS&P500バリュースコア指数を引き離している。これが何を意味するのかは分からない。しかし、バリュースコア寄りの均等加重ファンドの一部組み入れを考えているのであれば、インベスコFTSE RAFI米国1000 ETF＜PRF＞のような、より直接的なアプローチを検討すべきだ。このファンドは、純資産、キャッシュフロー、売上高、配当によって企業のウェイト付けを行っており、今年も過去10年間も、均等加重ファンドよりわずかながら優れたパフォーマンスを上げている。

外国株

是非検討すべきだ。ほぼ過去半世紀の間、米国の投資家が国際分散によるリスク低減という助言に従った場合、リターンもボラティリティも残念な結果に終わっている。しかし、欧州も日本も割安に見え、両市場とも最近活気を取り戻している。iシェアーズMSCIジャパンETF＜EWJ＞は年初来で4%、iシェアーズ・コアMSCIヨーロッパETF＜IEUR＞は13%上昇している。これに対し、SPDR S&P500 ETFトラストは5%下落している。これをもって、待ちに待った反発の始まりと呼ぶのは躊躇（ちゅうちょ）されるが、その可能性はある。日本は世界の株式市場の6%、欧州はその約2倍を占めている。配分の参考にしてほしい。

今年、日本や欧州を上回る上昇を示しているのが中国だ。重要な市場だが、国家の統制下であり、外国人投資家の所有権には疑問が付きまとう。長期リターンは低調で、1990年代までしか遡れない。しかし、中国本土は世界の株式市場の3%を占めている。iシェアーズMSCIチャイナETF＜MCHI＞経由でアクセス可能だ。米国のウェイトが65%しかないことを許容できるのであれば、バンガード・トータル・ワールド・ストックETF＜VT＞も選択肢だ。

債券

いよいよ本題だ。冒頭で言及したとおり、長期リターンは平凡だが、インフレ率を上回っている。ただし、数十年にわたりインフレ率を下回った時期がある。しかし真の魅力は、通常、株式との相関性が低いことだ。株価暴落の影響から免れることはできないが、有力な緩衝材となり得る。さらに、過去10年間の株式相場の上昇を考えれば、債券への配分を増やす必要があるかもしれない。パッシブなエクスポージャー取得の手段としては、シュワブ米国総合債券ETF＜SCHZ＞がある。コストはほぼゼロ、利回りは4.4%、平均デュレーションは6年弱だ。自分自身でエクスポージャーを組み立てたい場合、シュワブの債券ストラテジスト、コリン・マーティン氏が好むのは、利回り4.5～5.5%の高格付社債とインフレ指数連動国債（TIPS）だ。TIPS債の中には、インフレ調整前利回りが20年間のレンジ上限に近い2%のものもある。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

4. 市場に背を向けるトランプ大統領

[経済政策]

Trump Turns His Back on the Markets. It Could Break MAGA

アメリカは再び偉大な国になれるのか

「経済的混乱を乗り切れば、明るい未来がやってくる」



Bonnie Cash/UPI/Bloomberg

トランプ政権は、米国の中産階級により良い経済安全保障を提供し、経済における政府のウェートを軽減するという経済ビジョンを抱いている。そして、株価指数が過去最高に近い水準で推移している現在では、株式市場の若干の混乱は大した問題ではないのではないか、ビジョン実現まで頑張ろうとのメッセージを送っている。

痛みを我慢して利益が得られるのであれば、頑張れる。だが、トランプ大統領の一貫性のない関税政策と、政権メンバーによる政府の歳出と

人員の場当たり的な削減計画は、株式市場の急落を招いており、景気後退も引き起こしかねない。そうなれば、政治的なプロジェクトが本格的に始動する前に頓挫してしまうことも考えられる。経済ミッションに失敗すれば、米国民の厳しい状況は解消されない可能性もある。トランプ大統領の支持者の目的の一つではない。連邦政府の財政赤字を削減し、より生産的な用途に資金を充てる、連邦政府を近代化・縮小し、公共支出ではなく民間セクターがけん引する経済成長を実現する、米国の製造業を回復し、労働者に再び力を与える、などさまざまだ。

トランプ大統領が11月5日の大統領選の前と後に述べたように、これらはすべて活況を示す株式市場を維持するためだった。トランプ大統領は、カマラ前副大統領が大統領になれば株価は急落すると预言した。

大統領の関税導入により、不透明感と経済的懸念が高まっている。過去3週間の市場の下落は、トレーダーと投資家がトランプ氏の勝利を見込み始めた時期に始まったトランプ・バンプ（株価押し上げ）を帳消しにした。S&P500指数の13日の終値は2月19日に付けた過去最高値を10.1%下回り、調整局面入りした。ハイテク株に偏っているナスダック総合指数の13日の終値は、2024年12月16日に記録した2万0173.894から14.2%下落している。

関税の影響

JPモルガンの推計によれば、カナダ、メキシコ、中国からの輸入品への関税は、米国の個人消費支出（PCE）コア物価指数を1%ポイント押し上げ、経済成長率を0.5～1%ポイント押し下げるといふ。3月12日に発動された鉄鋼とアルミニウムへの追加関税は、4月2日に発動される「相互関税」と同様、米経済のコストを押し上げることになる。

関税は歳入を押し上げるが、その効率性は悪い。経済シンクタンクのピーターソン国際経済研究所によれば、現在の所得税収の40%を得るためだけでも、すべての輸入品に50%の関税を課す必要があると

The Great Unknown

Rising uncertainty among small-business owners threatens economic growth.

NFIB Small Business Uncertainty Index



Source: Bloomberg

いう。

トランプ政権は株式市場の下落に関して、引き金となった政策の撤回を約束していない。大統領は3月11日に「市場は上がりも下がりもする。われわれは米国を立て直さなければならない」と語った。大統領は「過渡期」という言葉を使い、この混乱が長くは続かないとの見方をほのめかした。ホワイトハウスの報道官は、市場における「アニマル・スピリット」の弱体化と企業の長期的な健全性とを区別していると述べている。

失業率は4.1%と低い水準にとどまっているが、懸念すべき兆候はある。中小企業の楽観度を示す全米独立事業者協会（NFIB）の不確実性指数は、2月に過去2番目の高水準を記録した。雑誌「チーフエグゼクティブ」は、企業の懸念事項が急増していることを示しており、自らの収入が増えると予想する最高経営責任者（CEO）の割合は1月から30%ポイント低下した。

トランプ大統領の支持率にも状況の厳しさが表れている。CNNとSSRSが3月12日に発表した世論調査では、トランプ大統領に否定的な米国民の割合は52%、好意的な割合は42%となった。米政府効率化省（DOGE）のイーロン・マスク氏に対する支持はより低く、否定的が53%、好意的が35%だった。調査会社ストラテガス・セキュリティーズのダン・クリフトン氏は顧客へのメモの中で、「メッセージの配信方法よりも、政策が問題だ」と語っている。クリフトン氏によれば、トランプ大統領の関税計画は1期目の施策の効果を損なうもので、カナダとメキシコへの関税は法人税の10%引き上げに相当するという。

コスト削減も連邦財政赤字には効果薄

実際にDOGEの人員削減を背景に支持が急速に高まっていれば、議員からも称賛の声が相次いだことだろう。ところが、現実には選挙区のタウンホール集会で選挙民の怒りに向き合っている議員が多いのが現状だ。DOGEを巡って大騒ぎになっているにもかかわらず、その削減効果は連邦政府の財政赤字削減に大した効果があるようには見えない。2月の米議会予算局（CBO）の報告書によれば、2月の連邦財政赤字は3080億ドルで、月次赤字額は前年同月より110億ドル増えている。連邦政府の財政赤字は国内総生産（GDP）の7%近くに達する見込みだ。

米国家経済会議（NEC）委員長であるケビン・ハセット氏のような大統領の顧問らは、政策過程に問題があっても心配無用と述べている。ハセット氏は10日にCNBCで「確かに、貿易政策の行方については不確実性が高いが、税制政策はほぼ確実に上下院案通りに施行されるだろう」と語った。ハセット氏は「不確実性が仕事を生んでいるのは確かだ」と述べた。

ハセット氏の発言について説明を求められた政府関係者は、自動車産業は製造業の仕事を新たに創出していると語った。同高官は「トランプ大統領の当選後、自動車メーカーが生産を再び国内回帰する、あるいは拡大するという一貫した傾向が見られ、その理由として大統領の政策を明確に挙げることも多い」と話す。本誌推定では、自動車産業を米国へ再移転する場合、1500億ドル程度の費用がかかると見込まれる。

一方、税制改革は確実性からほど遠い。政権は減税に言及するが、単に現在の税水準を維持するだけでも課題が多い。2017年の税制改革法（第1期トランプ政権を代表する税制改革）の失効部分を全面延長すれば約4兆6000億ドル程度の負担が生じると見込まれる。トランプ大統領は、社会保障収入や労働者の受け取るチップ、残業代などに対する課税の削減も公約している。下院共和党の現在の計画では2兆ドルを超える赤字の増加が見込まれるが、具体的な税制変更については詳細が論じられていない。

民主党はそうした税制計画に反対し、共和党の短期的な歳出計画を支持することを拒否している。政府閉鎖もあり得る状況だ。ベッセント財務長官は、トランプ大統領の関税に関して、より大きな利益のためだと擁護している。ベッセント氏は6日に「安価な商品を手に入れることがアメリカン・ドリームの本質ではない」と述べつつ、米国人も経済的安全性と社会的上昇を目指していると語った。

一方、ジョージ・W・ブッシュ元大統領の経済顧問を務め、現在は保守派団体アメリカン・アクション・フォーラムのプレジデントであるダグラス・ホルツイーキン氏は、「製造業に焦点を合わせて米国の再生を図ろうとするのは賢明ではない」と指摘する。製造業が雇用に占める割合は、1950年代の民間労働者の3分の1超から最近では10%以下に低下している。必ずしも中国に職を奪われたとは言いきれない。ホルツイーキン氏は、製造業の凋落（ちょうらく）は単に関税に頼るだけで相殺できるものではないと語る。

支持者からのしっぺ返しも

12日に発効した鉄鋼関税は多数派をないがしろにして少数派を擁護するものだ。米労働基準局によれば、鉄鋼業の雇用者数は全米でわずか8万3600人だ。しかし、2024年に米国内で販売された自動車1630万台全てではないものの、その多くに大量の鉄鋼が使われている。

第1次トランプ政権を思い起こせば、大きな市場リターンこそが多くの有権者がトランプ大統領と交わした経済的取引の中心にあったはずだ。通常、大統領が及ぼし得る影響は限られているものの、トランプ氏は株式を主張の中心に置いた。最近、株式投資家はことのほか好調な株式パフォーマンスを享受し、多少の株価変動は許容してきた。

しかし、「株式市場が引き続き底堅さを維持するにはMAGA（米国を再び偉大に）の次の選挙の勝利に懸かっている」と主張する大統領が株式市場に背を向け続けるのであれば、主張全体が色あせることだろう。貿易戦争が激化し、連邦財政赤字が積み上がる中で市場の下落が続けば、中間選挙の敗北は共和党にとって問題の始まりにすぎないかもしれない。

トランプ大統領は、有権者の困難な状況に無関心であるように見えた政府に対し、一緒に立ち向かうとの感覚を支持者に与えてきた。そうした一体感をむしろ政策はMAGA運動全体を崩壊させかねない。

By Matt Peterson
(Source: Dow Jones)

5. 政府縮小を目指した歴代大統領と同じ道をたどるトランプ氏 Trump Follows Other Presidents Who Promised Government Cuts 過去に何が行われたのか

[経済政策]

■ 猟官制度と党派の策略



Cynthia Johnson/Getty Images

米国第7代アンドリュー・ジャクソン大統領の「アウゲイアス王の牛小屋を掃除する」から、第42代のビル・クリントン大統領の「大きな政府の時代は終わった」、そして現在の第47代トランプ大統領の「ワシントンの沼を干上がらせる」まで、スローガンは変わったが、その約束は変わらない。それは、制御不能なワシントンの官僚機構を抑え込むことだ。

官僚組織の制御は、多くの大統領を誕生させた人気のあるテーマだ。しかし、こうした見直しは通常、政権交代の後に行われる党派的な取り

組みで、政府のパフォーマンスを向上させるためではなく、敵対する党の支持者を政権支持者に入れ替えるための策略ではないかとの疑念をいつも引き起こす。

世界一の富豪であるイーロン・マスク氏が率いる政府効率化省（DOGE）は内国歳入庁（IRS）、教育省、退役軍人省などの省庁に大鉈（なた）を振るっているが、その懸念が確かに付きまとう。

第26代セオドア・ルーズベルト大統領による1900年代の行政腐敗の一掃などのように、過去の取り組みの中には成功と評価されるものがある。一方、1950年代の「赤狩り」のように、党派的な粛清と見

なされるものもある。こうした政治的交代プロセスには「スポイルズ・システム（獵官制度）」という名称が付けられており、米国の歴史の大半を通じて使われてきた手法であることを示唆している。

■ トランプ氏が目指すジェファソン流の小さな政府

建国の父の一人であるトーマス・ジェファソンは「賢明で質素な政府」の理念を掲げ、「小さな政府」の流派の父である。これに対し、アレクサンダー・ハミルトンは「強力で積極的な政府」の堅固な信奉者であり、その思想は初代ジョージ・ワシントン大統領や第2代ジョン・アダムズ大統領が支持した。1800年に第3代大統領に選出されたジェファソンは、連邦党（フェデラリスト党）によって築かれた肥大する政府機構を解体しようと素早く動いた。ジェファソン大統領は、大鉈を振るうことで、もう一つの重要な目標も達成できたと自慢さえした。

ジェファソン大統領は、2期目の就任演説で、「不要な政府組織、無駄な施設や支出の削減によって、内国税を廃止することが可能になった」と語った。悪名高いウイスキー税をはじめとする諸税を撤廃したことで、ジェファソン大統領は米国の徴税組織全体を解体することができた。これはまさにトランプ大統領が夢見ていることだ。

ジャクソン大統領時代の国民はギリシャ神話を良く知っており、「アウゲイアス王の牛小屋を掃除する」、つまりワシントンを一掃することは、ヘラクレスが成した難業であることを理解していた。そして多くの国民は、「オールド・ヒッコリー」の愛称を持つジャクソン大統領ならそれを成し遂げられると信じていた。

ワシントンD.C.で発行されていたデーリー・テレグラフは1828年11月3日付の記事で、「ジャクソンは改革の担い手として民衆に選ばれた。彼は友人に報い、敵を罰するだろう」と報じた。ジャクソン大統領は実際に敵を罰し、大統領就任初年だけで連邦政府職員の10%を自分の支持者と交代させた。

