

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/05/04

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. ビッグマネー調査：資産運用会社、過去28年間で最も弱気 - Money Managers Are the Most Bearish They've Been in 28 Years, Our Poll Finds. [カバーストーリー]
P.1
かつてない弱気見通しの中、投資機会を探る動き
2. 関税に伴うインフレ対策、FRBに三つの手段も全てに欠点 - The Fed Has 3 Tools to Fight Tariff-Related Inflation. All Have Drawbacks. [フィーチャー]
P.6
FRBの金融政策は需要型インフレには対処できるが、供給型には効果が薄い
3. 景気は減速しているが、景気後退が近いわけではない - The Economy Is Slowing. That Doesn't Mean a Recession Is Coming [フィーチャー]
P.9
タイトな労働市場が個人消費を支える
4. パランティア株は「不合理」なほど割高だが、個人投資家は気にせず - Palantir's Stock Price 'Doesn't Make Any Sense.' Devoted Investors Don't Care [フィーチャー]
P.13
市場規模の見極めは難しく、目標株価には大きな幅がある
5. 報酬額トップのCEOは誰だ - You Never Heard of the Highest-Paid CEO in America. [フィーチャー]
P.18
高額報酬のからくり
6. 関税の影響はまだ見られず - Stocks Are Back and Economic Data Look Solid. [コラム]
P.21
株式市場は「解放の日」以降に反発
7. 21年ぶり連騰も、脆弱に見える理由 - Stock Market Winning Streak Best in 21 Years. Why It's Looking Fragile. [米国株式市場]
P.23
企業業績の下方修正が再び急落につながる可能性も
8. ハイテク大手決算で分かったこと - The AI Trade Shows Signs of Life. Take It From Big Tech [ハイテク]
P.25
関税の影響はまだ不透明、AI投資は予想以上に堅調
9. 巻き返しなるか、ディズニー決算に注目 - Has Disney Lost Its Touch? What to Watch on Earnings Day [投資戦略]
P.27
株価回復を見越して検討すべき他の銘柄
10. コカ・コーラとペプシは似て非なる存在 - Coca-Cola and PepsiCo May Look Alike. Why They Don't Trade Alike. [経済関連スケジュール]
P.29
株価に表れる明暗

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

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

※記事中の株式やファンドの価格は、米バロonz編集部による記事執筆時点の値である場合があります。

Copyright © 2025 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. ビッグマネー調査：資産運用会社、過去28年間で最も弱気 Money Managers Are the Most Bearish They've Been in 28 Years, Our Poll Finds. かつてない弱気見通しの中、投資機会を探る動き

[カバーストーリー]

1997年以降のすべての危機を上回る懸念

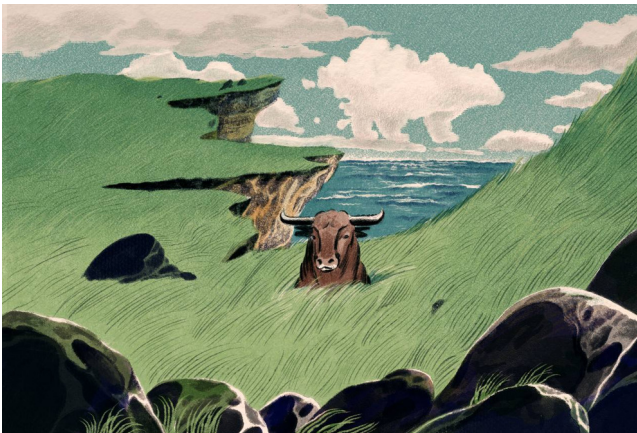


Illustration by Lisk Feng

米国の資産運用会社は過去30年近くで最も弱気になっている。プロの投資家を対象とする本誌の「ビッグマネー調査」では、回答者の32%が今後12カ月の株式の見通しについて弱気であることが分かった。これは1997年以降で最も高い比率だ。1997年以降、投資家はITバブルの崩壊、米同時多発テロ、リーマン・ブラザーズの破綻と2008～2009年の世界金融危機、コロナ禍と、多くの危機を乗り越えてきた。にもかかわらず、プロの投資家は、金融市場や経済、国家にとって多くの苦痛を伴ったこれらの時期よりも、現在の方が不安だと感じている。

強気派の比率も本調査における過去最低を記録した。強気と回答したのはわずか26%で、1997年以降で最も低い。昨秋時点では50%が強気で、弱気は18%にすぎなかった。こうした投資家心理の変化は、主としてトランプ政権の関税措置が企業利益や景気に及ぼす潜在的な影響に対する懸念を反映したものだ。4月2日に関税引き上げを発表して以降、トランプ大統領はスタンスを和らげ、長年の同盟国や中国との「ディール（取引）」に前向きな姿勢を見せているが、資産運用会社は世界的な貿易戦争の可能性を懸念している。ニュージャージー州トトワのCFSインベストメント・アドバイザー・サービスの共同創設者で経営メンバーのハリス・ニディック氏は「トランプ氏は関税でやり過ぎたかもしれない。足元の不透明さは私のこれまでのキャリアの中でも5本の指に入る。未知の要素が多過ぎる」と話す。

2年連続で2桁台の上昇を見せたS&P500指数は年初来で約4%下落している。ただし、関税をめぐる懸念がすべての原因ではない。年初時点の株式のバリュエーションは持続不可能なほど高かった。そして、1月下旬、中国の人工知能（AI）開発企業ディープシーク（深度求索）が米国のモデルよりも効率的で低コストのAIモデルを発表し、AIテクノロジーの恩恵を受ける銘柄に投資を集中させていた投資家を動揺させた。

株価はトランプ関税発表後の安値から反発したが、ビッグマネー調査の回答者はさらに下落する可能性があるかとみており、約58%が株式市場のバリュエーションが高過ぎるとしている。適正であるとの回答は35%、低過ぎるという回答はわずか4%だった。顧客は資産運用会社以上に悲観的だ。回答者の56%が自社の顧客が弱気だとしている。スミード・キャピタル・マネジメントのビル・スミード最高投資責任者（CIO）は現状を、これまで経験した中で「最もクレイジーな局面の一つであり、グロース株に対する熱狂を解消する必要があった」と指摘した。一方、関税を巡るニュースを受けて、投資家が「グロース株よりも優れたパフォーマンスが期待される資本財株や消費財株などのセクターまで売り込んだ」とも付け加えた。

大半がトランプ政策の現状に不満

MARKETS

Click or tap buttons below for survey responses:

OUTLOOK

MEASURES

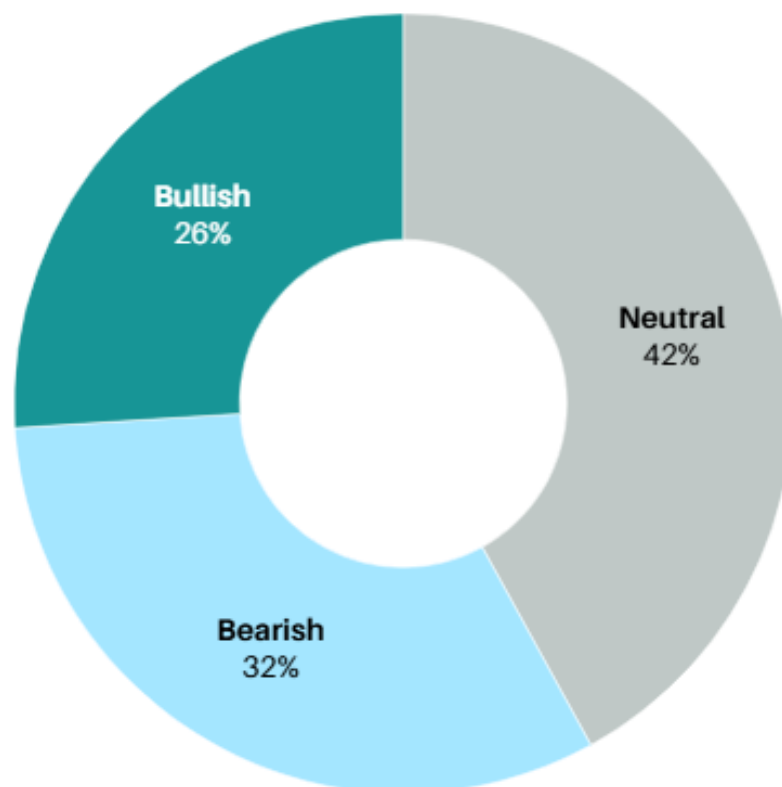
STOCKS

VALUE

CLIENTS

RISK

Describe your investment outlook for U.S. equities in the next 12 months.



本誌は、エルドス・メディア・リサーチの協力を得て、春秋の年2回、ビッグマネー調査を実施している。今回の調査（3月下旬に郵送、4月上旬に関税関係の質問を追加）では119人から回答を得た。

楽観派は、2025年末のダウ工業株30種平均（NYダウ）、S&P500指数、ナスダック総合指数が現在の水準を約4～7%上回ると予想している。しかし、弱気派はNYダウが7%、S&P500指数とナスダック総合指数が2桁台前半の下落になるとみている。回答者の42%が自身を中立的（強気でも弱気でもない）としている。

トランプ政権の関税政策について支持を表明したのは回答者の20%にすぎず、約80%が関税に関連したリセッション（景気後退）の可能性を40%以上としている。それでも、回答者の60%は関税による混乱は買い場であると考えている。

複数の回答者が、ホワイトハウスはより目先の成長を促進する政策を重視していないと嘆いている。

ニューヨークを拠点とするオープンハイマー・アセット・マネジメントのチーフ・インベストメント・ストラテジストであるジョン・ストルツファス氏は「トランプ政権が規制緩和プロセスの検討を始めることを願っている」と話す。これはストルツファス氏に限らない。回答者の38%が、規制緩和が今年の経済政策の最優先課題であるべきだとしている。

要するに、第2次トランプ政権がウォール街に「アニマルスピリット」を解き放つという楽観論のほとんどが、トランプ氏が昨年11月の大統領選でカマラ・ハリス前副大統領に勝利した直後に株式相場が急騰して以降、消滅してしまった。

SKウェルス・マネジメントのマシュー・ネイランドCIOは「企業は身動きが取れなくなっている。最高経営責任者（CEO）は長期戦略で行くべきか、短期戦略で行くべきか迷っている。合併・買収（M&A）プロセスには簡略化の余地があり、それによって企業を支援できる」と指摘する。ネイランド氏は、銀行の自己資本規制要件に一段の柔軟性があれば、銀行は融資に積極的になる可能性があるとは指摘する。また、「煩雑な報告」を必要とする規制が上場企業の事業運営を複雑化させ、その結果、非上場のままでいることを選択する企業が増えていると話す。

ペン・キャピタル・マネジメントのエリック・グリーンCIOは、今後、規制緩和と減税の延長が実現する可能性はあるが、トランプ氏は市場に「まずハウレンソウ（おいしくないもの）」を与えたと指摘し、相場が下落局面を脱する前に「さらに悪材料が出てくる」と予想する。また、グリーン氏はM&A活動の回復を予想しているが、関税問題がより明確になるまで企業は大型案件の発表を控えるだろうと指摘し、「ホワイトハウスと連邦議会は関税に手いっぱい、他にも進んでいることはあるかもしれないが遅い。時間が問題なのだ」と話す。

最大のリスクは景気後退

今後6カ月で株式市場が直面する最大のリスクは何かという質問に対し、回答者の24%が景気減速を、19%が景気後退を、14%が米国の政治的な混乱を挙げた。ただ1人、来年の景気後退入りの可能性をゼロと回答したのがランドルフ・カンパニーのカーター・ランドルフCEOで、投資家や企業の景況感的良好ではないものの、消費支出は堅調を維持しており、景況感は適切な投資ツールにはならないと主張する。

しかし、他の回答者は、ウォール街やそれ以外の社会全般に広がっている懸念を深刻に捉えている。インテグリティ・アセット・マネジメントでポートフォリマネジャーを務めるジョー・ギルバート氏は、景気は下降局面に向かっているとし、「関税によってすべてが止まった。信頼を持つのが難しくなる。信頼が経済を動かす。景気後退入りする可能性が高い」と話す。

米商務省経済分析局（BEA）が4月30日に発表した速報値によれば、米国の1-3月期の国内総生産（GDP、インフレ調整後、季節調整済み）成長率は、関税発効を目前に控えた輸入急増が主な要因となり、前期比年率でマイナス0.3%となった。2024年10-12月期の実質GDP成長率はプラス2.4%だった。

TARIFFS

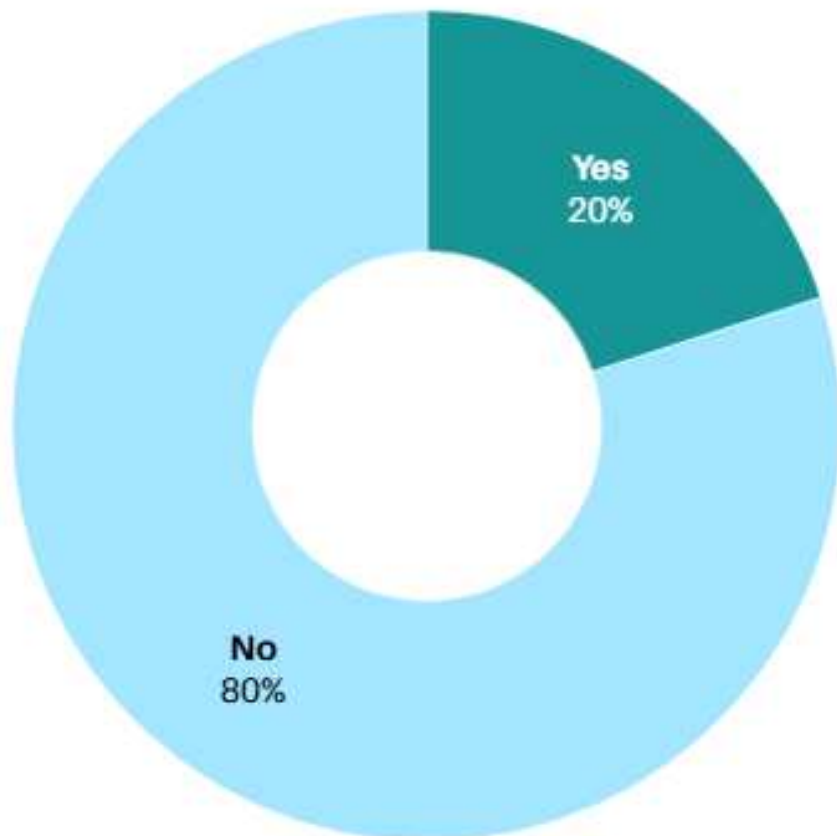
Click or tap buttons below for survey responses:

POLICY

MARKET

RECESSION

Do you approve of President Trump's tariff policy?



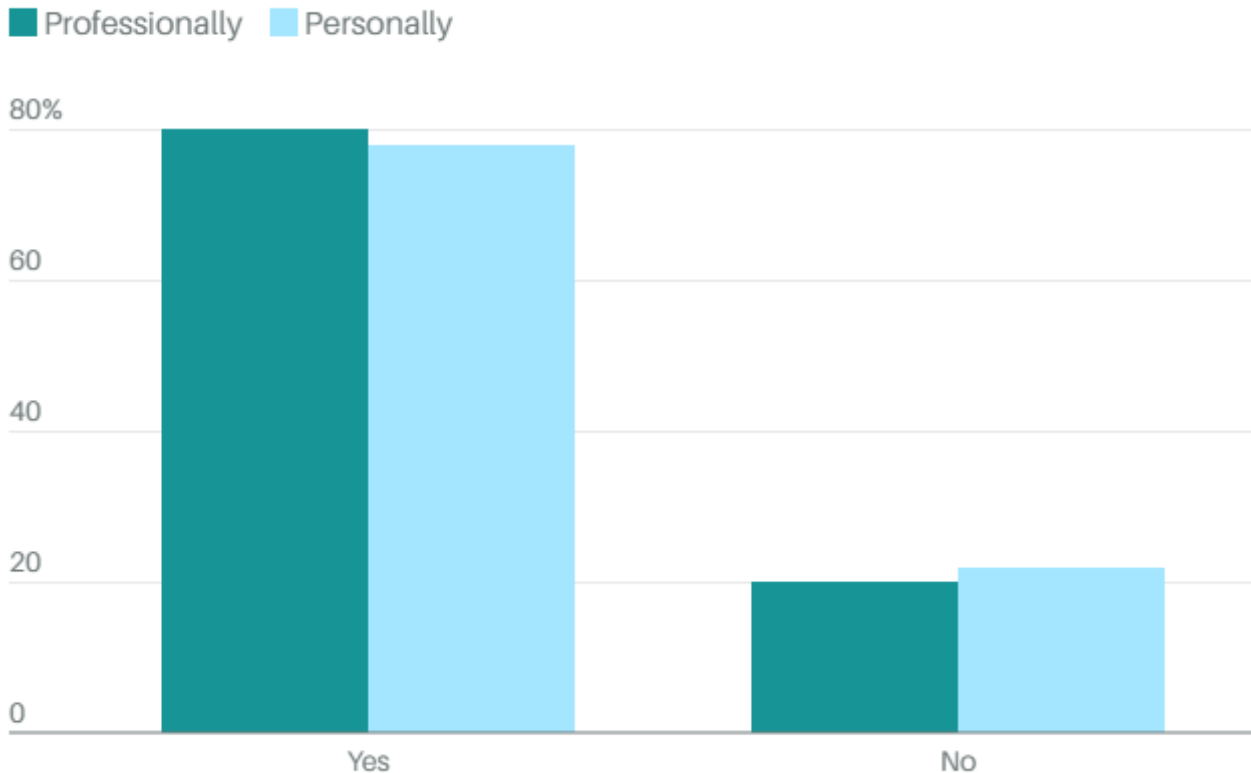
混乱は投資のチャンス

経済的な懸念を背景に、今年に入って金価格は記録的に高騰している。年初来で約27%上昇し、最近
は1オンス当たり3312ドルに達している。金はドル安局面で良好なパフォーマンスを示す、海外通貨に
類似した性質を持つコモディティであり、ディフェンシブな資産と位置付けられることが多い。金
については回答者の58%が強気だ。

オープンハイマーのストルツファス氏は、金価格の高騰は中国、インド、その他新興国の中央銀行が
外貨準備をドル以外に分散させていることが主な要因だと指摘し、投資家が多少の金を保有すること
に問題はないと考える。しかし、フォレスター・バリュウ・ファンドのマネジャー、トム・フォレス
ター氏は、金鉱株の方が投資対象として優れていると話す。フォレスター氏のファンドはアグニコ・
イーグル・マインズ<AEM>とアラモス・ゴールド<AGI>を保有している。いずれも予想株価収益
率（PER）が5年平均を下回っており、原油価格の低下によるコスト削減の恩恵を受けている。両社と

PERFORMANCE

Are you beating the S&P 500 this year...



もカナダの企業だ。

回答者の多くが、米国以外の優れたバリューに目を向けており、70%が非米国株に強気と答えている。ジャン・ファイナンシャルの創業者兼社長であるチャールズ・ジャン氏は、先進国株と新興国株の両方を好み、上場投資信託（ETF）のiシェアーズMSCI EAFEバリューETF<EFV>とバンガードFTSEエマージング・マーケットETF<VWO>を選好する。「ドル安とユーロ高が非米国株に追い風となっている」と話す。本誌の独立系投資アドバイザーランキングで1位のジャン氏は、中国株は今後も上昇を続ける可能性があるとしており、電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）<BABA>やその他の代表的な中国株は依然として妥当な株価水準にあると指摘する。アリババの株価は年初来で40%超上昇しているが、12カ月予想PERはわずか13倍だ。

非米国株の株価の方が魅力的なことに米国の通商政策への不満が重なり、米国資産についてさじを投げた投資家もいる。マーティン・インベストメント・マネジメントのマネージング・ディレクター、サンドラ・S・マーティン氏は「激怒している顧客もいる」と話す。そして、アジア系の顧客の一部は現在、非米国株に重点を移していると言う。

投資の世界では、すべてに希望が持てないということはない。2025年が大きな変動とともに始まったことで、あまりにも割高になっていた一部の銘柄に買い場が訪れた。自分は強気の逆張り投資家だと語るテクノマート・インベストメント・アドバイザーズのジョゼフ・パーンズ社長は「平均的な投資家は長期的な視点で考える必要がある。下落局面を活用すべきだ。2〜3年すれば、堅調な上昇局面に戻るだろう」と話す。

資産運用会社バンガードのシニアポートフォリオマネジャー、シャロン・ヒルズ氏は、銀行業界や製薬業界を中心とする配当株を（特に債券利回りが低下する中で）好んでおり、「高配当利回り株式の安全資産投資としての魅力は既に高まっている」と話す。ヒルズ氏は債券市場のボラティリティー上昇でこうした株式の魅力がさらに高まると予想する。

回答者の多くが債券の見通しについて楽観的だ。約75%が6カ月前よりも債券のウエートを引き上げており、70%が債券について強気だと回答している。ハンター・アソシエーツのエリカ・スナイダーCEOは「債券には依然として価値がある。今年の夏、米連邦準備制度理事会（FRB）が数回にわたり、若干の利下げを実施するとみている」と話す。利下げになれば、最近数カ月で4.17%まで低下した10年物米国債の利回りにさらに下押し圧力がかかる可能性がある。回答者の62%が、10年物米国債利回りが1年後に4%以下になると予想している。

債券利回りの低下は株式をはじめとするリスク資産に追い風となる。ストーンライズ・キャピタル・パートナーズのマネージング・パートナー、ホゼ・メデイロス氏は、メタ<META>（旧フェイスブック）、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、グーグルの親会社アルファベット<GOOGL>の将来性を評価しており、「テクノロジーは一時的な流行ではなく世界経済の成長分野の一部であり、この点が変わることはない。ハイテク企業の利益成長率は市場全体を上回り、利益率やキャッシュフロー創出の点でもはるかに優れている。それだけでも、バリュエーションが高い理由となる」と話す。

MFMキャピタル・マネジメントのジョン・マフェイCIOは、相場が下落する中、配当株を中心に「バリュー株を拾っている。相場が大きく変動する中、売られ過ぎた銘柄がある」と語り、自分の顧客はパニックに陥っていないと付け加えた。

とはいえ、2025年は引き続きサプライズの年になるだろう。4-6月期以降も1-3月期と似た展開になるとしたら、投資家を待っているのは波乱の展開かもしれない。バッファロー・ブルーチップ・グロース・ファンド<BUFEX>のマネジャー、ケン・ローダン氏は「難しい市場だ。極めて不快な状況に慣れる必要がある」と話す。ビッグマネー調査の回答者が市場のさらなる混乱に備えているのであれば、われわれもそうすべきだ。

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

2. 関税に伴うインフレ対策、FRBに三つの手段も全てに欠点

[フィーチャー]

The Fed Has 3 Tools to Fight Tariff-Related Inflation. All Have Drawbacks.

FRBの金融政策は需要型インフレには対処できるが、供給型には効果が薄い

関税による新たな種類のインフレの恐れ

米連邦準備制度理事会（FRB）は過去3年間にわたり、金融引き締め策を通じてインフレの沈静化に注力してきた。しかし、トランプ米大統領が「解放の日」に発表した幅広い関税政策は、FRBが対処する手段を十分に持ち合わせていない新たな種類のインフレを引き起こす恐れがある。今回のインフレは、FRBが新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）後に対処してきた需要型インフレと異なり、政策主導の供給ショックであるため、金融政策では相殺できない形で直接コストを押し上げ



Kevin Dietsch/Getty Images

るものだ。

関税の全面導入が90日間停止され、政権が貿易交渉の努力を続けてはいるものの、関税による一部の価格上昇が既に起きている。エール大学予算研究所のデータによれば、財やサービスの平均価格は今年3%上昇すると予想されている。食品とエネルギーを除くコアインフレは、個人消費支出（PCE）物価指数で見ると、3月は前年同月比2.6%だった。2月から鈍化しており、アナリスト予想と一致していた。

FRBは、物価の上昇が続いた場合に効果的な政策手段をほとんど持ち合わせていない。現在の誘導目標レンジが4.25～4.50%のフェデラルファンド（FF）金利を引き上げても、関税を撤回させたり、貿易制限により上昇した商品の価格を下落させることはない。FF金利を据え置けば、インフレ期待が不安定化するかもしれない。物価高の打撃を緩和するために利下げを行うことは、かえって物価高を助長することになりかねない。

重要なことはFRBによるメッセージの発信

これらの選択肢にはそれぞれ経済的リスク、そして潜在的な政治リスクが伴う。バンク・オブ・ニューヨーク（BNY）メロンで最高投資責任者（CIO）を務めるジェイソン・グラネット氏は「FRBは引き続き政策手段を数多く持ち合わせている。政策金利は4%を上回っており、バランスシートは既に縮小している。メッセージは依然として重要だ」と語る。

CMEフェドワッチによれば、市場は現在、年内に0.25%の利下げを4回織り込んでいる。先物市場以外では意見は割れており、FRBはもっと思い切った利下げを行って景気を刺激するだろうという意見と、FRBは利下げを休止するか、あるいは関税動向次第で利上げすら視野に入るといった意見もある。

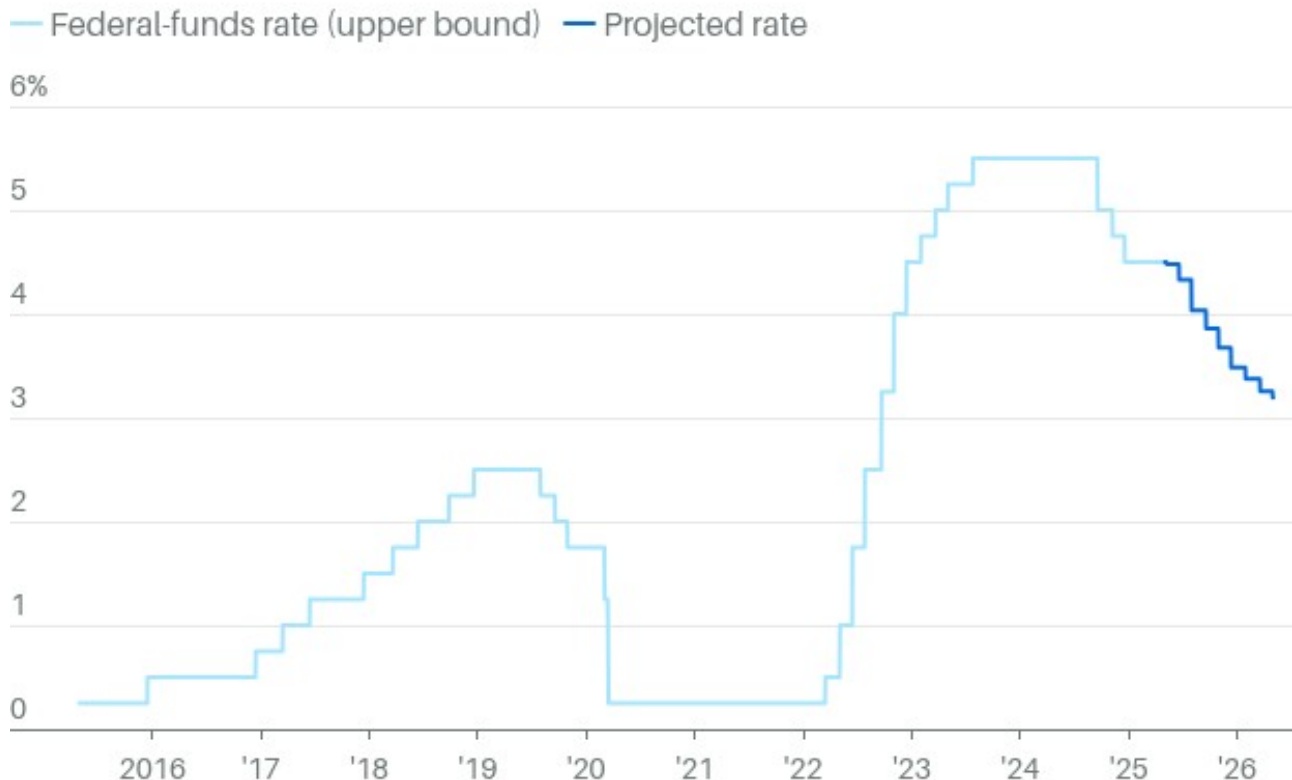
ただし、政策手段を積極的に活用することに伴う痛みは効果以上に大きくなる可能性がある。ハーバー・キャピタル・アドバイザーズのポートフォリオマネジャー、ジェーク・シューマイヤー氏は、「FRBが利下げできるかが問題ではない。インフレを沈静化させるには、どの程度の期間、緩やかなペースでの成長を維持する必要があるのかが問題だ」と指摘する。

このシナリオでFRBが取り得る最も効果的な政策手段は金利の変更ではなく、メッセージの発信だ。インフレがFRBの目標である2%に回帰すると世間が信じるのであれば、企業や労働者がさらなる将来の価格上昇を確定させるような行動をとる可能性は低いだろう。

インフレは一過性だとする誤った判断を当初下したことを考えると、FRBはパンデミック後に苦労の末に信認を勝ち取ったと言える。ただ、新たなインフレショックに直面し、またトランプ大統領が、今年利下げを行わず政策金利を据え置いているパウエルFRB議長を繰り返し批判していることから、信認の一部は失われるかもしれない。

The Fed's Dilemma

Markets are pricing in about a percentage point of interest-rate cuts this year. But lower interest rates could reinforce inflation.



Note: Markets' projected rates are based on Overnight Index Swaps data

Source: Bloomberg

「影のFRB議長」任命も取り沙汰されている

ここ数週間、トランプ大統領はFRBとパウエル議長に対する圧力を強めており、FRBの政治的傾向に疑問を投げかけ、さらにパウエル議長の解任を望むと発言した。FRB高官は、関税によって価格が急上昇しても、雇用が好調を維持する限り、その結果生じる物価の高騰を黙認する意向を示している。ニューヨーク連銀の消費者調査によると、1年先のインフレ期待の中央値は3月に0.5%ポイント上昇し、3.6%となった。これは2023年秋以来の高水準である。シューマイヤー氏は「重要なのは第2ラウンドの影響だ。賃金の上昇が関税主導の物価に追従し始めたら、FRBはもはや看過することはできない」と述べている。

これまでのところ、ニューヨーク連銀が集計したように長期インフレ期待は比較的安定している。しかし、特にFRBが無力に映った場合や、トランプ政権からの政治的圧力が強まった場合は、状況は急変する可能性がある。金融政策に影響を与えるために、ホワイトハウスがより協調的なアプローチを取る可能性もある。トランプ政権関係者は、「影のFRB議長」、つまり（FRBの主要オフィスが置かれている）エクレスビルの壁の外から政策に影響を及ぼすことができる人物を、次期FRB議長として先手を打ち任命するというアイデアを持ち出している。候補としてケビン・ウォーシュ元FRB理事の名前がしばしば挙がっている。

ウォーシュ氏は注目を集めた直近の講演の中でFRBの戦略と信頼性に疑問を呈し、パウエル氏率いるFRBを公然と批判した。政治的忠誠心と市場の信頼性との間で緊張が高まれば、パウエル議長が脇に押しやられた場合、金融政策がどのように展開するかを巡って疑問が浮上する。仮にパウエル議長が2026年5月の任期満了までその地位にとどまっても、ホワイトハウスの後ろ盾を得て政策に口出しする人物がいれば、パウエル議長が明確に意思を伝える能力が制限される可能性がある。

FRBによるコミュニケーションの効果は市場の反応次第

直近のFRBの資産残高は6兆7000億ドルで、2022年4月に付けたピークの約9兆ドル、つまり国内総生産（GDP）の36%から減少している。ワシントンやウォール街関係者の一部は、FRBは金融システムの流動性を低下させ、インフレを抑制するために資産残高の圧縮努力を加速させるべきだと述べている。しかし多くのエコノミストは、物価上昇が貿易政策に起因するものであれば、こうした努力をしてもそれほどの違いは生まれない、としている。さらに、銀行の準備預金残高は依然として必要額をはるかに上回っているため、FRBが借入れコストに影響を及ぼして景気を冷やす力は、以前よりも弱まっている可能性がある。

インフレが持続し、インフレ期待が不安定化すれば、FRBはいずれにせよ行動を起こさざるを得なくなるかもしれない。その場合は、FRBが物価を引き下げる能力に自信があるから引き締めを行うのではなく、行動を起こさなければFRBの信頼性がさらに損なわれるためである。しかし、その決断は容易ではない。投資コンサルティング会社NEPCのプリンシパル兼シニア・インベストメント・ディレクター、ジェニファー・アペル氏は「関税はFRBが持つ二つの任務に多大な不確実性をもたらしている」とした上で、「雇用の減少が見え始めた場合、FRBはすでに出遅れている恐れがある」と述べている。

一方、パウエル議長とFRB幹部は、FRBの長期インフレ目標を強調し、ショックの性質を明らかにすることによって、国民が一時的な物価水準の調整と、より持続的なインフレ要因を区別することを期待しつつ、コミュニケーションに大きく頼るものと思われる。その戦略は効果を発揮するかもしれない。だが決め手は、市場が耳を傾けるかどうかだ。

By Nicole Goodkind
(Source: Dow Jones)

3. 景気は減速しているが、景気後退が近いわけではない

[フィーチャー]

The Economy Is Slowing. That Doesn't Mean a Recession Is Coming
タイトな労働市場が個人消費を支える

悲観論とは逆に景気は底堅い

ウォール街では、多くのストラテジストがトランプ関税政策によるリセッション（景気後退）が迫っていると予測している。同時に、消費者の信頼感は悪化し、コンファレンス・ボードの消費者信頼感指数は5カ月連続で低下している。こうしたソフトデータは、昨年の国内総生産（GDP）の実質成長率が2.8%だったにもかかわらず、景気の先行きに対する不安が広がっていることを示している。



Illustration by Michael Freimuth and Phoebe Huey

それでも今年、景気後退を回避できると考える理由は十分にある。これまで、成長率、雇用、インフレ、小売売上高などの客観的指標、いわゆるハードデータには景気悪化の明確な兆候はなく、消費関連統計は支出の増加が続いていることを示している。経済の根底にある底堅さは、それが縮小する可能性が小さいことを示唆する。

米商務省経済分析局（BEA）が4月30日に発表した速報値によれば、2025年1~3月期の実質GDPは前期比で年率0.3%減少した。しかし、減少

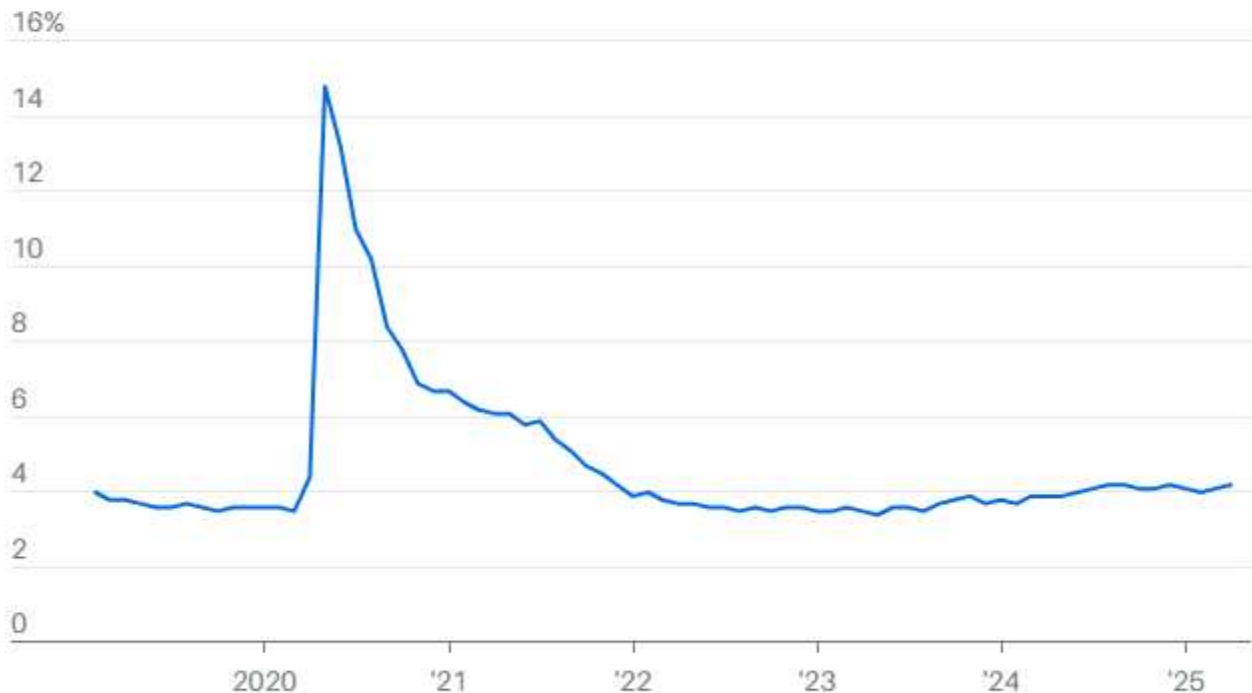
分のほとんどは輸入が41%増加したことが理由である。これは、企業が関税引き上げ前に輸入を増やしたためである。輸入の増加は一時的なものである可能性が大きい一方、経済のエンジンと見なされる民間最終消費支出は3%増加した。個人消費支出はサービス支出にも支えられ、1~3月期に1.8%増加した。5月2日に発表された4月の雇用統計によると、非農業部門就業者数は17万7000人増加し、これは、過去1年間の月間平均傾向値とほぼ一致した。失業率は4.2%で変動がなく、米連邦準備制度理事会（FRB）が完全雇用とみなす範囲内にとどまる。

関税が招く産業界の混乱

A Nation at Work

Relatively stable unemployment is a promising sign for the economy.

Unemployment rate, seasonally adjusted



Source: Bloomberg

それでも、米国はこの1世紀で最大の関税によるショックを経験しているかもしれない。エール大学予算研究所によると、トランプ政権による関税引き上げと報復関税を考慮した場合、現在、平均実効関税率は全体で28%に達しており、1901年以降で最高の水準である。グリーン・キャピタルのシニア・エコノミック・アドバイザーであるコンラッド・デクアドロス氏の推計によれば、関税のコストは金額で1兆ドルに近く上る。

関税の脅威は産業界全体の計画を混乱に陥れている。さらに、関税の発動延期や一部の関税撤回が、不確実性を高めている。また、関税関連の悪影響を相殺する追加的な財政刺激策が実施される保証はない。

関税に関連する打撃は、一時的な供給ショックより深刻で広範囲に及ぶ可能性を示す兆候がある。統計によれば、米国が中国からの輸入品に対する145%の関税を発表してから3週間で、最大の貿易相手国である中国から米国への海上貨物輸送が急減した。モルガン・スタンレーのチーフエコノミストであるマイケル・ゲイペン氏は「懸念しているのは、米中間でこれほど大規模な関税が課されると単に貿易が鈍化するだけでなく、注文がキャンセルされて物流が突然停止し、輸入業者が商品を受け取れなくなるなど、貿易の流れが完全に停止する可能性があることだ。恐らく雇用が急速に調整され、その影響は他のセクターにも波及する」と述べる。

企業は既に、関税に関連する懸念から今後の四半期ガイダンスを下方修正するか、ガイダンスを取り下げている。消費者も、特に労働市場の見通しに不安を抱いている。特に中小企業は関税によって苦境に立たされる可能性がある。問題を引き起こしているのは関税だけではない。連邦政府職員は米国の労働力の2%未満にすぎないが、政府効率化省（DOGE）による最近の支出と雇用の削減によってネガティブな連鎖反応が生じている。多くの民間受託業者や連邦労働者にサービスを提供する業者もリスクに直面する一方、トランプ政権の移民制限と強制送還は労働力供給と財・サービス需要の両方を減少させる恐れがある。

家計の購買力は良好

これらの政策が米国経済の一部に影響を与えているにもかかわらず、全米経済研究所（NBER）が定義するリセッション（通常、数カ月続く経済活動の著しくかつ広範な低下）が必ずしも起きるとは限らない。ブルームバーグの調査によるエコノミスト予想は、今年の実質GDP成長率を1.4%としている。

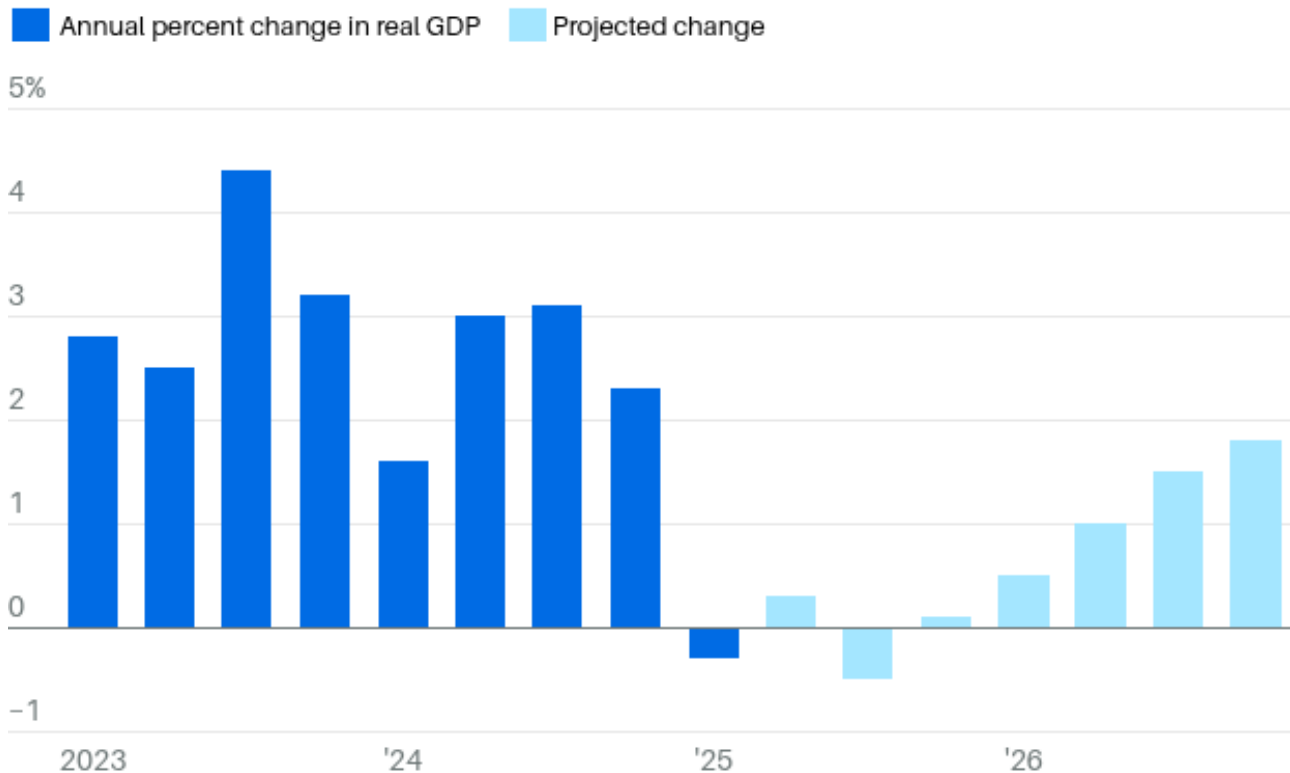
経済予測は急速に変化する可能性がある。しかし、米国民の支出傾向の変化を示す証拠はこれまでのところほとんどない。信頼感調査では悲観的な消費者心理が表れているにもかかわらずだ。米国勢調査局の最新の小売販売統計によれば、レストランでの支出は3月にほぼ2%増加した。バンク・オブ・アメリカが集計したクレジットカード統計に基づく、4月19日までの週の全世帯によるクレジットカード支出は、前年比3.1%増加した。

確かに、多くの消費者は関税の影響を回避するために購買を前倒ししている。しかし、家計にそうした購買力があるという事実は注目に値する。個人消費はGDPの約70%を占めており、高所得世帯は消費支出の約50%を占める。このグループにおける賃金の増加は他のすべてのグループを上回り続けており、エコノミストによる楽観的な予測を支える。

家計のバランスシートは全体として健全な状態にある。バンク・オブ・アメリカによれば、3月時点の

Sluggish Stretch

U.S. gross domestic product grew by 2.8% last year, adjusted for inflation. The Peterson Institute for International Economics expects GDP growth to slow sharply this year before reaccelerating in 2026, with the economy likely to contract in the third quarter.



Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis; the Peterson Institute (forecast through Q4 2026)

全ての所得層における家計の預金額の中央値はインフレ調整後でも2019年の水準を15%上回っている。BEAが4月30日に発表した3月の貯蓄率は3.9%だった。これまでのところ、労働条件は安定しており、民間セクターの解雇は少なく、今年の新規失業保険申請はほとんど増加していない。新規失業保険申請件数の4週移動平均は4月26日時点で22万6000件であり、コロナ禍前の傾向値と一致している。J.P.モルガンの米国チーフエコノミストであるマイケル・フェローリ氏は「通常、解雇は状況が本当に悪化したときにしか起きない。企業は通常、採用を調整することで労働力の帳尻を合わせる」と述べる。

移民の減少で労働力の供給が減少し、企業は大規模な解雇に踏み切ることをさらに躊躇（ちゅうちょ）する可能性がある。ファクトセットによると、コンセンサス経済予測では年末の失業率を4.3%としており、雇用可能な労働力のプールが大きくないことを示唆している。

ただ、今年は経済成長が続くとしても、その先も順調とは限らない。関税が持つ逆進性は、低所得世帯に圧迫感を与える可能性が大きい。また、関税のタイミングは今後数カ月ではなく、今年下半期の成長を危うくする可能性がある。FRBが今年後半に利下げを行うことで痛みを一部和らげる可能性はあるが、現在、市場が予想している1%の利下げには届かない可能性がある。関税がインフレを引き起こした場合、FRB当局者は物価水準への影響を考慮しつつ、経済成長が冷え込む場合には利下げ余地を残すことを正当化できるかもしれない。今のところ、FRB幹部は景気が十分安定しており、金融緩和については模様眺めでよいと考えている。ただ、経済状況が悪化した場合に介入する必要性について

でも準備を進めている。

言い換えれば、悲観論が正当化される可能性はあるものの、現時点ではそのような状況にはない。

By Megan Leonhardt
(Source: Dow Jones)

4. パランティア株は「不合理」なほど割高だが、個人投資家は気にせず Palantir's Stock Price 'Doesn't Make Any Sense.' Devoted Investors Don't Care 市場規模の見極めは難しく、目標株価には大きな幅がある

[フィーチャー]

アナリストの評価は定まらず



Illustration by Ricardo Santos; photographs by David Paul Morris/Bloomberg via Getty Images (Kar)

データ分析ソフトウェア会社パランティア・テクノロジーズ<PLTR>のアレックス・カープ最高経営責任者（CEO）は、3月に開催された年次カンファレンス「AIPコン」で、珍しくスポーツジャケットを着て登壇した。

カープ氏は満員の聴衆を前に「私は当社の現状や、当社のパートナーである人々、そして当社を支える投資家に激しく熱狂している」と語った。パランティアの顧客と熱心な個人投資家たちも、カープ氏とパランティアに激しく熱狂している。

しかし、ウォール街では、パランティアとその株式の評価は、上がっては下がってを繰り返している。カープ氏のシリコンバレーと政治に対する見解から、ソフトウェアへのユニークなアプローチによる事業機会の大きさまで、パランティアは盛んな議論的となっている。

短期的な成長機会に関するウォール街の評価はおおむね一致している。アナリストは、5月5日に発表される第1四半期の売上高が36%増の8億6200万ドルとなり、利益は62%の急増を予想している。

しかし、企業価値の評価に関しては、アナリストの意見は割れている。目標株価は40ドルから130ドルまで幅がある。直近の株価は118ドルだ。さらに、日々の株価にも不確実性が表れている。2020年の上場以来、毎日の高値から安値までの変動幅の平均は5.6%ポイントとなっている。同期間のS&P500指数の平均は1.2%ポイントだ。

株価の変動と盛んな議論は、異色のルーツに原因がある。パランティアは、国家安全保障と防衛というお堅い業界で成長してきた新時代のソフトウェア会社だ。ファンダメンタルズに縛られない熱心な個人投資家の存在も、企業価値をさらに不透明にしている。

パランティアを形成した二つのトレンド

Palantir Technologies

(PLTR / Nasdaq)



Source: FactSet

パランティアが21世紀初めに設立された背景には、二つのトレンドがある。一つはインターネットの普及に伴うデータの爆発的な増加だ。

カリフォルニア大学のピーター・ライマン教授とハル・バリアン教授は、2000年に発表した影響力のある論文で「われわれ全員が情報の海で溺れているのは明らかだ。課題は、その海で溺れることなく泳ぐ方法を学ぶことだ。増え続ける情報を最大限に活用するには、深い理解と優れたツールが絶対に必要である」と記した。

そのツールの一つが、カープ氏、ピーター・ティール氏、スティーブン・コーエン氏によって2003年に設立されたパランティアのソフトウェアだった。

もう一つのきっかけは、2001年9月11日の同時多発テロと国際的な対テロ戦争だ。米国の諜報・防衛機関は山のようなデータを生み出し、脅威にリアルタイムで対処しようとしていた。しかし、情報のソースや形式がバラバラだったため、当局は迅速に動けなかった。

パランティアは、自動化によってデータを統合し、人間の解釈や意思決定を支援する製品を提供した。パランティアのソフトウェアは、情報の海を「水族館」に変えた。つまり、データを可視化し、安全に保存できるようにしたのだ。

カープ氏の普段の服装はTシャツで、髪型はマッドサイエンティストのようだ。カープ氏はドイツ・フ

ランクフルトのゲーテ大学で新古典派社会理論の博士号を取得しており、パランティアのソフトウェアを構築するために哲学的な概念を活用している。パランティアが頻繁に言及する「オントロジー（存在論）」とは形而上学の一分野で、事物同士の関係について研究する学問だ。

パランティアは、組織の基本的な構成要素を可視化し、それらを結び付けるためにオントロジーの概念を使用している。例えば、医療機関ならば、看護師は従業員という要素であり、勤務地、専門分野、シフトの希望などの要素と結び付けられる。

パランティアの顧客である大手再保険会社スイス・リーの担当者は、このような「データレイク（データの湖）」の中の流れを捉えることが、重要な第一歩であると語る。この担当者は「企業データの課題の多くは、実際にはデータ統合の問題だ」と指摘する。

長年の間、企業はより多くのデータを分析するために、より多くのアナリストを雇ってきた。しかし、このアプローチは費用がかかり、調整も難しい。パランティアのオントロジーに基づくソフトウェアは新たなアプローチを提供した。このアイデアは、結び付きのないデータを扱うことの多い諜報機関にとって、特に魅力的だった。

2005年、パランティアは、中央情報局（CIA）によって設立された非営利のベンチャーキャピタルから資金提供を受けた。それ以降、米国の諜報、防衛、警察機関との政府契約を獲得するようになった。2009年には、データに関して同種の問題を抱える民間の顧客にも、同様の製品を提供し始めた。それから10年以上を経て、パランティアの売上高は政府と民間でほぼ均等となっている。

上場以降の年率リターンは73%

The Market's Priciest Stocks

Palantir trades for 69 times estimated sales, far ahead of everyone else in the S&P 500

Company / Ticker	Price-to-sales Ratio
Palantir Technologies / PLTR	68.8
Texas Pacific Land / TPL	31.4
Fair Isaac / FICO	23.0
CrowdStrike Holdings / CRWD	21.3
Intuitive Surgical / ISRG	18.6

Note: Price-to-sales ratio based on forward 12-month estimates

Source: Bloomberg

パランティアの見込み客に対するアプローチはユニークだ。パランティアの顧客で、ファストフード大手ウェンディーズ<WEN>のサプライヤーである協同組合のピート・サーケンCEOは、「営業用のプレゼンテーションも、パンフレットもない」と語る。

この協同組合は、パランティアの予測モデルを使用して、在庫管理を一元化した。サーケン氏は、各

店舗の在庫が適正化され、牛肉の廃棄が減り、店舗マネジャーが店頭でより多くの時間を割けるようになったと話す。現在は予測モデルによって配達回数やトラックの台数を減らすことに取り組んでいる。

パランティアが契約を獲得した企業の中には、長年にわたって互換性のない多様なITシステムにデータを蓄積してきた企業もある。これは往々にして数十年前の技術を使用している医療機関にとって特に大きな問題だ。

コロナ禍の間、全米で看護師が不足していた。パランティアはソフトウェアを修正するために異例の方法を取った。タンパ総合病院の最高データ分析責任者、エッター・ホアン氏は「パランティアは実際に病院にやって来て、ワークフローを観察し、スケジュール管理担当者から聞き取りを行った。ワークフローを書き出し、それを支援するためのツールを設計した」と語る。

クリーブランド・クリニックのロヒット・チャンドラ最高デジタル責任者は、以前の人員管理は「膨大なスプレッドシート作業」だったと語る。パランティアはスプレッドシートを統一されたダッシュボードに置き換える手助けをした。チャンドラ氏は「患者、病床、看護師の割り当てをすべて一元的に管理できるようになった」と話す。

パランティアは2020年9月、市場がコロナ禍によるロックダウン明けの熱狂に沸く中で、新規株式公開（IPO）を実施した。取引初日の終値は9.5ドルで、時価総額は約160億ドルとなった。それ以降、株価は大きく変動しているが、傾向としては一貫して上昇している。株価は取引初日終値から1145%上昇しており、年率リターンは73%だ。同期間のS&P500指数のトータルリターンは年11%だった。

パランティアの2024年通期の業績には、中期段階にあるソフトウェア企業に投資家が求めるものがすべてそろっていた。売上高は29%増加した。アナリストは2025年の売上高の成長率を31%と予想している。

もっとも、この程度の増収率なら多くのソフトウェア企業が達成している。ポイントはパランティアが黒字であるということだ。2024年の営業利益率は11%、フリーキャッシュフローマージンは40%だった。

パランティアのルーツは政府契約にあるが、今後の民間ビジネスの機会はそれより大きいかもしれない。2024年の売上高の55%は政府機関からのものだったが、パランティアは政府顧客を米国とその同盟国に限定している。

■ アナリストは過去のハイテク企業の二の舞を警戒

パランティアは多くのリスクに直面している。米国と英国以外の低調な経済成長は、事業拡大の妨げとなっており、そのリスクは貿易戦争が続く中で高まる公算が大きい。

しかし、投資家にとって最大のリスクは株価だ。直近の株価は118ドルで、2025年予想株価売上高倍率（PSR）69倍に相当する。S&P500指数構成銘柄で次にPSRが高い土地管理会社テキサス・パシフィック・ランド<TPL>でも、その半分未満だ。

投資銀行ジェフリーズのアナリスト、ブレント・シル氏は「パランティアは信じられないほどうまく経営されており、ファンダメンタルズも健全だ。しかし、バリュエーションは全く不合理だ」と語る。

シル氏は「パランティアのバリュエーションが、ソフトウェア業界で現在2番目に高い企業と同等になった場合、株価は40ドルになる。同業のスノーフレーク<SNOW>やデータドッグ<DDOG>などもかつてバリュエーションが急騰したが、その水準を維持できずに急落した。以前も見たストーリーだ」と指摘する。

シル氏はパランティアの目標株価を60ドル、投資判断をアンダーパフォームとしており、「今後5年連続で40~50%のペースで成長したとしても、ソフトウェア業界で最も割高な銘柄であることに変わりはないだろう」と話す。

カープ氏はパランティアに弱気なアナリストを昔から敵視している。2月のインタビューでは「ドローンを飛ばして、当社をこきおろすアナリストにフェンタニル（合成麻薬の一種）入りの尿を浴びせてやりたい」と発言した。シル氏は「パランティアは素晴らしい企業だ。ファンダメンタルズが悪いと言うつもりもない。われわれは株式の話をしている。株式と企業は違うものだが、カープ氏は分かっていないようだ」と語る。

モーニングスターのマーク・ジャレリ氏の見解では、パランティアの目標株価にばらつきがある理由は、民間向けの事業機会を巡る混乱にある。ジャレリ氏は「アナリストは現在の最大市場規模をうまく把握できていない。理論的には、パランティアはデータを利用する世界中のほぼすべての企業を支援することができる。しかし、それがどこまで実現するかは推測の域を出ない」と指摘する。ジャレリ氏の目標株価は90ドルだ。

熱狂的な個人投資家の多さがバリュエーションに影響

ウォール街のアナリストが愛用する割引キャッシュフローモデルは、パランティアの熱狂的な個人投資家にとってはあまり意味を持たない。S&P500指数構成銘柄における機関投資家とインサイダー（内部関係者）の保有比率の平均は88%だが、パランティアは59%だ。

個人投資家の多さはバリュエーションに変化をもたらしている。投資銀行D・A・デービッドソンのアナリスト、ギル・ルリア氏は「個人投資家は今後の大きな事業機会に喜んで大幅なプレミアムを支払う。これは電気自動車（EV）大手テスラ<TSLA>の長年にわたる大幅なプレミアムと同等だ。そのため、当社は他のカバレッジ企業を大幅に上回るバリュエーションを維持している」と語る。ルリア氏は目標株価を105ドルから100ドルに引き下げ、投資判断を中立としている。

パランティアは個人投資家を厚遇している。カープ氏は非公式のオンラインフォーラムや、決算説明会でも個人投資家の質問に回答し、投資家の忍耐を常に惜しみなく褒めたたえる。AIPコンでは、専門金融ブロガーのアミット・ククレジャ氏が、パランティアのライブ配信における幕間のプログラムで司会を務めた。

パランティアを4年間カバーしているククレジャ氏は、個人投資家のコミュニティはキャッシュフローモデルに捕らわれず、「より定性的な要素」に注目していたため、ウォール街の一步先に行くこと

ができたと言語。

ククレジャ氏によると、パランティアの投資家コミュニティは、2022年に株価が急落し、同年末に6ドルで底打ちした頃からネット上で団結するようになった。コミュニティ内の多くの投資家は保有を継続し、今年2月に株価が124ドルに達するのを見届けることができた。4月上旬にはほぼ半値まで下落したが、そこから再び上昇が始まった。

ジェフリーズのシル氏は、個人投資家の多さがパランティア株の弱点になる可能性があると指摘する。個人投資家は機関投資家よりも「痛みの許容度」が低く、極端なボラティリティを生み出すからだ。

一方、個人投資家は、アナリストがパランティアを長期的に大きな視野で見ることができていないと考えている。ククレジャ氏は「多くのアナリストは、株価が6ドルの時も、10ドルの時も、15ドル、20ドル、30ドル、35ドルの時も割高だと言っていた。しかし、パランティアはそれを上回ってきた」と語る。

By Adam Levine
(Source: Dow Jones)

5. 報酬額トップのCEOは誰だ

[フィーチャー]

You Never Heard of the Highest-Paid CEO in America.
高額報酬のからくり

上昇続けるCEO報酬、最高額を受け取ったのは



Illustration by Mark Pernice

米国企業の最高経営責任者（CEO）が受け取った2024年の報酬の中央値は2561万2208ドルで、前年比で9.5%増加した。増加率は2023年の11.4%を下回ったものの、過去10年間で2番目に高く、インフレ率の2.9%や労働者の平均賃金上昇率の3.8%を上回った。

2024年に最も報酬の高かったCEOは、半導体大手エヌビディア<NVDA>のジェンスン・ファン氏でも、アップル<AAPL>のティム・クック氏でも、さらには電気自動車（EV）大手テスラ<TSLA>のイーロン・マスク氏でもなかった。

た。ペンシルベニア州サクソンバーグに本社を置く、通信ネットワークやレーザーシステム用装置メーカー、コヒレント<COHR>の新CEO、ジェームズ・アンダーソン氏だった。

アンダーソン氏はそれほど有名ではないが、米調査会社エクイラーが発表した最新調査では100人のCEOの中で、唯一9桁（1億ドル超）の報酬パッケージを受け取った人物だ。その額は正確には1億0149万7009ドルだ。2位である米コーヒーチェーン大手スターバックス<SBUX>の新CEOブライアン・ニコル氏を570万ドル上回る。エクイラーの調査は、売上高が10億ドル以上の企業を対象とし、2025年3

月31日時点で米証券取引委員会（SEC）へ提出済みの報酬・ガバナンス関連の資料（プロキシ・ステートメント）に基づいて2024年のCEOの報酬をランク付けしている。

報酬の中央値である2561万ドルは確かに大きな金額だが、株主はそれほど不満を持っていないかもしれない。というのも、これら100社の株主が得たトータルリターンは24.9%に達し、CEO報酬上昇率の9.5%を大きく上回っているからである。過去10年間にわたって、CEO報酬の平均上昇率が8.7%だった一方で、株主のトータルリターンは平均10.9%だった。最も厳しい姿勢のアクティビスト（物言う株主）でさえも、納得できる水準だ。

拡大する株式報酬の比率

Top 10 Most Highly Paid CEOs

Executive pay kept rising in 2024, as did returns to shareholders.

CEO	Company / Ticker	Total Compensation (million)	Y/Y Change in Pay	Pay Ratio	Y/Y Change in Revenue	Total Return
James R. Anderson *	Coherent / COHR	\$101.5	N/A	1,995	-8.8%	42.1%
Brian R. Niccol *	Starbucks / SBUX	95.8	N/A	6,666	0.6	9.3
H. Lawrence Culp, Jr.	GE Aerospace / GE	87.4	538%	1,279	9.5	59.4
Satya Nadella	Microsoft / MSFT	79.1	63	408	15.7	32.1
Timothy D. Cook	Apple / AAPL	74.6	18	650	2.0	36.7
David L. Gitlin	Carrier Global / CARR	65.6	271	1,289	18.7	20.2
Nikesh Arora	Palo Alto Networks / PANW	58.0	-62	269	16.5	29.9
Shantanu Narayen	Adobe / ADBE	52.4	17	250	10.8	-15.6
Rajiv Ramaswami	Nutanix / NTNX	51.1	244	364	15.4	67.3
George R. Kurtz	CrowdStrike Holdings / CRWD	47.0	29	237	36.3	176.2

Note: * New CEO; Data is from fiscal year 2024; Pay ratio is the CEO's pay as a multiple of the company's median employee pay; N/A=not applicable.

Source: Equilar

エクイラーのコンテンツ部門シニアディレクターであるアミット・バティッシュ氏は「今回の調査で際立っているのは、ストックアワード（株式報酬）の比重だ。報酬パッケージのうちおよそ73%が株式報酬で構成されており、その額は平均1850万ドルだ」と指摘する。株式報酬は2024年度に前年度比41%、その前年度も同20%それぞれ増加した。ジェームズ・アンダーソン氏の報酬はその典型だ。受け取った9桁の報酬パッケージのほぼ全額、99.4%が株式報酬だ。

コヒレントは、もともと1971年にII-VIという名称で設立された企業で、2022年にレーザー機器メーカーであるコヒレントを買収し、社名を変更した。2024年6月3日、コヒレントがCEOにアンダーソン氏を社外から任命すると発表した際、それまでアンダーソン氏がCEOを務めていた同業のラティス・セミコンダクター（以下、ラティス）<LSCC>とコヒレント両社の株価は時価総額にして合計で35億ドル超の大きな変動を見せた。アンダーソン氏の退任はラティス側にとって大きな打撃と受け止められ、発表当日に株価が15.5%下落、時価総額で約16億ドルが消失した。一方、コヒレントの株価は22.9%上昇し、時価総額はほぼ20億ドル増加した。この差はその後も埋まらず、アンダーソン氏の就任発表日から現在までに、コヒレントの株価が17%上昇したのに対し、ラティスの株価は34%下落した。なお、アンダーソン氏がラティスを率いていた約6年間の株価は、S&P500指数の伸びの10倍以上に当

たる875%も上昇した。

アンダーソン氏には特別な才能があるように見えるが、それでも1億ドルの価値があるのかという疑問は残る。コヒレントのプロキシ・ステートメントには、そもそもこれほど巨額の報酬パッケージを想定していたわけではないことを示す記述がある。報酬額を押し上げたのは、就任発表を受けた株価急騰だった。

まず、ラティスの株価がアンダーソン氏在任中に非常に好調だったため、アンダーソン氏が受け取る繰り延べ報酬の評価額が大きく膨らんでいた。このためコヒレントとしては、それを補填（ほてん）するメイクホール補償を相当額支給せざるを得なかった。このメイクホール補償に加え、新たに付与されたインセンティブ報酬の金額がコヒレント株価の30日移動平均に基づいて算出されたため、株価が急騰したことで最終的な報酬パッケージが大幅に増加した。

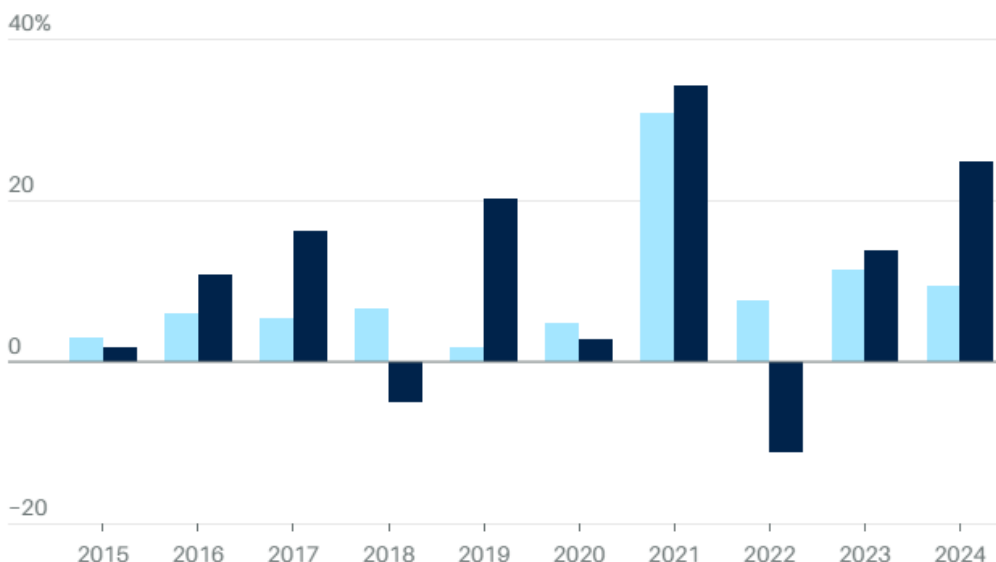
近年、CEO報酬の大部分は株式報酬によって構成されているが、それでも現金報酬で1000万ドル超を受け取ったCEOは16人いた。筆頭はアップルのティム・クック氏で、その額は1650万ドルだった。100社の中で最も株価が上昇した企業はエヌビディアで、2024年度の株価上昇率は215%だ。CEOのジェンソン・ファン氏は、相応の報酬として3410万ドルを受け取っている。

CEO報酬は抑制できるのか

Race to the Top

In six out of 10 years, shareholder returns exceeded gains in CEO pay, but executives gain even when the market weakens.

■ Y/Y Change in CEO Pay ■ Total Return



では、テスラのマスク氏はどこにいるのか。世界最大の資産を持つCEOはエクイラーのランキングには登場していない。

ブルームバーグ・ビリオネア指数によると、マスク氏の推定純資産は約3350億ドルにのぼる。だが、テスラはまだプロキシ・ステートメントを提出しておらず、仮に提出していたとしても、マスク氏

が2024年に報酬を一切受け取っていないと記載されていた可能性もある。マスク氏が最後にテスラから報酬を受け取ったのは2019年であり、その後に受け取っていない理由の一つは、2018年に株主の承認を得た、700億ドル相当の10年間12分割の業績連動型報酬パッケージの存在があるとみられている。この報酬パッケージはデラウェア州の衡平法裁判所により無効の判断が2度示されており、現在、テスラによる控訴がデラウェア州の最高裁判所で係争中だ。

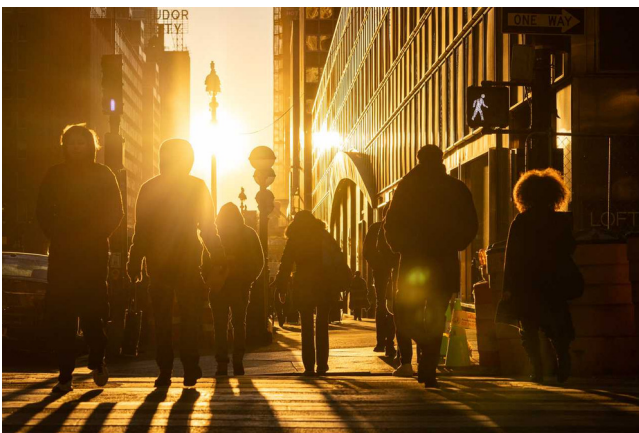
経済政策研究センター（CEPR）の共同創設者、ディーン・バーカー氏は「CEO報酬を抑制する実質的な歯止めは存在しない。誰かが『CEOの報酬をもっと低くすべきではないか』と問いかけることが果たしてあるだろうか。CEOの報酬は極めて高水準にあるが、われわれは、極めて優秀なCEOは少なく、能力に疑問のある人材も多いことを知っている」と指摘する。バーカー氏は、バークシャー・ハサウェイ<BRK.A><BRK.B>のCEOウォーレン・バフェット氏の言葉を引用する。「私は、バカでも経営できるほどの優良な企業の株を買うようにしている。なぜなら、遅かれ早かれどの会社もそういう人が経営するのだから」。この言葉は、まさに本質を突いている。

By Andy Serwer and Abby Schultz
(Source: Dow Jones)

6. 関税の影響はまだ見られず Stocks Are Back and Economic Data Look Solid. 株式市場は「解放の日」以降に反発

[コラム]

経済指標はまだ好調



YUKI IWAMURA / AFP / Getty Images

まだ何の影響も表れていない。最近の経済指標の多くはポジティブだが、トランプ関税の範囲と影響を巡る不透明さを考慮すると、今後何が起こるかは誰にも分からない。企業と消費者は、輸入品に課される予定の関税の影響に備えている。しかし、企業の決算説明会では「不透明感」という言葉が繰り返された。

月次雇用統計はこれまでのところ、関税の影響を示していない。労働省は2日、4月の非農業部門就業者数が17万7000人増加したと発表し、コンセンサス予想の13万5000人を大幅に上回った

が、2月と3月の数字は合計で5万8000人下方修正された。

家計に関する別の調査は、失業率が4.2%と低位安定していることを示したが、労働参加率が2カ月連続で小幅とはいえ上昇したことは良い兆候だ。いわゆる不完全就業率（パートタイム労働者でフルタイムの職を求めている人々や、仕事に就きたいと考えているが求職活動をしていない人々を考慮）も、7.8%となって2カ月連続で小幅低下した。

直近の雇用統計以前でさえ、米連邦公開市場委員会（FOMC）の今週の会合における現状維持はほぼ確実となっていた。7日午後のFOMC後の記者会見でのパウエル議長発言は、会合の決定よりも注目されるだろう。

グリーン・キャピタルの経済アドバイザーであるジョン・ライディング氏とコンラッド・デクアドロス氏は、複雑な点として、貿易政策が金融政策を逆方向に引っ張っていると記している。関税は消費者向けの物価と企業向けコストを押し上げることになり、ひいては、利益率が低下して雇用の削減につながる可能性がある。両氏は、非農業部門就業者数の増加幅の平均が、過去12カ月の15万7000人に対して過去3カ月では15万5000人と、少なくとも現時点では雇用が順調に進んでいると述べている。

インフレ面では、米連邦準備制度理事会（FRB）が好む指標である食品とエネルギーを除くコア個人消費支出（PCE）物価指数は、3月は横ばいだった。しかし3カ月および6カ月前との比較で見るとそれぞれ年率3.5%と3%で、FRBの目標である2%を大きく上回っており、短期的に金融緩和の余地が残されていないとライディング氏とデクアドロス氏は述べている。ウェルズ・ファーゴのエコノミストはレポートで、物価上昇が今後控えていることを踏まえ、FRBによる金融緩和の可能性を引き下げた。

トランプ大統領は2日、自身のSNSであるトゥルース・ソーシャルに、「インフレ状態にはない。FRBは利下げすべきだ」とすべて大文字で投稿した。トランプ氏はその例として、「ガソリン価格は1ガロン当たり1.98ドルで、数年ぶりの低水準にある」と指摘した。しかし、それは米自動車協会（AAA）による、2日時点での平均価格が3.18ドルという調査結果とは異なっている。

ベセント財務長官も同様の主張をしており、FRBによる政策金利変更見通しに最も敏感な2年債利回りを例に挙げて、「現在の2年債利回りはフェデラルファンド（FF）金利を下回っている。それはFRBが利下げすべきだと市場が考えていることを示している」と述べた。ベセント氏の発言時点で2年債利回りは3.6%を割り込んでおり、FF金利誘導目標の4.25～4.5%を大幅に下回っていた。ライディング氏とデクアドロス氏は、財務長官の主張は「説得力がない。市場は、FRBに予想される行動を織り込んでいるのであって、FRBがすべきことを織り込んでいるのではない」と顧客向けレポートに記した。2日の雇用統計を受けて米国債利回りは急騰し、週末の2年債利回りは3.83%だった。

■ マイナス成長も、特殊要因を除けばプラス成長

他にも誤解を招く指標がある。1～3月期の実質国内総生産（GDP）成長率は季節調整済み前期比年率換算でマイナス0.3%となり、実際の景気減速というよりも、関税の結果を見越したものとなった。関税適用前の駆け込み輸入はその大半が在庫となり、成長率を5%ポイント近く押し下げた。これらの要因を除くと国内最終販売は年率3%のペースで増加しており、2024年10～12月期と同様に堅調なペースを維持した。

経済に関する懸念の大半は、関税発効後の輸入急減による小売店の品不足に集中している。しかし、品不足に関連する要因として、港湾でコンテナが未開封のまま置かれている。コンテナが開封されるまで関税がかからないため、輸入業者はコンテナを閉じたままにしており、目まぐるしく変わる関税が引き下げられることを期待している。

株式市場は「解放の日」以降の急落から値を戻している。TSロンバードの米国担当チーフエコノミストであるスティーブン・ブリッツ氏は、株式市場は関税によってリセッションにはならないと予想する一方で利下げを予想していると指摘する。減税が見込まれていることや、完全雇用とみなされる状況の失業率にもかかわらず、である。それは、ポーカーでストレートの中間のカードが欠けている手札に似ており、あり得ることではあるが、それほど頻繁に起こるものではない。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. 21年ぶり連騰も、脆弱に見える理由

[米国株式市場]

Stock Market Winning Streak Best in 21 Years. Why It's Looking Fragile.
企業業績の下方修正が再び急落につながる可能性も

「解放の日」以降の下落を取り戻す



Getty

株式市場はこの2週間、震える手に手を重ねて、不安の壁を登っていった。

2日時点で、S&P500指数は2004年以降で最長となる9営業日の続伸となった。先週は2.9%上昇して5686.67で引けたが、9営業日の上昇率は10.2%だ。トランプ大統領による関税を受けて米国企業に不透明感が漂っていることを考えれば、これは驚くべきパフォーマンスだ。市場は「解放の日」からの下落分をすべて取り戻した。

ダウ工業株30種平均も引けを取らずに上昇しており、先週は3.0%高の4万1317ドル43セントで引けたが、2023年以降で最長となる9連騰中だ。ナスダック総合指数は3.4%上昇して1万7977.73となったが、30日が小幅安だったため、わずか2連騰である。小型株のラッセル2000指数は3.2%高の2020.74で週末を迎えた。

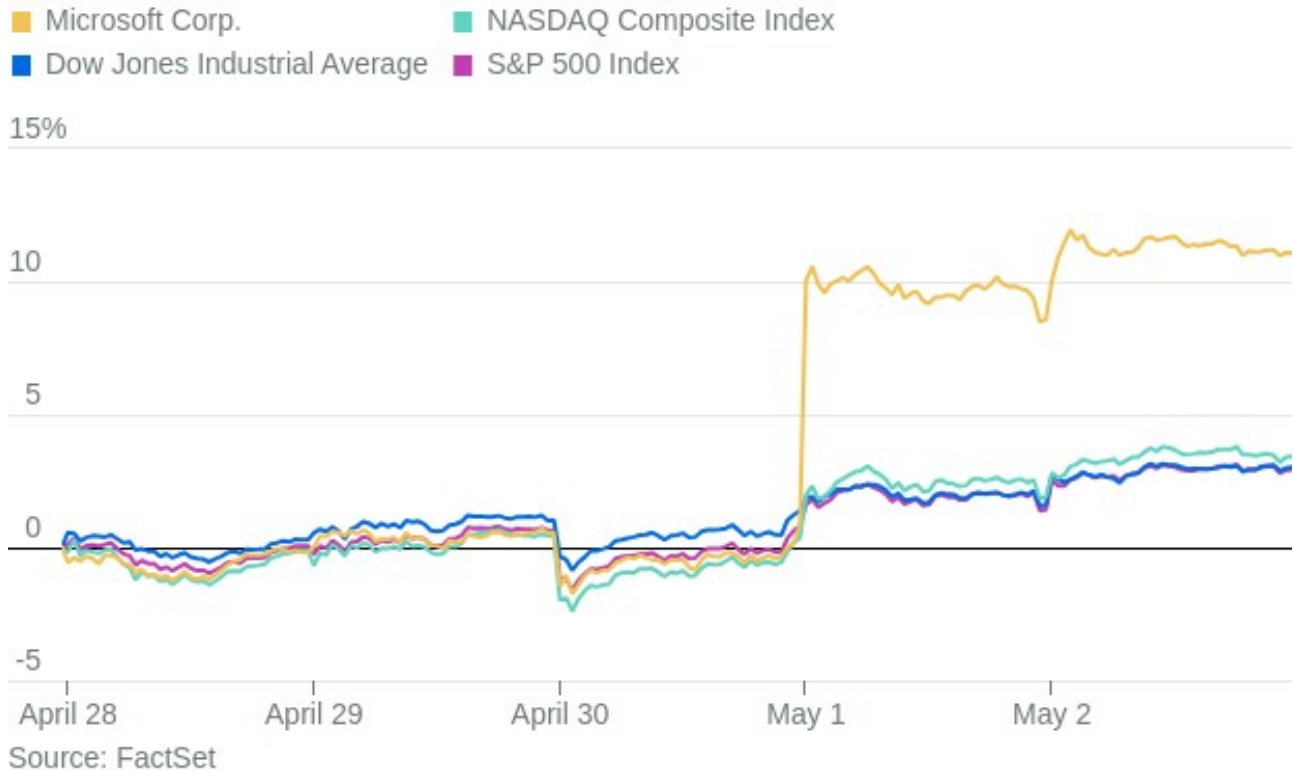
決算発表ではRワードが増加

株価を押し上げているのは、大統領が主要貿易相手国に対する関税を引き下げ、さらには中国とのデュール（取引）も辞さないというホワイトハウスからのシグナルだ。世界的な貿易戦争がより限定的な関税紛争になれば、米国経済が混乱を乗り切る可能性が高まる。

メタ<META>（旧フェイスブック）とマイクロソフト<MSFT>が好決算を発表し、人工知能（AI）向けに多額の投資を今年行うと再確認した。これが主要ハイテク株の上昇につながり、株価全体の上昇の一因となった。マイクロソフトは1日に7.6%、メタは4.2%上昇し、それに続く形でAI関連の小型株や、それらのAI機器に対する電力供給が期待されている電力会社のビストラ<VST>やコンステレーション・エナジー<CEG>などの株価も上昇した。

ソフトウェア企業は貿易戦争に対して耐久力があると思われるが、実店舗を構える企業はより影響を受けそうだ。市場には亡霊が漂っており、1-3月期の決算説明会では常に登場した。それは「リセッション（景気後退）」の文字で、ゴールドマン・サックスの米国株式チーフストラテジストのデービッド・コスティン氏によると、決算発表を済ませたS&P500指数構成企業357社のうち、約4分の1がこの言葉を使った。この割合は前四半期のわずか2%から増加している。

Market Snapshot



1-3月期の国内総生産（GDP）が0.3%減少したのは、関税が引き上げられる前に企業が駆け込みで輸入を急増させたことが主な要因だが、景気減速の懸念が杞憂（きゆう）ではないことを示唆しているのかもしれない。マクドナルド＜MCD＞のように、経済状況に対する懸念から消費者が支出を控えていると気づいている企業もある。

業績予想の修正が方向性を決める

これらすべてが投資家にとって視界を遮る霧となっており、企業がどこに向かっているのかははっきりしないまま決算シーズンが進んでいる。化学製品大手3M＜MMM＞のように関税の影響を受けやすい企業の中には、まだ関税をガイダンスに織り込んでいないところもある。また影響の可能性を幅広く織り込んでいる企業もある。太陽電池関連大手のファースト・ソーラー＜FSLR＞の今年の業績見通しの上限は、下限より40%高い水準だ。各社はほぼ間違いなく、より具体的な関税の影響の概要を今後数カ月の間に示さなければならなくなり、それを受けた市場はより劇的な反応を示す可能性がある。業績予想が下方修正されると、たいていの場合は資産価値も下落する傾向がある。

BNPパリバで米国株式とデリバティブのストラテジストを務めるグレッグ・ブートル氏は、「安値からの反騰相場は、リスクに対する警戒信号が解除されたことを意味するのではなく、売りポジションの巻き戻しによるものだと考えている。業績の下方修正とバリュエーションの圧縮が重なって、株式市場が年初来安値を再び更新する可能性をわが社の基本シナリオとしている」と書いている。

市場が「解放の日」の水準に戻ろうが戻るまいが、ずっと連騰することはない。今のうちに楽しんでおこう。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

8. ハイテク大手決算で分かったこと

The AI Trade Shows Signs of Life. Take It From Big Tech
関税の影響はまだ不透明、AI投資は予想以上に堅調

[ハイテク]

決算好調、株価は明暗分かれる



Jason Henry/Bloomberg

ハイテク業界における関税の影響と人工知能（AI）に関して先週学んだことは、それ以前の3カ月間に学んだことよりも多かったように思う。マイクロソフト<MSFT>、メタ<META>（旧フェイスブック）、アップル<AAPL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>が立て続けに決算を発表したおかげだ。

4社が発表した業績はいずれも予想を上回ったが、決算発表を受けた株価の反応から明らかになったのは、世界的な貿易戦争の中では情報処

理が物販よりも優位に立つということだ。つまり、マイクロソフトとメタの株価は急騰したのに対し、アップルとアマゾンの株価は伸び悩んだ。

関税がもたらす影響については、アップルの最高経営責任者（CEO）、ティム・クック氏は4～6月期のコストが約9億ドル増加すると述べたのに対し、アマゾンのCEOであるアンディ・ジャシー氏はまだ顕在化していないと述べた。ただし、年末までの潜在的な影響については両社ともにあまり明確に説明できなかった。

AI投資は増加傾向

一方、AI投資に関する弱気の見方は覆された。今回の決算発表シーズンが始まる前、ウォール街の一部では、投資収益率への懸念と景気の弱さが相まって、総額数千億ドルにも上る2025年のAIインフラ投資計画が縮小されるのではないかと懸念する声があったが、そうした予想は大きく外れた。実際には、AI投資は増加傾向にあり、AIを巡る基本的なストーリーは変わっていない。AI需要は予想を上回るペースで加速し続けており、大手のデータセンター事業者はいずれも積極的な投資計画を維持している。

マイクロソフトは4月30日、欧州のデータセンターの能力を今後2年間で40%増強すると発表し、米国外での投資を削減しているのではないかとする憶測に終止符を打った。さらに、2025年6月期のデータセンター投資を800億ドルとする従来ガイダンスを据え置いた。さらにマイクロソフトは、クラウドコンピューティングサービスAzure（アジュール）のAIサービスの能力が不足気味であり、需要を満たすだけのAI向け画像処理半導体（GPU）サーバーが入手できていないと明かした。

先週の最大のサプライズは、メタが2025年の設備投資見通しを従来の600億～650億ドルから640億～720億ドルに引き上げたことだ。最高財務責任者（CFO）であるスーザン・リー氏はその理由について、AIコンピューティング能力を増強しているにもかかわらず社内AIプロジェクトの需要を満たすだけのリソースがないからだと説明した。

メタとアマゾンはいAIアプリ開発を本格化

メタのCEO、マーク・ザッカーバーグ氏は決算説明会で、AIが切り開くと考えられる五つの分野を提示した。それは、広告効果の向上、新しいタイプのインタラクティブコンテンツ、無料メッセージアプリWhatsApp（ワッツアップ）の顧客サポートと販売への活用、音声会話とよりパーソナライズされたレコメンデーション（過去の行動履歴やデータに基づいて顧客が興味を持ちそうな情報や商品、サービスなどを推奨する仕組み）、デバイスの能力向上である。ザッカーバーグ氏は、今後5～10年以内に膨大な数の人々がAI機能を搭載したメガネを着用するようになる予想する。

アマゾンもAIが事業のあらゆる側面を変革する可能性があると考えている。アマゾンは既に、フルフィルメント（電子商取引における商品の受注から配送までの業務プロセス）、eコマース、広告の生産性向上にAIを活用している。ジャシー氏は「試行段階は脱した。AI処理能力は、投入した途端に消費されている」と説明する。ジャシー氏によると、アマゾンのAI事業は前年比100%超のペースで成長している。AI処理能力が拡大すれば、このペースはさらに加速すると思われる。

ジャシー氏は、簡単な指示に従って複数のステップのタスクを完了できるAIエージェントの可能性については特に楽観的なようで、そうした事例として、クラウドサービス「アマゾン・ウェブ・サービス（AWS）」の顧客にAIエージェントを使ってプログラミングを行う二つのスタートアップが加わったことを挙げた。コーディングを行うAIエージェントは、数カ月前ですら予想できなかった種類の需要だという。

もちろん、貿易戦争が長期化すればすべてが変わる可能性がある。個人消費と企業のテクノロジー予算の両方が減少するにつれ、大手ハイテク企業の売上高は影響を受けるだろう。だが、それでもAIは繁栄する可能性がある。不確実性の時代には、長期的な視野を持つ賢明な企業が市場シェアを獲得するために投資する。米半導体大手エヌビディア<NVDA>のCEO、ジェンソン・フアン氏は、景気後退に陥った場合、企業はAIへの投資を増やすと指摘した。AIは最も有望な分野であり、潜在的な効率化の源泉となるからだ。

ザッカーバーグ氏もこうした見方に同意する。ハイテク業界情報を取り扱うニュースサイト、Stratechery（ストラテチェリー）による先週のインタビューで、景気下降局面では「企業や人々により良いサービスを提供するため、GPUインフラ増強などの取り組みを行う」と語っている。景気後退に見舞われても、AIの発展は止まらないだろう。

By Tae Kim
(Source: Dow Jones)

9. 巻き返しなるか、ディズニー決算に注目

[投資戦略]

Has Disney Lost Its Touch? What to Watch on Earnings Day

株価回復を見越して検討すべき他の銘柄

ディズニーの決算発表に注目



Courtesy Disney

メディア娯楽大手ウォルト・ディズニー

<DIS>は、5月7日の朝に四半期決算を発表する予定だ。ディズニーは、難しい二つの節目を迎えた後なので、幾つかの明るいニュースが欲しいところだ。

一つは、実写版「白雪姫」のリメイクが全世界の興行収入で2億ドルを突破したことだ。だが、拍手するのは早い。業界の報告によると、製作費は約2億5000万ドルかかっており、損益分岐点を超えるには5億ドル以上の興行収入が必要だという。しかし、劇場公開から6週間が

経過し、チケットの売れ行きは芳しくない。つまり、毒リンゴのようなものだ。ディズニーは、ラプンツェルの物語を基にした実写版リメイク「塔の上のラプンツェル」の企画をすぐに中止した。

もう一つの節目は、動画配信大手のネットフリックス<NFLX>がディズニーを凌駕（りょうが）したことだ。ストリーミング配信のパイオニアであるネットフリックスは2018年、時価総額が約1520億ドルとなり、ディズニーを上回ってメディア企業で時価総額が最大となった。それ以降、ディズニーの時価総額は、株価が上昇したわけではなく、発行済み株式数が増えたことによってわずかに増えたにすぎない。ネットフリックスの株価は急騰し、時価総額は5000億ドル近くに達してディズニーの3倍の規模になっている。

劇場での巻き返しに向けて、ディズニーは5月2日に公開された、評判の高いスーパーヒーローチームの映画「サンダーボルト」に期待を寄せるだろう。株価の回復には、市場から好意的に受け止められる決算報告がまず第一歩となるだろう。動画配信サービス「ディズニー+（プラス）」はどうだろう。2019年に米国で広告なしの6ドル99セントで開始し、現在は広告ありで9ドル99セント、広告なしで16ドル99セントとなっている。ディズニー+は、ネットフリックスとアマゾン・ドット・コム<AMZN>のプライム会員向け動画に次いで、加入者数で3位になっている。

コンセンサス予想では、ディズニーの2025年1～3月期の売上高は4.6%増の231億ドル、営業利益は2.8%増の40億ドル弱、1株当たり利益（EPS）は1.6%減の1ドル19セントとなっている。UBSのアナリスト、ジョン・ホジュリック氏は「底堅い」業績を予想しており、利益についてはウォール街の他のアナリストよりやや楽観的だ。

ディズニーの事業見通し

ディズニーの最も重要なセグメントはテーマパーク部門であり、営業利益の約半分を占めている。パーク部門にはクルーズ事業が含まれており、昨年12月にはトレジャー号と呼ばれる新しい船が出航した。これは緩やかな成長を支えるのに十分なはずだ。エンターテインメント部門では、昨秋のディズニー+の値上げが契約者数の減少を相殺したため、動画配信事業の利益が増加した可能性がある。伝統的なテレビ事業は依然として衰退傾向にあるが、傘下のESPNは、ケーブルテレビ事業者が提供する低価格スポーツチャンネルのセットが追い風となった可能性がある。映画事業は「キャプテン・アメリカ」シリーズ最新作が一定程度の成功を収めた上、昨年のハードルが低いことから恩恵を受けるだろう。

最も重要なのはガイダンスだろう。UBSのホジュリック氏は先月、ディズニーの通期利益予想を2025年で1.3%、2026年で5.2%下方修正した。ホジュリック氏は「買い」推奨を継続したが、目標株価は130ドルから105ドルに引き下げた。ディズニーの株価は直近で91ドル前後だ。なお、2018年と同様、アナリストのディズニーに対する強気の割合はネットフリックスよりも高い。それがおとぎ話的思考かどうかは、時間が経てばわかるだろう。ネットフリックスのコンセンサス予想利益に基づく予想株価収益率（PER）は42倍だ。ディズニーのPERは15.6倍で、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）でテーマパークが閉鎖された時よりもさらに低い。

株価回復を見込んで狙うべき銘柄

株式市場は、パニックに陥る二度目の機会を与えてくれている。トランプ大統領は4月2日、関税率の詳細を発表し、株価を暴落させた。しかしトランプ大統領はその後、投資家をなだめ貿易交渉を可能にするため、関税率適用を90日間停止した。その後、S&P500指数はさっそうと暴落前の地点に戻り、PERは21.5倍となった。この暴落期間に持ちこたえた人は、よくやった。あなたが安値圏でポートフォリオの構成を変えておけばよかったと思ったなら、今がチャンスだ。

関税率適用停止の期限は7月8日だ。交渉が頓挫したり、消費者が支出を控えたり、海外投資家が米国資産に消極的になったりしたらどうだろうか。トランプ・プット（トランプ大統領の政策による株価下支え効果）や、米連邦準備制度理事会（FRB）プット（FRBの金融緩和による株価下支え効果）の存在に関して、米国の投資家がまた考えを変えたらどうなるか。トランプ大統領の批判が、重圧を感じているFRBにプットを延期させ、現状を維持させることになったらどうなるか。ただ、そういった可能性があることをここでは示しておく。

ビーオブエー・セキュリティーズは、大型バリューストックは市場全体よりもスタグフレーションのリスクに弱いと主張している。大型株のラッセル1000バリューストック指数は、グロース指数に比べ、非裁量的な商品やサービスからの収益へのエクスポージャーが20%高い。この指数に連動する上場投資信託（ETF）のiシェアーズ・ラッセル1000バリューストックETF<IWD>の今年の予想PERは直近で16.7倍だ。一方、そのグロース株に対応するiシェアーズ・ラッセル1000グロースETF<IWF>の予想PERは27倍だ。オールスプリング・スペシャル・ミッドキャップ・バリューストック・ファンド<WFPAX>のマネジャー、ブライアント・バンクロンカイト氏は、バリューストックの魅力に同意しながらも、中型株にも注目している。バンクロンカイト氏は、中型株は事業が多角化されているため、関税によって小型株ほど「振り回されない」規模であると同時に、「経済全体に連動するほどの規模ではない」と言う。

バンクロンカイト氏の現在選好する銘柄の一つは、臨床検査会社のラボコープ・ホールディングス<LH>で、PERは15倍だ。その理由は「ディフェンシブなキャッシュフローの特性」と、病院が院内検査業務を運営困難な「厄介なもの」とみなすようになったことによる成長余力だ。また、住宅ローン金利の上昇と住宅需要の鈍化の中で最近アンダーパフォームしているが、それでも深刻な住宅不足から長期的に利益を得ることができる住宅建設業者DRホートン<DHI>も選好しており、PERは11倍だ。バンクロンカイト氏は、PERが10倍の包装材メーカー、グラフィック・パッケージング・ホールディング<GPK>を推奨する。同社は先週発表した業績見通しが期待外れだったことを受けて、株価が急落した。同社は消費者向け包装のポートフォリオを整理する一方、新工場を建設中で、販売量は低迷し、支出は増加しているが、バンクロンカイト氏は、こうした取り組みによる変化が将来的にフリーキャッシュフローを強化すると考えている。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

10. コカ・コーラとペプシは似て非なる存在

[経済関連スケジュール]

Coca-Cola and PepsiCo May Look Alike. Why They Don't Trade Alike.
株価に表れる明暗

株価で浮き彫りになる事業戦略の違い



Illustration at Elias Stein

飲料大手のコカ・コーラ<KO>とペプシコ<PEP>は、2025年の株式市場において異なる値動きを示している。コカ・コーラ株は年初来で15%上昇し、S&P500指数の2.9%下落を大きく上回っている。一方で、ペプシコ株は12%下落と軟調に推移している。両社は長年にわたってライバルとして知られ、しばしば同列に扱われてきたが、今回の株価の明暗はその常識に反する動きといえる。

こうした差を鮮明にしたのが、先週発表されたコカ・コーラの2025年1～3月期決算だ。売上

高、利益ともに市場予想を上回った。BNPパリバ・エクザンのシニア調査アナリスト、ケビン・グランディ氏は「今決算シーズンは投資家にとって刺激の少ない内容だ。その中で、コカ・コーラはあらゆる事業領域で好調を維持しており、業界内で際立った存在だ」と分析している。グランディ氏は、コカ・コーラ株を自らの最有力推奨銘柄に挙げている。今後12カ月予想に基づく株価収益率（PER）は25倍で、パッケージ食品・飲料業界の同業他社に比べて15%程度のプレミアムの上乗せにすぎない。グランディ氏は、「現在のプレミアムには拡大余地がある」とみている。

製品構成の違いも、両社の評価に影響を与えている。コカ・コーラは炭酸飲料メーカーとして広く認知されているが、実際にはジュースや牛乳、コーヒー、紅茶といった多様な飲料も展開している。一方のペプシコもソフトドリンクで有名だが、Lay's（レイズ）ブランドのポテトチップスやクエーカーのオートミールといったスナック食品も主力事業だ。RBCキャピタル・マーケットのアナリスト、ニック・モディ氏は、消費者の間でスナック離れや、健康志向の高まりで代替食品へのシフトが進む中

で、ペプシコの売り上げは圧力にさらされていると指摘する。その一方で、コカ・コーラの炭酸飲料の売り上げは、景気後退懸念や体重管理薬の広がりといった逆風の影響をあまり受けていない。

加えて、コカ・コーラとペプシコの両社は、海外展開の割合にも違いがある。コカ・コーラの売り上げのうち米国が占める割合は40%であるのに対し、ペプシコは60%を米国が占める。つまり、米国の個人消費が弱含めば、より大きな打撃を受けるのはペプシコだという構図だ。

先週の出来事

市場動向

トランプ米大統領の就任後100日目に当たる節目の週だった。カナダの総選挙で、マーク・カーニー首相が率いる与党・自由党が僅差で勝利した。米国株は週初、足踏み状態だったが、メタ<META>（旧フェイスブック）とマイクロソフト<MSFT>が好決算を発表し、また米中の通商協議で中国が融和的な姿勢を見せたことを受けて上昇に転じた。一方、中国では4月に製造業関連指標が低下し、米国では2025年1～3月期の実質国内総生産GDP成長率が前期比マイナスを記録した。5月2日に発表された4月の米雇用統計は市場予想を上回る内容となった。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は3%、S&P500指数は2.9%、ナスダック総合指数は3.4%それぞれ上昇した。

企業動向

米国とウクライナはウクライナ国内の鉱物資源の権益に関する合意文書に署名、資源開発のための投資基金を共同で設立するのが柱。トランプ大統領は自動車と自動車部品にかかる一部関税の緩和に踏み切った。自動車大手ゼネラル・モーターズ<GM>は、自社株買いの一時停止とガイダンスの撤回を発表。これに追随する形で、同業のメルセデス・ベンツ・グループ<MBG>とステランティス<STLA>も同様の対応を取った。アマゾン・ドット・コム<AMZN>は、人工衛星経由でインターネット高速接続サービスを提供する「プロジェクト・カイパー」の下で初の27基の衛星を打ち上げ、イーロン・マスク氏率いる「スターリンク」への対抗を狙う。サービス物流大手のユナイテッド・パーセル・サービス<UPS>は、全世界で2万人の人員削減、73カ所の施設閉鎖、そしてアマゾン向け業務の一部縮小を明らかにした。アップル<AAPL>は、関税コストの増大に対して悲観的な見通しを示した。アマゾンとマクドナルド<MCD>は、それぞれ2025年1～3月期決算で市場予想を下回った。

M&A（合併・買収）など

- ・イタリアの銀行メディオバンカ <MB>は、同業モンテ・デイ・パスキ・ディ・シエナ<BMPS>による買収提案の対象となっているが、自らも同業バンカ・ゼネラル<BGN>に対し、72億ドルの買収提案を行った。
- ・トヨタ自動車<7203>の創業者一族は、系列の自動車部品メーカーである豊田自動織機 <6201>が検討中の420億ドル規模の株式非公開化に関与している模様だ。
- ・米国フードデリバリー大手のドアダッシュ<DASH>は、英国の同業デリバリー<ROO>に対し、36億ドルでの買収提案を行った。
- ・ドイツ製薬・化学大手のメルク<MRCK.ドイツ>は、米バイオ医薬品企業のスプリングワークス・セラピューティクス<SWTX>を39億ドルで買収することで合意した。

■ 今週の予定

5月5日（月）

今決算シーズンでは、S&P500指数構成銘柄のうち、350社超が決算を発表済み。このうち75%超の企業が1株当たり利益（EPS）で市場予想を上回り、売上高でも約60%の企業がコンセンサス予想を上回った。今週はさらに約90社の決算発表が予定されている。5日には防衛ソフトウェアのパランティア・テクノロジーズ<PLTR>とバイオテクノロジー企業バーテックス・ファーマシューティカルズ<VRTX>、6日には半導体大手アドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>、ネットワーク機器メーカーのアリスタ・ネットワークス<ANET>、電力会社デューク・エナジー<DUK>が決算を発表する。7日には配車サービス大手ウーバー・テクノロジーズ<UBER>とメディア娯楽大手ウォルト・ディズニー<DIS>が決算に関するカンファレンスコールを開催、8日には暗号資産取引所を運営するコインベース・グローバル<COIN>、石油メジャーのコノコフィリップス<COP>、医薬・医療品流通マケッソン<MCK>がカンファレンスコールを行う。

米サプライ管理協会（ISM）が4月のサービス業購買担当者景況指数（PMI）を発表する。コンセンサス予想は50.3で、3月よりわずかに低い水準。

5月7日（水）

米連邦公開市場委員会（FOMC）が金融政策を発表する。FOMCはフェデラルファンド（FF）金利誘導目標を4.25～4.5%に据え置くとの見方が大勢を占める。今回の注目は、パウエル連邦準備制度理事会（FRB）議長が、物価の安定と雇用の最大化というデュアル・マンデート（二重の使命）にどう言及するかに集まる。労働市場は依然として堅調で、インフレ率もFRBの目標とする2%を上回っているため、関税関連の圧力がかかる可能性がある以前から、FRBは慎重な様子見姿勢を維持してきた。

■ 統計と数字

45%：4月中旬の中国からの一般貨物用コンテナ輸送の米国での予約件数が、前年同期比で減少した割合。

1620億ドル：3月の米貿易赤字額。前月比で10%増と過去最大を記録した。新たな関税の発効を前にした駆け込み輸入が主因とされている。

86：調査会社コンファレンス・ボードが発表した4月の消費者信頼感指数。3月から8ポイント低下し、2020年5月以来の低水準となった。

1100件：中国製機械に対する関税の適用除外を求めて、180社超の米製造業者が提出した申請件数。

By Evie Liu
(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』 2025/05/04

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