

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/05/25

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 不透明感が高まる市場環境で、退職後のポートフォリオを守る方法 - Market Anxiety Is Running High. How to Secure Your Retirement Portfolio. [フィーチャー]
P.1
自分がコントロールできるものに集中すべし
2. 住宅価格は下落しても買い手の動きは鈍い—何が状況を動かすのか? - Home Sellers Are Dropping Prices, but Buyers Aren't Budging. What Could Change That. [フィーチャー]
P.5
住宅市場は長らく続いた売り手市場から買い手市場へと大きく転換
3. AIは米国の財政赤字からの脱却の救世主になるか - America Needs an AI Boom to Grow Out of Our Debt Problem. There Is No Guarantee. [フィーチャー]
P.8
より重要なのは財政赤字のコントロール
4. 株価が下落した時に誰を責める? - Who's to Blame for the Market Drop? We Are, Alas [コラム]
P.10
最悪のシナリオを想定して対策を立てるべきだ
5. 長期金利の上昇は株式市場には悪材料だ - The Rise in Long-Term Interest Rates Is Bad News for Stocks [経済政策]
P.12
米国の財政状況は「時限爆弾」のようなもの
6. 財政赤字とインフレにいら立つ必要はない - Rattled by Deficits and Inflation? Think Short-Term and High-Yield. [投資戦略]
P.15
短期国債とハイイールド債に注目
7. グーグルがAI検索サービス「AIモード」を発表 - Google Struck Gold With Search. Now It's Time to Move On [ハイテク]
P.17
検索サービスのパラダイムシフトを目指すべき
8. 反発してきた株式市場は燃料切れ - The Stock Market Ran Out of Juice. [米国株式市場]
P.19
懸念を払拭する可能性のある好材料は何か
9. さえないパフォーマンスのヘルスケアセクターの注目銘柄 - Healthcare Stocks Are So Bad, They're Good. What to Buy Now. [コラム]
P.21
ギリアド・サイエンシズに注目
10. プラチナに光明差すも、覇者はなお金 - Platinum Gets a Glimmer of Hope. But Gold Still Rules. [経済関連スケジュール]
P.23
プラチナに復活の兆し、供給制約と代替投資需要が後押しか

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

※当誌は、情報提供を目的としたものであり、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. 不透明感が高まる市場環境で、退職後のポートフォリオを守る方法 Market Anxiety Is Running High. How to Secure Your Retirement Portfolio. 自分がコントロールできるものに集中すべし

[フィーチャー]

かつてないほど不透明な市場



Illustration by Juanjo Gasull

退職後のライフプランニングは常に未来予想を伴う。しかし、現時点での見通しはかつてないほど不透明に思える。

株式市場は、4月2日にトランプ大統領が相互関税を発表したことによる約20%の下落分を取り戻した。しかし、相場の乱高下の原因となった政策の不透明感が残っている。さらに、世界における米国の役割がどのように変化し、それが投資家にとってどんな意味を持つか、という大きな疑問もある。

退職後の計画を立てるには、幾つかの想定が必要だ。例えば、自分がいつまで生きるのか、市場のリターンやインフレ率はどの程度か、政策上の意思決定が自分の家計にどう影響するのか、といった想定である。現在、考えられる想定幅は、少なくとも過去数十年で最も広いように思われる。

新たなニュースの一つ一つに反応しそうになる投資家は、ある程度自制することが望ましい。認定ファイナンシャルプランナーで、シュナイダー・ウェルス・ストラテジーズの創業者であるデービッド・シュナイダー氏は「自分のポートフォリオをグローバルマクロ・ヘッジファンドのように扱うべきではない」と語る。

より大きな問題は、ポートフォリオをどのように構築するかということだ。今後数十年働く予定の人は、比較的強気な姿勢を取ることができる。つまり、株式などのボラティリティー（変動率）が大きな資産の割合を増やせる。既に退職した人や、退職に近づいている人は、安定やインカム収入をより必要とするだろう。

寿命の見積もりは短か過ぎる傾向

トランプ政権が世界経済を揺るがす前から、投資会社は今後10年間の見通しを下方修正していた。株式のバリュエーションが割高に見える中、2023年や2024年のような20%超のリターンが続く可能性は低かったからだ。1月にモーニングスターが投資会社の予測をまとめた結果によると、今後10年間の米国株のリターンは3.4～6.7%、米国債券のリターンは3.7～5.3%と予想されていた。

現在の大きな論点は、トランプ大統領によってこの数字がひっくり返されてしまったのかどうかだ。貿易戦争は経済成長率の低下と商品のインフレ圧力につながると予想される。さらに、「米国例外主義」の終わりを巡る不安感がある。米国例外主義は、米国は最高の投資先であるという考え方を指し、株価の上昇と債券利回りの低下をけん引してきた。

また、格付け大手ムーディーズの格下げを受けて米国はAAAの信用格付けを失い、市場に懸念が戻ってきている。30年物米国債利回りは5%超に急上昇し、米国債への投資意欲が低下していることを示している。

強気シナリオは、トランプ大統領が貿易交渉で合意し、米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げによって景気が浮揚し、共和党が財政刺激策としての減税と規制緩和を推し進めるというものだ。そこに人工知能（AI）、国内製造の活発化といった成長要因が加われば、経済は好調を維持し続ける可能性がある。

非常に不透明な見通しの中では、自分がコントロールできるものに集中すべきだ。つまり、家計のバランスシート、定期的な収入の見通し、そして退職後も生活に困らないためのポートフォリオの構築である。ファイナンシャルプランナーは、すべてをまとめて考える助けになる。

多くの人は、自分の寿命、ひいてはお金が必要になる期間を短く見積もる傾向がある。米疾病対策センター（CDC）によると、65歳の男性は平均で83歳、65歳の女性は平均で約86歳まで生きるとされる。65歳の夫婦のどちらかが95歳まで生きる確率は46%だ。

多くの金融機関は、医療の進歩などの要因によって平均寿命が延びることを理由に、投資家は退職後の計画を数年延長すべきだと強く主張している。JPモルガン・アセット・マネジメントのチーフ退職ストラテジストであるマイケル・コンラス氏は、寿命が延びていることから、退職後の計画を35年分考えておく必要があると語る。

最も重要なのは資産配分

ポートフォリオにとって最も重要なのは、株式や債券などの適切な資産配分だろう。配分を決めたら、ファンドや個別銘柄などの内訳を考えていく。アドバイザーは適切な配分を見つける助けになる。バンガードの無料オンラインツール、インベスティング・スタイル・クイズは便利だ。モーニングスター・インベスターのような有料ツールを使用してもよい。

心理的な要因を無視すべきではない。あなたは自分を強気な投資家だと思っているかもしれないが、市場が急落し、ポートフォリオの時価総額が30%減少したら、ハイテク株を保有し過ぎだったのではないかという疑問を抱くだろう。元プロボクサーのマイク・タイソン氏の言葉を借りるなら、「誰でもプランを持っている。顔面にパンチを食らう瞬間までは」だ。

まだ働いている投資家の場合、85%を株式、15%を債券・キャッシュとする積極的な資産配分があり得る。退職まで数十年ある若者は、最大で90%を株式とする場合もある。

MFAウェルスのシニアバイスプレジデントであるグレッグ・デュークス氏は、リスク許容度が高く、投資期間が長い投資家であれば、ハイテク株の割合を増やすのもいいだろうと語る。デュークス氏は、AIがこの先何年も市場の成長をけん引し続けると考えるなら、バンガード情報技術上場投資信託（ETF）＜VGT＞などのETFを取り入れるとよいと言う。

一般的で適度な配分は、株式が60%、債券が40%だ。より保守的な配分では債券の割合を高め、株式を30%、債券を70%とする。退職者にとって積極的な資産配分が適切であることはมาแล้ว。ただし、

年金で出費の大部分をカバーできる投資家や、株式の一時的な含み損を許容できる投資家は例外かもしれない。

デュークス氏によると、退職した投資家がグロース株を保有するのに適しているのは、税引き後ロス個人退職勘定（IRA）口座だ。税金は資金拠出時に前払いされ、値上がり分には課税されない。その後の人生で資金が必要にならなかった場合でも、資産を非課税で相続できる素晴らしい手段になる。

ほとんどのアクティブ運用ファンドは回避し、インデックスファンドにこだわるべきだ。多くの研究は、長期的にみると、リターン（特に税引き後）がベンチマークを上回るファンドが非常に少ないことを明らかにしている。

インデックスファンドはその性質上、税効率が高い。保有銘柄を取引することがほとんどないため、キャピタルゲインは最小限にとどまり、配当からインカム収入を得られる。

マザー・グループのシニアマネジングディレクター兼株式責任者のアダム・レッカー氏は、低コストのインデックスファンドは数多く存在するため、高い手数料を払うならそれなりの理由が必要だと指摘する。最近の調査によると、確定拠出年金（401k）に年間1万ドルを拠出する労働者が1%の手数料を支払う場合、手数料が0%の口座と比較すると、35年間で22万2000ドルの損失になる。

分散投資で海外に目を向けよ

近年、分散投資の見返りはわずかだった。S&P500指数と、マグニフィセント・セブン（M7）の巨大ハイテク銘柄がすべてだった。しかし、状況は変わりつつある。今年、海外株は米国株をアウトパフォームしており、M7はもはやスーパースターではない。

米ドルは主要通貨のバスケットに対して年初来で6%下落している。ゴールドマン・サックスのストラテジストは、5月中旬時点で欧州株が年初来で10%、ドル建てで18%上昇していることを指摘し、ドル安が続くならば分散投資の魅力は高まると述べている。

ノーザン・トラスト・ウェルス・マネジメントのケイティー・ニクソン最高投資責任者（CIO）は、5月上旬に米国株のポジションをオーバーウエートから中立に引き下げた。ニクソン氏は、米国株の保有割合をMSCIオール・カンントリー・ワールド指数（ACWI）と同等の64%程度とすることを推奨している。

これは米国株へのエクスポージャーが小さ過ぎるように思えるかもしれないが、iシェアーズMSCI ACWI ETF<ACWI>などのETFは依然として米国ハイテク株の保有割合が非常に高い。海外へのエクスポージャーを少し追加することは、米国例外主義の後退に対する保険を買うようなものだが、それでも米国の成長企業から利益を得る余地は十分に残っている。

