

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/05/11

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIIJI PRESS



DOW JONES

1. 防衛株が苦戦。新たな秩序の中で投資する方法とは - Defense Stocks Are Under Fire. [カバーストーリー]
How to Play the New World Order. P.1
既存大手の中ではL3ハリスとノースロップが勝者か。スタートアップも有望
2. トランプ関税で混乱する米中小企業 - Trump's Tariffs Rattle Small Businesses. Four Survival [フィーチャー]
Stories. P.7
サブタイトル:生き残りをかけた四つのエピソード
3. トヨタ自動車は豊田自動織機の買収を目指す世紀の大型案件 - Toyota Wants to Buy Its Biggest [フィーチャー]
Subsidiary. That Could Touch Off Other Megadeals. P.9
トヨタ自動車の買収案件にガバナンス改革進展の期待
4. アルファベット株に対する強気の見方を維持する理由 - Google Had a Bad Week. Why We're [ハイテク]
Sticking With Alphabet Stock. P.11
収益源の多様化が検索ビジネスの軟調を相殺
5. 関税がもたらした高いボラティリティーは続く - Uncertainty Isn't Going Away. Embrace It. [フィーチャー]
そして、それを受け入れるしかない P.13
6. トランプ政権から好材料が出たものの株価は下落 - The Stock Market Got What It Wanted [米国株式市場]
From Trump. Why Finished Lower. P.15
高いPERは好材料の織り込み済みを示し、様子見姿勢が賢明か
7. 相互関税でも株価は上昇、その先行きは - Stocks Are Up and Tariffs Haven't Inflicted Much Pain. [投資戦略]
押し目買いを続ける個人投資家 P.17
8. センチメントは弱気だが、関税は実体経済にまだ悪影響を及ぼしていない - Sentiment Is Negative, [経済政策]
but Tariffs Haven't Hurt the Economy Yet P.19
関税発動を受けた指標を待つしかない
9. バフェット氏と変革者たちをつなぐ見えざる糸 - The Secret Thread Between Warren Buffett and [コラム]
Other Game Changers P.22
バンガード創業者と投資の神様の共通点とは
10. 下落する原油相場、50ドルが次の節目か - Oil at \$50? The High Cost of Cheap Crude. [経済関連スケジュール]
需給問題が原油価格に下押し圧力 P.25

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

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

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

Copyright © 2025 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. 防衛株が苦戦。新たな秩序の中で投資する方法とは

[カバーストーリー]

Defense Stocks Are Under Fire. How to Play the New World Order.

既存大手の中ではL3ハリスとノースロップが勝者か。スタートアップも有望

現在のバリュエーションは割安、押し目買いの好機



Illustration by Owen Freeman

米国の軍産複合体に混乱が起きている。防衛株は最初の戦いに負けたが、まだに戦いに勝利することはできる。

過去1年間はノースロップ・グラマン<NOC>、ロッキード・マーチン<LMT>、ゼネラル・ダイナミクス<GD>などの防衛企業にとって試練の年だった。二つの面で混乱が起きていたからだ。第一に、戦争の戦い方が変わった。ロシア・ウクライナ紛争では、安価な武装ドローンが人的資源と機材の不足を埋めている。中東では、無人航空機が攻撃、偵察、標的の設定に

欠かせないツールとなっている。

建造に8年と130億ドルをかけた米原子力空母「ジェラルド・R・フォード」が、わずか数百万ドルの極超音速ミサイルや自動運転の潜水艦、魚雷によって脅かされる可能性がある。安価なテクノロジーによって、あらゆる兵器が時代遅れになる時代には、どの国も長期の開発期間と数十億ドルの費用を許容する余裕はないように見える。

さらに、防衛企業は母国でも戦っている。政権が変わるたびに変化はあったが、トランプ政権は発足当初から通常よりも大きな混乱をもたらしている。ピート・ヘグセス国防長官が上院で承認されたのはわずか1票差（J・D・バンス副大統領の決定票によるもの）だった。トランプ大統領は統合参謀本部議長のC・Q・ブラウン氏を解任したが、これは就任直後の大統領としては異例のことだ。

さらに、イーロン・マスク氏は、パランティア・テクノロジーズ<PLTR>やアンドゥリル・インダストリーズといったスタートアップ企業の新たな人工知能（AI）技術によって、長年確立されてきた軍事プログラムを置き換えるべきだと一連のツイートで主張している。ロッキード、ノースロップ、ゼネラル・ダイナミクス、同業のL3ハリス・テクノロジーズ<LHX>の株価が、大統領選以降に平均で10%下落しているのも無理はない。表面的には、防衛セクターは今後数年にわたって防戦一方となりそうに見える。

しかし、見た目にはだまされてはいけない。破壊的な変化は、常に既存のプレーヤーによって実現されるとは限らない。従来の防衛請負企業は、必要な時に新たな兵器を提供してきた実績がある。これは軍がより安価でスマートなAI兵器に移行しても変わらないだろう。同時に、ノースロップやロッキードなどしか提供できない従来型のジェット機、潜水艦、戦車、ミサイルシステムも引き続き必要とされるはずだ。

防衛請負企業のバリュエーションは、2011年予算管理法によって防衛支出が削減の危機にあった時期

よりも低くなっている。現在は、防衛株が後退するのではなく、小さな戦いを経て強くなることに賭ける好機であるように見える。

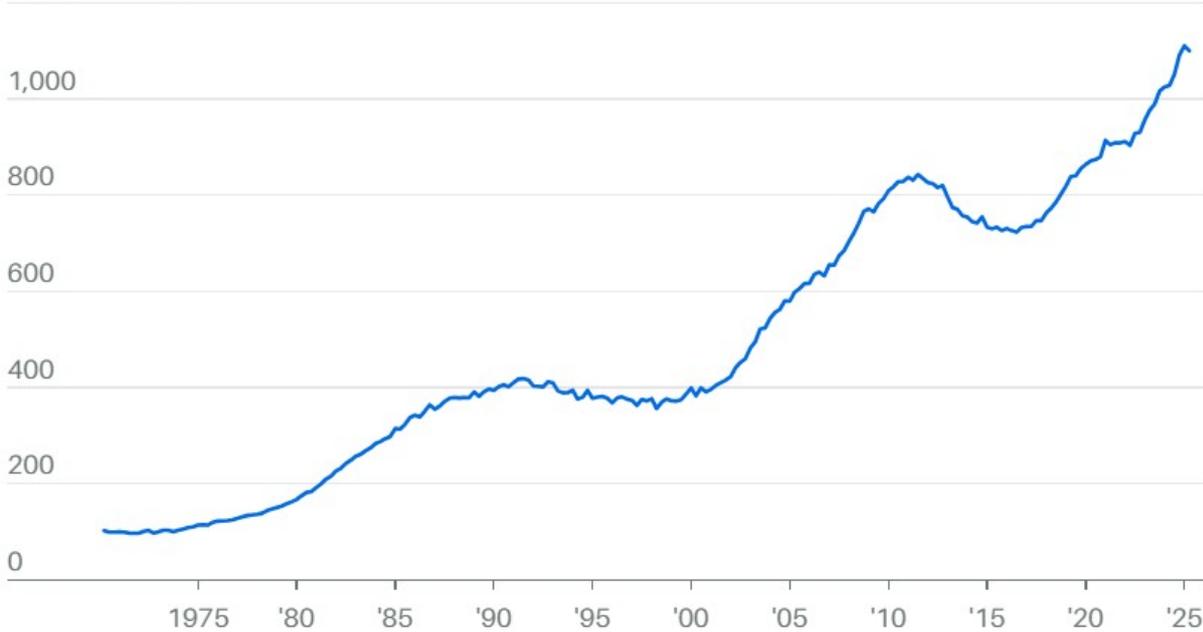
■ 新技術に基づく安価な兵器が台頭

Big Spender

Defense spending shows little evidence of a slowdown.

National Defense Spending and Investment

\$1,200 billion



Note: Seasonally adjusted annual rate

Source: Bloomberg

戦争は常に変化する。矢は銃弾に、木は鉄に、プロペラ機はジェット機に変わった。新たな発見があるたびに、このプロセスは繰り返されてきた。そして、現在はかつてないほど、このプロセスが当てはまる時代となっている。戦場は、新たな兵器や戦略の実験室と化した。5月上旬、ウクライナはロシアの戦闘機2機を海上ドローンで撃墜したと発表した。米国はイエメンの反政府勢力フーシ派の標的を追うためにAIシステムの「メイブン」を使用している。メイブンは、イエメンから発射されたドローンとミサイルを、防衛企業RTX<RTX>が開発した地对空ミサイルシステム「パトリオット」で撃ち落とすためにも利用されている。パトリオットは有効だが、安価なドローンを撃墜するのに100万ドルのミサイルを発射するのは、チェスでクイーンとポーンを交換するようなものだ。

敵が安価な兵器を自由に使える場合は、コストを引き下げることが大きな意味を持つ。現在のシステムの大部分は「原価加算契約」に基づいており、兵器メーカーに対して実質的にマージンを保証する契約である。とはいえ、この方式には理由がある。例えば、ジェット戦闘機には民間市場がないため、国防総省が価格に不満を持っていても、他の選択肢はほとんどない。軍隊が必要とする兵器を、必要な時に確実に手に入れるためのシステムなのだ。

問題は、原価加算方式が、サプライチェーン全体のコストが増加する誘因として働くことだ。企業が

価格を提示してから製品を提供する「ハードビッド」方式の方が合理的だろう。空母や戦闘機の調達には使えないかもしれないが、ドローンや弾薬には有効だ。

国防総省はコストとパフォーマンスのバランスを取る必要性を認識している。米軍は既に陸海空で数十の無人機システムを使用しており、今後も増える見込みだ。陸軍はドローンの進歩を理由に、2024年に高価な将来型の攻撃偵察機プログラムの中止を決定した。トランプ氏は、1人のパイロットが10機の無人機を操縦できる無人協調戦闘機（CCA）への支持を表明した。一方で、第6世代の有人戦闘機の契約を航空宇宙大手ボーイング<BA>と締結している。

防衛請負企業は、必要とされれば、迅速かつ安価に製品を開発できることを示してきた。第一次湾岸戦争では、従来型の防衛請負企業と米軍が1カ月足らずで地中貫通爆弾「GBU-28」の設計、試験、導入を完了し、戦争の終結に貢献した。

しかし、トランプ政権は調整能力を欠いている。大統領は、政府支出がその価値に見合っているかをチェックする監察総監を解任した。さらに、情報を漏えいした疑いのある高官をうそ発見器にかけるという脅しまでなされている。国防総省は報道に関するコメントを拒否した。

とはいえ、トランプ大統領の目標は明確だ。中国などの脅威が高まる中で、より強力で効率的な軍事機構を構築し、新たなテクノロジーを迅速に導入することで、米国の軍事的な優位性を維持しようとしているのだ。世界の平和が破られる事態が起きなければ、米国は今後数年間で国内総生産（GDP）の約3%を国家安全保障に支出するとみられる。トランプ政権の2026年度当初予算要求は前年度比13%増の1兆ドル強だった。増加額は1130億ドルで、軍艦の建造や、次世代戦闘機の購入資金などが含まれる。これはあくまで予算案だが、強気のシグナルだ。