■ 獵官性の問題点

ウィリアム・ラード・マーシー上院議員（民主党・ニューヨーク州選出）が1832年1月に「勝者には敵の狩猟の獲物が与えられる」と議会で発言し、獵官制度は良くも悪くも定着した。歴史家ダニエル・ウォーカー・ハウ氏は「長期的に見ると、獵官制度は公務員制度の能力と威信を損なった」と『What Hath God Wrought: The Transformation of America, 1815-1848（神が創りしもの：1815～1848年のアメリカの変容）』の中で記している。

1883年のペンドルトン法（能力主義に基づく採用を定めた法律）は、連邦職員を専門化するのに役立ったが、政治的縁故主義（パトロネージ）を終わらせることはほとんどできず、汚職が根強く残った。

1901年、第25代ウィリアム・マッキンリー大統領暗殺を受けて大統領に就任したセオドア・ルーズベルト大統領は、政権内にまん延する汚職に衝撃を受けた。ルーズベルト大統領が任命した特別検察官は、郵政局、公有地管理局、インディアン管理局の汚職事件の捜査を行い、約200件を起訴した。オレゴン州選出の共和党所属の上院議員1人と下院議員2人も起訴された。ルーズベルト大統領は1903年、特別検察官の1人に宛てた書簡に、「私の第一の目的は、これらすべての問題において厳正な正義を行うことだ。そして可能であれば、私が誰かをかばっているという印象を持たれないようにしたい」と書いている。

1950年代の「赤狩り」では、このような誠実性は見られなかった。ジョセフ・マッカーシー上院議員が「国務省には205人の共産主義者が潜伏している」と主張し、全米にパニックを引き起こした。ニュージャージー州カンバーランド郡で発行されていた新聞の1950年2月11日付の見出しは、「マッカーシー上院議員、国務省に共産主義者が巣食うと発言」だった。

第33代ハリー・トルーマン大統領が始めた政府職員の「忠誠心」審査は、第34代ドワイト・アイゼンハワー大統領の下でさらに強化・拡大された。わずかでも「全体主義、ファシズム、共産主義、または反体制的な」組織と関わりを持ったとされる者は、公職から追放された。1950年代後半にこの赤狩りの恐怖が沈静化するまでに、2000人以上の政府職員が職を失った。その大半は政治的に左派寄りの人物であり、多くは確たる証拠がないまま追放された。

1978年に制定された公務員制度改革法は、政治的介入に対する連邦職員の保護を強化した。しかし、官僚機構に対する国民の評価が改善されることはなかった。

■ ニクソン政権時からほぼ同じ規模の政府

第40代ロナルド・レーガン大統領は1981年の就任演説で「現在の危機においては、政府は解決をもたらすものではなく、むしろ政府こそが問題となっている」と語った。それはそうかもしれないが、レーガン大統領の2期8年間で連邦職員数は約3%増加した。15年後の第42代ビル・クリントン大統領は「大きな政府がすべての答えを持っているわけではない」と認め、予算を均衡させながら連邦職員数を2%削減した。それでも、現在の連邦職員数は、第37代ニクソン大統領の政権初期とほぼ同じ規模である。それを大幅に削減することは、これまでのところ大統領の手が届くものではなかった。そして今、トランプ大統領は官僚組織という怪物を抑え込もうとしている、あるいは、政治的な敵対勢力を一掃しようとしている。どちらの見方を取るかはあなた次第だろう。

By Kenneth G. Pringle
(Source: Dow Jones)

6. 株式と債券の動き、どちらが正しいのか

[経済政策]

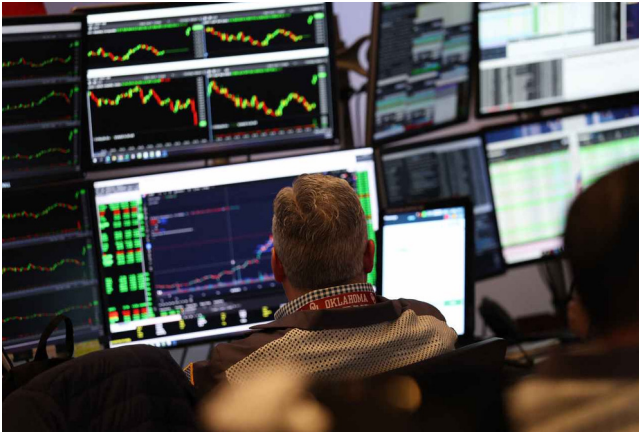
As Stocks Tumble, Bonds Suggest Calm. One of Them Is Right
株式は暴落する一方、債券には落ち着き

■ 調整局面を迎えた株式市場

経済学者ポール・サミュエルソンは、株式市場は過去5回の景気後退を9回も予測したと皮肉った。その数はもうすぐ10回になるかもしれない。

S&P500指数は3月13日、52週高値から10%下落し、いわゆる調整局面を迎えた。しかし、米国経済はまだ成長の兆しを見せている。たとえトランプ政権が関税やその他の政策について毎日、時間刻みで手のひらを返すような態度を取り、消費者や企業の心理に影響を及ぼしているとしてもだ。

実質経済成長率は、2024年の2.8%より鈍化したとはいえ、成長は続くはずだ。昨年の成長率は、米連邦準備制度理事会（FRB）の政策立案者が考えている米国経済の実質潜在成長率を1%ポイント上回っていた。



TIMOTHY A. CLARY / AFP / Getty Images

株式とは異なり、社債市場はほとんど動かなかった。イールドスプレッド（無リスクの米国債に対する投資適格債やハイイールド債のプレミアム）はわずかに拡大したが、2024年末の歴史的な低水準からごくわずかにとどまった。

クレジット市場の番犬がほえなくとも、従来の常識は株式市場が示す景気後退の兆候に疑問なく注目してきた。ローゼンバーグ・リサーチの代表、デービッド・ローゼンバーグ氏は先週、X（旧ツイッター）に「人々は『不況は一体どこにあるのか』と自問している。やれやれ。問題は不況ではない。市場のバリュエーションが、完璧を織り込んだ状態から、経済と政策の不確実性が高まり続ける環境に応じて低下しているのだ」と投稿した。

ここにあるのか』と自問している。やれやれ。問題は不況ではない。市場のバリュエーションが、完璧を織り込んだ状態から、経済と政策の不確実性が高まり続ける環境に応じて低下しているのだ」と投稿した。

実際、シカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティー指数（VIX指数）は、セントルイス連銀が発表した米国の経済政策不確実性指数（EPU）と連動して上昇している。VIX指数は、2024年末には慢心を暗示するような低水準にあった。クレジット市場では、スプレッドはさほど修正されておらず、経済への信頼が継続していることを示唆している。

債券市場は堅調

ブルームバーグ米国総合債券指数のスプレッドは、2024年末の80ベース・ポイント（bp）から3月12日現在94bpに拡大したが、長期平均の147bpを大きく下回った。同様に、ブルームバーグ米国ハイイールド社債指数のスプレッドは、年末の287bpから313bpに拡大したものの、過去の平均の512bpを大きく下回っている。また、投資適格債とハイイールド債に連動する上場投資信託（ETF）は持ちこたえているが、株式に連動するETFは2025年初来で下落している。