多くのアドバイザーは、株式ポートフォリオの4分の1から3分の1を米国以外の株式に投資することを勧める。収益性が高く、債務比率が低いクオリティ株に注目してはどうだろうか。例えば、iシェアーズMSCIインターナショナル・クオリティ・ファクターETF<IQLT>は、オランダの半導体製造装置メーカーのASMLホールディング<ASML>、欧州食品大手ネスレ<NSRGY>、ドイツの保険大手アリアンツ<ALV>、英国の石油大手シェル<SHEL.英国>などの先進国株式を保有している。10年

間の年率リターンは6.6%で、iシェアーズMSCI ACWI（除く米国）ETF<ACWX>の5%を上回る。

分散投資は心理的な助けにもなる。少なくとも一部の保有銘柄が黒字なら、パニックに陥って資産を売る可能性が低くなる。例えば、金は年初来で約25%上昇している。多くのアドバイザーはポートフォリオの約5%を金で保有することを推奨している。SPDRゴールド・シェアーズETF<GLD>などのETFは便利で流動性も高い。

株式と債券の割合を60対40とする典型的なポートフォリオにはファンが多いが、リターンの相関を低くするために、オルタナティブ資産を加えることを勧めるアドバイザーも増えている。例えば、アリスト・ウェルス・マネジメントのマネジングパートナー、デービッド・マキニス氏は、株式、債券、オルタナティブ資産の割合を60対30対10とすることを提唱している。オルタナティブ資産の例としては、AQRスタイル・プレミア・オルタナティブ・ファンド<QSPNX>やブラックロック・システムミック・マルチストラテジー・ファンド<BAMBX>を挙げる。ただし、これらのファンドは、株式が低迷している間はよく持ちこたえるかもしれないが、長期リターンは米国株に遠く及ばない。

■ キャッシュは適度に保有すべし

不確実性が大きいときは、キャッシュに逃避したくなる。しかし、市場から逃げたいという誘惑に負けてはいけない。キャッシュは下落相場でポートフォリオを守るのには役立つかもしれないが、反騰時に多額のキャッシュを抱えていたら後悔するだろう。市場の反発は非常に素早いので、タイミングが悪いと損をする可能性が高い。

キャッシュはどの程度保有すべきなのか。ほとんどのアドバイザーは、退職者が少なくともポートフォリオの1年分の取り崩し額をキャッシュで保有することを勧める。これは社会保障給付や年金などのインカムを考慮した上で、支出を賄うために引き出す必要がある金額だ。

現在のキャッシュにとってのプラス材料の一つは、キャッシュを保有する機会コストが減少していることだ。高利回りの貯蓄預金とマネーマーケットファンド（MMF）の利回りは4%で、キャッシュをクッションとして保有することによる損失は乏しいだろう。シュナイダー氏は「（キャッシュは）自分が安心して眠るために十分な金額を保有すべきだ」と語る。シュナイダー氏は通常、退職した顧客の場合、生活費の3～5年分をキャッシュや高格付けの債券での保有としている。

キャッシュの代替商品は、キャッシュよりも利回りが若干高く、今後5年間の取り崩しや支出を補うことができる。JPモルガン・リミテッド・デュレーション・ボンドETF<JPLD>や、iシェアーズ米ドル建て社債1-5年ETF<IGSB>などの短期債ETFが投資先として考えられる。

物価連動国債（TIPS）で、インフレの影響をある程度緩和するという手もある。アプタス・キャピタル・アドバイザーズの投資ストラテジスト、ブライアン・ジェイコブス氏によると、TIPSの実質利回りは約2%、ブレイクイーブンインフレ率は2.3%である。インフレ率がそれ以上に上昇した場合、TIPSのリターンは同等の満期の米国債より大きくなる。

ニクソン氏は、株式と債券の割合を60対40にしている投資家は債券ポートフォリオの10～15%をTIPSに充ててもよいと語る。TIPSの税務処理は複雑になる場合があるため、ピムコ1-5年米国TIPS ETF<STPZ>などのETFを利用すれば、簡単にエクスポージャーが得られる。TIPSファンドは、個別にTI

PSを満期まで保有する場合とは異なり、金利が上昇したときに損失を被る可能性がある。バンガード米国短期インフレ連動債ETF<VTIP>などのファンドは、金利リスクの最小化を目指している。

「4%ルール」でポートフォリオを守る

市場をコントロールすることはできないが、自分の出費や、いつまで働くかはある程度コントロールできる。数カ月でも長く働けば、ポートフォリオに対する圧力を緩和することが可能だ。社会保障給付の受給年齢を繰り下げると、受給額は通常退職年齢（1960年以降生まれの場合は67歳）から70歳まで年8%増加する。

退職後は、毎年ポートフォリオの4%を取り崩す（インフレに応じて取り崩し額を増やす）という「4%ルール」を守っていれば、30年後も資産がなくなる可能性は低い。このルールは弱気相場でも有効であることが検証されているが、相場が下落した後の数年間は、インフレに応じて取り崩し額を増やさないようにすると、より安全だ。

ポートフォリオに関しては、状況が不安定になる前に行動することが望ましい。レッカー氏は「不透明な状況でうまくやっていくコツは、第一に事前に計画すること、第二に自分がコントロールできるものをコントロールすることだ」と語る。

By Elizabeth O'Brien
(Source: Dow Jones)

2. 住宅価格は下落しても買い手の動きは鈍い—何が状況を動かすのか？ [フィーチャー] Home Sellers Are Dropping Prices, but Buyers Aren't Budging. What Could Change That. 住宅市場は長らく続いた売り手市場から買い手市場へと大きく転換

住宅価格は高止まりし販売件数は低調



Illustration by Andrea Ucini

今春、売りに出された住宅の数は大幅に増加したものの、価格が依然として大幅に高止まりしているため、買い手の購買意欲は回復していない。地域によっては、景気後退による住宅価格の下落が、こうした状況を変える可能性もある。

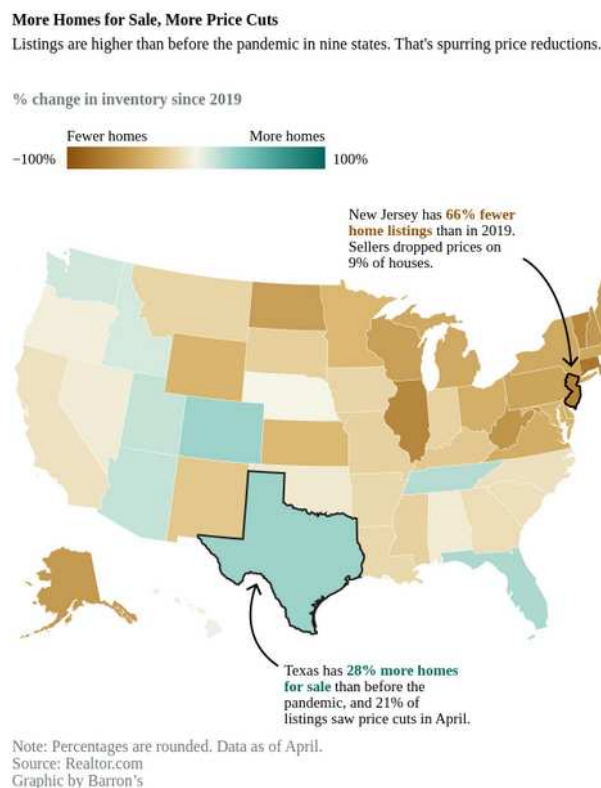
売り手と買い手のギャップの大きさには地域差がある。不動産仲介業リマックスのトッド・ルオン氏によると、テキサス州ダラスでは住宅在庫が「積み上がり始めた」ため、多くの買い手が家探しを中断し、価格の下落を待っていると

いう。一方、住宅売買が活発なニュージャージー州では、モリスタウンを本拠地として住宅ローン金融業と不動産仲介を手掛けるマイケル・リード氏によると、住宅需要は依然として強いものの、かつての市場の熱気を感じられなくなっており、「買い手の住宅への熱は以前より冷めている」と語る。

全米不動産業者協会（NAR）のシニアエコノミスト、ナディア・エヴァンジェルー氏によれば、4月の中古住宅販売件数は、売り出し物件数が前年同月比で5.1%増えたにもかかわらず、同2.4%減少した。これは価格が高過ぎることが要因だとし、「売り出し件数は回復しているが、アフォーダビリティの制約が需要の勢いを抑えている」と分析する。

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）が始まってからの2年半で、住宅価格は約40%上昇した。さらに、住宅ローン金利が数十年ぶりの高水準に達したにもかかわらず、供給不足が価格上昇を後押しした。その後も、ムーディーズ・レーティングスによる米国債の格下げを受けて住宅ローン金利が7%近くまで急上昇するなど、金利の激しい変動が続いたが、住宅価格の下落にはつながらなかった。

住宅市場は売り手市場から買い手市場に変化



住宅市場は売り手にとって不利な方向に動いているが、買い手が完全に優位に立ったわけではない。不動産仲介会社eXpリアルティ<EXPI>の最高経営責任者（CEO）であるレオ・パレハ氏は、売り手は2021年の価格高騰の再来を期待し、買い手は2011年のバブル崩壊の再現を望んでいると語る。どちらの期待も不確実なものだ。先月、全米で売り出された物件の約20%で価格が引き下げられた。物件紹介サイトのRealtor.comによると、これは少なくとも2017年以降の4月としては最大の割合となった。

買い手と売り手の力関係の変化は、値下げという形で住宅市場に浸透しつつある。ここ数年、売り手優位が続いていた住宅市場にとって、これは大きな転換である。住宅市場調査会社ゼルマン・アンド・アソシエイツの上級副社長で共同創業者のアイビー・ゼルマン氏は、「買い手市場に傾きつつある」と語る。

景気後退が起これば、売り手と買い手の関係は一気に変化する可能性がある。米中の貿易協議が進展したことにより、景気後退のリスクは急激に低下し、JPモルガンは景気後退の発生確率を60%から50%未満に引き下げた。米中合意により、最悪の景気後退シナリオは一時的に回避されたが、追加関税による経済への影響は依然として出尽くしてはいない。