スタートアップではアンドゥリルとエアロバイロメントに注目



Illustration by Owen Freeman

投資家にとっては、より多くの資金が大手防衛企業からスタートアップ企業に流れることがリスクとなる。注目すべき企業の1社は、2017年に設立された非上場企業のアンドゥリルだ。共同創業者兼執行取締役会長のトレイ・スティーブンス氏によると、アンドゥリルの目的は、民間で利用可能なテクノロジーにソフトウェアやAIを組み合わせ、低コストで高機能な製品を迅速に提供することである。

アンドゥリルは依然として小規模だが成長している。契約獲得額は合計約40億ドルで、非上場

市場における企業価値評価は約300億ドルだ。キャピタル・アルファ・パートナーズのアナリスト、バイロン・キャラン氏は、「アンドゥリルは、多様な市場セグメントで多くの事業を試みている」と語る。この点で、他のスタートアップ企業とは一線を画している。

注目に値する防衛スタートアップ企業はアンドゥリルだけではない。低コストの攻撃用ドローンの開発に取り組む非上場企業のマッハ・インダストリーズ、軍用ハードウェア向けのAIを開発しているシ

ールドAIも有望だ。上場企業のエアロバイロメント<AVAV>、カーマン・ホールディングス<KRMN>、クラトス・ディフェンス・アンド・セキュリティー・ソリューションズ<KTOS>は小型株で、スマート弾薬とドローン技術を手掛ける。

エアロバイロメントは、一時は人気の銘柄だったが、米国の対ウクライナ政策が定まらないことで株価は大きく下落している。2024年度の売上高のうち、約38%に相当する約2億7400万ドルはウクライナ向けだった。このウクライナ向けの売上高が急激に減少している。昨年11月の大統領選以降、株価は29%下落した。

しかし、成長の余地はある。エアロバイロメントは自動化システムプロバイダーのブルーヘイローとの合併を完了したばかりだ。投資銀行ジェフリーズのアナリスト、グレッグ・コンラッド氏は、合併後の2026年度通期売上高を20億ドル、利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）を約3億5000万ドルと見込む。コンラッド氏は、株価EBITDA倍率が25倍に上昇し、株価が直近を22%上回る190ドルになるとみている。

ロッキードは厳しい立場

Wages of War

Defense stocks have outperformed the stock market over the long term.

— S&P 500 Index — iShares U.S. Aerospace and Defense ETF



Source: Bloomberg

従来型の防衛請負企業の中では、事業を多角化しているL3ハリスが勝者となるだろう。L3ハリスの統合任務システム部門は、ジェット戦闘機向けのレーダー警戒システムや、民間航空機向けの航空電子機器などを開発する。宇宙および空輸システム部門は衛星を製造する。通信部門は陸軍向けのラジオなどを販売している。さらに、2023年7月にエアロジェット・ロケットダインを買収したことで、第4

の事業であるロケットエンジン製造が加わった。

ゴールドマン・サックスのアナリスト、ノア・ポポナック氏は「L3ハリスは一つのプログラムに大きく集中していないため、防衛予算の増加による恩恵を享受しやすい立場にあるだけでなく、予算の変化による影響を受けにくい」と語る。ポポナック氏の投資判断は買い、目標株価は直近を約31%上回る283ドルだ。

ノースロップも勝者となりそうだ。恐らく最も有名な製品はステルス爆撃機だが、航空宇宙、ミサイル防衛、核兵器、偵察、無人機などの分野に多角化している。また、海軍の次世代制空（NAGD）プログラムでボーイングに勝って契約を獲得できれば、業績を押し上げる可能性がある。

ノースロップの2025年予想株価収益率（PER）は19倍で、ロッキードに対して12%のプレミアムとなっている。しかし、モルガン・スタンレーのアナリスト、クリスティン・リワグ氏は、このプレミアムは妥当だという。ノースロップの利益は今後3年にわたって年率約9%のペースで成長すると予想されており、ロッキードを2%ポイント上回る。リワグ氏はノースロップを防衛セクターの「トップピック」としており、目標株価は直近を22%上回る570ドルだ。

ロッキードは比較的厳しい立場にある。本誌は2024年6月にロッキードを推奨しており、同年の終盤まで風向きは比較的良かった。しかし、昨年11月24日にマスク氏が有人戦闘機をけなすツイートをしたことで、ハリケーン級の逆風が生じた。それ以降、ロッキードの株価は14%下落している。2026年予想PERは15.5倍で、S&P500指数に対して15%のディスカウントとなっている。このディスカウントは、防衛支出が減少していた2011～2015年の10%よりも大きい。

マスク氏のツイートは、ロッキードのF-35戦闘機にとって問題となっている。F-35は2兆ドル規模の防衛プログラムで、ロッキードの売上高の4分の1以上を占める。F-35の価格は1機につき1億ドルで、耐用年数まで使用するためにはさらに数億ドルのメンテナンス代がかかる。これだけのコストがかかる理由の一つは多くの機能があるからだ。F-35は、ステルス機能と偵察や戦闘のための高度なセンサーを併せ持っており、垂直離着陸も可能だ。マスク氏の意向にかかわらず、あと数十年は空軍で使用され続けるだろう。

しかし、バーティカル・リサーチ・パートナーズのアナリスト、ロブ・スタラード氏は、当面は政権との緊張状態によって上値が重くなるだろうと語る。スタラード氏の投資判断は中立で、目標株価は直近を8%上回る505ドルだ。

低迷している防衛コンサルティング会社ブーズ・アレン・ハミルトン・ホールディング<BAH>は、明らかに割安に見える。株価は昨年11月の大統領選以降で36%下落しており、政府効率化省（DOGE）が政府契約にメスを入れたことで打撃を受けている。これは売上高の約75%が国家安全保障関連であるブーズにとって特に悪いニュースだ。

しかし、ブーズはただのコンサルタントではない。9.11同時多発テロ後、ブーズは米国の安全保障機関が情報を共有するためのシステムを構築した。昨年12月には、AIを導入したハードウェアとソフトウェアを米軍に提供するためにパランティアと提携すると発表した。「AI」と「国防」の組み合わせは、パランティアが2026年予想PER163倍で取引されている大きな理由だが、ブーズは約16.6倍にとどまっている。報道のリスクはあるものの、ブーズの利益は今後数年間にわたってS&P500指数をやや上

回る11%のペースで成長する見込みだ。バリュエーションも過去5年間で最も低い。

戦争は変わるかもしれないが、ブーズのような防衛企業は、利益を得るための方法を常に見つけるだろう。

参考資料

Playing Defense

Shares of military contractors have been under pressure, but some are worth buying.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	2026E P/E	2026E EPS Growth	Comment
AeroVironment / AVAV	\$168.38	9.4%	36.7	21.4%	Designs intelligent robotic systems for the military
Booz Allen Hamilton Holding / BAH	123.63	-3.9	16.6	10.4	Consultant implements technology solutions for the government
L3Harris Technologies / LHX	218.39	3.9	17.4	19.3	Provides electronics and services for land, sea, and air applications
Lockheed Martin / LMT	474.53	-2.3	15.9	8.4	The largest defense contractor in the world whose F-35 fighter jet is under scrutiny
Northrop Grumman / NOC	484.37	3.2	16.9	13.9	Known for its stealth bomber, also provides weapons, surveillance, and space technology

Note: E=estimate

Sources: Bloomberg, FactSet

(資料)

By Al Root
(Source: Dow Jones)

2. トランプ関税で混乱する米中小企業

[フィーチャー]

Trump's Tariffs Rattle Small Businesses. Four Survival Stories.

サブタイトル:生き残りをかけた四つのエピソード

事業環境が突然暗転



Photograph by Phyllis B Dooney

この数日、業績予想の修正が相次いだことにより、トランプ関税で米上場企業が被りうるダメージが浮き彫りになった。多くの中小企業にとって、見通しはより厳しい。大企業のように世界的な貿易システムの急激な変化を乗り切るための余力や経営資源を備えていない中小企業は生き残りをかけたモードに入っている。

食器メーカーのハンド（ノースカロライナ州バーリントン）の共同創業者クリス・ペンス氏は明るい気持ちで新年を迎えた。ハンドは見本市への出展やカナダ向けの輸出を計画していた。

しかし、トランプ政権の一連の関税措置とそれに続く混乱を受け、攻勢に出どころか、成長計画を徐々に縮小し、コスト削減に取り組むことになった。ペンス氏は「不意打ちを食らった気分だ。商機を見いだすのは難しい。暗闇で袋叩きにされるようなものだ」と話す。対カナダ関税に関する販売代理店の懸念から今年度の輸出計画は混乱し、ハンドは成長見通しの下方修正を余儀なくされた。製品は米国で生産しているが、ホテル業界などに販売する高級な陶磁器はスペインや英国から輸入している。関税措置が相次ぐ中で、この重要な材料は大幅に値上がりし、入手困難になる恐れがある。かつては注文から1~2週間で納品されていたものが、今では8週間もかかるようになっている。ペンス氏は「米国人は給与ギリギリで暮らし、中小企業は商談ごとにギリギリでやり繰りしている」と語る。コロナ禍の際も何とか回避した給与の削減と総勢24人うち10%の人員削減を実施せざるを得なかったという。

トランプ氏は4月9日、一斉に発表された相互関税の国別の上乗せ部分について、「ディール（取引）」を協議するために適用を一時的に停止したが、中国からの全輸入品に対する145%の関税を含め多くの関税は維持した。セクター別の追加関税も依然導入が見込まれている。

大企業では、アップル<AAPL>が4~6月期に追加関税によるコスト増が9億ドルに上ると警告し、自動車大手フォード・モーター<F>は今年度に15億ドルの利益下押し要因になると見込んだ。その一方で、適用除外、救済措置を声高に求める著名な最高経営責任者（CEO）やロビイスト、貿易シナリオの綿密な検討を行う幹部チームを抱えていない中小企業が存在している。

あらゆる規模の企業がサプライチェーン（供給網）の混乱や商品不足を警告する中、アナリストはホワイトハウス内部でプレッシャーが高まりつつあると話す。問題は対中緊張緩和や政権が約束している貿易合意が中小企業の直面する不確実性に対処する上で、迅速かつ十分なものとなるかどうかだ。最近、トランプ政権の内部からは現在の関税を巡る戦争は持続不可能であるとし、中国との対立を激化させないことを望む声が出ている。さらに、他の国々との合意が間近であるとも示唆している。

米輸入全体の3分の1は中小企業



Photographs by Andrea Bruce

全米商工会議所によれば、約23万5000社の中小企業が輸入する商品や原材料は米国の輸入額全体の3分の1を占めている。その40%はハンドのように米国で製品を生産しているが、海外からの輸入原材料を必要としている。全米商工会議所のニール・ブラッドリー最高政策責任者は、一部の中小企業が生き残れる能力を備えているのかを心配している。「大企業であれば、関税措置が適用される前に在庫を積み増し、多く物資を輸入するために必要な体力があるかもしれ

ないが、中小企業には関税に伴うコスト増を吸収する余力がない。顧客への転嫁を期待しているが、それも難しい場合がある」と語った。ブラッドリー氏によれば、全米商工会議所が中小企業を対象とする追加関税の自動的な除外措置の検討をトランプ政権に要請したのは、貿易を巡る数十年来の混乱の中、中小企業がディールの成否や合意後の関税水準を懸念せずに済むようにするためだ。

ホワイトハウスの中小企業週間に関する声明で、トランプ氏は「官僚主義を排除し、低い税率を維持する。公正で互恵的な貿易慣行を推進し、勤勉な米国人のために闘っている」と述べた。米中小企業庁（SBA）のケリー・レフラー長官はケーブルニュースチャンネルのフォックス・ビジネスとのインタビューで、トランプ大統領の政策によって「メイド・イン・アメリカ」への回帰が加速されている」と説明した。

生き残りをかけ奔走

一部の中小企業にとっては、いかなる救済ももはや手遅れだ。障害者や高齢者向けに着替えを容易にした衣服を中国で製造するシカゴのジョー・アンド・ベッラの共同創業者ジミー・ゾロ氏は、貿易を巡る不透明な状況に苦戦している。磁石を使用して着替えやすくした衣服は、障害者向け製品に対する1972年の関税適用除外の対象となるはずだが、当該製品が関税の対象か、発注処理の時期によって違いが生じるかといった通関業者の混乱に巻き込まれている。そのため、売上高の約半分を占める重要な第4四半期分の在庫の積み増しができずにいる。ゾロ氏は「第3四半期前半までに発注規模を明確にする必要がある」と話す。世界の磁石の90%が中国で採掘されることもあり、他の地域で製造するのは現実的ではない。多くの企業が調達先の多様化を急ぐ中、ベトナムなど生産能力に問題が生じた代替生産国のメーカーに受注を断られる企業も出ている。ゾロ氏は混乱や貿易対立で中国メーカーとの関係が危機に瀕するのではと懸念している。中国でのパートナー企業を失ったブランドや、規模で上回る中国メーカーから買収の打診を受けている企業もあるという。

米中摩擦や関税に備えていた企業でさえも混乱に巻き込まれている。アビーズ・ガーデン・パーティーズ（インディアナ州ザイオンズビル）を運営するアビー・ペリー氏は、誕生日会など、テラリウム（透明なガラス容器内で陸上の小さな動植物を育成する技術）の製作イベントで使用する特殊な密閉容器の在庫を積み増そうとした。関税で価格が高騰する可能性を心配し、予算を目いっぱい使って3月下旬に約200個の容器を購入した。4月に在庫を補充しようとした際、50個で200ドルという定価に驚き、取引を決済しようとする約150ドルの送料と350ドルの輸入手数料がかかることが分かった。ペリー氏は1人きりのパートタイム従業員とともに、何時間もかけ、代替品を求めてネット店舗や実店舗

を探し回るはめになった。

知育玩具メーカー、ラーニング・リソースズのリック・ウォルデンバーグ最高経営責任者（CEO）は2年前にサプライチェーンの多様化に着手し、製品の約15%の調達先を中国からベトナムとインドに変更した。トランプ政権が関税措置の第1弾を発表すると、コストを削減した。しかし、ウォルデンバーグ氏が準備したシナリオには、ほぼすべての国・地域に対してルールが変更される「同時発生的な惨事」は含まれていなかった。ウォルデンバーグ氏は「当社が40年かけて構築したサプライチェーンの基盤を（トランプ政権は）7日間で何の事前通知もなく破壊した」と語り、追加関税措置が違法だとして、トランプ政権を提訴した。米司法省は、国際貿易問題に関する裁判管轄権および国際緊急経済権限法（IEEPA）に基づき関税を課す大統領の憲法上の権限などを理由に、原告の仮差し止め請求を却下するよう裁判所に求めた。審理は5月下旬に始まる見通し。

関税措置が適用されると、ウォルデンバーグ氏は自身のチームに米国内での生産の可能性を改めて検討させ、3Dプリンター工場のアイデアを念入りに調べた。しかし、必要な事業規模に達せず、売価23ドルの製品を約600ドルに値上げする必要があることが判明した。

生産をアジアの他地域へさらに移すのも困難だ。多くの国は、中国で数十年にわたり構築されたエコシステム（技能、幅広い生産能力、部品・輸送アクセスを有機的に組み合わせたもの）に対抗できない。さらに他の代替生産国も関税による打撃を受ける可能性がある。

ウォルデンバーグ氏の企業は数百品目の生産をベトナムとインドへ移し関係強化に努めるとともに、来年の新製品数を通常の200~250品目から半減させる。「われわれは中国から脱出しつつある。中国での生産は終わる。貿易を巡るディールで何が起ころうとどうでも良い。結果を待つ余裕はない。これまでで最大の賭けに出るつもりだ」と語る。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

3. トヨタ自動車¹が豊田自動織機の買収を目指す世紀の大型案件 [フィーチャー]

Toyota Wants to Buy Its Biggest Subsidiary. That Could Touch Off Other Megadeals.
トヨタ自動車の買収案件にガバナンス改革進展の期待

トヨタ自動車¹が豊田自動織機の買収・非公開化を検討

トヨタ自動車<7203>は2026年3月期の業績予想で、輸入自動車に対する米国の関税を理由に、営業利益が21%減益になるとの見通しを示した。これは、日本最大の上場企業にとっても、輸出主導型で世界第4位の経済規模を誇る国にとっても悪い話だ。

トヨタ自動車には朗報もありそうだ。時価総額400億ドル以上の系列の自動車部品メーカー、豊田自動織機<6201>の買収計画が報じられている。買収のスキーム次第ではあるものの、投資家の評判が悪い株式持ち合いの解消に向けて、日本株式会社にとってこれまでで最大の動きとなる可能性がある。資産運用会社GMOの日本バリュー株投資責任者、ドリュー・エドワーズ氏は「世紀の買収案件になるだろう。コーポレートガバナンスにとって、プラスにもマイナスにもなる可能性がある」と語る。



YUICHI YAMAZAKI/AFP via Getty Images

圧倒的な存在感を誇る日本の複合企業は、ベン図のようにグループ企業の株式持ち合いを進めながら拡大してきた。例えば、トヨタ自動車は豊田自動織機の4分の1近くの株式を握る一方、豊田自動織機はトヨタ自動車株の9%を保有する。市場がこうした構造を嫌悪するのは、サプライヤーとのアームズ・レングス（独立した当事者間による）取引を曖昧にし、資本が固定化され、創業家一族が批判的な投資家から守られることなどが理由だ。

エドワーズ氏は、昨年6月に開催された年次株主総会で、トヨタ自動車の独立株主の大半は、トヨタ自動車創業者の孫である豊田章夫会長の取締役再任に反対票を投じたと話す。トヨタ自動車が豊田自動織機を買収するという単純明快な統合は、ガバナンス面で大きな前進となろう。しかし、豊田氏は特別目的会社（SPC）を設立し、SPCに自己資金の一部とトヨタ自動車からの出資を行い、豊田自動織機によるトヨタ株の保有は残す方針のようだ。これでは、明確な企業運営上のメリットはなく、豊田氏の支配権を強化するだけのことになる。

豊田自動織機買収の光と陰

バーンスタインで日本の自動車産業のアナリストを務める秋田正浩氏は「主たる目的が豊田自動織機の非公開化だとすると、投資家はそれがプラスかどうかを疑問視するだろう」と指摘する。それでも、トヨタ自動車の仕掛ける大型買収案件は、他社を統合に向けて刺激することにより、日本全体にメリットをもたらす可能性がある。クリアブリッジ・インベストメンツでグローバル・バリュー・ポートフォリオ・マネジャーを務めるグレース・スー氏は「トヨタが動けば、他社は間違いなく背中を押されるはずだ」と言う。

スー氏によれば、持ち合い株は推定で日本の株式時価総額の約30%を占めており、上場投資信託（ETF）のiシェアーズMSCIジャパンETF<EWJ>の株価収益率（PER）が16倍であるのに対して、S&P500指数のPERが26倍である理由の一つだ。8日に、NTT<9432>がNTTデータ<9613>の完全子会社化を目指し、公開買い付け（TOB）を行うと発表した。TOBの総額は2兆3700億円（164億ドル）で、TOB価格は前日終値に35%のプレミアムを上乗せした価格だ。一方、自社株買いは米国資本主義においては主流で、日本では比較的新しい取り組みだが、足元では昨年の3倍のペースで進んでおり、企業の余剰資金に狙いをつける投資家には歓迎されている。

マシュー・アジアで日本ファンドのポートフォリオマネジャーを務める竹内俊太郎氏は、「トヨタ自動車の動きは、ファンダメンタルズが健全であっても適切な資本配分戦略を行っていないすべての企業にメッセージを送ることになる」と語る。

日本の産業界の巨大企業は短期的には、トランプ米大統領の関税政策や世界的な景気減速、輸出競争力をそぐ円高といった逆風に苦悩する恐れがある。スー氏は「輸出主導型の日本市場は財政刺激策の余地がほとんどない。今は欧州を選好する」と言う。

今年、日本円は米ドルに対して8%円高が進行しており、数十年來のデフレの収束とともに、内需主導

型の株式に追い風となる可能性がある。ジャナス・ヘンダーソンで海外ファンドの株式ポートフォリオマネジャーを務めるジュリアン・マクマナス氏は「足元では、バランスシートの強固な銀行や保険会社に価値を見出している」と語る。

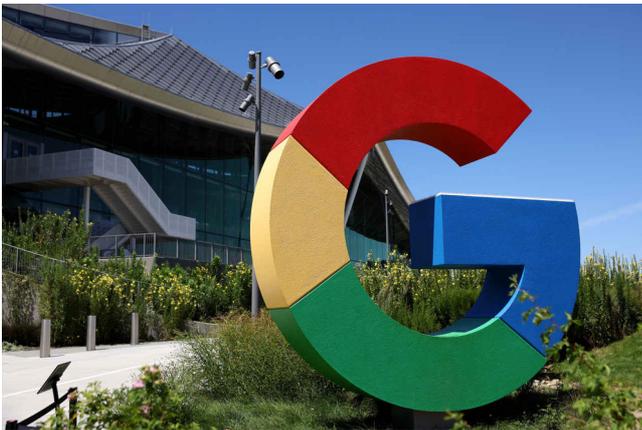
GMOのエドワーズ氏は、長期的に見れば、日本は「1982年頃の米国」のような状況になる可能性があり、自己利益を追求する経営陣が率いる過剰資本の複合企業の門前に、野蛮な株主が立ちはだかることになるだろうと語る。まずはトヨタ自動車の世紀の買収案件に注目することにしよう。

By Craig Mellow
(Source: Dow Jones)

4. アルファベット株に対する強気の見方を維持する理由 [ハイテク]

Google Had a Bad Week. Why We're Sticking With Alphabet Stock.
収益源の多様化が検索ビジネスの軟調を相殺

検索サービス不要論は誇張



Justin Sullivan/Getty Images

アルファベット<GOOGL>の株価は先週、6.9%安と大きく値下がりして引けた。だが本誌は、アルファベットの株式に対する強気の見方を維持している。

株価急落のきっかけは、アップル<AAPL>のサービス担当上級副社長、エディ・キュー氏が5月7日の法廷証言でアップルのウェブブラウザSafari（サファリ）におけるグーグル検索件数が今年4月に初めて減少したと述べたことだ。キュー氏はその要因としてオープンAIのChat（チャット）GPTをはじめとする人工知能

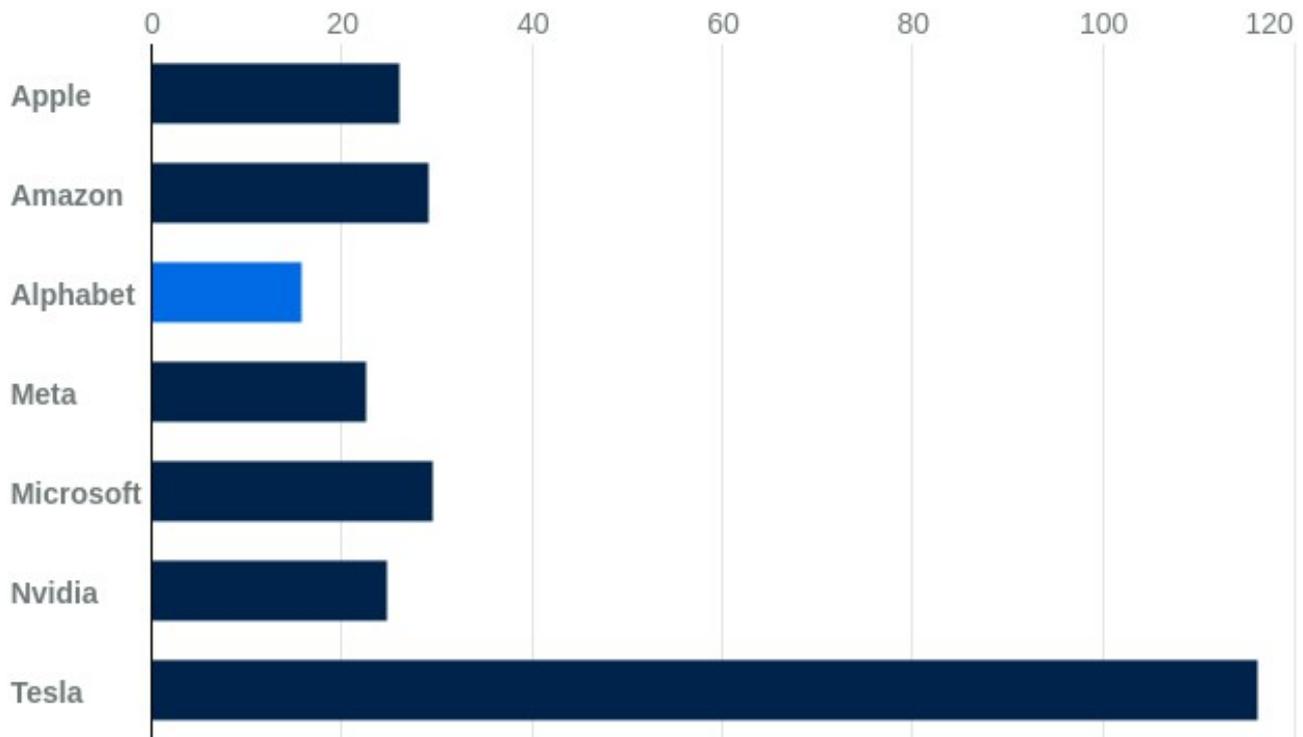
(AI) チャットボットの台頭を挙げた。

グーグルの検索サービスの持続性に対する懐疑的な見方の核心は、「アルファベットの売上高の半分以上を占めるグーグル検索の支配力はAI検索によって浸食されつつあり、グーグルにできることは限られている」というものだ。キュー氏の証言はこうした主張を裏付けているようにみえる。

アルファベットはキュー氏の証言の内容とそれが引き出した結論にすかさず反論し、検索クエリ（ユーザーが検索エンジンの検索窓に入力する語句）の数は依然として増えており、ユーザーは「新しいものを求めて新しい方法でアクセスしている」と説明した。幾つかの証拠はアルファベットの主張が理にかなっていることを示唆している。エバーコアISIのアナリスト、マーク・マハニー氏は、検索サービスの成長ペースは鈍化しているものの、検索サービスがもたらす売上高は過去7四半期の間に11～15%のペースで成長していると指摘し、「検索サービスが不要になるという報道はかなり誇張されているように思われる」との見解を示した。

AI活用サービスで新たな収益源を開拓

Alphabet is the cheapest of the Mag 7 stocks based on its forward P/E ratio.



Source: FactSet

それでも、グーグル検索がAIによる破壊的な影響に直面していることはほぼ間違いない。問題は、影響の程度とタイミングだ。本誌は昨年11月の記事でグーグルに対する強気の見方を提示し、グーグルは検索ビジネスに対する破壊的な影響と米国の連邦政府および州政府による一連の反トラスト法訴訟の両方を乗り越えられるだろうと主張した。

グーグルは、ユーザーが入力した質問に対する回答をAIが要約するAI Overview（オーバービュー）の機能と生成AI機能Gemini（ジェミニ）により、自社の検索事業にも破壊的な影響を与えてきた。グーグルによると、AI Overviewの月間ユーザー数は15億人超に、Geminiの利用者数は3億5000万人に上る。

だがこれは、良いニュースではない。ニュー・ストリート・リサーチのアナリスト、ダン・サーモン氏によると、AI Overviewのユーザーが広告を見る割合は5%にすぎない（従来型の検索では20%）。しかしグーグルは、写真に何が写っているかをAIで特定するグーグル Lens（レンズ）のサービスに広告を掲載するなど、AIから収益を生み出す新たな方法を模索している。さらに5月6日には、AIを活用して適切なメッセージを適切なタイミングで顧客に届けるサービスであるAI Max（マックス）を発表した。

イノベーション継続能力が堅調な株価パフォーマンスを支える

検索以外のサービスに目を向けると、動画配信のYouTube（ユーチューブ）と有料クラウドストレージサービスのGoogle One（グーグル・ワン）は合計2億7000万人の登録者を擁する。アルファベット傘下で自動運転車を開発するウェイモは、昨年末時点で週15万件だった有料自動運転タクシーの運行実績を今年4月までに同25万件に増加させた。これらのサービスは今後数年間で売上高が大幅に増える可能性がある。

アルファベットの現在の12カ月予想株価収益率（PER）は16.8倍で、本誌が強気な見通しを示した昨年11月時点の18.6倍よりも割安だ。割安な銘柄がさらに割安化すると株価反発を期待しがちになるが、割安な状態が続く「バリュートラップ」に陥っているのではないかという疑問も生じる。

本誌はバリュートラップには陥らないと考えている。理由の一つは資本還元（アルファベット経営陣は4月24日に700億ドルの自社株買いを発表した）だが、より大きな理由は新サービスの投入によりイノベーションを継続する能力だ。状況が目まぐるしく変化していることを考えると、何らかのニュースで株価が急落する場面が今後増えることは間違いない。だが、アルファベットの株価パフォーマンスは今後数年にわたり好調なものとなるはずだ。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

5. 関税がもたらした高いボラティリティーは続く Uncertainty Isn't Going Away. Embrace It. そして、それを受け入れるしかない

[フィーチャー]

舞台に置かれた関税という銃がボラティリティーを高める



Illustration by Dan Page

「誰も発砲することを考えもしないのであれば、弾を装填（そうてん）した銃を舞台上に置いてはいけない」。これは、ロシアの劇作家アントン・チェーホフの物語構成に関する原則だ。つまり、物語に登場するすべての要素は、その必要性と意図がなければならない。ここで少しひねりを加えてみよう。「関税がいったん提示されれば、それをなかったことにはできない」。すなわち、世界に影響を与える関税政策が舞台に置かれた以上、たとえその政策が撤回されたとしても、金融市場への影響が完全に消え去ることはない。

トランプ大統領が予想を上回る相互関税を示した「解放の日」の4月2日に市場は大きく動揺した。シカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティー指数（VIX指数）は50を超えて急騰し、上昇幅は世界金融危機後の8年間の平均（15.3）を大きく上回った。同様に、米国債の1カ月物オプションのインプライド・ボラティリティー（予想変動率）を示すMOVE指数も、従来の平均値（65.9）を大き

く上回って、現在は100~140のレンジで推移している。筆者は、このVIX指数とMOVE指数の急上昇を、すぐに収束する一時的なブレと見なすべきではないと提案したい。むしろ、こうした動きは定着する恐れがあり、少なくともトランプ大統領の任期が終わる2029年までは下がらない可能性がある。

過去にMOVE指数とVIX指数がピークを付けたのは、1998年のヘッジファンド、ロングターム・キャピタル・マネジメント (LTCM) の破綻、2001年のエンロンの破綻、2008~09年の金融危機、2020年のコロナショックなどの時である。これらはいずれも「平均回帰的」な性質を持ち、元の水準への回帰が可能ただけでなく、そうなると期待されていた。これらは金融システムにとっては外因的のショックであったが、持続的ではなかった。

現在の一連の政治的なショックは政府の中核機能を揺るがしており、いずれ収束するとは言い切れない。少なくとも今後4年間、その結末を見通すことはできない。

トランプ大統領の政策における不確実性は、その特性であって欠陥ではない。ニクソン元大統領と同様、トランプ大統領は、少し狂っていると思われることで、相手に感情的な反応を引き起こし予測を困難にさせて、交渉における戦術的な優位性が得られると信じている。

こうした長期的な不確実性を示す一例として、最近の金価格の動きを挙げたい。金には人類の歴史において価値を安定的に確保する手段として評価されている。だが、2024年11月のトランプ大統領再選以降、金価格は1オンスあたり1000ドル近く上昇し、新たな関税政策の発表後には実現ボラティリティーが35%を超える水準となった。金地金の現物需要は極めて強く、金の輸入急増（輸入はGDP算出にはマイナス要因）により1~3月期の実質GDP（国内総生産）伸び率はマイナスとなった。

米ドル指数も大きく下落している。この指数は、市場にストレスがかかった局面で上昇する傾向があり、米国の金利水準と高い相関を持つ。というのも、リターンが高ければドルを保有したくなるからだ。その意味で、金利上昇にもかかわらず米ドル指数が急落したのは、異常な動きである。

不確実性の高い政策運営がモラルハザードを抑える

トランプ大統領が時計の針を戻そうとしているのは、米国が世界を支配していた1950年代なのか、それとも金ぴか時代と呼ばれる1890年代なのか、有力メディアは判断に苦しんでいる。だが筆者は、1980年代初頭にポール・ボルカー氏が米連邦準備制度理事会（FRB）議長を務めていた時代の政策の不透明さが再現されつつあると考える。当時は、政策金利に関する声明発表も、午後2時15分の記者会見も、ましてやドットチャートも存在しなかった。FRBが政策スタンスを変更したかどうかを知る唯一の方法は、FRBが「システム・レポ」取引を通じて翌日物金利を操作したかどうかを翌日の午前11時15分に確認することだった。そうした時代を知らない若い世代にとっては、当時のやり方は心もとないと思えるかもしれない。だが筆者は、金融システムに不確実性を注入することこそ、公共政策として有益なことであると主張したい。

筆者は以前から、グリーンSPAN元FRB議長が掲げた「穏やかなペースでの利上げ」という方針こそが、2008~2009年の金融危機の出発点だったと主張してきた。米連邦公開市場委員会（FOMC）が開催されるタイミング、つまり6週間ごとに0.25%ポイントずつしか利上げしないというシグナルを投資家に発したことで、グリーンSPAN氏はリスクテイクの拡大を容認した形となった。

同じような理由で、FRBの経済見通し（SEP）における四半期ごとのドットチャートも、モラルハザードを通じて過剰なリスクテイクを助長している。実際、2021年3月のFOMC後に公表されたSEPとパウエル議長の発言は、FRBがフェデラルファンド（FF）金利を2023年3月まで、ほぼゼロ（0.125%）で据え置くことを示唆した。シリコンバレー・バンク（SVB）やシグネチャー・バンク、ファースト・リパブリック・バンクが、ファニーメイ（連邦住宅抵当公庫）が発行する利回り2%のモーゲージ証券を額面で購入しヘッジもせずに保有することを、当時は賢明な判断だと考えていたのも不思議ではないだろう。

不確実性をもたらす有益さを考慮すれば、トランプ大統領に一定の評価を与えるべきだろう。不確実性の高い政策運営は、多くの投資家にとって煩わしいものかもしれない。しかし、過剰なレバレッジやヘッジされていないバランスシート、そして最悪の場合には、損失が金利変動によって急拡大するネガティブ・コンベクシティの強いリスク構造につながるモラルハザードを抑制する可能性がある。自由に機能する市場は、資本を必要とする者、資本を持つ者、そしてレフェリーとしての政府との間にフィードバック・ループを形成する。政府による必要以上の介入はその情報の流れを妨げ、誤った情報は誤った政策を招く。

チェーホフに話を戻そう。この不確実性はほぼ永続的なものだと言える。トランプ大統領は、関税という銃をテーブルの上に置いたのだ。たとえこの劇の主演である人物が、もう撃つつもりはないと語っても、その銃は物語の中から消えることはない。

筆者はシンプリファイ・アセット・マネジメントのマネージング・パートナーであり、MOVE指数の考案者。

By Harley Bassman
(Source: Dow Jones)

6. トランプ政権から好材料が出たものの株価は下落

[米国株式市場]

The Stock Market Got What It Wanted From Trump. Why Finished Lower.

高いPERは好材料の織り込み済みを示し、様子見姿勢が賢明か

好材料が出たものの株式市場は反応せず



Michael Nagle/Bloomberg

株式市場の勢いに亀裂が入り始め、上昇の勢いが弱まりつつある。こうした状況では、注意深く対処することが最善の策になる。

株式市場にとって先週は良い週となるはずだった。8日にトランプ大統領は英国との貿易交渉で合意し、ベセント財務長官は10日に中国当局者と関税政策を巡る会談を予定していた。さらに先週、米連邦準備制度理事会（FRB）は政策金利を据え置いたものの、年内の利下げの可能性がないと示唆するような材料は何も示さなかった。この組み合わせは、株価に対する楽観的

な見方を後押しするはずだった。

それにもかかわらず、市場の反応は鈍かった。主要株価指数を見ると、ダウ工業株30種平均は0.2%安の4万1249ドル38セント、S&P500指数は0.5%安の5659.91となった。ナスダック総合指数は0.3%下落して1万7928.92で引けた。さらに懸念されるのは、S&P500が4月の急落時の安値である4982から14%上昇した後、5700付近の上値抵抗線で失速したことだ。株価の反応が薄いことで、好材料の多くがすでに市場に反映されていることが示唆されている。小型株のラッセル2000指数は0.1%高の2023.07で週末を迎えた。

割高感でリスク・リターンの関係が悪化



ウェルズ・ファーゴのストラテジストであるクリス・ハーヴェイ氏は「新たな資金を投入する環境として素晴らしい状況だとは思わない」と言う。

好材料は確かにS&P500指数のバリュエーションに織り込まれている。シティグループのデータによると、S&P500指数は、アナリストの今後12カ月の予想利益に対して株価収益率（PER）が20.6倍となる水準にある。これは過去3年のレンジの高いほうであり、過去全体の中でも86パーセントの高位位置だ。バリュエーションは投資タイミングを計るツールではないが、PERが高い水準になった後のリターンは通常低い。

高い水準のPERは、アナリストによる2025年の1株当たり利益（EPS）予測である264ドルに対する市場の信頼が厚いことも反映しているが、この信頼感は今後数カ月で試されることになりそうだ。投資家は貿易に関するディール（取引）を期待しているものの、交渉の状況はまだ予断を許さない。トランプ大統領は矛盾した政策を発表することで知られており、米国に対して貿易赤字を抱えていた英国

との交渉が成功しても、今後のディールのモデルにはならないかもしれない。米中が話し合うという事実は好材料だが、その結果が確定するのはずっと先だ。

BTIGで市場テクニカル分析の責任者を務めるジョナサン・クリンスキー氏は、「会談があるという事実は分かっているが、その結果がどうなるかは分かっていない」と指摘し、株式に関して「目先のリスクとリターンの関係は非常に悪い」と警告している。

■ スタグフレーション懸念もあり、FRBは期待薄

投資家はFRBが救済に乗り出すことも期待すべきではない。7日の記者会見でFRBのパウエル議長は、関税による経済への打撃を回避するための利下げにコミットしようとしなかった。関税が少し引き下げられたとしてもインフレ率を押し上げる可能性があり、スタグフレーション（物価上昇と同時に経済が停滞するシナリオ）に陥る恐れさえあることが、その理由だ。これはFRBにとって最悪の悪夢であり、投資家は深刻に受け止める必要がある。

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、消費者物価指数の過去7年間のグラフは1970年代半ばから後半にかけてのグラフと不気味なほど似ていると指摘する。エマニュエル氏は、「関税主導のインフレが1970年代半ばへの扉を開くことを念頭に置くパウエル議長は、次の利下げについてコミットしないままだろう」との見方を示した。

つまり、株式市場に対してもコミットしないでいることが最善の策ということになる。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

7. 相互関税でも株価は上昇、その先行きは Stocks Are Up and Tariffs Haven't Inflicted Much Pain. 押し目買いを続ける個人投資家

[投資戦略]

■ 「解放の日」に始まる苦難



Alex Wroblewski / AFP / Getty Images

プロテスタントである筆者には、ローマ教皇はいなかった。日曜学校でも大人向けの礼拝でも煉獄（れんごく＝罪を浄化する一時的な場所）について言及されることはなかった。だから投資家が現在直面する一時的な苦難を「関税の煉獄」と表現することについて、その教義的な正確性には目をつぶってほしい。筆者が言いたいことは、われわれは現在「解放の日」とその後続く状況のはざまにいるということだ。心地よく、ひとりよがり、逆に恐ろしく聞こえるかもしれないが、今のところ状況は非常に順調だ。だからこそ、その後には罰が続くのではと

不安をかき立てられる向きもあるかもしれない。

4月初め、トランプ米大統領は「解放の日」を掲げ世界的かつ大規模な相互関税策を発表し、市場はパニックに陥った。その後、中国については関税を145%に維持するものの、それ以外の国への上乗せ措置を90日間停止し、関税率を10%とすることを発表すると、市場はいったん落ち着いた。次にトランプ氏は、米連邦準備制度理事会（FRB）議長は一刻も早く「退任」すべきだとSNSで発信した。「退任」がパウエル議長の来年5月の任期満了を意図するのか、トランプ氏からの利下げ圧力を受け入れない議長の解任を指すのかは曖昧で、再び市場は揺れた。実際には大統領が一方的にFRB議長を解任することは不可能で、また、利下げの意思決定は連邦公開市場委員会（FOMC）メンバー12人によるものだ。トランプ氏はその後、解任する意思はないと発言し、市場はそれを好感した。

相互関税では、他国に先んじて英国が米国との2国間貿易協定、あるいは少なくとも合意に向けた枠組みの土台を発表し、関税率は10%ではほぼ固まった。米国は今週末、中国ともスイスでの交渉を予定しており、「中国サイドは合意に非常に前向き」だとするトランプ氏の発言を受け、ウォール街で高まる145%関税への懸念も後退した。

「関税の煉獄」でも株価は上昇

しかし株価は単に下げ幅を縮小しただけでなく、相互関税が発表される前とほぼ同じ水準まで戻している。その説明として筆者に思いつくのは次の三つの選択肢だ。一つ目は、大統領の言う通り「関税は米国を潤す」。政治的に中立で企業の確定拠出年金（401k）に加入する者にも、学位取得のために支払った金額の少なくとも一部を返金してもらおう申し立てを考えている者にも歓迎すべきものだろう。

二つ目は、米国企業の強力な引力は、周囲の光がブラックホールの重力でねじ曲げられるように、その意のままに政権の方針を転換させることができる。利益は際限なく成長を続ける。気候変動なんて太陽がマイクロソフト<MSFT>の周りを回り始めただけのことで、幸福を担うのは時価総額加重平均インデックスのファンドだ。筆者はこの選択肢を、次の選択肢よりも好む。

三つ目は、私たちは言ってみれば「押し目買い」症を患っている。40年にわたる世界貿易の拡大は、利益を押し上げ、国内の物価を押し下げた。その結果、金利は大幅に低下し、住宅や自動車はもちろん、株式の買いを後押しした。「押し目買い」症には、政権がプットの役割、つまり株価暴落の際には再び上昇に転じるような経済政策を発動する、もしくは発動に言及するという役割を担うことに過度に依存するという症状が認められる。

楽観に頼る押し目買い

UBSインベストメント・バンクのチーフ・ストラテジストであるバヌ・バウエジャ氏は「機関投資家とはまったく逆で、個人投資家は依然として市場に投資しており、押し目買いをしている」と言う。バウエジャ氏によればデータ上で米国の状況は悪化していない。第1四半期の成長こそ弱かったが、それは関税に先駆けた動きが数値をゆがめたため、利益は底堅かった。バウエジャ氏は「『景気減速の兆候が目に見えるようになってくれば考え直す』という個人投資家の主張はもっともだ」と言う。

問題は、引き続き関税引き上げによって個人消費が打撃を受けうることだ。英国に続き10%関税の合意がすぐに他国に広がり、中国との間でも関税率が60%（トランプ氏は「80%が妥当」と発言

している)まで引き下げられると仮定しよう。パウエジャ氏は「そうなった場合、国内総生産(GDP)への影響はそれほどではなくても、内需への打撃は大きく、S&P500指数の今後12カ月の見通し(利益成長が11.2%、予想株価収益率=PER=が20.7倍)は楽観的すぎる」と指摘する。

パウエジャ氏はS&P500指数が第3四半期までに最近の水準を15%下回る4800まで下落すると予想する。その後、反発しても数年間は投資家が慣れ親しんだ水準よりも低いリターンになるだろう。パウエジャ氏は政府債務の重荷を考えれば、政権による救済策は期待できないし、利下げをしても新規国債の供給により、長期債利回りをそれほど押し下げないかもしれないと言う。もしその通りなら、当面は2桁台ではなく1桁台のリターンを見込むべきだろう。それも関税の煉獄が過ぎてからの話だ。パウエジャ氏は「単刀直入に言えば、私ならそうした株価の上昇局面で株を売り、反対に下落した債券を買うだろう」と言う。

話は変わるが、5月11日は母の日だ。全米小売業協会(NRF)による母の日のギフトの調査では、1位が花で74%、3位がディナーなどの特別な外出で61%と、どちらも2007年の数字とあまり変わらない。グリーティングカードは73%で減少傾向にあり、最近の人気は家電(11%から22%に上昇)や商品券(39%から54%に上昇)だ。贈り物の予算の平均は1人当たり259ドル4セントで昨年から5ドル増えた。まだ何も準備していない人は、レストラン運営のクラッカーバレル・オールド・カントリー・ストア<CBRL>のチキンはどうだろう。店は予約不要で、南部のフライドチキンは誰でも大好きだ。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

8. センチメントは弱気だが、関税は実体経済にまだ悪影響を及ぼしていない Sentiment Is Negative, but Tariffs Haven't Hurt the Economy Yet 関税発動を受けた指標を待つしかない

[経済政策]

懸念される不確実性の長期化



BRENDAN SMIALOWSKI / AFP / Getty Images

待つしかない。トランプ政権の関税による計り知れない不確実性がどのように展開していくのか、全員が待たなければならない。それは、米連邦準備制度理事会(FRB)も例外ではない。

急激な輸入コストの上昇や商品不足への不安が米国の企業や消費者を悩ませる中、新型コロナウイルスのパンデミック(世界的大流行)によるサプライチェーンの混乱の有益な副次的効果のおかげで企業は輸入品のコストや供給の変動に、よりうまく対応できるかもしれない。しかし、関税を巡る不確実性が長引くほど、企業の

適応能力は一段と低下するかもしれない。

こうした背景から、FRBのパウエル議長は先週、トランプ政権の貿易政策がどのように展開するかを見極めるため、FRBの政策を当面、維持すると述べた。貿易政策が1日ごとに、場合によっては1時間

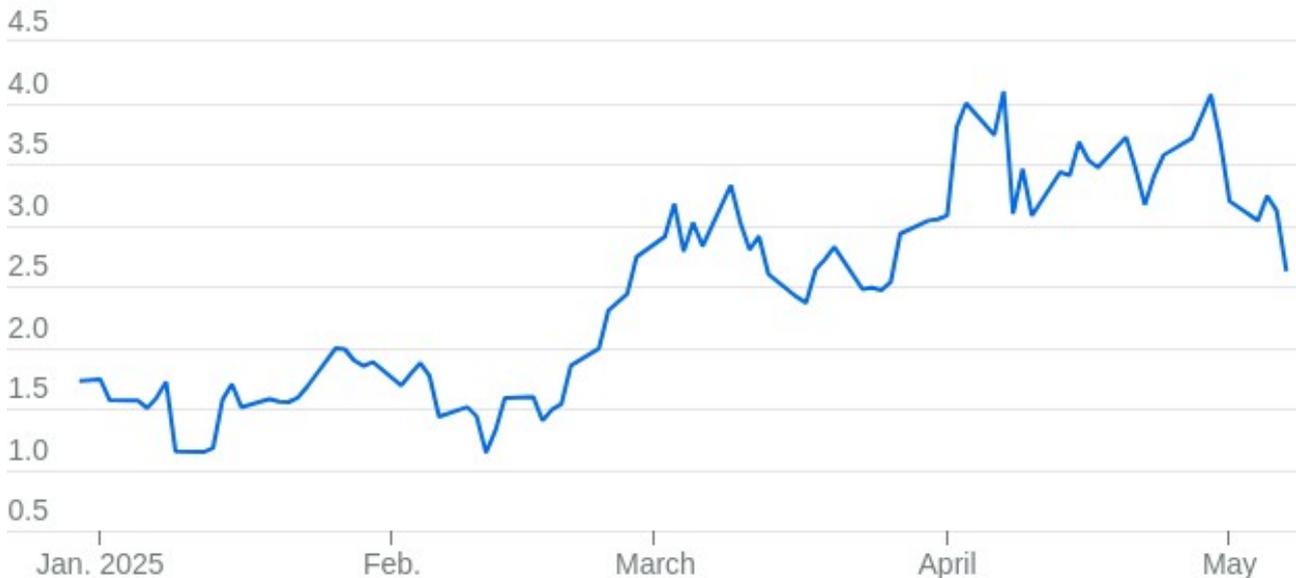
ごとに変化することを考えると、FRBにできることは待つことだけである（パウエル氏は7日の記者会見で「待つ」という言葉を20数回使った）。

ハードデータは好調、ソフト指標は弱気

Not So Fast

The federal-funds futures market has taken back some of its anticipated 2025 rate cuts after the Trump administration delayed or reduced its planned tariffs.

Futures market estimates of number of quarter-point rate cuts by year-end 2025



Source: Bloomberg

金融市場は明らかに、4月2日の「解放の日」の政権による関税計画の公表後、最悪の事態には陥らないかもしれないとの仮定を置くようになってきている。その一週間後には中国からの輸入品を除いて、相互関税の上乗せ分の適用を90日間「停止」することが発表され、株価が大幅な損失を急速に取り戻す一方、長期の米国債利回りは低下し、ドルは底堅くなった。

現時点では、関税の影響を示すハードデータは見られない。FRBの声明が指摘しているように、関税導入を控えた輸入の急増により第1四半期の経済成長率が落ち込んだものの、「直近の指標は経済活動が順調に拡大し続けていることを示唆する」一方、「労働市場は強固」になっている。

しかし、消費者信頼感などのソフトデータでは、不安の兆候が明らかになっており、先々週末のウォール・ストリート・ジャーナルには関税を米国企業に壊滅的な打撃を与えうる小惑星に例えた記事が掲載された。しかし、経済協力開発機構（OECD）の元エコノミストのロバート・ヒルマン氏はコロナ禍の経済モデルを更新し、「戦時」下における喫緊の課題がイノベーションに拍車をかけることを発見した。ヒルマン氏はリンクトインのブログで、「リワイヤリング（配線のやり直し）」が経済を安定させる方向に働く可能性がある」と述べた。しかし、不確実性が長引けば長引くほど、サプライチェーンの再構築が救いとなる可能性は低くなると付け加えている。

これらの不確実性を解消することが、関税による打撃を和らげる鍵となるだろう。トランプ大統領は8日に英国との貿易交渉が合意に至ったと華々しく発表した。英国からの全ての輸入品には10%の課税

が適用されるが、鉄鋼や自動車に対しては提示されていた、それぞれ25%と27.5%の関税が免除される。

米英合意が持つ意義は限定的であり、米国が英国との間で約120億ドルの貿易黒字を計上していることを考えれば明らかだ。しかし、この合意は他の諸国との取引の枠組みを示唆した。ゴールドマン・サックスのチーフエコノミストであるヤン・ハチウス氏はレポートで、トランプ政権は特に中国からの輸入品に対する最も厳しい関税をある程度緩和する方向に進んでいるようだとの見解を示した。ハチウス氏は結果的に、米国が課す関税は提示された「懲罰的な」145%から、約60%という「単に高い」水準に引き下げられるとみている。その点についてトランプ氏は9日、自身のSNSで「中国に対しては80%が適切に思える」と投稿しており、物事はその方向に進む可能性がある。

その目標に向け、ベセント財務長官と米通商代表部（USTR）のグリア代表は10日から2日間の日程で、中国の貿易政策を統括する何立峰副首相と会談する。これは、世界の2大経済大国による貿易戦争の緊張が和らぐ、最初の兆しになるかもしれない。

懸念は消費抑制と解雇

キャピタル・エコノミクスのチーフ・グローバル・エコノミストであるジェニファー・マキューン氏によれば、これまでのところ、米国による関税の影響はセンチメントだけに表れている。しかし、米国の消費者は関税の影響を回避するために支出した後、消費を手控える公算が大きい。マキューン氏は8日のレポートで、より大きなリスクは、企業の利益が圧迫され始めると一時解雇が起きることにあるとした。ただし、4月の好調な雇用統計や、新規失業保険申請件数がわずかな増加の後に直近週に減少したことが示すように、これまでのところ、そうした動きは表れていない。マキューン氏は「重要な点は、最近の公表データを受けて、貿易戦争は世界的な経済成長を鈍化させるが、脱線させることはないという当社の見解に現時点で変わりはないことである」と指摘した。

エバコアISIの資本市場アナリストであるスタン・シプリー氏は、ソフト指標が示す認識と市場ベースの指標との間に、明確なずれがもう一つあることを指摘する。エバコアISIによる企業を対象にした独自調査では、消費者調査にも見られる懸念が示されている。しかし、シプリー氏は景気に敏感なハイイールド債市場では米国債に対するクレジット・スプレッドが歴史的な低水準にとどまっており、懸念を裏付けていないことに注目する。

景気悪化の兆候がほとんど見られず、インフレが「やや高め」の水準にとどまる中、FRBは行動を起こすのではなく、立ち止まることを適切に決定した。市場は解放の日の後の混乱から回復したほか、年末までのFRBの利下げ回数の織り込みを減少させた。フェデラルファンド（FF）金利先物市場が織り込むFRBによる政策金利の0.25%の利下げ回数は、これまでの最大4回から2~3回に減少している。

最新の連邦公開市場委員会（FOMC）の四半期ごとの経済見通し（SEP）では、年末時点の政策金利の中央値は3.9%となっており、現在のFF金利の誘導目標である4.25~4.50%から0.25%の利下げが2回行われると予想している。ただし、これは関税発表の約2週間前の3月19日に設定されたものだ。

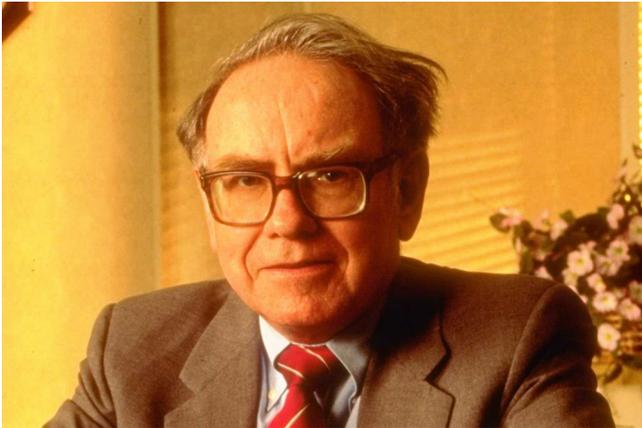
その後、多くの変化があったが、今後数カ月で何が起きるか分からない。できるのは、ただ待つことである。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

9. バフェット氏と変革者たちをつなぐ見えざる糸 The Secret Thread Between Warren Buffett and Other Game Changers バンガード創業者と投資の神様の共通点とは

[コラム]

今年の手数料自由化から50年



Rob Kinmonth/Getty Images

今年の5月は、予想されていたことも思いがけなかったことも含めて、ほぼ毎日のように節目となる出来事が起き、意義深い月として幕を開けた。新鮮なのは、そうした出来事の多くがワシントン発ではない点だ。代わりに注目されたのは、既存の秩序を打破し、自らの道を切り開き、時には庶民の味方となってきた、スケールの大きなカリスマ的ビジネスリーダーたちの物語である。

最初の「花火」は、ウォーレン・バフェット氏による突然の引退表明だ。バリュー投資に特化

したヘッジファンド、バウポスト・グループの最高経営責任者（CEO）兼ポートフォリオマネジャーのセス・クラマン氏は「次のウォーレンなどいない。バフェット氏は、どんな状況でも辛抱強く保有し続けること、そしてアメリカは投資先として素晴らしい場所であることを、人々に思い起こさせてくれる存在だった」と語る。

ところで、今年の「メーデー」50周年を祝うのを忘れてはいなかっただろうか。ここで言うメーデーとは、1975年5月1日にニューヨーク証券取引所がブローカーの取引手数料を自由化したことを指す。当時、伝統的な証券会社は「破局」が来ると予測していた。フェアフィールド大学の白書によると、「モルガン・スタンレー<MS>の会長で元海軍中尉のロバート・ボールドウィン氏が、差し迫る規制緩和をメーデー（国際的な遭難信号）と呼んだ」ことから、その呼び名が定着した（詳細はクリス・ウェルズ著『The Last Days of the Club』参照）。

恩恵を受けたチャールズ・シュワブ

メーデーは、モルガンのような巨大企業を即座に沈めたわけではないが、大きな衝撃を与えた。同時に、この規制緩和は、当時は無名の会社にすぎなかったチャールズ・シュワブ<SCHW>を成長させ、リテール投資家向けビジネスが大成功するきっかけにもなった。最近、創業者のチャールズ・シュワブ氏は、現在約10兆ドルの資産を保有する自社の起源について、「あの年の5月1日は魔法のような日だった。ビジネスを民主化し、誰にでも門戸を開いたのだ。100ドルあれば参加できるようになった」と短編映画の中で振り返っている。

50年前、シュワブ氏は自分のことを親戚や友人に投資を懇願する「嫌われ者」と表現していた。それに応じなかった人たちは「後で後悔することになった」と笑みを交えながら語った。現在、シュワブ

氏は同社の第2位株主で、発行済み株式の5.8%を保有し、その資産価値は約89億ドルに上る。

では、チャールズ・シュワブの筆頭株主は誰か。驚くほどのことではないが、インデックスファンドの巨人であり競合でもあるバンガード・グループだ。偶然なことに、バンガードも5月1日に創業50周年を迎えた。バンガードはジャック・ボーグル氏が築き上げた企業であり、ボーグル氏は投資業界のもう一人の巨人だ。ボーグル氏は2019年に89歳で亡くなったが、インデックス投資を広めただけでなく、今や保有資産10兆ドルを誇るバンガードの創始者でもある。インデックス投資に関するボーグル氏の名言には、「干し草の山の中から1本の針を見つけ出そうとするな。干し草の山ごと買え」、「何かしようとするな。ただ、そこに立っている」がある。

インデックス投資に注力したことに加え、ボーグル氏のもう一つの天才的なアイデアは、バンガードを投資家による所有構造としたことだ。地域の生協のようなもので、利益を追求せず、代わりに稼いだお金を事業に再投資し、手数料を引き下げることによって、他の運用会社も追随せざる得なくなった。ある分析によると、この「バンガード効果」によって投資家は1兆ドルを超えるコストを節約できたと試算されている。

筆者は1991年に初めてボーグル氏に会った。当時のバンガードの運用資産は800億ドルで、すでに巨人になったと筆者は思っていた。ところが、それはまだほんの始まりだった。もっとも、ボーグル氏の「私の会社のマーケティング戦略は、株主にとって最良の条件を提供することだ。それがうまく機能している」との言葉がそのヒントだったのかもしれない。シュワブ氏と同様、ボーグル氏もまた、一般の個人投資家を助けながら素晴らしいビジネスを築き上げた。

バフェット氏はボーグル氏の大ファンであり、ボーグル氏もまたバフェット氏を高く評価していた。ボーグル氏がバフェット氏の投資手腕と「正しいやり方」でビジネスを行っていることに賛辞を贈る一方、バフェット氏はある年のパークシャー・ハサウェイ<BRK.A><BRK.B>の年次総会でボーグル氏に言及したほか、ボーグル氏に関する文章も残している。

ボーグル氏とバフェット氏がこれほど意気投合したのは奇妙に思えるかもしれない。両氏が提唱し実践したことは、正反対にも見えるからだ。ボーグル氏は個別銘柄を選別してもうまくいかないと言い、バフェット氏はそれを実践し、実際にうまくいった。筆者は、ボーグル氏がバフェット氏を「例外が原則を証明する」典型的な例外だと考えていただろうと推測するが、バフェット氏とボーグル氏には少なくとも一つの共通の誘因、あるいは懸念していたことがある。それは手数料だ。

バフェット氏は2016年のパークシャーの年次報告書で、「何十年もの間、ジャックは投資家に超低コストのインデックスファンドに投資するよう促してきた。ジャックは何百万人もの投資家が、そうしなければ得られなかっただろう、はるかに優れたリターンを蓄財で実現する手助けをしたという満足感を得ている。ジャックは投資家にとっても私にとってもヒーローだ。長年にわたり、私はしばしば投資のアドバイスを求められてきた。私がいつも推奨しているのは、低コストのS&P500指数のインデックスファンドだった。ありがたいことに、わずかな資産しか持たない私の友人らは、たいいてい私の提案に従ってくれた。しかし、大金持ちの個人、機関投資家、年金基金は、私が同じようなアドバイスをしても、誰もそれに従わなかったと思う。それどころか、これらの投資家は私の考えに丁重に感謝しながらも、高額な手数料を取るマネジャーの甘美な誘惑に耳を傾けに行ってしまうのだ」と書いている。

■ バフェットCEOの退任に聞こえる声

バフェット氏といえば、5月最大の出来事に戻ろう。それは、年末にCEOを退任するというバークシャーの株主総会での発表だ。マンガー・ツールズ&オルソン法律事務所のパートナー（故チャーリー・マンガー氏もその一人）であるロン・オルソン氏は筆者に、「このタイミングは、ウォーレンらしいサプライズだった」と語った。オルソン氏も今年、28年務めたバークシャーの取締役を退任したため、今回の株主総会はオルソン氏にとっても重要なものだった。オルソン氏は、バフェット氏にとってほとんど腹心のような存在であった。

オルソン氏は、「ウォーレンは常に株主を非常に尊重し、最初からその行動は一貫している。株主総会で発表したのも、まさにその一環だと思った。冷たい公式発表で知るのではなく、何十年もバークシャーやウォーレンとともに歩んできた多くの株主が、その瞬間に立ち会えたのだから」と言う。

バフェット氏という人物を単純に要約しようとするのは簡単ではない。なぜなら、恐らくこの人物を特徴づける最も際立った点は、バフェット氏が単純でありながら複雑でもあるということからだ。パウポストのクラーマン氏は、「ウォーレンを特別な存在にした10の要素について考えると、次々と新しい要素が出てくる。ユニークなのは、恐らくその組み合わせだろう。バフェット氏は経営者であり、また生まれながらの才能を持った優れた投資家でもあった。バフェット氏の株主へのレターには、金融に関する真珠のような知恵、歴史的な引用、ジョーク、そして他では得られない明晰（めいせき）な思考が盛り込まれ、それは皆のレベルを引き上げた。そしてバフェット氏には愛国心があった」と述べた。

クラーマン氏はさらに、「バフェット氏はまた、ぜいたくな生活を送るために事業を行ったわけではない。バフェット氏はバークシャーのオーナーであるにもかかわらず、ネットジェット（バークシャーの子会社が提供するプライベートジェットサービス）に乗ることにさえ罪悪感を覚えていた。バフェット氏が実際に自分のお金でしたことは、それを寄付することだけだ。ある意味、バフェット氏は株を買うことを大衆化した。人々はそれをまねし、そして中にはバフェット氏のようにお金を寄付したいと思う人もいた。そして、他の富裕層にも慈善活動をしてもらうために『ギビング・プレッジ』を設立し、国際的に展開した。バフェット氏はただ模範を示すことで生きてきた、本当に良い模範だ」と続けた。

■ 今年5月は偉大な指導者に思いをはせるとき

バークシャー・ハサウェイの小型版とも言える持ち株会社マーケル・グループ<MKL>のCEOで、バークシャーの株主総会に1991年から毎年欠かさず出席しているトム・ゲイナー氏の脳裏には、スポーツの例えが浮かぶ。ゲイナー氏は、「バフェット氏は60年間通算で、2桁の複利リターンを達成した。それは破られることのない記録だと思う。カリフォルニア大学ロサンゼルス校（UCLA）でジョン・ウッドエンコーチが全米大学体育協会（NCAA）のバスケットボール選手権で10回優勝したようなものだ。記録を破れないかもしれないが、だからといって他のコーチが挑戦できないという意味ではない。バフェット氏も同じだ。われわれもバフェット氏から学び続けるべきだ。合理性を受け入れ、長期的な時間軸で行動すること。私にとって、それは確かに進むべき道だ」と語った。

バスケットボールの世界でも、米プロバスケットボール協会（NBA）の名ヘッドコーチで、サンアントニオ・スパーズを30年近く率いたグレッグ・ポポビッチ氏が、バフェット氏と同じ週に退任を表明

した。

バスケットボールの世界もビジネスの世界と同じように、指導者の大半は平凡かそれ以下だ。何十年にもわたって本当に卓越した存在はほんの一握りだ。今年の5月は、そのような特別な人たちが、どれほど特別な存在であったかを考えるときだ。

By Andy Serwer
(Source: Dow Jones)

10. 下落する原油相場、50ドルが次の節目か

[経済関連スケジュール]

Oil at \$50? The High Cost of Cheap Crude.

需給問題が原油価格に下押し圧力

コスト削減と生産調整でも回復兆候は限定的

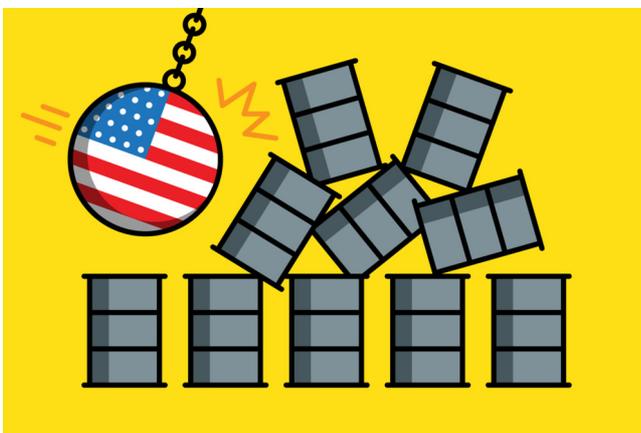


Illustration by Elias Stein

原油価格の下落が続いており、投資家の心理は弱気に傾いている。しかし、投資家はそれほど弱気ではないのかもしれない。米国の代表的な原油指標であるウェスト・テキサス・インターミディエート（WTI）は、9日金曜日にかけて一時1バレル当たり61ドルに上昇したが、1月に付けた高値の78ドルにはなお遠い水準だ。RBCキャピタル・マーケットのストラテジスト、ブライアン・ライゼン氏は、「現在の下落基調が続けば、WTI原油は1バレル当たり50ドル近辺が次の重要な節目となる可能性が高い」と指摘している。

原油安の背景には、需給問題がある。石油輸出国機構（OPEC）加盟国とその協調産油国は、想定を上回るペースで供給量を増やしており、3月から6月にかけて日量ベースでおよそ100万バレルの増産が見込まれている。OPECは米国などの競合する産油国から市場シェアを奪い返すことを狙っており、そのためであれば価格の下落もいとわない構えを見せている。一方、需要は、追加の供給分を吸収するほどの急速なペースでは回復していない。J.P.モルガン<JPM>によると、4月の世界の原油需要は前年同月比で横ばいにとどまった。

つまり、現在の市況低迷には容易な打開策が見当たらないということだ。他の多くの業種が直面している需要減少は、ほとんど関税に起因するもので、それは政策次第で将来的に改善される余地がある。しかし、エネルギー産業は引き続き過剰供給の問題に向き合うことになる。強気のエネルギー投資家たちは、米国の原油生産業者が掘削活動を抑制し、生産量が減少することで需給が引き締まり、原油価格が持ち直す展開を期待している。だが、現時点ではその兆候はごく限られたものにとどまる。

1バレル当たり50ドルの水準であっても、大半の企業は既存油井で収益を確保できる。しかし、原油価格が低迷する中、企業は株価対策としての自社株買いなどの株主還元策への支出を抑制し、また新たな

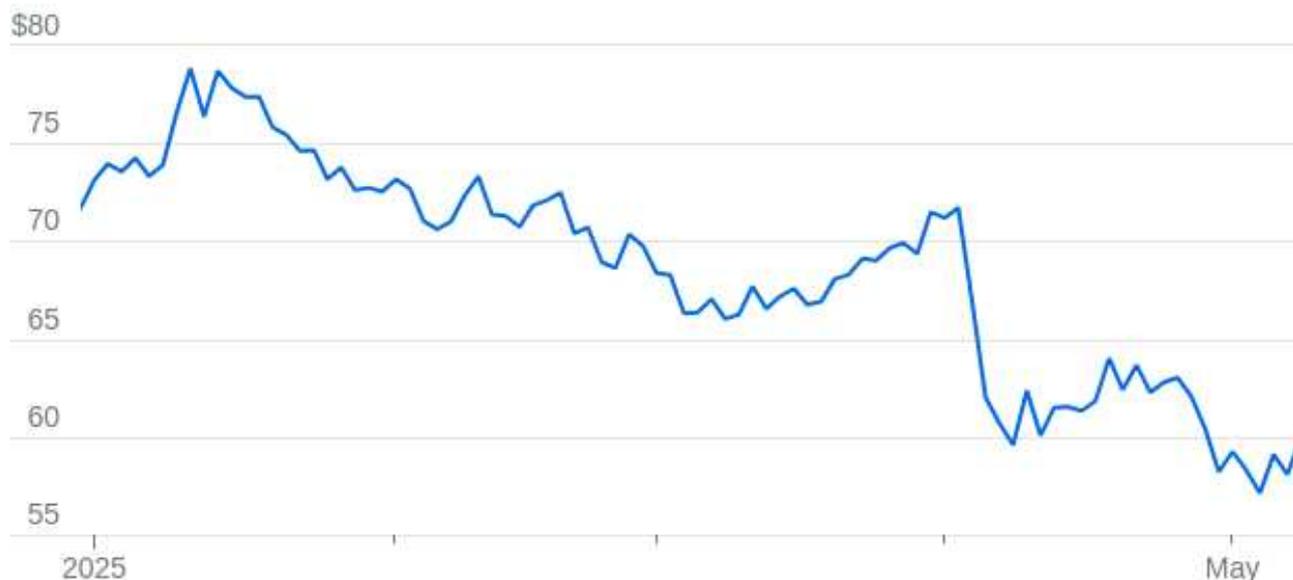
な油井を採算の合う水準で掘削できる企業はごくわずかにとどまるだろう。アナリストによる業績見通しは既に下方修正されてきたものの、まだ下振れる余地があるかもしれない。

■ 先週の出来事

The Big Squeeze

Since the year began, oil prices have been hit by tariff uncertainties and, just recently, increased production.

West Texas Intermediate continuous-contract oil prices, 2025 YTD



Source: FactSet

市場動向

原油市場では5日、OPEC加盟国と非加盟の主要生産国で構成されるOPEC+（プラス）の増産を受けて、ブレント原油価格が4年ぶりの安値まで下落した。為替市場では、アジア通貨が上昇する中で、特に台湾ドルの急伸が目立ち、ドルは軟調に推移した。トランプ大統領はたびたび米連邦準備制度理事会（FRB）に利下げを要求しているが、FRBは予想通り政策金利を据え置き、リスクの高まりに対する警戒感を示した。株式市場は当初下落して始まったが、その後、米中協議と米英貿易合意の枠組みに関する報道を受けて上昇した。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は0.2%、S&P500指数は0.5%、ナスダック総合指数は0.3%それぞれ下落した。

企業動向

著名投資家ウォーレン・バフェット氏（94歳）は、年末をもってバークシャー・ハサウェイ<BRK.B>の最高経営責任者（CEO）を退任する意向を明らかにし、後任のCEOにグレッグ・エイベル副会長を指名した。トランプ大統領は、外国製映画に100%の関税を課す方針を打ち出したが詳細ははっきりしていない。政府はハーバード大学に対する連邦レベルの研究助成金の支給を打ち切った。チャットGPTを展開するオープンAIは、営利企業化の計画を後退させた。自動車大手フォード・モーター<F>は業績見通しを撤回し、関税の影響により15億ドルの利益減少が見込まれると警告した。合わせて値上げにも踏み切った。玩具（がんぐ）メーカーのマテル<MAT>は、生産拠点を中国から移転させる動きを加速させるとともに、値上げする計画を明らかにした。メディア娯楽大手ウォルト・ディズニー<DIS>が、アラブ首長国連邦の首都アブダビに新たなテーマパークを建設する計画を発表した。

M&A (合併・買収) など

Down Is Up

Falling oil stocks have put pressure on producers to reduce costs and output.



Source: FactSet

- ・米国フードデリバリー大手のドアダッシュ<DASH>は、英国の同業デリバラー<ROO>を39億ドルの現金で買収することで合意した。
- ・ブルームバーグ通信は、オープンAIがAI支援型のプログラミングツール「ウィンズサーフ (Windsurf)」を30億ドルで買収する交渉を進めていると報じた。
- ・投資会社3Gキャピタルは、米スポーツシューズ大手スケッチャーズUSA<SKX>を94億ドルで買収する方針を明らかにした。
- ・米ドラッグストアチェーンのライト・エイドは連邦破産法11条の適用を申請し、資産売却による清算手続きを開始した。
- ・石油製品販売のスノコ<SUN>は、カナダの燃料流通大手パークランド<PKI>を91億ドルで買収すると発表した。

今週の予定

5月12日 (月)

S&P500指数構成企業のうち450社超が2025年1~3月期決算を発表済み。そのうち約80%の企業は1株当たり利益 (EPS) が市場予想を上回り、約60%は売上高も予想を超える内容になった。

週明けの12日、商業用不動産の自社管理型REITサイモン・プロパティ・グループ<SPG>が決算発表、14日にネットワーク機器大手のシスコシステムズ<CSCO>、15日に半導体製造装置メーカーのアプライドマテリアルズ<AMAT>、農業・建設機械のディア<DE>、小売り大手のウォルマート<WMT>が続く。

5月13日 (火)

米労働省労働統計局が4月の消費者物価指数（CPI）を発表する。エコノミスト予想のコンセンサスは前年同月比2.4%上昇で、変動の大きい食品とエネルギーを除いたコアCPIは2.8%の上昇となっている。いずれも3月と同水準となる見通し。なお3月のコアCPIの前年同月比上昇率は、4年ぶりの低水準だった。

5月15日（木）

国勢調査局（商務省）が4月の小売売上高を発表する。市場では、前月比で横ばいとの見方が大勢を占めている。3月は1.5%の大幅増だった。

5月16日（金）

ミシガン大学が5月の消費者景況感指数を発表する。4月の指数は52.2で、2022年7月以来の低水準となった一方で、1年先のインフレ期待は6.5%と、1981年以来の高さだった。

統計と数字

76%：米国の航空管制システム138カ所のうち、老朽化または維持管理が困難と判断されたシステムの割合。

1900社：航空・宇宙関連大手ロッキード・マーチン<LMT>が製造する新型戦闘機F-35のサプライヤー数。サプライヤーは12カ国にまたがる。

31%：内国歳入庁（IRS）の監査官のうち、早期退職や解雇で職を離れた割合。

68%：2021年から2024年のロシアと中国の貿易額の伸び率。昨年は過去最高の2450億ドルに達した。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

『バロンズ・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

時事通信社

編集人

川田 重信（かわた しげのぶ）

大和証券入社後1986年から米国株式を中心に外国株式の営業活動に従事。ペインウェバー（現UBS）証券を経て2000年にエグゼトラストを設立。神戸大学経営学部卒業 米国ロチェスター大学MBA。

『バロンズ・ダイジェスト』 2025/05/11

THIS WEEK'S MAGAZINE

発行 : Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信 : 時事通信社

編集

THIS WEEK'S MAGAZINE : エグゼトラスト

TODAY'S MAGAZINE : 時事通信社

お問い合わせ先（法人・個人の購読契約者様） : barrons@grp.jiji.co.jp

（ネット証券様の会員サイトで閲覧されているお客様は、ご契約先のネット証券様へお問い合わせください）

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

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

※図・表・データの無断使用を禁止します。

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

Copyright © 2025 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます