

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/04/06

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIIJI PRESS



DOW JONES

1. トランプ関税によるダメージは取り返しがつかない - The Tariff Damage Can't Be Undone [カバーストーリー]
Now P.1
戦後の国際貿易秩序の終焉（しゅうえん）
2. 市場混乱のなかで注目される銘柄 - Stocks to Consider as Markets Melt Down [フィーチャー]
割安感のある優良株に目を向けるべきタイミング P.4
3. 関税の痛み、止められるのはトランプ大統領だけ - Why Trump Alone Will Say When Tariff [フィーチャー]
Pain Ends. The Cost of His Absolute Power P.7
大統領の絶対的権力とその代償
4. 勝ち組は金地金と外国株、負け組はここだ - Gold and Foreign Stocks Are Winning. Here Are the [ファンド]
Losers. P.9
ファンド・フローとパフォーマンスで評価する
5. 混沌に強いファンドのポートフォリオ - The Chaos-Resistant Fund Portfolio [ファンド]
米国株への圧力が高まる中で資産を守るためのファンドを紹介 P.13
6. ファンドが保有する主要4銘柄について聞く - Taiwan Semi and Tencent Stock Top This [インタビュー]
Manager's Holdings. P.17
ソーンバーグ・インベストメント・マネジメントのサン氏に聞く
7. 株式市場はコロナ禍以降で最大の急落 - The Stock Market Had Its Worst Week Since [米国株式市場]
Pandemic. Keep Hope Alive. P.21
下落を止められるのはトランプ大統領だけだが
8. トランプ関税の直撃を受けるアップル - Apple Has No Place to Hide. Tariffs on China Are Just 1 [ハイテク]
Problem. P.23
生産と販売の国際展開があだとなる
9. トランプ大統領は勝ち目のない貿易戦争に挑む - Trump Is Fighting a Trade War He Can't Win. [コラム]
投資家は安値拾いではなくリスク管理に動くべきだ P.26
10. 大型の配当株ETF、エネルギー株の比率拡大がはらむリスクは？ - Schwab's Dividend [経済関連スケジュール]
ETF Goes Big on Energy Stocks. What's the Risk? P.28
エネルギー分野の強みとリスクを分析

※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、米バロンズ編集部による記事執筆時点の値である場合があります。

1. トランプ関税によるダメージは取り返しがつかない

[カバーストーリー]

The Tariff Damage Can't Be Undone Now

戦後の国際貿易秩序の終焉（しゅうえん）

予想を超えるスピード・規模の関税を発表



Mario Tama/Getty Images

トランプ政権による電撃的な関税攻勢の範囲やスピード、規模を投資家は消化しきれてはいない。しかし、明確になったことが一つある。それは、第2次世界大戦後の世界経済秩序がもはや存在しないということだ。各国は対応について、投資家は利益率や投資、インフレに関する長年の前提について、再評価を余儀なくされている。

トランプ大統領は4月2日、広範囲にわたる関税を発表した。これに先立ち、他の関税関連の動きによって、この数週間、企業や投資家にとり

不確実性が生じていたが、4月5日に発効する基本関税（10%）と米国に貿易赤字をもたらしていることを理由に選定された国・地域に対する一連の国・地域別関税（最大49%）は予想よりもはるかに高率だった。経済調査会社キャピタル・エコノミクス社の推計によれば、平均関税率は昨年の約2%から20%強に跳ね上がる見込みだ。1930年代に景気後退を深刻化させる要因となったスムート・ホーリー関税法を彷彿（ほうふつ）とさせる関税率だ。株式相場の大幅な下落（S&P500指数は1日で時価総額を2兆5000億ドル失った）が衝撃の大きさを物語っている。エコノミストは、関税によって米国は景気が打撃を受けるとともにインフレが高進し、スタグフレーションに陥ると警鐘を鳴らしている。

トランプ氏が今回導入した関税は1兆2000億ドルに上る米国の貿易赤字（トランプ氏はこれを「国家の緊急事態」としている）の縮小が目的だ。トランプ氏は友好国か敵対国を問わず関税を強力な武器として振りかざし、歳入を数十億ドル単位で増やすとともに、製造業の雇用や重要な製品の生産を米国に取り戻そうとしている。

交渉によるこれらの関税率の引き下げがトランプ政権の意図かもしれないが、資産運用大手ウェリントン・マネジメントのマクロ・ストラテジスト、マイケル・メデイロス氏は、関税の規模や一方的な主張に基づく導入によって同盟国の信頼は損なわれたと指摘し、「譲歩に傾く国もあるかもしれないが、第1次政権時と比べて交渉成功の確率は低下している。米国政府に対する信頼は低下しつつあり、懸念が強まっている」と話す。そして、市場もこれを反映し、関税引き上げ（過去100年間で最大）にもかかわらず、ドル高ではなくドル安になっていると指摘する。

国際通貨基金（IMF）の中国リサーチの元責任者で、現在はコーネル大学教授（経済学）とブルッキングス研究所上級研究員を務めるエスワール・プラサド氏は「トランプ氏は米国のほぼすべての主要貿易相手国・地域に対して貿易戦争を仕掛けた。これが新たな保護主義時代の幕開けとなり、世界全体に波及していけよう。国家・地域間の貿易障壁が減少し、世界的な貿易統合が推進された時代が終わりを迎えたことを示している」と話す。

中国・欧州・日本など貿易相手国・地域の反応

中国は4月4日、報復措置として米国からのすべての輸入品に4月10日から34%（最新の米追加関税率と同率）の関税を課すと発表した。中国政府はまた、輸出規制を拡大するとともに、米企業十数社を「信頼できない企業」のリストに追加して販売を制限し、医療機器に関する反ダンピング（不当廉売）調査を開始した。中国財政部（財務省）は声明で米国の行動を「典型的な一方的いじめ行為」とであると批判した。

カナダのカーニー首相は、トランプ氏の25%の自動車関税に匹敵する関税を課すと明言した。国産品購入運動「バイ・カナディアン」を掲げ、他の国々よりも強硬なスタンスを取るカナダに追随する国が増加すれば、貿易戦争の次のステージは報復合戦となる可能性がある。

また、中国が欧州との関係修復や世界の他の地域への輸出拡大を図る中、米国以外の国・地域で相互協力の機運が高まる可能性がある。

投資家は対応に右往左往しているところだ。ビーオブエー・セキュリティーズの米国株式・クオンツ戦略責任者サビタ・スブラマニアン氏は「これは深刻な信頼性ショックにつながる可能性のある『未知の未知』の領域だ」とし、スタグフレーションを懸念するのであれば、インフレと名目金利上昇の恩恵を受け、グローバルなエクスポージャーが少なく、利益と配当が安定している企業がS&P500指数構成銘柄の中で最も安全な選択肢になるかもしれない、と話す。

貿易交渉は条件が見通せず、いかなる取引（ディール）合意もその持続可能性について懸念が拭えないため、各国の当局者もあまりマールアラゴ（フロリダ州にあるトランプ氏の私邸）や首都ワシントンに急行しようという気にはならない可能性がある。トランプ氏は中国の習近平国家主席との会談を望んでいると示唆したが、アナリストは、その前提となる中国側との閣僚レベルの会合さえ行われていないと指摘する。

中国の報復は一部アナリストの予想よりも大規模で迅速だった。中国を専門とする調査会社ゲイブカルの調査責任者アーサー・クローバー氏は「中国は強硬姿勢で臨んでおり、報復措置にはさらなる関税引き上げで応じるとしていたトランプ氏に対し、前言通り関税を引き上げるよう挑発している」。これに対し、トランプ氏は4月4日、自身で立ち上げたSNSのトゥルース・ソーシャルに「中国は間違いを犯した。パニックに陥って、やってはならないことをやってしまった」と投稿した。

今回、20%の関税を課せられた欧州は、既に軍事支出とインフラ支出を増加させており、それにより、関税による打撃を相殺できる可能性がある。より高率の関税を課せられた中国は、経済安定化のため段階的に実施してきた財政支援を強化せざるを得なくなる可能性がある。

国内総生産（GDP）の約半分を輸出に依存し、46%の関税に直面しているベトナムなどの他の国々にとっては事情が異なる。日本や韓国、台湾など、安全保障を米国に依存している国や地域も交渉により前向きになる可能性がある。実際、トランプ氏は、日本のソフトバンクグループ<9984>と半導体受託製造大手の台湾積体電路製造（TSMC）<2330.台湾>が数十億ドルに上る対米投資を約束していると強調した。

インド政府も二国間貿易協定を模索しており、クローバー氏はインドが交渉によって関税率の引き下

げに合意する公算が大きいとみている。成功すれば、対中国で競争力が高まり、代替的な製造拠点としてさらに魅力的となる。

■ サプライチェーンの再編加速も困難が待ち受ける

トランプ氏の関税・貿易政策は中長期的にはサプライチェーン（供給網）を多様化し、グローバル化よりも地域化を強調し、自立性の強化に向けた投資の動きを加速させるだろう。このトレンドが始まったのは第1次トランプ政権時だが、コロナ禍中のサプライチェーンの混乱やロシアのウクライナ侵攻で加速した。しかし、現在の不確実性や原材料コストの上昇を踏まえ、企業は長期的な資本の配分先を再考する可能性がある。ピーターソン国際経済研究所で米中関係を専門とするメアリー・ラブリー氏は「これらの関税や関連する不確実性は、米国ではなく米国周辺に製造拠点を構築するさらなるインセンティブとなる」と話す。

皮肉なことに、この不確実性と「あらゆるものを、あらゆる場所で」という関税に対するアプローチは、中国に有利に働く可能性がある。なぜなら、企業が分散化の選択肢とした地域（例えばベトナムやタイ）は高率の関税に直面しているからだ。その結果、中国に代わる選択肢としてのこれらの国々の魅力が低下する可能性がある。政策が次にどこへ向かうのか不透明なため、現状維持を選択する企業もあるかもしれない。投資会社トリリウム・アセット・マネジメントのエコノミスト、シェリル・スミス氏は「貿易の流れが再編される中、中国と欧州の貿易が強化され、中国は第2次世界大戦後の米国のように、ベトナムやマレーシア、インドネシアなどの国々を支援する資金や能力のある国として行動するようになるだろう」と話す。

しかし、製造の一部を国内に戻そうとする企業にとっても、そうした変化は、仮に政府が米国工場に対する許可を迅速化できたとしても、極めて長い時間を要する。スミス氏は「経済の混乱は長期にわたるだろう。コロナ禍で学んだように、サプライチェーンは極めて複雑であり、一夜で再編するのは困難だ。パン屋のサプライチェーンとは異なり、コンピューターや半導体のサプライチェーンには数十億ドルに上る投資と埋没費用が伴う」と話す。

貿易の再編は、極めて効率的なサプライチェーンに基づくグローバルな構造が過去のものとなる可能性があることも意味する。英運用会社ポラー・キャピタルのアジア・新興国市場チームのファンドマネジャー、ジェリー・ウー氏は「システム全体の効率性が低下し、市場が細分化されることにより、規模の利益も減少するだろう」と話す。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

2. 市場混乱のなかで注目される銘柄

[フィーチャー]

Stocks to Consider as Markets Melt Down

割安感のある優良株に目を向けるべきタイミング

トランプ関税、撤回や見直しの可能性も



Michael Nagle/Bloomberg

株式市場の下落には常に異なる引き金があるが、今回のような売り圧力は極めて異例だ。トランプ米大統領による関税措置の決定は市場を驚かせたが、今後数週間から数カ月以内に撤回あるいは見直されるとの見方も出ている。

今回の関税措置による影響を除けば、米国経済は依然として堅調さを維持している。ニューヨークを拠点とするグリフィン・アセット・マネジメントのマイケル・ジャミソン氏は、市場のネガティブな反応と2026年の中間選挙を控えた共和党議員らの懸念の高まりによってトランプ

氏の強硬姿勢が軟化する可能性があるとし、「トランプ氏は株式市場を気にしていないと公言するが、実際には非常に注視している。状況が急に変わることもある」と語った。中国が米国への報復措置として米国製品に34%もの高関税を課す中、トランプ氏は4日、「自分の経済政策を決して変えることはない」と述べ、方針を堅持する姿勢を示した。その一方で、トランプ氏はベトナムに対する関税については前向きな発言も行っており、こうした動きは、トランプ氏が依然として交渉の余地を残し、柔軟な姿勢を保っていることを示唆する。

しかし、投資家が最悪の事態を懸念する中で、たとえトランプ氏が政策を転換したとしても株式市場の下落が直ちに回復するとは限らない。企業の景況感や消費者の信頼感は既に損なわれつつあり、米国の世界的な立場も損なわれていると思われる。とはいえ、株式市場はリセッション（景気後退）の可能性の高まりを織り込み始めており、セクターによってはリセッションをすでに織り込み済みのものもある。

むしろ売り込まれたセクターに目を向けるべき時か



Kevin Carter/Getty Images

今は、最近の株価下落局面で持ちこたえたディフェンシブ銘柄（通信、公益事業、たばこ、損害保険、生活必需品など）ではなくて、大きく売られたセクターに目を向ける時期かもしれない。具体的には、小売り、銀行、航空、住宅建設、コモディティー生産企業などの銘柄だ。

リスクを限定する可能性のある方法として有効な戦略の一つは、弱いセクターの中で最も強い企業を選ぶことだ。注目すべき銘柄は、大手銀行のJPモルガン・チェース<JPM>、航空大手

のデルタ航空<DAL>、住宅建設会社のレナー<LEN>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、石油大手エクソンモービル<XOM>、大手鉱業会社フリーポート・マクモラン<FCX>などである。また、これらのセクターに分散投資を行うのであれば、上場投資信託（ETF）も選択肢となる。例えばエナジー・セレクト・セクターSPDR ETF<XLE>、インベスコKBW銀行ETF<KBWB>、USグローバル・ジェットETF<JETS>、SPDR S&PリテールETF<XRT>などがある。

JPモルガン：強固な財務基盤を持つ銀行の雄

Weak Market, Strong Companies

The stocks of these industry leaders are selling at significant discounts from their highs.

Company / Ticker	Recent Price	52-Wk Change	Market Value (billion)	2025E EPS	2025E P/E	Dividend Yield
Amazon.com / AMZN	\$171.00	-5.0%	\$1,812	\$7.05	24.3	None
Delta Air Lines / DAL	37.25	-18.8	24	6.84	5.4	1.6%
Exxon Mobil / XOM	104.34	-12.8	453	7.38	14.1	3.8
Freeport-McMoRan / FCX	29.15	-40.7	42	1.70	17.2	2.1
JPMorgan Chase / JPM	210.28	7.5	588	18.22	11.5	2.7
Lennar / LEN*	111.03	-29.4	29	10.13	11.0	1.8

Note: E=estimate. *Fiscal year ends November.

Source: Bloomberg

JPモルガン・チェースは米国の銀行セクターを代表する存在であり、「要塞（ようさい）」と表現されるほどの強固なバランスシートを備えている。株価は2月のピークから25%下落し、現在は210ドルで推移している。この水準は、2025年の予想利益ベースで株価収益率（PER）11.5倍に相当し、配当利回りは2.7%となる。

ウェルズ・ファーゴの銀行アナリスト、マイク・メイヨー氏は、JPモルガンを最も有望な銘柄と評価する。メイヨー氏はJPモルガンの目標株価を300ドルに設定している。JPモルガンのトレーディング収入は、投資銀行部門の低調な業績をカバーする可能性があり、また、ビジネスモデルの競争優位性を守る「堀」は一段と深まっていることから、市場シェアのさらなる拡大が見込めるといふ。ただし、約1兆3000億ドルに上る融資ポートフォリオにおける信用力の低下が主なリスクである。

メイヨー氏は銀行業界が直面する厳しい課題にも目を向けており、JPモルガンを含む主要銀行が慎重姿勢を取り貸倒引当金を積み増す可能性もあり、それが利益の重荷となる懸念がある。メイヨー氏

は、JPモルガンなどの銀行株は今後2年間程度のスパンでは有望と評価しつつも、目先2カ月間の見通しに関しては判断が難しいとしている。

■ デルタ航空：業界随一の運営力を持つ航空会社

デルタ航空は、航空業界において模範的存在とされる企業だ。その評価の背景には、プレミアム座席による客室収益の最大化、クレジットカード大手アメリカン・エクスプレス<AXP>とのクレジットカード提携による高収益、そして新型コロナのパンデミック（世界的大流行）以降に改善されたバランスシートがある。デルタ航空の株価は2025年初頭のピーク時から50%近く下落し、現在は37ドルで推移している。この水準は、航空業界全体がかつて深刻な赤字と多額の負債に苦しんでいた2020年末の水準に戻ったことを意味する。

デルタ航空は第1四半期に業績見通しを下方修正したが、下方修正後の2025年予想PERはわずか6倍だ。JPモルガン証券のアナリスト、ジェイミー・ベイカー氏は投資判断をオーバーウエート、目標株価は強気に見える83ドルに設定している。ベイカー氏は「航空業界をリードするロイヤリティー収益構造」と「堅調なプレミアム商品需要」をその根拠に挙げている。

レナーとDRホートン<DHI>は、それぞれ約10%のシェアを持つ全米トップの住宅建設会社だ。両社の株価は2024年のピークから30%超下落しており、2025年予想PERは約10倍となっている。

レナーとホートンは共に財務体質に優れ、純負債が少なく、保有地の多くを上場している関連会社に売却している。DRホートンはフォレスター<FOR>に、レナーはミルローズ・プロパティーズ<MRP>に所有権を移すことで、景気後退局面でのリスクを軽減している。

大きな好材料は、30年固定住宅ローン金利の低下だ。米国債利回りの低下を背景に、足元の6.64%から6%に向かっている。これにより、住宅需要が刺激される可能性がある。市場もこうした見通しを察知したのか、4日に米10年債利回りが4%を下回る中で住宅建設株は3%上昇した。

■ アマゾン株のPERは上場以来の低水準

アマゾンの株価は2025年の最高値から約29%下落し、4日終値時点で約171ドルとなっている。2025年予想PERは約25倍と1990年代後半の上場以来、最も低い水準だ。輸入製品への追加関税は、アマゾンの利益や消費者需要の打撃となる恐れがある。

エバーコアのアナリスト、マーク・マハニー氏は、2025年の利益に4~7%程度のマイナス影響があると予想している。しかし、マハニー氏はアマゾンの利益の80%はクラウドコンピューティング事業のアマゾン・ウェブ・サービス（AWS）と広告から得られていると指摘し、アマゾンインターネット関連株のトップピックの一つに挙げている。

エクソンモービルは、大手エネルギー企業の中でも事業構成、資産基盤、経営陣が最も優れている。4日終値時点で株価は約104ドル。昨年10月初めの高値から約17%下落しており、2025年予想PERは14倍、配当利回りは3.8%だ。エクソンの収益源は、エネルギー生産、精製、化学製品と多岐にわたり、原油価格下落の影響はほとんどの同業より抑えられている。また、低炭素分野への投資にも慎重な姿勢を示している。

積極的な投資姿勢が奏功することも

景気後退入りが懸念される中で、コモディティー企業は通常、回避すべき対象だが、世界第2位の銅生産企業であるフリーポート・マクモランの株価には、すでに深刻な景気後退が織り込まれているように見える。株価は年初来で約23%下落し、4日終値時点で約29ドルと2020年の水準に戻っており、直近高値の55ドル近辺から大きく下げている。

ジェフリーズのアナリスト、クリス・ラフェミナ氏は4日、「リスクとリターンのバランスはフリーポートに有利である」と述べ、景気後退が進んだ場合でも25.50ドルまでの下落にとどまり、回復局面では50ドルまで上昇すると予想する。

多くの投資家は市場が不安定になるとディフェンシブな銘柄に目を向けがちだが、トランプ氏が世界的な景気後退を避けるために関税政策を撤回する可能性もあることを考慮すれば、むしろ積極的な投資姿勢が奏功するかもしれない。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

3. 関税の痛み、止められるのはトランプ大統領だけ

[フィーチャー]

Why Trump Alone Will Say When Tariff Pain Ends. The Cost of His Absolute Power

大統領の絶対的権力とその代償

関税政策、それは大統領がすべてを決定できる唯一の政策



Andrew Harnik / Getty Images

トランプ大統領の1期目は、特に通商・関税政策をめぐる政権内で意見が分かれていた。経済的自由主義者と保護主義者が衝突し、ワシントン・ポストのボブ・ウッドワード氏によれば、トランプ大統領が貿易合意を危うくするのを防ぐため、ホワイトハウスの通商顧問の一人が机の上から書類を取り除いたこともあったという。

そして現在、トランプ大統領はそうした反対勢力を排除した形で政権に復帰している。政権内から匿名で寄稿記事を書き大統領を批判した官

僚たちの姿はなくなり、政権には忠誠心を示すことでその地位を手にした側近たちばかりだ。民主党は選挙戦で、この変化が「民主主義の後退を招く」と警告を発していたが、最も深刻な事態が起きるのは、トランプ大統領が最も関心を寄せてきた分野、国際貿易と経済政策であることを見抜けなかった。通商政策に関しては、他の多くの政策分野とは異なり、トランプ大統領が、大統領だけの判断で決められる。

政権内の反対派を排除したものの、トランプ大統領は1月の再就任以降、政策の実現に苦戦することも多い。大規模な不法移民強制送還は、資金不足や裁判所による厳密な審査により停滞している。テク

ノロジー主導の「小さく効率的な政府」構想は、労働組合による訴訟、司法による差し止め、大幅な削減に反発する連邦職員からの強い反対に直面している。トランプ大統領が望んでいる利下げは、パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長の同意なしには実現できず、そのパウエル議長は政策を変更することも辞任することも頑なに拒否している。ウクライナ和平も、ロシアのプーチン大統領の協力が得られない限り不可能であり進展していない。さらには、大統領に与えられた連邦恩赦の権限でさえ、裁判所によって制約を受ける場合がある。

しかし、関税に関しては、トランプ大統領がすべての権限を握っている。ほぼ全ての国を対象とする関税措置を4月2日に発表した。共和党を自らの路線に再編した2期目の大統領として、トランプ大統領は政治的本能の赴くままに動ける立場にあり、その結果、米国と世界を貿易戦争へと突入させつつある。

政権内でバラつく関税への理解

側近たちは忠誠心こそ示しているが、ホワイトハウスの外では、トランプ大統領の戦略やその正当性をうまく説明できていないように見える。スコット・ベッセント財務長官は、3月に出演したNBCの報道番組『ミート・ザ・プレス』で、新たな相互関税について「これは上限ではなく下限だ」と述べ、さらに「トランプ大統領は他国に対し『相手が関税を下げれば、われわれも下げる。関税が極めて高い国の幾つかはすでに下げ始めている』と語っている」と説明した。

だが、この説明には早くも問題が生じている。バノックバーン・キャピタル・マーケッツのチーフ・マーケット・ストラテジスト、マーク・チャンドラー氏は「イスラエルは、米国製品への関税をすべて撤廃したと1日に発表したにもかかわらず、17%の相互関税を課された」と顧客向けノートで指摘した。

チャンドラー氏の指摘は、トランプ大統領による発表を控え、匿名を条件に記者団に語った政権高官のコメントとも一致している。その高官は「これは交渉ではない。国家の緊急事態だ」と述べた。別の高官も「この新関税が下限であることには間違いない」と語っていた。

一方、ハワード・ラトニック商務長官は異なる姿勢を示した。3日、ブルームバーグ・ニュースの取材で、交渉開始の有無を問われ、「われわれのチームは、すべての主要な貿易相手国と対話をしており、いつでも対話に応じる用意がある」と述べた。最終的な決定権を持つトランプ大統領は同日、マイアミで記者団に「関税はわれわれに強力な交渉力を与えてくれる。常にそうだ」と語った。

国家緊急事態時の関税

交渉が今後どのように進もうとも、トランプ大統領が関税を緊急事態の中で位置付けていることは、権限の根拠として極めて重要である。トランプ大統領は相互関税の大統領令で、恒常的な貿易赤字や経済的な相互性の欠如が「米国の国家安全保障と経済に対する異常かつ重大な脅威である」と理由付けている。

この宣言によって、トランプ大統領は国際経済緊急経済権限法に基づき行動する権限を得ることになる。1977年にこの法律を制定した立法者は、「緊急事態とは本来、まれで短期的なものであり、通常の継続的な問題と同一視すべきではない」と明記している。慢性的な貿易赤字が、本当に緊急事態と

呼べるのかは疑問も残る。だが、緊急事態を宣言するのはあくまで大統領である。

関税発動のさなかに生じた議会内のささやかな反乱は、トランプ大統領に対抗することの難しさを浮き彫りにした。共和党の上院議員4人が2日、民主党とともに、カナダに対する関税を正当化させる緊急事態の無効を求める決議案を支持した。一見すると反乱成功のようにも見えるが、これを成立させるには下院の同意が必要なだけでなく（見込めないが）、成立したとしても大統領の署名も必要だ。トランプ大統領が拒否権を発動すれば、それを覆すには上下両院で3分の2の賛成が必要となる。

アイオワ州選出の共和党チャック・グラスリー上院議員と、ワシントン州選出の民主党マリア・キャントウェル上院議員が3日に提出した、関税に関する決定権を議会に取り戻す法案も、可決の見込みは高くない。

訴訟は避けられないだろう。だが、スタイフェルでワシントン政策戦略を統括するブライアン・ガードナー氏は「大統領が緊急事態を宣言した場合、裁判所は一般的にその判断を尊重する傾向がある」と指摘する。もっとも今回は、裁判所がそうしない可能性もある。トランプ大統領の政策判断以上に予測が難しい存在があるとすれば、それは連邦最高裁かもしれない。

株式市場下落、それでも強気のトランプ大統領

トランプ大統領は市場の混乱にも動じていない様子で、相互関税を発表した2日に、「1期目の時は、私が当選した日から株式市場は上がり続けた。今回はその時以上の上昇になると思う」と豪語した。

一部の投資家は、市場の明白な苦境を無視するトランプ大統領の姿勢に困惑しており、市場がどれほど下落すれば方針を変えるのかという水準を見極めようとしている。その水準が存在する可能性はあるが、いまのところ、トランプ大統領が関税政策を見直す兆しはほとんど見られない。

トランプ大統領は3日、自身のSNS「トゥルース・ソーシャル」に、関税発表後の市場や経済への影響を指して、「手術は終わった。患者は生きており、回復中だ」と大文字で投稿した。だが、執刀医はトランプ大統領であり、患者の容体を診断するのもトランプ大統領だ。そして、もし合併症が起これば、米経済は再び手術台に戻ることになる。

By Matt Peterson
(Source: Dow Jones)

4. 勝ち組は金地金と外国株、負け組はここだ Gold and Foreign Stocks Are Winning. Here Are the Losers. ファンド・フローとパフォーマンスで評価する

[ファンド]

テスラ株の下落で影響を受けるファンド

もしあなたが、潜在顧客の半分が殴りたくなるようなブランドの顔だとしたらどうするだろう。電気自動車（EV）大手テスラ<TSLA>のイーロン・マスク氏ほど酷評されている最高経営責任者（CEO）はいないだろう。マスク氏は今、EVの主要な消費者層である民主党支持者から非難されている。



Illustration by Carolina Moscoso

テスラの株価が第1四半期（2025年1～3月）に36%も急落したのは、マスク氏の政府効率化省（DOGE）での行動や欧州の選挙に影響を与えようとしたことで、世界的な不買運動が勃発したからだ。これは多くのファンドに悪影響を与えた。第1四半期のパフォーマンスの良くなかった10ファンドのうち4ファンドがテスラへのエクスポージャーにレバレッジをかけている。上場投資信託（ETF）のディレクション・デイリー・テスラ・ブル2Xシェアーズ<TSL2X>は運用資産41億ドルで最大規模だが、第1四半期に65%急落した。2024年第4四半期にはトランプ大統領の当選に後押しされて102%上昇したが、2025年第1四半期末まで保有していた場合、現在は29%下落している。

テスラの下落は、関税をめぐる2月に始まった広範な暴落の一部だった。運用資産5870億ドルの巨大ETFであるバンガードS&P500 ETF<VOO>と運用資産2980億ドルのインベスコQQQトラスト・シリーズ1<QQQ>は調整モードに入り、10%下落したが、その後持ち直し、第1四半期はそれぞれ4.3%と8.1%の下落で終えた。一方、人気の高いブルームバーグ米国総合債券指数に連動する運用資産1250億ドルのiシェアーズ・コア米国総合債券<AGG>は2.8%上昇した。

第1四半期の勝ち組と負け組

投資家は債券へのシフトを正しく判断した。第1四半期の最初の2カ月間で最も人気のあったファンド・カテゴリー10本のうち6本が債券戦略であった（3月のファンド・フローは未判明）。モーニングスターの超短期債カテゴリーには286億ドル、次いで中期コア債に128億ドルの資金流入だった。個別には、iシェアーズの債券ファンドとインデックス・ファンドのバンガード・トータル債券市場ETF<BND>が、中期コア債カテゴリーの128億ドルの資金流入のうち58億ドルを占めた。超短期債はマネーマーケットファンド（MMF）に似ているため、MMFが人気で最大の資金流入を記録したことに驚きはしない。S&P500指数は2月19日に6144でピークをつけた後、3月13日には5522まで10%下落したが、1口1ドルの価格に固定されたMMFの価値は低下しなかった。特に2月21日には、ミシガン大学の消費者信頼感指数が急落したとの報道を受け、S&P500指数の下落が加速した。課税対象となるMMFは第1四半期に786億ドルの資金流入があり、最も人気のあるファンド・カテゴリーとなった。

資金流入額上位10のファンド・カテゴリーのうち、株式関連のカテゴリーは、421億ドルの流入があった大型株総合ファンドの一つだけで、このうち292億ドルは依然として人気の高いバンガードS&P500 ETFが占めた。さらに興味深いのは、投資家がかつて人気のあった大型株グロスから逃避していることで、99億ドルの資金流出があった。このカテゴリーで最大の負け組となったのはアメリカン・ファンズ・グロス・ファンド・オブ・アメリカ<AGTHX>で、28億ドルの減少だった。しかし、同じくハイテクに特化したインベスコQQQトラスト・シリーズ1には、ポートフォリオ構成銘柄の平均株価収益率（PER）が24.6倍と鼻血が出るような割高な水準にもかかわらず、46億ドルの資金流入があった。

より割安な株価の銘柄に投資する大型株バリューファンドは依然として資金流出が続いており、合計

The Best and the Biggest

How the first quarter's top five fund categories fared.

Fund Category	Fund / Ticker	1st-Quarter Return	Total Assets	Expense Ratio
Equity Precious Metals		29.3%		1.15%
• Best Fund	Midas / MIDSX	42.4	\$17 million	5.10
• Biggest Fund	VanEck Gold Miners / GDV	35.4	14.8 billion	0.51
Latin America Stock		13.2%		0.92%
• Best Fund	Franklin FTSE Brazil / FLBR	15.7	\$176 million	0.19
• Biggest Fund	iShares MSCI Brazil / EWZ	14	3.3 billion	0.59
Commodities Focused		10.5%		0.80%
• Best Fund	WisdomTree Efficient Gold Plus Gold Miners Strategy / GDMN	51.5	\$26 million	0.45
• Biggest Fund	SPDR Gold Shares / GLD	19.2	93.5 billion	0.40
Foreign Large Value		9.5%		0.97%
• Best Fund	EuroPac International Dividend Income / EPDIX	18.6	\$127 million	1.27
• Biggest Fund	Dodge & Cox International Stock / DODFX	9.7	51.5 billion	0.62
Europe Stock		9.4%		0.91%
• Best Fund	First Trust Stoxx European Select Dividend Index / FDD	20.5	\$226 million	0.59
• Biggest Fund	Vanguard FTSE Europe / VGK	10.7	25.5 billion	0.06

Note: Returns are as of March 31; fund category data are averages.

Source: Morningstar

で38億ドルの流失となった。iシェアーズ・ラッセル1000バリュートETF<IWD>は第1四半期に2.1%上昇したにもかかわらず、その流出のうち35億ドルを占めた。ポートフォリオ構成銘柄の平均PERが14.2倍と割安で、第1四半期に3.5%上昇し、経費率も低い由緒あるダッジ&コックス株式ファンド<DODGX>は、それでも5億2700万ドルの資金が流出した。

同様に、第1四半期に最もパフォーマンスの良かったファンド・カテゴリーのうち七つが外国株だった。ラテンアメリカ株式（13.2%上昇）、外国大型株バリュート（9.5%上昇）、欧州株式（9.4%上

昇)、中国地域(9%上昇)、外国大型株ブレンド(6.6%上昇)が上位を占めた。しかし、ラテンアメリカ株式と外国大型株バリューファンドはともに資金流出となった。外国株のMSCI EAFEバリュー・インデックスのPERは11.6倍で、S&P500指数のPERの約半分であるにもかかわらずだ。iシェアーズMSCI EAFEバリューETF<EFV>は12.5%上昇した。

欧州株ファンドの上昇は、トランプ大統領の外交政策転換と関連している。ウクライナに対するトランプ大統領の強硬策とロシアのプーチン大統領に好意的と思われるトランプ大統領の態度は、欧州の指導者たちに国防への投資を促し、それによる経済成長への期待から株価上昇を巻き起こしている。ドイツは最近、国防とインフラプロジェクトに5000億ドルを投じる計画を発表した。iシェアーズMSCIドイツETF<EWG>は第1四半期に16.1%上昇した。

関税の有無にかかわらず、中国とラテンアメリカの株式市場はこのところ絶好調だ。中国の場合、驚くほど堅調な経済データを発表し、中国の新興人工知能(AI)開発企業ディープシークが提供するAIプラットフォームは本物の興奮を呼び起こし、主要なEVメーカーである中国のBYD(比亜迪)<1211.香港>は今年50%近く上昇している。中国株のバリュエーションは米国株の約半分だ。第1四半期のETFのパフォーマンスでトップだったラウンドヒル・チャイナ・ドラゴンズ<DRAG>は、ほんの一握りの注目銘柄に投資する小さなファンドで、25%超上昇した。より広範に投資する運用資産75億ドルのiシェアーズ中国大型株ETF<FXI>は17%上昇した。ラテンアメリカは通貨も株式も割安で、投資家は分散投資のためにこれらを買集めている。専門家の一部は、これを「米国例外主義」トレードの終焉を示す証拠として挙げている。

ヘッジ目的ならこのファンド

米国が危機に瀕していることを示す最大の兆候は、金地金と金鉱株ファンドの急騰だろう。投資家は地政学的リスク、特に世界の基軸通貨としてのドルの下落に対するヘッジとして金地金を利用している。SPDRゴールド・シェアーズETF<GLD>などの人気のある金塊ファンドは、第1四半期に19%上昇した。しかし、最も好調だったファンド・カテゴリーは貴金属株式で、29.3%上昇した。金鉱株は金地金とレバレッジを効かせた関係にあり、金地金よりも上昇したり下落したりする。このため、上場投資証券(ETN)のマイクロセクターズ・ゴールド・マイナーズ3xレバレッジドETN<GDXU>は第1四半期に120%上昇したが、既に不安定なセクターにさらにリスクを追加する余分なものに思える。35%上昇したレバレッジなしのバンエック・ゴールド・マイナーズETF<GDX>の方が安全だ。

暗号資産(仮想通貨)がいわゆる「デジタル・ゴールド」と呼ばれるものではないことを証明するものがあるとすれば、それは第1四半期のパフォーマンスだろう。仮想通貨イーサに投資するプロシェアーズ・ウルトラショート・イーサETF<ETHD>は143%の急騰を記録し、あらゆるカテゴリーで第1四半期の最高のパフォーマンスとなった。運用資産480億ドルのiシェアーズ・ビットコイン・トラスト<IBIT>は11.5%下落した。暗号資産はハイテク株と最も相関が高いため、この環境ではヘッジとして役に立たない。

By Lewis Braham
(Source: Dow Jones)

5. 混沌に強いファンドのポートフォリオ

[ファンド]

The Chaos-Resistant Fund Portfolio

米国株への圧力が高まる中で資産を守るためのファンドを紹介

S&P500指数との相関が小さいポートフォリオを目指すべし



Illustration by Carolina Moscoso

市場は不確実性を嫌う。しかし、リスク許容度は個々の投資家によって異なる。一部の投資家の不確実性に対する許容度は他の投資家より高い。少数の投資家は、混沌（こんとん）がもたらすボラティリティーから利益を生み出すことさえできる。

トランプ大統領は積極的な関税と政府機関への攻撃によって「混沌の化身」であることを示した。政府の混乱は投資家にとって脅威であり、トランプ氏は近年の政治家の中で最も大きな不確実性を市場にもたらしている。リスク許容度

が中程度以下の投資家にとっては、テクノロジー株偏重のS&P500指数との相関が小さいファンドによって、混沌に強いポートフォリオを構築できるかどうか、投資目標を達成できるか、それとも不安で夜も眠れないかの分かれ目となるかもしれない。

現在のような異例の環境では「政治的ノイズは無視しろ」などという月並みな助言は通用しない。政府と資本市場は相互に絡み合っており、投資は政治と無関係ではいられない。特に現在はかつてないほどその傾向が強まっている。米国政府は世界最大の債券発行体であり、米国債の発行済み残高は28兆ドルに上る。この「リスクフリー」債券の信用度と金利は、往々にしてその他の証券市場の動向を決める。さらに、金融市場の規制当局としての米国政府の役割、財政・金融・租税政策、数兆ドルの政府機関系住宅ローン担保証券と州が発行する地方債なども市場に影響を与える。

民主党はトランプ氏を独裁者と呼び、ホワイトハウスに権力を集中させていると批判するが、ウォール街にはあまり関係がない。なぜなら、ファンドマネジャーは以前から独裁国家やそれに準ずる国家（ロシア、中国、インド、トルコなど）に喜んで数十億ドルを投資してきたからだ。現在の問題は、他の政府機関からの抑制が効きにくくなり、投資家がトランプ氏の気まぐれにますます左右されやすくなっていることだ。

現在、トランプ氏は投資家に対して敵対的であるように見える。これは投資家がポジションを調整すべきであることを意味するのだろうか。リスク許容度によっては、そうかもしれない。幸いなことに、ウォール街はポートフォリオのリスクを軽減するための多くの投資商品を提供している。

キャッシュ

最も明確な形態の下値に対する防波堤はキャッシュだ。2025年の最初の2カ月だけで、約1110億ドルの新規投資資金がマネーマーケットファンド（MMF）に流入した。これは米国株式ファンドの135億ドルを大幅に上回る。最も人気があったMMFはバンガード・フェデラル・マネー・マーケット・ファン

Buying Protection

Defensive funds that diversify away from the big stock indexes could give investors an edge in 2025.

Fund / Ticker	Morningstar Category	YTD Return	5-Yr Return	2022 Bear Market Return	3-Yr Volatility	Expense Ratio
American Century Equity Income / TWEIX	Large Value	4.7%	11.9%	-3.1%	12.4	0.93%
American Century Mid Cap Value / ACMVX	Mid-Cap Value	2.0	14.9	-1.5	16.7	0.98
AQR Diversifying Strategies / QDSNX	Multistrategy	6.7	N/A	14.5	7.3	1.52*
AQR Long-Short Equity / QLENX	Long-Short Equity	8.7	22.7	18.8	11.7	1.57*
BlackRock Systematic Multi-Strategy / BAMBX	Multistrategy	2.8	4.7	-3.2	4.7	1.2
BlackRock Tactical Opportunities / PCBAX	Macro Trading	0.6	5.4	5.8	4.8	1.09
Causeway International Value / CIVVX	Foreign Large Value	10.1	17.8	-7.0	18.5	1.1
CrossingBridge Low Duration High Income / CBLDX	Multisector Bond	1.4	6.7	1.0	1.6	0.89
First Eagle Global / SGENX	Global Allocation	6.9	13.7	-6.5	13.6	1.1
FPA Flexible Fixed Income / FPFIX	Nontraditional Bond	2.4	4.3	-2.8	3.0	0.55
Franklin International Low Volatility High Dividend / LVHI	Foreign Large Value	6.4	15.7	3.8	9.1	0.4
GQG Partners US Quality Value / GQHPX	Large Value	9.2	N/A	6.7	13.9	0.59
Schwab US Dividend Equity / SCHD	Large Value	3.2	17.3	-3.2	15.7	0.06
SPDR Gold MiniShares / GLDM	Commodities Focused	19.3	14.0	-0.5	14.1	0.1
Index Fund / Ticker						
Vanguard Total Bond Market / BND	Intermediate Core Bond	2.8%	-0.4%	-13.2%	7.6	0.03%
iShares Core S&P 500 / IVV	Large Blend	-4.3	18.6	-18.1	17.3	0.03

Note: Returns are as of March 31; five-year returns are annualized. Volatility and correlation stats are as of Feb. 28. N/A=not applicable. Volatility is standard deviation. A negative downside capture ratio indicates the fund rises when its benchmark falls—a good thing. *AQR funds' expense ratios are adjusted to exclude leverage costs.

Source: Morningstar

ド<VMFXX>で、1月と2月の資金流入額は151億ドルだった。直近の分配金利回りは4.2%だ。

インフレ環境ではMMFが有効だ。そして、関税はインフレをもたらす可能性がある。マネーマーケット債券の満期は極めて短いため、ファンドは金利の上昇に速やかに適応できる。しかし、多くのファイナンシャルアドバイザーは、潜在リターンの低さを理由に、キャッシュを真の投資先とは考えていない。パラゴン・キャピタル・マネジメントのパートナーであるショーン・ウィリアムズ氏は、顧客のポートフォリオの投資先として、MMFよりも債券ファンドを選好するが、キャッシュには運用資産とは別の緊急資金としての役割があるとも考えている。

ここでリスク許容度が重要になる。財務状況が良く、仕事が安定しており、退職まで先が長い人ほど、必要なキャッシュやヘッジは少なくなる。ウィリアムズ氏は「退職に近い人や既に退職している人は、資産を回復させる時間が少ない。しかし、30～40代で貯蓄がある人なら、相場の下落に乗じて、割安な株式を積み増すことができる」と語る。リスク許容度が高い投資家は、数年分の蓄えがあれば、トランプ氏もたらす混沌を買い場として利用できる。

債券

債券は今年、ディフェンシブであることを示してきた。これは、米財務省の債務支払いに不正があるとの主張にもかかわらず、投資家はトランプ氏が本当に支払いを停止するとは考えていないことを示している。人気がある上場投資信託（ETF）のバンガード・トータル・ボンド・マーケットETF <BND>は年初来で2.8%上昇している。しかし、このインデックスファンドのデュレーションは5.9年と長く、金利が1%上昇するごとに価格が5.9%下落することを意味している。関税によってインフレが再燃した場合、長期債は打撃を受けるだろう。

こうした懸念から、ウィリアムズ氏はクロスブリッジ・ローデュレーション・ハイインカム・ファンド<CBLDX>に投資している。このファンドは、デュレーションがわずか0.62年であるため、金利の上昇による影響をほとんど受けない。5年間の年平均リターンは6.7%と堅調で、MMFをアウトパフォームしている。2022年の急激なインフレ局面では、バンガードのファンドが13%下落した一方で、クロスブリッジのファンドは1%上昇した。

クロスブリッジと併せて保有するのに適しているのが、FPAフレキシブル・フィクスト・インカム・ファンド<FFIAX>だ。デュレーションは3.36年とクロスブリッジより長い、信用力はより高い。最大で資産の75%をハイイールド債に投資できるが、現在は約5%しか投資しておらず、69%をAAA格の債券に投資している。同じマネジャーが運用するFPAニュー・インカム・ファンド<FPNIX>はさらに保守的だ。このファンドは、40年の歴史の中で12カ月リターンがプラスだった期間が97%に上り、2022年も3.2%しか下落しなかった。

ウィリアムズ氏は通常、デュレーションの短いクロスブリッジのファンドと、より伝統的なデュレーションの長い債券ファンドを組み合わせ、「バーベル型デュレーション」のポートフォリオを構築している。これにより、さまざまな経済環境で高いパフォーマンスを上げることができる。

金

金地金は最古のヘッジ手段である。金は米ドルと逆に動く傾向があるため、米国の地政学的な不透明感が高い時期は特に有用だ。最近では地政学的リスクの高まりもあり、世界中の中央銀行が金を蓄積している。SPDRゴールド・ミニシェアーズETF<GLDM>は、2024年に26.5%、今年第1四半期に19.3%上昇した。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズのチーフ・ゴールド・ストラテジストであるジョージ・ミリングスタンレー氏は、「金は一般的なポートフォリオの保有資産と相関がなく、その分散効果はほとんどの資産を上回る。1971年の金本位制の廃止以来、金とS&P500指数の相関は0.03%、同様の期間における債券市場との相関は0.09%だ。1971年以降の金価格の年平均上昇率は約8.5%だ」と語る。ミリングスタンレー氏がバックテストを実施したモデルポートフォリオでは、リスク調整後リターンを最大化するための金の最適なウエートは10%だ。しかし、5%であっても、変動の激しい市場では助けになる。

オルタナティブファンド

株式と債券が両方下落した場合は、ヘッジありミューチュアルファンドが有用となる可能性がある。資産運用会社のAQRとブラックロック<BLK>は、この種の優れたファンドのラインアップをそろえている。

AQRのマクロ戦略グループ共同責任者であるジョーダン・ブルックス氏によると、現在の不確実性に対処する方法は二つだ。ブルックス氏は「第一の方法は、混沌との相関がマイナスになるポートフォリオを構築し、利益を得ることだ。これは難しいが、期待リターンはプラスだ。次に良い方法は、混沌との相関がゼロのポートフォリオを構築することだ。これは利益を生むとは限らないが、景気状態やマクロ経済の変化に対して過度に敏感ではなくなる」と語る。

AQRが運用するオルタナティブファンドの多くは後者のゼロ相関戦略を採用している。下落相場で常に勝てるわけではないが、上昇相場では負けない。最もパフォーマンスが好調なAQRロング・ショート・エクイティ・ファンド<QLENX>の10年間の年平均リターンは11%で、同期間の決定係数（寄与率）は0.19と低い。これはファンドとS&P500指数の価格変動の相関がわずか19%だったことを意味する。

AQRダイバーシファイニング・ストラテジーズ・ファンド<QDSNX>も検討に値する。このファンドは複数の異なるヘッジ戦略を組み合わせ、ボラティリティを平準化している。リスク調整後リターンの重要な指標であるシャープレシオは1.0と高い。ボラティリティの指標である標準偏差は債券に近く、債券の代替投資先として適している。

もう一つの優れた選択肢がブラックロック・システムチック・マルチストラテジー・ファンド<BAMBX>だ。三つの異なるヘッジ戦略を組み合わせることで、債券よりも低いボラティリティを実現し、2022年のような厳しい債券市場で持ちこたえてきた。ブラックロック・タクティカル・オポチュニティーズ・ファンド<PCBAX>は、マクロ経済分析に基づいてヘッジを調整しており、現在の環境では特に有用だ。

大型バリュー株

S&P500指数が割高なグロース株が中心となっていることを考えると、バリュー株への分散投資はリスクを軽減することになるはずだ。直近の下落相場では、パフォーマンスが既に二極化しつつある。2025年第1四半期、iシェアーズ・ラッセル1000グロースETF<IWF>は10%下落し、iシェアーズ・ラッセル1000バリューETF<IWD>は2.1%上昇した。安定した業績と強固なバランスシートを有する高クオリティの優良株に重点を置くバリュー株ファンドは、一層高いパフォーマンスを上げている。

アメリカン・センチュリーとGQGパートナーズの2社は、不透明な環境で好調なパフォーマンスを上げる高クオリティのバリュー株ファンドを提供している。モーニングスターはアメリカン・センチュリー・エクイティ・インカム・ファンド<TWEIX>を大型バリュー株ファンドに分類しているが、このファンドはむしろ積極的な資産配分を特徴とする。通常はポートフォリオの15~30%を転換社債で保有しており、同カテゴリーのファンドよりもディフェンシブである。

共同マネジャーのブライアン・ウォグロム氏は、半導体会社マイクロチップ・テクノロジー<MCHP>のようにリスクが大きい企業が発行する転換社債で、上値余地は大きい下値余地は小さいものに投資するという。マイクロチップの株価は変動が激しく、過去12カ月で44%下落しているが、転換社債の価格はほとんど動いていない。ウォグロム氏は、株式のみに投資するアクティブ運用ETFのアメリカン・センチュリー・フォーカスト・ラージキャップ・バリューETF<FLV>と、アメリカン・センチュリー・ミッドキャップ・バリュー・ファンド<ACMVX>の運用にも携わっている。

GQGパートナーズUSクオリティ・バリュー・ファンド<GQHPX>は、ただ割安なだけでなく、持続可能な利益と高い配当を有する銘柄に注目する。シュワブUSディビデンド・エクイティETF<SCHD>も同様の高クオリティ配当株戦略を採用している。

海外株式・債券

海外の株式と債券は分散投資先として優れている。特に、現在は米国の資産が下落する一方で、海外資産の価格が上昇しているのではなさらない。

コースウェイ・インターナショナル・バリュー・ファンド<CIVVX>のポートフォリオの平均株価収益率（PER）は11.4倍で、S&P500指数の22.1倍の約半分だ。コースウェイの共同マネジャー、エレン・リー氏は「米国市場ではテクノロジー株に投資が非常に集中しているため、バリュエーションのプレミアムに対するリスクだけではなく、セクターリスクもある」と指摘する。コースウェイのテクノロジーセクターのウエートは15%だ（S&P500指数は31%）。ファンドは年初来で10.1%上昇しており、過去15年のパフォーマンスは海外大型バリュー株ファンドのカテゴリーで上位4%に入る。

低リスクの海外大型バリュー株ファンドの優れた選択肢の一つとして、フランクリン・インターナショナル・ローボラティリティー・ハイディビデンドETF<LVHI>も挙げられる。このETFはボラティリティーを抑制するために通貨へのエクスポージャーをヘッジしており、今年第1四半期に6.4%上昇した。グローバル・アセットアロケーション・ファンドのファースト・イーグル・グローバル・ファンド<SGENX>は、世界中の質の高いバリュー株に投資しつつ、金地金のポジション（直近ではポートフォリオの12%）を保有することで、同カテゴリーのファンドを一貫してアウトパフォームしている。

By Lewis Braham
(Source: Dow Jones)

6. ファンドが保有する主要4銘柄について聞く

[インタビュー]

Taiwan Semi and Tencent Stock Top This Manager's Holdings.
ソーンバーグ・インベストメント・マネジメントのサン氏に聞く

中国株式の回復で恩恵



PHOTOGRAPH BY RAMSAY DE GIVE

世界のグロース銘柄は、厳しい2024年の後で2025年の出足は良好だったが、中国の人工知能（AI）開発企業ディープシークと関税が米国株式を打ちのめし、米国以外の市場の株価上昇も止めた。この二つの動きは、ソーンバーグ・インターナショナル・グロース<TINGX>を含む、ショーン・サン氏が運用を手助けするソーンバーグ・インベストメント・マネジメントのポートフォリオに圧力をかけてきた。とはいえ、4月2日までの年初来で、S&P500指数が約5%、ナスダック総合指数が10%下落している一方で、ソーンバーグ・インターナショナル・

グロースのパフォーマンスはほぼ横ばいとどまっている。

サン氏は、シカゴ大学ブース・スクール・オブ・ビジネスでMBAを取得して、2012年にソーンバーグ

に入社し、2017年にポートフォリオマネジャーとなった。インターナショナル・グロースのパフォーマンスは、2020年は好調だったが、最近まで不振だった中国株式に対するエクスポージャーを主因にその後の数年間で約30%下落した。

とはいえ、サン氏のポートフォリオに含まれる多くの銘柄が最近数年間で大幅に上昇しており、保有する中国銘柄の一部も回復し始めており、将来は明るく見える。サン氏が監督する運用資産は総額15億ドルで、競争力のあるモートとオプション性を備えた、高クオリティ銘柄を模索している。

サン氏は最近本誌とのインタビューで、ソーンバーグの投資アプローチと、半導体受託生産大手の台湾積体回路製造 (TSMC) <TSM>、半導体製造装置会社のASMLホールディング<ASML>、インターネットサービス大手のテンセント・ホールディングス (騰訊控股) <00700.香港>および製薬大手のノボ・ノルディスク<NVO>の魅力に関して語った。その後、4月2日のトランプ大統領による関税の発表に関するサン氏とソーンバーグの見解について電子メールで意見交換した。

本誌：投資アプローチを説明してほしい。

サン氏：われわれはインターナショナルな投資家で、バリュエーションが妥当で、持続的な成長見通しを備えた他社と差別化された高クオリティ銘柄を模索している。将来を過去と大きく異なるものにするような技術の変曲点といった変化を理解することに、多大な価値があるとわれわれは考える。

われわれは企業を、技術革新にどの程度優れているか、資本配分および事業運営がどの程度効率的かという、三つの観点から評価する。われわれはこの枠組みによって、単に強靱だけでなく、潜在的な成長性とオプション性を備えた企業を特定できる。

われわれはグロース企業を、業界のリーダー、一貫性のある成長企業、新興グロース企業の三つのバスケットに分類する。それによって、グロースのさまざまな源泉に投資できる。ベンチャー・キャピタルでは、リターンの大半がわずか少数の投資に集中している。またウォール街では、少数の銘柄が投資リターンの大半を生み出していると指摘する向きもある。われわれは、リターンの大半の原動力となる、一握りの素晴らしい企業の発掘を試みている。

TSMCとASML

Q：TSMCとASMLをしばらく保有している。両社が魅力的な理由と、将来の見通しは。

A：TSMCとASMLは、長期間にわたって投資している。半導体業界が成長する中で両社ともに勝者となっている。半導体業界の販売額は2030年末までに1兆ドルに近づくと予想されている。

TSMCは、弊社が成長の構造的なけん引役を重視していることの好例だ。AI用半導体の最も重要なサプライヤーで、米半導体大手のエヌビディア<NVDA>や半導体大手のアドバンスト・マイクロ・デバイス<AMD>に半導体を供給している。半導体製造、中でも先端AI半導体では、すべての道がTSMCにつながっている。

数字で見ると、TSMCは最近、今後数年間のAI関連半導体の売上高の年間成長率のガイダンスを45%とした。2024年のAI関連売上高は約150億ドルだった。われわれは、総売上高が中期的に年率20%のペースで持続的に成長すると予想する。今後12カ月予想利益に基づく株価収益率 (PER) は19倍で、S&P500指数やAIの他のリーダー企業に対してディスカウントとなっている。高い潜在成長性と比較的

低いバリュエーションは、魅力的な組み合わせとなっている。

Q：中国が自ら認める台湾再併合の意欲を考慮すると、TSMCは地政学的なホットスポットに位置している。TSMCに対するそのリスクをどのように評価しているのか。

A：われわれは台湾をめぐる緊張がもたらすリスクを認識しており、軍事紛争が勃発するか否かについては知りようがないが、近い将来に侵略が起こる可能性は低いと考えている。中国による台湾併合に関する発言は続くだろうが、軍事攻撃は多大な障害に直面し、TSMCだけではなく世界全体が経済的に壊滅的な状況になるだろう。TSMCの重要性、または、「シリコン・シールド（シリコンの盾）」が抑止要因になる可能性がある。TSMCによる米国アリゾナ州を含む最近の国外展開も、中国リスクに対する戦略的なヘッジとなっている。地政学的展開を引き続き注視していくが、バリュエーションはリスクに対して過剰にディスカウントされていると考える。

Q：ASMLを詳細にみてみよう。

A：ASMLは、技術的な変曲 — AIモデルの学習と運用のための一層複雑な半導体の進化 — の恩恵を受ける銘柄の好例だ。ASMLは、極端紫外線（EUV）露光装置のリーディングメーカーとしてのユニークな地位にある。ASML製装置がなければ次世代半導体は製造できない。

ASMLは、昨年はその成長率でウォール街を失望させたが、2025年のガイダンスは16%増収という成長率の回復を示している。2030年の売上高ガイダンスは約520億ユーロ（563億ドル）となっている。AIの成長と次世代メモリー半導体の需要に鑑み、その予想には多大な上振れ余地があるとわれわれは考える。

Q：バリュエーションは潜在成長性を反映しているか。

A：ASMLの予想PERは20倍台前半で、30倍強の長期平均を大幅に下回っており、バリュエーションが長期平均に回帰すると合理的に主張できる。われわれはASMLをオーバーウエイトとしているため現在の株価水準では買い増さないが、長期的には選好している。

Q：トランプ政権による、「基本」関税と「相互」関税は、両社にどのように影響するのか。

A：TSMCやASMLは、主要セクターに対する適用除外を理由に影響を比較的免れている。2024年には、ASMLの製造装置の米国向け出荷台数はASML全体のわずか約16%で、TSMCの半導体の過半数は、スマートフォンやPCといった最終製品に組み込まれる前にアジアの組立ハブへ送られている。しかし、直接的な影響は限定的な可能性があるものの、家電のコスト上昇などの広範囲への影響が時間とともに積み重なる公算が大きい。

新たに発表された関税は、コロナ禍の初期以来みられなかったような不確実性とボラティリティーを生み出している。提案されている税率が最終的に確定すれば、世界の消費および貿易への潜在的波及効果を考慮すると市場の現在の反応は過少な可能性がある。

われわれは関税を、政策の目標ではなく交渉の初手であるとみている。現状、銅、医薬品、半導体および特定の製材品などの主要製品は適用が除外されており、直接的な影響を緩和している。

■ テンセント

Q：テンセントは、インターナショナル・グロースで第2位の保有銘柄だ。株価は今年に入って、他の中国銘柄とともに反発しているが、今後の見通しは。

A：われわれは、マクロ的な課題にもかかわらず成長が可能だけでなく、何らかのオプション性を備えた銘柄の保有を望んでいる。テンセントはAIによりサービスが強化されるため、その好例となっている。テンセントの事業は、決済、ゲーム、フィンテック、ソーシャルメディア、広告などと多様だ。テンセントは、人々が自社のソーシャルメディア・プラットフォームでより長い時間を過ごすようにし、広告プラットフォームの収益化を向上させるためにAIを活用している。

多くのデータを保有する企業はAIの恩恵を受ける最適な位置にあり、テンセントは多くのデータを保有している。中国におけるチャット・プラットフォームであるWeChat（ウィーチャット）のユーザーは十億人だ。

過去数年間の中国経済は不動産バブル崩壊などが理由で逆風に直面したが、テンセントのビジネスモデルは強靭さを示している。テンセントの2024年の増収率は10%だったが、広告関連売上高の伸び率はそれを上回っており、広告表示頻度の観点では事業の収益化に上振れ余地がある。

テンセントは多額の現金を生み出しており、AI投資を手持ち資金で賄える。引き続き利益率の引き上げが可能で、利益を売上高以上に成長させられる。資本配分は素晴らしく、過去数年は安定的に自社株を買い戻しており、増益率向上に役立っている。

Q：テンセントのPERは約19倍だ。低過ぎないか。

A：中国のテクノロジー銘柄は、中国政府が数年前に行った規制強化によって、PERがディスカウント状態となっている。しかし、ディープシークの発表以降ムードは変化した。中国共産党は、AIの最前線を押し広げている中国のテクノロジー企業を支援する必要性を認識し始めている。

中国のテクノロジー企業をめぐる事業環境が改善しつつあること、特に政策の観点に鑑み、テンセントのPERは上昇が見込まれる。それが、テンセントの成長率向上とAIがプラットフォームにもたらしている恩恵に上乗せされることになる。

■ ノボ・ノルディスク

Q：上位の保有銘柄で、GLP-1薬の主要メーカーであるノボ・ノルディスクの株価は、昨年6月以来で50%超下落しており、それ以前の上昇分のほぼすべてを戻した。まだ保有している理由は。

A：われわれは買い増しの可能性を議論している。現在のPERは17倍で、2017年以来の最低水準にある。当時の成長見通しは現在よりはるかに低く肥満治療薬もなかった。現在のPERは非常に魅力的と考えている。

世界の肥満治療薬市場は、2023年の240億ドルから2028年には約1300億ドルに成長すると予想されている。ノボは、単一の肥満治療薬の波に乗っているだけでなく、開発中の新薬もある。GLP-1フランチャイズの効果は、肥満治療だけではなく、心臓血管疾患、慢性腎臓疾患、肝臓疾患の治療においても優位性があり、長期的にはアルツハイマー病治療にも効果を示すだろう。GLP-1は、効能が増える特効薬のようなものだ。

構造的には、供給が需要を満たせていない。肥満治療自体が莫大な市場となる可能性がある一方で、ノボが目指している他の薬効を足し合わせると1000億ドル超の市場を開放する可能性がある。中核的な肥満治療市場と、10年近くで最低のPERによるオプション性は魅力的だ。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

7. 株式市場はコロナ禍以降で最大の急落

[米国株式市場]

The Stock Market Had Its Worst Week Since Pandemic. Keep Hope Alive.

下落を止められるのはトランプ大統領だけが

新たな関税政策を受けて急落



Jim Lo Scalzo/EPA/Bloomberg

トランプ大統領は本気で、それが株式市場にとって深刻な悪材料となっている。

トランプ大統領は2日に貿易戦争を新たな局面に導き、世界中のほぼすべての国に対して新たな関税を課した。株式市場ではそれ以降、売りが止まらない。ダウ工業株30種平均は2日間で9.3%急落して4日の取引終了時点では高値から10%超の下落となり、調整局面入りとなった。週間では7.9%安の3万8314ドル86セントで引けた。S&P500指数は週間で9.1%の下落と2020年3月以降で最大の下落率となり、5074.08で引けた。

S&P500指数の高値からの下落率は約17%で、公式な弱気相場入りの水準である4915寸前に迫っている。ナスダック総合指数は週間で10.0%安の1万5587.79となり、高値からの下落率が20%を超えて弱気相場入りとなった。小型株のラッセル2000指数は9.7%下落して1827.03で週末を迎えた。

投資家はトランプ大統領の言動を真面目に受け止めてきたが、額面通りには受け止めていなかった。しかし、トランプ大統領しか売りを止められないのだから、大統領の一言一句は注目に値する。だが4日に大統領が動くことはなかった。政策を撤回して関税率を引き下げるとはならないかという期待の中、大統領は全て大文字で「私の政策は決して変わらない」というメッセージを送った。

市場は景気後退を織り込む動きへ

「決して変わらない」という期間は長いので、これからの1週間を考えてみる。5日には基準となる10%の関税が発動されるが、これは変わりそうにない。続いて4月9日には、中国、ベトナム、欧州連合（EU）加盟国を含む個々の国に対して、より高い関税率が課される。その翌日には中国が米国からの輸入品に34%の報復関税を課す予定だ。カナダも自動車に25%の報復関税を課すと発表しているが、これも貿易戦争が過熱する兆候のひとつだ。

一部の銘柄はまだ関税が完全には実施されないとの前提で取引されているようだ。例えば自動車大手

Market Snapshot



のゼネラル・モーターズ<GM>の株価は、まだ1年前よりも上昇している。

しかし市場は少なくとも、特に景気後退が起きた場合のリスクを織り込もうとしているようだ。景気後退を回避できるかどうか、この急落が短期間で終わるのか、それとも市場が弱気圏に突入する下げなのかを判断するカギとなる。1950年以降、高値から10%超の下げは56回あった。これらの調整局面から12カ月後に株価が上昇したのは49回だ。トゥルーイスト・アドバイザー・サービスによると、こうした反発のなかった7回のうち6回は景気後退（リセッション）の最中だった。

ほとんどのエコノミストやストラテジストによれば、関税引き上げ前は景気後退の可能性は比較的低いと考えられていた。しかし、その可能性は徐々に高まっている。ブルームバーグの調査によると、平均的なエコノミストは今後12カ月の間に景気後退が起こる可能性を3月末時点では30%とみており、年初の20%から上昇している。今後この割合が上昇するのは確実だ。

JPモルガンのエコノミストは3日の遅くに、世界と米国の景気後退の可能性が60%になったと発表した。そのメモには、「今年、米国の関税率が累計で20%ポイント上昇した場合の直接的な影響は、1969～1970年の不況に先立つ1968年歳入法以降で、米国の企業や家計に対して最大の増税が行われたようなものだ」と書かれており、そのメモには「血が流れるだろう」という遠慮のないタイトルが付けられていた。

恐怖感の高まりは底打ちが近い兆候か

市場はさらに悲観的かもしれない。トゥルーイスト・アドバイザー・サービスのチーフ・マーケット・ストラテジストであるキース・ラーナー氏は、景気後退の場合、株式市場の下落率の中央値は24%なので、市場は景気後退の可能性を70%程度とみているようだという。

ラーナー氏は、市場にパニックの兆候が現れていることは良い兆しだと指摘する。S&P500指数のオプションの状況を数値化したシカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティー指数（VIX指数）は、4日に45以上に急上昇した。これは通常の2倍以上の水準で、過去数カ月では最大だ。また、プット・コール・レシオ（コール・オプションの建玉に対するプット・オプションの建玉の比率）は、過去1年の最高に達した。

ラーナー氏は「これは恐怖心が少し出てきているということの意味する。自分としては、相場の底打ちを宣言しているわけではないので、まだ慎重でいたい。ただし、恐怖感が高まった時に市場が底を打つのは事実だ」との見方を示した。

短期に限れば、ラーナー氏は「現時点ではどちらの方向もありうる相場環境で、下落するリスクはある」とする一方、貿易交渉に進展の兆しが見えれば「短期的に何らかの反発がある」はずだと考えている。

市場関係者が何らかの妥協の兆しを探っているのは明らかだ。例えば、トランプ大統領がソーシャルメディアに投稿したベトナムに関する友好的な投稿を受けて、製造をベトナムに依存している靴製造販売大手のナイキ<NKE>の株価は4日に急騰した。

弱気相場が迫る中、株式市場はナイキ株の勢いを借りることができるかもしれない。そうなるかどうかは一人の男にかかっているが、彼はやってくれるだろうか。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

8. トランプ関税の直撃を受けるアップル

[ハイテク]

Apple Has No Place to Hide. Tariffs on China Are Just 1 Problem.
生産と販売の国際展開があだとなる

アップルの長年の懸念が現実になった

すべての大手ハイテク企業は、トランプ大統領の最新の関税措置と激化する世界貿易戦争がもたらす熱気を感じている。だが、アップル<AAPL>ほど厳しい立場に立たせられている企業は他にない。4月2日に「相互関税」が発表されて以降、アップルの株価は15.9%下落している。

米国の急激な政策転換がもたらすリスクは企業によって異なるが、アップルは事業の幾つもの側面で戦いに直面している。実際、アップルは、第1次トランプ政権が発足して間もないころから関税という潜在的な問題に対する警戒感を示してきた。



Victor J. Blue/Bloomberg

アップルは毎年、アニュアルレポートで地政学的リスクについて説明している。2017年版では、警告の対象は戦争とテロおよび世界的な感染症だった。2018年にトランプ大統領が最初の関税措置を発表した後は、貿易紛争がリスクのセクションの見出しを飾るようになった。さらにバイデン政権が2021年に大半の関税措置を据え置いた後は、関税リスクがアニュアルレポートのより目立つ場所に移動した。今では掲げられている一連の重大リスクの中で地政学と貿易が「経済状況の悪化」に次ぐ2番目に位置づけられている。

第2次トランプ政権が打ち出した関税措置に鑑みると、アップルの「当社は大規模なグローバル事業を展開しており、売上高全体の大きな部分が米国外によるものだ。当社は国際貿易の拡大によって一般的に恩恵を受けると思われる」という警告はほとんど予言的である。

実際、アップルの2024年度の売上高の64%は米国外によるもので、この割合は過去10年間であまり変化していない。言い換えれば、アップルの顧客の大多数は米国外の国・地域で居住している。米国のイノベーションの最も偉大な象徴であるアップルが関税の影響をまともに受けることは明らかだ。

デジタルサービス税による報復措置が予想される

貿易戦争が始まれば、アップルは価格を引き上げるか、粗利益率の低下を受け入れるか、あるいはその二つを組み合わせるかの選択肢を迫られることになる。

関税の対象は、販売されるiPhone（アイフォーン）やMac（マック）だけではない。各国は、デジタルサービス税と呼ばれるサービス課税によって米国に報復する可能性がある。米国経済分析局によると、米国の2024年の財の貿易収支は1兆2000億ドルの赤字だったが、2950億ドルの黒字だったサービス収支によって一部が相殺された。

デジタルサービス税を導入している国はすでに幾つかあり、その税率はほぼ2~5%に収まる。米国が財の輸入に課す最新の関税率が今のところ10~50%であることを踏まえると、デジタルサービス税を導入する国が増え、既に導入している国が税率を引き上げる可能性がある。

すでにフランス政府の報道官は、欧州連合（EU）がアップル、アルファベット<GOOGL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、メタ<META>（旧フェイスブック）、マイクロソフト<MSFT>にデジタルサービス税を課するという考えを示している。

EUがデジタルサービス税を導入した場合、アップルの事業部門の中で2番目に大きく、最も急速に成長しており、74%と高い粗利益率を誇るサービス部門が直接的に影響を与えることになる。アップルはクラウドサービスや音楽配信サービスの料金を引き上げるか、利益率の低下に対処するかの選択を迫られる。

中国事業は二重の脅威に直面

アップルは地政学的リスクに言及する中で供給の課題により多くの時間を割いたが、それには正当な理由がある。「当社の製造のほぼすべてを、中国本土、インド、日本、韓国、台湾、ベトナムに拠点を置く外部委託先が担っている。関税や、商品と技術およびデータの輸出入に対するその他の規制などによって国際貿易が制限された場合、当社の事業とサプライチェーンは深刻な悪影響を受ける可能性がある」からだ。

アップルは中国事業が直面する二重の脅威について特に強い懸念を表明しており、「国際貿易を制限するこれらの措置が、当社の売上高のかなりの部分を占めている国・地域や、重要なサプライチェーンを展開している国・地域に適用される場合、その影響は特に大きくなる可能性がある」と述べている。

アップル製品の大半が中国で組み立てられている。しかも2024年度の売上高の17%を中国本土が占めた。アップルは長年にわたり中国リスクの軽減に努めてきたが、生産規模が大きいため、中国の労働力の代替先を見つけるのは難しい。組立工程の一部をベトナムに移管したが、生産国分散化計画で最も重要な役割を担うのはインドだ。中国で築き上げたサプライチェーンと消費者基盤を置き換え得るのはインドだけであるからだ。

生産移管先のベトナムとインドも高率関税の適用対象

インドでは2020年にApple Store（アップルストア）のオンライン店を、2023年に路面店を開設した。最高経営責任者（CEO）のティム・クック氏はインドについて頻繁に言及しており、最近の決算説明会では「私は特にインドに興味を持っている。インド事業の10～12月期の業績は過去最高を記録し、新しい店舗を次々に開設している。インド事業の拡大余地は大きいと考えている」と述べた。

インドでは2017年にiPhoneの組み立てを開始し、今ではiPhoneの約7台に1台がインド製だ。しかし、こうした生産国分散化戦略でさえ、米国の新たな関税措置によって損なわれている。トランプ政権の最新の関税政策の下、インドから米国に輸入される製品に26%以上の関税が課せられることになったからだ。ベトナムに適用される関税率は46%である。アップルには逃げ場はない。それは株主も同じである。

By Adam Levine
(Source: Dow Jones)

9. トランプ大統領は勝ち目のない貿易戦争に挑む Trump Is Fighting a Trade War He Can't Win. 投資家は安値拾いではなくリスク管理に動くべきだ

[コラム]

高関税率は架空の計算式に基づく



Spencer Platt/Getty Images

トランプ大統領が「解放の日」と名付けた、米国の貿易相手国に対する広範な関税の発表は、小競り合いが本格的な紛争に変わった瞬間だった。米国は全ての貿易相手国に対して10%の基準関税を設定し、政権が最悪の違反者と見なした国々にはさらに高い懲罰関税を課している。最終的な数字は、他国が米国に課している関税の水準に基づくのではなく、ギリシャ文字、貿易収支、そして多くの架空の要素を含む計算式に基づいている。

貿易戦争は軍隊や流血を伴うものではないが、選択による戦争の場合は特に、同様のルールが適用されることがある。自国の強さと相手の弱さを過大に評価する場合は、最悪の敗北となる。フランスのナポレオンが英国と対立関係にありながらロシアに侵攻した例のように、手に負えなくなり、劣勢に陥る。

貿易戦争もそれほど違いはない。同盟国と同じ戦線で、不公正な慣行を行う国を標的にするのは理にかなう。しかし、「解放の日」は、すべての国に一斉に攻撃を仕掛けたようなものだ。現在、米国はあらゆる方面で貿易戦争を繰り広げ、対戦相手が戦っているのは米国だけである。

多くのウォッチャーは関税を引き下げ、株売りを終わらせる交渉の可能性を指摘するが、トランプ大統領がそれを行う意思があるかどうかは不明である。米国の貿易相手国も交渉を望まない可能性があり、特にトランプ氏に対抗することが人気を集める状況ではそうである。22Vリサーチのストラテジスト、デニス・デブッシュェ氏は、「われわれは地政学的なゲーム理論家ではないが、米国の関税の設計があまりにもお粗末であるため、交渉上、米国を弱い立場に追い込んでいる」と記している。

FRBの利下げ効果は中期的に持続しない

反撃は既に始まっている。4月4日、中国は米国に対して34%の報復関税を発表し、トランプ氏の発表で既に動揺していた株式市場はさらに下落した。かつての同盟国も、以前の制度（自由貿易体制）がもはや存在しなくなったことを認めている。

こうした状況下で、投資家は市場を支えるための外部の助けを模索する。市場は6月の連邦公開市場委員会（FOMC）での利下げ確率を100%とすることを含め、先週よりもさらに多くの利下げ回数を既に織り込んでいる。インベステック・リサーチの創業者であるジェームズ・スタック氏は、もし株式市場がこのまま下落し続けるようなら、米連邦準備制度理事会（FRB）が5月の会合前に緊急利下げを決定する可能性もあると述べる。

唯一の問題は、利下げが短期的には市場を反発させる可能性がある一方で、中期的にはほとんど影響を与えないことも珍しくないという点である。スタック氏は、FRBが2007年9月に利下げを開始したにもかかわらず発生した、2008～2009年の金融危機を例に挙げる。

こうなる必要はなかった。経済は完璧ではなかったものの、新年に向けて堅調だった。そして、4月4日の雇用統計は3月に22万8000件の雇用が増加したことを示しており、経済活動が依然として、良好であることを示唆している。

■ 株価は下がり切っていない可能性がある

経済活動がその状況にとどまると予想する者はほとんどいない。3日には、クライスラーの親会社である自動車大手ステランティス<STLA>が、メキシコやカナダで製造された部品で自動車を組み立てる米国内の工場で、従業員を一時解雇したと発表した。他の自動車メーカーもそれに続く可能性がある。

UBSの経済調査チームは、関税の影響で米国の国内総生産（GDP）成長率が1.5～2%ポイント押し下げられる一方、インフレ率が約5%に達する可能性があると考えている。

小型株で構成されるラッセル2000指数は、2024年11月25日に52週高値を記録した水準から25%下落し、3日に弱気相場に突入した。ナスダック総合指数も12月16日以来22%下落し、4日に弱気相場に加わった。S&P500指数については、弱気相場と呼ぶために必要な直近1年間の高値から20%下落した水準に達するには、さらに3.1%下落して4915に到達する必要がある。このペースでは、今週には到達する可能性がある。

弱気相場で問題になるのは、少なくとも大胆なFRBの行動や政府支出によって即座に対処されない場合、弱気相場が長期化し厄介なものになることである。弱気相場は平均で9カ月続き、条件が整えばさらに長期化することもある。

他の指標も、投資家がまだ十分にリスク回避に動いていないことを示唆する。S&P500指数の12カ月予想利益に基づく株価収益率（PER）は19.5倍であり、2月のピークから3ポイント低下したものの、2024年1月の水準に戻ったにすぎない。2025年予想利益の下方修正が始まっているが、それでも今年は二桁成長を見込んでいる。また、テクニカル指標もさらなる売りを示唆する。S&P500指数構成銘柄の27%が200日移動平均線を上回っており、市場の下落が止まる兆候とされる20%以下を上回っている。

オプション市場は買いシグナルを発する段階に近づいているが、まだ先は長い。シカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティ指数（VIX）は4日に46近くまで上昇したが、昨年8月の日本発の売りがもたらしたピークの66にはまだ達していない。

言い換えれば、今はパニックではなくリスク管理が必要な時である。スタック氏は、関税発表前に顧客に対し、ポートフォリオにおける現金、ヘルスケア、配当株、生活必需品セクターの比率を大幅に高めるよう助言した。

投資家は、押し目買いに慣れているため、反発の兆しが見えると飛びつきたくなる誘惑に駆られるだろう。しかし、状況に大きな変化がない限り、株価の上昇を追いかける誘惑には抗うべきである。ベル・カーブ・トレーディングのチーフ・マーケット・ストラテジスト、ビル・ストラズロ氏は、「誰

もが押し目を拾うべきだと言うが、今ではない」と語る。

停戦の日が待たれる。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

10. 大型の配当株ETF、エネルギー株の比率拡大がはらむリスクは？ [経済関連スケジュール]
Schwab's Dividend ETF Goes Big on Energy Stocks. What's the Risk?
エネルギー分野の強みとリスクを分析

エネルギー株への大胆な投資



Illustration by Elias Stein

不確かさが株式市場を揺さぶる中、最大規模の配当株上場投資信託（ETF）の一つがエネルギー株への投資比率を大きく引き上げた。指数連動型のシュワブ米国配当株式ETF<SCHD>は、約700億ドルの運用資産を抱えるこの分野で2番目に大きなファンドだ。ファクトセットによると、過去数週間で同ファンドにはネットでも20億ドルを超える資金が流入している。

3月21日、同ファンドはエネルギー株の構成比率を12%から21%へと、ほぼ倍増させた。中でも最大の組み入れ銘柄は石油メジャーのコノコフィリップス<COP>で、4.7%を占めている。この動きは、ファンドが毎年実施している「再構成」の一環であり、運用目標に沿ったポートフォリオの維持を目的として行われている。

エネルギー株の強みと高リスク

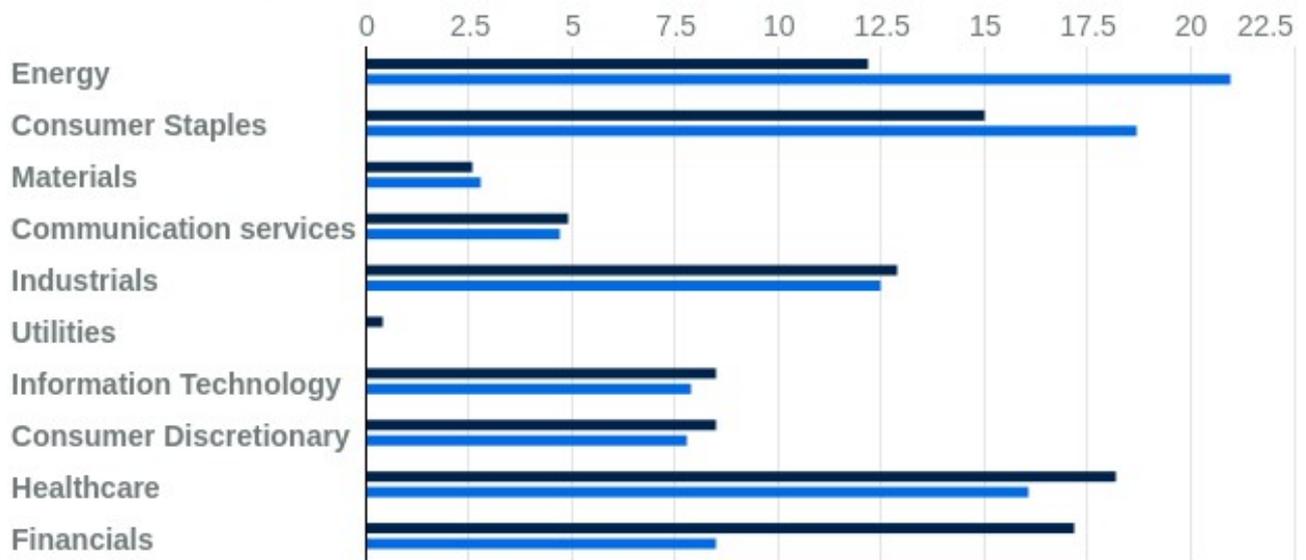
年初来、エネルギー株は7.4%の下落となっているが、S&P500指数の13.5%下落と比べると相対的に良好なパフォーマンスを示している。ただし、エネルギー株はコモディティー価格と密接に連動するため、リスクは高い。ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズの最近の調査では、エネルギー株は過去5年間で、全セクターの中でも最も高いボラティリティーを示している。直近では原油価格が下落傾向にあり、石油輸出国機構（OPEC）が増産に踏み切る可能性もある。また、鉄鋼関税の引き上げはエネルギー関連企業のコスト増につながる。

CFRAのアナリスト、アニケット・ウラル氏は、シュワブのファンドの投資方針に問題はないとしつつも、リスクを回避したい投資家には、バンガード米国増配株式ETF<VIG>や、iシェアーズ・コア配当グロースETF<DGRO>などの選択肢を推奨している。これらのファンドは「利回りの高さ」よりも「安定した高配当」を重視しており、エネルギー株の比率も6%未満に抑えられている。なお、シュワブのファンドは利回りが3.8%と、バンガード米国増配株式ETFの1.8%、iシェアーズ・コア配当グロースETFの2.3%よりも高水準だ。ウラル氏は「高い利回りは魅力だが、それ以上にリスクの高さを認識すべきだ」と警鐘を鳴らしている。

Going for Yield

The big change in the Schwab dividend ETF's March 21 re-constitution was the boost in energy stocks.

■ Pre-March 21 ■ Post-March 21



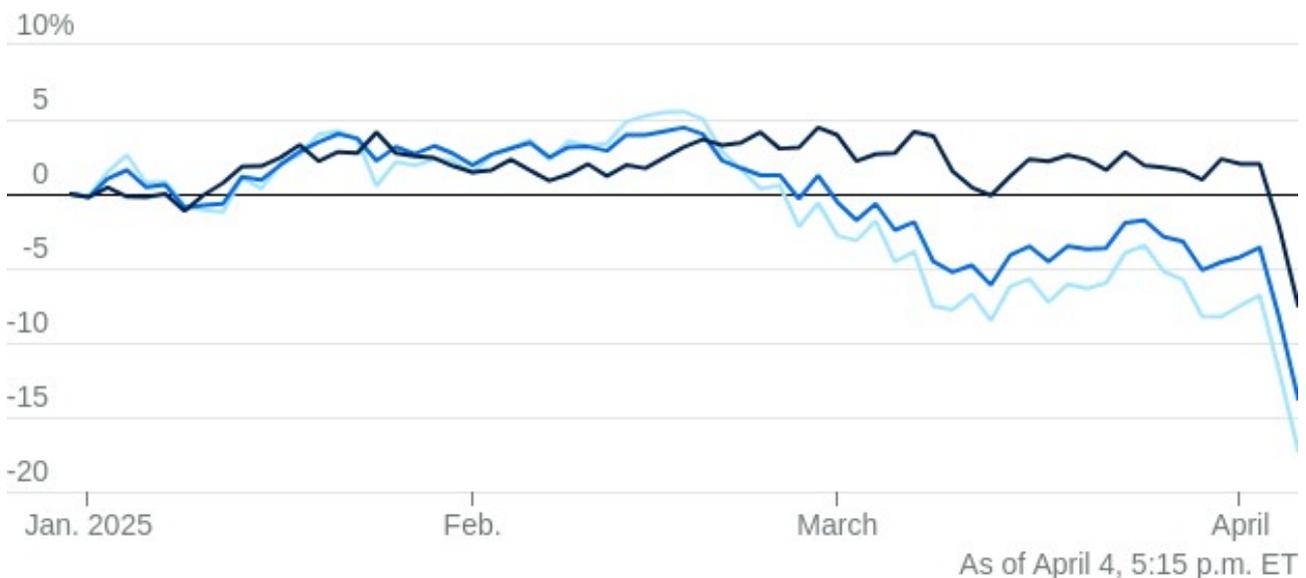
Source: Charles Schwab

先週の出来事

Defense Beats Offense

Since the year began, the Schwab U.S. Dividend Equity ETF has beaten the S&P 500 and Nasdaq 100 indexes.

■ Schwab US Dividend Equity ETF ■ S&P 500 Index ■ Nasdaq 100 Index



Source: FactSet

市場動向

トランプ大統領による「解放の日」関税の発動を控え、世界的に株価が下落した。金価格は上昇する一方、米国債の利回りは低下した。米国では1~3月期に、S&P500指数が4.6%、ナスダック100指数が8.3%それぞれ下落した。同期間中には、米半導体大手エヌビディア<NVDA>が19%、電気自動車（EV）大手テスラ<TSLA>が36%下落するなど、主要ハイテク株の下落も響いた。トランプ氏が発表した関税政策は、すべての輸入品に対して一律10%を課すもので、中国、ベトナム、日本、EU諸国には追加関税が適用される。ただし、ロシアからの輸入品および半導体は対象外とされた。この発表を受けて、S&P500指数はさらに4.8%下落した。これに対し、中国が米国からの輸入品に34%の関税を課すなど、報復関税と交渉の動きが始まっている。3月の雇用は堅調な伸びを示したものの、ドルは下落した。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）が7.9%、S&P500指数が9.1%、ナスダック総合指数が10%それぞれ急落した。

企業動向

バイオテクノロジーおよびワクチン関連株は、米食品医薬品局（FDA）の幹部が解任されたことを受けて暴落した。米保健福祉省（HHS）では、大規模な人員削減が行われた。アップル<AAPL>など、アジアで大きなビジネスを展開している企業の株価は、米国による関税発表の影響で下落した。トランプ政権は、ハーバード大学、プリンストン大学、ブラウン大学への助成金支払いを凍結した。ソフトバンクグループ<9984>は、オープンAIによる400億ドルの資金調達計画の中核を担うことで合意した。この取引により、オープンAIの評価額は3000億ドルに達する見通しだ。テスラの第1四半期の世界販売台数は、前年同期比で13%減少した。

M&A（合併・買収）など

- ・イーロン・マスク氏が率いる人工知能（AI）開発企業xAIが、X（旧ツイッター）を330億ドルで買収した。
- ・保守系メディア企業ニュースマックス<NMAX>は、IPO株価10ドルで株式を公開。株価は一時70%以上急騰した後、急落した。
- ・住宅ローン融資を手がけるロケット・カンパニーズ<RKT>は、同業のミスタークーパー・グループ<COOP>を94億円で買収すると発表した。
- ・中国政府からの圧力を受け、香港の複合企業CKハチソン・ホールディングス（長江和記実業）<0001.香港>は、資産運用大手ブラックロック<BLK>率いるグループへの港湾運営権の売却契約への署名を見送っている。
- ・トランプ政権は、ティックトックの売却に関する決定の期限を延長した。

今週の予定

4月9日（水）

トランプ政権が4月2日に発表した特定国向けの追加関税が発動される。すべての国に対する10%の基本関税は、4月5日に発動された。上乗せ後の関税率は、中国からの輸入品が34%、日本が24%、EUが20%などとなっている。中国は、米国からのすべての輸入品に対し、4月10日から34%の関税を課すと発表しており、交渉の余地はほとんど残されていない。米連邦公開市場委員会（FOMC）は、3月中旬の議事要旨を公表する。3月の会合では、米連邦準備制度理事会（FRB）は政策金利を4.25~4.5%に据え置いた。

4月10日（木）

米労働省労働統計局（BLS）は、3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2.6%上昇し、2月の上昇幅と比べると0.2%ポイント低下すると見込まれている。変動の大きい食品とエネルギーを除いたコアCPIは3.0%の上昇が予想されており、2月の3.1%をやや下回る見通しだ。

4月11日（金）

大手銀行や証券会社が先陣を切り、第1四半期の業績発表シーズンが実質的に幕を開ける。ブラックロック<BLK>、JPモルガン・チェース<JPM>、モルガン・スタンレー<MS>、ウェルズ・ファーゴ<WFC>は、すべて市場の開場前に発表を行う。

統計と数字

230：第1四半期に米国で新規上場された上場投資信託（ETF）の数。2015年以降で最高。

37%：中国不動産大手、碧桂園（カントリー・ガーデン）の2024年の減収率。純損失は61億ドルに縮小。

7.4倍：エヌビディアの従業員1人当たり売上高（362万ドル）の、インテル<INTC>の金額（49万ドル）に対する倍率。

1100万：庭で鶏を飼育している米国の世帯数。2018年の580万世帯から増加。

By Ian Salisbury
(Source: Dow Jones)

『バロンズ・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。

『バロンズ・ダイジェスト』 2025/04/06

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、米バロンズ編集部による記事執筆時点の値である場合があります。

Copyright © 2025 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます