

# バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/04/27

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 金をポートフォリオに加えるべし、ただし適度に - Stash Some Gold in Your Portfolio-But Not Too Much [カバーストーリー] P.1  
不透明感や中央銀行と個人投資家の買いで金価格は歴史上昇
2. 間もなく95歳になるバフェット氏不在のバークシャー将来像 - Buffett Is Still at the Top of His Game. Berkshire Faces a Future Without Him. [フィーチャー] P.5  
退任前の最後の年次株主総会で60年間の偉業を祝福しよう
3. 相場の下落から守ってくれるバッファ-ETFが飛ぶように売られている - Buffered ETFs Protect Against Market Drops. They Are Selling Like Hotcakes. [フィーチャー] P.10  
通常の株価調整局面すら耐え難く感じる投資家に最適か
4. 世界的な供給ショック、金利上昇、関税引き下げが予想される - Economist Sees Global Supply Shocks, Higher Rates, Reduced Tariffs [インタビュー] P.12  
TSロンバードのピーミッシュ氏に聞く
5. 株式市場に残された時間は少ない - Time Is Running Out for the Stock Market. Trump's Next Move Is Crucial. [コラム] P.16  
待たれるトランプ大統領の決断
6. 先週の株式市場は急騰したが、一段の下値の可能性も - Stocks Surged This Week. Why the Next Move Looks to Be Lower. [米国株式市場] P.18  
利益予想の下方修正とPERの低下が控えている
7. トランプ大統領のFRBバッシングが意図せざる結果を招く - The Unintended Consequences of Trump's FRB Bashing [経済政策] P.20  
FRBによる米国債買い支えも
8. 米関税政策の不確実性がハイテク企業に与える影響は？ - Tech Earnings Arrive With Growing Uncertainty [ハイテク] P.22  
第1四半期決算で注目すべき四つのポイント
9. あなたの「国際」ファンド、実は米国株ファンド？ - Is Your International Fund a U.S. Fund in Disguise? Why It Matters. [ファンド] P.24  
指数に偏り生んだ米国株の好パフォーマンス
10. カトリック教会、投資運用を近代化 - Pope Francis Modernized the Vatican's Investment Program [経済関連スケジュール] P.27  
教皇庁資産管理局（APSA）、教義に基づく運用で成果

※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。

## 1. 金をポートフォリオに加えるべし、ただし適度に

[カバーストーリー]

Stash Some Gold in Your Portfolio-But Not Too Much

不透明感や中央銀行と個人投資家の買いで金価格は歴史的上昇

## 年初来でさまざまな資産をアウトパフォーム



Illustration by Justin Metz

金価格は直近で1トロイオンス＝3406ドルを付け、年初来では30%上昇しており、株式、債券、ビットコインの保有者がうらやむリターンを上げている。キャッシュフロー原理主義者は「一時的な成功にすぎない」と言うだろうが、見直すべきだ。過去20年間で、上場投資信託（ETF）のSPDRゴールド・シェアーズETF＜GLD＞は630%急騰しており、SPDR S&P500 ETF＜SPY＞を85%ポイント、アウトパフォームしている。

もし企業の数十年間のリターンがただの金属を下回るというなら、株主は事業を停止させ、代わりに金地金を保有していた方が良いことになる。いったい何が起きているのだろうか。仮にガソリンや半導体の場合なら、需要と供給に注目する。しかし、金が消えてなくなることはほとんどないので、価格は主として需要に左右される。2022年以降、金の需要は非常に旺盛で、需要の裾野も拡大している。

2022年、米国と同盟国が銀行制裁を含む包括的な制裁をロシアに科したことを受けて、中国は金地金を買いあさった。中国の買いは落ち着いたが、他の中央銀行も金を買っている。各国が数十年にわたって準備金を米ドル以外に分散させようとしていることを考えると、驚くべきではないかもしれない。しかし、世界最大の金地金ディーラーであるJPモルガン・チェース＜JPM＞は、最近の金を積み増す動きについて、（米ドルの）貨幣価値の低下に備えたトレードではないかとみている。投資家は、トランプ大統領の関税、米連邦準備制度理事会（FRB）議長に対する威圧、米国政府の膨大な債務に不安を感じている。

## 個人投資家の間でも需要が急増

個人投資家の間でも、金地金と金貨の需要は急増している。金ETFはこのトレンドに逆らっていたが、昨年夏以来、資金フローは堅調なプラスに転じている。全体として、各国中央銀行は4兆ドル、民間投資家は5兆ドル相当の金を保有していると推定される。金融資産全体（260兆ドル）に占める割合は過去最高の3.5%だ。

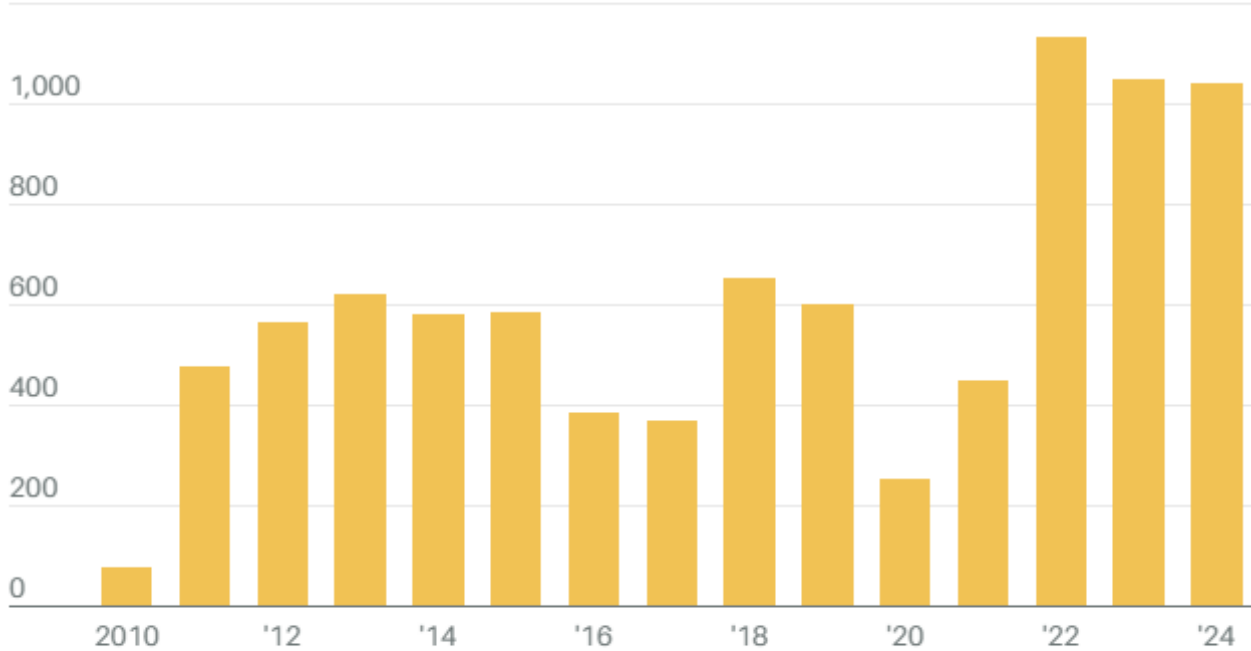
ビーオブエー・セキュリティーズは、中央銀行が金を買増す余地は非常に大きく、中国の保険会社も金を買始める公算が大きいと指摘する。RBCキャピタル・マーケットのアナリスト、クリス・ルーニー氏は、ETFが今後の需要の伸びをけん引する可能性があると言。特に、市場が不安に支配された場合はなおさらだ。

iシェアーズ・ゴールド・トラストETF＜IAU＞などを運用するブラックロックのポートフォリオマネ

## Banking on Gold

### Net purchase of gold by central banks

1,200 tonnes



Source: World Gold Council

ジャー、ラス・ケステリッチ氏は、金は価値の貯蔵手段としての機能を証明しており、ほとんどの投資家にとってポートフォリオに2〜4%組み入れるのが妥当だと語る。

UBSで素材株を担当するダニエル・メジャー氏は、企業買収や鉱山などの資産の売買が低調なことが背景となって金鉱株は近年低迷しており、金鉱株の主要株価指数の株価収益率（PER）がコロナ禍以前の水準を30%下回っていると指摘する。UBSは、直近で金価格が急上昇する前に、2026年の金価格の目標を1トロイオンス当たり3500ドルへ23%引き上げていた。多くの鉱山会社の生産コストは1200〜2000ドルだ。メジャー氏はカバレッジ企業全体の業績予想を上方修正している。

メジャー氏が選好するのは、金鉱会社のバリック・ゴールド<ABX>、ニューモント<NEM>、エンデバー・マイニング<EDV>だ。しかし、金が株式を長期的にアウトパフォームし続けるとか、インフレ率の急上昇や株価の急落といった短期的な危機から確実に資産を守ってくれると期待するべきではない。その前に少し歴史と化学、それに金にまつわるルールの話しよう。

### 「神の肉」と呼ばれた金

世界最古の金貨は紀元前550年前後にリディア王国（現トルコ）で鑄造された。そのころには既に、数千年も前から、金は富の象徴として利用されていた。古代エジプトでは、金は「神の肉」と呼ばれ、ツタンカーメン王は黄金のひつぎに葬られた。旧約聖書には、ソロモン王統治下のエルサレムでは、金が普通の石と同じくらいありふれたものだったと記されている。なお、地球の地殻に含まれるケイ素（ほとんどの石の成分）の割合が28.2%であるのに対し、金は0.0000004%である。



Dado Galdieri/Bloomberg

金は歴史的に、富、卓越性、そして悪徳と深く結び付けられており、人類にとって神秘的な魅力を持っているように見える。実際のところ、それには化学的な必然性がある。

取引や貯金は貨幣があれば簡単になる。では、118の元素の中からどれを貨幣に選ぶか。コロンビア大学の化学者であるサナト・クマール氏は、数年前の米公共ラジオの番組で、消去法で答えを示してみせた。まず、常温で気体や液体になるものは避ける。周期表の1列目と2列目にある反応性が高い元素も選べない（例えば、リ

チウムで硬貨を造ったら燃えてしまう）。貨幣は希少でなくてはならないが、希少過ぎてもいけない。毒性や放射性がある元素もふさわしくない。残ったわずかな元素の中で、ここ数世紀まで発見されていなかったものや、初期の溶鉱炉で溶かすには融点が高過ぎるものを除外する。

すると、金と銀が残る。銀は変色するが、より希少な金は光沢を保つ。輝きが維持されるように、平たく延ばすことができる。さらに、人工的に生み出すこともできない。少なくとも、採算の取れる方法では無理だ。厳密には、核変換という手法で水銀から陽子の一つを取り除くか、プラチナ（白金）に陽子の一つを加えれば、それが金になる。科学者は80年以上前にこの方法で金を生成したが、生み出されたわずかな金は放射性だった。もし自分ならもっとうまくやれるというなら、原子炉を使って証明する必要があるだろうが、原子炉には大規模な金鉱山の5倍のコストがかかる。

金、銀、銅は異なる単位で取引される。銅の単位はポンドで、1ポンド当たりの銅価格は年初来で17%上昇して4.72ドルとなっている。銀と金の単位はトロイオンスで、普通のオンスより9.7%重い。1トロイオンス当たりの銀価格は年初来で13%上昇し、32.7ドルとなっている。

## 長期的なアウトパフォームは期待できず

投資用の金の純度は、1000分の1単位か、24段階のカラット（karat）で表される。これは宝石の重さを表すカラット（carat）とは異なるが、15世紀にトロイオンスを使い始めた英国では「carat」と表記することが多い。中央銀行が取引する金塊はグッド・デリバリー・バーと呼ばれ、重さは400トロイオンス前後、価格は130万ドル以上だ。

金貨には多くの種類がある。例えば、カナダのメイプルリーフ金貨は24Kだが、南アフリカのクルーガーランド金貨は22Kで、耐久性を高めるために銅が混ざっている。プルーフ硬貨は芸術性や希少性のために割高である。コインの収集家でなければ、地味なブリオン硬貨を選ぶ方が良い。通販番組ではなく、取引量の多いディーラーから買おう。それでも、価格に2~4%のマージンが上乗せされるのが普通だ。保管や保険のコストも考えなければならない。

ETFの方が経済的だ。例えば、iシェアーズ・ゴールド・トラストETFの経費率は0.25%である（販売手数料を除く）。長期保有者向けには、より小規模で経費率が0.09%のiシェアーズ・ゴールド・トラスト・ミクロETF<IAUM>がある。

## Racing Ahead

The price of gold has outpaced the S&P 500 over the past 25 years.



Source: Bloomberg

株式から金に逃げるべきではない。金が驚くほど長期にわたってアウトパフォームしているのは、大部分が最近の上昇によるものだ。1975年から昨年までで、金のリターンは約16倍だったが、米国株は348倍だった。

過去半世紀で見ると、金はインフレのヘッジとしてはそこそこの成績で、期待外れとなることもあった。2022年に米国のインフレ率は40年ぶりの高水準となる9%超に達したが、金価格は横ばいだった。問題は、インフレ率が高くなると、金利が急上昇する可能性があるということだ。ブラックロックのケステリッチ氏は「米財務省短期証券（Tビル）で5%の利息が得られるなら、人々は金属の塊や、キャッシュフローを生まないETFよりもTビルを選好することが多い」と語る。

金は今年、株価の下落をおおむね相殺しているものの、常にそうとは限らない。4月初めに関税が発表された「解放の日」を思い出してほしい。米国株は3日間で11%近く下落し、金価格も約5%下落した。RBCのルーニー氏は「これは異常なシナリオではない。投資家がポートフォリオで損失を抱えたとき、金も損失をカバーするために売られた」と指摘する。

金の値動きに関する一番のポイントは、「金そのものは動かない」ということだ。動くのは人間であり、人間の動きには全く信頼が置けない。株式のヘッジには債券を利用し、うまくいかなければ耐えることだ。インフレヘッジについては、普段利用している商品やサービスと関連性が高い資産を検討すべきだ。例えば、分散コモディティーフンドでは貴金属以外に産業用金属、エネルギー、農産物などにも投資している。インフレ指数連動国債（TIPS）は消費者物価指数（CPI）に連動する。

住宅や、信頼性の高い生活用の車を所有し続けるのも良い。もちろん、車は劣化する。しかし、十分に長い目で見ればほとんど何でもそうだ。資産構成は株式を主とするべきだ。S&P500指数には金鉱会社のニューモントも入っている。

## ■ アナリストが選好する金鉱株

UBSのメジャー氏は最近、バリック・ゴールドとニューモントの投資判断を中立から買いに引き上げた。金価格が過去3年間で76%上昇した一方で、ニューモントの株価は20%超下落している。メジャー氏は、その原因が買収を巡る困難と業績の予想未達にあるという。株価が8%下落しているバリックは、2023年からアフリカのマリ共和国と紛争状態にある。マリ政府が自らの利益の取り分を大きくする新たな鉱業法を制定したためだ。マリ当局は最近、税金の未払いを理由に、首都バマコにあるバリックのオフィスを閉鎖した。

この手の頭痛の種は、金庫の中の金貨からは生まれないものだ。しかし、メジャー氏は「期待が十分にリセットされた」と述べ、フリーキャッシュフローが魅力的で、ガイダンスが達成可能であることを指摘する。ニューモントはコンセンサス予想に基づく2026年予想PERが13倍で、資産を売却中だ。バリックの2026年予想PERは10倍で、生産量は堅調に増加している。

メジャー氏はエンデバー・マイニングも選好している。エンデバーの株価は過去3年間で40%上昇しており、PERは9倍だ。ただし、メジャー氏は「地域リスクが高い」と指摘する。エンデバーは西アフリカ、特にブルキナファソに重点を置いているが、同国では2022年にクーデターが起きた。そんな政治的混乱があったなら、株価は低迷したはずだと思うだろう。しかし、ブルキナファソでは1966年以降、8回のクーデター、5回のクーデター未遂、1回の大統領追放事件が起きている。平均で4年に1回、反乱が勃発していることになる。

アステカ王国では金が「神のくそ」と呼ばれていた。金が発見された小国のその後を考えると、この呼び名には先見の明があったのかもしれない。

By Jack Hough  
(Source: Dow Jones)

## 2. 間もなく95歳になるバフェット氏不在のバークシャー将来像

[フィーチャー]

Buffett Is Still at the Top of His Game. Berkshire Faces a Future Without Him.

退任前の最後の年次株主総会で60年間の偉業を祝福しよう

### ■ 5月3日に年次株主総会を開催

ウォーレン・バフェット氏率いるバークシャー・ハサウェイ<BRK.A>は今年、株式市場をアウトパフォームしている。5月3日にネブラスカ州オマハで年次株主総会が開催される。60年にわたって大いなる富をもたらした功績をたたえる場であると同時に、避けることのできない未来について熟考するタイミングでもある。

バフェット氏の手腕はどれほど称賛しても、そのさんぜんたる輝きを十分にたたえることはできない。バークシャーほど個人投資家に富をもたらした企業はほとんどなく、長期でバークシャー株を保



Photograph by Vincent Tullo

有している投資家の多くは株式価値が1億ドル以上になっていることだろう。クラスA株の株価は、現在、史上最高値付近の約79万5000ドルに達し、バフェット氏が苦境に陥っていた繊維メーカーの支配権を獲得し、経営を担うようになった1965年の20ドル前後から実に4万倍になっている。

バークシャーは、株式ポートフォリオの損失で悶々（もんもん）とする投資家が多い中でその存在は際立っている。バフェット氏が昨年、アップル<AAPL>株を中心に、1340億ドル相当

の株式を売却して3000億ドル以上の現金および現金同等物を確保する決断を下したことは、今にしてみれば先見の明があったように見える。

一方、8月に95歳となるバフェット氏の年齢を考えると、投資家は幾分不安を感じるかもしれない。バフェット氏は2月の年次書簡で、最高経営責任者（CEO）の座を後継候補者と目されるグレッグ・アベール副会長に「間もなく」譲ることになると記した。バフェット氏ほど会社の命運がCEOと密接に結びつけて考えられる企業はほとんどなく、それこそが投資家にとってのリスクだ。KBWのアナリスト、メイヤー・シールズ氏は「歴史上のCEOの中で、バフェット氏こそがCEOとして最も象徴的な人物だ。投資家の多くはウォーレン・バフェットがいるからこそ、バークシャー株を保有している」と指摘する。

とはいえ、今はバークシャー株を買い急ぐタイミングではないと思われる。過去に比べて割高であり、投資家はバフェット氏がCEOの座を去ってもその魔法が解けることを懸念するそぶりを見せていないのだ。クラスA株の株価純資産倍率（PBR）は1.7倍と2007年以来最高水準に達し、2025年の予想利益に対する株価収益率（PER）はS&P500指数の約20倍を上回る25倍だ。

株価も近年はアナリストや投資家が予想する本源的価値に対して大幅なディスカウントで取引されていたが、今や同等かそれ以上の水準で取引されている。本源的価値とはすなわち、バフェット氏の好むサム・オブ・ザ・パーツ（SOTP）分析に基づくバリュエーションのことだ。現在、バークシャー株は、センパー・オーガスタス・インベストメント・グループのクリス・ブルームストラン氏が予想する本源的価値に対して小幅なプレミアムとなっている。2024年初頭は25%のディスカウントだった。UBSのアナリスト、ブライアン・メレディス氏の予想に対しては10%のプレミアムだ。

バフェット氏もバークシャー株が割高とみているようだ。バークシャーは2024年5月から開示資料で確認できる3月初旬まで自社株買いを実施していない。バークシャー株がPBR1倍で取引されていた2020～2021年には年間240億ドル以上の自社株買いを実施していた。バークシャー株のバリュエーションが割高になっており、向こう数年で株価はS&P500指数をアンダーパフォームする可能性がある。

株価が割安に見えない一方、この巨大な複合企業の財務状況はかつてないほど強固だ。バークシャーは2024年末に3180億ドルの現金を保有していただけでなく、投資収益を除いて年間税引き後利益を450億ドル以上確保している。時価総額は1兆2000億ドルに達し、それを上回るのはアップル、マイクロソフト<MSFT>、エヌビディア<NVDA>、アルファベット<GOOGL>、アマゾン・ドット・コム

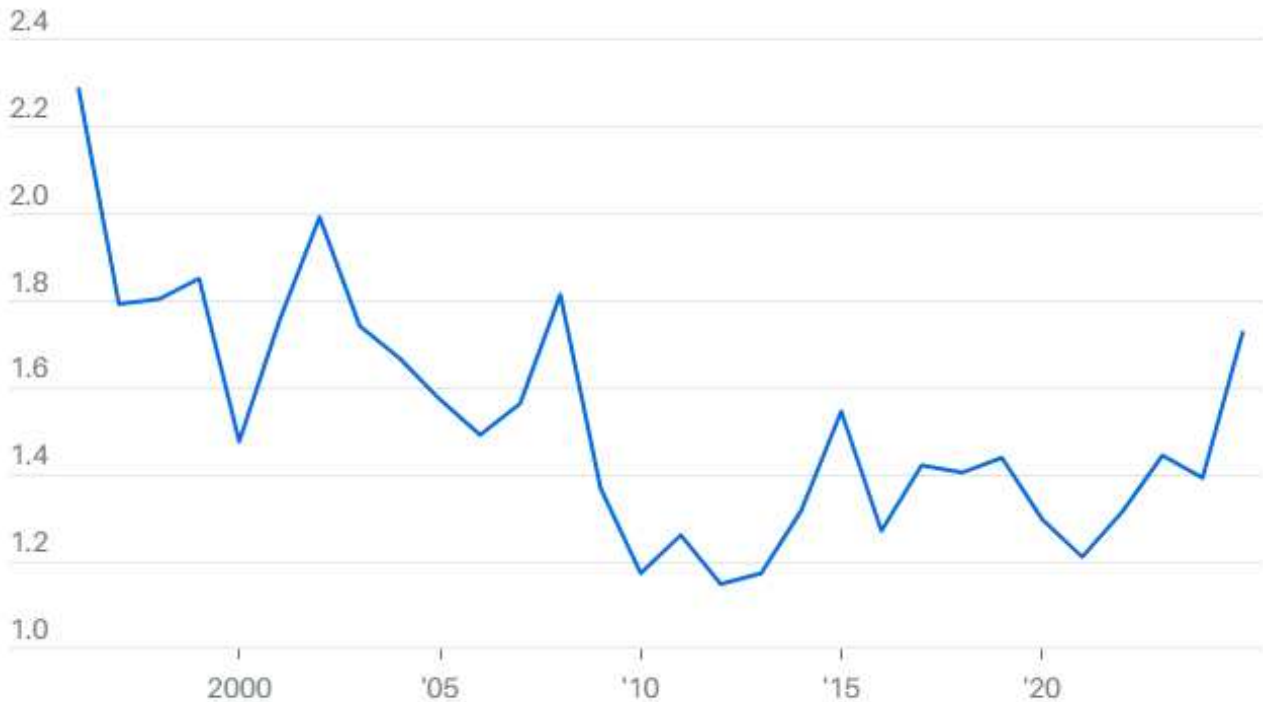
<AMZN>、メタ<META>（旧フェイスブック）のみで、テスラ<TSLA>に代えて、マグニフィセント7の一角を占めるべきだとの声もある。

総会での注目はバフェット氏退任後のバークシャーの方向性

## A Tad Rich

Berkshire's valuation leaves a lot to be desired.

### Price-to-Book Ratio



Source: Bloomberg

バフェット氏は年次総会で、アベル氏、保険事業を統括する副会長のアジット・ジェイン氏とともに登壇し、4時間半にわたってさまざまな話題についての投資家からの質問に答える予定だ。投資家がバフェット氏から回答を得る時間は以前より短くなるだろう。バフェット氏は質疑応答のセッションを昨年に比べ約1時間短縮しているが、おそらく年齢が理由と思われる。それでも、投資家はバフェット氏の一挙手一投足に注目している。

最近公の場に姿を見ることがめっきり減ったことから、年次総会は投資家が長時間バフェット氏の言葉に直接耳を傾け、自らの目でバフェット氏健康状態を確認することのできる唯一の機会だ。質問は矢継ぎ早に寄せられ、激しいものになると見込まれるが、まずはバフェット氏退任後の会社の方向性が最大の関心事となろう。2018年に現在の役職に就任する前はバークシャーの電力事業の責任者を務めていたアベル氏は、バークシャーの保険事業以外の運営に日々携わってきた。バフェット氏からの信認も厚く、バフェット氏はアベル氏を評して、100社を上回る子会社事業に対してハンズオン型の経営で成果を挙げていると語る。バフェット氏はハンズオフの経営者として知られ、雇用契約書1枚をバークシャーの事業部門の責任者と交わしているだけだ。

## 経営面の懸念は

### Key Data

| Berkshire Hathaway      | BRK.A                  |
|-------------------------|------------------------|
| Recent Price            | \$797,140              |
| YTD Change              | 17.1%                  |
| S&P 500 YTD Return      | -6.4%                  |
| 2025E EPS               | \$31,600               |
| 2025E P/E               | 25.2                   |
| Market Value (trillion) | \$1.2                  |
| Price/Book Ratio        | 1.7                    |
| Top Shareholder         | Warren Buffett (14.4%) |

Note: E=estimate

Sources: Bloomberg, KBW, company reports

CEOはアベル氏が引き継ぐことになるだろうが、バフェット氏の子のハワード、スーザン、ピーターの各氏もバークシャーの将来において大きな役割を果たすだろう。バフェット氏の死後、バフェット氏の株式を保有する信託は彼らが管理し、巨大な権力を掌握することになる。現在取締役のハワード氏は会長になる可能性が高く、現在取締役のスーザン氏は恐らく、取締役にとどまるだろう。

バフェット氏の現在のバークシャー株の持ち株比率は株数ベースでは14%だが、議決権数で有利なA株を保有しているため議決権ベースでは30%を支配する。バフェット氏の死後、保有株式は10年以上のスパンをかけ、バフェット氏の意志に基づきさまざまな慈善団体に寄付されるため、一族の影響力は時間の経過とともに低下していくだろう。それでも、バフェット氏の死後数年間は大きな影響力を手にする。一族が反対する可能性があるのは、コングロマリット構造に利点があると考えるバフェット氏が自身の死後にそうなることを危惧している会社分割だ。

バフェット氏退任後には他にも経営陣の交代があるかもしれない。現在73歳のジェイン氏が去り、現在、バークシャーの保険事業を率いるジョー・ブランドン氏が後任となる可能性や、バークシャーの株式ポートフォリオの約10%を運用するトッド・コムズ氏とレッド・ウェシュラー氏がポートフォリオ全体を引き継ぐ可能性もある。アベル氏が株式運用にどう関わるかはまだ不明だ。

## ■ 今後の配当、株式取得、買収は

投資家には、今後の配当方針も気になるところだろう。近年配当を開始したアルファベットやメタを含め、高い利益を出す大企業には配当は避けて通れない。KBWのシールズ氏は、配当実施の開始はアベル氏にとって「企業文化を変えることなく、リーダーシップを発揮する素晴らしい策だ」と言う。バークシャーの潤沢な利益を投資するプレッシャーからアベル氏をある程度、解放してくれるだろう。

株主にとって喫緊の関心事と言えば、最近の株式市場の混乱に乗じて、バークシャーが3000億ドル超（これはバークシャーが保有する株式の現在価値より大きい）の現金残高を活用し株式を取得したのかという点だろう。2022年の株主総会でバフェット氏は、石油会社のオキシデンタル・ペトロリウム<OXY>やシェブロン<CVX>を含む約500億ドル相当の株式取得を報告した。

しかしシールズ氏は、大量の株式取得は考えにくいとする。2022年の一時期を除けば、バフェット氏は過去5年間、新たな銘柄の取得には慎重で、バークシャーは5年のうち4年、株式を売り越している。一方で、現金に余裕があれば、バフェット氏退任後に株価が落ち込んだとしても、大規模な自社株買を実施することが可能だ。シールズ氏は「バフェット氏は、経営陣交代を見越して多額の現金を用意しているのかもしれない」と指摘する。

数年内に大規模な企業買収を実施する可能性も低いだろう。2016年に航空機部品メーカーのプレジジョン・キャストパーツを約340億ドルで買収して以来、バークシャーは大型買収を行っていない。この買収は失敗だった。プレジジョン・キャストパーツは新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の大打撃を受け、売り上げは10年前の水準にようやく戻ったところだ。現在の企業価値はバークシャーが買収時に支払った額まで回復しているかもしれないが、その間、S&P500指数の価値は3倍に上昇している。2017年から2024年まで3段階に分けて130億ドルで買収した長距離トラックドライバー向け休憩施設運営のパイロットも、2024年の税引き前利益は前年比42%減の6億1400万ドルだった。「まあまあ」程度の買収だったと言える。

## ■ 賢人とのひとときに浸る

他に株主からの質問の候補としては、利益率が鉄道業界最悪レベルの傘下のバーリントン・ノーザン・サンタフェや、国内最大級の電力会社で風力やその他再生可能エネルギーの大規模事業者であるバークシャー・ハサウェイ・エナジー、そしてバークシャーの巨大な保険事業の中で最も重要な自動車保険のガイコが考えられるだろう。

ガイコは過去5年間、コームズ氏の指揮下で財務面の復活を果たし、古い技術を刷新した。しかし、ガイコが利益率を高めるために自動車保険契約のラインアップを約15%削減する一方で、競合のプログレッシブ<PGR>は躍進を遂げ、ガイコを抜いてステート・ファームに次ぐ業界第2位の座に躍り出た。投資家の中には、保険料算定にテレマティクス（リアルタイム走行情報）を活用するなど、技術面で革新的なプログレッシブにガイコが今後も後れを取り続けるのではないかとの危惧がある。

しかし株主からの質問が何であろうと、その回答がどう転ぼうとも、株主たちはオマハでのひとときを堪能するだろう。オマハの賢人に感嘆し、そのオーラを浴び、60年にわたるまっとうな投資に感謝する最後のチャンスかもしれない。

By Andrew Bary  
(Source: Dow Jones)

### 3. 相場下落から守ってくれるバッファETFが飛ぶように売れている Buffered ETFs Protect Against Market Drops. They Are Selling Like Hotcakes. 通常の株価調整局面すら耐え難く感じる投資家に最適か

[フィーチャー]

#### 保守的な投資家層に人気



Illustration by Lynne Tuttle/Barron's

年初来でS&P500指数がトータルリターン・ベースで約9.8%下落する中、値上がり益の一部を諦めるのと引き換えに株式相場下落から守ってくれるバッファ上場投資信託（ETF）の販売が好調だ。退職者を含め、保守的な投資家に人気がある。

ファクトセットによると、4月初旬の時点で約70億ドルの資金がバッファETFに流入している。「ストラクチャード・アウトカムETF」、「ディファインド・アウトカムETF」と呼ばれることもあり、約400本の投資ビークル全体で

運用資産残高は約700億ドルに上る。

株式相場下落の影響を緩和するため、オプションを使用し、当該ETFの戦略に応じて、最初の10%から100%までさまざまなダウンサイド・プロテクションを提供している。年間手数料は大半のETFよりも高い傾向にある。

#### 仕組み

ファクトセットのETF上級アナリスト、ロイス・グレッグソン氏は、これらのETFが誕生したのは、通常の調整局面で投資家を市場にとどまらせるためだったと話す。バッファETFは、オプションを使用することにより、利益に上限を設定する代わりに、損失を限定する。

通常、こうした戦略では株価指数に対するプットオプションを購入する。オプション料の支払いに充てるため、コールオプションを売却し（権利行使価格は市場の実勢価格よりも高く設定される）、その結果、アップサイドが限定される。通常、投資家のリターンはETF価格の上昇に限定され、分配金は一切支払われない。

バッファが厚ければ厚いほど、アップサイドの上限も厳しくなる。FTベスト米国株バッファETF-2月<FFEB>（運用資産9億0600万ドル）の場合、相場下落については最初の10%までバッファを提供し、S&P500指数の上昇については14.5%（手数料・経費控除前）まで連動する。これに対し、FTベスト米国株マックス・バッファETF-2月<FEEM>（運用資産4800万ドル）は下落に対して10%のバッファを提供するが、アップサイドは7.12%に制限される。

バッファが10%のETFの場合、例えばアウトカム期間終了時の相場下落が5%であればETFに損失は発生しないが、相場が15%下落していると、ETFの価格は5%下落する。市場のリターンがETFのアップサイドの上限を上回ると、投資家は上限を超えた分の利益を逃すことになる。

トゥルーシェアーズETFシリーズを手掛けるトゥルーマーク・インベストメンツのマイケル・ルイス最高経営責任者（CEO）は、これらのETFを通じて、投資家はリスクを限定しつつ株式相場の上昇に対するエクスポージャーを獲得することが可能になると話す。

XMLファイナンシャル・グループのカーティス・コンドン社長は、退職者や退職間近で当面はインカム収入を必要としない投資家向けにこれらのETFを使用していると話す。引退生活に入ったコンドン氏の顧客は、ETFのリターンが市場全体のリターンを下回っても気にしないのだと言う。ただし、コンドン氏がこれらのETFで運用しているのは広く分散されたポートフォリオの一部で、顧客の全ポートフォリオではない。

## ここに注意

バッファETFの売買は可能だが、宣伝通りのバッファとアップサイド上限を享受するためには、アウトカム期間の最後まで保有を続ける必要がある。通常、アウトカム期間は12カ月（例：1月1日から12月31日まで）で、多くのETF発行会社が新たなETFを毎月設定している。

バッファは規定されたアウトカム期間終了後の市場価格に基づいてリセットされる。例えば、12月31日に12カ月間のアウトカム期間が終了するバッファ10%のETFは1月1日にリセットされる。規定された投資期間の初日にETFを購入しない投資家は、ETF発行会社のウェブサイトを参照し、アウトカム期間終了時のリスクとリターンのパラメータについてよく理解する必要がある。これは極めて重要だ。相場下落時に購入した場合、宣伝通りのダウンサイド・プロテクションを享受できない可能性があるからだ。

ファンドの純資産価値（NAV）は、組み込まれているオプション・ポジションの価格に応じて、オプション契約が期限を迎えるアウトカム期間終了の間際まで変動する。ルーカス氏は、バッファETFの価格がアウトカム期間中に変動する可能性があることを多くの投資家が理解していないと指摘し、「バッファを完全に機能させるには、投資期間終了まで待つ必要がある」と話す。

アドバイザー会社ザ・ETFストアのネイト・ジェレーシ社長は、バッファETFはシンプルな株価指数連動型ETFと比べてコスト高だと指摘する。最高で年間0.95%、低いものでも年間0.5%かかる。S&P500指数連動ファンドの平均は0.10%未満だ。コスト高で分配金も支払われないため、相場が横ばいで推移した場合、バッファETFの投資家は損失を被る可能性があると言う。

ジェレーシ氏は、バッファETFが最も適しているのは相場が大きく変動した時に感情的な判断を下す投資家だと話す。ボラティリティーの高い市場を乗り切ることができる投資家は分散化されたポートフォリオを保有する方が良いかもしれない。ジェレーシ氏は「市場にはさまざまな種類のバッファETFがあるが、株式と債券から成る分散化されたポートフォリオに投資した場合に得られるものと比べる必要がある」と言う。

しかし、ファクトセットのグレッグソン氏は、リスク軽減のため年金や仕組み債を活用している投資

家にとっては、バッファETFの方が割安で、透明性と柔軟性が高い、また、株式のリスクヘッジのために個別にオプションを購入するよりも割安で、税効率と利便性も高いと話す。

By Debbie Carlson  
(Source: Dow Jones)

#### 4. 世界的な供給ショック、金利上昇、関税引き下げが予想される Economist Sees Global Supply Shocks, Higher Rates, Reduced Tariffs TSロンバードのビーミッシュ氏に聞く

[インタビュー]

##### さまざまな危機を予想した世界経済のプロ



Photograph by Kemka Ajoku

TSロンバードのチーフ・エコノミストのフレイヤ・ビーミッシュ氏は、そのキャリアを通じて世界経済をフォローし、金融の弱点を警告してきた。そのためビーミッシュ氏は、政府の政策や、金融面の関係のパラダイムシフトが世界の株式、債券および為替市場を混乱させている現状に対して有益な指針を提供している。

ビーミッシュ氏は、2008～2009年の金融危機直後に、ロンバードの前身の企業でキャリアを開始し、当時は香港に焦点を当てていた。その後、パンテオン・マクロのアジア担当チーフ・

エコノミストとなり、2021年にTSロンバードに復帰した。2013年にアジアの債務バブルの終焉（しゅうえん）を予想し、2020年初頭には新型コロナウイルスが世界中にまん延する中で第1四半期の国内総生産（GDP）のマイナス成長を警告した。

本誌は4月8日に、展開しつつある経済的および地政学的トレンドについてインタビューし、その後、関税政策、ドルの地位および米国債利回りについて電子メールで議論した。

本誌：世界経済で進行中の変化を理解するための優れた枠組みは。

ビーミッシュ氏：今の変化を枠組み化する優れた手段は、民主主義が機能しているか否かを問うことだ。前向きな兆候として、民主主義がその役目を果たしている可能性がある。民主主義は1980年代に試練を経てテストに合格し、資本の保有者を保護する能力があることを示した。当時の労働と資本とのバランスをみると、労働者の力が強過ぎたため、民主主義は労働者の力を押し返した。

しかしそのような政策は、1980年代の不均衡是正に必要な期間よりも長期にわたって維持された。超グローバル化もあって振り子は逆に振れた。今や、先進国のみならず中国においても、政治機関が不平等を是正して労働者の交渉力の弱体化を反転させられるか否かを目の当たりにしている。

## 無リスク金利が上昇する必要性

Q：それは投資家にとって何を意味するのか。

A：無リスク金利の長期的なアンカー（米国債利回り）は上昇する必要がある。各国が国内政策を整理する中で、世界的にネガティブな供給ショックの公算が大きくなったためだ。米国における関税や不法移民の強制送還などの一部の問題解決策は支援要因ではなく、ネガティブな供給ショックのリスクを高めている。

言い換えれば、そのような政策は、サプライチェーン（供給網）が混乱して労働者が減少したコロナ禍同様に、悪いインフレを生み出ている。関税によって企業が既存の生産ラインを使う能力が低下しているため、関税はモノをシステムから取り除いている。不法移民の強制送還によって、人々が労働プールから排除されるか、捕まることを恐れて自ら身を引いている。

われわれは、トランプ米政権が関税で行き過ぎていると考えている。市場の反応と2026年の中間選挙を見通すとトランプ政権は、相互関税の撤廃について交渉し、10%の一律関税に向けて動くことになるだろう。それはわれわれの基本シナリオであるが、中国に対する20~30%の関税と食品・エネルギーの関税免除が予想される。トランプ政権は財政政策にとって関税が必要とみているため、何らかの水準の関税は残るだろう。

Q：中国はトランプ大統領の関税に対する対応を強化しているが、米国は今や、中国に対する関税引き下げを検討している。中国がどうすると予想するか。

A：対中関税の大半が20~30%へ引き下げられると引き続き予想している。さもないと、状況は懸念すべきものになる可能性がある。人民元の外国為替レートの変動幅を設定している中国人民銀行は、人民元安回避に取り組んでいる。中国の人民元安回避が経済の回復を脅かしているという強力な証拠がある。中国が望む限りにおいて、その状況は維持できる。われわれは、管理された人民元安を基本シナリオとしている。望むらくは、人民元安がトランプ大統領の反感を買う前の2~3か月以内に交渉が実行されることを期待したい。

## トリプル安について

Q：米ドルと米株式・債券の同時安は投資家を混乱させている。それは、投資家が米国に対する信頼を失いつつある兆候か。

A：ドルは長期にわたって安全資産として考えられてきたため、シカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティ指数（VIX指数）が上昇してドル安になったとき、人々は落ち着きを失った。

当初、米国市場は実体経済の悪化を予想して動いていたが、現在の下げはそれ以上のものとなっている。米国の債券、株式およびドルの同時安（トリプル安）は、トランプ大統領による連邦準備制度理事会（FRB）の独立性に対する介入が意味するパラダイムシフトを、投資家がいかに懸念しているかを表している（その後、トランプ大統領が、パウエル議長を解任する意図はないと述べたことを受けて市場は大幅に上昇した）。

Q：多くの投資家は、為替変動に注目している。あなたは、いわゆるマールアラーゴ合意、または、ドル安に誘導する国際的合意の可能性を早い時期に示唆していた。具体的には何が議論されているのか。

A：現段階で、世界の金融システムの変更に関する全く異なった多くのアイデアがあるだけだ。一部のアイデアは、実施段階のメカニズムにおいて全く理にかなっていない。私は引き続き、トランプ政権内の人々が資本移動とその制限を口にし始めているため、テールリスクのシナリオとしてその可能性が高いと考えている。当初、大統領経済諮問委員会（CEA）のステューブン・ミラン委員長は、米国債の利子を全額支払わない可能性を示唆して、外国人保有の資産に対する税金になぞらえた。しかし、利子を支払わなければデフォルト（債務不履行）とみなされ、米国債保有者は米国債を投げ売らるだろう。

米国債の最大の保有者は日本銀行である一方、過去10年間に於ける米国債に対する資金流入の相当額は、欧州の年金および保険会社によるものだ。彼らとの間で、利子を全額支払わないことに関する交渉はできない。利子の一部未払いはデフォルトを意味する。それは、パラダイムシフトでもあり、現政権が望む手段であるとは私は考えない。

ミラン委員長の直近の提案は、貿易交渉に参加している諸国が、米財務省に対して支払いをするというものである。支払額が各国の経常黒字に連動するようになれば、それは資本流入となり、少なくともメカニズムは理にかなっている。また、源泉徴収や、投資が可能な人々の制約なども変更可能だ。はっきりさせておきたいのだが、私はそのような一方的な施策のいずれも支持するものではない。

各国の経常収支不均衡に応じて一定額を徴収することは、各国に対して経常収支または資本収支の不均衡は正を促すことになる。自国の資本規制で対応する国もあり、国際的金融制度全般を変化させる可能性がある。

Q：そのような手段が過去に試されたことはあるか。

A：米国とその貿易相手国が、資本移動に関する多国間の何らかの解決策に到達した場合には、それは、1940年代後半のケインズ主義に基づく合意のようなものになるだろう。当時、英国は、現在の米国のような役割（基軸通貨国）を担っていた。英国は多額の経常赤字を計上しており、米国は黒字国だった。ケインズはデフレ的バイアスと、米国が英国経済からすべての良い点を吸い上げていることに不満を表明した。それは、米国が現在、ユーラシアや中国に対して述べていることと似ている。

英国は、米国にバイアスがかかっていない制度を確保する取り組みの一環として、国際的通貨を提案した。しかし、米国がすべての切り札を握っていたために、それは実現しなかった。米国は依然としてカードを握っているが、ドルの国際的準備通貨としてのステータスが重荷ではなく特権であることを、トランプ政権はそれほど確信していない。国際的通貨が今実現するとすれば、それはデジタル通貨になるだろう。

Q：投資家に対する意味合いは。

A：為替制度が根本的に変更されれば、利回りは大幅に上昇するだろう。米政権の意図であれ偶然であれドルが準備通貨でなくなれば、現在目にしている以上の混乱が、金融システム全般に生じる可能性がある。

## 関税の影響は

Q：政策の最近の変更は、欧州や中国などの他の市場にどのように影響しているのか。

A：欧州を脅かし、関税に対する対応を要求し、米国が世界の警察官の立場から手を引くというトランプ政権による政策の間接的効果は、欧州からの前向きな対応を誘発した。ドイツのような欧州の主要経済国は、マーシャルプランに匹敵するような規模で、防衛およびインフラへのさらなる支出増額に動いている。欧州、特にドイツでは、財政政策における一世一代の変化が見られている。

Q：貿易戦争は、中国の一時的な景気回復を阻害することになるか。

A：高頻度統計は依然として、景気回復の面でかなり明るく見える。限界のながら、内需拡大に重点を置く方向への転換がみられている。中国経済は、今後10年にわたって圧力が緩和されるだろう。中国では、国内の動揺やトランプ大統領による脅威に対して政府が追加の刺激策で対応しているため、デフレ圧力は弱まっている。しかし、経済の一部を他の部分で補完できるわけではない。その他の要因が介入するまでには時間がかかる。

われわれは、中国には米国に対して向こう2〜3カ月の間に提案できることがあり、いわゆるフェンタニル（合成麻薬）関税の交渉を試みると考えている。

Q：米国がリセッションに陥る見通しは。

A：関税が当初よりも引き下げられたとしても、不透明感は依然として残る。われわれは、実効関税率が8%上昇すると想定しており、それは、米国の今年のGDP成長率を1.5%へ低下させるだろう。これは大幅な低下だ。それと政府効率化省（DOGE）の影響（政府人員と支出の削減）が重なれば、経済統計からリセッションの懸念が裏付けられる可能性がある。しかし、相互関税が当初よりも引き下げられれば、景気をリセッションの瀬戸際から引き戻すだろう。

市場の変動につながるインフレに関連した実体経済の変化が発現するまでには、関税を現在の水準に維持するために2〜3カ月の猶予しかない。インフレは悪い理由で高進しており経済成長を損ねているため、現状は既に厳しい。しかし、「小幅の弱気」になるか「大幅な弱気」になるかは、トランプ大統領が関税を維持するか否かにかかっている。

Q：市場について質問する家族には、どのように話すのか。

A：私の兄弟がまさにその質問をした。市場による経済見通しは依然として前向きだ。私は、好材料が現れれば市場が大幅に上昇すると予想している。しかし、経済統計が今年後半に期待外れになる公算が大きいため、市場の上昇は市場からの撤退の機会とみなしたい。トランプ大統領による政策の間接的な影響は、直接的な影響よりも大きい。例えば、不法移民の国外退去の影響は、それが前倒しされれば相当な規模になる可能性があるが、本当に状況を変えるのは、仕事に行くことを恐れる人々に対する間接的な影響である。それらのすべてはまだ織り込まれていないが、不確実性の影響は大きい。

By Reshma Kapadia  
(Source: Dow Jones)

## 5. 株式市場に残された時間は少ない

[コラム]

Time Is Running Out for the Stock Market. Trump's Next Move Is Crucial.  
待たれるトランプ大統領の決断

### 次の一手を待つ市場



Qilai Shen/Bloomberg

待つことほど、つらいものはない。

遅延したフライトを待つ時も、新しい仕事の採用可否の連絡を待つ時も、宝くじの当せん発表を待つ時もそうだが、結果が分からない時間が長く続くことに耐えるのは難しい。何か行動を起こしたくなる。例えば、強い酒をあおる、結果が出てないか何回も問い合わせる、あるいは借金して浪費する。そうして時間を早く進め、不安を和らげたい衝動に駆られる。株式市場は今、まさにその状況にある。トランプ米大統領の関税政策がリセッション（景気後退）を引き起こすのか、それとも米国が比較的無傷で切り

抜けることができるのか、その結果を待っている。

幸いなことに、ほんの数週間前に市場の破滅がほぼ確実に見えていた状況は、トランプ大統領が関税で譲歩して以降、和らいでいる。S&P500指数は先週4.6%上昇し、4月8日の安値からは11%高となった。最悪期は過ぎたと考えたくなる誘惑に駆られる。

しかし、その誘惑にあらがうべきだ。もちろん、強気のシナリオ、しかも長期的な強気のシナリオを思い描くのは容易だ。トランプ大統領は先週、中国に対する関税が「大幅に引き下げられるだろう」と発言し、また、世界各国と個別ディール（取引）をまとめるための時間を自ら稼いだ。たった一つの取引でも、どのような取引でも金融市場全体を押し上げる可能性がある。さらに、トランプ氏のディールメイキングは、他国間の新たな合意形成を促す可能性もある。投資家向け情報サイトのストレイ・リフレクションを主宰するジャワード・ミアン氏がニュースレターで書いているように、結果として、世界は脱グローバル化するのではなく、単に（国際経済の）秩序を組み替えるだけになるかもしれない。

### 強気シナリオと弱気シナリオ

先週、テクノロジー株がようやく息を吹き返す兆しを見せ、強気シナリオを後押しする材料となった。クラウドサービスのサービスナウ<NOW>の株価は21%、半導体大手テキサス・インスツルメンツ<TXN>の株価は9%超それぞれ上昇した。また、グーグルの親会社アルファベット<GOOGL>も、好決算に支えられて7.7%上昇した。1月末の「ディープシーク・ショック」以来、マグニフィセント・セブンの株価が低迷していたことを考えれば、これは朗報である。

それでも、弱気シナリオも同じくらい説得力があるようだ。トランプ大統領が関税に関する発言をトーンダウンさせたとはいえ、ソーシャルメディアのトゥルース・ソーシャルへの今後の投稿次第では株価が押し下げられる可能性もある。また、投資家は依然として、関税が実際に発動されるかどうか

不明な状況下で、これまでにどのようなダメージが生じたかを見極めようとしている。

ハードデータは堅調に推移している。これは、制裁措置がまだ始まっていなかったためであり、4月30日に発表される2025年1～3月期の実質GDP（国内総生産）、ならびに5月2日に公表される4月の雇用統計も同様に堅調である可能性が高い。市場は、関税措置の影響が表れる5月もしくは6月の経済指標に注目している。

強気にも弱気にも傾く可能性がある。予測市場のポリマーケットでは、米国が景気後退に陥る確率を5%と見積もっており、妥当な水準に見える。つまり、相場を行方を予想しようとしても、恐らくコインの裏表を当てる程度の確率でしかないということだ。JPモルガンのストラテジスト、ドゥブラフコ・ラコスブヤス氏は「ごく短期的には、関税緩和期待を背景に株式市場は上昇基調を維持し、上方向のペイン・トレード（痛みを伴う取引）になりやすい。しかし、夏場が近づくにつれて、関税関連の前倒し需要の反動、関税以外の政策による効果が遅れて表れること、企業投資活動の減速によって経済活動に軟化の兆しが表れる可能性がある」とリポートで記している。

## 関税リスクと今後の展開

つまり、関税リスクはいまだに、市場に重くのしかかっている。エバーコアISIのストラテジストであるジュリアン・エマニュエル氏は、中国製品に対する関税は、トランプ大統領自身も50%から65%とコメントしており、145%が続く可能性は低いと指摘する。その他の国・地域に対する10%の関税を含めると、年末時点での平均関税率はおおよそ17.5%になる。この前提に基づけば、S&P500指数は5600、つまり25日の終値5525.21から1.3%の上昇という計算になる。とはいえ、エマニュエル氏は、当面の市場は一定のレンジ内で推移すると見ている。

エマニュエル氏は「貿易政策の不確実性が『放物線を描くように急上昇した異常な高水準』から単なる『極めて高水準』に低下したことが市場に織り込まれている。具体的な政策ニュースが出るまで、または出ない限り、S&P500指数は5100～5600のレンジ内で推移する」と指摘する。

再び試される局面は、間もなく訪れるかもしれない。投資調査会社22Vリサーチのデニス・デブシェール氏は、市場は「対中関税の積極的な引き下げ」を期待しており、もしそれが実現しなければ、「トランプ政権を再び試す展開になるだろう」と予測する。明るい材料は、貿易戦争開始前の米国経済は堅調であり、1～3月期の企業決算も好調を維持していることだ。関税が迅速に引き下げられれば、米国経済は最悪の事態を回避できるはずだ。しかし、もし関税が下がらなければどうなるか。デブシェール氏は「対中関税の引き下げは早急に必要だ。さもないと、景気後退が始まった後に、痛みを伴う形で関税を引き下げることになるだろう」と指摘する。

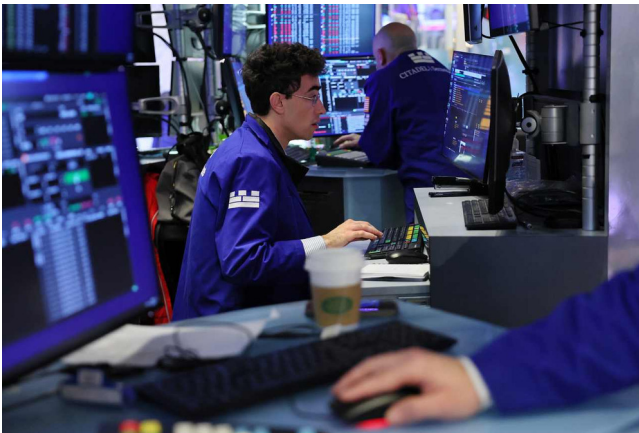
もしかすると、案外、待つ時間は短くて済むかもしれない。

By Ben Levisohn  
(Source: Dow Jones)

## 6. 先週の株式市場は急騰したが、一段の下値の可能性も Stocks Surged This Week. Why the Next Move Looks to Be Lower. 利益予想の下方修正とPERの低下が控えている

[米国株式市場]

### 不透明感の強い業績予想に注意



Michael M. Santiago/Getty Images

今月初めの市場には恐怖と不安が漂っていたが、トランプ米大統領が中国に対する関税は下がるだろうと発言したことで、投資家は世界的な貿易戦争に対する緊張感をいくらか解いたようだ。その結果、先週の主要株価指数はS&P500指数が4.6%高の5525.21となり、ダウ工業株30種平均は2.5%上昇して4万0113ドル50セントで引けた。ナスダック総合指数は6.7%高の1万7382.94となり、小型株のラッセル2000指数は4.1%高の1957.62で週末を迎えた。一方、長期債利回りは低下し、恐怖指数とされるシカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティー

指数（VIX指数）は、もはやパニックの兆候を示していない。

しかし、神経質な展開に戻っても驚かないでほしい。4月の雨は5月の花を咲かせるという童謡があるが、ウォール街にとって5月は不機嫌な月になる可能性が高い。エイゴン・アセット・マネジメントのチーフ・マクロ・ストラテジストであるフランク・リビンスキー氏は、「最も魅力的というわけではないものの、債券に逃避している」と語る。

投資家が気をもむ理由はたくさんある。各社の2025年の業績見通しは流動的だ。航空大手のデルタ航空<DAL>、中古車販売大手のカーマックス<KMX>、および電気自動車大手のテスラ<TSLA>は、トランプ大統領の関税引き上げによる世界経済の先行き不透明感を理由に今年の業績見通しの発表を見送った企業の一部だ。

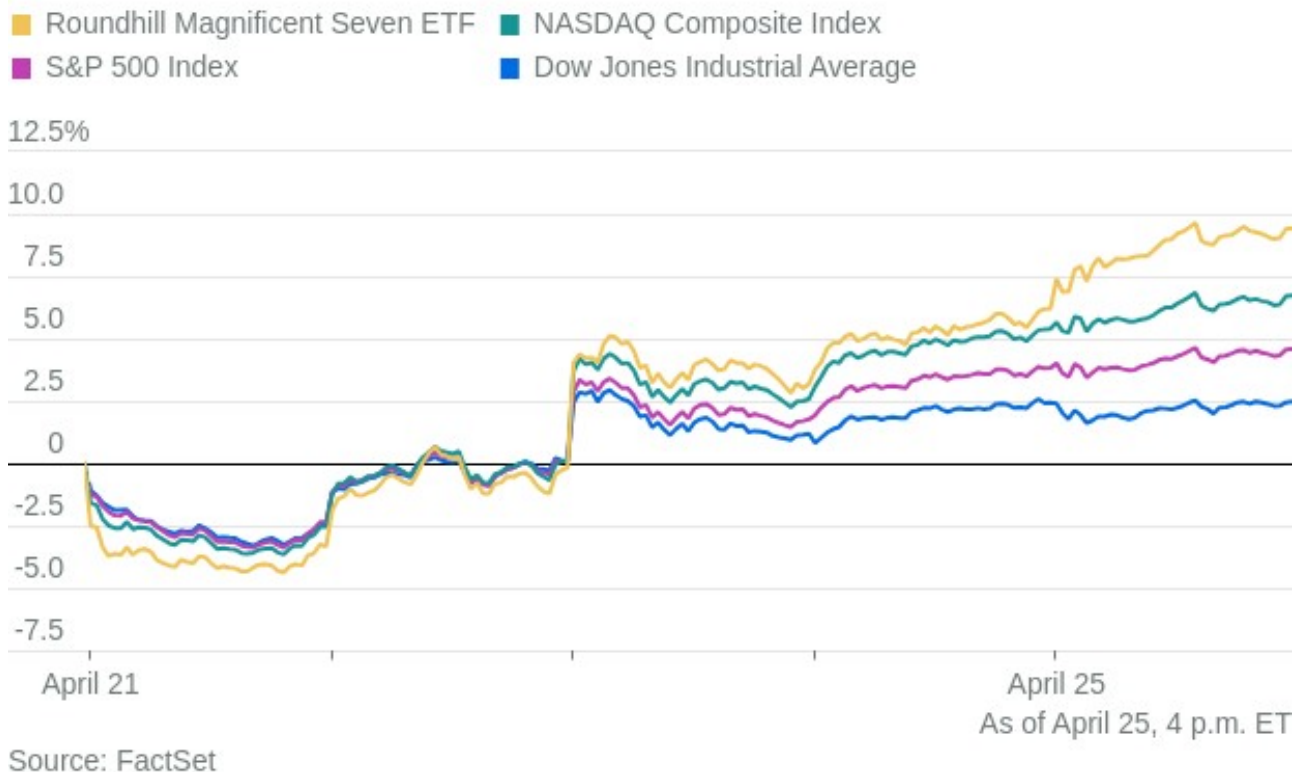
### PER予想は高過ぎる

リビンスキー氏は、今年の業績予想が高過ぎることを懸念している。S&P500指数の2025年の1株当たり利益（EPS）のコンセンサス予想は約264ドルだ。S&P500指数は5525前後で推移しているから、予想株価収益率（PER）は21倍弱になる。リビンスキー氏は、このPERは高過ぎ、経済が関税から影響を受けることで業績予想は低下するとみている。

リビンスキー氏は「ゼロ成長や景気後退（リセッション）に陥った場合はどうなるのか。予想利益が低下する可能性がある」と言い、予想EPSが250ドルでその19倍が「リスクをより正確に織り込んだ」水準になると付け加えた。つまりS&P500指数は4750になり、4月初旬の安値を下回ることになる。

株価はさらに下落すると懸念する見方もある。ダイナスティ・フィナンシャル・パートナーズの最高投資責任者（CIO）であるボブ・シェイ氏は、最終的な相場の底はV字型というよりW字型を形成することになるだろうと言う。一度の大きな急騰とは対照的な、数度にわたる急反発や急反落がありそう

## Market Snapshot



だ。S&P500指数は4月の安値を再び試すだけでなく、さらに下値を付ける可能性もあるという。シェイ氏は、弱気シナリオとしてS&P500指数の18倍のPERが理にかなうと言い、「米国が世界を動揺させる道を進み続ける状況で、なぜ市場のPERが20倍になるのか」と指摘する。

### 米ドル安も懸念材料

シェイ氏はまた、今年に入ってから米ドルの大幅な反落を懸念している。米ドルは世界の主要通貨のバスケットに対して8%下落している。世界的な危機が発生すると、投資家は逃避先として米ドルを選択するため、こうした状況は通常は起きない。シェイ氏は「米ドルの下落は、米国の政策に対する信頼感の欠如を示している」と言う。

もちろん、楽観できる要素もある。トランプ大統領がSNSのトゥルース・ソーシャルに貿易交渉の前向きな進展について投稿すれば、素晴らしい株価上昇につながるだろう。また、インフレ率の低下や雇用市場の弱さを背景に連邦準備制度理事会（FRB）が再利下げに踏み切る可能性が示唆されれば、上昇につながるかもしれない。しかし、現在の水準で米国株に飛びつくのはあまりにリスクが大きく、多くの海外市場のアウトパフォームが続く可能性がある。

ウォルター・スコットのエグゼクティブ・ディレクターであるロイ・レッキー氏は「米国市場のバリュエーションが極限に近づいている今こそ、米国以外の市場に対するエクスポージャーを増やす絶好の機会だと思われる。米国は別だという例外主義が死んだとは考えていないものの、今は留保された状況だ」と述べる。

米国株式市場に対する強気論も同じようなものだろう。

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

## 7. トランプ大統領のFRBバッシングが意図せざる結果を招く

[経済政策]

The Unintended Consequences of Trump's FRB Bashing  
FRBによる米国債買い支えも

### 法的にFRB議長解任は困難



Drew Angerer/Getty Images

トランプ米大統領による連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長を解任するとの脅しが、金利の引き下げをもたらす公算は小さく、むしろ逆効果になる可能性がある。ホワイトハウスがFRBに圧力をかけるのは目新しいことではない。今回は公然と批判されたことから、FRBは経済的理由ではなく政治的理由で金融緩和が決定されたと受け取られないために、金融緩和に抵抗するかもしれない。

かつてFRBに勤務し、グリーンスパン元議長の下で連邦公開市場委員会（FOMC）の政策決定

を担当した経済学者のビンセント・ラインハート氏はそう語る。現在、ラインハート氏はBNYインベストメントズのチーフエコノミストを務めている。

トランプ氏は先週、パウエル議長を「解任する意図はない」と述べたが、それ以前には「パウエル議長退任は早ければ早いほど良い」と主張していた。この発言に対する市場の強い拒否反応を受けてトランプ氏は発言を和らげたが、それでも、FRBに対し利下げを求め続けた。

ラインハート氏は本誌に対し、法律的な観点からは独立したFRBの議長を解任することは非常に困難であると語る。仮にトランプ氏がパウエル氏の解任に成功したとしても、FOMCの他のメンバーが現在の金融政策を支持するために団結する可能性が高く、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を年4.25～4.5%に維持すると予想される。トランプ氏が完全に自分の意向を押し通すためには、パウエル氏と少なくとも他に2人のFRB理事を解任する必要がある。

ラインハート氏は「市場の反応を見てパウエル氏の解任を悪いことだと考えるなら、ウォーターゲート事件捜査の渦中でのニクソン元大統領による当時のアーチボルト・コックス特別検察官の解任劇（土曜日の夜の虐殺）がどれほど重大だったかを考えてみてほしい」と述べ、特別検察官解任後にニクソン氏が辞任に追い込まれたことに、それとなく言及した。

### 政権による圧力は珍しくない

ニクソン氏は1972年の大統領選挙期間中、当時のアーサー・バーンズFRB議長に対し緩和的な金融政策を維持するよう強く求めた。これは、1951年にFRBが金利決定の独立性を手にして以来、ホワイトハウスがFRBに圧力をかけた多くの事例の一つにすぎない。ラインハート氏によれば、現在どの大き

な違いは、トランプ氏が公然と主張を展開している点にある。

1951年の米財務省・FRB合意（アコード）によりFRBが第2次世界大戦中に設定された国債利回りの上限から解放された後でさえ、当時のトルーマン大統領は、FRBのウィリアム・M・マーティン議長が金利を引き上げたことから「裏切り者」と見なした。マーティン氏はその後、ジョンソン元大統領をはじめ4人の大統領の下でFRB議長を務めた。ジョンソン氏は、マーティン氏が1965年、ベトナム戦争中に金利を引き上げたことで、マーティン氏を呼びつけて抗議したこともあった。

マーティン氏はニクソン氏による辞任要求を拒否した。その後、アイゼンハワー政権時代の大統領経済諮問委員会（CEA）委員長でニクソン氏の忠実な支持者であるアーサー・バーンズ氏が後任のFRB議長に就任した。バーンズ氏の2期にわたる任期中のスタグフレーション（不況下の物価高）を受けて、カーター元大統領は1978年にウィリアム・ミラー氏をFRB議長に任命した。しかし、インフレ高進とドル安により、カーター元大統領がポール・ボルカー氏に交代させるまで、不運なミラー氏の在職期間は17カ月間であった。

ボルカー氏は、1980年と1981～1982年に連続して景気後退を招きながらも、20%に金利を引き上げたことでインフレを沈静化させた。レーガン元大統領はボルカー氏を2期目に再任し、その政策を公の場で支持したが、側近はFRBに利下げ圧力をかけた。1984年のレーガン氏の大統領再選に向けた選挙期間中、首席補佐官がボルカー氏に金利を引き上げないように命じた際、レーガン氏は静かにそれを見守った。ボルカー氏は後に、利上げの計画はなかったと述べたが、メッセージは明確であった。

レーガン氏がFRBを忠実な支持者で固めた後、1986年のFOMCによる利下げ決定に際し、ボルカー氏は少数派となった。FOMCは、ボルカー氏が外国の中央銀行による利下げ調整を完了するまで利下げを保留したが、ボルカー氏が3期目に就くことはなかった。

ボルカー氏の後任としてアラン・グリーンスパン氏がFRB議長に就任し、共和党と民主党の両政権下での運営能力から「マエストロ（巨匠）」と呼ばれた。ラインハート氏によれば、グリーンスパン氏は上院で支持を得る努力をし、これはパウエル氏にも共通している。グリーンスパン氏の政治的手腕は功を奏し、1990年代のデフインフレが評判を高めた。

## ■ 独立性の伝統を破壊したトランプ氏

その後、特に世界金融危機（GFC）以降、FRB議長は以前ほど敬意を払われなくなった。大統領は通常、自分が任命した議長を推す傾向があるが、2010年に当時のオバマ元大統領は前任のブッシュ元大統領が2006年に任命したベン・バーナンキ氏を再任した。また、2022年にバイデン前大統領はトランプ氏が第1次政権時代の2018年に任命したパウエル氏を再任した。これらのケースでは、大統領はGFCや新型コロナ禍、ゼロ金利政策など、危機後を主導していた議長を留任させた。一方で、オバマ氏は2014年にバーナンキ氏を3期目に再任せず、FRB議長としてジャネット・イエレン氏を任命した。

それでも歴代政権はFRBの独立性を公に支持してきた。しかし、2018年後半、株式市場の下落にもかかわらず金利を引き下げなかったとして、トランプ氏がパウエル氏を非難したことでこの伝統は破られた。だが、それさえも最近の彼の激しい非難に比べれば取るに足らないものだった。

より恐るべき要因によって、FRBがインフレ抑制のためのよりどころを失う可能性がある。現在、米

国の財政赤字は年間2兆ドルを超えて、依然拡大している。過去1カ月間に、連邦政府の借り入れ需要に対する懸念やFRBの独立性に対する不安が、米国債市場に動揺を招いた。混乱は新型コロナ禍の最悪期だった2020年3月の状況に似ているが、そこまで深刻ではない。ラインハート氏はこのような市場の混乱によってFRBが中長期債の買い支えを余儀なくされる可能性があるとする。

これは、財務省の資金調達を円滑にするための量的緩和（QE）の再開、つまり連邦政府の債務を支えるためにお札を印刷することと同義である。そのような危機は、FRB議長の解任よりも重大な騒ぎになる可能性がある。

By Randall W. Forsyth  
(Source: Dow Jones)

## 8. 米関税政策の不確実性がハイテク企業に与える影響は？

[ハイテク]

Tech Earnings Arrive With Growing Uncertainty  
第1四半期決算で注目すべき四つのポイント

### 企業は最強の嵐の最前線に立たされている



Justin Sullivan/Getty Images

ハイテク企業の決算発表シーズンが始まった。周知のように、状況はほんの3カ月前から大きく様変わりしている。トランプ米政権による追加関税の発表が相次ぎ、経済環境は劇的に変化している。不確実性が高まる中、投資家は四半期決算よりもガイダンスに注目するだろう。

インテルの最高財務責任者（CFO）であるデービッド・ジンスナー氏は4月24日引け後に開催された決算説明会で、「現在のマクロ経済環境は業界全体の不確実性を高めている」と述べた。インテルの2025年1～3月期決算は堅調だったものの、ガイダンスが予想を下回ったため、翌25日に株価は7.3%下落した。

ウェドブッシュのアナリスト、ダン・アイブズ氏は最近、「特に米国のハイテク業界は現在、カテゴリ5（最も強い部類）の嵐の最前線に立たされており、サプライチェーン（供給網）はここ数週間で大きく混乱している。この前例のない不確実性は、米国における人工知能（AI）の導入や全体的な設備投資計画にどのような影響を与えるのだろうか。多くの疑問が残るが、今のところ答えは出ていない」と書いている。以下、ハイテク企業決算発表シーズンが始まる中で投資家が注目すべき四つのポイントを説明する。

## ■ ガイドンスの不確実性

企業と投資家は、関税に関するニュースの見出しが目まぐるしく変化する状況に対応せざるを得なくなっている。トランプ大統領は当初、世界各国からの輸入品に高率の相互関税を課したが、その後は一部の関税の発動を一時的に延期した一方で、中国に対する関税率を引き上げた。半導体やノートPCなどの一部のハイテク製品については一時的な適用除外措置が導入されているが、これらの措置の最終的な着地点は依然として不透明だ。

そうした中で企業は業績ガイダンスを更新できない可能性がある。アルファベット<GOOGL>は4月24日の決算説明会で関税には一度も言及しなかった。

実際、他の企業は問題を先送りしている。電気自動車（EV）大手のテスラ<TSLA>は4月22日の決算説明会で、「世界的な貿易政策の変化の影響を測定するのは困難である」ことを理由にガイダンスの見直しを4～6月期決算の発表まで先送りすると述べた。

## ■ 消費者と企業の支出削減リスク

関税措置が制度化されて機能するにつれて、企業はコストの増加を消費者に転嫁する可能性がある。その場合、消費者は裁量的支出を控えるようになるかもしれない。

アップル<AAPL>の製品に対する最高水準の関税率の適用は一時的に免除されているが、景気が悪化すれば高額商品であるiPhone（アイフォーン）などの販売が危険にさらされる可能性がある。

また、景気の減速を受けて企業がコスト削減に動いた場合、広告やソフトウェアへの支出が削減される可能性がある。その場合、メタ<META>（旧フェイスブック）などが打撃を受けるかもしれない。

アルファベットの最高経営責任者（CEO）、サンダー・ピチャイ氏は、アルファベットが「マクロ環境の影響を受けないわけではない。だが、潜在的な影響について推測したくない。ただし、（少額の財の輸入に対する関税の支払いが免除される）デミニミスルールが変更されたことが2025年の広告ビジネスにやや逆風となることは明らかだ」と述べた。

トランプ大統領はデミニミスルールの適用を停止する大統領令に署名した。これは、中国のオンラインマーケットプレイスであるShein（シーイン）やTemu（テム）で購入される安価な商品に直接的に影響を与えると予想される。その場合、両社はグーグルに出稿する広告費を削減する可能性がある。

## ■ 高水準の設備投資は持続するか？

大手ハイテク企業は2025年に巨額のAI関連投資を計画しており、例えばマイクロソフト<MSFT>は約800億ドル、アマゾン・ドット・コム<AMZN>は1000億ドル以上を投資すると述べている。投資家にとって、こうした設備投資ガイダンスが据え置かれるかどうかは気になるところだ。

DAデビッドソンのハイテクアナリストであるギル・ルリア氏は、大手ハイテク企業はAIを巡る競争に勝利するという長期的な目標を変えていないため、現段階でAI関連投資ガイダンスを引き下げるのは

時期尚早と考えている。実際、アルファベットは4月24日の決算発表で、2025年の設備投資額を約750億ドルとするガイダンスを据え置いた。

## クラウド事業の業績

ここ数年、大手ハイテク企業の業績の一部としてクラウド事業の業績が注目されているが、前回の四半期決算でアルファベットとマイクロソフトのクラウド事業の成長は鈍化した。

アルファベットが発表したクラウド部門の売上高は前年同期比28%増の122億6000万ドルとなり、営業利益は同142%増加した。増収率は前四半期からやや鈍化した程度にとどまった。このことは他のクラウドプロバイダーにとって良い兆候かもしれない。

アルファベットのCFOであるアナト・アシュケナージ氏は決算説明会で、クラウドサービスへの需要は現在のインフラの対応能力を超えているため、需給環境は厳しいと指摘した。これは、長期的な需要にとっては朗報かもしれないが、大手ハイテク企業による今週の決算発表に向けて状況が複雑化していることも確かだ。

By Angela Palumb  
(Source: Dow Jones)

## 9. あなたの「国際」ファンド、実は米国株ファンド？

[ファンド]

Is Your International Fund a U.S. Fund in Disguise? Why It Matters.  
指数に偏り生んだ米国株の好パフォーマンス

### 「グローバル」な投資のはずが米国株偏重に



Christopher Furlong/Getty Images

「インターナショナル（国際）」「グローバル」「ワールド」といった用語は、ファンドに関しては決して同じ意味ではない。

グローバルファンドやワールドファンドは米国市場を含むが、インターナショナルファンドは一般的に米国市場を含まない。今年は米国を上回るインターナショナル市場のパフォーマンスによって、両者の違いが明確に表れている。

時価総額加重型のMSCIオール・カンントリー・ワールド・インデックス (MSCI ACWI) は、

世界の大型株・中型株の85%をカバーし、そのうち65%が米国株だ。このインデックスは、上場投資信託 (ETF) の純資産190億ドルのiシェアーズMSCI ACWI ETF<ACWI>のベンチマークとなっており、このETFは年初来で約1%下落している。一方、米国を除外した純資産57億ドルのiシェアーズMSCI ACWI (除く米国) ETF<ACWX>は、同約8%上昇している (いずれも25日の取引終了時点)。

データ分析会社ベッタファイのResearch責任者トッド・ローゼンブルース氏は、米国が10年以上にわ

たって世界の株式市場を支配してきたことで、指数のウェイト配分が偏っていると述べた上で、「本来は分散されたグローバルなインデックス戦略だったものが、米国株偏重の投資戦略に変わってしまった」と語った。

またローゼンブルース氏によれば、「グローバル」「インターナショナル」と冠した多くのETFはインデックス連動型であり、ある地域の株式がアウトパフォームした際、インデックスを再び分散戦略に戻すための年次リバランスが行われないことがある。そのため、グローバルインデックスファンドの保有者や購入予定者が、意図せずに米国資産へのエクスポージャーを高めてしまう可能性があるのだ。

インターナショナルファンドは先進国市場、新興国市場、またはその両者に焦点を当てる場合があり、地域や銘柄にどう配分するかがパフォーマンスに影響する。今年の資金流入状況を見ると、投資家は先進国のインターナショナル株を選好しているようだ。

## ■ 今年も欧州・債券ETFに資金が流入

資産運用会社ブラックロックで米州地域のチーフ投資・ポートフォリオ・ストラテジストを務めるガルギ・チャウドリ氏によれば、iシェアーズ・コアMSCIインターナショナル・ディベロップド・マーケットETF<IDEV>には、今年26億ドルの資金が流入している。ブラックロックの欧州株ETFには43億ドル、新興国市場ファンドには10億ドルが流入している。

バンガードもインターナショナル株式ETFと債券ETFで年初来155億ドルの流入を記録し、5本のETFがそれぞれ10億ドル超の資金を集めている。例えば、純資産220億ドルのバンガードFTSEヨーロッパ<VGK>、同640億ドルのバンガード・トータル・インターナショナル・ボンド<BNDX>だ。

チャウドリ氏は、欧州の拡張的な財政政策やユーロ圏の経済成長見通しの改善を背景に、インターナショナル市場は上昇していると語る。一方、米国では財政政策の不透明感や経済成長見通しの下方修正が続いている。

## Worldly Wise

How international and global funds compare.

| Fund / Ticker                                                  | YTD<br>Return | 3-Yr<br>Return | 5-Yr<br>Return | AUM<br>(billion) | Expense<br>Ratio |
|----------------------------------------------------------------|---------------|----------------|----------------|------------------|------------------|
| Capital Group International<br>Core Equity / CGIC              | 7.3%          | N/A            | N/A            | \$0.1            | 0.54%            |
| iShares Core MSCI<br>International Developed<br>Markets / IDEV | 6.4           | 6.5%           | 11.3%          | 18.1             | 0.04             |
| iShares MSCI ACWI / ACWI                                       | -5.2          | 6.7            | 12.4           | 19.0             | 0.32             |
| iShares MSCI ACWI ex US /<br>ACWX                              | 4.8           | 5.3            | 10.0           | 5.7              | 0.32             |
| iShares MSCI EAFE Value /<br>EFV                               | 11.6          | 10.3           | 11.0           | 20.1             | 0.32             |
| Oakmark International / OAKIX                                  | 5.8           | 4.4            | 12.0           | 13.3             | 1.05             |
| T. Rowe Price International<br>Equity / TOUS                   | 9.7           | N/A            | N/A            | 0.6              | 0.50             |
| Vanguard FTSE Europe / VGK                                     | 10.6          | 8.1            | 12.5           | 22.0             | 0.06             |
| Vanguard Total International<br>Bond / BNDX                    | 1.1           | 2.1            | 0.2            | 64.0             | 0.07             |
| Vanguard Total International<br>Stock / VXUS                   | 4.4           | 5.1            | 10.0           | 82.1             | 0.05             |

Note: Returns as of April 17; three- and five-year returns are annualized. N/A=not applicable.

Sources: Morningstar, company reports

### インターナショナル市場に割安感

バリュエーションも重要で、インターナショナル市場は米国より割安だ。S&P500指数の12カ月予想株価収益率（PER）は19.2倍と過去5年平均より4%低いが、ユーロ圏株は13.3倍で同5%低く、日本株は12.7倍で同13%低い。

また、インターナショナル市場ではバリュー株のパフォーマンスがグロース株を上回っている。ベッタファイのローゼンブルース氏によれば、幅広い先進国市場を対象とした純資産201億ドルのiシェアーズMSCI EAFEバリューETF <EFV>は今年約15%上昇している（25日の取引終了時点）。

インターナショナルETFのほとんどはインデックス連動型だが、運用会社は最近、純資産1億3400万ドルのキャピタル・グループ・インターナショナル・コア・エクイティ<CGIC>や、同5億8900万ドル

のティー・ロウ・プライス・インターナショナル・エクイティ＜TOUS＞といったアクティブ運用型ETFの提供も始めている。どちらもインターナショナルな先進国市場が中心だが、新興国市場も含まれている。

コナーズ・ウェルス・マネジメント社長のスティーブン・コナーズ氏は、海外市場のバリュエーションの低さや米国の場当たり的な財政政策を理由に、インターナショナル株式には一段の上昇余地があると見ている。コナーズ氏は、欧州の比率が特に高い純資産133億ドルのオークマーク・インターナショナル・ファンド＜OAKIX＞や、先進国市場全体に比較的均等に投資する純資産821億ドルのバンガード・トータル・インターナショナル・ストックETF＜VXUS＞を選好している。

By Debbie Carlson  
(Source: Dow Jones)

## 10. カトリック教会、投資運用を近代化

[経済関連スケジュール]

Pope Francis Modernized the Vatican's Investment Program  
教皇庁資産管理局（APSA）、教義に基づく運用で成果

### 類似運用方針のETF（上場投資信託）にも注目

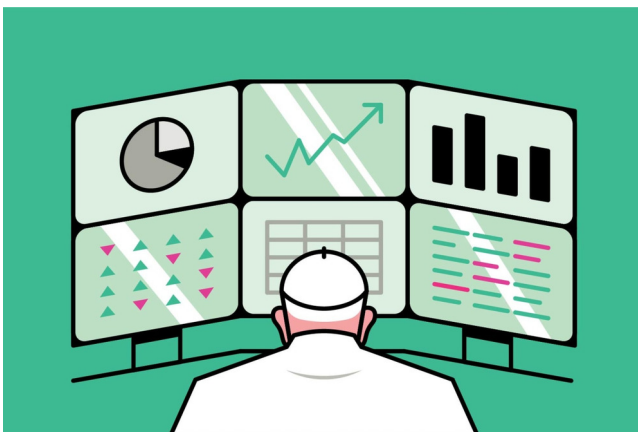


Illustration by Elias Stein

21日に88歳で死去したフランシスコ・ローマ教皇の遺産の一つは「財政」だ。カトリックの総本山バチカンの投資は利益を上げた。これは教皇が率いた教会の価値観に沿う社会的価値に注力した成果と言える。

教皇庁資産管理局（APSA）は2023年、投資によって約4600万ユーロの収益を上げ、3790万ユーロの教会の経費を賄って、残りは利益として計上した。APSAは資金を国内外の証券と債券に投資し、さらに「教会に対してコンサルティング、財務ソリューション、資本市場へのアクセスを提供した」と述べた。

セスを提供した」と述べた。

この利益は2022年比で40%超増加した。2022年には教会がカトリック投資家向けに「信仰に基づく投資指針」を発表していた。その指針は、人工妊娠中絶や避妊、ポルノ、アルコールや他の依存性物質の過剰使用、兵器、死刑、鉱業などに関与する企業には投資しないと定めていた。教会は、ESG（環境、社会、企業統治）の要素の多くには、カトリックの教義と一致するものがあるとの考えを示した。

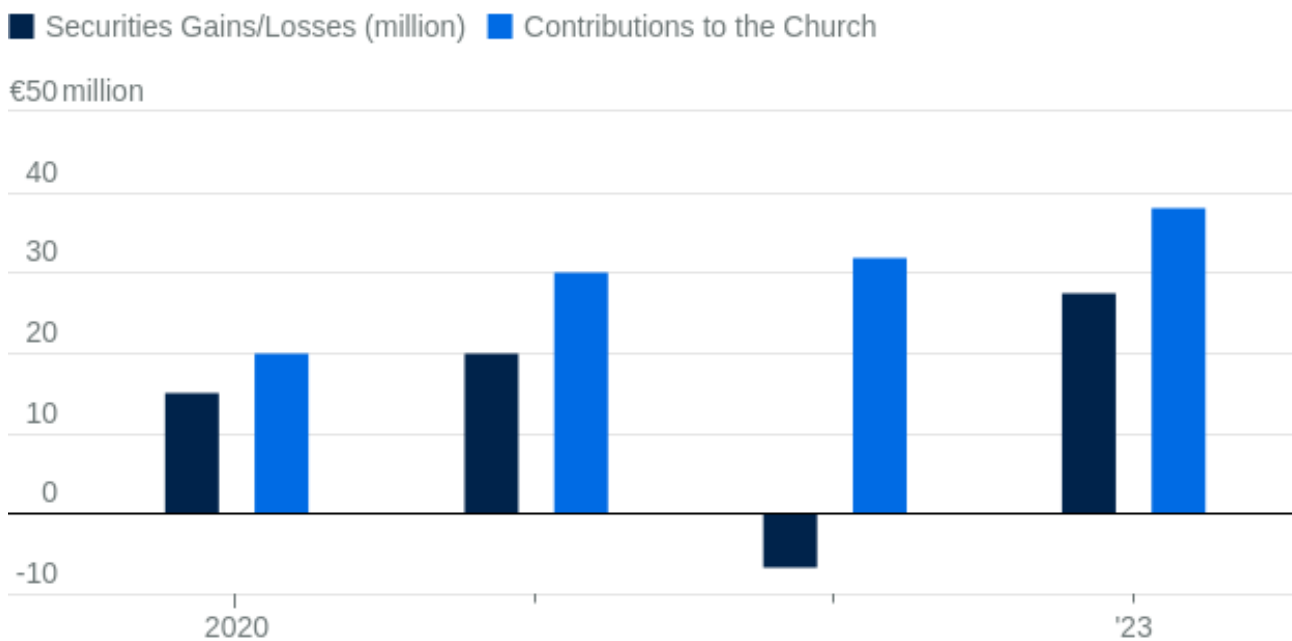
APSAは具体的な保有銘柄を公表していないが、グローバルXが運営するS&P 500カトリック・バリュエーETF＜CATH＞は、「カトリックの価値観に反する活動に関与する企業」を除外している。CATHは標準的なS&P500指数連動ファンドに近く、主な保有銘柄にはアップル＜AAPL＞、マイクロソフト＜MSFT＞、エヌビディア＜NVDA＞などが含まれている。

2022年は不調で、APSAは600万ユーロ超の損失を計上した。2023年は「リスクと中長期的収益性の間で適切なバランス」を維持したと説明されている。2024年については、今夏に発表されるリポートが注目される。（編集注：こちらの記事は4月22日配信の「カトリック教会、ESG投資で多額の利益」のアップデート版となります）。

## 先週の出来事

### The Pope's Balance Sheet

The Vatican investment operation, APSA, uses its securities activities to help support Church operations.



Source: Administration of the Patrimony of the Apostolic See

## 市場動向

週明け、トランプ米大統領がパウエル連邦準備制度理事会（FRB）議長を再び非難し、S&P500指数が2.7%下落。ドルは下落し、金、ビットコイン、円、ユーロが上昇した。その後トランプ氏はパウエル氏への攻撃発言を撤回し、ベセント米財務長官は貿易戦争を巡る米中の緊張関係は「ごく近い将来」に和らぐとの認識を表明。米中関係の緊張緩和への期待感とFRBによる利下げ観測を受けて株価は上昇に転じたが、中国側が交渉の事実を否定すると株価は下落した。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は2.5%、S&P500指数は4.6%、ナスダック総合指数は6.7%それぞれ上昇した。

## 企業動向

ハーバード大学が連邦政府を提訴し、また約10億ドルのプライベート・エクイティ（PE）ファンドの持ち分の売却交渉に入った。電気自動車（EV）大手テスラ＜TSLA＞の四半期利益は前年同期比71%減少し、イーロン・マスク最高経営責任者（CEO）は5月にテスラに復帰すると表明した。米食品医薬品局（FDA）が明確かつ協調的な規制戦略を打ち出し、この強気のシグナルを受けてバイオテクノロジー株が急騰した。半導体大手インテル＜INTC＞が従業員を20%超削減すると発表した。スイス拠点の製薬大手ロシュ＜ROG＞とノバルティス＜NVS＞は、いずれも米国で大規模な投資を行うと発表した。欧州連合（EU）の執行機関である欧州委員会が、反トラスト法（独占禁止法）違反でアップルに5億7100万ドル、メタ＜META＞（旧フェイスブック）に2億2800万ドルの制裁金を科した。アップル

はインドへのiPhone（アイフォーン）生産移管を加速させた。航空機製造大手ボーイング＜BA＞の四半期損失は予想より小幅となったが、中国からの締め出し（ボーイング製航空機の使用禁止や納入停止など）が懸念材料となっている。グーグルを傘下に持つアルファベット＜GOOGL＞の利益は前年同期比46%増加した。

M&A（合併・買収）など

- ・フィナンシャル・タイムズ紙は、中国政府系ファンドが米国のプライベート・エクイティ・ファンドから投資資金を引き揚げていると報じた。
- ・銀行規制当局は、米銀行持ち株会社キャピタル・ワン・ファイナンシャル＜COF＞によるディスカバー・ファイナンシャル・サービスズ＜DFS＞の買収（353億ドル、株式交換方式）を承認した。
- ・ブルームバーグによると、ドラッグストア・チェーンのライトエイドが2度目の連邦破産法第11条の適用申請を目前に控え、実質的な清算型の倒産手続きを検討していると報じた。

## 今週の予定

### Mirroring the Vatican

This Global X exchange-traded fund invests based on Catholic social values. It looks a lot like the S&P 500.



Source: FactSet

4月29日（火）

第1四半期決算シーズンは本格化し、S&P500指数構成銘柄の約3分の1が決算を発表する予定、今シーズンで最も忙しい週となる。29日は飲料大手のコカ・コーラ＜KO＞とクレジットカード会社のビザ＜V＞、30日はメタとマイクロソフト、5月1日はアマゾン・ドット・コム＜AMZN＞、アップル、米製薬大手イーライリリー＜LLY＞、マスターカード＜MA＞、2日には石油大手シェブロン＜CVX＞とエクソンモービル＜XOM＞の決算発表で週を締める。

4月30日（水）

米商務省経済分析局（BEA）が3月の個人消費支出（PCE）物価指数を発表する。エコノミストの予想

は前年同月比2.2%の上昇で、2月を0.3%ポイント下回る。また変動の大きい食品とエネルギー価格を除いたコアPCEは前年同月比2.6%の上昇と予想され、2月は同2.8%の上昇だった。米連邦準備制度理事会（FRB）がインフレ指標として重視するコアPCEの上昇率がこの予想通りであれば、年率ベースでは2021年3月以来の最低水準。

5月2日（金）

米労働省労働統計局（BLS）が4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13万人増（3月の22万8000人増から減少）、失業率は横ばいの4.2%の予想。

## 統計と数字

1300億ドル：金融サービス分野での2024年米国貿易黒字。世界貿易戦争の脅威にさらされる。

3521%：カンボジア製ソーラーパネルに対して米国が課した関税率。東南アジア4カ国に対する関税の中で最高率。

23%：2024年における中国の自動車輸出台数の増加率。台数ベースでは640万台に達し、第2位の日本を50%超上回った。

360万件：2024年における米国の出生数。2023年比で1%増加したものの、人口置換水準とされる女性1人当たり2.1人には依然届かない。

By Paul R. La Monica  
(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』 2025/04/27

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](mailto: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