

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/03/30

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. AIラウンドテーブル - The Next Phase of AI-and 22 Favorite Stocks-From Our Tech Roundtable Experts [ラウンドテーブル]
AIの次の段階と専門家が選ぶ22銘柄 P.1
2. 新たな局面を迎えるトランプ貿易戦争ー最前線に立つ米国の農場経営者 - Trump's Trade War Is Entering a New Phase. Farmers on the Front Lines. [フィーチャー]
相次ぐ逆風で疲弊したところを再び貿易戦争が襲う P.12
3. カルシや予測市場がけん引するスポーツ賭博 - Kalshi Saw \$208 Million in March Madness 'Bets.' [フィーチャー]
それらはイベント契約であり、ギャンブルではない P.15
4. 投資戦略を助ける真の過去の教訓とは - The Market's Past Is Closer Than We Think [フィーチャー]
80年代以降では十分でない市場レジームの振り返り P.19
5. 景気減速は素早く、インフレ動向は不透明 - The Economy Is Slowing Fast. Inflation or Not, Rate Cuts Might Be Answer. [米国株式市場]
利下げが景気と市場に対する処方箋になる P.21
6. 富裕層は経済の鍵 - The Wealthy Are Key to the Economy. What if They Pull Back? [経済政策]
富裕層への依存を強める米国経済 P.23
7. 2025年の市場予測はすでに劣化、株式市場を見直す時だ - My 2025 Market Prediction Has Already Soured. [コラム]
米国を支える多くの要因が変化 P.26
8. マイクロストラテジー、ビットコイン購入を目的とした優先株式を発行 - MicroStrategy Sells Preferred Stock to Buy Bitcoin. [インカム投資]
賛否両論あるが、高配当で低リスクの金融商品とみなすべき P.28
9. 1兆ドルの価値を投資家にもたらしたミューチュアルファンドは？ - Meet the Mutual Fund That Created \$1 Trillion in Value for Investors [ファンド]
第1位はバンガード、大型アクティブファンドもランクイン P.30
10. 注目されたコアウィーブのIPO、その行方は？ - CoreWeave Debuts: A Big IPO in a Slow Year [経済関連スケジュール]
IPO市場の冷え込みで、想定下回る公開価格 P.31

※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。

1. AIラウンドテーブル

[ラウンドテーブル]

The Next Phase of AI-and 22 Favorite Stocks-From Our Tech Roundtable Experts

AIの次の段階と専門家が選ぶ22銘柄

前回のラウンドテーブル開催時から大きな変化



Photograph by Christie Hemm Klok

本誌が前回AIラウンドテーブルを開催した2023年8月当時、生成人工知能（AI）は生まれたばかりで、チャットGPTの公開からまだ1年たっていなかった。「マグニフィセント・セブン」という言葉には映画の登場人物以上の意味はなかった。半導体大手エヌビディア<NVDA>の時価総額は、現在の3兆ドルの3分の1だった。

当時、投資家はAIが市場にもたらす変化について、過小評価するとともに過大評価していた。約18カ月を経て、AIは依然としてがんを治すことも、米国を横断する自動車を走らせることもできていない。しかし、企業の戦略と支出計画を根底から覆し、急速な問題解決、生産性の向上、機械が先導する創造性の時代への扉を開いている。

一方で、AIを巡る熱狂のサイクルは新たな段階に入り、投資家は成果を求めている。当初の情熱はやや後退し、テクノロジー株は調整局面に入っている。今後はどこへ向かうのだろうか。

本誌はこの質問を、テクノロジー分野の銘柄選別を専門とする4人のベテランにぶつけてみ

た。その4人とは、JPモルガン・アセット・マネジメントのポートフォリオマネジャーで、上場投資信託（ETF）のJPモルガン・アクティブ・グロースETF<JGRO>やJPモルガン・エクイティ・フォーカスETF<JPEF>などの複数のテクノロジーファンドを運用するフェリス・アグラノフ氏、アトリーデス・マネジメントの最高投資責任者（CIO）であるギャビン・ベイカー氏、ブラックロック<BLK>のファンダメンタルズ株式部門でポートフォリオマネジャー兼グローバルテクノロジーチーム責任者を務めるトニー・キム氏、ジャナス・ヘンダーソンのポートフォリオマネジャー兼テクノロジーリサーチ責任者のデニー・フィッシュ氏だ。今回のラウンドテーブルは3月中旬にオンラインで開催した。

押し目買いの好機か、今は待つべきか

本誌：過去1カ月近くで相場は急落している。足元の下落は買いの好機だろうか。それとも、テクノロジー株をある程度利益確定して、もっと良い時期を待つべきだろうか。

フィッシュ氏：過去2～3年を振り返ると、2022年末から2023～2024年にかけては、テクノロジー株



Photograph by Sasha Israel

は極めて好調で、株価は2倍に上昇した。直近の大幅な下落は自然なことだ。バリュエーションは、過去2〜3年間は非合理的だったが、最近では魅力的になりつつある。複数のセクターで、今後3〜5年間の最高の銘柄を積み増す機会が生じている。

多くの銘柄のバリュエーションが魅力的になっている理由は二つだ。第一に、一部のケースで成長が予想を上回り、バリュエーションが低下している。第二に、株価が下落し、株価収益率（PER）や株価フリーキャッシュフロー倍率の魅力が増している。選別的に見れば、現在は好

機だ。

Q：反対意見はあるか。

アグラノフ氏：当社は過去1年間の動きに懸念を持っている。特にAI設備投資がこれ以上ないほど好調であることについてだ。

当社は2022年末から2023年初めにかけて、エヌビディアとAI設備投資に対して非常に強気だった。現在もAIの長期見通しと今後の影響については強気で、テクノロジーだけでなくすべての業界に影響が及ぶとみている。しかし、中期的には設備投資の上振れ余地がなくなるリスクが高まっている。これまでの設備投資の膨大な成長分を消化する必要がある。こうした懸念を踏まえ、当社のファンドはAI設備投資の直接的な影響を受ける銘柄のポジションを削減している。

ベイカー氏：私は反対の立場を取る。現在の下落相場の原因は中国のAI開発企業ディープシークだ。市場がディープシークの大規模言語モデル「R1」に対して反応したのは、どういうわけか、R1に関する技術論文が公表された7日後だった。

ディープシークの発表以降、画像処理半導体（GPU）のスポットレンタルの空きは急激に減少しており、GPUのスポットレンタル価格はH200（エヌビディアの旧世代のAI半導体）を中心に上昇している。グーグルなどのハイパースケールデータセンター企業はGPUの契約レンタル価格を引き上げている。DRAMのスポット価格も日々上昇している。

台湾積体回路製造（TSMC）＜TSM＞の2月の売上高の伸びは1月から加速した。GPUの需要が加速しているのは、ディープシークのR1やAI開発企業xAIの対話型AI「グロック3」などの推論モデルが、以前のモデルよりもはるかに膨大な量のコンピューティングパワーを消費しているからだ。

誰もがブラックウェル（エヌビディアの次世代GPU）への支出を増やすだろう。そうしないのはリスクが大き過ぎる。典型的な囚人のジレンマだ。全員が協力するなら、皆が支出を減らしたいかもしれない。しかし、1社でも抜け駆けすれば、その企業は決定的な優位性を得られるかもしれない。エヌビディアのコンセンサス予想PERは22倍で、割高ではない。今後1年間は旺盛な支出が続くはずだ。

Q：支出はいつまで続くのか。

ベイカー氏：リターンによるだろうが、特に今年後半の支出は非常に堅調だと思う。次世代モデルの性能が大幅に高く、企業がAIエージェント（人間が介入することなくタスクを実行できるプログラム

やシステム)に月何千ドルも支払うことができれば、支出は当面続く可能性がある。このような世界がブラックウェル以降に実現しなければ、間違いなく支出は止まるだろう。

Q：キム氏は直近のテクノロジー株の下落についてどう思うか。

キム氏：自然なことだ。不確定要因はリセッション（景気後退）が起きるかどうかだ。起きた場合、下落は正当化され、投資家はポジションを再調整する必要がある。

しかし、投資家は今年だけのためにAI銘柄を買っているわけではなく、2026年や2027年もAIトレードが続くと考えている。AIトレードがいつまで続くかは分からず、投資利益率（ROI）に左右される。AIが第2段階に移行する中で、多くの企業がROIの創出に加わる可能性がある。私はこの移行を「ストックの上方移転」と呼んでいる。

AIはどのような恩恵をもたらしているか



Photograph by Christie Hemm Klok

Q：AIがどのような恩恵をもたらしているのか、詳しく見てみよう。

アグラノフ氏：AIエージェントの恩恵は明らかになりつつある。エージェントの精度が50%ならば、導入が転換点に達するまで時間がかかるだろう。しかし、専門知識と固有の用途があり、精度の高いエージェントを導入できる企業も存在する。

当社がミーティングを持った事業・財務管理ソフトウェア関連企業インテュイト<INTU>は、精度が90%超のエージェントを搭載したアプリケーションについて語った。これは付加価値が非常に大きい。しかし、成功する企業は少数で、企業間で大きな差ができるだろう。銘柄選別にとって素晴らしい環境になる。

Q：AIエージェントはどの程度速く導入されるだろうか。AIエージェントが人間の仕事を代替することによる恩恵が現れるのはいつだろうか。

ベイカー氏：まずは誰もがブラックウェルを導入しなければならない。新たなAIモデルを訓練

する必要がある。次に、これらのモデルが一体的に機能したときに、本当に平均的な人間並みに多くの仕事ができるのかを確認する必要がある。それが可能なら、AIのROIはプラスになる。不可能なら、2026年は2024年や2025年とは全く異なる年になる。

Q：人々はAIに仕事を奪われることをどの程度心配すべきだろうか。

キム氏：世界の国内総生産（GDP）約100兆ドルのうち、人件費は55%で、テクノロジーへの支出は5%だ。人件費を5%分削減しただけで、テクノロジーへの支出は2倍になる。これが実現した場合、二つの大きな意味がある。第一に、世界には十分なコンピューティングパワーがないため、進歩の妨げになるだろう。

さらに、社会的な意味合いもある。AIは新たな収益やGDPの成長をもたらすのか。誰もがコスト削減によって生産性が向上すると語る。しかし、正味でGDPは増えるのか。私には明確ではないように思える。増えるにしても、コンピューティングパワーが足りない。

Q：つまり、半導体が足りないため、AIは世界を支配できないということだ。銘柄の話に戻るが、AIトレードはマグニフィセント・セブンだけに集中するのか。AIの堅調さは今年の市場全体にとってどの程度重要なのか。

アグラノフ氏：生成AIと、それを支える関連インフラの大規模な発展がもたらす二次的、三次的影響が考慮される中、非常に多くの企業がAIトレードに相關している。設備投資の伸びが鈍化する中で、これらの銘柄が効果的に機能するのは難しいだろうし、AI銘柄が市場のリーダーとなるのも困難だろう。

しかし、AIがオプション的な価値を持つ資本財企業には投資機会がある。例えば、当社は高性能データセンターを支える送配電網への多額の投資にエクスポージャーを抱える企業に投資している。

AIと過去のテクノロジーサイクルの違い



PHOTOGRAPH BY Lanna Apisukh

フィッシュ氏：AIトレードは市場をリードするが、今までとは違う形でリードすることになるだろう。通常、何らかのテーマが市場に定着するときは、ある程度の期間はすべての銘柄がトレンドの恩恵を受ける。その後、時がたつにつれて、勝者が目立ち始める。

キム氏：全くその通りだ。現在、勝者はあまり明確ではない。しかし、2026年から2028年にかけて、勝者とそれ以外の差が開き、自然淘汰の法則がはっきりし始めるだろう。

アグラノフ氏：当社はその時を待っている。なぜなら、リーダーとなる企業は少数で、多くの勝者には高い相関性があるからだ。AIのように大規模なテーマでは、過去の勝者や、今日の市場における最大の企業が勝者となる可能性は低い。

ベーカー氏：初期のインターネットブラウザであるネットスケープ・ナビゲーターのリリースから2年半以内に設立されたインターネット

企業は、現在のインターネットセクターの時価総額の1%を占めるにすぎない。現在はAIサイクルのご

く初期段階にある。インターネットのサイクルに当てはめると、（メタ [旧フェイスブック] <META> 創業者の）マーク・ザッカーバーグ氏はまだ中学生だった頃だ。つまり、多くの象徴的な企業は設立されるどころか、構想すらなかった。

AIについて興味深いのは、その「原材料」であるコンピューティングパワーとデータだ。今日では、最も大きな企業が最も多くのコンピューティングパワーとデータを持っている。

キム氏：初期のインターネットやクラウドとの違いは、AIでは、こうした原材料が非常に資本集約的だという点にある。テクノロジーの歴史上、かつてないほど集約的だ。

アグラノフ氏：今回のサイクルと過去のテクノロジーサイクルには、AIに投資している企業が膨大なキャッシュフローを生み出しているという違いもある。支出能力と同様に、規模も非常に重要だ。今日の巨大ハイテク企業の支出に張り合える企業はほとんど存在しない。しかも、巨大ハイテク企業は依然としてキャッシュフローの100%を支出しているわけではない。