みずほ証券USAのチーフ・エコノミスト、スティーブン・リッキート氏は、「株式市場は、マクロ経済の全体像が健全であることを無視している。堅固なバランスシート、過剰な流動性、緩和的な金融市場、過去4週間の金利低下、これらすべてが、2025年の成長率がトレンドを上回るとする根拠となっている」と書いている。ベンチマークとなる10年物米国債利回りは、1月中旬の直近ピークから50bp近く低下している。

リッキート氏は先週、顧客向けのノートで「投資家は誤って関税や政府職員のレイオフといったマイナス面ばかりに注目している。投資家は、そうするのではなく、これらの動きを踏まえて景気拡大がどのように変化するか注目すべきだ」と記した。消費者は商品とサービスの間で支出をシフトさせるだろうし、公共部門の労働者は、労働市場が依然として逼迫（ひっばく）していることから、恐らく民間部門で仕事を求めることになる。

リッキート氏は「健全な経済のダイナミックな性質は、そのシステムに悪影響を与えるのではなく、ショックに対処することを可能にする。株価の調整は現在進行中の強気相場の一部ではあるが、市場

が3回の0.25%の利下げを織り込んでいたのとは対照的に、今年のFRBによる利下げがないことを意味する可能性が高いだろう」と締めくくった。

経済予想は下方修正

確かに、楽観的な予想家でさえも、見通しを下方修正している。ゴールドマン・サックスのチーフ・エコノミストであるヤン・ハチウス氏は先週、2025年の米実質国内総生産（GDP）成長率（第4四半期の前年同期比）を2.4%から1.7%に修正した。ハチウス氏は、ゴールドマンの予想がコンセンサス予想（ブルームバーグの調査では2%）を下回ったのは2年超ぶりのことだとしている。

ゴールドマンの下方修正は最近のデータを反映したものではなく、ハチウス氏は顧客向けノートに、「われわれの貿易政策の想定がかなり崩れているが、トランプ政権は関税による経済低迷への不安にうまく対応している」と書いている。しかし、ハチウス氏は、減税や規制緩和といったトランプ政権の成長促進策とともに、堅調な生産性向上と底堅い実質家計所得が経済を下支えしているとみている。

ルーソルド・グループの最高投資責任者（CIO）であるダグ・ラムゼイ氏は、裕福な投資家が支出を控えるほどおびえれば、株式市場が実体経済に影響を与える可能性はまだあると言う。ラムゼイ氏は、株式市場の時価総額は米国のGDPの1.99倍と、かつてないほど経済に大きな影響を及ぼしていると指摘する。しかし、それは米国のほんの一部分だ。FRBの最新データによれば、米国民の上位10%の富裕層が、家計全体の株式所有の87%を占めている。

クレジット市場が語るストーリーは、より現実を反映している。関税を回避するために輸入品や金地金に殺到していることで今四半期のGDPが縮小したとしても、基盤となる実体経済は減速しているだけであって、低迷しているわけではない。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. 成果を上げ始めた巨額のAI設備投資

[ハイテク]

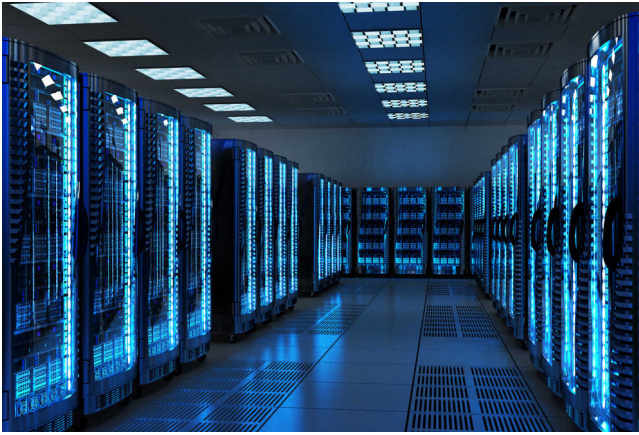
Billions In AI Capex May Already Be Paying Off. How We Know
コアウィーブの財務データに根拠

注目されるコアウィーブのIPO

人工知能（AI）ブームの初期の勝者の一部は、サーバーを貸し出すクラウド企業だ。主にアマゾン・ドット・コム＜AMZN＞、マイクロソフト＜MSFT＞、アルファベット＜GOOGL＞が挙げられる。

しかし、投資家はこうしたハイパースケーラーと呼ばれる企業の約束をそのまま信じるよりほか仕方がなかった。というのも、テクノロジー大手の財務報告では、AI向けクラウドコンピューティングの経済的価値が見えにくいからだ。これら企業のクラウド部門は、主にウェブサイト、ゲーム、アプリ向けなどの従来型サーバーで構成されている。

しかし、AIクラウドの成長を示す新たな手掛かりが現れた。近くナスダック市場にティッカー「CRW



Dreamstime

V」で新規株式公開（IPO）を予定しているコアウィーブの目論見書だ。コアウィーブはAIサーバーの貸し出しに特化している。現在、急成長中ではあるものの、テクノロジー大手のクラウド事業の中ではまだ小規模な分野だ。それでも、投資家にとって最も注目すべき領域であることに間違いない。そのため、大型テクノロジー株の投資家はコアウィーブの初期の成功を歓迎するべきだろう。

コアウィーブは2016年、暗号資産（仮想通貨）のマイニング企業として創業した。しかし、2018年のビットコイン暴落後、遊休状態となったサーバーの新たな活用方法を模索し、AIコンピューティング向けの貸し出しを開始した。

そして、2022年11月にチャットGPTが登場したことで、コアウィーブはまさに絶好のタイミングで絶好の場所にいる企業となった。コアウィーブは恐らく、AI分野のリーダーである米半導体大手のエヌビディア<NVDA>以上に純粋なAI特化企業と言えるかもしれない。AIブームの始まりとともにベンチャーキャピタルの注目を集め、これまでに22億ドルの資金を調達した。ファクトセットによると、直近の2024年11月時点で企業価値は230億ドルに達している。

現在、2022～2024年までのコアウィーブの財務情報が公表されたことで、ハイパースケーラーがAIクラウド事業を運営するために必要なコストや収益構造が、連結決算報告の影響を受けずに明確に分かるようになった。そこには良いニュースもあれば、急成長に伴うリスクもある。

リターンを生んでいるAIクラウド投資

まず、良いニュースとして、コアウィーブのAIクラウド事業に対する設備投資は既に利益を生み出している。設備投資は、ネットワーク機器やサーバーの場合、耐用年数4～6年で減価償却される。2024年には8億6300万ドルの減価償却費が計上されたが、それが19億ドルの売り上げに貢献した。いずれも前年比737%の増加だ。

また、売り上げに伴って利益率も既に高まっている。コアウィーブの営業損益は、2023年の1400万ドルの赤字から2024年には3億2400万ドルの黒字へと転換した。2024年第4四半期業績を年間換算すると、減価償却費が15億ドルに上ったものの、営業利益は4億5100万ドル、売上高は30億ドルだった。

コアウィーブの財務データを見れば、アマゾン、マイクロソフト、アルファベットのような大手テクノロジー企業が何十億ドルもの設備投資をAIクラウドに投じている理由が理解できる。AIクラウドへの投資は、旺盛な需要と高い成長率のおかげで、すぐにリターンを生み出しているのだ。

このことは、ハイパースケーラーのクラウド事業でも同様の現象が起きていることを示唆している。2022年にはこれら企業のクラウドサービスのごく一部にすぎなかったAIクラウド事業が、現在では急成長を遂げている。2023～2025年にかけての設備投資によって減価償却費が急増しているものの、AIクラウド部門の営業利益は既に黒字化している可能性が高い。

しかし、リスクもある。このビジネスは「綱渡り」のような側面を持つ。2025年の設備投資が減価償却費として計上され始めると、さらにコストが増加する。もし2026年以降に売上高の成長が鈍化すれば、現在の営業利益が急速に消失する恐れもある。コアウィーブへの投資は、ハイリスク・ハイリターンと言えるだろう。

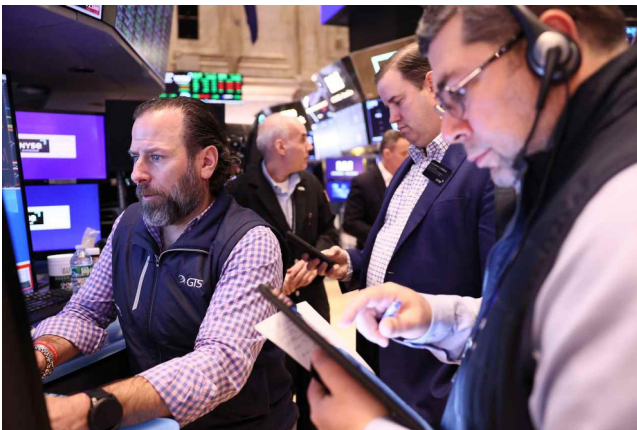
一方、ハイパースケーラー企業はこのリスクをかなり吸収できる。そして、コアウィーブの財務データは、これら企業のAI向け巨額投資が正当化されることを示唆しており、投資家にとって安心材料となるはずだ。コアウィーブのIPOが成功するかどうかはまだ分からないが、大型ハイテク株投資家がコアウィーブの財務データから得られる確かなことが一つある。AI革命が始まってわずか2年で、クラウド事業はすでに本物の利益を生み出しているのだ。

By Adam Levine
(Source: Dow Jones)

8. 14日の反発が相場の転機になる可能性も Friday Could Be a Turning Point for the Stock Market 週明けの値動きに注目

[米国株式市場]

落ち着いたCPIの発表でも上昇せず



Michael M. Santiago/Getty Images

投資家は先週の荒れた市場に敗北感を抱いているが、14日の反発は一日だけのものではないことを意味しているのかもしれない。

もう、こうした市場の動きには慣れているはずだ。S&P500指数は週間ベースで4週続落となる2.3%安の5638.94で引けた。ナスダック総合指数は2.4%安の1万7754.09となり、ダウ工業株30種平均は3.1%下落して4万1488ドル19セントとなった。14日の反発がなければこれら三つの指数の下落率はもっと大きかっただろう。小型株のラッセル2000指数は1.5%安の2044.10で週

末を迎えた。

若干の好材料があっても市場は上昇しなかった。12日に発表された2月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比で2.8%の上昇と1月の同3%から減速したため、S&P500指数は上昇すると思われたが、下落で終わった。一見したところ、予想を下回るインフレ率は米連邦準備制度理事会（FRB）が金利を引き下げる環境を整え、経済成長を後押しすると考えられるはずだった。しかし投資家はそのシナリオには乗らず、売りの波が押し寄せて株価は再び下落に転じた。

問題はトランプ大統領から

Market Snapshot



問題はトランプ大統領から発している。関税は物価を押し上げて個人消費を減少させる可能性があり、それだけでも十分悪材料だが、関税政策を巡る不確実性がさらに大きな恐怖を引き起こしている。全米独立事業者協会（NFIB）が発表した2月の中小企業楽観指数は2カ月連続で低下し、中小企業の間に懸念が高まっていることを浮き彫りにした。3月のミシガン大学消費者信頼感指数は予想を大きく下回り、与党共和党员でさえも自信の低下を感じていることが示された。

投資家も同様だ。先週の全米個人投資家協会（AII）の調査では、弱気の回答が60%強となり、過去1年以上で最も高い水準に迫った。クリアブリッジ・インベストメンツのデータによると、これは史上最も悲観的な状況の一つであり、2008～2009年の金融危機のピーク時に記録した約70%をわずか10ポイント下回っているだけだ。

世界経済がこのようなまれな大災害に見舞われない限り、市場がこれ以上悲観的になることはないだろう。歴史が示唆するところでは、個人投資家のセンチメントが現在のような低水準になった後、その後の12カ月間でS&P500指数は平均で13.6%上昇した。

乱高下の可能性はあるが、打診買いを始める水準か

これほど不安定な市場であれば、株価がまだ下落する可能性はある。トゥルーイストのチーフ・マーケット・ストラテジストであるキース・ラーナー氏は、S&P500指数は主要な支持線である5400前後まで下落する可能性があるかと警告している。しかし、これは現在の水準を3%下回るにすぎず、今後1年間で堅調に上昇するチャンスは十分に残されている。

このことは、投資家が市場に資金を投入し始めるべきであると同時に、売りが加速した場合に備えて現金を手元に残しておくべきであることを示している。17日の取引が始まれば、状況は一層明確になるだろう。過去3週間、市場は週明けに下落し、週末に反発というパターンを繰り返してきた。週明けに14日の上昇を維持することができれば、少なくとも短期的には痛みが収まったことを示すサインとなるだろう。

われわれはいつでもハッピーマンデーが好きだ。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

9. トランプ大統領が市場と経済に責任を負うのはいつのことか

[コラム]

When Does This Become a Trump Market and a Trump Economy?

株価と経済に、大統領は本当に影響力を持つのか

ルーズベルト元大統領と張り合うトランプ大統領



Alex Wroblewski/AFP/Getty Images

92年前の今月 — 正確に言うと1933年3月4日の土曜日 — フランクリン・ルーズベルトが、コリント人への手紙一第13章を開いた聖書に手を乗せて米国第32代大統領就任を宣誓した。ルーズベルトは就任演説で「われわれが恐れるべき唯一のことは、恐れ自体だ」と宣言し、当時苦境に陥っていた米国の回復の道を模索した。トランプ大統領が現在同様の演説をするとすれば、「われわれが確実視している唯一のことは、不確実だということだ」と言うかもしれない。

ルーズベルト元大統領の考えていたこととトランプ大統領が実行しようとしているとみられることの間には、キャッチフレーズ以上の違いがある。ルーズベルト元大統領が、好意的な見方も批判的な見方もある大きな政府の先導役となり、それがレーガン元大統領時代を生き延びて現在へ至っていることは、共和党も民主党も同意している。トランプ大統領は、過去1世紀の間で最も影響力のある大統領としてルーズベルト元大統領と張り合っているが、その戦略は小さな政府という正反対のものだ。

トランプ大統領は、イーロン・マスク氏を政府効率化省（DOGE）担当に配置して、主に300万人の連邦政府職員のうちの数万人の解雇によって歳出を削減している。その一方で、政府支出の43.5%を占

める給付金 — 社会保障費、メディケア（高齢者向け医療保険制度）、メディケイド（低所得者医療保険制度） — は手付かずだ（マスク氏は先週、社会保障費も削減の可能性があるとし唆したが、政府は即座にそれを否定した）。

ビジネスのリアリティー番組である『シャーク・タンク』（日本の『マネーの虎』の米国版）に出演するカナダの実業家であるケビン・オレアリー氏が「脂肪から脂を滴らせている」と評した小さな政府は、今後より良く機能するのだろうか。それは神のみぞ知ることだ。

それ以上に、トランプ政権がメキシコ、カナダ、中国および欧州に対して発表した関税と、それに対して某カーアクション映画よりもはるかにワイルドなスピードで発表、撤回および再発表された報復関税は、さらに未知数だ。

さらに、ホワイトハウスから発令される相次ぐ大統領令がある。直近では89件を数え、就任当初としては最近の大統領が発した大統領令の数を大幅に凌駕（りょうが）している。そして、現在はトランプ大統領就任から100日目（4月30日）までの半ばを経過したばかりである。この期間は、トランプ大統領の支持者と批判者の双方にとって、非常に長く感じられたかもしれない。ちょうど半ばに当たる先週11日の50日目を見逃した読者向けの情報として、ホワイトハウスはその日を「50日で50件の勝利」と称して祝っていた。

市場の想定外

これまで非常に多くのことが起きた。とりわけ、トランプ大統領の行動ペースがここ数週間で加速したために、一部の市場関係者はもうたくさんだと感じている。フランクリン・テンプルトンのチーフ・マーケット・ストラテジストであるスティーブン・ドーバー氏は、「市場は、減税と規制緩和のアイデア、および関税が交渉の材料であるというアイデアに、非常に興奮していた。しかし今や、トランプ大統領が実際に関税を適用する予定であると察知しており、私はそれは織り込まれていなかったと考えている」と言う。

その結果、3月には怒れるライオンがやってきた。S&P500指数とナスダック総合指数は13日までに月初来で7.3%と8.2%下落した。ベッセント財務長官が13日に、「過去3週間の若干のボラティリティーを懸念していない」と述べたにもかかわらずである。トランプ相場の意味するところは、勢いのあった2024年12月に示唆された内容とは顕著に異なっている。サード・ポイントのダン・ローブ氏はX（旧ツイッター）に、「人は一人で生まれ、一人で死に、トランプ相場を一人で乗り切る」と投稿した。3月を子羊のようによたよたと脱することが熱望されているもようだ。

経済も頭打ちしたか、あるいは悪化傾向にあるとみられ、スタグフレーションという双頭のヒドラの恐怖が長い眠りから覚める兆しを示している。モルガン・スタンレーのチーフ米国エコノミストであるマイケル・ガペン氏は、2025年と2026年の国内総生産（GDP）成長率予想をそれぞれ、1.9%から1.5%へ、1.3%から1.2%へ引き下げる一方、2025年のインフレ率予想を2.5%へ0.2%ポイント引き上げた。モルガン・スタンレーのエコノミストラは、「予想以上に早期かつ広範囲の関税が、予想よりも早く経済成長の軟化につながり、物価が想定以上に顕著かつ早期に再加速して、2025年のインフレ率が上昇する」と予想している。

トランプ大統領の行動以外の要因

しかし、市場の大混乱と経済停滞のどの程度が、トランプ大統領によるものなのだろうか。株式では、最近のバリュエーションがいかに高いかが、極めて過小評価されている。10年間の平均インフレ率で調整した利益に対する株価の比率である、ロバート・シラー氏の景気循環調整後株価収益率（CAPE）は1月に37.74倍と過去100年で3番目に高い水準となり、1929年の大暴落時を上回った。株価は、CAPEのそれぞれのピーク直後に大幅に下落している。

景気に関しては、インフレ再燃の一因はバイデン前大統領の景気刺激策にあったのではなかっただろうか。そして、景気減速の観点では、新型コロナウイルス関連のミニリセッション（景気後退）を除けば、2008～2009年の金融危機以来約16年にわたって本当の景気後退を経験していない。過去の6年または7年ごとにリセッションが生じる状況とは大きくかけ離れている。循環的な景気後退が控えているという主張も可能だ。

これらのすべては、以下の二つの興味深い疑問を投げ掛ける。（1）株式市場と経済に関して、就任後のどの時点で、大統領は評価または批判に値するのだろうか。（2）大統領は、どの程度の影響力を持つのだろうか。筆者は、トランプ大統領だけでなく、ブッシュ元大統領、オバマ元大統領およびバイデン前大統領に質問したが、返事はなかった。クリントン元大統領の代理人は、期限までにクリントン元大統領に接触できなかったと述べた。

将来を見通すメカニズムである市場は間違いなく、大統領就任日を待つことなどない。ニューヨーク大スターン・スクール・オブ・ビジネスの経済学名誉教授であるリチャード・シラ氏は、「昨年11月にトランプ氏が大統領に選出された際には、トランプ氏の方がバイデン大統領（当時）と民主党よりも経済および株式市場にとって良いと人々が考えていたために相場は上昇した。最近はその見方がやや反転している」と語る。その通りである。

商業銀行であるトゥルーイストの共同最高投資責任者（CIO）兼チーフ・マーケット・ストラテジストであるキース・ラーナー氏は、大統領の4年の任期における初年度のS&P500指数の動きを、1953年以降についてグラフ化した。データによると、S&P500指数は2月第一週にかけて約1.3%上昇し、その後3月第一週にかけて約1.8%下落し、市場が新たな政策を消化するにつれて4月終盤まで低迷が続き、5月に改善している。ラーナー氏は今回について、「政権の熱狂的な活動ペースによって、現在のサイクルが増幅されている」と語る。

ラーナー氏は、大統領の行動を反映する経済の別の様相があると言い、「現政権は既に、センチメントのトレンドを支配している。経済に関して『今、トレンドを支配している』というタイミングを特定するのは困難だが、消費者のセンチメントは、現政権とともに変化する。その時が、センチメントを支配している時だ」と言う。

大統領が責任を負うのはいつになるのか

経済全般、具体的にはGDP成長率に対してホワイトハウスが責任を負うのはいつかという点について、保守系シンクタンクであるマンハッタン・インスティテュートのシニアフェロー兼エコノミストであるアリソン・シュレーガー氏は、「トランプ政権は6カ月と言っており、私は第2四半期終了後と言いたい。しかし、われわれは寛大に第3四半期まで猶予を与える可能性がある」と述べている。

シュレーガー氏は、ベッセント財務長官とのインタビューに言及しており、その中でベッセント長官は、向こう6～12カ月間にトランプ大統領が経済に対して責任を負うだろうと認めている。しかしベッセント長官は、現時点では「依然としてバイデンフレーションの中で暮らしている」と語る。なお、2月の消費者物価指数（CPI）はバイデンフレーションが緩和されつつある可能性を示唆している。CPIの前年同月上昇率は、予想の2.9%に対して実績は2.8%となり、前月比では予想の0.3%に対して0.2%となった。

とはいえ、反応は控えめだった。エコノミストは、関税の影響がまだ反映されておらず、利下げによる救済を促す公算は小さいと考えている。プリンシパル・アセット・マネジメントのチーフ・グローバル・ストラテジストのシーマ・シャー氏は、「株式相場を受けて米連邦準備制度理事会（FRB）が喜ばしいモードに入る公算は小さい。今回のCPIは、嵐の前の静けさの可能性があることを念頭に置く価値がある」と語る。

しかし、大統領はどの程度の影響力を持つのだろうか。ドーバー氏は、「私は、大衆と市場参加者が大統領の影響を過大評価していると考えている。米国経済は主に民間セクターがけん引しており、バリュエーションは主に金利と利益に依存している」と語る。その一方で、トランプ大統領は特に大統領令の使用もあって、これまでの大統領とは異なっていると認めている。

政府のベテラン・ウォッチャーであるグレッグ・バリエール氏は、トランプ大統領がこの分野で戦略的に行動している可能性があるとしている。バリエール氏は、『リセッションをいつ受け入れるか』と題された示唆に富むレポートにおいて、後に恐らくは減税を用いてヒーローとしての役割を果たすために、意図的に景気をめった打ちにしているのではないかと考えている。バリエール氏は、「リセッションに陥らなかった場合でも、トランプ大統領は年後半に、リセッションを回避したと評価される可能性がある。それは、大統領にとってウィン・ウィンの状態だ。トランプ大統領は、自身だけが回避可能なリセッションのお膳立てをしている」という。

これまで述べてきたことは、われわれの祖父母にはぴんとこないだろう。シラ氏は「1930年代以前には、人々は大統領の行動にあまり注意していなかった。ルーズベルト元大統領は、『帝王的大統領制』と呼ばれるものを開始した」と語る。

ここで、ルーズベルト元大統領とコリント人への手紙一第13章、そしてその中で最も有名な節の一つに戻ることになる。「わたしたちは、今は、鏡に映して見るようにおぼろげに見ている。しかしその時には、顔と顔を合わせて、見るであろう。わたしの知るところは、今は一部分にすぎない。しかしその時には、わたしが完全に知られているように、完全に知るであろう」。これは希望である。

By Andy Serwer
(Source: Dow Jones)

10. コロナ禍から5年、何が変わったのか 5 Years After Covid Hit: What Has Changed? 大きく分かれた株価パフォーマンス

[経済関連スケジュール]

パンデミック後の勝ち組・負け組は？

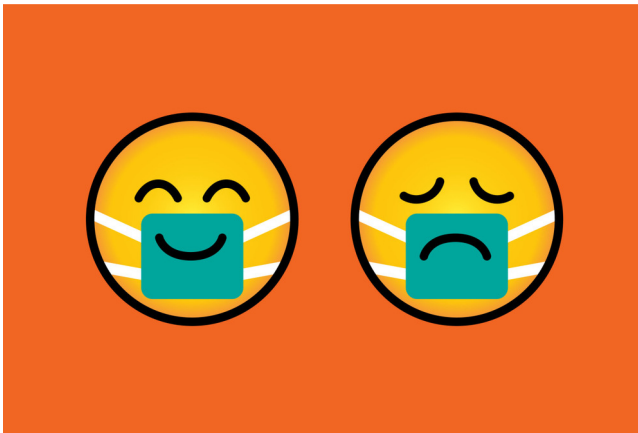


Illustration by Elias Stein

5年前の今頃、ちょうど世界では新型コロナウイルス感染拡大防止のためのロックダウンが広がろうとしていた時期であり、株式市場では後の急回復局面の前の急落がまさに始まろうとしていた。最近、ロンドンを拠点とする資産運用会社ハーグリーブス・ランズダウン<HL.英>のアナリストが「パンデミック以降、何が変わったのか」という問いを投げ掛けた。彼らの答えは「多くのことが変わった」だった。

S&P500指数構成銘柄の中で、5年間の株価上昇率上位5銘柄のうち3銘柄はハイテク企業だっ

た。パフォーマンスが最高だったのは半導体大手のエヌビディア<NVDA>で上昇率は1562%、次いでサーバー・メーカーのスーパー・マイクロ・コンピューター<SMCI>、第3位が天然ガス会社のEQ T<EQT>、第4位がネットワーク機器メーカーのアリスタ・ネットワークス<ANET>、第5位が法執行技術ソリューションを手掛けるアクソン・エンタープライズ<AXON>となっている。

一方、パフォーマンスが低かった業種はさまざま。最も低かったのは、小売薬局チェーンを展開するウォルグリーン・ブーツ・アライアンス<WBA>で、79%の下落。同社は最近になって非公開化を公表した。次いで半導体大手のインテル<INTC>と化粧品大手のエスティ・ローダー<EL>、そして医療機器メーカーのテレフレックス<TFX>と同じく医療機器大手のバクスター・インターナショナル<BAX>が続く。

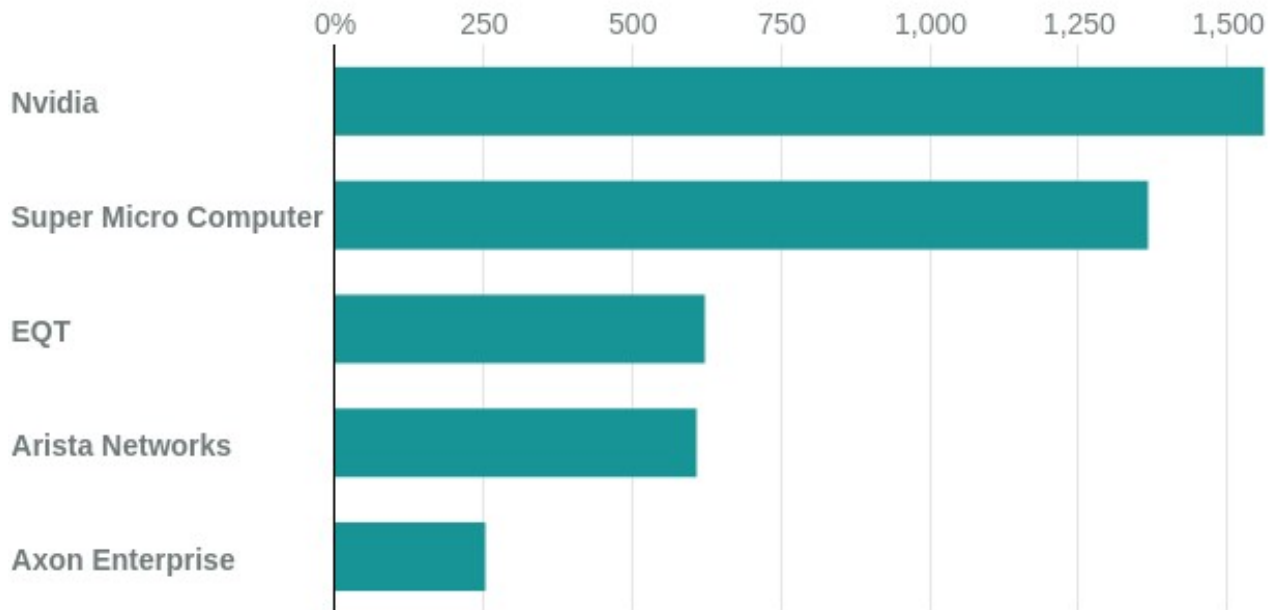
パンデミックに打ち勝った株式市場

ハーグリーブスのマネー及びマーケット部門責任者であるスザンナ・ストリーター氏は「高まるボラティリティーの影響を受け、またトランプ大統領の通商政策によって、最近でこそ大幅な下げを見せているとはいえ、S&P500指数はパンデミックによる下落後の目覚ましいリバウンドの流れをおおむね維持しており、2020年3月20日以降は140%を超える上昇率を達成している。底堅い米国経済、巨大ハイテク企業のパワーと人工知能（AI）投資に対する熱狂が、株価上昇をけん引している」と語る。

Postpandemic Stars

Chipmaker Nvidia, fueled by AI, topped the S&P 500 in the years since Covid struck.

Five-Year Return



Source: Hargreaves Lansdown

先週の出来事

市場動向

英イングランド銀行とカナダ銀行で総裁を務め、このたびカナダ首相に就任したマーク・カーニー氏は「カナダが米国の一部になることは決していない」と述べた。中国は、米国産農産物に対する関税を発動した。トランプ大統領がリセッション（景気後退）の可能性を否定しなかったため、株式市場は10日に急落した。トランプ氏がカナダ製の鉄鋼・アルミニウムに対する関税を2倍に引き上げると脅したため、株式市場は11日に続落となったが、発言はその後撤回された。金属製品に対する関税は12日に25%で実施されており、欧州とカナダはこれを受けて報復関税を発動した。2月の消費者物価指数（CPI）の前月比上昇率は0.2%に鈍化し、また米連邦議会が政府機関の閉鎖を回避するとの観測が強まったことを受けて、14日に株式市場は急騰に転じた。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は3.1%、S&P500指数は2.3%、ナスダック総合指数は2.4%それぞれ下落した。金価格は3000ドルを突破した。

企業動向

電気自動車（EV）大手テスラ＜TSLA＞の株価は、3カ月足らずで50%下落し、テスラは関税の影響に対する懸念を表明した。イーロン・マスク氏が経営するX（旧ツイッター）およびメキシコの大富豪カルロス・スリム氏傘下の決済ゲートウェイ・プロバイダー、スリムCDがサイバー攻撃を受け、スリム氏とカナダのオンタリオ州は、宇宙開発企業のスペースXが提供する衛星インターネットサービス、スターリンクとの契約を破棄した。欧州が米国産ウイスキー、化粧品、自動二輪車に対する関税賦課を表明すると、トランプ大統領は対抗措置として欧州産アルコール飲料に200%の関税を課すと警告した。自動車大手のフォード・モーター＜F＞はドイツ事業に最大48億ドルの資金を投入すると発表した。フードデリバリー大手のドアダッシュ＜DASH＞、家具・家庭用品販売のウィリアムズ・ソノマ

<WSM>、独立系天然ガス生産会社のエクスパンド・エナジー<EXE>、ならびにスポーツエンターテインメント会社のTKOグループ・ホールディングス<TKO>がS&P500指数構成銘柄に採用された。アプリケーション技術プラットフォームを手掛けるアップラビン<APP>は採用されなかった。アップラビンは人気は急上昇したが、現在は冷めている。航空大手のデルタ航空<DAL>が自社の利益見通しを下方修正し、航空株が下げた。

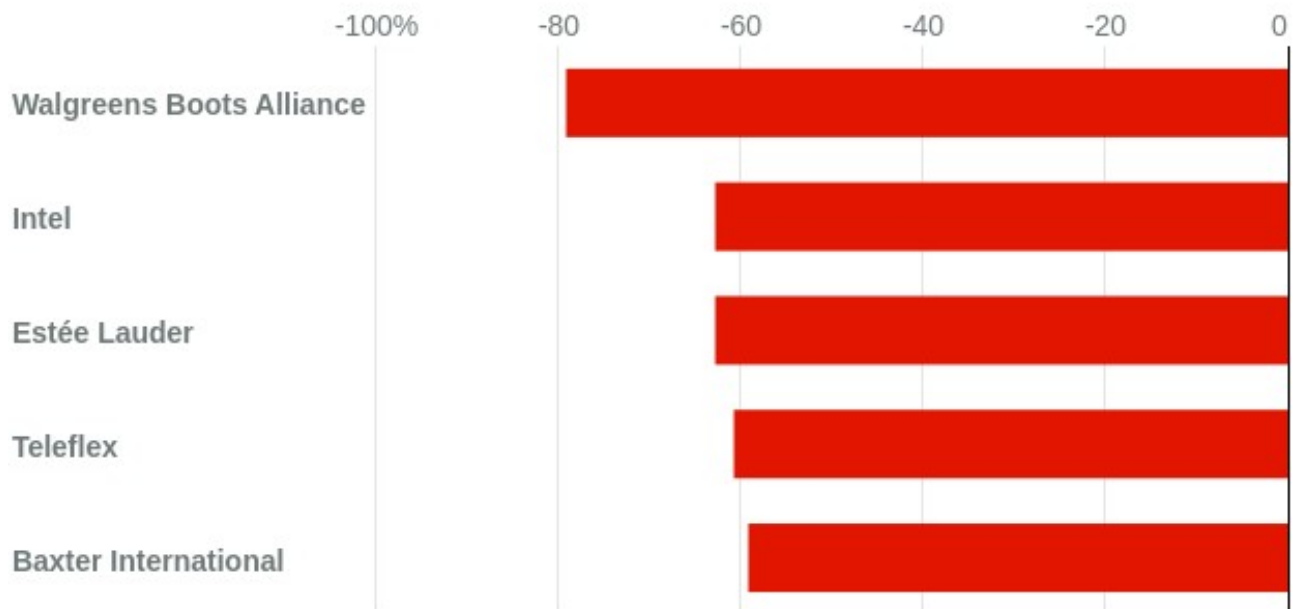
M&A（合併・買収）など

トランプ大統領は、中国系動画投稿アプリTikTok（ティックトック）買収の可能性がある4候補先と交渉中であると述べた。ロイター通信によれば、チャットGPTを展開するオープンAIが、クラウドプロバイダーのコアウィーブからAIサービスの提供を受ける119億ドルの5年契約を締結した。

Flops of the Recovery

Walgreens staggered through the past five years but had company.

Five-Year Return



Source: Hargeaves Lansdown

今週の予定

3月17日（月）

米国勢調査局（商務省）が2月の小売売上高を発表する。コンセンサス予想は前月比0.6%増（1月は同0.9%減）。自動車を除いたベースでは前月比0.3%増を予想（1月は同0.4%減）。航空会社や小売企業の多くが直近で需要後退を予想していることを受け、市場では消費者の購買意欲に対する懸念が高まっている。

3月19日（水）

米連邦公開市場委員会（FOMC）が金融政策決定を公表する。連邦準備制度理事会（FRB）がフェデラルファンド（FF）金利を4.25～4.50%のレンジに据え置くとの予想が大勢を占めている。また、今回のFOMCでは四半期ごとの経済見通し（SEP）の更新も予定されている。昨年末時点では、FOMC参加者は2025年末までに2回の0.25%の利下げを予想していた。市場では現在、3回の利下げを織り込

んでいる。

3月20日（木）

物流大手のフェデックス<FDX>、半導体大手のマイクロン・テクノロジー<MU>、および大手スポーツ用品のナイキ<NKE>が四半期決算を発表する。

全米不動産業者協会（NAR）が2月の中古住宅販売件数を発表する。エコノミスト予想は季節調整済み年換算で390万戸。1月を約20万戸下回る。中古住宅販売件数は過去15年間の最低水準近くで推移している。

統計と数字

43%：過去5年間の世界の武器輸出に占める米国のシェア。それ以前の5年間のシェアは35%。

66%：2024年に米国内で新規に設置された発電施設全体に占める太陽光発電の割合。出力はほぼ50ギガワットと、過去最高を記録。

3300万トン：2023年に中国で建造された船舶の総トン数。世界全体の50%超に達した。米国のシェアは約0.1%。

2000億ドル：2024年の米国の医療事務（医療費請求業務、保険請求手続き、事前承認）のコスト。

By Brian Swint
(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』 2025/03/16

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