

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/04/13

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 米中西部はカムバック中だ。復活は続くのか？ - America's Heartland Is Coming Back. [カバーストーリー]
Can the Recovery Last? P.1
関税は脅威だが、中西部の発展は驚くほど根強い可能性も
2. 7人の投資のプロに聞く - 7 Market Pros on Wall Street's Wild Month [フィーチャー]
関税を受けた市場の混乱をどう乗り切るべきか P.6
3. アムジェンが肥満治療薬市場に参入、次の勝者となるか - Amgen Is Getting Into the Obesity Drug Business. [注目銘柄]
P.12
トランプ関税による連れ安は好機
4. 先週、米国を襲いかけた金融危機が再び迫る可能性がある - The U.S. Came Close to Financial Disaster This Week [フィーチャー]
P.15
一度失われた信用を取り戻すのは困難
5. 米中の主導権争いが投資を変える - The U.S. and China Are Wrestling for Global Leadership. [フィーチャー]
P.17
世界秩序が再編される中、投資戦略や手法の見直しは必須
6. 債券市場の総崩れは米経済にとり悪材料 - The Bond Market's Rout Is Bad News for the U.S. Economy [コラム]
P.20
魅力を増す優良地方債への投資
7. 関税強化が米国経済に与える影響をいち早く察知するデータとは - Tariffs Haven't Hit the Economy Yet. Here Are Some Data to Watch. [経済政策]
P.22
主要経済指標に先行する高頻度データ群
8. 市場には魅力的な参入ポイントがあるが、まだそこに至っていない - The Stock Market Has an Entry Point. We're Not There Yet. [米国株式市場]
P.24
割高感の解消に加え、FRBの利下げがあるかどうかポイント
9. 弱気シナリオはどこまで弱気であるべきか？ - How Bearish Should a Bear Case Be? [投資戦略]
P.26
価格目標の「弱気シナリオ」は最悪の事態を捉えきれているのか
10. 弱含む美術品相場、貿易戦争が追い打ち - Art Is in a Bear Market. A Trade War Won't Help. [経済関連スケジュール]
P.28
コロナ禍から一時回復後に低迷、貿易戦争で一層下落か

※当誌は、株式会社 時事通信社がライセンスに基づき Dow Jones & Company, Inc. の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。

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

※記事中の株式やファンドの価格は、米バロ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. 米中西部はカムバック中だ。復活は続くのか？ America's Heartland Is Coming Back. Can the Recovery Last? 関税は脅威だが、中西部の発展は驚くほど根強い可能性も

[カバーストーリー]

中西部が政権の成否のバロメーターに



George Rose/Getty Images

トランプ大統領は、グローバル化を覆し、国内の製造業を優遇する関税制度によって、米国の産業基盤を復活させるという大きな賭けに出ている。トランプ氏は4月2日、「関税をゼロにしたいなら、今すぐ米国で製品を作ればいい」と語り、ほぼすべての輸入品に対する一律10%の基本関税と、ほとんどの貿易相手国の製品に対して税率を上乗せする「相互関税」を課すと発表した。

大統領のメッセージはパニック売りを引き起こし、株価は11%超下落したが、9日に一部の関

税を90日猶予すると報道されたことで急騰した。しかし、トランプ氏の関税政策、ひいては大統領としての任期が最終的に成功と言えるかどうかは、すでに目覚ましい変革を遂げつつある米国の「ハートランド」である中西部の状況によって決まるだろう。

アパラチア山脈とロッキー山脈の間の20州から成る中西部は、主に新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）期における移民と政府の政策によって事業投資が増加したことで、長年の景気停滞から脱して力を取り戻しつつある。その結果、米国の広大な中間部は、過去数十年間で最もレジリエンス（回復力）が高まっている。

中西部の経済は、世界的な貿易戦争によってもたらされる公算が大きい短期的な痛みに耐えるために、現在と同等かそれ以上のレジリエンスを必要とするだろう。調査会社オックスフォード・エコノミクスの都市・地域担当主任エコノミスト、バーバラ・デンハム氏は「新たな関税は、原材料費の増加や輸出の減少を通じて、中西部などの製造業を中心とする経済圏に重大な影響を及ぼす可能性がある」と指摘する。

言い換えると、中西部はトランプ氏の関税政策が引き起こす米国全体のリセッション（景気後退）による損害を逃れられないだろう。連邦政府の財政支出の削減と厳格な移民政策も、中西部の発展を遅らせる恐れがある。

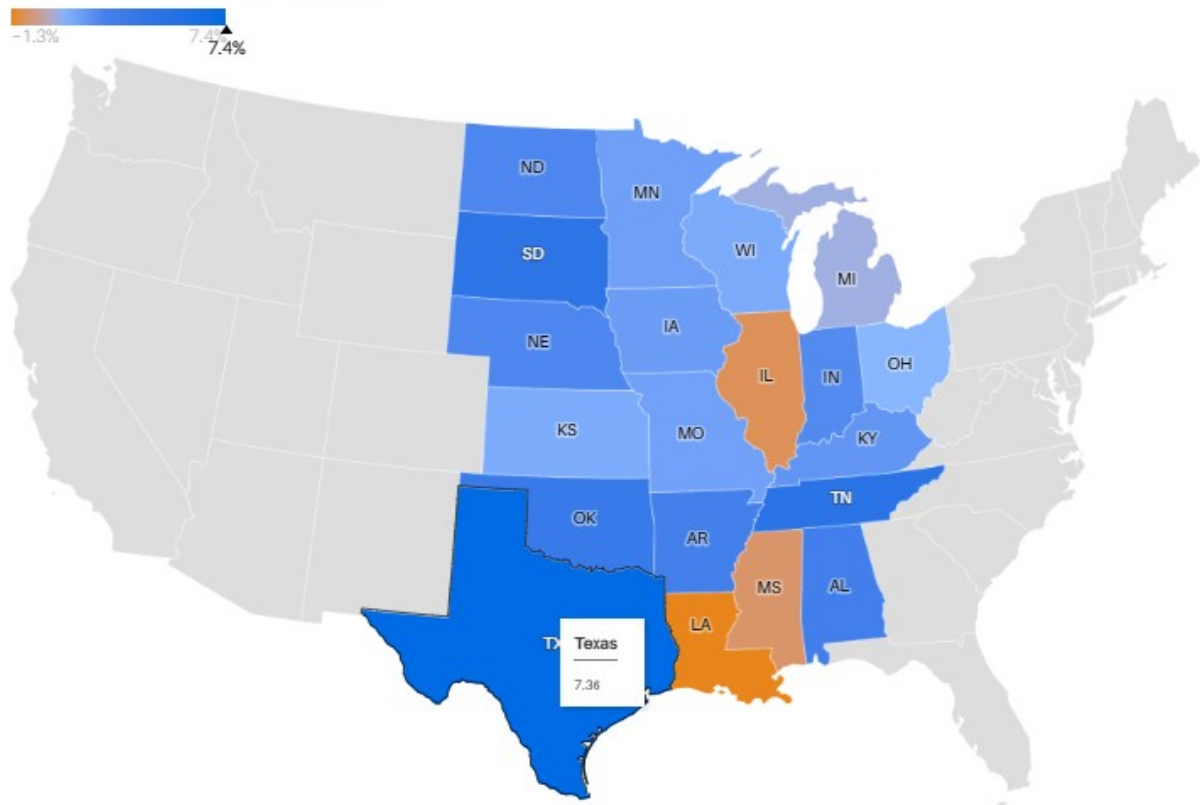
それでも、産業界と公共部門のリーダーは近年、投資を引き付け、多様な産業を育むための画期的な取り組みを進めているため、中西部の変容は予想を上回る持続力を持っている可能性がある。たとえ差し迫った変化が米国の製造業を復活させることを意図していても、実体経済と都市部は変化に対して脆弱（ぜいじゃく）かもしれない。しかし、中西部の発展は見た目より根強い。

経済指標は他の地域を上回る

America Moves to the Middle

An estimated 39% of the U.S. population lived in the heartland states in 2024, according to the U.S. Census Bureau. The region's population growth exceeded the rest of the country in the past five years—the first time that has happened since the U.S. included all 50 states in 1959.

Population Percent Change 2020-2024



Source: U.S. Census

過去5年ほどで、オハイオ州コロンバス、ミシガン州グランドラピッズ、インディアナ州インディアナポリス、テネシー州ナッシュビル、テキサス州オースティンなどの中西部の都市圏は企業と人材にとってのメッカとなっており、米国最大級の沿岸都市とリソースを奪い合っている。これらの都市のダイナミズムは、不動産価格の上昇からレストランのにぎわい、あちこちにクレーンが見える都市のスカイラインまで、あらゆるものから見て取れる。

中西部の勢いは人口や経済に関するデータからも明らかだ。米国勢調査局の推定では、2024年の米国の人口の39%は中西部に居住していた。過去数十年で米国の人口の伸びは鈍化しているが、中西部の人口は2020年から2024年にかけて推定で2.65%増加し、米国のそれ以外の地域では2.59%増加した。その差はわずかだが、無視はできない。本誌の分析によれば、米国が初めて50州となった1959以降、中西部の人口の伸びがそれ以外の地域を上回ったのは初めてだ。

中西部の雇用主は2020年から2023年にかけて13.2%超増加し、米国のその他地域の伸び（13.1%弱）を上回った。パンデミック前の30年間、中西部の雇用主はわずか年1%強しか増加していなかった（米国全体の平均は約1.4%）。

2023年の中西部における住宅以外の事業設備投資総額は769億ドルで、パンデミックの発生以後の年平均成長率は9.43%だ。2020年から2023年の中西部以外の伸びは8.86%だった。経済分析会社インプラ

ンのデータに基づき分析した結果によると、パンデミック後の中西部における事業投資の伸びは、それ以外の州を20年ぶりに上回った。

最後に、中西部の過去3年間における域内総生産（GDP）成長率は年平均2.75%で、それ以外の地域の2.68%を上回る。中西部がその他の地域を上回ったのは1970年代以来である。

コストの安さ、熟練労働力、技術の変化、100年に一度のパンデミック、連邦政府の法令などの複合的な要因が、現在の中西部の復活に寄与した。CHIPSおよび科学法、インフラ投資・雇用法、インフレ抑制法などの超党派の法案を通じて、数兆ドルの資金が中西部に流入し、新たな雇用主を引き付け、雇用の伸びを促進している。

同時に、中西部の多くの都市と地域は、税制優遇や補助金プログラムなどの企業に優しい政策を確立しており、ベンチャー企業を誘引している。官民パートナーシップへの投資の増加は、起業や企業移転のリスクを軽減している。

公共料金、地価、税金などの安さも企業にとって大きな魅力である。米エネルギー情報局（EIA）によると、1月時点で、中西部の商業・産業用の電力価格の平均は米国のその他の地域の3分の2だった。また、気候変動や自然災害の影響を軽減したいと考えている企業にとって、中西部はフロリダ州やカリフォルニア州などの沿岸州と比べて優位性がある。中西部のほとんどの郡は、米連邦緊急事態管理庁の自然災害指数で低い順位となっている。

大企業の投資を誘致し、地元企業も支援

オハイオ州の州都コロンバスは、多くの面で前向きな変化を象徴している。コロンバスは、半導体大手インテル<INTC>が近郊に280億ドルの工場建設を計画するなど、大企業や産業プロジェクトを引きつけている。軍事テクノロジー企業のアンドゥリル・インダストリーズは1月、コロンバスに10億ドルの工場を建設する計画を発表した。

コロンバス市とコロンバス都市圏は、有名な全国的企業からの投資を誘致するだけでなく、地元企業が発展するためのリソースも提供している。

ゴム手袋メーカーのアメリカン・ニトリルは、2022年11月にオハイオ州のグローブ市近郊で生産を開始した。創業者のジェイコブ・ブロック氏（32）は、コロナ禍による個人用保護具（PPE）の不足に対処しようと考えた。ゴム手袋の最大のメーカーは主にマレーシアとタイに拠点を置いている。ブロック氏は、この必要不可欠な製品を米国で製造するというニーズを捉えた。

ブロック氏はベンチャーキャピタルでの経験を生かし、民間で2億ドルの起業資金を調達した。一方、オハイオ州の民間経済開発公社であるジョブズオハイオは、労働力の開発に約300万ドルの補助金を提供した。わずか3年未滿で、工場は北米最大のゴム手袋製造施設となった。従業員は350人で、手袋の月間生産能力は1億2000万枚である。

ブロック氏は、コロンバスは事業費が安く、労働力が豊富で、ビジネスがしやすい環境だと語る。しかし、最近の連邦政府の政策の変化は、今後の見通しに影を落としている。特に移民の一時労働許可に関する政権の発言が相矛盾していることで、労働者の勧誘と保持が難しくなっている。

Business Bets on the Heartland

Postpandemic business investment in the heartland states outpaced investment elsewhere in recent years for the first time in two decades.

Nonresidential Capex

— Heartland — Non-Heartland

\$90 billion



Source: IMPLAN

ブロック氏は、新たな関税制度にはプラスとマイナスの両面があるとみており、「最終製品の観点からは、関税政策は不公平な貿易慣行によるコスト格差を埋めるのに役立つだろう」と語る。ただしこの恩恵は、一部の原材料が関税の対象となることで、ある程度相殺される可能性がある。

関税や移民政策は短期的に打撃

トランプ政権の関税は、中西部で最も重要な産業にとって、少なくとも短期的には打撃となる可能性がある。最も典型的な例は自動車セクターだろう。自動車セクターは北米に統合的なサプライチェーン（供給網）を構築しているが、3月26日に外国製の自動車と部品に対する25%の関税が発表されたことで圧力にさらされている。ウォール街のアナリストは、関税によって自動車1台当たりのコストが5000ドル～1万ドル程度増加し、利益率が低下する可能性があるとして推定している。自動車大手ステランティス<STLA>は4月3日、関税の影響を理由に、ミシガン州とインディアナ州の従業員900人を一時解雇すると発表した。

トランプ氏と政権高官は、関税は必要な歳入を増やすだけでなく、国内での製造活動を促進することによって、米国の製造業セクターを復活させると述べている。しかし、INGのチーフ国際エコノミストであるジェームズ・ナイトリー氏は、新たな製造基盤の構築には数年、場合によっては数十年の時間と「膨大なコスト」がかかると指摘する。

ナイトリー氏は「昨年の米国における製造業の総生産高は、米国が輸入した製品の価値を下回った。輸入の必要をなくすと言うなら、米国の製造業の生産高を直ちに2倍以上に増やさなければならない」と語る。

米国、中国やその他の貿易相手国を巻き込んだ2018～2019年の貿易戦争では、製造業の雇用は純減した。2024年にマサチューセッツ工科大学などの複数の機関のエコノミストが公表した全米経済研究所（NBER）のワーキングペーパーによると、それ以前の関税も中西部の景気を押し上げることはつながらなかった。

2018～2019年の貿易戦争では、実質GDPが0.7%も低下し、推定30万人の雇用が失われた。エール大学予算研究所によると、今年これまでに発表された関税は、2025年の実質GDP成長率にとって1.1%ポイントの足かせになる可能性がある。ピーターソン国際経済研究所のエコノミスト、ジョセフ・ギャニオン氏の推定では、トランプ政権が最終的に直近の引き上げ後の関税率を課した場合、インフレ率は少なくとも1%ポイント上昇する。

中西部の経済に影を落とすのは関税だけではない。トランプ政権の移民政策は、地域の労働力を混乱させ、縮小させる可能性がある。外国出身の労働者（合法移民と不法移民の両方）は米国の労働力の約20%を占める。近年の移民の増加は、中西部の多くの町や都市で人口、需要、企業の活力を押し上げてきた。

昨年11月の大統領選前から移民は減少し始めていたが、トランプ氏の大統領就任後は減少が加速している。ゴールドマン・サックスの推定では、移民の純流入数は昨年12月の年換算170万人から今年2月の70万人まで減少した。減少の大部分（すべてではない）は不法移民の恐ろしいまでの急減を反映しているが、ほとんどの米国人はそれを良いことだと考えている。

それでも、エコノミック・イノベーション・グループの調査によると、移民の減少は経済成長率が低い地域にとって特に大きな打撃であり、中西部には依然としてそのような地域が多い。また、移民は経費の増加に苦しむ中西部の農業にとっても必要不可欠な存在である。

中西部の強みの一つは、学費が比較的安く、質の高い大学のネットワークが存在することだ。こうした大学の多くは高度な研究センターによって知られる。しかし、これらの大学も、高等教育機関の入学者数の減少や、財政的な困難などの全国的な傾向と無縁ではない。

州予算が縮小し、今年以降の支出の減少が見込まれることも懸念すべきトレンドだ。ピュー慈善財団のシニアアソシエイト、アレクサンダー・フォール氏によると、コロナ禍の間は複数の一時的要因によって州の税収は増加したが、現在は多くの州で税収が不足しつつある。

楽観主義に関税を課すことはできない

中西部は広大で複雑かつ多様な地域である。直近の急成長は、中西部の一部の地域に対して、他の地域よりも大きな恩恵をもたらしている。関税などの逆風も、業種や地域によって異なったものとなるだろう。

エコノミストのアンドリュー・バレル氏は、中西部がアウトパフォームし続けるという予想に懐疑的

だ。バレル氏は、平均を下回るオフィス空室率や、雇用の伸びの加速といった事象はあと数四半期しか続かないとみている。

しかし、現在の経済の勢いを維持するために、産業界や公共部門のリーダーができることはたくさんある。シンクタンクのハートランド・フォワードのシニアフェローで、中西部に関する本を先月出版したニコラス・ララ氏は「イノベーション経済」を奨励し、労働力に投資することを優先すべきだと語る。

産業の多角化は、中西部の多くの経済開発プログラムにおける中核要素であると同時に、長期的なレジリエンスを高めるクッションとしての役割も果たす。アトランタ連銀が最近発表したワーキングペーパーは、経済の多角化が景気に対する負のショックを和らげる上で必要不可欠な役割を果たすことを明らかにした。

企業は中西部の発展が続くことに賭けている。それを裏付けるように、中西部全体で事業投資は増加し、派手な新規プロジェクトを発表する企業も増えている。2024年の五大湖周辺とグレートプレーンズ（中西部の大平原）の州における銀行貸し出しの伸びはそれぞれ前年比3.1%と2.1%で、米国全体の0.6%を上回る。

トランプ氏の関税政策は、投資家は言うまでもなく、米国の産業界も揺るがしている。大統領とその支持者の多くは関税によって「米国が再び裕福になる」と考えているが、その他の人々は当面だけでなくそれ以降に「より貧しくなる」と予想している。どちらが正しいかが明らかになるのは数年先かもしれない。

一方、コロンバスでコーヒー店を営むダグラス・バックリー氏はこの機会に乗じて、市の補助金による支援でeコマース事業を拡大し、中心街に店舗を開店した。バックリー氏は「コロナ禍からの回復とともに世の中は変わるだろう。仕事に戻る人が増え、中心街では多くの建物が売られて住宅に建て替えられている。ここには常に人通りがある」と語る。

「米国はコーヒーで動いている」という言葉があるが、「楽観主義で動いている」とも言える。それに関税を課すことはできない。

By Megan Leonhardt
(Source: Dow Jones)

2. 7人の投資のプロに聞く 7 Market Pros on Wall Street's Wild Month 関税を受けた市場の混乱をどう乗り切るべきか

[フィーチャー]

関税の発表を受けて市場は大混乱

トランプ大統領が「解放の日」と称した関税に関する発表によって、株式市場と債券市場は動揺し、投資家は数兆ドルの富を失った。4月9日に大半の相互関税の適用が90日間停止されたものの、世界的な貿易戦争は経済成長を抑制する恐れがあり、世界中の資本移動は米国の政策決定者にとって好ましくない方向へと変化した。市場参加者も、米国債市場の異例の変動に関連する金融「事故」の可能性



Courtesy the companies / Bloomberg

を警戒している。株式市場は11日に上昇して、ウォール街の懸念の一部は緩和されたが、「警報解除」は時期尚早だ。

投資家は、最近の政策変化と市場の混乱をどのように考えるべきだろうか。株式、債券および他の資産におけるウォール街で最も著名な投資家は、今後のリスクと機会をどのように計算しているのだろうか。本誌は、市場の7人の専門家に意見を聞いた。

■ クリス・デービス氏 デービス・アドバイザーズの会長兼ポートフォリオマネジャー

デービス氏は、トランプ大統領による4月2日の関税の発表は、発火直前だった不安定な市場力学の組み合わせに火を付けたきっかけになったと言う。デービス氏によると、投資家は三つの大掛かりな変遷に直面している。第一に、米国は15年間のゼロ近辺の金利という状態から脱した。第二に、グローバル化はナショナリズムと保護主義に道を譲った。第三に、人工知能（AI）が経済の再構築を約束している。

投資家は2024年の大半を通じてこの衝撃的な変化に動じなかったとみられ、株式市場の上昇はますます少数の銘柄に集中し、バリュエーションも上昇した。デービス氏は「不透明感がある一方で、他方には信じられないようなバラ色の想定がある。今後どうなるのだろうか」と言う。

市場は自己満足の状態から脱しており、投資家は買いの好機を追い求めるべきだ。デービス氏は、金融セクターに価値があるとみている。金融セクターは、トランプ大統領による関税の発表を受けてリセッション（景気後退）の可能性が高まったために大きく売られた。デービス氏は、金融危機の間に痛手を被った投資家は、健全な自己資本比率や貸し付け特性にもかかわらず銀行が脆弱（ぜいじゃく）であるともみやす傾向にある、と言う。一例として、金融サービス会社のキャピタル・ワン・ファイナンシャル<COF>の株価収益率（PER）は過去数年間で乱高下してきたが、現在の2025年予想PERはわずか9倍だ。デービス氏は

「銀行は非常に良好な状態にある。銀行の株価が市場全体以上に下がっていることは、私には投資の機会にみえる」と語る。

デービス氏はまた、投資家が無差別に逃げているテクノロジーセクターにも注目しており、「そのがれきを、われわれのガイガー・カウンターで調べるべきだ」と言う。デービス氏は、半導体製造装置会社のアプライド・マテリアルズ<AMAT>を選好している。テクノロジー企業の米国回帰による潜在的な恩恵にもかかわらず、株価は年初来で20%下落している。別の選好銘柄であるアマゾン・ドット・コム<AMZN>の株価は22%下落しており、下落率は競争相手である小売り大手のウォルマート<WMT>や会員制倉庫型スーパーのコストコ・ホールセール<COST>を大きく上回っている。

■ キャシー・ウッド氏 ARKインベストメント・マネジメントの最高経営責任者（CEO）

ウッド氏は、トランプ大統領の最終的な目標が世界中の自由貿易の推進だと期待しているが、「関税は税金であり、税金は誰も回避できず、国内総生産（GDP）成長率にとってマイナスだ」と語る。

ウッド氏は、レーガン大統領の時のプラザ合意のように、各国が関税引き下げと非関税障壁排除に合意することが必要と考えており、「それは最良のシナリオで、それは万人にとっての大幅な減税になるだろう」と言う。また、「中国は非常に現実的な国で、何らかの合理的な内容の交渉が行われると考えている」と付け加えた。

とは言えウッド氏は「トランプ大統領は、これが経済、市場および企業利益にとって素晴らしいことになる」と語ってきたが、それを信じる人々はますます少なくなっている。トランプ政権は、信頼性の面で市場に対してチップを使い果たした。何らかの成果を示す必要がある」と言う。

ウッド氏は関税戦争が経済をリセッションに導くと考えているが、投資家は景気回復について今考えるべきだと思っている。ウッド氏は「企業と消費者はおびえると行動方針を変更し、それは一般的に、状況改善、価格引き下げ、事業速度向上、創造性向上、生産性向上において他社を支援する企業にとって良いことだ」と語る。

ウッド氏は、AIの受益者としてテロ対策関連ソフトウェアのバランティア・テクノロジーズ<PLTR>を選好している。また、電気自動車（EV）メーカーのテスラ<TSLR>を依然として信奉しており、今四半期に投入が予想される低コストの新型モデルと、ロボ・タクシー・プログラムを高く評価している。ウッド氏は、イーロン・マスク氏の政権関与が長期的な問題になるとはみておらず、「現在のニュースのサイクルは非常に早く、最高の自動車が勝利することになるだろう」と言う。

■ ビル・キャンベル氏 ダブルラインのポートフォリオマネジャー

キャンベル氏は最近のエッセーで、関税導入を遅らせ、他国との交渉を始めるべきだとトランプ大統領に対して助言した。大統領がキャンベル氏のエッセーを読んだか否かにかかわらず、トランプ政権は4月9日に大半の相互関税を一時停止し、株式市場は大幅に上昇したが、その後再度下落した。キャンベル氏は「90日間の停止は一時停止にすぎない。中国に対して積極的に圧力をかけることは、世界の経済成長率見通しにとって課題となる」と言う。また、トランプ大統領の関税の目標は明確ではなく、キャンベル氏は「不透明感によって、多国籍企業の資本計画が非常に困難になっている」と語る。

キャンベル氏は、ダブルラインは、米国の拡大する財政赤字と歳出削減における課題を理由に、長期米国債をここしばらく慎重にみてきたと言う。ちなみに、歳出削減の課題は、経済が悪化すれば一層強まる。今や、政策の不透明感が別の懸念を引き起こしている。つまり、米国の不動産、株式および金融資産に数兆ドルを投資している外国人投資家が、米国以外のより良い機会を求めて資金を引き上げる可能性である。

海外投資の根拠は、利益成長率が低くても低いバリュエーションにある。キャンベル氏は「現状、米国の見通しが悪化している一方、海外企業の利益が中期的に増加する可能性があるという主張が可能だ」と語る。

また、海外資金の流出はドル安につながることであり、それは、米国の政策の不明瞭さのもう一つの意味合いである、と述べる。

現在の状況で、世界の債券投資家はどこに目を向けるのだろうか。キャンベル氏は、ダブルラインが、日本円の「安全への逃避としての特性」を理由に日本の短期債務を選好していると言う。またダブルラインは、欧州に対するエクスポージャーを若干のオーバーウエートとして、ポートフォリオの質を高めており、景気を刺激しているドイツなどの欧州の中核国を選好している。さらに、ドイツに労働力を提供しているチェコ共和国のような、質の高い東欧諸国の債務に投資している。キャンベル氏は、ウクライナの持続的な停戦が実現すれば、東欧諸国が恩恵を受ける可能性があると言う。

新興国の中では、トランプ大統領の関税政策は少なくともこれまでは中南米を標的としており、アジアはあまり狙われていない。キャンベル氏は「政治および安全保障上の懸念によって、ニアショアリングのアイデアが今後復活する可能性がある。さらに、高い利回りも提供されている」と語る。

■ マリオ・J・ガベリ氏 ガベリ・ファンズの会長兼CEO

ガベリ氏は「私がローブ・ローズ&カンパニーで1967年にセルサイドのアナリストとしてキャリアを開始して以来、11回または12回のリセッションを経験した。私が今の会社を立ち上げてからのリセッションは7回か8回になる」と言う。つまり、トランプ大統領の混沌（こんとん）とした関税実施によって引き起こされた政治、経済および市場の混乱も、いずれ過ぎ去ることになるということだ。

ガベリ氏は、本誌ラウンドテーブルの長期にわたるメンバーで、今年1月のラウンドテーブルでは米国の債務と財政赤字を抑制する必要性を支持した。ガベリ氏は「米国の輸入総額は約4兆ドルで輸出総額は約3兆ドルだ。米国の年間貿易赤字は約1兆ドルで、われわれはそれをどうにかしなければならぬ」と語る。ガベリ氏は、輸入に関税をかけることには「幾分かの必然性」があるが、「実施の方法が多大な混乱を引き起こした。信頼感が失われた」と言う。

トランプ大統領による4月2日の関税の発表以来、リセッション懸念が高まった、株式市場における信頼感は喪失したも同然だ。S&P500指数は、9日の関税適用延期の発表を受けて反発したが、10日に再度下落した。ガベリ氏は、新たな魅力的な問題に興味を持っており、「1週間前に39ドルだった優れた経営陣と素晴らしい事業機会を持つ企業の株価が今や30ドルで、ファンダメンタルズに変化はない。われわれはそのような企業の買い増しを望む」と語る。ガベリ氏は、企業が自社株買いを増やし始めると予想している。

ガベリ氏は年初のラウンドテーブルで、株式市場が「今年のどこかの時点で大幅に下落し」、その後反発して、年末の株価水準は前年比ほぼ横ばいになると予想していた。

ガベリ氏が目を向けている問題は関税の混乱だけではなく、「トランプ大統領は、イランに対して核兵器を保有できないと通告している」と述べ、その宣告の実行努力が市場における「さらなる動揺」を引き起こす可能性があるとし唆する。

サイラ・マリク氏 スピーンの株式および債券の責任者兼最高投資責任者（CIO）

マリク氏は、貿易交渉のいかなる兆しも市場にとってポジティブで、ベセント財務長官が自身が交渉を主導すると述べていることは大きなプラス要因であると語る。とはいえマリク氏は、市場のボラティリティーが数年来の高水準にとどまるとみており、「米国の関税政策を考慮すると、リセッションとスタグフレーション的な環境に陥る可能性は高い。問題は、どれほど長期化するかだ」と言う。

現在の状況と明確に似ている前例はない。マリク氏は、第一次トランプ政権の貿易戦争は、インフレ率と金利の低下傾向の中で行われており、「関税はなくならず、われわれはそれに耐えなければならない。米連邦準備制度理事会（FRB）にとってより大きな課題はインフレ動向で、それがFRBの手を縛っている」と語る。

マリク氏は、経済の世界的な分断が続くとみており、それが投資家の資金配分を変化させている。マリク氏は、事業が国内中心で、リセッションを乗り切ることができ、サプライチェーンの混乱もうまく切り抜けてきた米国企業を好んでいる。なお、多国籍企業と、サプライチェーンが長い企業はリスクにさらされている。

マリク氏は、インフラ関連企業と、増配の長い歴史を持つ企業を選好している。その他、財政政策を一層積極的にしている欧州と、国内主導の経済がショックの緩衝材になるインドに機会があるとみている。

マリク氏は債券では、質の高い優先ローンと地方債を選好している。債券市場の緊張を密接に監視しており、10年債利回りが5%を上回れば危険信号になるだろうと言う。

ラジブ・ジェイン氏 GQGパートナーズの会長兼CIO

ジェイン氏は「劇的な変化」が起こりつつあり、それはコロナ禍の間に見られたものよりも大規模であり、「今回は、FRBは介入する予定はなく、財政的な手段も残されておらず、市場のバリュエーションが高い水準から始まっている」と言う。

ジェイン氏は、海外で生産している企業やアウトソーシングの恩恵を受けている企業が、利益率低下のリスクにさらされていると語る。一方で、ゼロ金利、量的緩和（QE）、減税、コロナ禍における景気刺激策、およびインフレ抑制法などの米国の株式および経済の下支え要因は、今や反転している。ジェイン氏は「われわれは新たな時代におり、バリュエーションは低下するはずだ。それは外国ではそれほど大きな問題ではない」と語る。

やはりラウンドテーブルのメンバーであるジェイン氏も、関税が景気減速につながると予想するが、世界経済に関しては他の人々ほど悲観的ではない。ジェイン氏は1930年代の関税について、「すべてをスムート・ホーリー関税法（1930年関税法）と比べることはできない。大恐慌に突入した理由は他にもある」と言う。

ジェイン氏は、高水準の物価が多くの子供の需要を減らすために、インフレの持続性についても比較的懸念しておらず、輸出業者と小売り会社が物価上昇の大半を吸収して、消費者への打撃を部分的に緩和すると考えている。

ジェイン氏は、市場の変動が続くと予想される中で、中国を除く海外に機会があるとみている。規制変化とインフラおよび防衛に対する支出増加の恩恵を受ける欧州の銀行を選好している。また、ベトナムやブラジルなどの輸出競合国よりも低い関税が適用されたインドも選好している。米国内では、エクソンモービル<XOM>やシェブロン<CVX>などの石油会社や、ネクステラ・エナジー<NEE>やアメリカン・エレクトリック・パワー<AEP>といった電力料金が規制されている電力会社も選好している。

マイケル・クジーノ氏 パーマネント・ポートフォリオ・ファミリー・オブ・ファンズの社長 兼ポートフォリオマネジャー

クジーノ氏は

「このような市場では、誰も無傷ではいられない」と言う。ちなみに、クジーノ氏が運用するミューチュアルファンドのパーマネント・ポートフォリオ<PRPFX>の2025年の下落率は1%未満だ。

クジーノ氏の金に対するエクスポージャーは大きく、ファンドの約21%を占めている。金価格は、4月2日の史上最高値から約5%下落しているが、年初来では13%、2024年には27%上昇している。

クジーノ氏は、多くの要因が金価格をさらに押し上げる可能性があると言う。その要因とは、米国政治の不透明性、外国中央銀行による金買い、トランプ政権の関税施行による米国のインフレリスク、金利低下、ドル安などだ。クジーノ氏は「これらのすべての要因が金を推奨する強力な根拠となるが、一本調子の上昇にはならないだろう」と言う。

クジーノ氏はエネルギー株にも価値があるとみている。クジーノ氏のファンドにおける保有比率は、S&P500指数の4%未満に対して30%近い。パーミアン盆地に土地を保有するテキサス・パシフィック・ランド<TPL>がファンドの保有トップとなっている。

エネルギーセクターの年初の出足は好調だったが、トランプ政権による関税の発表で大打撃を受けた。景気が低迷すれば需要が減退するという懸念を受けて原油価格が急落したためだ。とはいえ年初来の下落率は、株式市場全体の15%に対してエネルギーセクターは約11%にとどまっている。クジーノ氏は、米国経済がリセッション入りした場合に苦戦するだろうということには同意しているが、長期的な買いの対象とみている。ファクトセットによると2025年予想PERは、S&P500指数の19倍に対してエネルギーセクターでは約14倍だ。クジーノ氏は「われわれがエネルギーを必要としないと考えることは、考えが甘い」と述べる。

By Lauren R. Rublin
(Source: Dow Jones)

3. アムジェンが肥満治療薬市場に参入、次の勝者となるか Amgen Is Getting Into the Obesity Drug Business. トランプ関税による連れ安は好機

[注目銘柄]

ファンダメンタルズは良好



Courtesy Amgen

バイオ医薬品大手のアムジェン<AMGN>も株式市場全体の下落に巻き込まれた。しかし事業は無傷で、今後肥満治療薬の売り上げ急増が見込まれる。アムジェンの株は「買い」のようだ。

トランプ大統領の関税による世界経済の減速懸念でS&P500指数は2月に付けた過去最高値から約11%下落しており、これに伴い、製薬株、そしてヘルスケア株全体の株価が下落した。ヘルスケアセクターの利益は消費需要変動の影響を受けにくい、S&P500指数の株価収益率（PE

R）低下に伴い、ヘルスケアを含む全セクターのPERが低下した。

アムジェンの投資家のもう一つの懸念は、トランプ氏が示唆した輸入医薬品に対する追加関税の導入だ。これがアムジェンのPERにとってさらなる下押し圧力となっている。しかし、この関税によって、アムジェンの株式は一層魅力的になる可能性が高い。2月に米証券取引委員会（SEC）へ提出された報告書（10K）によれば、アムジェンの製品は大半がカリフォルニア州サウザンドオークスとプエルトリコで製造されている。米国内の他の州にも工場があるため、コストが大幅に増加することはないだろう。たとえコストが多少増加したとしても、アムジェンは価格を若干引き上げることで、需要をさほど損なうことなく、利益率を守ることができるだろう。患者にとって、アムジェンの医薬品は無くても生活に支障がない支出というより必要不可欠な支出の対象だからだ。

利益状況も極めて良好だ。ファクトセットによれば、過去20四半期のうち18四半期で予想を上回る利益を上げている。この5年間、アムジェンは保守的な利益予想を発表し、長年にわたり販売している医薬品の販売好調もあり、これを上回る業績を上げてきた。

2月4日発表の第4四半期決算もアムジェンのファンダメンタルズの強さを証明している。売上高は前年同期比11%増の91億ドルとなり、予想を数億ドル上回った。引き続き年間数億ドルの売上高を生むことが見込まれるレガシー（既存）薬（脂質異常症治療薬のレパーサと、自己免疫疾患治療薬のエンブレル）の売上高が予想を上回ったことが主な要因だ。これにより利益率が予想を上回り、1株当たり利益（EPS）はコンセンサス予想を上回る5.31ドルとなった。株価は4月9日の終値で291.09ドルと、昨年9月の過去最高値から14%下落している。

投資銀行BMOのアナリスト、エバン・セイガーマン氏は決算後のレポートで、レパーサや他の幾つかの薬は今後数年間にわたり、世界中で引き続き成長する可能性があるとしている。しかし、売上高が近い将来頭打ちとなり、そしてアムジェンの特許が切れ、競合企業がコピー製品（後発薬）を製造し、市場シェアを奪い、価格を押し下げるとするのが現実だ。

肥満治療薬マリタイド

Amgen

(AMGN / Nasdaq)



Source: FactSet

それが、アムジェンが肥満治療薬の開発に注力している理由だ。アムジェンは、月1回の注射で済む減量薬「マリタイド」の第2相臨床試験（治験）の全結果を6月に発表するとしている（昨年11月に速報を行っている）。

投資銀行ジェフリーズのアナリスト、マイケル・イー氏は、市場が納得するには、代表的なGLP-1薬である米製薬大手イーライリリー<LLY>の「チルゼパチド」や「マンジャロ」、デンマークの製薬大手ノボ・ノルディスク<NVO>の「ウゴービ」や「オゼンピック」（いずれも週1回投与）と同等の20%の減量効果が必要だと指摘する。

実際、アムジェンが期待しているのは、最初にチルゼパチドで減量した患者が、マリタイドに移行することにより、より少ない注射回数で減量状態を維持できるようになることだ。イー氏は、マリタイドの医療上の潜在力について、「毎週1回、年間52回の注射を打つのは大きな違いだ」と書いている。

アムジェンの売上高にとっても大きな違いを生む可能性がある。潜在的な顧客が数億人に上ることから、JPモルガン、ゴールドマン・サックスともに、GLP-1薬に対する総支出額が2030年までに1000億ドルを超える可能性があるとしている。

小さな市場シェアを獲得するだけで、アムジェンは売上高を大幅に伸ばすことができる。アナリストは現在、マリタイドの売上高が2030年までに25億ドル弱に達すると予測している。ただし、これは臨床試験データが不完全かつ未公表であることを踏まえ、一定のリスクを反映した数値だ。製薬会社が

米食品医薬品局（FDA）の承認取得に向けて前進するにつれ、アナリストは予想売上高を潜在的な売り上げ規模に向けて上方修正する。

上値余地

Key Data

Amgen (AMGN / Nasdaq)	Biotechnology medicines company
Headquarters	Thousand Oaks, Calif.
Recent Price	\$291.09
52-Week Change	7.7%
Market Value (billion)	\$157
2025E Sales (billion)	\$35.1
2025E Net Income (billion)	\$11.2
2025E EPS	\$20.67
2025E P/E	14.1
Dividend Yield	3.3%

Note: E=estimate

Sources: Bloomberg

アムジェンの株式を保有するアルビオン・ファイナンスのジェーソン・ウエア最高投資責任者（CIO）は、現在公表されている予測値は「リスク調整されているため、保守的なものだ」と話す。ウエア氏もイー氏もマリタイドの売上高が最終的には年間100億ドルに達すると見ている。そうなれば、2030年の総売上高は現在の予想の391億ドルから約19%増加して約465億ドルとなり、利益も大幅に増加するはずだ。

ウエア氏は、マリタイドは製品サイクルの極めて初期の段階にあるため、利益率の推計は困難だと指摘する。しかし、マリタイドの利益率がアムジェン全体の利益率を下回らないと仮定すれば、債務や金利費用の削減を続けていることもあり、売上高の増加によって、利益は2030年までに大幅に増加する可能性がある。アムジェンがこうした利益見通しを裏付けることができれば、株価はすぐに過去最高値の337ドルまで反発するだろう（16%の上昇）。

長期的にはさらなる上値の余地もある。2025年予想PERは14.1倍だが、肥満関連の支出は今後長年にわたり増加を続けるため、ウエア氏はPERが20倍に達すると見ている。アナリストが利益予想（2027年予想EPSは現在22.45ドル）を最終的に引き上げれば、株価は来年末までに450ドル（22.45ドルの20倍）を優に上回るだろう。肥満薬の次の勝者アムジェンは「買い」だ。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

4. 先週、米国を襲いかけた金融危機が再び迫る可能性がある The U.S. Came Close to Financial Disaster This Week 一度失われた信用を取り戻すのは困難

[フィーチャー]

米国債に対する信認が低下



SAUL LOEB / AFP / Getty Images

債券市場は先週初めに利回りが激しく変動し苦境に立たされたが、トランプ大統領の関税計画が続いていることから、依然として問題を抱えている可能性がある。

トランプ氏の関税政策は経済戦略の中心を占めるが、今や大統領にとって無視するのが難しい抑止力が働いている。市場も中国もそれを認識している。それは数千億ドルに上る、中国が保有する米国債である。債券が売られて価格が下がれば、利回りは上昇する。これは、米国自身への信頼度の低下を意味する。

28兆6000億ドルの米国債市場は、世界の金融システムの命綱である。世界各国の中央銀行や民間金融機関はあらゆる満期の巨額の米国債を保有しており、財務省短期証券（TB）は現金のように扱われている。長期国債の利回り上昇は、住宅ローンや自動車ローンなど、企業や消費者の借り入れコストを増加させることで、実体経済に圧力をかける。トランプ氏の関税政策は、長期債利回りの急上昇と流動性の急激な悪化が示すように、米国債市場を投資家が安心できる領域の外に押し出した。

トランプ氏は4月2日に新たな関税措置を発表した。その規模は投資家を驚かせ、その後の株式と債券の売りはホワイトハウスを不意打ちにした。4月2日の関税発表から9日の関税の一部を一時停止するまでの間に、S&P500指数は12.2%下落し、他の株価指数も同様に下落した。この期間中、10年物米国債の利回りは0.25%上昇し、30年物国債の利回りは約0.33%上昇した。短期間で国債利回りの急激な変動は異例だ。7日には3年物国債の入札が不調に終わり、投資家はさらに懸念を強めた。

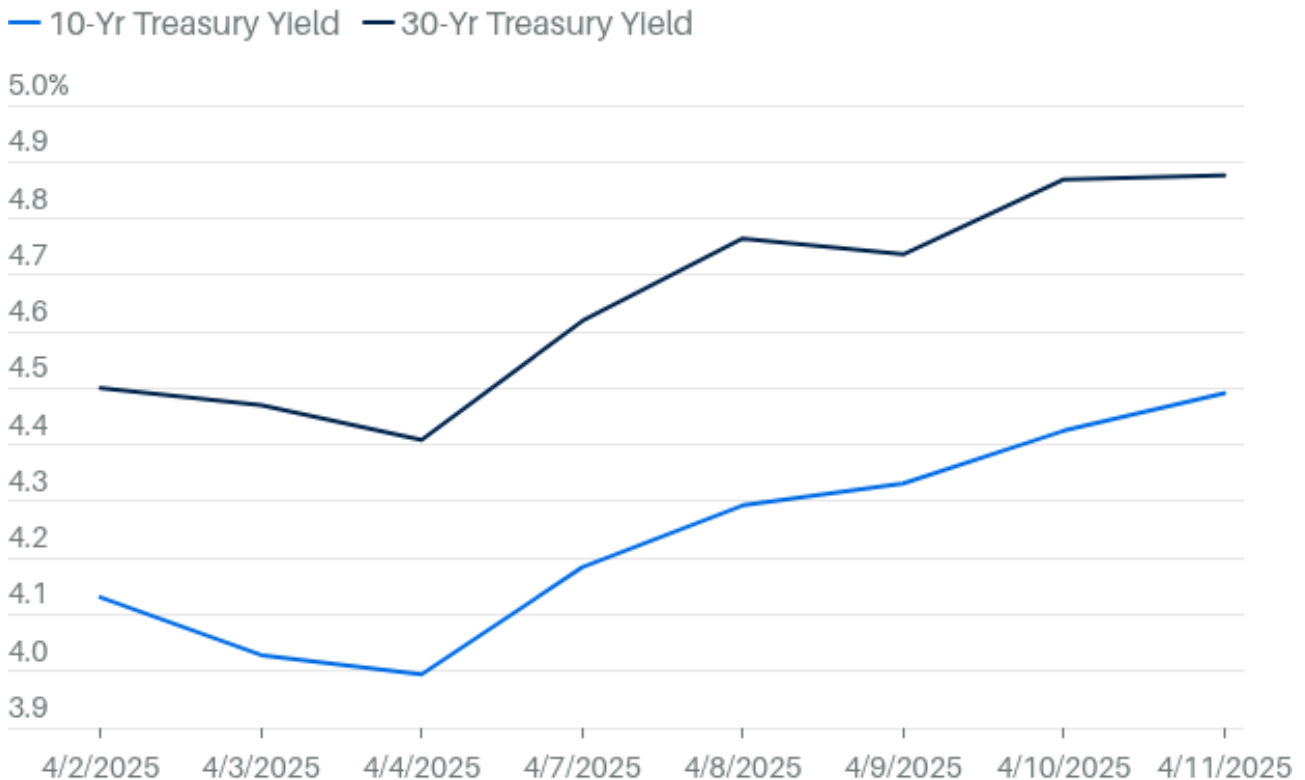
関税は4月9日の朝に発効した。元財務長官でハーバード大学の経済学者であるラリー・サマーズ氏は「米国政府の関税政策によってすべてが引き起こされる深刻な金融危機」の可能性を警告した。投資家は、通常であれば問題のない10年物国債の入札に不安を感じ始めた。入札が順調に進むと株価は一時的に上昇し、18分後にトランプ氏が関税の一時停止を発表すると、株価は急上昇した。

ホワイトハウスの関係者は匿名を条件に、債券市場で起きている混乱や10年物国債の入札に対する懸念が、大統領が関税を停止する決定に寄与したと述べた。この関係者は「一部の政権幹部は懸念を抱いており、それが切迫感を醸成した。しかし、最終的に入札が非常に順調だったため、結果的に問題にはならなかった」と語る。

財務省は危機を掌握していなかった可能性

Treasury Crunch

Yields on long-term Treasury bonds rose in the wake of President Donald Trump's April 2 tariff announcement.



Source: Bloomberg

この出来事の影響は簡単には収まらないかもしれない。財務省と定期的取引を行う債券投資家は、舞台裏では政権が状況を掌握しているかどうかは不明確だったと述べた。この投資家は米国の金融システムに対する信頼が長期的に毀損（きそん）することを懸念し、「財務省には最低限のスタッフしかいない」と匿名で語った。財務省は最近の政府効率化省（DOGE）による合理化で上級職員を失い、この投資家は、残った職員は経験が少ないと述べている。さらに、米証券取引委員会（SEC）の委員長は9日夕方ようやく承認され、米商品先物取引委員会（CFTC）の委員長は未定のままである。両委員長は通常、金融安定問題を扱う高官である。

ベセント財務長官は9日のインタビューで、「債券市場においてシステミックな問題は何も起きていない」と述べた。ベセント氏は10日の閣議でもそれを再確認し、「きょうは何も異常は見られない」と語った。トランプ氏は11日に、関税政策が「非常にうまくいっている」と投稿した。

それでも、めまいがするほど多くの関税が残っている。エール大学予算研究所によると、全体の関税率は実効税率で25%に上昇し、1934年以来の最高水準となる。ブラウン大学の国際経済学教授マーク・ブライス氏は、経済的な打撃が迫っているとし、「米国民はこれらの影響をまだ感じ始めている。これがどのように感じられるかの予測に基づいて行動している。ウォルマートの商品の価格が5倍になるのを待つべきである」と語った（エール大学予算研究所のモデルでは、一時停止後の一連の関税の代償は平均的な家庭で2700ドルの購買力を失わせるとしている）。

トランプ政権は、元に戻せないかもしれない変化を招いた。投資家はドルを売却することで、暗黙のうちに米国経済の強さに疑問を投げかけ続けている。ミネアポリス連銀のカシカリ総裁は11日に、「通常、大幅な関税引き上げがあると、ドルが上昇すると予想しただろう。同時にドルが下落しているという事実は、投資家の選好が変化しているという説の信ぴょう性を高めていると考える」と述べた。

ユーロは過去2週間でドルに対して5%上昇し、ドルは他の通貨に対しても全般的に下落している。構成範囲が広いドル指数は過去4営業日で3.1%下落した。

■ 需要が疑問視される中での米国債増発

ブライス氏は「多くの分野でレバレッジが掛かっており、市場構造は非常に脆弱（ぜいじゃく）だ。そのすべては米国債に疑問をはさむ余地がないことに依存している」と語った。

長期国債利回りの上昇は、懐疑的な見方が実際に反映されていることを示している。米10年物国債の利回りは11日に4.5%を超え、30年物国債利回りは5%に迫る。共和党は先週、数兆ドルの財政赤字を追加する予算案を承認した。一方で、関税は景気後退懸念を高めている。運用会社ウェリントン・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「景気後退時には、財政赤字が2～6%ポイント拡大する可能性がある。財政赤字が拡大する文脈が重要だ」と語る。財政赤字の拡大は、投資家からの需要がすでに疑問視されている中で、より多くの米国債を発行することを意味する。

投資家はそれを買うかもしれない。10日の30年物国債の入札は、前日の10年物国債の入札と同様に順調だった。しかし、政権はこれらの入札が毎週、容赦なく続き、成功裏に完了するまでリスクをはらんでいることをすぐに学ぶだろう。債券市場に屈したトランプ氏とベセント氏は、過度な政府支出に高い利回りを要求して警告を発する、悪名高い「債券自警団」から再び圧力を受ける可能性がある。

政権の関税政策は宙に浮いた状態にある。この出来事から得られる教訓は、一度失われた信頼を取り戻すのは難しいということである。

By Matt Peterson
(Source: Dow Jones)

5. 米中の主導権争いが投資を変える The U.S. and China Are Wrestling for Global Leadership. 世界秩序が再編される中、投資戦略や手法の見直しは必須

[フィーチャー]

■ 米中の主導権争い

トランプ大統領による徹底的な関税措置と中国による苛烈な報復措置は、地政学的そして経済的な世界秩序を再編しつつある、世界の主導権を巡る新たな争いの兆候だ。この地殻変動は、自由貿易、グローバル化、そして冷戦時代後の安定を支えた大国間紛争がない状態から成り立っているダイナミックスを根底から覆そうとしている。投資へのアプローチを大きく見直す時期に来ている。



ALEXANDER ZEMLIANICHENKO/POOL/AFP via Getty Images

米国は中国に145%の関税を課し、さらに他の多くの国にも関税を課している一方、中国は米国への関税を125%に引き上げた。しかし、貿易戦争は関税だけにとどまらない。世界の2大経済大国は、テクノロジーとイノベーションにおける主導権をめぐる激しい競争を繰り広げている。この競争と、より取引的な対外経済政策への米国の動きが、中国をBRICSプラス連合の受け入れと強化に駆り立てている。

もともとはブラジル、ロシア、インド、中国、そして南アフリカからなる緩やかな連合だった

BRICSプラスは現在、世界人口のほぼ半分を占める国々へと拡大している。

この成熟しつつある連合は、中国が米国やその連合国と政治的に連携していない重要な市場に到達するためのメカニズムとして機能している。中国のこうした国々との関係は、中国が重要な資源へのアクセスを確保し、その影響力を拡大するのに役立つと同時に、米欧市場へのアクセス制限や将来的な制裁の可能性をヘッジしている。

BRICSプラスは西側諸国にとって手ごわい挑戦だ。BRICSプラスのメンバーは、テクノロジー、エネルギー資源、幅広いコモディティ、主要な海上・貿易の要衝の支配、軍事力の拡大、有利な人口動態から利益を得ている。

こうした魅力的な資産は、トランプ政権が世界経済の既成概念を変えることに注力している要因の一部だ。トランプ大統領の下、米国はBRICSプラスと中国が新たな地政学時代の支配的連合となる前に、その台頭を遅らせようとしている。米国を中心としたポスト冷戦時代の一極集中は終わった。次に何が起こるかは定かではないが、今のところ、少なくとも米国と中国がそれぞれの連合を組んで二極の競争を繰り広げる様相を呈している。

この世界的競争こそが、トランプ大統領がグリーンランドやウクライナのレアアース鉱床に関心を持ち、パナマ運河を重視し、中国の艦隊や造船能力の拡大を阻止し、地域戦争の終結を目指す背景だ。

世界秩序はどう変わるのか

グローバリゼーションと自由貿易は、資本市場と投資慣行が確立するための基礎的条件であった。こうした状況は変化しており、そうであれば投資のプレーブック（戦略や手法をまとめたもの）も変化するはずだ。

その一つは、先進国市場と新興国市場の区別が曖昧になりつつあることだ。もはや先進国市場だけがテクノロジー開発の先駆者であり、国際貿易の導き手であり、規制の安定性と予測可能性を保護する立場にあるわけではない。先進国市場と新興国市場の双方の国々でテクノロジーが創造され、強化されており、貿易は連合間よりも同一の連合内で急速に成長している。

経済の分断は、資本コストを各ブロックに集中させ、そのコストを引き上げ、金利上昇を示唆する可能性がある。ボラティリティーは、現在進行中の新秩序への移行期においても高止まりする可能性が高い。過去のデータに基づくリスクモデルの中には、リスク水準を過小評価するものもあるかもしれない。

グローバル競争の激化は、企業が株式を公開する理由が少なくなることを意味する。企業は知的資本を保護することを優先しなければならず、連合国内で展開されるプライベートクレジットにおける資金調達機会に引き寄せられるだろう。投資機会は、どちらか一方ではなく、プライベート市場と公開市場の両方を通じて獲得するのが良いだろう。

経済のレジリエンスは、多くの国にとって国家的優先事項だ。トランプ大統領が「国内の産業基盤を強化する」と約束したことからも明らかなように、産業戦略の多様化と重点化が求められるだろう。生産を自国に戻す努力は、短中期的にはインフレを引き起こす可能性がある。

投資家が考えるべきこと

政策の不確実性と政治リスクは高まっている。投資家は、テクノロジー、エネルギー供給、コモディティー／資源、生産性の優位性など、将来の成長の原動力に対する各国のエクスポージャーをテーマ別に考える必要がある。

連合国内および連合間の関係は進化する。グローバリゼーションの縮小と資本フローの制限の強化は、市場の流動性の低下を意味する。この影響は、プライベート市場が引き続き果たす役割が大きくなることで、さらに強まる可能性がある。

この新しい世界では、リスク分担も少なくなり、サプライチェーンのショックやその他の混乱を緩和する能力も低下するだろう。ボラティリティーの上昇に伴い、ポートフォリオのリスクエクスポージャーは今後削減される必要があり、その結果、必要とされるレバレッジも総じて低下する可能性がある。

この複雑な環境を乗り切るには、よりダイナミックな投資アプローチが必要となる。世界秩序は、まだ見ぬ終着点へと向かう体制転換の最中にある。過去数十年のパッシブアプローチはもはや適切ではない。投資機会を効果的に実現するためには、投資家は投資プロセスにおいてよりテーマ性を持ち、アクティブに行動する必要がある。ポートフォリオのプレーブックもそれに合わせなければならない。

執筆者のマリア・ヴァッサルー氏は、ジュネーブを拠点とする銀行・資産運用会社ピクテの一部門であるピクテ・リサーチ・インスティテュートの代表である。

By Maria Vassalou
(Source: Dow Jones)

6. 債券市場の総崩れは米経済にとり悪材料 The Bond Market's Rout Is Bad News for the U.S. Economy 魅力を増す優良地方債への投資

[コラム]

トランプ氏を翻意させたのは債券市場の動き



Chris Ratcliffe/Bloomberg

約28兆ドル規模の米国債市場は、米国に対する世界的な信頼を示す信任投票の場と言える。それが最近、警告を発している。指標となる10年物米国債の利回りは先週、ほぼ0.5%上昇して4.49%に達した。市場は混乱ぎみで、ラリー・サマーズ元財務長官は、それは新興国市場で起きる事態だと指摘した。30年物米国債の利回りは11日に一時5%に迫ったが、その後4.9%まで戻した。

先週は株式市場の急騰が大方の注目を集めた。

特に9日の取引では、S&P500指数がほぼ10%高

で引けた。週間では約6%上昇し、2023年以来最大の週間上昇率を記録した。しかし、より注目すべきは債券市場の動きかもしれない。というのも、現在のようにインフレが鈍化し、消費者信頼感が低下し、景気減速の兆しが見られる状況では、本来なら利回りは低下しているはずだからだ。

ドナルド・トランプ大統領は9日、ほとんどの貿易相手国に課そうとした相互関税の上乗せ分を一時停止すると発表した。中国との貿易戦争は激化させた。世界のほとんどの国と米国の間で生じたダメージを現政権の下で修復するのは難しいかもしれない。相互関税について態度を軟化させたのは、株式市場の売りではなく、債券市場の混乱が主因だったという。これは債券市場の影響力の大きさを示しており、政治評論家のジェームズ・カービル氏がかつて述べた、「生まれ変わるなら債券市場になりたい。誰でも脅すことができるからだ」という言葉の正しさを裏付けている。

トランプ氏や顧問たちは、米国が債務国であり、巨額の財政赤字を補うために外国資本の流入が不可欠なことを十分に理解していないのだろう。だが、トランプ氏による貿易戦争は、米国がまさに必要としている外国の投資家を遠ざけている。2025会計年度（2024年10月～2025年9月）の上期だけで米国の財政赤字は1兆3000億ドルに達しており、通年で2兆ドルを超えそうだ。

30年物地方債と長期国債の利回りが約5%に

こうした中、地方債も先週1週間で売られた（金利は上昇）。最上級格付け「AAA」の30年物地方債の利回りが9日、一時的に長期国債と同水準になるという珍しい現象が起きた。地方債は税制上の優遇措置があるため、利回りは長期国債の85%程度が一般的だからだ。10日は反発し、11日には再び売られたが、ニューヨーク市水道金融公社やマサチューセッツ州政府などの優良発行体による30年債はいずれも、利回りが4.9%の30年物米国債と同水準の約5%を付けた。

5%の地方債利回りは、35%の連邦税率が適用される投資家にとって、課税後換算で7.7%に相当する。ニューヨークやカリフォルニアといった高税率の州民にとっては、自身が暮らす州が発行する地

方債であればその恩恵はさらに大きい。ブルームバーグの地方債インデックスは先週、利回りが4.5%と15年ぶりの高水準となった。ピムコの地方債ポートフォリオ運用責任者デーブ・ハマー氏は「今年に入って地方債市場では大きな利回り調整が進み、市場は魅力的な価格帯になってきている」と語る。

地方債市場に異変

投資家にとって新たな懸念材料となるのが、非公式なトランプ政権のアドバイザーが地方債の連邦税の非課税措置の話題を持ち出したことで、米連邦政府が非課税措置を撤廃する可能性が浮上した点だ。ハマー氏は、州政府および地方政府の調達コスト低減の一助となっている税制優遇措置は超党派で広く支持を集めていることから、その可能性は低いと見ている。

地方債セクターは1〜3月期に軟調だった。発行量が増加し、4月には投資家が所得税支払資金を確保するため、地方債ファンドを売却したことから季節要因による資金流出に見舞われ、市況が悪化したことが原因だ。その後、米国債市場の混乱が続き、一部の上場投資信託（ETF）からの資金流出が見られた。ウォール街の債券ディーラーは、銀行の資本規制が厳しくなっており、ヘッジが難しくなっている中、地方債の在庫を抱えながら売りを吸収することをちゅうちょしている。

投資手法は何種類もあり、例えば、オープンエンド型ファンドのピムコ・ミュニシパル・ボンド＜PMLAX＞やバンガード・インターミディエート・ターム・タックス・エクゼンプト＜VWITX＞、あるいはヌビーン・ハイイールド・ミュニシパル・ボンド＜NHMRX＞などだ。ヌビーンの現在の配当利回りは約5.6%だ。優れた運用者であれば付加価値を提供することができるが、ETFも多数あり、一例では、運用資産400億ドルのiシェアーズ国内地方債ETF＜MUB＞がある。

プライベート・クレジット市場にとって初めての試金石

市場規模が1兆5000億ドルに達するプライベート・クレジットもきしみ始めており、過去10年で市場規模が急拡大し、注目を集めるセクターが初めて重要な試練にさらされる可能性がある。

業界大手は、アレス・マネジメント＜ARES＞やアポロ・グローバル・マネジメント＜APO＞、ブルー・アウル・キャピタル＜OWL＞、ブラックストーン＜BX＞、KKR＜KKR＞などだ。レバレッジド・バイアウト（LBO）のターゲットとなり得る投資非適格級（ジャンク）の中小企業向けに約10%と高金利のローンを出し付ける。プライベート・クレジットは過去数年にわたり、オルタナティブ資産事業の重要な成長分野であった。

クレジットロス歴史的には低水準で、投資家のリターンは高いが、景気が軟化すれば状況が一変する可能性がある。ほとんどのファンドが非上場か限定的な流動性しか付与していないが、資産規模700億ドルを誇る上場の事業開発会社（BDC）から、センチメントの参考指標として投資家の懸念を読み取ることができる。BDCの株は売り浴びせられ、2月高値から平均で20%下落している。例えば、アレス・キャピタル＜ARCC＞やブルー・アウル・キャピタル＜OBDC＞、ブラックストーン・セキュアード・レンディング＜BXML＞、FS KKRキャピタル＜FSK＞などの銘柄は現在配当利回りが10〜15%だ。

投資家がよりリスクが高いと見ているBDCでは、純資産価値（NAV）に対して大幅なディスカウント

が生じている。FS KKRは約20%のディスカウント、ブルー・アウル・キャピタルで14%、ゴールドマン・サックスBDC<GSBD>およびオークツリー・スペシャルティ・レンディング<OCSL>が約23%となっている。これらのディスカウントは2024年末のNAVに対する割合だ。

KBWのアナリスト、ポール・ジョンソン氏は先週、「BDCはプライベート・クレジットの特徴として流動性が低く、レバレッジが利用されているため、リセッションに対する耐性が高いとは言えない。景気後退の深度を図るには時期尚早だが、事業および消費需要に急ブレーキがかかれば、投資家は枕を高くして眠れないことになる」とレポートに記した。

今年、ジャンク債スプレッドが急拡大したことを踏まえると、今後数週間で3月末の決算発表が行われるため、3月末のBDCのポートフォリオ評価には注意が必要だ。スプレッド拡大は理論的にはポートフォリオ価値の下落につながるが、BDCは原資産のローンが信用問題に直面するまで評価額を切り下げる傾向がある。

BDCで留意が必要なのがレバレッジだ。レバレッジを限定的にしか使用しないか、全く使わないジャンク債のミューチュアルファンドやETFと異なり、BDCは通常、投資家持ち分と同額のレバレッジを活用する。このためリスクは増幅する。今年、ジャンク債が売られたことを考慮すると、BDCのNAVは5%あるいはそれ以上下落しているという意見もある。

BDCを評価する際に、投資家はポートフォリオのクレジットの質を見るべきで、マネジャーによって大きな差がある。より安全度の高いポートフォリオは担保付優先ローンに集中しており、BDCの中ではリスクは最も小さい。劣後債、優先株および株式は下落時に受ける影響はより大きくなる。

BDCの代替としてお勧めなのが、ジャンク債のクローズド・エンド・ファンドで、例えば、ブラックロック・コーポレート・ハイイールド・ファンド<HYT>がある。現在、1株当たり9ドル以下で取引されており、利回りはほぼ11%だ。チャーター・コミュニケーションズ<CHTR>といった大手企業の債券など、流動性の高いポートフォリオで構成されており、保有銘柄は定期的に時価評価される。ほとんどのBDCよりも低コストでレバレッジも低い。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

7. 関税強化が米国経済に与える影響をいち早く察知するデータとは

[経済政策]

Tariffs Haven't Hit the Economy Yet. Here Are Some Data to Watch.

主要経済指標に先行する高頻度データ群

今後数週間以内に支出と雇用が後退する可能性

4月9日、米トランプ政権が相互関税の上乗せ部分の導入を先送りしたことで株価は急騰した。だが、経済の見通しに不透明感が残っているため、市場はその勢いを維持できなかった。

公式データに基づくと、経済状況は引き続き安定している。だが、資産の目減り、インフレ懸念の高まり、今後の政策の不確実性が相まって今後数週間以内に支出と雇用が後退する可能性は依然として拭えない。投資家はデータに基づいて行動する必要がある。



David Paul Morris/Bloomberg

シティのエコノミスト、アンドリュー・ホレンホルスト氏は「中国以外の国・地域に対する相互関税が一時停止されたからといって、米国の経済成長の減速とインフレ率の上昇が回避されることにはならない。貿易を巡る不確実性は今後も続き、中国以外の国・地域からの輸入が急増して第2四半期の経済成長率が押し下げられる可能性がある」と指摘する。

3月の総合消費者物価指数（CPI）は前年同月比2.4%と予想を下回った。2月の同2.8%から大幅な低下となり、米連邦準備制度理事会（FRB）が目標とする2%に一步近づいた。だが、インフレ指標の下振れは、関税措置を巡る懸念を和らげるものではなかった。

直近のインフレ指標には、関税強化が値上げ圧力にどのように波及するかはまだ示されていない。引き上げられた関税の消費者価格への転嫁はすぐには起こらないからだ。モーニングスターの米国担当チーフエコノミスト、プレストン・コールドウェル氏はその理由を、「在庫水準が高い上、近年の物価上昇のせいで消費者は既に疲弊している。そのため企業は投入コスト上昇分の価格への転嫁を『当初は恐る恐る』行う可能性がある」と説明する。

リアルタイムの支出および雇用データを注視する

投資家は、政府が発表する遅行指標に依存するのではなく、リアルタイムの支出データと雇用データ（その多くは民間の調査機関によって発表されている）が示唆する直近の警戒シグナルを注視すべきだ。こうしたデータは変動しやすいものの、現在のトレンドを読み取るためのより優れたツールとなり得る。

例えば週次のクレジットカード利用データが示すトレンドは通常、国勢調査局が発表する月次の小売売上高統計のトレンドに先行する。シティとバンク・オブ・アメリカが毎週木曜日に発表する週次クレジットカード利用データによると、米国の家計支出はこの1カ月にわたり好調だった。シティの顧客のクレジットカード利用高における特定の小売りカテゴリーの集計結果によれば、3月の小売り支出は0.5%増となり、0.8%減だった2月から反転した。

ブロードウェー観客動員数、レストラン支出額、レイオフ通知件数

ニューヨークのブロードウェーで開催されるショーが動員する観客の多くは通常、個人消費のかなりの部分を占める高所得者層であり、裁量支出意欲の測定にも役立つ。業界団体のブロードウェー・リーグのデータによると、4月6日までの1週間の観客動員数は依然として上向いていた。

もう一つのバロメーターは週次のレストラン支出額だ。ブルームバーグ・セカンド・メジャーのクレジットカード・デビットカード取引データによると、週次レストラン支出額は2月の間は低調だったものの、3月30日付の週次データでは前年同期比3.5%増となった。

個人消費の最大の原動力は雇用だ。失業保険申請者数の大きな変化は労働環境の悪化を示している可能性がある。労働省が10日発表した4月第1週の新規失業保険申請件数は前週比増加したものの依然として低い水準だ。

今後は、労働者調整再教育通知法（WARN法）に基づくデータからさらなる洞察が得られる可能性がある。WARN法は、従業員数100人以上の企業の雇用主に対し、計画的レイオフを60日前に通知することを義務づける連邦法だ。クリーブランド連銀が追跡している通知件数は、民間部門の労働市場の健全性を測定する先行指標である。

トランプ大統領が発令する関税措置が経済に与える負担は、現在の景気拡大局面が続くか終わるかを左右する問題となるだろう。警戒信号に注意せよ。

By Megan Leonhardt
(Source: Dow Jones)

8. 市場には魅力的な参入ポイントがあるが、まだそこに至っていない

[米国株式市場]

The Stock Market Has an Entry Point. We're Not There Yet.

割高感の解消に加え、FRBの利下げがあるかどうかポイント

関税政策を巡り乱高下、週間では反発



TIMOTHY A. CLARY / AFP / Getty Images

株価が乱高下する局面では、底値で買って高値で売れが鉄則だ。

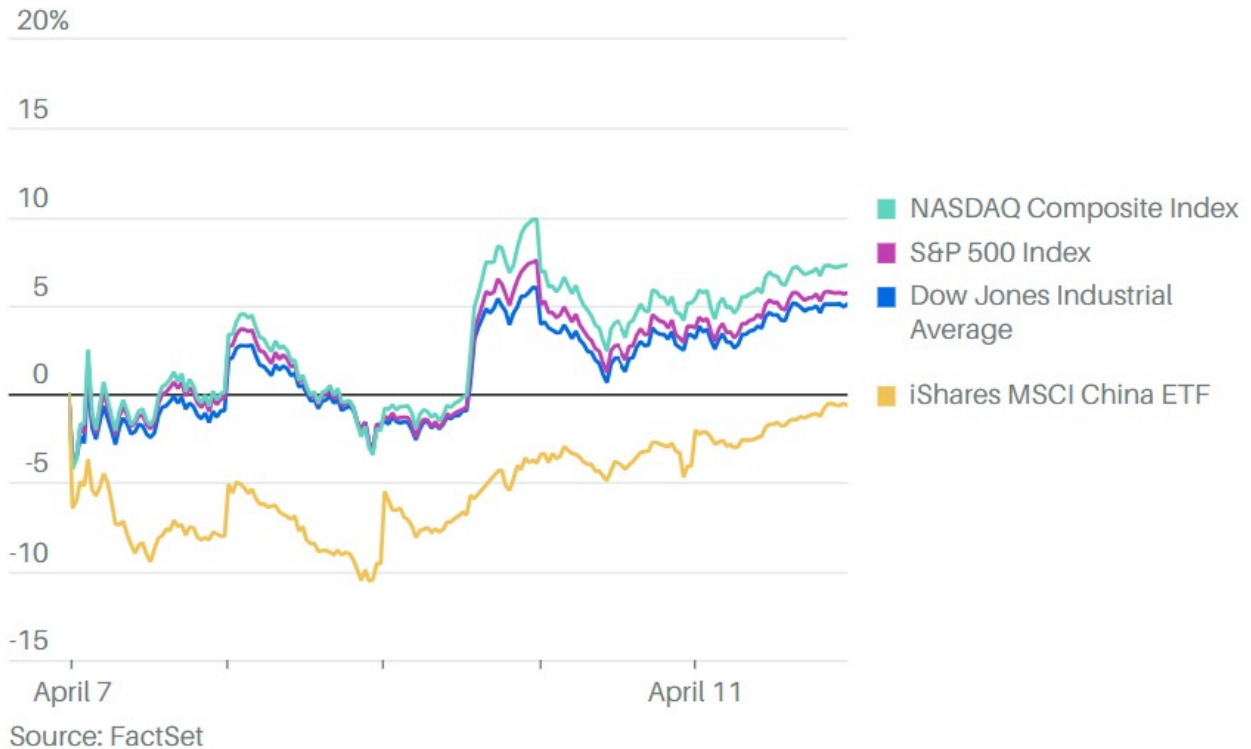
先週の株式市場は控えめに言っても特筆すべき週で、投資判断に役立つ幾つかの指標を得られた。先週を振り返ると、週明けは暗いスタートだったが、トランプ大統領が中国を除く貿易相手国への相互関税を一時停止する措置を講じたことで、9日に主要株価指数は急反発した。S&P 500指数は9.5%上昇し、2008年10月以降で最大の上昇となった。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は7.9%、ナスダック総合指数は12.2%の上

昇だった。

9日の急上昇後はすぐに利益確定の売りが入り、S&P500指数は週間で5.7%高の5363.36で引けた。これは2月19日の史上最高値である6144.15から12.7%下落した水準だ。NYダウは5.0%上昇して4万0212ドル71セントとなり、ナスダック総合指数は7.3%高の1万6724.46となった。小型株のラッセル2000指数は1.8%高の1860.20で週末を迎えた。

業績予想の下方修正

Market Snapshot



今回の動きは、急騰後の買いがなぜ危険なのかがよく分かる実例だ。市場は、関税がどのような形で実施されようとも、経済にとって打撃であることを承知している。ここ数カ月、企業や消費者の信頼感は低下しており、消費支出もそれに追随する可能性がある。10日に発表されたインフレ指標に関して予想を上回る可能性があるとなると多くの人が考えていたが、前年比プラス2.4%と予想を下回った。

シティグループのエコノミスト、アンドリュー・ホレンホースト氏は「需要の軟化はすでに消費者物価指数に重くのしかかっている」と書いている。

ウォール街のアナリストは、すでに2025年の売上高と利益の予想を引き下げている。ファクトセットによると、S&P500指数の2025年の予想業績は、大統領選挙直前の昨年11月初旬時点では273ドルだった。現在は267ドルで、一連の引き下げがこれで終わりというわけではなさそうだ。22Vリサーチのデニス・デブッシュェレ氏によると、話を聞いたマネーマネジャーは今年の業績予想を平均で258ドルとしており、これは前回の予想から5%以上低下している。

これは納得できるものだ。多くのエコノミストは、貿易戦争の結果、米国の国内総生産は以前の予想から1%ポイント強減少するとみている。その場合、アナリストは企業の売上高の予想を数パーセント引き下げる。企業はすべてのコストをそれと同様に引き下げられないため、利益率が圧迫されることになる。

もちろん、これらの数字が確定したわけではない。今後の業績発表における各社の業績ガイダンスを待つ必要があるため、現在の株式市場は再度急落するリスクを抱えている。

S&P500指数で4800が支持水準か

底値で買おうとしている投資家はそうした下落の後に参入しそうだ。S&P500指数の重要な支持水準（買い手が入って指数が支えられる水準）は4800のすぐ上にあると、カップシーシスの創設者であるフランク・カッペレリ氏は言う。

この水準は、関税によって引き起こされる経済への潜在的な打撃の多くを反映している。4800であれば、デブッシュェレ氏が聞いた市場平均である258ドルに対して約18倍となる。これは、今年のS&P500指数の最も高い予想株価収益率（PER）である約23倍を大きく下回っており、過去3年間のレンジの下限に相当する。

4800からであれば長期的には上昇するはずだ。米連邦準備制度理事会（FRB）が景気を安定させるために利下げに踏み切ればなおさらであり、業績と同様に、市場は今年の打撃から来年は反発することになる。シティのホレンホースト氏は「こうした動向が今年の（弱い）インフレ指標に反映され続ければ、FRBはもっと安心して利下げを行えるはずだ。今年1.25%の利下げがあると引き続き予想している」と書いている。

利下げと最終的に反発するとの見通しは、指数がここから底割れした場合に、より積極的に株を買う理由となる。バイコフ・グループのダグ・バイコフ氏とローン・バイコフ氏は、投資期間が複数年の投資家にとって、最近の下落が関税発表前よりも魅力的な参入ポイントを提供しているかを検討する価値があるかもしれない」と書いている。

投資家諸氏はチャンスに備えておくことだ。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

9. 弱気シナリオはどこまで弱気であるべきか？

[投資戦略]

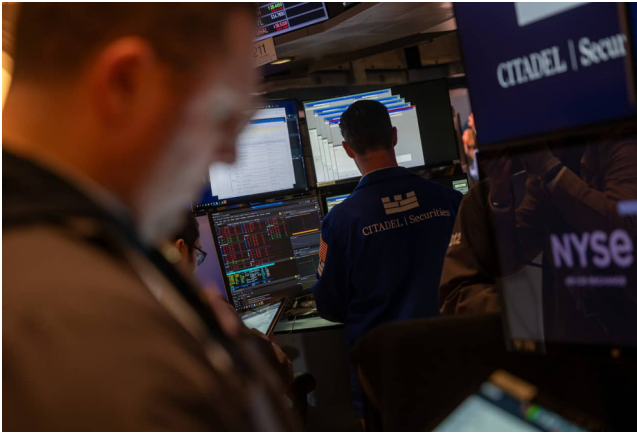
How Bearish Should a Bear Case Be?

価格目標の「弱気シナリオ」は最悪の事態を捉えきれているのか

そこまで悲惨とは言えない「最悪シナリオ」

ウォール街の一部の企業は、価格目標を強気、弱気、基本の3通りで示すことを好む。これに対する筆者の不満は主に、弱気シナリオがしばしば想像力に欠けているように感じられることだ。JPモルガンのグローバル戦略チームは、来年の1株当たり利益（EPS）250ドル、予想株価収益率（PER）16倍という想定の下で、年内のS&P500指数の弱気シナリオを4000としている。このシナリオは、米国政府が世界的に関税の引き上げを行う新たなスケジュールを一時的に保留すると発表する2日前に公表されたもので、貿易の混乱により企業利益は昨年240ドル水準からわずかしこ伸びないと想定している。

昨年11月の大統領選挙直後にS&P500指数が初めて6000を上回ったことから、それが今度4000まで下落すれば痛いのは確かだ。とはいえ、それでも9年で2倍に上昇したことになるから、そこまで悲惨とは言えない。



Spencer Platt/Getty Images

同様に、2年間の利益成長がわずかに留まることは、現在のコンセンサス予想である27%成長と比べれば期待外れだ。しかし、それは最悪のシナリオなのだろうか？ピーオブユー・セキュリティーズの株式ストラテジストによると、現在停止している関税は、S&P500指数の利益を5～35%押し下げる影響を及ぼすとしている。数字の幅が大きいのは、価格上昇や他国の報復措置に起因した予測しきれない二次的影響を反映している。

■ 予想外の事態に備えられるか

今年の相場下落前のS&P500指数のPERは23倍近くであったことから、16倍への低下は深刻に響く。しかし、本当にそうだろうか？それとも、行動心理学者が「直近バイアス」と呼ぶ傾向、つまり、将来の出来事を予想する際に直近の結果を過大評価する傾向によって、われわれの認識がゆがめられているのだろうか？2000年には、カンザスシティ連銀のエコノミストが128年分の株式データを調査し、平均的な実績PERを14.5倍と算出している。

株価予想屋や数学マニアの中には、これを「株式リスクプレミアムの低下」と呼ぶ者もいる。この考え方によると、われわれは皆、以前よりも株式に対して高い金額を払う気になっているが、その理由はおそらく、景気後退時には政府が救済策を打ち出して事態を解決してくれることを期待するようになったからであろう。昔ながらの数値はもはや時代に合わないのかもしれない。あるいは、世界貿易の拡大、米国の低価格と低金利、企業収益の増大、米国資産への資本流入などにより、多少の変動はありつつも、数十年にわたって水増しがいろいろと行われてきただけなのかもしれない。あと30年ほど時間があれば、筆者自身もどちらの意見にくみするか判断できるだろう。

一方、利益が10%減少すると仮定し、かつて一般的だったPER14.5倍を当てはめると、S&P500指数は3132となる。これは今年の市場が47%下落することに相当し、最近の下落率15%よりはるかに大きい。ここで重要なのは、筆者がこうなると考えているかどうかではない。筆者にとって、弱気見通しは、予想をはるかに超える最悪の事態にふさわしい備えをするためにあるということだ。オープンハイマーのテクニカル・アナリストは最近、S&P500指数の「弱気サイクルの閾値（いきち）」は急激な下落局面において5～7カ月で4800、長期にわたる緩やかな下落局面では9～12カ月で5100になると述べている。筆者はそれがダウンサイドだと信じたいが、全くもって分からないという心境だ。

■ 調整局面に振り回されないのが得策

バンガードのアドバイザー・リサーチ・センターで投資部門を統括するフランシス・キニーリー氏は、「市場の調整局面は、一般に考えられているよりも普通のことだ」と指摘する。1980年以来、市場が最高値から10%以上下落した時期は全体の3割ほどあった。キニーリー氏によれば、投資家は米国株と海外株を組み合わせ、さらに高クオリティーの債券を保有し、そこからぶれないのが最善だという。900億ドル相当の不動産資産を運用するハインズのグローバル最高投資責任者（CIO）であるデビ

ッド・スタインバック氏も楽観的だが、投資家にとって貿易摩擦の激化は、スキーでいえばダウンヒルからクロスカントリーに転向するようなものだとする。筆者の体力レベルでは、活火山にでも飛び込む方がまだましに聞こえるが、まあいいだろう。

関税措置を一時的に停止するに至った理由については、幾つかの相反する情報があった。ホワイトハウスの報道官は、メディアが「取引の妙味」を見落としていると述べ、75カ国以上が交渉を求めてきたと語った。しかし、この発表は債券市場の急落と重なり、トランプ大統領は人々が「いづれ落ち着きをなくしている」と述べた。直後に株価は急上昇したが、UBSでチーフストラテジストを務めるバヌー・バベジャ氏によると、ダメージはすべて払拭されたわけではない。仮に世界の貿易関税率が暫定的に10%を維持し、中国への税率が104%から50%に引き下げられたとしても、米国の需要への打撃は利益成長率を1桁台前半、もしくはゼロにまで押し下げるに十分であると、バベジャ氏は推定している。これが基本シナリオであるなら、弱気シナリオは回避できることを願うばかりだ。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

10. 弱含む美術品相場、貿易戦争が追い打ち

[経済関連スケジュール]

Art Is in a Bear Market. A Trade War Won't Help.

コロナ禍から一時回復後に低迷、貿易戦争で一層下落か

2024年の美術品市場は12%縮小



Illustration by Elias Stein

アート・バーゼルと金融大手UBS<UBS>が発行した「2025年グローバル・アート・マーケット・レポート」によると、価格変動と不透明感が影響して、2024年の美術品市場は世界的に大きく後退し、取引額が前年比12%減となった。特に高額作品の購入が減少したことが背景にある。2024年の取引額は575億ドルに落ち込んでおり、市場は2023年にも4%縮小していたため、今回の落ち込みはそれに続く形となった。

レポートを執筆したアート・エコノミクスの創業者クレア・マクアンドリュース氏は「貿易戦争

がこの状況に拍車を掛ける」と警鐘を鳴らす。マクアンドリュース氏によると、美術品市場は「国境を越えた健全な国際貿易の流れ」に支えられてきており、特にニューヨーク市場でその恩恵が大きかったという。2024年も米国は最大の市場であり、取引額ベースで全体の43%を占めた。これは前年比で1%の増加だ。英国は18%で2位に浮上し、中国は15%で3位に後退した。マクアンドリュース氏は「市場が既に弱含んでいた最中に貿易摩擦が起きているのはタイミングとして最悪だ」と指摘する。

加えて、高金利とインフレも市場に重くのしかかった。取引件数そのものは3%増加した。これは低価格帯の作品の取引が活発だったためだ。しかし、価格が1000万ドル以上の作品は振るわなかった。販売額は45%減少し、2023年の40%減から一段と落ち込んだ。100万ドル超の作品は、オークション販売額の49%を占めたが、その割合は2023年の55%から低下した。一方、5万ドル以下の作品は取引全体

の17%を占め、前年の13%から伸びている。

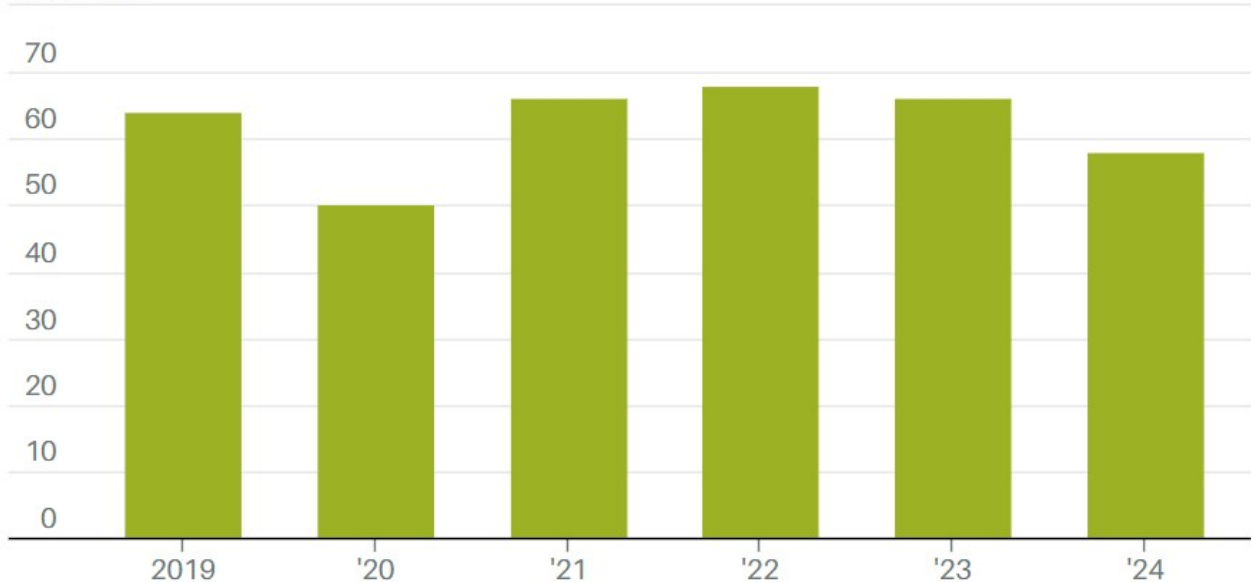
市場が厳しい中、ディーラーは新規顧客の開拓にコストをかけるよりも、既存の顧客を頼みにして販売を続けている。ただし、マクアンドリュース氏は「このやり方を続けるのにも限界があり、やがて問題になる」との見方を示す。マクアンドリュース氏によれば、人々は流動性が高く、収益を生む資産へと資金を移している可能性があり、流動性の低いアート作品の購入を避けているという。マクアンドリュース氏は「資金を寝かせておきたくないのだろう」と言う。

先週の出来事

Paint by the Numbers

After a recovery from the pandemic, art sales have steadily lost ground. A trade war could create further declines.

\$80 billion



Sources: Art Basel, UBS Global Art Market Report 2025

市場動向

トランプ米大統領による貿易関税措置という「薬」に対して、投資家の反応は厳しかった。世界市場が動揺する中、ウォール街の幹部らは実業家イーロン・マスク氏とともに関税措置に反対を唱えた。ドルと原油は売られた。トランプ氏が関税措置の強硬姿勢を緩めるとの臆測が広まり株価は一時的に上昇したが、米国が対中関税を104%に引き上げ、中国も米国製品への関税を84%に引き上げて対抗したことで、株価は急落した。9日、米国債が売られるなか、トランプ氏は米国の相互関税について、中国を除いて90日間の一時停止を発表した。一方で中国に対しては関税を125%に引き上げ、さらに145%まで引き上げた。かかる状況を受けて株価は急騰し、S&P500指数は一時9.5%上昇したが、その後、インフレ指標が良好だったにもかかわらず再び急落した。中国はこれに対抗して関税を125%まで引き上げ、一方で株式市場は再び反発した。週間ベースではダウ工業株30種平均（NYダウ）は5%上昇、S&P500指数は5.7%上昇、ナスダック総合指数も7.3%上昇した。

企業動向

アップル<AAPL>は、中国からインドへ600トンのiPhone（アイフォーン）を空輸した。また、アマ

ゾン・ドット・コム<AMZN>は、中国製品の価格上昇に警告を発した。連邦政府はコーネル大学とノースウェスタン大学への資金援助を凍結した。また糖尿病治療薬を肥満症治療で使う際のメディケア（高齢者向け医療保険制度）とメディケイド（低所得者向け医療保険制度）による保険適用を見送る方針を発表し、米製薬大手イーライリリー<LLY>に打撃を与えた。航空大手のデルタ航空<DAL>は、米国への観光が減少傾向にある兆しを受けて、ガイダンスを撤回した。トランプ氏は、衰退する米国の石炭産業を活性化させることを目的とした大統領令に署名した。大手銀行のJPモルガン・チェース<JPM>は、第1四半期決算シーズンの幕開けとして、過去最高のトレーディング収益を発表した。

M&A（合併・買収）など

パナマ政府の監査の結果、香港の複合企業CKハチソン・ホールディングス<0001.香港>はパナマ政府に対して3億ドル相当の債務を負っており、2021年に港湾の運営権延長に関して必要な承認手続きを適切に経ていなかった可能性があるとして指摘された。この問題により、資産運用大手ブラックロック<BLK>率いる投資グループへの228億ドル規模にのぼる港湾事業の売却計画は、さらに不透明感を増した。高級品衣料品メーカーのプラダ<1913.香港>は、13億8000万ドルで同業のヴェルサーチを買収することで合意した。

今週の予定

Trouble at the Top

Falling sales of the priciest art has dragged the market down.

Year-over-year change



Sources: Art Basel, UBS Global Art Market Report 2025

4月14日（月）

S&P500指数の構成企業のうち30社超が四半期決算を発表する予定だ。中でも金融およびヘルスケアセクターの企業が注目される。14日の取引開始前に大手銀行ゴールドマン・サックス<GS>、15日には大手銀行バンク・オブ・アメリカ<BAC>とシティグループ<C>、ヘルスケア大手ジョンソン・エンド・ジョンソン（J&J）<JNJ>、地方銀行のPNCファイナンシャル・サービスズ・グループ<PNC>

が続く。16日は大手医薬品メーカーのアボット・ラボラトリーズ<ABT>と地方銀行のUSバンコープ<USB>が発表予定。短縮取引となる17日には、クレジットカード大手アメリカン・エクスプレス<AXP>、米投資会社ブラックスストーン<BX>、オンライン証券大手チャールズ・シュワブ<SCHW>、動画配信のネットフリックス<NFLX>、医療保険会社ユナイテッドヘルス・グループ<UNH>の決算発表で週を締めくくる。

4月16日（水）

米国勢調査局（商務省）が3月の小売売上高を発表する。コンセンサス予想は前月比1.2%増（2月は同0.2%増）。自動車を除いたベースでは前月比0.4%増を予想（2月は同0.3%増）。

4月17日（木）

欧州中央銀行（ECB）が金融政策の決定内容を発表する。ECBは中銀預金金利を0.25%引き下げ2.25%にするとの予想が大勢を占める。

4月18日（金）

米株式・債券市場はグッドフライデー（イースターの前の聖金曜日）のため休場。

統計と数字

7兆4000億ドル：MMF（マネー・マーケット・ファンド）の総運用資産残高。4月上旬だけで600億ドル超の資金が流入し、過去最高を更新。

67%：米国の対中関税が125%に設定された場合に、中国で製造されたアップルのiPhone 16 Pro Maxの価格上昇率の推定値。

300億株：トランプ大統領による関税一時停止を受け、米国株式市場での取引量が300億株に達し、7日の過去最高を更新した。

59ドル：9日のブレント原油1バレル当たり価格。60ドルを下回ったのは4年ぶり。

By Abby Schulz
(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』 2025/04/13

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