政策の変化も、消費者心理に影響を与える可能性がある。ジョン・バーンズ・リサーチ・アンド・コンサルティングのリサーチ・ディレクター、リック・パラシオス氏は今春の住宅購入シーズンについて、住宅市場や住宅ローン金利が絶えず動く中、多くの消費者が「今は待つべき時」と考えていると話す。

住宅価格の見通しは、すでに下落傾向を示している。不動産情報サイトを運営するジロー<Z>は、今年は売り手の数が買い手を上回ること、住宅価格が1.4%下落すると予測している。ペンシルベニア大学ウォートン校の不動産教授、スーザン・ワクター氏は、景気後退が起きない場合、名目住宅価格は横ばいから2%程度上昇する可能性があるとみている。

しかし、景気が後退して失業者が増加した場合、こうした計算は変わってくる。ワクター氏によれば、失業率が1%ポイント上昇するごとに、住宅価格は同じ程度鈍化または下落する。そうなれば、住宅ローン金利は現在の6%超の水準から低下する可能性があるが、それを活用できる買い手が減る可能性もある。

ゼルマン氏は、景気後退が起これば、米国の一部地域では住宅価格が最大10%下落する可能性があると話。下落の程度は、地域の住宅事情によって異なる。ゼルマン氏は「在庫圧力がある市場とない市場の間で、大きな乖離（かいり）が生じるだろう」と説明する。

景気後退は、買い手が待ち望んでいる機会をもたらすかもしれない。フィッチ・レーティングスによれば、全米の住宅価格は11%割高だ。価格の下落は、コロナ禍の期間中に沸騰した住宅価格の「熱気」を取り除くことになるだろう。ダラスでは、2019年末から住宅価格が50%超上昇しているが、リマックスのルオン氏は「価格が本格的に崩れていないため、買い手はまだ動いていない。数年前の価格と比較して、明らかに下がったと感じられるような下落が必要だ」と話す。値下げは増えているものの、1万～1万5000ドル程度の値下げでは、買い手を市場に呼び戻すには不十分だという。

米経済が弱含めば住宅金利の低下も

住宅ローン金利が低下すれば、買い手にとってさらに有利になる可能性がある。住宅ローン金利は2022年9月から6%超の水準が続いており、今後数年間はその水準にとどまるとの予測が多い。しかし、米国経済が弱含めば、より多くの投資家が米国債に資金を移す可能性があり、その場合、10年債の利回りが低下し、住宅ローン金利も下がるだろう。ダウ・ジョーンズ・マーケット・データによれば、過去7回の景気後退のうち6回で、景気後退終了時の住宅ローン金利は景気後退前よりも低下していた。

とはいえ、住宅が簡単に買えるわけではない。特に手頃な価格の住宅を探している買い手にとっては、競争が依然として激しく、供給も少ないからだ。NARのエバンジェルー氏は「たとえ売り出し物件が増えたとしても、出回っている住宅と買い手が実際に購入可能な価格との間には大きな開きがある」と語る。

住宅の購入を考えるなら、自身の雇用に安心感があり、頭金を準備できる状態であることが望ましい。ブライトン・ジョーンズのシニア・リードアドバイザーであるコリー・リードン氏は、売り出し件数が増えている地域で5年以上住むつもりがあれば、「今は購入に適した時期かもしれない」と話す。こうした買い手に対しては、頭金となる資金を高利回りの貯蓄口座やそれに類する手段で保有しておくことを勧めている。リードン氏は、フィディリティやオンライン証券大手のチャールズ・シュワブ<SCHW>のような大手カストディアンによる米国債を裏付けとしたMMF（マネー・マーケット・ファンド）を勧めており、売り出し物件数の動向に注意を払うよう呼び掛けている。

リードン氏は「購入を検討している地域で在庫の増加が見られるのなら、買い手市場への転換が起きつつある非常に良い兆しだ。価格交渉のチャンスがますます広がるだろう」と語る。

By Shaina Mishkin
(Source: Dow Jones)

3. AIは米国の財政赤字からの脱却の救世主になるか

[フィーチャー]

America Needs an AI Boom to Grow Out of Our Debt Problem. There Is No Guarantee.
より重要なのは財政赤字のコントロール

ムーディーズによる米国債格下げに驚きはなし

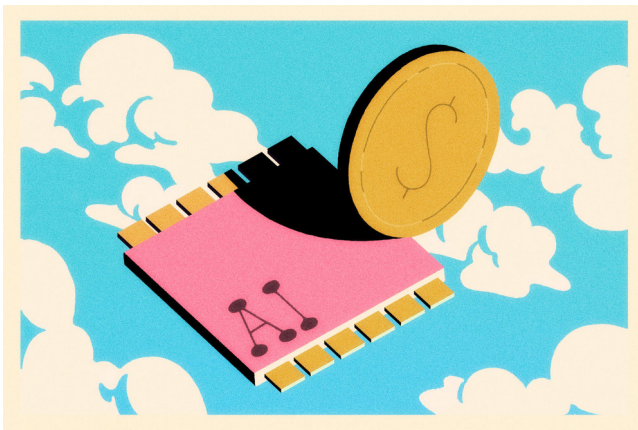


Illustration by Daviher Lored

格付け大手ムーディーズ・レーティングスによる最近の米国債の信用格付け引き下げを受けて、ネガティブなニュースのヘッドラインや市場でサプライズが起きたのはなぜなのか。ムーディーズが格下げの理由として挙げた事実は、既に長年にわたって周知の事実だったはずだ。俗に言うところのゆでガエルのように、米国の高齢化する人口動態および債務水準の拡大に関連する課題は数十年の間、蓄積されてきた。市場は厄介で不確実な財政の見通しに今になってようやく気付いたとでも言うのだろうか。

問題がはっきりしていたとしても、多少の混乱は理解できないこともない。政府の歳入と歳出の mismatches を解消する必要があるが、それが簡単な問題なのか難しい問題なのかは議論の余地があるところだ。米国がたどる可能性の非常に高いシナリオが二つあり、どちらのシナリオをたどるかは不明だ。

一つは、資産運用会社バンガードの筆者のチームの予測によれば、野放図な放漫財政の結果、根強いインフレと高金利の期間が長引く可能性が約40%あり、それは1970年代をやや穏やかにしたのに近い。そのシナリオでは、株式のパフォーマンスは債券を下回り、金利は7%を超えて上昇する。景気が低迷し、数百万人の米国人が貧困に陥る。このシナリオでは、米国10年債の利回り（住宅ローン金利の指標）が9%超となり、現在の水準の2倍に達する可能性が20%あると見込まれる。

もう一つのシナリオでは、テクノロジー、特に人工知能（AI）によって生産性が大幅に改善し、経済が急成長を遂げ、税収の拡大によって逆風の一部が相殺される可能性が50%近くあると予想している。いずれの場合も、安定成長や緩やかなインフレ、金融商品からの安定的なリターンといった現在の状況は終焉（しゅうえん）を迎えるとみられる。

もちろん、これらの可能性予測は確実なものではない。しかし、これはバンガードが数十年におよぶ研究に基づいて開発した独自の計量的フレームワークを使い、2035年まで起こり得る最も確率の高い経済的シナリオの一端を提示している。そこでは、さまざまな要因、具体的にはテクノロジーや人口動態、グローバル化、財政債務などいわゆるメガトレンドが相互に作用する。目標は、投資家が最も可能性の高いシナリオに向けて備える一助になることだ。確率の予測は長期的な見通しに対する考え方を明確にするのに役立ち、今日のニュースの見出しに振り回され、分析不能状態に陥らないようにするためのものだ。

二つのシナリオ

バンガードのフレームワークからは、2030年代は成長のけん引役となるテクノロジーと成長鈍化の要因となる高齢化に伴う赤字支出の綱引きに特徴付けられることが示唆される。二つの可能性の高いシナリオが考えられる。

シナリオ1：生産性の急上昇（45～55%の確率）AIが引き続き急速な進化を遂げ、電気のような汎用技術となる。2030年代前半までに、AIがパソコンやインターネットよりも大きく生産性を向上させる。やがて、変革をもたらす連鎖反応が起こり、新産業が創出され、大規模な雇用喪失をもたらす。テクノロジーのおかげで、インフレは抑制され、高成長による税収増を背景に赤字拡大は止まる。業務の自動化や拡張により、イノベーション（技術革新）が急拡大する。生活費のやり繰りは多少しやすくなるだろう。平均的米国家庭の生活水準が2倍になるのに以前は70年かかっていたが、今後は30年ごとになる。

シナリオ2：財政赤字が重くのしかかる（30～40%の確率）AIが熱狂に応えるほどには進化せず、失望に終わる。業務の拡張や自動化は進まず、労働生産性は引き続き低迷する。一方、政府の赤字は拡大の一途をたどる。政府の歳出は際限なく増加して引き続き歳入を上回り、多額の借り入れが必要となり、構造的な赤字によって借入コストが上昇する。信用収縮が進む。住宅価格は下落するか、持ち家がはるかに手の届かないものとなるか、またはその両方となる。米国の成長は特別のものではなくなり、欧州のようになっていく。現在の市場価格に基づけば、金融市場はこのシナリオの行く末に対して無防備だ。すなわち、価格の下落とボラティリティ（変動率）上昇が新たなトレンドになる。財政赤字がインフレ期待を押し上げ、インフレが高止まりする。物価が急速に上昇し、平均的な勤労者の生活水準は親世代よりも低下する。

一方のシナリオではテクノロジーが経済成長をもたらす。もう一方のシナリオでは財政赤字がほぼ確実に重くのしかかり、人口の高齢化が進み、借り入れコストが上昇する。どちらが優勢になるかによって何世代にもわたり影響が及ぶ。AIは電気が100年前にもたらしたような劇的な生産性の向上をもたらすのだろうか。

投資家は一つではなく、二つの未来の見取り図に備えるべきだ。「生産性向上」と「財政赤字の負担」のシナリオは単なるあり得る話ではなく、蓋然性（がいぜんせい）が高い。バンガードのモデル

では、この二つのシナリオのいずれかが起こる確率は80%以上に達すると予測している。投資家としては、両方のシナリオに備えたポートフォリオを検討する必要がある。目標は、将来起こり得る結果の範囲を狭め、より適切にリスク管理を行うことだ。

財政改革がカギを握る

もしAIが本当の意味で汎用的なテクノロジーになれば、米国は稀有な「いいとこ取り」のシナリオに直面することになり、そこではポジティブな経済のトレンドにより、政治家が前倒しで、あるいは徐々に財政改革を進める道を開くことになる。しかし、厳しい言い方をすれば、AIのもたらす未来が実現したとしても、時間稼ぎにすぎない。本格的な財政改革がなければ、経済成長は結局鈍化するからだ。

もしテクノロジーおよびAIが期待外れに終われば、市場の予想よりも早く、厳しい選択を迫られる時代が来るだろう。投資家は債券や分散されたバリュー株への配分を増やすことにより備えを進めることができるが、カギとなるのは政治家だ。政治家は、AIがもたらす革新的な生産性向上を保証し推進するよりも、構造的な財政赤字を拡大させないように調整する方がはるかに容易なはずだ。ゆでガエルに向かって水温が上昇するなか、政治家に課せられた課題は重大だ。

筆者はバンガードのグローバルチーフエコノミスト兼投資戦略グループのグローバル責任者。近刊予定の『Coming Into View: How AI and Other Megatrends Will Shape Your Investments』の著者。

By Joe Davis
(Source: Dow Jones)

4. 株価が下落した時に誰を責める？ Who's to Blame for the Market Drop? We Are, Alas 最悪のシナリオを想定して対策を立てるべきだ

[コラム]

トランプ氏のSNS投稿に市場は一喜一憂



Jim Watson / AFP / Getty Images

株式市場がようやくホワイトハウスの意図になじんできた矢先だというのに、トランプ氏は事態を揺るがさないと気が済まない。アップル<AAPL>と欧州に対する新たな関税を課すとの脅しを投稿せずにはいられず、メモリアルデー（5月26日）前の株価下落を引き起こすに至った。トランプ氏の大型減税を含んだ「大きく美しい（ビッグ・ビューティフル）法案」はようやく下院を通過したが、今後10年間で連邦政府債務は利払い費を含め3.1兆ドルも増加するため、米国債市場は動揺した。トランプ氏に米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長を解

任する権限を与えるかどうかを左右する米連邦最高裁も忘れるわけにはいかない。S&P500指数は先週

2.6%下落し、4月4日の週以降で最大の週間下げ幅を記録した。

だが株式市場不振の1週間を、自らを「関税マン」と呼ぶトランプ氏のせいにするのはあまりに単純過ぎると思える。S&P500指数は4月8日の安値から5月8日までに19.6%上昇した。トランプ氏が大規模な相互関税を発表した4月2日の「解放の日」の急落、さらにその後数回の下落分をすべて帳消しにしたが、株の大幅買い増しに走ったのはトランプ氏ではない。S&P相対力指数（市場が強弱どちらに傾いているのかを表した指標）を、買われ過ぎの水準まで押し上げたのもトランプ氏ではない。投資家に関税のことを忘れさせ、規制緩和、財政刺激策、人工知能（AI）が市場を上昇させる力を持っていると思わせたのもトランプ氏ではない。

独立系資産運用会社ウェリントン・シールズのフランク・グレッツ氏は「もうこれ以上良くなれないと思っていたら…やはり良くならなかった」と書いている。まさに、トランプ氏の政策に振り回され続けている私たち全員の責任なのだ。

独立系投資リサーチ会社ネッド・デイビス・リサーチのDSI（日次心理指数）である世界センチメント総合指数は、4月に2022年の底値に近い水準をつけたが、わずか17日間で62ポイントも急上昇し、2022年の算出開始以降で最も速い弱気から強気への転換となった。ネッド・デイビスのチーフ・グローバル・インベストメント・ストラテジスト、ティム・ヘイズ氏は、「予測不能な大統領が下す将来の関税決定を予測することはできない。憶測は不安をあおる。市場は最新の発表に反応して上にも下にも動くはずだ」と書いている。

空売り筋の投資スタンスは一貫している

しかし、振り回されない投資家グループもある。逆張りに賭ける空売り筋だ。金融テクノロジー会社S3パートナーズの調査チームは、年初から空売り比率が上昇しており、4月初めの急落後も上昇し続けていると指摘し、「市場の強さとは裏腹に弱気心理が高まっている、あるいは急落が予想されている」ことが示されていると報告している。

もし急落がある場合、大型ハイテク株が主導するかもしれない。ちょうど1週間前、トランプ大統領が中東を訪問して米国ハイテク企業に中東市場を開放するための規則緩和を実施した後、投資家はまたもAI銘柄に殺到した。しかし現在は再考中だ。上場投資信託（ETF）のラウンドヒル・マグニフィセント・セブンETF<MAGS>は先週2.5%下落した。主因はアップルで、トランプ氏が同社のスマートフォン「iPhone（アイフォーン）」が米国内で製造されない場合、25%の関税をかけると脅したことを受けて週間で7%以上下落した。

それでもマグニフィセント・セブン（アップル、マイクロソフト<MSFT>、アルファベット<GOOG>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、メタ<META>（旧フェイスブック）、半導体大手エヌビディア<NVDA>、電気自動車（EV）大手テスラ<TSLA>）は4月の安値から依然として17%程度上昇しており、エヌビディアやメタを中心とした各社を選好する向きが依然として多いことを示唆している。しかし、マグニフィセント・セブンに期待するのは楽観的かもしれない。投資銀行スティフェルのストラテジスト、バリー・バニスター氏は、マグニフィセント・セブンはディフェンシブで長期的な成長をもたらすとの評判にもかかわらず、実ははるかにシクリカルであると指摘する。バニスター氏は、根強いインフレと賃金上昇の鈍化が個人消費、ひいてはハイテク企業の売り上げに

打撃を与えると予想している。また、AIに費やされる金額が減少すれば設備投資に打撃を与え、1990年代後半に見られたような5年間のブーム（好景気）が終わる可能性がある。

冷静さを保つには最悪のシナリオを想定し対策を立てるべし

もしバニスター氏の言う通りなら、投資家は直近の堅調さに乗じて、生活必需品、ヘルスケア、公益事業、さらに同氏が呼ぶ「優良銘柄」に投資すべきだ。バニスター氏は、「大型ハイテク株はディフェンシブ銘柄ではなく、2025年下半期に予想される景気減速局面ではリスクに直面するとみている」と指摘する。

筆者はマグニフィセント・セブン、さらには市場全体の空売りを推奨しているわけではない。しかし、投資家は自分の信念に対する勇気、または少なくとも現在のポートフォリオに対する自信を持つべきだと考える。ボラティリティー（変動率）の高い市場は、投資家に大きな損失と利益の両方の可能性を認識させる。データトレック・リサーチの共同設立者であるニコラス・コラス氏は、複数の最悪のシナリオを想定して計画を立てる必要があるとしている。すなわち、通常の景気後退に備えた米国債、スタグフレーションの可能性に対処できる金、中東での戦争に備えたエネルギー株だ。さらにドル暴落対策としてビットコイン。どれも完璧ではないし、すべてが同時に利益を生むわけでもないが、ポイントはそこではない。コラス氏は「つまるところ、災害対策の目的は、他の誰かが自分を見失っている状況下で冷静でいられるようにすることだ」と述べている。

そうでなければ自らを責めるしかない。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

5. 長期金利の上昇は株式市場には悪材料だ The Rise in Long-Term Interest Rates Is Bad News for Stocks 米国の財政状況は「時限爆弾」のようなもの

[経済政策]

米国債のCDSはBBB格付け相当



Kevin Dietsch/Getty Images

長期金利上昇の原因と影響に関する分析の多くは米国の厳しい財政状況など、たった一つの側面に焦点を当てる。しかし、日本の政府債務が対国内総生産（GDP）比で米国の2倍近い水準にあるなど、米国以外の国の状況も投資家にとって重要な懸念となるはずである。長期金利の世界的な上昇は、資産、特に株式のバリュエーションに対して脅威となるからである。

話題は、格付け大手ムーディーズがついに米国債に付与する最上位の「Aaa」の信用格付けを引き下げたことに集中している。しかし、金融

機関マッコーリーのアナリスト、ティエリー・ウィズマン氏とガレス・ベリー氏は、投資家がネガテ

ィブなイベントに対する保険を購入するクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）市場を見れば、米国債のデフォルトに対してヘッジをかけるコストは、投資適格格付けの下位に近い「Baa1/BBB+」相当であると指摘する。

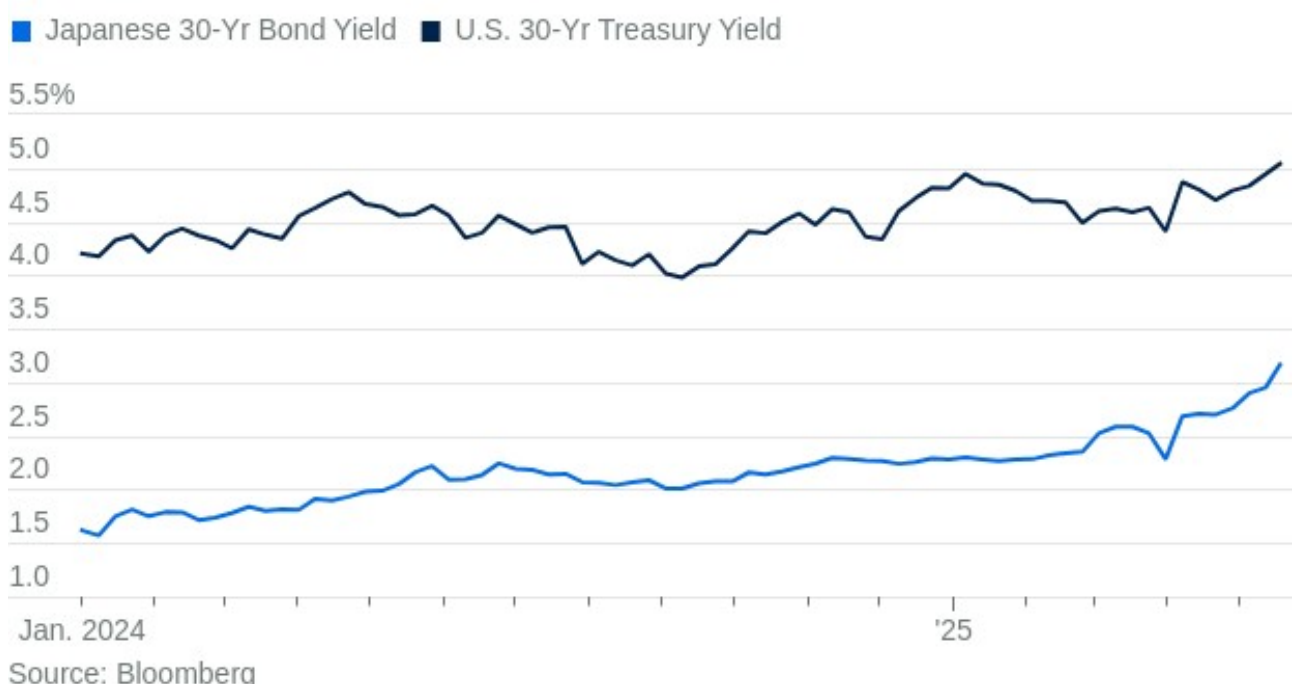
ヘッジファンドを運用するシーブリーズ・パートナーズのダグ・キャス氏が指摘するように、米国のCDSスプレッドはギリシャの水準に近づきつつある。ギリシャはかろうじて投資適格の信用格付けを保っているが、過去にデフォルトを繰り返した歴史がある。米国とギリシャで異なるのは、米国は自国通貨ドルで国債を発行する一方、ギリシャは共通通貨ユーロに縛られている点にある。日本も同様に、対GDP比では世界で最も水準が高いものの、自国通貨である円で借入れを行っている。それでも、石破茂首相は自国の財政状況について、政府債務がGDPの2.5倍相当となっており、「ギリシャよりひどい」と述べた。

日本の財政問題が海外に影響し始めたのと同時に、米国の債務問題が債券市場での波乱を引き起こしているのは、偶然の一致ではない。日本の長期国債利回りは米国債利回りの上昇に歩調を合わせるように、最近、急上昇している。この二つの動きは関連している。日本は長年にわたり巨額の財政赤字を出し続けているが、日本銀行が歳入不足分を埋めるために発行された国債を購入して財政資金を調達してきた。日本の投資家もまた、非常に低い利回りで日本国債を購入してきた。それでもなお、日本には超過貯蓄があり、それをより高利回りの外国証券、特に米国債に投資した。この投資には日本銀行だけでなく、日本の大手生命保険会社も参加した。

日本の金利上昇で投資資金が逆流する可能性

Higher Japanese Yields Suck Money from World

Japanese investors now do better owning their own bonds, after currency hedges. That's bad news for Treasuries and global markets in general.



現在、状況は逆転しつつある。日本の30年物国債利回りは、2021年の約1%から2024年に2%を超え、そして現在では3%を超える水準に急上昇している。重要なのは、日本の超長期国債の利回りが、30年

物米国債（利回り5%超）投資から日本の投資家を得るであろう為替リスクをヘッジしたコスト控除後の利回りを、上回ることである。そのため、いわゆる円キャリートレード（超低金利の日本円を借入れ、ナスダック上場株など他国の高リターンの利回り資産を購入する手法）によって、日本以外の市場、特に米国市場をこれまで押し上げていた資金が、日本に還流する可能性がある。

ソシエテ・ジェネラルのグローバルストラテジスト、アルバート・エドワーズ氏は「日本国債の利回りが急上昇し、それによって日本の投資家が国内に資金を戻す誘惑に駆られると、円キャリートレードの巻き戻しが米国の金融資産に向けられてきた資金を吸い上げる恐れがある」と記している。

これが最もタイミングの悪い時期に起こる可能性がある。大型減税を盛り込んだ「大きく美しい法案（ビッグ・ビューティフル・ビル＝BBB）」の議会での可決後、米国はGDPの6%を超える財政赤字が続く道を進むことになり、債務の総額は米国経済の規模を超えるだろう。その債務を賄うための利払い負担が拡大しており、昨年、米連邦準備制度理事会（FRB）が短期政策金利の誘導目標を1%引き下げた後でさえも、米長期国債利回りを押し上げている。

トランプ大統領が好む関税は、BBBによる新たな減税の効果を部分的に相殺することになる。輸入関税がもたらす歳入は10年間で1兆5000億～2兆5000億ドルと試算されている。法案は下院を通過し、現在上院に送付されたが、規模が縮小される可能性もある。財政的に言えば、関税が打撃となる前に減税の恩恵が現れる可能性がある。

トランプ大型減税の効果は疑問

キャピタル・エコノミクスの北米チーフエコノミスト、ポール・アシュワース氏によれば、それは一見すると経済にとって良いニュースのように聞こえるかもしれない。しかし、経済が完全雇用状態にある一方で財政赤字は既に対GDP比で約6%の水準にある。政府債務はGDPの約100%で、10年以内に約120%に達する。

BCAリサーチのチーフ地政学ストラテジストであるマット・ガートケン氏は顧客向けノートで、政府効率化省（DOGE）による約1兆6000億ドルの歳出削減やグリーンエネルギー税額控除廃止などの歴史的な歳出削減でさえ、大規模な減税によって飲み込まれてしまうだろうと記している。共和党は既に、メディケイド（低所得者向け医療保険）や補助栄養支援プログラム（SNAP）への給付削減により有権者の反発を招いており、共和党が優勢な「赤い州」の多くの支持者に影響するだろう。ガートケン氏は「米国の救いは低税率政策をとることで、将来的に増税が可能であり持続可能性を改善できることが示唆されている点である」と記している。

MKMパートナーズのチーフエコノミスト兼ストラテジスト、マイケル・ダーダ氏は顧客向けノートで、「要するにBBB法案は忌まわしい。法案の新たな減税は、費用対効果が低い小手先の手法であり、労働、貯蓄、または投資のインセンティブを実質的に変えることはない」と記している。ダーダ氏は「この施策が失敗し減税・雇用法（TCJA）が年末に期限切れとなり、増税につながる方が望ましい。財政赤字が大きく持続可能ではないこと、失業率が低いこと、FRBの政策金利が4%を超えていることから、今こそ緊縮財政を行うべき絶好のタイミングだ」と述べている。

共和党も民主党も、現在の税制では支えられない経済プログラムを約束している。しかし、それを賄うための借り入れ能力は債券利回りの上昇によって制約され、財政負担をさらに悪化させている。

無リスクとされる国債の利回りが上昇するにつれ、投資適格社債およびハイイールド社債、そして株式のリスクプレミアムは縮小している。ソシエテ・ジェネラルのエドワーズ氏は、米国の財政状況は世界の市場にとって「時限爆弾」のような存在だと結論付けている。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

6. 財政赤字とインフレにいら立つ必要はない Rattled by Deficits and Inflation? Think Short-Term and High-Yield. 短期国債とハイイールド債に注目

[投資戦略]

投資家が米長期国債から逃避する理由



Romain Costaseca / AFP / Getty Images

5月に入ってから、上場投資信託（ETF）のiシェアーズ米国債20年超ETF<TLT>は5%下落したが、ビットコインは17%上昇した。考えられる一つの説明は、安全を求める投資家が、16年前に匿名で作られたインターネット上のコインを好んで、米国政府の絶対的な信用と信頼から逃避しているということだ。

最悪の場合、これらの取引はJPモルガンが「通貨切り下げ取引」と呼んでいるものの一部だ。金も再び活気づいている。直近できっかけとなったのは、予算案が下院を通過し上院に送られたことだ。

均衡財政を目指す人々にとっては、夢のような話ではないかもしれない。超党派の財政赤字監視団体である、責任ある連邦予算委員会（CRFB）はリポートの中で、この予算案を「財政上の失敗」と評し、「この予算案は国の債務を大幅に増加させる。この予算案は時期を操作する策略と成長に関する誤った主張に依拠している。われわれが切実に必要としている構造的な歳出改革を行わず、見つけた重要な歳出削減分を、債務削減ではなく、部分的な減税の相殺に用いている」と指摘した。格付け大手ムーディーズはそれほど辛辣（しんらつ）ではなかったが、最近、米国の信用格付けを「Aaa」から「Aa1」に格下げする際に、同様のテーマに触れた。

最良の場合、米国債の急落によって利回りが上昇し、国債は投資対象として魅力的になった、あるいはこれまで以上にさらに魅力的になった。ビットコインの急騰は通貨切り下げとは関係がないかもしれない。暗号資産（仮想通貨）は先週、上院でステーブルコインを規制する法案が可決され、一種のお墨付きを得た。

ウォール・ストリート・ジャーナル紙は、暗号資産の規制強化は暗号資産の採用拡大につながるはずで、大手銀行が共同でステーブルコインを検討していると報じている。そして暗号資産の採用が増えることで、ビットコインの価格が大幅に上昇することが正当化される。その理由は、誰も筆者に十分な説明をしてくれないが、筆者は完全に理にかなっていると確信している。供給が有限であることに関する何か。すなわち、ビットコインは最大2100万枚しか存在しない。ビットコインは無限に分割可

能で、何かに固定されることもない。厳密に言えば、それは供給がそれほど制約されていないように聞こえるが、筆者はタイプライターの時代に生まれたので、筆者の言うことを鵜呑みにしないように。ファンダメンタル分析に焦点を当てよう。トランプ大統領は22日、自身のミームコインの大口の購入者のための祝賀会にバージニア州のゴルフ場で参加し、それが暗号資産強気派をさらに活気づけている。

質への逃避で長期国債を利用する時代は終わる

一方、ムーディーズの格下げは、格付け会社S&Pグローバル・レーティング（S&P）とフィッチ・レーティングスの以前の格下げと足並みを揃えたにすぎない。それは恐らく、支払い能力というよりも、支払い債務額が幾らになるかということだろう。マッコーリーの金利ストラテジスト、ティエリー・ウィズマン氏は、「米国の財政赤字を削減できないことがデフォルトにつながらないとしても、巨額の財政赤字は国債供給の増加を意味し、デフォルトを回避するために債務が貨幣化されるため、最終的にはインフレにつながる可能性がある」と書いている。債券投資家は日本、英国、ドイツでも同様に難色を示している。

では、投資家は安全のために何をすればいいのだろうか。ビットコインや金は一時しのぎにはいいかもしれないが、国債はポートフォリオに安定感を提供するはずだ。ブラックロックの債券部門でマクロ・ポジショニングのグローバル・ヘッド、ラス・ブラウンバック氏に連絡を取った。ブラウンバック氏は、運用資産410億ドルのミューチュアルファンドのブラックロック・ストラテジック・インカム・オポチュニティーズ・ファンド＜BASIX＞を共同運用している。このファンドはモーニングスターからゴールドの評価を受けており、年初来2.5%のリターンを記録し、非伝統的債券ファンドの上位4分の1に入る。ブラウンバック氏は全般的に強気だが、金利低下やパニック時の質への逃避から利益を得るために長期債を利用してきた数十年は終わったと言い、「現在は、特に無リスク資産に社債や証券化商品を加えれば、非常に魅力的な名目・実質利回りを得ることができる」と語る。

今はインカム投資の黄金時代

利回りが5%を超えたからといって、30年債に手を出してはいけない。ブラウンバック氏は、「オプション市場は、今後1年間で利回りの3倍に相当する価格変動が起こる可能性を示唆している」と言う。財務省短期証券（TB）では、利回りは4.3%程度であり、オプション市場が示唆する価格変動率3%と比較すると有利だ。

ブラウンバック氏は、4月初旬以降、最高の信用格付けを持つ債券は好調なパフォーマンスを示していることから、そちらへのエクスポージャーを減らし、ハイイールド債にシフトしている。これは、目先の不確実性やスタグフレーションの懸念はあるものの、米国の企業は健全であるというブラウンバック氏の見解に基づくものだ。また、いわゆるジャンク債市場も以前ほどジャンクでなくなっている。最上位格付けのBB格付けの債券が市場全体の半分超を占めており、20年前の35%から増加している。よりリスクの高いCCC格付け債券は全体の25%から10%に減少している。

ブラウンバック氏は、余剰資金が不足する利回りを求めている現在の状況において、ハイイールド債は比較的希少な資産だと言う。ブラウンバック氏のカクテルパーティーで持ち出すお気に入りの統計によると、ハイイールド債市場全体は2300の発行体で1兆4000億ドルの価値がある。一方、米国債市場は、財政赤字のために9カ月ごとにそれと同規模で成長する。

短期国債を保有し、低格付けの債券に少し手を出すことで、投資家は数学愛好家がシャーププレシオと呼ぶものを高めることができる。ブラウンバック氏が言うように、シャーププレシオは「ボラティリティー（変動率）に対する利回りの割合ではなく、ボラティリティーに対する利回りの倍数」だ。iシェアーズBB格社債ETF<HYBB>の最近の利回りは6.3%で、平均実効デュレーション（ファンドが保有する債券のデュレーションを加重平均したもの）は3.3年だ。モーニングスターによると、ブラウンバック氏のファンドは全体の62%が投資適格債で、13%が格付けなしの債券で、残りはハイイールド債だ。

ブラウンバック氏は、格付けの高い債券では、住宅ローン担保証券（MBS）を選好している。バンガード米国MBS ETF<VMBS>の利回りは4.1%で、ポートフォリオの平均満期利回りは5.1%、デュレーションは5年強だ。個人投資家が活用するにはより難しいものの、プライベート消費者ローンなど高い利回りを持つ他の市場もある。

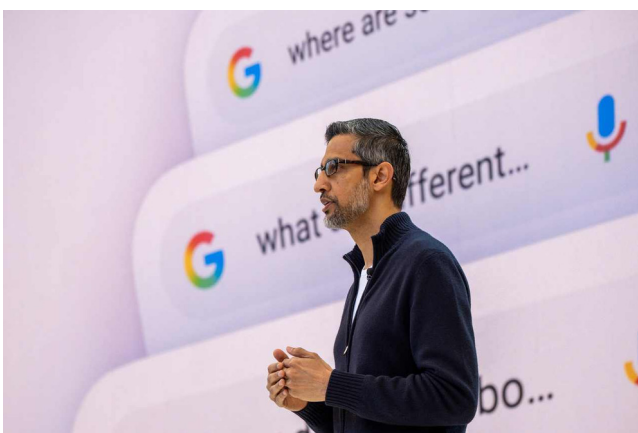
ブラウンバック氏によれば、今はインカム投資の黄金時代であり、比較的高い利回りと低いボラティリティーを求める投資家にとっては、株式60%・債券40%の伝統的な投資配分は依然として有効だという。ブラウンバック氏は株式ストラテジストではないが、人工知能（AI）が生産性と利益率を向上させる能力について楽観的で、S&P500指数が5800を超えたことで上昇の機会を逃したのではないかと心配する20代の息子たちに、投資を続けるように言っているという。「今後10年間のS&P500指数のレンジは恐らく5000が下限で、上限が10000だ。だから、今、100ポイント程度の動きに気を取られていると、後悔することになるよ」と。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

7. グーグルがAI検索サービス「AIモード」を発表 Google Struck Gold With Search. Now It's Time to Move On 検索サービスのパラダイムシフトを目指すべき

[ハイテク]

「イノベーションのジレンマ」に直面



Camille Cohen / AFP / Getty Images

現在、ウォール街で議論の的となっているのが、アルファベット<GOOGL>のグーグル検索事業が人工知能（AI）チャットボットによって破壊されるのか、グーグルがそれに対抗できるのかどうか、である。

グーグルは典型的な「イノベーション（技術革新）のジレンマ」に直面している。ここで言うジレンマとは、新しい事業モデルを創出しても、それが既存事業の利益を侵食する恐れがあるため、パラダイムシフトをスピーディーに進めるのは難しい状況を指す。しかもグーグル検索はまれにみる成功例であるため、パラダイムシフトはなおさら難しい。アルファベットの2024年通

期の純利益は約1000億ドルで、その大部分がグーグル検索事業によるものだ。

しかし、状況は急速に変化している。筆者は現在、情報を検索する際は、ほとんどの場合にグーグルではなくオープンAIのChat（チャット）GPTやグーグルのGemini（ジェミニ）といったAIアプリを使っている。そうしたユーザーが増えていることをアルファベットの投資家は警戒しており、アルファベットの株価は年初来で10%下落している。

AI検索機能を開発したが、依然として既存サービスを重視

グーグルは5月20日に開催した開発者会議で幾つかの目覚ましい新技術を発表した。動画向け生成AIモデル「Veo 3」、データの可視化、より高度なパーソナライゼーション、レストランやスポーツイベントの予約をユーザーの代わりに行うAIエージェント機能などである。

だが、より重要なのは、グーグルの検索サービスに「AIモード」が追加されたことだ。AIモードでは、ChatGPTやGeminiと同様の会話型チャットボットのインターフェースで、より複雑な文章で検索を行うことができる。

グーグルは1998年に検索サービスを開始して以降、google.comのトップページから広告や情報表示を排除してきた。トップページの変更は重要な意味を持つ。だが、こうして守り抜いてきたものの重要性和と比べれば、AIモードに与えられている重要性は十分でない。奇妙なことに、AIモードを表すアイコンはトップページの中で目立たぬように表示され、使用を促すようにはなっていないからだ。

ユーザーがAIモードを使用するには、検索窓、またはサイトやアプリの画面上部に新たに設けられるタブの中の小さなアイコンをクリックしなければならない。大半のユーザーは検索のためにわざわざそんなことはしないだろう。そしてグーグルはそれで構わないようだ。

こうしたAIモードの展開の仕方は、グーグルのAIに対する曖昧な姿勢を如実に示しているように思われる。スンダー・ピチャイ最高経営責任者（CEO）は開発者会議の生中継で「AIモードは本日から米国のすべてのユーザーに提供される」と述べたが、実際はそうでなかった。本誌が開発者会議の翌日、AIモードが利用できない理由をグーグルに問い合わせたところ、広報担当者からの回答は、「今後数週間のうちに」展開されると記したブログ記事を読んでほしいというものだった。

グーグルはAIモードをデフォルトの検索エンジンにするべき

クレイトン・クリステンセン氏はその著書『イノベーションのジレンマ』の中で、成功している企業が長期にわたってその存在感を維持することがいかに難しいかを説いている。

過去を振り返ると、技術の新しい転換期が到来したときに既存企業の動きが遅過ぎた例は枚挙にいとまがない。よくあるパターンは次のようなものだ。スタートアップが新たなパラダイムとイノベーションを携えてニッチ市場に参入しても、大企業は既存事業と比べて利益が小さいため何も行動を起こさない。しかしスタートアップは、顧客を獲得するにつれて新機能を既存の企業より短期間で提供できるようになり、最終的には既存の企業に取って代わる。

AIが検索を脅かしているのに、AIに対するグーグルの取り組みはためらいがちなものだ。上記のパタ

ーンが繰り返されようとしていると言わざるを得ない。

グーグルは、AIモードを検索エンジンのデフォルトの（初期設定された）選択肢とし、その優れた機能とモデルをすべてのユーザーが利用できるようにするべきだ。それによって業績と豊富な検索広告は打撃を受け、ひいては株価が下落するだろう。だが長い目で見れば、AIへの取り組みを遅らせれば遅らせるほど業績は悪化する。しかし将来、AI検索サービスの分野でトップ企業になれば、収益はついてくる。

グーグルはAIモードでの広告表示を既に試験的に行っていると述べた。これは期待できる第一歩だ。

By Tae Kim
(Source: Dow Jones)

8. 反発してきた株式市場は燃料切れ

[米国株式市場]

The Stock Market Ran Out of Juice.

懸念を払拭する可能性のある好材料は何か

先週は下落したものの高値近辺にとどまる



TIMOTHY A. CLARY / AFP / Getty Images

今年の市場の急落はもう忘れてもいいと思っていた矢先、トランプ大統領が割り込み、思い出させてくれた。

メモリアルデー（戦没者追悼の日）の週末に向け、トランプ大統領は欧州連合（EU）とアップル<AAPL>にさらなる関税を課するという新たな脅威を発表した。また米国の財政赤字拡大に対する懸念から長期債の利回りも上昇し、株価をさらに圧迫した。主要株価指数を見ると、ダウ工業株30種平均は2.5%下落して4万1603ドル07セントとなり、S&P500指数は2.6%安の580

2.82で引けた。ナスダック総合指数は2.5%下落して1万8737.21となり、小型株のラッセル2000指数は3.5%安の2039.85で週末を迎えた。

にもかかわらず、株価は4月2日に大統領が相互関税政策を発表した直前の水準よりも高いところにある。ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズのイー・シン・フン最高経営責任者（CEO）は「『米国解放の日（4月2日）』の前に寝て今起きたとすると、大したことはないじゃないか、という感じだろう」と語る。もちろん、フン氏は言い方が巧みなのだが、ここまで上下の激しい相場だったし、波乱は今後も続きそうだ。

市場が反発したことは必ずしも問題ではない。ストラテジストが警戒しているのは、その反発のスピードだ。フランクリン・テンブルトンのシニア・マーケット・ストラテジストであるクリス・ガリポー氏は、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）が4月8日のように終値で50を上回ると、S&P500指数はその後12カ月間の上昇率の中央値が20%超になる傾向があると指

摘し、「こうした上昇が5週間で起きてしまったので、現時点で株式市場を追いかけるつもりはない」と述べる。

マクロ面からは脆弱な市場

Market Snapshot



市場はマクロ面からのショックに対しても脆弱（ぜいじゃく）なように見える。これらには、トランプ大統領が「大きく美しい」と呼ぶ減税法案を可決した後の財政赤字拡大に対する懸念や、23日に思い出させた関税問題が含まれる。これらが払拭され投資家が再び買いを入れるようになるまで、株式市場は身動きが取れなくなる可能性がある。アメリプライズのチーフ・マーケット・ストラテジストであるアンソニー・サグリンベン氏は「ごく短期的にみれば、史上最高値を更新するには貿易問題の前向きな進展が必要だろう。株価の横ばいが長引けば、市場からミニバブルが消える可能性がある」と述べる。

そして市場は過熱している。米国解放の日以降の大幅下落で、S&P500指数は2025年の予想利益に対して19倍となる水準を一時的に割り込んだが、4月8日以降の急騰によって再び過去5年の平均と同じ22倍を少し上回る水準になっている。これは、パニック売りをしなかった人にとっては良いことだが、予想をリセットするために長く痛みを伴う調整を期待していた人にとっては悪い材料だった。

エンパワーのチーフ投資ストラテジストであるマルタ・ノートン氏は「市場がより安い水準により長くとどまっていればよかったのにとっている。投資家は教訓を学んでいない」と指摘する。ノートン氏は、市場には不安感が当分漂うと予想している。

エヌビディアの決算発表に注目

企業業績は暗い未来と明るい未来のどちらにも向かわせる可能性のある唯一のものであり、うまく行けば今年の2月に付けた史上最高値に戻るきっかけにさえなりそうだ。決算発表シーズンはほぼ終わったものの、半導体大手エヌビディア<NVDA>の決算発表が5月28日に予定されている。中国のディープシークが提供する安価な人工知能（AI）サービスへの心配や関税への懸念がある中で、高価なAI向け半導体への需要が引き続き堅調かどうかに関して、エヌビディアの決算発表は投資家にさらなる手掛かりを与えることになりそうだ。

もしエヌビディアの決算発表が期待に応えることができるなら、おそらく未来はもう始まっていることになる。

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

9. さえないパフォーマンスのヘルスケアセクターの注目銘柄

[コラム]

Healthcare Stocks Are So Bad, They're Good. What to Buy Now.

ギリアド・サイエンシズに注目

株価低迷は買いシグナルか



David Paul Morris/Bloomberg

ヘルスケア銘柄のパフォーマンスは長らく低迷しているが、株価の反発が迫っているかもしれない。上場投資信託（ETF）のヘルスケア・セレクト・セクターSPDR<XLV>は年初来5.1%下落しており、下落率でエネルギーや一般消費財と最下位を争っている。ちなみにS&P500指数は0.3%の下落にとどまっている。

ヘルスケアセクターの低迷の理由を探すのは簡単だ。トランプ大統領が、科学的根拠に基づく医薬品を支持しないロバート・F.ケネディ・ジュニア氏を米保険福祉省長官に指名し、同じく

医薬品業界に対する懐疑派であるマーティー・マカリー氏を米食品医薬品局（FDA）長官に指名したことが打撃となった。医療保険最大手のユナイテッドヘルス・グループ<UNH>の株価は、経営判断の悪さとスキャンダルによって暴落した。さらに、メディケア（高齢者向け医療保険制度）と薬価は継続的に精査の対象になっている。

ヘルスケア株の低迷は、2025年だけの現象ではない。ヘルスケア・セレクト・セクターSPDRは過去5年間で、SPDR S&P500 ETF<SPY>を年率9.1%ポイント、アンダーパフォームしており、年間パフォーマンスは過去5年間のうち4年でS&P500指数を下回っている。規制の不透明性、パンデミック（世界的大流行）による混乱、肥満治療薬であるGLP-1以外のイノベーション（技術革新）の欠如が、同セクターが保有対象に程遠いという見解に寄与してきた。

とはいえ、そのようなセンチメントは折に触れて行き過ぎるもので、現在がそのような状況なのかもしれない。市場のテクニカル分析者が各株価指数を比較する一つの方法は、相対株価の変化をみることだ。センチメントレーダーの創業者兼シニア・リサーチ・アナリストのジェイソン・ゲプフェルト氏は、ヘルスケア指数のS&P500指数に対する相対株価は直近の最高水準から35%下落しており、そのような状況は過去100年で7回しかなかったと指摘する。そして35%下落してから12カ月後までのリターンは平均17%であり、そのような大幅な下落は格好の買い場となってきた。

それだけではない。ヘルスケア・セレクト・セクターSPDRは5月15日に52週安値を付けたが、16日の終値は15日の高値を上回った。これもまれな状況で、ヘルスケア・セレクト・セクターSPDRの2000年の設定以来、他に4回しか例がない。センチメントレーダーのデータによると過去の例ではその後12カ月の平均上昇率は21%で、中には2009年の46%上昇が含まれている。ゲプフェルト氏は、「ヘルスケアセクターのトレンドは非常に悪いためウォッシュアウト（洗い流し）の状態が示唆され、投資家は急回復の可能性を感じ取っているようだ」と記している。

しかしインサイダーは長期的な見方を取っている。ゲプフェルト氏は、インサイダーがユニテッドヘルスや医療保険会社のヒューマナ<HUM>を安値で買いあさっていると指摘する。それもリターンにとって良好なシグナルだ。ゲプフェルト氏は、「ヘルスケアセクターのインサイダーによる買いのペースが勢いを増していることは、状況を最も良く知っている人々が潜在的な回復を確信していることを裏付けている」と指摘している。

とはいえ、誰もが確信しているわけではない。ビーオブエーセキュリティーズの米国株式およびクオンツ・ストラテジーを率いるサビタ・スブラマニアン氏は今月初めに、ヘルスケアセクターと市場環境との結び付きが強まっており、過去5年間のリターンの約70%がマクロ要因で説明できると指摘した。また、ヘルスケアセクターのリスクも高まっており、1株当たり利益（EPS）のボラティリティー（変動率）が市場全体並に近づき、利益率は低下し、負債は増加している。

ヘルスケアセクターの魅力はそのバリュエーションだけだ。バイオテクノロジー銘柄はテクノロジーのグロース株より割安で、製薬会社のバリュエーションはディフェンシブな生活必需品銘柄に対してディスカウントとなっている。ヘルスケアセクターは、ビーオブエーの短期的なセクターモデルで上位の2番目に位置するものの、S&P500指数に対するアンダーウエートは続いている。

スブラマニアン氏は、一考の価値がある6銘柄を取り上げている。それらは、ヘルスケアサービスのカーディナル・ヘルス<CAH>、総合ヘルスケア企業のCVSヘルス<CVS>、製薬大手のイーライ・リリー<LLY>、ヘルスケア企業のシグナ・グループ<SI>、ライフサイエンス企業のダナハー<DHR>、科学関連サービス企業のサーモ・フィッシャー・サイエンティフィック<TMO>だ。これは良い選択のように思えるが、本誌はバイオ製薬会社のギリアド・サイエンシズ<GOLD>を挙げたい。

■ ギリアド・サイエンシズ

ギリアドは、C型肝炎治療薬が2013年に承認されて以来、人跡未踏の地に入った。しかし、コストに関する論争とバイオ医薬品会社のアッヴィ<ABBV>などによる競合薬によって、株価は2015年にピークを付けた。それ以降はレンジ圏で推移してきたが、現在の株価はレンジ上限近くにあり、上放れの態勢にある。FDAの承認が待たれるHIV治療薬のレナカパビルが次のカタリスト（触媒）になろう。投

与は、毎日飲む錠剤ではなく年2回の注射で、ジェフリーズのアナリストであるマイケル・イー氏は、現在の患者にとって魅力的な可能性があると言う。

FDAは6月19日までに決定を下す予定だが、承認が棚上げされるという懸念もある。ただイー氏はそうは考えておらず、「経営陣はFDAとの対話を良好に保っており、承認までは数週間となり、レナカパビルは画期的新薬に指定されている。われわれは、2026年の力強い上市を予想している」と語る。イー氏の目標株価は、2026年予想EPSの9ドルの14倍となる130ドルで、106.51ドルの株価に対して22%の上値余地を示唆している。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

10. プラチナに光明差すも、覇者はなお金

[経済関連スケジュール]

Platinum Gets a Glimmer of Hope. But Gold Still Rules.

プラチナに復活の兆し、供給制約と代替投資需要が後押し

過去15年間では金価格181%上昇、プラチナ28%下落

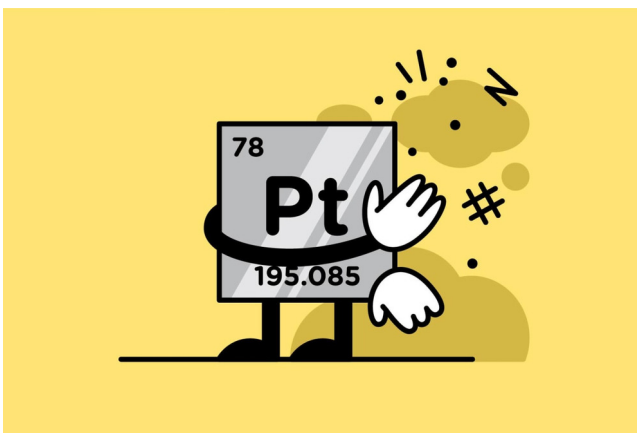


Illustration by Elias Stein

プラチナ（白金）の価格が上向き始めており、その上昇は一時的な現象にとどまらない兆しを見せている。かつて貴金属の王者だったプラチナだが、その栄光は過去のものだ。2014年5月には1オンス当たり1500ドルで取引され、金を200ドル上回っていたが、その後は一貫して金に後れを取り、2025年5月22日時点では金が1オンス3323ドル、プラチナは1017ドルと、その差は歴然としている。

供給面では、プラチナの年間供給量は鉱山採掘とリサイクルを合わせて約700万オンスに過ぎ

ず、1億オンスを超える金の供給と比べて大幅に少ない。過去2年間、プラチナ市場は供給不足に陥っており、需要が供給を上回る状態が続いている。その結果として、地上在庫が取り崩されてきた。国際調査機関の英ワールド・プラチナ・インベストメント・カウンシル（WPIC）は、2025年も供給不足が継続するとの見通しを示している。その背景の一つは、最大の産地である南アフリカの供給事情だ。採掘されるプラチナの半分超は南アフリカ産だが、現地では鉱山の老朽化が進行し、採掘深度も増加しており、運営コストが高い。WPICによれば、2025年の鉱山からの供給は前年比6%減の540万オンスになる見通しだ。

こうした供給面の制約が続く一方で、プラチナは金と異なり、中央銀行による買いが存在しないという需要面の弱さも抱えている。主要な需要先は自動車の排ガス浄化装置、いわゆる三元触媒であり、全体の約40%を占めている。しかしこの分野も安泰とは言えず、電気自動車（EV）の普及が三元触媒の需要を脅かす。EVにはそもそも三元触媒自体が不要だからだ。それでも、EVの販売が一服している現状で、ハイブリッド車（HV）の人気の高まっており、HVには依然として三元触媒が必要だ。

また、中国では金価格の高騰を受けて、手が届かなくなった投資家たちが代替資産としてプラチナに目を向けている。最大のプラチナ上場投資信託（ETF）のアバディーン・フィジカル・プラチナ・シェアーズ＜PPLT＞は先週、52週ぶりに高値を更新し、年初来で18%上昇した。アバディーンETF投資戦略担当ディレクター、ボブ・ミンター氏は「プラチナ投資家にとって、長い待ち時間は終わったのかもしれない」とコメントした。

先週の出来事

The Gold Standard

The Abrdn Physical Platinum ETF has been volatile compared with the iShares Gold Trust's steady climb.



市場動向

19日、金融市場はムーディーズによる米国債の格下げと、下院専門委員会での共和党提出の税制・歳出法案の審査通過を織り込みに行った。長期国債利回りは5%まで上昇し、ドルは下落した。株式市場は一時小幅に上昇したが、20日には反落し、6営業日連続の上昇に終止符が打たれた。21日、20年物米国債の入札が不調に終わった。22日の早朝、共和党が支配する下院本会議で税制・歳出法案が可決されると、長期国債は再び売られた（金利は上昇）。23日、トランプ大統領は欧州連合（EU）に対して50%の関税を、国外製のスマートフォンに対しては25%の関税を課すよう要求し、この発言を受けて株価は下落した。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2.6%、ナスダック総合指数も2.5%それぞれ下落した。

企業動向

英国と欧州連合（EU）が、貿易および安全保障に関する協定を締結した。中国のバッテリーメーカー、寧徳時代新能源科技（CATL）＜300750.深圳＞＜3750.香港＞は、香港市場に株式を上場し、46億ドルの資金を調達、今年最大の調達額となった。医療保険会社ユニテッドヘルス・グループ＜UNH＞の株価は、週の初めに急騰したが、その後、新たな不正疑惑が報じられると反落した。ノルウェーの石油・ガス会社エクイノール＜EQNR＞がニューヨーク州で進めていた大規模風力発電施設

「エンパイア・ウィンド」について、米内務省が建設中止命令を撤回し、エクイノールによる建設再開が認められた。米半導体大手エヌビディア<NVDA>のジェンセン・フアン最高経営責任者（CEO）は、米国による対中半導体輸出規制を「失敗だった」と評した。

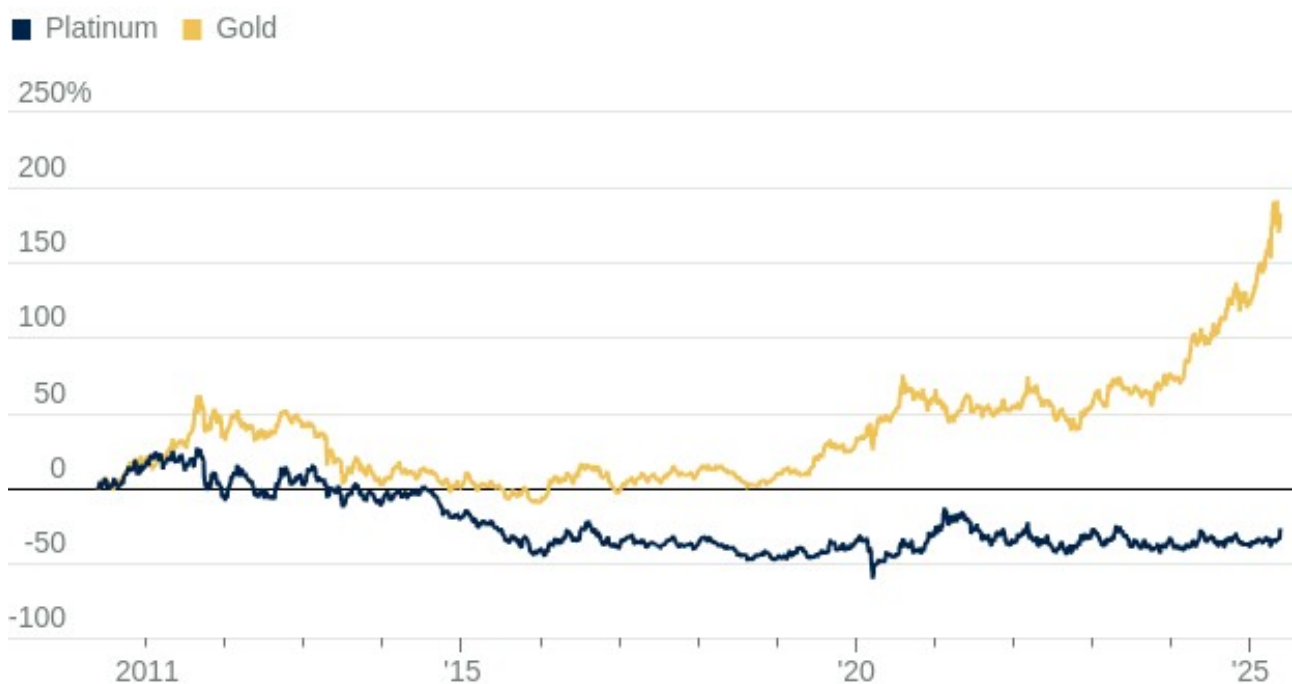
M&A（合併・買収）など

- ・バイオ医薬品企業のリジェネロン・ファーマシューティカルズ<REGN>は、破産手続き中の遺伝子解析ベンチャーの23アンドミー<MEHCQ>を2億5600万ドルで買収する。
- ・ウォール・ストリート・ジャーナル紙の報道によれば、半導体部品メーカーのウルフスピード<WOLF>が近く破産申請を行う見通し。
- ・トランプ氏は、ファニーメイ（連邦住宅抵当公庫）とフレディマック（連邦住宅貸付抵当公社）<FMCC>の民営化を示唆する発言を行った。さらに、米総合製鉄会社USスチール<X>と日本製鉄<5401>による「パートナーシップ」の形成についてもツイートした。

今週の予定

Peak Premium

In the past 15 years, gold is up 181%, and platinum is down 28%.



Source: Bloomberg

5月26日（月）

米株式・債券市場はメモリアルデー（戦没者追悼の日）の祝日で休場。

5月27日（火）

米国勢調査局が4月の耐久財受注を発表。耐久財の新規受注のコンセンサス予想は、3月の前月比7.5%増に対し、4月は8%減と見込まれている。3月の大幅増は、関税回避のための駆け込み需要による影響が大きかったとみられている。

5月28日（水）

米連邦公開市場委員会（FOMC）が、5月初旬の議事要旨を公表する。また、28日の引け後、エヌビディアと顧客管理ソフト大手のセールスフォース<CRM>が2～4月期決算を発表、29日には会員制倉庫

型スーパーのコストコ・ホールセール<COST>とコンピューターテクノロジー企業のデル・テクノロジー<DELL>が続く。

5月30日（金）

米商務省経済分析局（BEA）が4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、3月を0.1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2.5%の上昇と予想される。3月は同2.6%上昇だった。

統計と数字

51%：トランプ政権は、米国の科学研究を支援する公的機関である国立科学財団（NSF）による助成金を51%削減する。

62：5月16日時点で、求人サイトのインディードに掲載されたソフトウェア関連の求人指数は62となり、2022年3月の最高値232から大幅に減少した。この減少の一因として、AI（人工知能）技術の進展が指摘されている。

10：S&P500指数が過去1週間で世界株に対して10ポイント、アンダーパフォームした。これは1993年以来最大の差。

2兆3000億ドル：米議会予算局（CBO）は、下院で提出された税制法案により、今後10年間で連邦財政赤字が2兆3000億ドル拡大するとの試算を示した。

By Andrew Bary
(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』 2025/05/25

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