アグラノフ氏の選好銘柄

Felise Agranoff's Picks

Company / Ticker	3/26/25 Price
Atlassian / TEAM	\$229.65
Booking Holdings / BKNG	4,764.16
HubSpot / HUBS	608.68
Intuit / INTU	614.86
Intuitive Surgical / ISRG	509.03
Netflix / NFLX	970.65
Palo Alto Networks / PANW	184.96
Quanta Services / PWR	260.64
Snowflake / SNOW	159.74

Source: Bloomberg

る。チーム協力ソフトウェアのアトラシアン<TEAM>も、AI機能の導入によって恩恵を受ける立場にある企業の一つだ。

AIはあらゆる業界に影響を及ぼすだろう。テクノロジー以外の分野に対するプラスの影響は過小評価されている。

Q：個別銘柄の話に移ろう。アグラノフ氏はどの企業が将来のテクノロジー業界の勝者になると思うか。

アグラノフ氏：当社は、AIを利用する企業や、AIを支えるためのインフラニーズの恩恵を受ける企業に関心を持っている。

組織がAIの導入を準備するために最初にすべきことは、インフラとデータの整備だ。当社はインフラ層で勝てる企業に注目しており、データプラットフォーム企業スノーフレイク<SNOW>を選好する。スノーフレイクはシステム統合のニーズを生かしやすい立場にある。

サイバーセキュリティリスクは、AIを導入する上で主要な制約の一つであり、導入のペースを左右する。そのため、パロアルト・ネットワークス<PANW>のようなサイバーセキュリティ企業にも注目している。

アプリケーション層では、信頼性の高いAIエージェント導入戦略を有する企業に注目している。これには先ほどのインテュイトと、クラウドベース顧客管理システムのハブスポット<HUBS>が含まれ

Q：最も注目している分野や企業は。

アグラノフ氏：オンライン旅行会社のブッキング・ホールディングス<BKNG>だ。今日の旅行需要に関しては議論の余地があるが、ブッキングはオンライン旅行予約の拡大に関して素晴らしい位置に付けている。

ヘルスケアでは、手術ロボット業界のリーダーであるインテュイティブ・サージカル<ISRG>などの企業を選好する。インテュイティブは次世代ロボットを発売したばかりで、手術中に収集したデータをフル活用して手術の成果を改善しようとしている。これは事業の成長の大きな転換点になるだろう。

動画配信大手ネットフリックス<NFLX>は、長期的に見て恩恵を受ける可能性がある。ネットフリックスの利益率は既に高いが、規模の経済と市場のリーダーとしての地位を活用し、AIの導入によってコンテンツの制作費を削減することができる。これは収益性のさらなる向上につながる可能性がある。

最後に、資本財セクターでインフラ投資へのエクスポージャーを有する企業が幾つかある。米国の電力需要は何十年間もほとんど成長していなかったが、AIは需要の伸びを促す要因の一つになるだろう。当社は送配電インフラ業界のリーダーであるクアンタ・サービスズ<PWR>などの企業を選好する。送配電網は何十年間も投資不足の状態が続いているからだ。市場はこの分野の投資サイクルと、クアンタのリーダーとしての地位を非常に過小評価している。

フィッシュ氏の推奨銘柄

Denny Fish's Picks

Company / Ticker	3/26/25 Price
Cadence Design Systems / CDNS	\$263.41
KLA / KLAC	705.54
MeracadoLibre / MELI	2,074.97

Source: Bloomberg

デザイン・システムズ<CDNS>とEDAソフトウェアを提供するシノプシス<SNPS>は世界的に2社独占体制となっている。ハイパースケーラーと、自動車、航空宇宙および防衛産業のおかげで対象市場は大幅に拡大しており、今後も拡大を続けるだろう。AIは設計の市場投入スピードにおけるバリュープロポジションを強化する。

現在この2社に関して、過去数年間のレンジの最低水準のPERで投資可能だ。ケイデンスの予想PERが30倍を下回ったのは過去に数回しかなく、そのうちの1回はコロナ禍における大幅な株価下落だった。われわれは今後3～5年の見通しを好感している。

Q：次はフィッシュ氏。

フィッシュ氏：私もインテュイットを推奨する。

AIテーマでの私の投資手段は、持続性が極めて高い事業を備えた企業を見付けることだ。そのため、AI事業がなくとも興奮する企業はある。AIはストーリーを強化する役割を果たす。

ソフトウェア業界で最も重要な分野の一つは、半導体や電子機器の設計作業を自動化（EDA）するソフトウェアだ。電子システム設計会社のケイデンス・

われわれがここで議論してきたことを本当に信じるのであれば、より多くのコンピューティングパワーが必要で、半導体関連のプロセス制御ソリューション・プロバイダーのケー・エル・エー（KLA）＜KLAC＞がその恩恵を受ける。KLAは、プロセス制御、光学的検査および材料など、私が最も興味深いと考えている分野における半導体製造装置のプロバイダーだ。市場は成長し、KLAは市場シェアを高めており、それが続くと思われる。KLAの粗利益率は、半導体製造装置業界の中で最も高い。

次に、中南米の電子商取引（eコマース）企業のメルカドリブレ＜MELI＞は、eコマースから、決済、クレジット、消費者と販売業者との連携など、最もユニークな事業を展開しており、そのすべてのデータを取り込んで、中南米全般の複雑な物流を管理している。中南米のeコマースの普及率は低い部類にあり、成長余地は大きい。

中南米の昨年のeコマースの規模は約1500億ドルで、今後4年間で50%成長すると予想されている。メルカドリブレはその事業内容によって、シェアを拡大してきた。メルカドリブレがAIをフィンテック・プラットフォームにさらに統合すれば、私はクレジット指標が改善して成長性が高まると考えている。来期予想PERは約30倍で、向こう2年間に30%超の潜在成長性がある企業としては割安だ。

キム氏の推奨銘柄

Tony Kim's Picks

Company / Ticker	3/26/25 Price
Alibaba Group Holding / BABA	\$132.24
CyberArk Software / CYBR	348.42
Elastic / ESTC	99.36
eMemory Technology / 3529.Taiwan	NT\$2,600
Harmonic Drive Systems / 6324.Japan	¥3,720
Reddit / RDDT	\$120.20
SoftBank Group / 9984.Japan	¥8,349

Source: Bloomberg

キュリティーにおいて好位置に付けている。

Q：キム氏の番だ。

キム氏：スノーフレイクとアトラシアンについてはアグラノフ氏と同意見で、フィッシュ氏が挙げたケイデンスとメルカドリブレも長期にわたって支持している。つまり、推奨銘柄は重複している。

私は、テクノロジーとデータのスタックの上方移転を考えている。検索拡張生成（RAG）と呼ばれるアーキテクチャーは、独自のデータベース情報の統合によって文章生成機能を強化する。オランダに本社を置くデータ分析会社のエラスティック＜ESTC＞はAI検索企業で、その検索エンジンはRAGのベクトル・データベースの上に位置する。

次は、イスラエルに本社を置くサイバーセキュリティ企業であるサイバーアーク・ソフトウェア＜CYBR＞だ。われわれはエージェンティックAIの世界、つまり人間よりもAIエージェントや機械を多用する世界、もしくは、人が生み出すデータよりも生成されたデータを用いる世界に突入しつつある。サイバーアークは、マシン・ツー・マシンIDのセキュ

次は、ソーシャル・プラットフォームを運営するレディット＜RDDT＞だ。市場下落が理由で、株価が

投資にふさわしい水準となっている。レディットは、非社会的なソーシャル・ネットワークとしてユニークな位置にある。レディットは、人間が収集するコンテンツのよりどころで、AI検索の結果として成功するだろう。

海外の企業をさらに数社挙げる。まずは、日本のハーモニック・ドライブ・システムズ<6324>だ。ロボットのアクチュエーター用歯車減速機における世界のリーダーだ。人型ロボットが登場すれば、ハーモニックは中国企業以外で世界をリードする部品の提供企業となり、人型ロボットのサプライチェーンにおける重要な位置を占めるだろう。

もう1社は、台湾のフラッシュメモリー・メーカーのイーメモリー・テクノロジー<3529.台湾>だ。イーメモリーは、TSMCや他のファウンドリーに知的財産（IP）を提供する企業だが、ポスト量子暗号と呼ばれる新製品がある。量子コンピューティングが到来すれば、暗号を解読できるようになるだろう。そうなれば、世界中の暗号を修正してアップグレードする必要がある。イーメモリーは、ポスト量子暗号に関するIP規格を保有しており、それがすべての半導体に搭載されるのではないかと私は考えている。すべてのマザーボードは、新たな暗号規格に対する免疫を備える必要があるだろう。

次は、電子商取引大手のアリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）<BABA>とソフトバンクグループ<9984>だ。ソフトバンクに投資すれば、オープンAI、スターゲイト、ビジョン・ファウンドおよび英半導体設計大手のアーム・ホールディングス<ARM>に投資することになる。アームはスターゲイトで重要な役割を果たす予定で、ソフトバンクの株価は純資産価値に対して60%のディスカウントとなっている。

ベイカー氏の推奨銘柄

Gavin Baker's Picks

Company / Ticker	3/26/25 Price
Astera Labs / ALAB	\$66.95
Nintendo / 7974.Japan	¥11,330
Roblox / RBLX	\$60.36

Source: Bloomberg

Q：ベイカー氏の推奨銘柄に移ろう。

ベイカー氏：私はスノーフレイクに関するアグラノフ氏の見方を好んでいる。スノーフレイクは新たな最高経営責任者（CEO）として、スリダー・ラマスワミ氏をグーグルから迎えており、再起の機会をうかがっている。

より広い意味では、今回のラウンドテーブル参加者がすべてのことに関して基本的に同じ意見であることを、私は最も懸念している。私の経験上、今回のようなイベントで皆が同じ意見である場合、それは

往々にして最善のことではない。すべての推奨銘柄に関して同じ意見だが、すべてを保有しているわけではない。

最初の推奨銘柄は、半導体企業のアステラ・ラブズ<ALAB>だ。私は、エヌビディアのブラックウェルのアップグレードサイクルが、今年下半期に本格化するとみている。それは、誰にとっても設備投資の莫大（ばくだい）なアップグレード・サイクルになる予定で、囚人のジレンマによって誰もが投資を余儀なくされる。しかし、ブラックウェルはエヌビディアにとって最も重要な半導体ではない。

エヌビディアの最も重要な半導体はNVSwitchだ。NVSwitch 5はブラックウェルやエヌビディア製の他の半導体との組み合わせで、ラック規模のコンピューティングを可能にする。GPUのラックをイメージしてみよう。高さが7〜8フィート（2メートル強）、重さは6000ポンド（約2700キログラム）で、想像できないほどの電力を消費する（米国の平均的な家庭の100件分の電力）。NVSwitchは72個のGPUを一つのコンピューターとして機能できるようにするもので、それはAI向けのコストおよび性能において顕著な優位性をもたらす。

アステラは他のすべての人々に対して、ラック規模のコンピューティングを可能にする。アステラは、アマゾン・ドット・コム<AMZN>のAI半導体であるTrainiumのラック規模のコンピューティングを下支えしている。それは、現在のところ、エヌビディア製以外のカスタム半導体（ASIC）でラック規模のコンピューティングを可能にする、商業規模の唯一の代替手段だ。

アステラの2026年当社予想利益に基づくPERは20〜25倍で、当社予想は市場予想を大幅に上回っている。成長率は、去年は200%超で、今年は100%近くなるだろう。われわれは、非公開株の時代に初めて投資しており、2021年8月にシリーズC株に7ドルで投資し、2022年にはシリーズD株に投資した。

（2024年の上場時の）公開価格は36ドルで、現在の株価は65ドル。高値の140ドル超から下落し、年初からでも50%超下落している。

次の2銘柄は、ともにビデオゲーム会社だ。私は、AIがビデオゲームの質を劇的に向上させる一方で、制作費を削減すると予想する。

1社目はゲーム配信プラットフォームを運営するロブックス<RBLX>だ。ロブックスは多額の投資期間を経て、今は収益性をとても重視している。2024年の利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）マージンは44%で、コスト管理に優れた手腕を発揮した。増収率は、コロナ禍以前の20%超に戻りつつある。

1時間当たりの収入は、ロブックスが6セント。一方、平均的なモバイルゲーム企業では10セント、ゲーム機用ゲームまたはPCゲーム会社は50セントで、1ドルに達する企業もある。つまり、ロブックスのプラットフォームの時間当たり収入は最低水準で、それがモバイルゲームに追いつくだけで多大な上振れ余地がある。さらに、ロブックスのプラットフォームでは、一般の人々がゲームを作成可能だ。AIがゲーム制作を容易にする恩恵を受けられる。ロブックスに関する当社の業績予想も市場予想を大幅に上回っている。

次は、任天堂<7974>だ。まず、スイッチ2という新たな製品サイクルに入っている。任天堂は、多くのことをやり過ぎて市場を細分化したWii U（ウィーユー）から教訓を学んでいる。スイッチ2は、販売台数が歴代有数となったスイッチの非常に魅力的なアップグレードになる。しかしより重要なのは、任天堂にとって8年ぶりの新製品ということだ、多大な繰り延べ需要があると考えるのは妥当だ。

さらに興奮すべきことに、年会費はPlayStation Plus（プレイステーション・プラス）の80ドルに対してNintendo Switch Online（ニンテンドー・スイッチ・オンライン）では20ドルだ。普及率はプレイステーション・プラスの半分以下にすぎず、料金と加入者数がプレイステーションやXbox（エックスボックス）並みに上昇すれば、コンセンサス予想に対する50%超の上振れになる可能性がある。

Q：投資家は、米国預託証券（ADR）と日本の株式のどちらに投資すべきか。または、どちらでも良

いのか。

ベイカー氏：どちらでも構わないと考えている。

■ マグニフィセント・セブンに関して

Q：誰もエヌビディアを推奨していない。その理由は。

アグラノフ氏：われわれは依然としてエヌビディアを保有している。エヌビディアは、GPUにおける市場のリーダーだ。しかし、エヌビディアはわれわれのベンチマークの中でのウエートが高く、われわれはエヌビディアをベンチマークに対してアンダーウエートとしている。現在の設備投資が当面のピークであり、現状からの上振れ余地が小幅と考えられることを考慮すると、どの程度をエヌビディアに配分するかという問題になる。

キム氏：マグニフィセント・セブンまたはエイトに関しては、皆が既に保有していると想定していたため、語る予定はなかった。

ベイカー氏：私は、あまり知られていない銘柄を紹介しようとした。エヌビディアのPERは22倍だ。PERについて異論はないが、利益については議論の余地がある。企業がブラックウェルへの移行後も投資を続けるには、これまでの投資に対するROIに注目する必要がある。エヌビディアの今年下半期に向けた体制は整っている一方で、2026年と2027年の不確実性がPERを頭打ちにする可能性があると考えている。半導体企業の中で、エヌビディアほど売上高が急速に増加し、営業利益率が高い企業はない。しかし、22倍のPERでは、利益予想が正しければ割高ではない。

キム氏：エヌビディアと比較して、半導体大手のブロードコム<AVGO>やアドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>の方が恐らく割高だ。絶対水準でみると、非常に多くの企業がエヌビディアより割高となっている。

Q：ラウンドテーブルを終わらせる前に、マグニフィセント・セブンについて議論しよう。その中で最も好ましい銘柄は。

アグラノフ氏：2銘柄でも良いのか。

Q：順番は。

アグラノフ氏：1番はメタで、2番目はアマゾンだ。最も好まないのはアップル<AAPL>とアルファベット<GOOGL>だ。

ベイカー氏：世界で最も並外れた創業者兼CEOを2人挙げるなら、エヌビディアのジェンソン・ファン氏と、電気自動車（EV）メーカーであるテスラ<TSLA>のイーロン・マスク氏だろう。

私はアップルを最も好んでいない。スコット・フォーストール氏は、アップルのソフトウェア部門を率いていた時に地図アプリケーションのマップのサービスを開始したが、大失敗となり、フォーストール氏は辞任を強いられた。人工知能プラットフォームのApple Intelligence（アップル・インテリジェンス）はマップよりもひどい。

Q：アップルの設備投資は他のマグニフィセント・セブン企業よりもはるかに少ない。それはアップル以外のマグニフィセント・セブン企業にとってプラスか。

アグラノフ氏：アップル株が好調な理由は設備投資にあると私は考える。私は、ベイカー氏同様に、アップルの技術革新は非常に期待外れだったと考えている。しかし、他のすべての企業が設備投資を増やしている時に、アップルは非常に低い増収率にもかかわらずフリーキャッシュフローを増加させている。それはアップルの強みであり、成功している理由でもある。しかし、技術革新がなければ、アップルが次の水準に到達するとは考えられない。

キム氏：私はメタを選好する。メタの中核事業は他の企業ほどには攻撃されておらず、スマートグラス、人型ロボット、オープンソースなどの新規カテゴリーにおいて全体として攻めの姿勢にある。インスタグラムに取って代わる存在が明確でないことがメタを選好する理由だ。

フィッシュ氏：マグニフィセント・セブンの7銘柄は、人類の歴史の中で創造された最高の部類に属していることを忘れてはならない。そして、これら企業が数年間にわたって好調に推移するという基本シナリオがある。とは言うものの、向こう12カ月程度を議論するのであれば、トップはマイクロソフト<MSFT>、最下位はテスラだ。

テスラについては、株価は大幅に下落したにもかかわらず、不確実性が非常に高い。EVの競争は大幅に激化している。自動運転は個人的には非常に好きだが、同業のウェイモのような完全自動運転の水準には達していない。ロボタクシーにおけるテスラの移行がどの程度のスピードになるかは分からない。さらに、人型ロボットのオプティマスに関しては、非常に大きなコールオプションのような価値がある。ただ、意見を変える権利は留保したい。

マイクロソフトは、設備投資を減少させて、フリーキャッシュフローを増加させられる可能性がある。同時に、ポートフォリオ全般にわたってAI関連収入が増え始めている。

ベイカー氏：テスラに関してだが、人型ロボットと言えばテスラと中国企業だ。いずれ莫大な市場になるだろう。オプティマスをいつ本格生産するかは分からないが、それが成功しない方には賭けない。蓄電池事業は急速に成長しており、今後のクリーンエネルギーへの移行の重要部分になるだろう。私はテスラについて、フィッシュ氏とは異なった見方を取っている可能性があるが、合理的に考える人々は私に賛同しないだろう。しかし、フィッシュ氏は明らかに合理的だ。

フィッシュ氏：長期的にみれば、ベイカー氏の意見に異論はない。しかし、今は2025年について話しているのであり、今年はテスラの年ではない可能性がある。

Q：ここには、4人の合理的な人々がいる。皆さんありがとう。

By Alex Eule
(Source: Dow Jones)

2. 新たな局面を迎えるトランプ貿易戦争―最前線に立つ米国の農場経営者

[フィーチャー]

Trump's Trade War Is Entering a New Phase. Farmers on the Front Lines.

相次ぐ逆風で疲弊したところを再び貿易戦争が襲う

報復の格好のターゲット



Photograph by Kathryn Gamble

米国の農村部はトランプ氏をホワイトハウスへ送り込んだが、今、トランプ大統領の新たな貿易戦争によってその忠誠心が試されている。その最前線にいるのは、アイオワ州の1000エーカーを超える農場で大豆やトウモロコシを育てているジョン・エアリー氏のような農場経営者だ。去年は賃金から肥料まであらゆるコストが上昇する一方で大豆価格が20%下落し、事業環境は厳しかったものの、収支トントンで切り抜けることができた。今年は、トランプ氏が米国の最大の貿易相手国・地域（米農産物の最大の顧客でもある）に対して経済戦争を仕掛ける

中、恐らく関税がエアリー氏の事業収益にとって新たな圧力となるだろう。エアリー氏は「今年は、誰も大きな利益を出せるとは考えてはいない。それは確かだ」と話す。

米農務省は、2025会計年度（9月まで）の農産物輸出額を1705億ドルと予想している。これは、各国が報復による痛みでトランプ政権にその貿易戦略を思いとどまらせようとする際に最高の標的となる。トランプ政権の関税と連邦政府を縮小するための取り組みも農場経営者にとってコスト上昇につながる。トランプ氏や米国の貿易相手がチキンゲームに失敗し、貿易紛争が長期化すれば、農業は他の大半の産業よりも大きな代償を払うことになるだろう。

貿易戦争は4月2日に次のフェーズを迎える。その日、トランプ氏は米国よりも高い貿易障壁を有する国を標的とする「相互関税」を発表するとしている。詳細は不明だが、トランプ氏は3月、自身で立ち上げたSNSのトゥルース・ソーシャルに「農場経営者は米国内の販売を増やす準備をすべきだ」と投稿し、農産物が巻き込まれる可能性を示唆した。

農業経営者は経済的な困難に直面しているのかもしれないが、パデュー大学の調査によれば、2月上旬時点の農業経営者の将来に対する見通しは2021年以降で最も楽観的な水準にあった。約半数が今後5年間で最も重要な課題は貿易政策であると回答したが、貿易戦争になれば輸出が大幅に減少する可能性が高いと考えた回答者はわずか47%だった。

貿易政策が農場経営者にとってプラスかマイナスかは、保護主義から得られる利益と、貿易戦争のコストのバランスによって決まる。米農産物にとって最大の海外市場は中国、カナダ、メキシコだが、農業生産者団体アメリカン・ファーム・ビューロー・フェデレーション（AFBF）によれば、第2次トランプ政権が発足して以降、これら3カ国は合計約300億ドルの米国産農産物に関税を課した。これは2024年輸出額の約17%に相当する。

保護主義の恩恵を受ける農場経営者もいるだろうが、他の農場経営者は恐らく貿易戦争によって生じ

たギャップを埋められるだけの買い手を米国内で見つけれないだろう。2019会計年度は、米国の農産物輸入が輸出を約60年ぶりに上回った。大きな要因となったのが、国内の生産者が少ないコーヒーやココア製品、特定の蒸留酒に対する国内需要の高まりだ。報復関税の対象となった一部の製品については国内市場がほぼ存在しない。例えば、心臓や肝臓、舌、足といった豚の臓物や雑肉の輸入に対して、最大の輸入国の一つである中国が3月に10%の追加関税を課し、関税率は合計で47%となったが、米国の消費者がこうした部位を近い将来好むようになる可能性は低い。

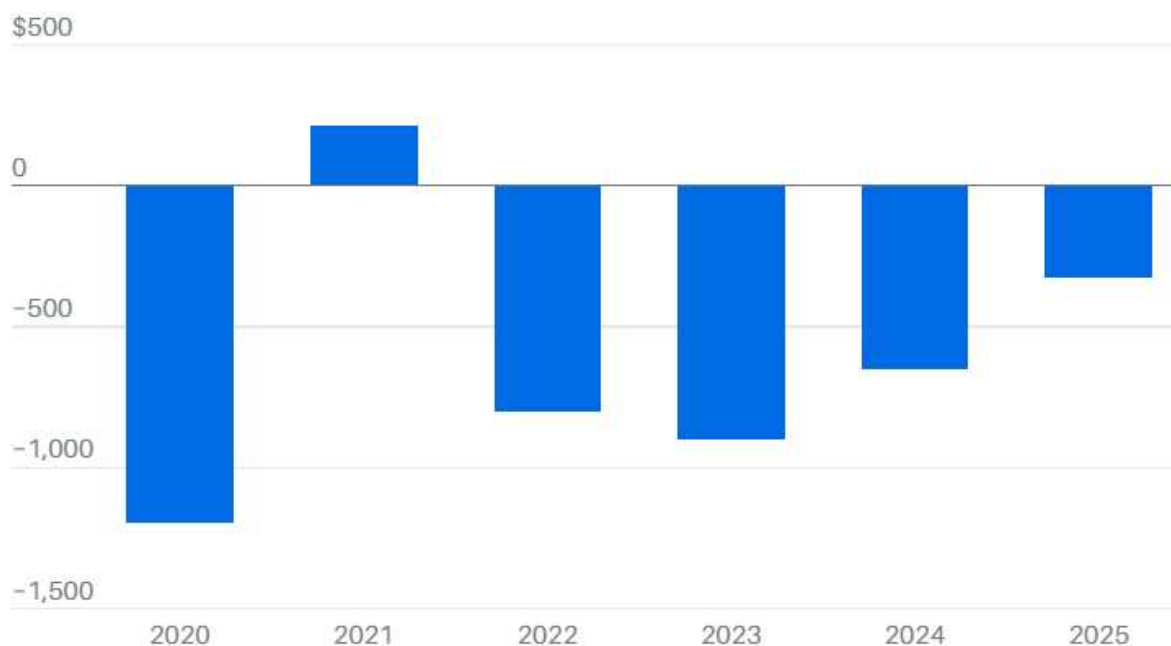
トランプ政権は中国からの輸入品に対する関税率を20%ポイント引き上げた。これを受けて、中国は3月に米国産の鶏肉、小麦、トウモロコシ、綿花に対して15%、ソルガム、大豆、果物、野菜、乳製品、食肉製品に対して10%の関税を課した。カナダの25%の報復関税は、ワイン、ソーセージ、焼き菓子、蒸留酒などの加工食品メーカーに打撃を与えた。メキシコは、トランプ氏が既存の貿易協定の対象となる輸入品に対する関税の発効を4月2日まで猶予すると発表したことを受け、報復措置の発表を見合わせている。

他のトランプ政策も逆風に

Lean Years

Most U.S. farms had negative income in five of the past six years.

■ Median Farm Income



Note: 2024 and 2025 are forecasts

Source: Department of Agriculture

一方、トランプ氏による他の政策変更も農場の運営コスト増の原因となる可能性がある。米農務省は2月、イーロン・マスク氏の政府効率化省（DOGE）が推進する連邦政府の急速な規模縮小の一環として、6000人の職員を解雇した。米国の農作物を壊滅させる可能性のある感染症や害虫の研究者も含まれている。一部農場経営者の懸念を受け、ロリンズ農務長官は今月、こうした研究者の多くを復職させると発表した。裁判所やその他準司法機関も解雇が違法である可能性が高いと判断し、農務省やそ

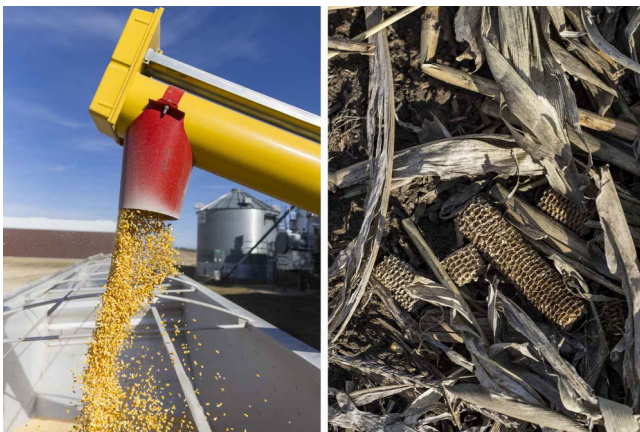
の他の機関の職員を復職させた。

トランプ政権による不法移民の取り締まり強化も農場の労働コスト上昇につながる可能性が高い。農務省によれば、2020～2022年の農場労働者の約42%を就労許可のない移民が占めていた。最も比率が高かったのがカリフォルニア州の果物・野菜農場だ。

関税によって、農場で使用する肥料や新しい農業機械のコストも上昇する可能性がある。3月、トランプ氏はカナダ産のカリ（肥料の重要な原料で、米国産はほとんどない）に対して10%の関税を課した。また、農業機械に使用される鉄鋼とアルミニウムの輸入関税も引き上げ、基準製品である熱延コイルの価格は年初来で32%急騰している。

ロリンズ農務長官は農場経営者に対する財政支援を検討しているとしている。2018年以降の対中貿易戦争の際に第1次トランプ政権が実施した280億ドルの支援プログラムのようなものとなる可能性がある。トウモロコシ、大豆、豚、ソルガムなどの「貿易被害を受けた」商品の生産に対して、農務省が直接支払いを行なった。しかし、AFBFによれば、財務支援にもかかわらず、農場経営者の破産件数は2019年に過去最高を記録している。アイオワ・ファーム・ビューローのプルーデンス氏は、多くの農場経営者が、2年にわたる干ばつ、労働力不足、コロナ禍によるコスト上昇を経て経営体力が弱まった状態で新たな貿易戦争に臨むことになると話す。

不可逆的なダメージ



Photograph by Kathryn Gamble

貿易戦争によって米国産農産物の市場シェアが低下する可能性がある。ネブラスカ大学リンカーン校のジョン・ベギン教授（農業経済）は、米国との貿易紛争の結果、中国は既に米国産の大豆に対する依存度の大幅な引き下げと、ブラジル産への切り替えを図っていると話す。これは、中国が2020年1月に第1次トランプ政権と、2020年および2021年の米国製品やサービスの購入を2017年よりも2000億ドル増やす（うち320億ドルが農産物の追加購入）という取引に合意したにもかかわらず起きたことだ。ベッセント米財務長官は、中国が約束を履行していないた

め、新貿易協定では「キャッチアップ」条項を盛り込むように強く主張するとしている。ベギン教授は「米国製品に関税がいったん課されてしまえば、直ちに市場は失われ、関税が撤廃されても戻ってこない」と話す。

DOGE主導の連邦政府歳出削減は、農場経営者に別の影響をもたらす可能性がある。トランプ政権は米国国際開発局（USAID）を閉鎖しようとしている。昨年度、USAIDはトウモロコシ、ソルガム、コメなど約20億ドル相当の米国産コモディティを海外援助用に購入している。3月、米農務省は、学校やフードバンクに地元の農場経営者から食料を購入するための資金を提供するプログラムへの資金援助を10億ドル超削減した。2月には、バイデン大統領のインフレ抑制法（IRA）で認められた保全プログラムの実施契約を締結した農場経営者に対する20億ドルに上る支払いが大統領令によって凍結されている。

トランプ政権の活動の多くが法廷で争われている。しかし、研究プロジェクトの中には恐らく永久に失われたものもある。イリノイ大学アーバナ・シャンペーン校の大豆イノベーション研究所はUSAIDの資金援助を受け、米国で報告例はないものの、発生すれば大幅な収穫減を引き起こす可能性のある大豆赤斑病の原因菌の研究などを行っていたが、3月、米国政府から正式に終了通知を受けた。ピーター・ゴールドスミス研究所長によれば、全研究所員が4月中旬までに解雇されるか、別のプロジェクトに異動するという。

30年以上にわたり、同じ土地で農業を営んできたエアリー氏は、自分も他の農場経営者も忍耐強いと話す。そして、トランプ氏が貿易障壁の引き下げや米国産農産物の輸入拡大を各国にのませることができれば、足元の犠牲も報われることになると期待しているが、「例えば、今から12カ月後、問題が収束していなければ、本当にプレッシャーを感じるようになるだろう」と話す。

By Joe Light
(Source: Dow Jones)

3. カルシや予測市場がけん引するスポーツ賭博 Kalshi Saw \$208 Million in March Madness 'Bets.' それらはイベント契約であり、ギャンブルではない

[フィーチャー]

オンラインスポーツ賭博に大きな変化

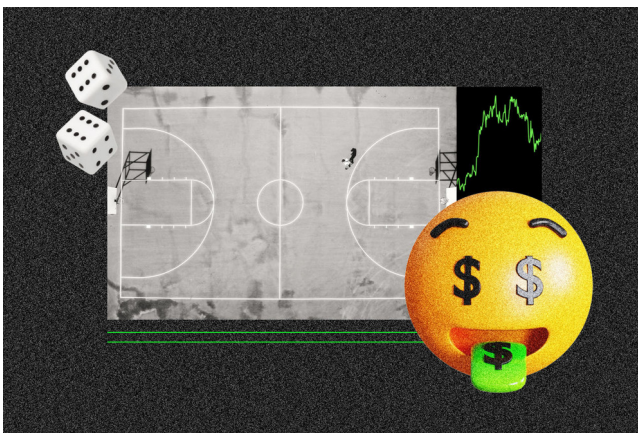


Illustration by Barron's; Dreamstime (3)

テキサス州、カリフォルニア州、そして他の15州のスポーツ賭博に興じる人は1年前、全米大学体育協会（NCAA）トーナメントの賭け、総額27億ドルへの参加ができず取り残されていた。今年は、テクノロジー企業が50州すべてで賭けに参加するチャンスを与えようとしている。

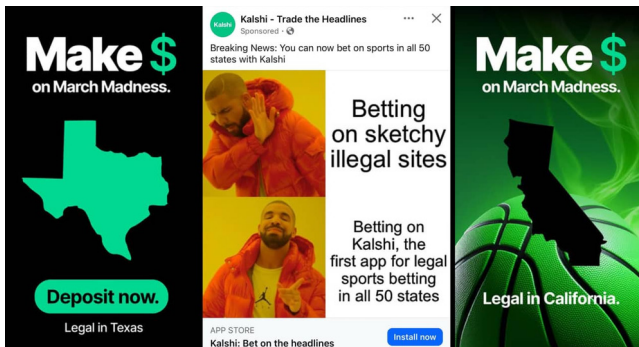
ニューヨークに拠点を置くカルシは、芽が出つつある予測市場プラットフォームを使って「マーチ・マッドネス（3月の熱狂と呼ばれるNCAAバスケットボールトーナメント）でドルを稼ごう」と参加者を募っている。カルシによれば、NCAAトーナメントの最初の2ラウンドで、カルシの顧客は2億800万ドル相当の賭けを行ったという。これは、マーチ・マッドネスの賭博のエコシステム全体から見れば小銭に過ぎないが、スポーツ賭博シーンにおける劇的な変化を象徴している。

これまで、オンラインスポーツ賭博は、それが合法である33の州で厳しく規制されてきた。連邦政府が規制する「イベント契約」を利用することで、予測プラットフォームは事実上、全米規模のスポーツ賭博への扉を開いたことになる。カルシがターゲットにしたソーシャルメディア広告は、目立つようにこう書いている。「カリフォルニア州で合法、そしてテキサス州でも合法」。

懸かっているのはギャンブルの賞金だけではない。タックス・ファウンデーションによると、各州に

おけるスポーツ賭博税からの歳入は、2019年度にわずか7900万ドルだったのに対し、2023年度は約18億ドルとなった。予測市場は、この急成長する歳入源を脅かす可能性がある。

拡大する予測市場とイベント契約の仕組み



Meta AD Library

従来のスポーツ賭博に関するマネーライン（どちらのチームが勝利するかを予想し、賭ける）、オッズ、専門用語に比べ、予測市場は比較的シンプルだ。イベント契約（バイナリーオプション、一定時間後に特定の価格を上回るか下回るかを予測する取引とも呼ばれる）は、「デューク大が勝つか」のようなイエスカノーで答える質問に基づいている。オッズが55%でデューク大が有利な場合、イベント契約で「イエス」の側は55セントが、デューク大の勝利で

1ドルの価値になる。「ノー」の場合は45セントで、デューク大が負ければ1ドルの配当を受ける。カルシはイベント契約を「真実発見ツール」と呼んでいる。これらのツールがギャンブルにあたるかどうかについては議論がある。

スーパーボウル契約を宣伝する2月の広告で、カルシは自らを「50州すべてでスポーツ賭博が合法的にできる初のアプリ」と呼んだ。その後、表現は弱められている。カルシは本誌に対し、「『賭け』という言葉は、あらゆる金融取引のポジションが将来に対する『賭け』と見なされ得るという意味で使われているにすぎない。しかし、カルシとの契約はスポーツ賭博とは根本的に全く異なるものだ」と述べている。

ギャンブル業界の見方は違う。アメリカン・ゲーミング協会（AGA）のビル・ミラー最高経営責任者（CEO）は最近の署名入り記事で、「この取り組みは、州の権限、消費者保護、そして合法とされるスポーツ賭博業界が高潔であることを脅かす、全米規模のスポーツ賭博の裏口に等しいというのが現実だ」と述べている。

予測市場はもともと、投資家がポートフォリオを悪化させる可能性のある事象をヘッジするために設計された。カマラ・ハリス氏が勝利した場合の投資損失を恐れたトレーダーが11月、ハリス氏が勝利した場合に支払われるイベント契約を購入することができた。すなわち景気後退を懸念するトレーダーは、「2025年に景気後退するか」（確率39%）というカルシのイベント契約の「イエス」側を買うことができる。

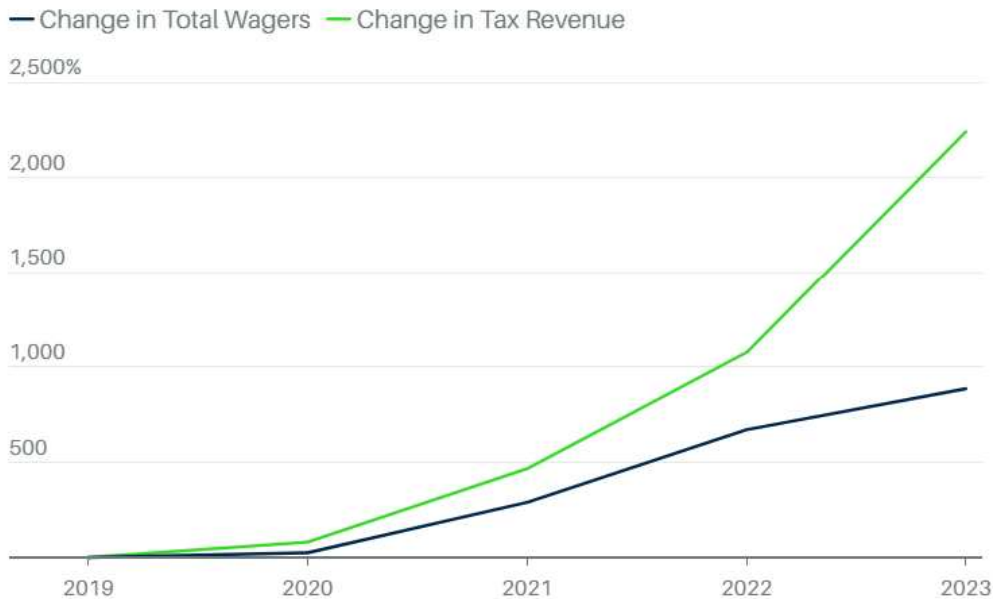
カルシのイベント契約には現在、さまざまな可能性のあるイベントが含まれている。「マンマ・ミーアの3作目が2026年までに発表されるか」（確率59%）。「ワン・ダイレクション（活動停止中の英国のバンド）の再結成は今年あるか」（確率22%）などだ。

予測市場ビジネスは、2024年の大統領選の最終盤以降、政治的イベントに基づいたイベント契約を提供するカルシの権利を米連邦控訴裁判所が支持したことで拡大している。選挙の日までの数週間、シカゴの民主党全国大会の会場外や、カルシの本社があるマンハッタンの地下鉄車内に、選挙オッズを表示するデジタル看板が設置された。

規制当局の動向

A New Gamble for States

Sports betting is generating new tax revenue for states. Prediction markets put that income at risk.



Note: Years indicate end of fiscal year

Sources: State Statutes, Sportshandle.com, Tax Foundation

12月には、オンライン取引プラットフォームであるクリプト・ドットコムがスポーツ関連のイベント契約の提供を開始した。カルシはその直後にスーパーボウルに基づくイベント契約の提供を開始した、個人向け金融サービスプラットフォームのロビンフッド・マーケット<HOOD>はカルシと提携し、ロビンフッドのリテール向け証券アプリでスーパーボウル契約を提供した。米国のデリバティブ取引の規制当局である商品先物取引委員会（CFTC）はその後、クリプト・ドットコムのスポーツ関連のイベント契約について90日間の審査を開始したが、長年のギャンブル業界アナリストであるダスティン・グーカー氏は、元の状態に戻るとは見ていない。CFTCは新商品に対する標準的な審査を行った末、ロビンフッドにスーパーボウルのイベント契約を撤回させた。グーカー氏は、「しかし、今はマーチ・マッドネスのために復活し、すべて青信号だ。少なくともウインクとうなずきにより、CFTCはOKを出したということだ」と話す。

カルシには政治面で強力な味方がいる。トランプ大統領の息子であるドナルド・トランプ・ジュニア氏は1月、戦略アドバイザーとしてカルシに加わった。また、トランプ大統領にCFTC委員長に指名されたブライアン・クインテンツ氏は、カルシ氏の元取締役だ。クインテンツ氏は、トランプ大統領の第1期政権の時にCFTC委員を務めたが、以前、予測市場は賭けには相当しないと述べたことがある。具体的には、クインテンツ氏は2021年3月、「バイナリーの結果を伴うイベント契約の取引が、規制の観点から自動的に賭け、賭博、ギャンブルとみなされることはない」と述べたのだ。CFTCによる90日間の審査期間は4月中旬に終了し、それとは別に4月末にはラウンドテーブル討論が予定されている。CFTCは審査に関するコメントを拒否した。

その間、儲けるチャンスがある。予測市場は「早く動こう、ひたすらやり続けて、素晴らしい、これは100%合法だと言おう。いざ大きくなったら、誰が止めようとするだろうか」という姿勢だ。グ

ーカー氏は話す。

一部の州はトライし始めている。ネバダ州ゲーミング管理委員会はカルシに対し、スポーツ関連のイベント契約の提供は、「ネバダ州ゲーミング管理委員会から認可されたゲーミングとして承認されない限り、また承認されるまで、ネバダ州では違法である」と告げた。ゲーミング管理委員会はカルシに対し、3月14日までにネバダ州での営業を停止するよう命じた。今のところ、カルシに対する営業停止命令は延長されたままだ。ネバダ州ゲーミング管理委員会は本誌の質問には答えなかった。

マサチューセッツ州のウィリアム・ガルビン州務長官は先週、イベント契約に関する調査でロビンフッドを召喚した。ロビンフッドは、イベント契約を連邦政府の問題だと考えている。ロビンフッドの広報担当者は本誌に、「ロビンフッドデリバティブが提供するイベント契約はCFTCによって規制されており、CFTCに登録された機関を通じて提供されている」と語った。先週、ロビンフッドはカルシと協力し、2600万人の顧客にマーチ・マッドネスのイベント契約を提供した。ロビンフッドの株価はこのニュースで8%上昇した。このアプリを使えば、ユーザーはトーナメントの対戦表をスクロールし、どの試合に資金を投じるかを選択できる。

■ スポーツブックメーカーもイベント契約に注目

ロビンフッドのライバルであるインタラクティブ・ブローカーズのマーケティング・商品開発担当エグゼクティブ・バイス・プレジデントのスティーブ・サンダース氏は、「インタラクティブ・ブローカーズは8月からイベント契約を提供しているが、CFTCからのさらなるガイダンスが出るまでスポーツ関連は控えている。さらに、インタラクティブ・ブローカーズは予測市場の将来性に期待しており、われわれはこの分野にリソースのすべてをつぎ込んでいる」と話す。オンラインギャンブル運営者にイベント契約に関するアドバイスをしてきたジェフ・イフラー弁護士によると、オンラインスポーツブックもイベント契約に注目しているという。

スポーツ賭博会社ドラフトキングズ<DKNG>は7月、全米先物協会（NFA）に新事業「ドラフトキングズ・プレディクト」を登録した。ジェイソン・ロビンスCEOは今月、モルガン・スタンレーのカンファレンスで投資家に対し、「脅威よりも機会の方が大きいと考えている。もしチャンスが訪れるのであれば、それに対する準備は万全にしておきたい」と語った。ドラフトキングズはCFTCの承認も待っている。

ドラフトキングズのライバルで、ダブリンを拠点とするオンラインスポーツ賭博会社フラッター・エンターテインメント<FLUT>が所有するファンデュエルは、今のところ予測市場にはあまり期待していないようだ。フラッターのピーター・ジャクソンCEOは最近の決算説明会で、「面白い機会かもしれないが、商品そのものが真のスポーツブックが提供する豊かさに欠けていることを認識する価値があると思う」と述べた。ドラフトキングズとファンデュエルは本誌へのコメントを拒否した。

イフラー弁護士は、「ナショナル・フットボール・リーグ（NFL）のシーズンが開幕し、来年のスーパーボウルが開催される頃には、現在のスポーツ賭博事業者のうち、CFTCが規制する商品を提供する事業者が一握りでも出てくることを十分に期待している」と語った。

By Nick Devor
(Source: Dow Jones)

4. 投資戦略を助ける真の過去の教訓とは The Market's Past Is Closer Than We Think 80年代以降では十分でない市場レジームの振り返り

[フィーチャー]

投資戦略が機能しない過去の市場レジーム



Bettmann Archive / Getty Images

過去の教訓に関するわれわれの集団的記憶は時を経て風化しがちだ。世界中で何千万人もの命を奪ったスペイン風邪のパンデミック（世界的大流行）からおおよそ1世紀後、新型コロナウイルスに直面した世界には壊滅的なパンデミックという概念に対する免疫力が心理的に欠如しており、必要な備えはほぼ皆無だった。

今日の投資家も同様に、持続的なインフレ、記録的な国債発行額、史上最高に近い株価バリュエーションといった市場環境の中で、筆者が「コロナ・バイアス」と呼ぶ認知の危険な罠に

直面している。現在構築されている投資戦略には、ほとんどの投資スペシャリストがキャリアを開始する以前に存在した市場レジームは考慮されていない。投資家はポートフォリオを構築する際、過去30年間の市場動向には熱心に注意を払うが、自分が現役となる以前に存在した壊滅的パターンが再来する可能性には意識が向かないようだ。

現在の退職後の資産運用ポートフォリオの大半は、1980年代以降の市場を前提とする仮定に基づいて構築されている。債券はポートフォリオの頼れる安定剤の役目を担い、株式市場の調整は比較的短期間で、その後は力強い回復期が訪れる。インフレは、ほぼ対処済みの脅威の一つにすぎない。これらの仮定は、過去数十年を対象にしたバックテストでは見事に機能する。しかし歴史的な視点を広げると、今日広く受け入れられているポートフォリオ構築を壊滅させるような市場レジームが、過去に存在していたことがわかる。

言い換えると、ここ何十年の市場レジームは、われわれの集団的投資家心理に深く刷り込まれ、それに代わるレジームを意識することさえ妨げられている。それが破壊的な威力をもって到来するその時までには。

債券は常に安全資産だった訳ではない

例えば、今やポートフォリオの安定剤と広く見なされている債券は、1945年から1981年の36年間、圧倒的な弱気相場を経験し、債券ポートフォリオはこの間、実質21%下落した。こうした事実も、その後の債券隆盛の40年を経て、多くの投資家の意識から消え去った。しかし、米国のインフレ率は個人消費支出ベースで依然として2.5%と高水準にあり、世界の政府債務残高は国内総生産（GDP）の93%に相当する100兆ドルに達していることから、長期的な債券の弱気相場が再来する条件が揃いつつあると言っている。

株式市場にも同様の警告が見て取れる。大恐慌の中、S&P500指数の前身である株価指数は約13年間で

67%も急落し、その後16年以上、株式市場は完全には回復しなかった。暴落とそれに続く回復という単純なものではなく、何段階かを経て立ち直れないほどの下落を記録し、その間、見せかけの回復も複数回訪れ、最も規律を重んじる投資家層さえも破滅に追い込んだ。

当時の心理的破綻がどれほどだったかは、世界金融危機の中にあった2009年3月当時の心情を思い出してみてほしい。バランス型ポートフォリオの30%の下落は耐え難いものに思えたが、幸いにも16カ月後には力強い回復で終わりを迎えた。

大恐慌では、同様の初期の下落が複数回あり、その後株価は1931年に43%下落、1932年初めにはさらに43%下落した。バランス型ポートフォリオは最終的に67%の価値を失い、4%という小幅の分配金を受け取る投資家の場合は72%の価値を失った。それだけでは終わらず、数年間回復した後、1937年に再び5年間に及ぶ弱気相場が訪れ、バランス型ポートフォリオはさらに30%下落した。分配型のポートフォリオの価値はゼロまで目減りしたが、分配型でなくても投資額を回収するまでに回復するには14年を要した。

戦後期と一致する環境に対処する策とは

ブリッジウォーター・アソシエーツの創業者であるレイ・ダリオ氏は、現在の債務サイクルは1935年から1945年に類似した様相だと警告する。また、経済学者カルメン・ラインハート氏の研究では、現在のような過剰な国債残高は、過去データによればインフレか金融抑圧、あるいはその両方によって解消されるのが一般的だという。まさに現在は、戦後期の債券ポートフォリオが破綻した環境と一致する。

今日の市場環境は、先進国全体で記録的な債務残高の対GDP比、中央銀行の努力にもかかわらず持続するインフレ、大恐慌時代の関税に匹敵する保護主義政策の台頭、歴史的に見ても極端と言える水準にある株式バリュエーションなど、懸念すべき類似点が多く存在する。しかしポートフォリオのほとんどは、ここ数十年の投資レジームが永遠に続くという前提で構築されている。投資家がこのコロナ・バイアスに対抗するためには、次の3つの具体的なステップを検討すべきである。

一つ目は、真にヒストリカルなデータでストレステストを実施すること。直近の調整局面だけでなく、数十年にわたる複数のレジームを通じて、自身のポートフォリオのパフォーマンス推移を検証する。1980年代以降、投資家に恩恵をもたらしてきた伝統的な60/40ポートフォリオ（株式に60%、債券に40%投資する手法）は、われわれの意識外にある過去の局面では破綻的な結果を招いていたはずだ。

二つ目は、システムティックなリスク管理を実施し、明確なダウンスайд・プロテクションの仕組みを持つ戦略への配分を検討すること。トレンド・フォロー・アプローチ、オプション・ベースのヘッジ、あるいはヘッジ付き株式ファンドといった戦略は歴史的に、長期的な弱気相場において重要なプロテクションを提供してきた。

三つ目は、行動バイアスを積極的に管理すること。効果的にポートフォリオを管理するには、レジリエントなポートフォリオの構築だけでなく、感情的な意思決定を誘発するような市場の混乱への備えも必要だ（どんなに理性的だと思っていても、特に危険やストレスに見舞われると人間は感情的になるものだ）。対処法の一つとして、冷静な判断を妨げるようなさまざまな市場環境に対して、どう対

応すべきかの決め事をあらかじめ明らかにしておくことである。

慎重な投資とは、起こり得る危機を予測しようとするのではなく、自身が実際に経験したもの以外も含めて過去のあらゆる市場環境に対応できるポートフォリオを構築することだ。最も重要な投資判断とはコロナ・バイアスが存在することを認めることかもしれない。

筆者はテーズ・アセット・マネジメントの創業者兼最高経営責任者（CEO）。本記事は最近の著書『The Behavioral Portfolio: Managing Portfolios and Investor Behavior in a Complex Economy』を元に構成されている。

By Phillip Toews
(Source: Dow Jones)

5. 景気減速は素早く、インフレ動向は不透明

[米国株式市場]

The Economy Is Slowing Fast. Inflation or Not, Rate Cuts Might Be Answer.
利下げが景気と市場に対する処方箋になる

インフレ懸念で下落



Kevin Dietsch/Getty Images

米国経済を車に例えるなら、トランプ大統領が運転し、ベッセント財務長官が助手席でナビゲートしている状態だ。連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長を探すと後部座席にいて、ひたすら口を閉じている。パウエル議長が再びインフレについて語り始めたら、トランプ大統領が車を停めて議長を降ろすと叫び始めるのではないかと心配しているようだ。

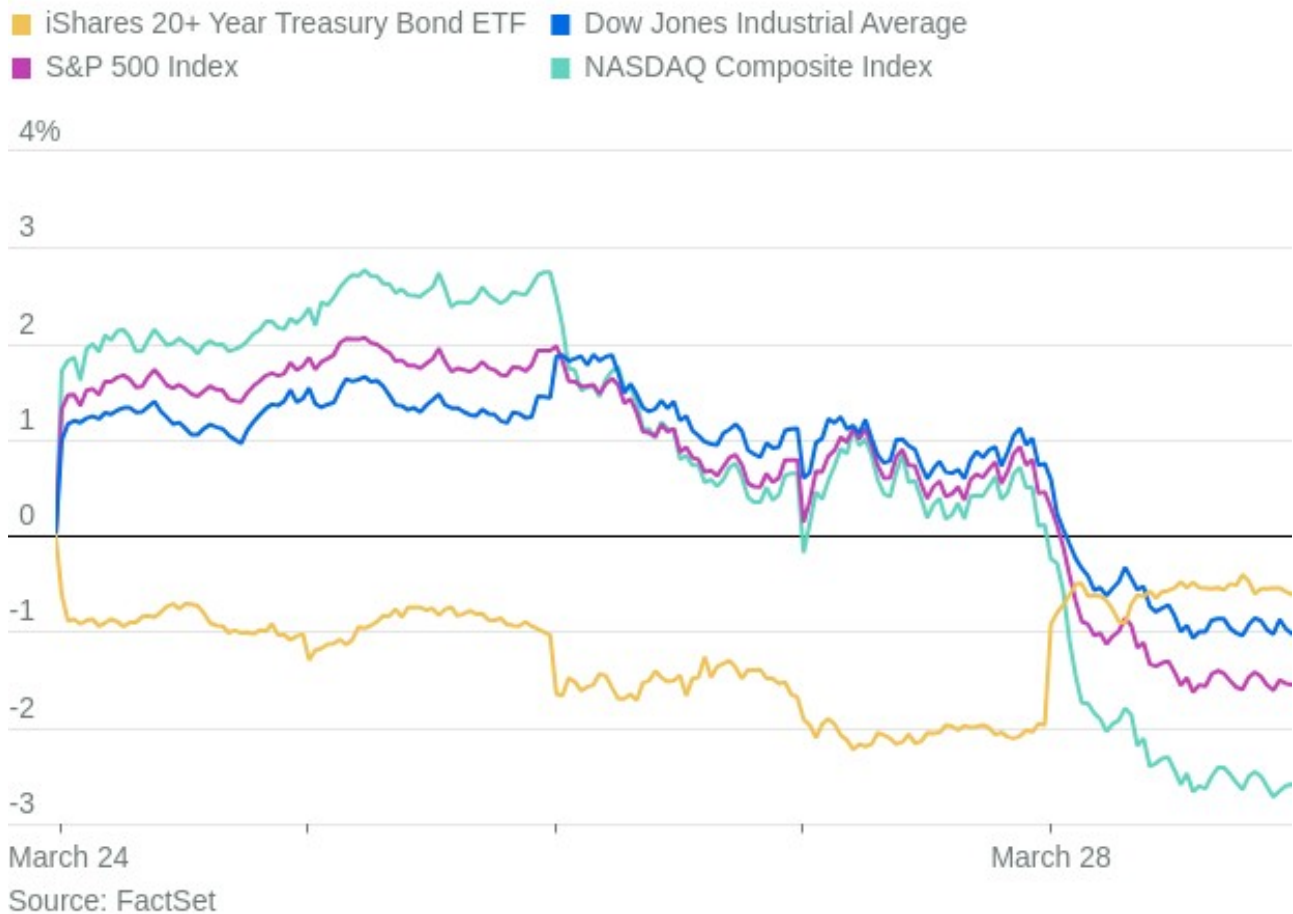
しかし、パウエル議長に選択の余地はないだろう。FRBが好んで使用するコア個人消費支出（PCE）価格指数が28日に発表されたが、関税

の影響がまだ数字に反映されていないにもかかわらず、予想を上回る結果となった。また、ミシガン大学の消費者景況感調査におけるインフレ期待も上昇していた。S&P500指数はこれらの発表を受けて2%下落した。

28日の株価下落で、主要株価指数は週間ベースでマイナス圏の引けとなった。S&P500指数は1.5%下落して5580.94となり、ダウ工業株30種平均は1.0%安の4万1583ドル90セントとなった。ナスダック総合指数は2.6%下落して1万7322.99となり、小型株のラッセル2000指数は1.6%安の2023.27で週末を迎えた。

雇用市場が弱まれば利下げ再開か

Market Snapshot



ただ、FRBはこの事態を切り抜けられないかもしれない。FRBには物価の安定と雇用の最大化という二つの使命があることを忘れてはならないが、コア・インフレが依然としてしつこく残っている一方で、景気減速の方がより大きな懸念材料なのかもしれない。過去数回の雇用統計は雇用の伸びの鈍化を示していた。3月19日の記者会見で、パウエル議長はトランプ関税による経済への「不確実性」にすぐに言及したが、4月4日に発表される3月の雇用統計を受けて状況が一変する可能性がある。

SLCマネジメントで投資戦略と資産配分を担当するマネージング・ディレクターのデク・ムラーキー氏は「関税はインフレに一過性の影響を与えるだけで、FRBにとっては対処可能なものだ。しかし雇用市場に弱さが見られれば、FRBはそれにすぐ対処するだろう」と語る。

利下げを行えば、最後はパウエル議長が政権と同じ考えに立つことになる。ベッセント財務長官はインタビューで何度も、トランプ大統領と自身はFRBが管理する短期の貸出金利よりも米10年物国債の動向に注目していると述べている。10年物国債の利回りは現在4.3%弱で推移しており、1月中旬に付けた4.8%弱という2025年の最高水準から低下している。FRBが1月と3月の会合で利下げを一時停止したにもかかわらず、利回りは低下している。

利下げが景気と株式市場を支える

ウェリントン・マネジメントの債券ポートフォリオマネジャーであるカンペ・グッドマン氏は、利下げによって10年物国債の利回りはその水準にとどまることになりそうだと指摘する。また、FRBは政治から中立なはずだからといって政治的な圧力から免れるわけではないとした上で、「利下げするかしないかという疑問には、利下げしない選択肢があるのかという答えになる」と話す。

利下げは、急速に減速しているように見える景気を刺激する助けにもなりそうだ。また、FRBは昨年末に3回の利下げを行い、利下げ幅は合計で1%だったが、利下げが経済全体に浸透するには通常時間がかかる。そのため利下げの効果が出始めるのは今年中になりそうだが、効果が出てくれば株式市場が再び活況を呈する助けとなるかもしれない。

市場は、最近の乱高下の主因となっている関税にまだ対処しなければならず、そうした中でFRBの様子見姿勢が長期化するのではないかと懸念が残っていることはマイナスになっていた。パウエル議長がハンドルを握って利下げに踏み切るのであれば、道を徘徊する熊（弱気派）をかわす時間はまだある。

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

6. 富裕層は経済の鍵

[経済政策]

The Wealthy Are Key to the Economy. What if They Pull Back?

富裕層への依存を強める米国経済

所得の上位10パーセントが消費の約半分を占める



Dimitrios Kambouris/Getty Images

米国の作家F・スコット・フィッツジェラルドが「とびきり裕福な連中は、君や僕とは違うんだ」と記したことは有名だ。富裕層は給料などの収入に頼らない。財産を食いつぶさない限り、自らの富を支出に充てることができる。

コンファレンス・ボードが25日に発表した消費者信頼感指数では、期待指数が12年ぶりの低水準に低下し、最近のミシガン大学消費者信頼感指数の低下傾向を裏付けた。景況感指数調査は人口全体を対象とするが、ムーディーズ・アナリティックスの最近のリポートは、所得の上位

10%が個人消費全体の半分近くを占めていることを明らかにした。富裕層の思考や景況感が米国経済に与える影響は不釣り合いなほど大きい。

また、消費関連株は2025年を通じて、S&P500指数のセクターの中で最低のパフォーマンスとなっている。例えば、上場投資信託（ETF）の一般消費財セレクト・セクターSPDR<XLY>は年初から3月27

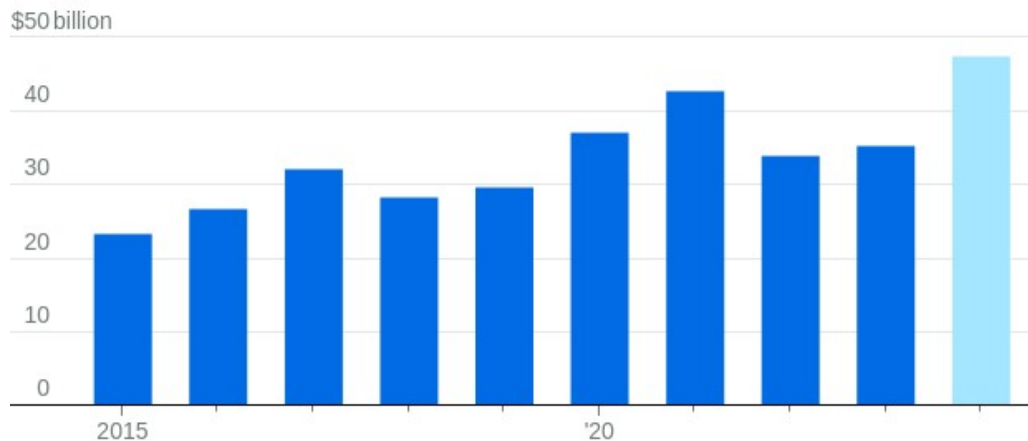
日までに9.36%下落し、年初来で9.04%下落したテクノロジー・セレクト・セクターSPDR<XLK>の下落率を上回った。

富の集中

Hitting Paydirt

Wall Street bonuses surged last year to a record \$47.5 billion.

Aggregate bonus pool



Note: Bonus pool for securities industry employees who work in New York City. 2024 figure is an estimate.

Source: New York State Comptroller's Office

だが、夏の行楽地であるロングアイランド東部のサウスフォークを形成するハンプトンズ周辺はすでに活気を呈し、主要ハイウェイのルート27は富裕層のために別荘を整備する建設・造園労働者で渋滞している。その資金の大半がウォール街からのものだ。

ニューヨーク州会計検査官のトマス・P・ディナポリ氏が先週発表したところによれば、金融セクターのボーナスは34%増加して475億ドルとなり、コロナ後の景気回復期の2021年に記録したそれまでの過去最高の427億ドルを上回った。2021年の景気回復は、連邦政府による大規模な財政刺激策と米連邦準備制度理事会（FRB）による0%の金利に後押しされたものだ。昨年のボーナスの平均は24万4700ドルだが、自称ディーラーの数を計算から除けば、ボーナスの平均額はこれより多くなる。

ディナポリ氏はニューズデイ紙のインタビューで、「可処分所得が多い人々はサウサンプトン、ウェストハンプトン、モントーク、などで高額の出費をする。例えば、レストランでの食事や、家、ボート、宝石などの奢侈品の購入などだ」と語り、富裕層の出費によって、消費税による税収、不動産手数料、夏期のレンタル料が押し上げられる、と付け加えた。

確かに、これは平均的な米国人からかけ離れた人々の姿だ。FRBの最新のデータでは、米国の稼ぎ手の上位10%が、家計が所有する株式の87%を占めることが明らかになった。金融市場の分析を行うアーバー・データ・サイエンスによれば、上位1%が所有する株式の保有額は強気相場を反映して、2020年から2024年までに倍増し18兆ドルとなった。同様に、上位2%から20%の層の株式保有額は同時期に10兆4000億ドルから22兆5000億ドルへと、2倍以上に増加した。

富裕層からの恩恵が減る？

これらを踏まえると、昨年のウォール街の高額ボーナスは、ある意味でピークだったのではないかと、との疑問を抱かせる。とはいえ、富裕層が高級車ベントレーで、ディスカウントショップのダラーツリーの駐車場に押し寄せる時期が近い、というわけではない。だが、超富裕層が開く夜会の数は減る可能性があり、それに伴い、パーティー会場のレンタルやケータリングスタッフの雇用も減るかもしれない。つまり、富裕層から流れ落ちる富が少なくなる、ということだ。

数週間前に本誌に記した通り、金融セクターが実体経済に及ぼす影響がこれほど大きかった時期はない。ルーソルド・グループの最高投資責任者（CIO）であるダグ・ラムジー氏は、株式市場の時価総額は米国の年間国内総生産（GDP）の2倍近くであると指摘する。そのコラムでは、最近の株式市場の調整局面は高騰したバリュエーションのマークダウンという当然の動きであって、景気後退の前兆ではないと記した。ただ、金融セクターが支出に与える過度の影響は、米国経済を押し上げるよりも押し下げる要因になる可能性がある。

株式市場での投資家の実質的な富（つまり、インフレ調整後の富）を追跡しているラムジー氏に、最近、再度確認したところ、投資家は地歩を失いつつあることが分かった。3月27日までの12カ月で、S&P500指数は実質ベースで5.7%上昇した（名目上昇率の8.5%からインフレ率2.8%を差し引いた値）。これは悪くない数字だが、2024年10月までの12カ月の実質上昇率は33.4%だった。

経済活動の雲行きは怪しい

2025年に入ると、新しい年はより緩やかな規制政策とFRBによる短期金利の追加引き下げによって、企業のM&A活動の急増と、先延ばしになっていた新規株式公開（IPO）の活発化が見込まれるという楽観主義が支配的となった。しかし、先週、AI向けクラウドサービスを提供するコアウィーブ<CRWV>のIPOの規模縮小と公募価格の引き下げが発表された。このことは、IPO市場が失速していることを示唆している。また、FRBの利下げ観測は下期に繰り越され、インフレ率とインフレ期待は引き続きFRBの2%のインフレ目標を上回る水準で推移している。

だが、先週末に加速した株価の下落は、投資家が相互関税の導入日である4月2日に備える中で起きたもので、気分を高揚させるとも消費を押し上げるとも思えない。さらに、FRBに市場の救済を期待することもできない。とはいえ、28日の株価下落によって、6月の利下げ実施の可能性は多少高まった。

市場調査会社ローゼンバーグ・リサーチのデービッド・ローゼンバーグ氏が述べたように、28日に発表された2月の個人消費支出（PCE）と価格指数は、多くの「停滞」と多くの「物価変動」を示した。FRBがインフレ指標として重視するPCEコア価格指数は前月比0.4%上昇し、コンセンサス予想の同0.3%上昇を上回り、前年同月比では1月の2.7%上昇から2.8%上昇に加速した。個人所得は2月に0.8%増と、事前予想の2倍の結果となったが、その大半は政府からの給付金である。無償給付金を除いた実質所得は前年同月比1%増と、足踏み状態に近い。

このような要因を背景として、米国経済は裕福な投資家への依存度を高めている。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. 2025年の市場予測はすでに劣化、株式市場を見直す時だ My 2025 Market Prediction Has Already Soured. 米国を支える多くの要因が変化

[コラム]

想定した三つの材料は実現していない



CFOTO/Future Publishing via Getty Images

昨年12月のカバーストーリーで、筆者は2025年の株式市場が大きく上昇する要因として、人工知能（AI）によるサプライズ、米連邦準備制度理事会（FRB）のさらなる利下げ、政府によるレーガン政権時代に匹敵する規制緩和推進の三つを挙げた。筆者はボラティリティーも上昇するだろうと認めたが、恐らく予想した中では、これだけが現実のものとなっている。

AIのサプライズは確かにあったが、筆者が描いていたものではなかった。マグニフィセント・セブン（M7）のいずれかでAIへの多額の投資

が利益を生むようになるか、ハイテクではない企業がAIによる生産性向上によって利益率を大幅に向上させたと発表するかではなく、中国の新興AI開発企業ディープシークが、米国のオープンAIなどよりも少ないコンピューティングパワーとエネルギーで同等に正確なAIモデルを発表したことで、サプライズは中国からもたらされた。

第一次トランプ政権の再来を期待していた人々は、間違いなく失望している。トランプ氏は株式市場を政権の成功の指標とする意向を全く示しておらず、トランプ氏の混沌とした政策の実施が、企業や平均的な米国人に引き起こしている不確実性を気にすることさえもないようだ。

インフレを押し上げ、同時に成長に打撃を与える可能性のある経済的混乱に直面し、FRBは動けずにいる。シカゴ連銀のゲールスビー総裁は先週、インフレ期待の高まりはFRBにとって「重大な危険信号」になると述べた。警告は利下げではなく利上げという結果に対するものだろう。投資家は、もはや「中立金利」が高過ぎるという理由でFRBが利下げをすることは期待できない。その代わり、不気味に迫る景気後退の可能性を考慮することになるかもしれない。

不透明感を高める関税問題

株式市場はその通り反応した。S&P500指数は今年2月に記録した史上最高値から9.2%下落し、アップル<AAPL>や米半導体大手エヌビディア<NVDA>、M7の他の5銘柄も構成銘柄であるナスダック総合指数は昨年12月の市場最高値から14.1%下落した。

ウォール街のストラテジストは、S&P500指数の目標値引き下げに忙しい。個人投資家も非常に悲観的だ。全米個人投資家協会（AAII）の調査では弱気派の割合が5週連続で50%を超えている。

通常、このような悲観論は売りが過剰であり、速過ぎることから、買い時であることを示唆する兆候となる。UBSのストラテジストであるマクスウェル・グリナコフ氏は、市場はファンダメンタルズよ

りも早く動いていると指摘し、まだ始まっていないとすれば、株式市場がすぐに反発する可能性がある」と述べている。

しかし、どうしても大胆な市場予測に強気で臨むことはできない。あまりにも変化が多く、そうした変化は米国のアウトパフォーマンスを支える柱が崩れ始めていることを示唆している。簡単に言えば、押し目を拾うのではなく、上昇時に売るべき時である。

問題はトランプ氏の関税から始まっている。第一次トランプ政権の任期中、市場は関税の導入に対応したが、その当時の状況は全く異なっていた。今回、関税ははるかに大きく、輸入車に課された25%の関税がその最新の好例である。その実施は混乱を極めている。トランプ氏は「二歩後退、一歩前進」というアプローチを取っており、企業や投資家はトランプ氏が「解放の日」と呼ぶ4月2日に何が起こるのか、それがこの武勇伝の終わりになるのかどうかを依然として、疑問視している。同時に、多くの人が期待していた規制緩和はまだ実現していない。

関税政策は消費者心理に打撃を与え、コンファレンス・ボードの3月の消費者景気信頼感指数は4カ月連続で低下した。企業もまた、出張の制限や採用の鈍化、その他の方法での支出の抑制という形で、懸念の兆候を見せている。そうした懸念はすでに、米国企業の業績ガイダンスに現れ始めている。

投資家はヘッジも検討すべき

ウォール街はこの現実への適応が遅れている。S&P500指数の予想1株当たり利益（EPS）は、昨年末の272ドル15セントから268ドル77セントに下方修正されているが、それでも2024年の243ドル72セントを10%超上回る。ベア・トラップス・リポートのローレンス・マクドナルド氏はEPSを230ドル前後としている。この違いは軽視できない。270ドルではS&P500指数の株価収益率（PER）は20.64倍だが、230ドルでは24.8倍となる。

いつもの頼れる存在はいない。FRBは3月の連邦公開市場委員会（FOMC）で成長は鈍化しているかもしれないと認めたが、一方でインフレ期待は上昇しており、5年物インフレ指数連動国債（TIPS）には利回りが上乗せされて織り込まれ、今年の最高値付近にある。

次に大手ハイテク企業である。AIが変革的なテクノロジーとして重要であることは認めるが、AIへの支出が天文学的な規模に達していることが問題だ。恐るべき可能性は、M7が一同となって、フラッキング技術の黎明期の石油会社のように振る舞っている点にある。当時、エネルギー企業は新技術に巨額の資金を賭けたが、結果として生じた原油の供給過剰が利益につながらず、S&P500指数に対して10年間のアンダーパフォーマンスをもたらした。

これら少数の銘柄が時価総額の多くを占めていることは、特に問題である。集中度が非常に高い市場に対する逆張りは、全てがうまく進んでいる間は致命傷になる可能性があるが、一方で、シナリオが変わり始めると、長く執着しすぎるのも同様に危険である。投資家は石油や素材など、これまで長い間避けてきたセクターを、ヘッジとして追加することを検討し始めるべきかもしれない。

あらゆる良いことには終わりがあり、特に市場では、周期が非常に長い。現在のリスクはこの周期が可能な限り長く続き、それを支えた要因が揺らぎ始めていることにある。もしかしたら、トランプ氏の言葉をそのまま受け取るべきかもしれない。トランプ氏は米国経済を再構築したいと考えており、

そのために必要な痛みを引き受ける覚悟があると述べている。

トランプ氏が意図するように、われわれも投資すべきである。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

8. マイクロストラテジー、ビットコイン購入を目的とした優先株式を発行

[インカム投資]

MicroStrategy Sells Preferred Stock to Buy Bitcoin.

賛否両論あるが、高配当で低リスクの金融商品とみなすべき

ソフトウェア会社とビットコイン大量保有者の二つの顔を持つ



Stefani Reynolds/Bloomberg

マイクロストラテジー<MSTR>は企業向けのビジネスインテリジェンス（BI）ツールを提供するソフトウェア会社だが、大量のビットコインを保有することでも知られる。今年、2度にわたって優先株式を発行したことが債券投資家の間で物議を醸しているが、新たな金融商品として注目する価値がある。

マイクロストラテジーが発行した優先株式は、利益から配当が支払われる通常の優先株式と異なり、保有する時価総額400億ドル超の暗号資産（仮想通貨）を裏付けとしている。批判派は

マイクロストラテジーが赤字であることを理由に、この優先株式に投資すべきではないと述べているが、配当利回りは、ジャンク債に投資する上場投資信託（ETF）（iシェアーズ・iボックス\$ハイイールド・コーポレートボンド<HYG>など）の約7%を優に上回る約10%と魅力的だ。

ビットコイン購入資金を株式と社債で調達

マイクロストラテジーは2024年10月以降、ビットコインの購入を目的として170億ドルの普通株式、50億ドルの転換社債、額面総額が16億ドルの優先株式を発行した。現在はビットコイン市場全体の2%強に相当する約50万6000ビットコインを所有する。

2回目に発行された優先株式の商品名はストライフ<STRF>で、ナスダック市場で先週取引が始まった。配当として、毎年額面の10%が現金で支払われる。現在の株価は約94ドルで、売出価格の85ドルから上昇しているが、額面の100ドルを下回っている。発行済み株式数は850万株で、現在の配当利回りは10.65%だ。最高経営責任者（CEO）であるフォン・リー氏が6000株を購入するなど、マイクロストラテジーの3人の経営幹部が売出価格でストライフを購入した。

最初に発行された優先株式の商品名はストライク<STRK>で、8%の年間配当が支払われ、現在の配当利回りは約9.2%だ。配当利回りが低いのは普通株式への転換請求権が設定されているためである。株価が急上昇した場合、保有者は10株のストライクを1株の普通株式に転換できる。

ビットコインの下落リスクを巡る懸念は行き過ぎ

マイクロストラテジーの会長で支配株主でもあるマイケル・セイラー氏は、3月21日のオンラインプレゼンテーションで、ビットコインの価格が年率20%超のペースで上昇すると予想していると述べた。

批判的な投資家は、配当利回りによってビットコインの下落リスクがカバーされるとは考えていない。2種類の優先株式には信用格付けはないが、ムーディーズがかつてマイクロストラテジーの社債をシングルBと評価したように（この格付けは2024年に取り下げられた）、投資不適格級の格付けが与えられると思われる。しかもマイクロストラテジーには利益による裏付けがない。また、マイクロストラテジーのソフトウェア事業の規模は小さく（年間売上高は約5億ドル）、一般に公正妥当と認められた会計原則の下で利益を生んでいない。おまけにビットコイン自体は金（ゴールド）と同様、何も生まない。マイクロストラテジーが配当の支払い義務を果たすには、暗号資産を売るか、資金を調達する必要がある。

しかし、マイクロストラテジーが保有するビットコインの時価総額は440億ドルで、負債と優先株式時価総額の合計である約100億ドルを大幅に上回っている。ビットコインが急激に下落しない限り、逆転することはない。優先株式の年間配当は1億4000万ドルで、ビットコインの価格が上昇すれば配当の安全性も高まる。

株式保有者に税制面での恩恵ももたらす

大半の優先株式が生む配当には普通株式と同様、税率20%の連邦税とメディケアサーチャージ税が課せられるが、マイクロストラテジーの優先株式は利益を裏付けとしていないため、資本還元として課税される可能性がある。その場合、連邦税とメディケアサーチャージ税が適用されず、優先株式を売却した時点で税を支払うことになる。

実際、ニューヨークの税務専門家ロバート・ウィレンズ氏は、「マイクロストラテジーの優先株式に対する分配金は配当ではなく資本還元と位置付けられると確信している」と述べている。保有するビットコインの評価額による架空利益は、優先株式の配当の原資となる利益とはみなされず、実現された利益ならば原資とみなされる。ウィレンズ氏によると、多くの投資家が、税金の繰り延べにつながる資本還元として取り扱われることを望むという。

マイクロストラテジーの優先株式はすべての投資家のためのものではない。だが、配当利回りが高く、アセットカバレッジ（債務に対する資産価値のカバー率）が非常に高い、ビットコインに対する目立たない投資手段であり、リスク・リターン特性は普通株式よりも優れている。発行体がマイクロストラテジーだからといって無視することはできない。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

9. 1兆ドルの価値を投資家にもたらしたミューチュアルファンドは？

[ファンド]

Meet the Mutual Fund That Created \$1 Trillion in Value for Investors

第1位はバンガード、大型アクティブファンドもランクイン

投資パフォーマンスが高いファンドの特徴



Hannah Beier/Bloomberg

ミューチュアルファンドの基本的な仕事は、投資家の資金を預かって資産価値を増やすことだ。投資信託の評価機関モーニングスターの調査によると、運用資産規模が大きいこと、コストが低いこと、そして投資対象が分散されていることが、今まで最も成功したファンドに共通して見られる重要な点だという。それは、こうした特徴を念頭に置いて設計される傾向が強いインデックスファンドを好む投資家にとっては、驚くには値しないかもしれない。モーニングスターによれば、アメリカン・ファンズ・グロース・ファンド・オブ・アメリカ

<AGTHX>や、フィデリティ・コントラファンド<FCNTX>といった人気のアクティブファンドの多くもまた、最高の運用パフォーマンスを提供しているグループの一角に含まれる。

モーニングスターの調査結果

モーニングスターは、資金の流入を除外した上で、2024年までの10年間に運用資産が最も大幅に増えたファンドについて調査した。第1位はバンガード・トータル・ストック・マーケット・インデックス・ファンド<VTSAX>で、新たに1兆1500億ドルを生み出した。モーニングスターが挙げる上位15ファンドの多くはインデックスファンドである一方、運用資産が2650億ドル増加したグロース・ファンド・オブ・アメリカが6位、1700億ドル増加したフィデリティ・コントラファンドが10位にそれぞれランクインしている。

この調査では、ファンドが生み出した累積金額で評価を行っているため、運用資産規模が大きいファンドが上位に来る傾向がある。実際、1兆8100億ドルもの資産規模を持つバンガード・トータル・ストック・マーケット・インデックス・ファンドは市場最大のファンドだ。調査レポートを書いたエイミー・アーノット氏は、投資家はファンド選定の際、このリストから知見を得ることが可能だと指摘。その上で、「重要なポイントの一つは、ファンドがシンプルであればあるほど良いということだ。今までは、経費率が低いインデックスファンドを投資対象に選んでいればリターンも良かった。一方、アクティブファンドについても、最高のパフォーマンスを残したのは、大型バリューや大型グロースといった王道かつシンプルな投資戦略を実行したファンドという結果が出ている」と語る。

高いパフォーマンスを上げた大型アクティブファンド

平均的な大型グロース株ファンドのリターンが12.4%だったのに対し、特定の退職年金において利用可能なグロース・ファンド・オブ・アメリカの「クラスR株式」の直近10年間のリターンは13%だ。運用資産が2840億ドルで、300近い銘柄が組み入れられているため、インデックスファンドに近い銘柄

分散を実現している。このファンドを運用しているのは12名のファンドマネジャーで構成されるチームだ。

運用資産が1580億ドルのコントラファンドは、直近10年間のリターンが14.3%と、グロース・ファンド・オブ・アメリカをさらに上回るパフォーマンスを上げている。これは、大型グロース株ファンドの上位10%に近い実績だ。ウィル・ダノフ氏が30年余り運用するこのファンドも、300を超える銘柄に投資が分散されている。ただし、メタ<META>（旧フェイスブック）とバークシャー・ハサウェイ<BRK.A><BRK.B>をそれぞれポートフォリオの18%弱および8%超と、大幅に組み入れていることは注目に値する。

最もパフォーマンスが悪かったのは？

ミューチュアルファンドはファンド保有者の資産を増やすだけでなく、台無しにしてしまうこともある。モーニングスターは、直近10年間でファンド保有者にとって最も価値を毀損（きそん）した上位15ファンドについても（手法は少し異なるが）調査を行なった。幾つかの上場投資信託（ETF）において、先物を使って株式市場の下げに賭けていたことは注目に値する。最もパフォーマンスが低かったのは、資産減少額が約100億ドルと最も大きかったプロシエアーズ・ウルトラプロ・ショートQQQ<SQQQ>だ。キャシー・ウッド氏率いるアーク・インベストメント・マネジメントが運用するアーク・イノベーションETF<ARKK>とアーク・ゲノミック・レボリューションETF<ARKG>も上位15ファンドに名を連ねている。

プロシエアーズもアークも、「（自社の）テーマ別ファンドは投資家が株式のロングもショートもできるようにトレーディングツールとして提供している商品であるため、ファンドの価格がどの程度上昇したかによって判断されるべきではない」と、モーニングスターの調査を批判している。

プロシエアーズは、自社のETFが「設計通りに、かつ株主が期待する通りにパフォーマンスを上げている」と述べた。アークの最高執行責任者（COO）であるトム・スタウト氏も「モーニングスターの手法は性質が異なるもの同士を比較している。なぜなら、アークのファンドが株式市場の下落に賭けるトレーダーに有効な手段を提供している点を見落としているからだ」と主張している。

By Ian Salisbury
(Source: Dow Jones)

10. 注目されたコアウィーブのIPO、その行方は？

[経済関連スケジュール]

CoreWeave Debuts: A Big IPO in a Slow Year
IPO市場の冷え込みで、想定下回る公開価格

高バリュエーションの背景に急成長とエヌビディアの支援

人工知能（AI）向けのサーバー貸し出しに特化するクラウドプロバイダー、コアウィーブ<CRWV>が新規株式公開（IPO）を果たした。注目度の高い案件として関心を集めていたが、27日に決定した公開価格は1株当たり40ドルとなり、事前に提示されていた想定レンジを下回る結果となった。この価格決定により上場時の企業評価額は230億ドル、調達額も約15億ドルと、当初の期待を大きく下回る結果となった。株式市場での初日となる28日、コアウィーブ株は寄り付きで下落した後に反発し、公開

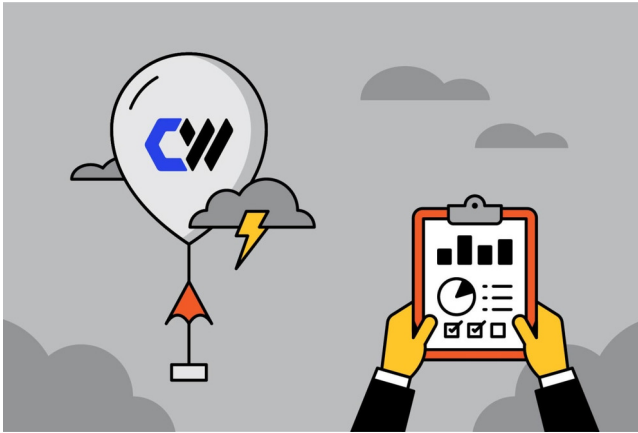


Illustration by Elias Stein

価格と同じ約40ドルでその日の取引を終えた。その結果、コアウィーブの株価売上高倍率（PSR）は2024年に基づいて12倍となっている。

とはいえ、依然として割高な水準だ。比較対象としてS&P500指数構成企業の平均PSRは2.8倍、ダウ工業株30種平均（NYダウ）でも3.9倍にすぎない。もっとも、既存の上場企業と比べて、コアウィーブの成長ペースは桁違いだ。コアウィーブは直近で前年比737%という驚異的な売上成長を記録している。これほどの高成長率の継続性には疑問が残るものの、米半導体大

手エヌビディア＜NVDA＞の支援を受けて、暗号資産（仮想通貨）のマイニング企業からAIクラウド企業へと転身したコアウィーブが、IPO市場が低迷する中でさえ、このような割高なバリュエーションとなった理由の一端は、この高い成長率だろう。

投資家が参考にすべき過去の事例の一つとして、2020年後半の活況なIPO市場で上場した、データストレージのスノーフレイク＜SNOW＞が挙げられる。スノーフレイクは当時、年率174%という売上成長を実現しており、IPO時のPSRは20倍だった。フロリダ大学のジェイ・リッター教授によると、ハイテク企業のIPO時点のPSRについて、直近10年間での中央値の推移を見ると、市場が低調だった2016年で4.2倍、活況だった2021年では15.2倍という幅だった。なお、活況年の2021年には121社のハイテク企業が上場している。ただし、これらの数値でさえも1990年代インターネットバブル当時の水準には及ばない。1999年には、実に370社のハイテク企業がIPOを行い、その際のPSR中央値は27倍に達していた。

先週の出来事

市場動向

24日、トランプ大統領は、4月2日発表予定の関税措置を一部緩和する可能性を示唆し、対象品目から主要工業製品を除外するなど例外措置をちらつかせたが、ベネズエラ産原油を購入する国に対しては25%の追加関税を課すと警告した。週明けの株価は上昇した。しかし、25日に発表された消費者信頼感指数が4年ぶりの低水準を記録し、さらにその後トランプ大統領が4月3日から自動車、小型トラック、自動車部品の輸入に対して25%の関税を課すと発表したことで、株価は急落した。28日に発表された、2月のコアPCE指数（個人消費支出物価指数、変動の大きい食品とエネルギーを除く）および個人所得は、それぞれ前月比で若干上昇した。週間ベースでは、NYダウは1%、S&P500指数は1.5%、ナスダック総合指数は2.6%、それぞれ下落した。

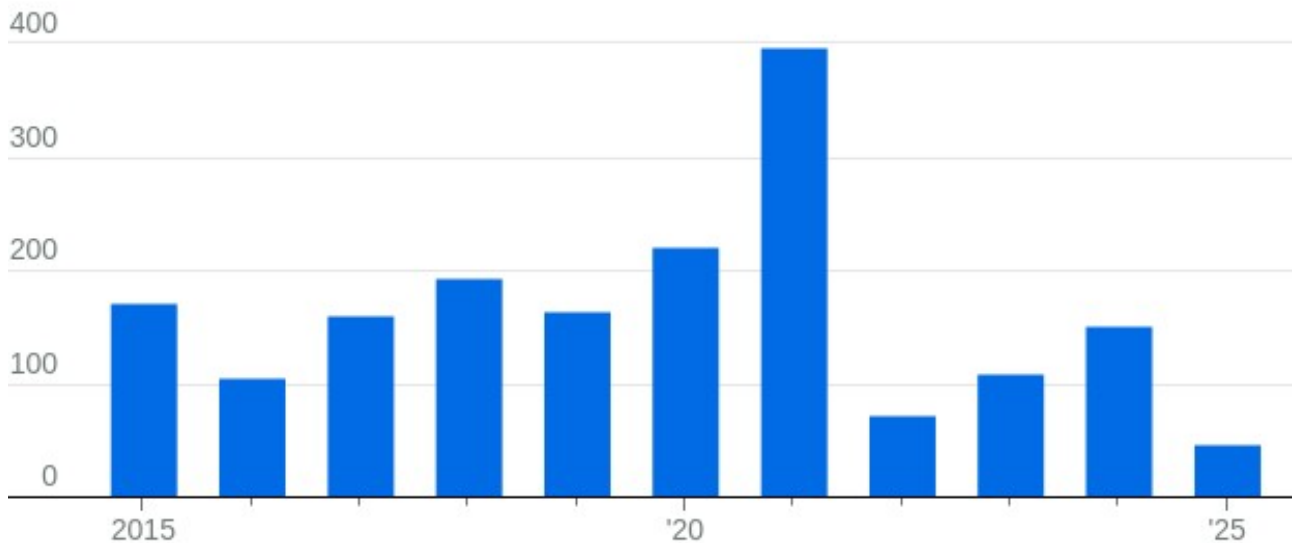
企業動向

ジョージア州の陪審団は、除草剤「ラウンドアップ」に関する訴訟でドイツの製薬企業バイエル＜BAYN.ドイツ＞に対して21億ドルの支払いを命じた。米航空機大手ボーイング＜BA＞は、過去に2件の航空機墜落事故が発生する前に規制当局を欺いていたとされる件で、すでに認めた有罪答弁の取り下げを求めている。英石油大手シェル＜SHEL＞は、石油・ガスの生産量を引き上げるとともに、自社株買いを拡大すると発表した。電気自動車（EV）大手テスラ＜TSLA＞の欧州における2月の販売台数は前年同月比で49%減少した。中国のEVメーカーBYD（比亞迪）＜1211.香港＞は、2025年に海外販売を

Debut Drought

The number of Initial public offerings sank as interest rates rose. Economic uncertainties haven't helped.

Number of IPOs



Note: 2025 data as of March 26

Source: Renaissance Capital

倍増させる計画を明らかにした。米国による新たな関税措置が近づく中、世界中の自動車株が下落した。

M&A（合併・買収）など

- ・サウスチャイナ・モーニング・ポストは、中国が独占禁止法による調査を準備していることを受け、香港の大富豪でCKハチソン創業者の李嘉誠氏が、パナマの港湾取引を進めない方針であると報じた。
- ・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）をめぐる取引で中国側が合意すれば、中国に課す関税を引き下げる可能性があると言った。
- ・遺伝子解析ベンチャーの23アンドミー<ME>が、連邦破産法11条の適用を申請した。またアン・ウォイジツキ最高経営責任者（CEO）は、買収による経営権の取得に失敗したことを受けて辞任した。
- ・建設資材メーカーのジェームズ・ハーディ・インダストリーズ<JHX>は、屋外製品を手がけるアゼク<AZEK>を87億5000万ドルで買収することで合意した。
- ・ディスカウントストア大手のダラー・ツリー<DLTR>は、傘下のファミリー・ダラーをプライベート・エクイティ（PE）の2社に10億ドルで売却することに合意した。

今週の予定

4月1日（火）

米サプライ管理協会（ISM）が3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、1日発表の製造業PMIが49.5、3日発表の非製造業PMIが53.0と見込まれている。いずれも2月の数値を若干下回る水準となる見通し。

米労働省労働統計局（BLS）が雇用動態調査（JOLTS）を発表する。コンセンサス予想では、2月の最終営業日時点の求人件数は770万件とされ、1月の数字とほぼ同じ。

Running Uphill

Three of the biggest IPOs so far this year have found the going difficult.

■ Smithfield Foods / SFD ■ Venture Global / VG ■ SailPoint / SAIL



Source: Bloomberg

4月2日（水）

トランプ大統領は、「ダーティー15」と呼ばれる、米国に対して最も高い関税と貿易不均衡を抱える上位15%の国々を対象とした相互関税（報復関税）を発表すると見られている。これらの関税は、すでにホワイトハウスが発表している内容、たとえば輸入されるアルミニウム、鉄鋼、自動車部品、車両に対する25%の関税に加えて課される可能性が高い。

4月4日（金）

米労働省労働統計局（BLS）が3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13万8000人増（2月の15万1000人増から減少）、失業率は4.1%で横ばいと見込まれている。

統計と数字

6600件：2025年第1四半期に世界で発表されたM&A件数。2024年比で約30%減、2021年のピーク時と比べると44%の減少となった。

30%：2025年に入り銅価格が上昇した割合。26日には1ポンド当たり5.3740ドルと過去最高値を記録。関税への懸念が背景にある。

24万5000ドル：2024年度のウォール街の平均年間ボーナス。過去最高額であり、前年比でほぼ3分の1の増加。

70%：2025年9月末までの間の、カナダと米国間の航空券予約の減少見込み。

By Adam Levine
(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』 2025/03/30

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