

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/06/01

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 岐路に立つ小売り大手ターゲット - Target at the Tipping Point: What It Needs to Do Now [カバーストーリー]
業績回復に必要な施策とは何か P.1
2. 開発中の新薬が心疾患治療に新たな時代をもたらす - Heart Disease Could Be a Goner When These New Drugs Arrive [フィーチャー]
世界中の患者に福音を、製薬会社には巨額の収益をもたらす可能性 P.6
3. 大学基金がプライベートエクイティと決別か - University Endowments Are Breaking Up With Private Equity. It's Hard to Do. [フィーチャー]
投資戦略の中核だったプライベートエクイティの売却が進む理由 P.10
4. 関税、貿易交渉、大型減税も混乱しかない - Tariffs, Trade Talks, and a Giant Tax Bill: No Wonder We're Confused [コラム]
キーワードは「不確実性」から「混乱」へ P.14
5. 5月は素晴らしかったが、6月はどうなるか - You Should Have Bought in May. Should You Go Away in June? [米国株式市場]
6月は無理せずに様子見すべきだろうか P.16
6. FRBの新たな関心事はプライベート・クレジット - The Fed Is Worried About Private Credit. Should It Be the One Regulating the Sector? [経済政策]
銀行システムの枠外で運営される不透明な市場 P.18
7. AIクラウド帝国を築きつつあるコアウィーブ、株価を巡る謎 - CoreWeave Is Building an AI Cloud Empire. The Stock Is a Puzzle. [投資戦略]
AIインフラの注目企業に迫る P.20
8. 対中国輸出規制を乗り越えたエスビディア - Nvidia's Most Impressive Feat Yet? How the Chip Maker Overcame a China Ban. [ハイテク]
旺盛なAIインフラ需要に支えられ、第1四半期決算は市場予想を上回る P.22
9. パランティアの株価が急騰 - Palantir Stock Has Been Unstoppable. [米国株式市場]
S&P500指数構成銘柄入れ替えがトラブルになるか P.25
10. 関税政策で株価が乱高下する中、小動きの株に注目 - Tariff Chaos and Market Turbulence. Why Low-Volatility Stocks Are Hot. [経済関連スケジュール]
低ボラティリティー銘柄がS&P500指数をアウトパフォーム P.26

※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. 岐路に立つ小売り大手ターゲット

[カバーストーリー]

Target at the Tipping Point: What It Needs to Do Now

業績回復に必要な施策とは何か

パンデミック以降、苦戦が続く



Illustration by Michael Freimuth

小売り大手ターゲット<TGT>は、かつては業界の勝者と見なされていたが、現在は商品の枯渇、スタッフの不足、乱雑な店舗、さらには「多様性・公平性・包括性（DEI）」ポリシーへのアプローチに苦しんでいる。ターゲットは成長のためだけでなく、ウォルマート<WMT>、コストコ・ホールセール<COST>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>などの潤沢な資本を有する革新的な巨大企業が支配する競争の激しい米國小売業界で、自らの居場所を守るために戦わなければならない。株価は過去3年間で43%下落している。

ターゲットは業績回復に取り組んでいる。3月の投資家向け説明会では、店舗の改装と新規開店に数十億ドルを投資し、サプライチェーン（供給網）とテクノロジーを改善する計画を発表した。さらに、ケイト・スペードやチャンピオンなどのブランドと提携し、食料品や化粧品を含む数千点の商品を値下げしている。

しかし、道のりは依然として長く、より抜本的な行動が必要な時期が来ている。ターゲットは店舗を刷新し、電子取引（eコマース）に投資し、評判が低下したブランドのイメージを回復することで、買い物客を呼び戻さなければならない。

ターゲットは当初から、自らをおしゃれなショッピングスポットと位置付け、洗練された商品、高級感のあるショッピング体験、バリュー志向の価格によって所得層を問わず顧客を引き付けてきた。

苦難は2022年に始まった。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）によって、グローバルなサプライチェーンと買い物の習慣が一変した後のことだ。積み上がった在庫を消化するために大幅な値引きが必要となり、その過程で多額の損失を計上した。また、万引きの増加を受けて、ターゲットは多くの小売企業と同様に、商品を鍵の掛かったキャビネットに入れることで対応した。万引きは減ったが、買い物客からは大きな不興を買った。

パンデミックはインフレも引き起こした。物価が上昇したことで、消費者はターゲットの苦手分野である食料品などの生活必需品への支出を増やし、得意分野の嗜好（しこう）品への支出を減らさなければならなかった。さらに、ターゲットの価格は、往々にして多くの競合他社や地元の食料品店よりも高かった。これはウォルマート、アマゾン、コストコにとって追い風となった。調査会社グローバルデータの分析によると、2021年から2024年にかけて、ターゲットのコア小売り支出におけるシェアは2.29%から2.11%に低下し、小売り上位4社の中で唯一市場シェアが低下した企業となった。

オンライン事業は善戦している。ターゲットのeコマース事業は、オンライン注文に対して実店舗でフルフィルメント（受注から配送までの一連の業務）を行うというものだ。パンデミックの間の応急処置としてはうまく機能し、収益性も高かった。さらに、eコマースは売上高全体の約20%を占め、ウォルマートの約17%より高い。

しかし、このモデルでは、店員が配送する商品を探す必要がある。自動化と配送センターに数十億ドルを投資しているウォルマートやアマゾンと競争するにはあまりに非効率だ。バーンスタインのアナリスト、ジーハン・マー氏は、労働集約的なモデルでは今後の利益率の大幅な改善は望めないと指摘する。さらに、店員が棚の補充、通路の掃除、レジ打ちなどの仕事ができなくなるため、店舗体験の質が低下する可能性がある。

強みだった店舗体験の質が低下

ターゲットの苦境はバランスシートからも見て取れる。年間売上高は2年連続で減少し、2024年1月期は前年度比1.6%減、2025年1月期は同0.8%減となった。直近四半期の売上高は2.8%減だった。1株当たり利益（EPS）は、前年度の8.94ドルから直近年度は8.86ドルに低下した。業績悪化を受けて、ターゲットの成長推進責任者は退任し、新たな部署として「事業加速室」が設置された。

株価は決算発表日に5%下落し、現在は2021年11月の過去最高値（266.39ドル）を64%下回っている。今後12カ月の予想利益に基づく株価収益率（PER）は、5年平均の17倍に対して、現在は12.6倍だ。それでも、十分に割安ではないかもしれない。アプタス・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、デービッド・ワグナー氏は、ターゲットがブランドの魅力を取り戻すまで、株式のパフォーマンスが改善するとは思えないと話す。

ブライアン・コーネル最高経営責任者（CEO）は2014年からターゲットを率いる。コーネル氏の下で、ターゲットはeコマース事業を拡大し、新たなプライベートブランドを発表し、ロイヤルティープログラムのターゲット・サークルを導入し、年間売上高1000億ドル超えを達成した。しかし、ウォール街は最近の実績を重視する。コーネル氏の任期は今年秋で満了するが、ターゲットが契約を更新するかは不明だ。ワグナー氏は「結局、生きるも死ぬも株価次第だ」と語る。

誰が会社を率いるにせよ、課題は山積みだ。アナリストによると、ターゲットは経営課題だけでなく、中国への依存が高く関税問題で影響を受けており、状況はさらに複雑になる可能性がある。

関税はさておき、ターゲットは元々得意だった原点に立ち返る必要がある。それは魅力的な店舗体験を生み出すことだ。実店舗は依然として年間売上高の約80%を占める。多くの消費者にとって、実店舗における質の高い体験は、ターゲットが競合他社と一線を画すポイントだった。

かつてはターゲットに毎週通い、1回につき200ドル以上の買い物をするが多かったというサラ・マードックさん（50歳）は「ターゲットでは、いつも思ってもみなかったような楽しいものを買うことができた。しかし、もう楽しさはなくなってしまった。店舗は薄汚れて散らかっており、スタッフは鍵の掛かったドアから出てこない」と述べた。

ターゲットは店舗を改善する必要性を認識している。店舗運営のためのテクノロジーも同様だ。ターゲットは2025年度の設備投資を40億～50億ドルと予想しており、2024年度の29億ドルを上回る。資金の

使途は、新規開店、既存店舗の改装、サプライチェーンの改善である。

マサチューセッツ工科大学のスローン経営大学院で上級講師を務めるシャーミラ・チャタジー氏は、ターゲットが消費者の需要を分析し、特定の店舗のニーズに合わせて在庫の注文をカスタマイズできる人工知能（AI）などの次世代テクノロジーにも投資する必要があると指摘する。

Off Target

It has been a tough three years for shares of the beleaguered retailer.



自動化などテクノロジー投資と雇用拡大が必要

しかし、グローバルデータ・リテールのマネジングディレクター、ニール・サンダース氏は、ターゲットが本当に必要としているのは人だと語る。サンダース氏によると、ターゲットは売上高の伸びが減速し、利益率が低下したことを受けて、2023年1月期と2024年1月期に従業員を削減した。2022年1月から2024年2月にかけて、従業員数は45万人から41万5000人へ8%減少した。従業員数は今年2月時点で44万人に若干増加したが、ターゲットは雇用を続ける必要がある。従業員が増加すれば、顧客へのサービス、棚とバックヤードの補充、掃除のための人員が増える。

ターゲットはデジタル化の時代を受け入れる必要もある。ウォルマートとアマゾンには、店舗内フルフィルメント戦略に加えて、巨大な配送センターの自動化に数十億ドルを投資し、食料品以外の注文のほとんどを発送している。こうした取り組みは長年、両社の収益性にとって重荷となってきたが、利益を生み出し始めている。さらに、自動化の進展につれて今後の利益率は上昇すると見込まれる。

しかし、ターゲットのオンライン事業を改善する取り組みはコストがかかり、営業利益率を圧迫する可能性が高い。現在の営業利益率は5.2%で、ウォルマートの4.4%を上回る。だが、ウォルマートのテ

テクノロジー投資がほぼ完了しており、利益率がこれから上昇する余地があるのに対して、ターゲットの投資は増加する公算が大きい。それでも、ウォルマートとアマゾンの規模には及ばない可能性がある。

バーンスタインのマー氏は、ターゲットはeコマースを自動化するための投資が不足しているため、今後のeコマースの成長が「利益率に対する持続的な逆風」になるとして、投資判断を最近アンダーパフォームに引き下げた。

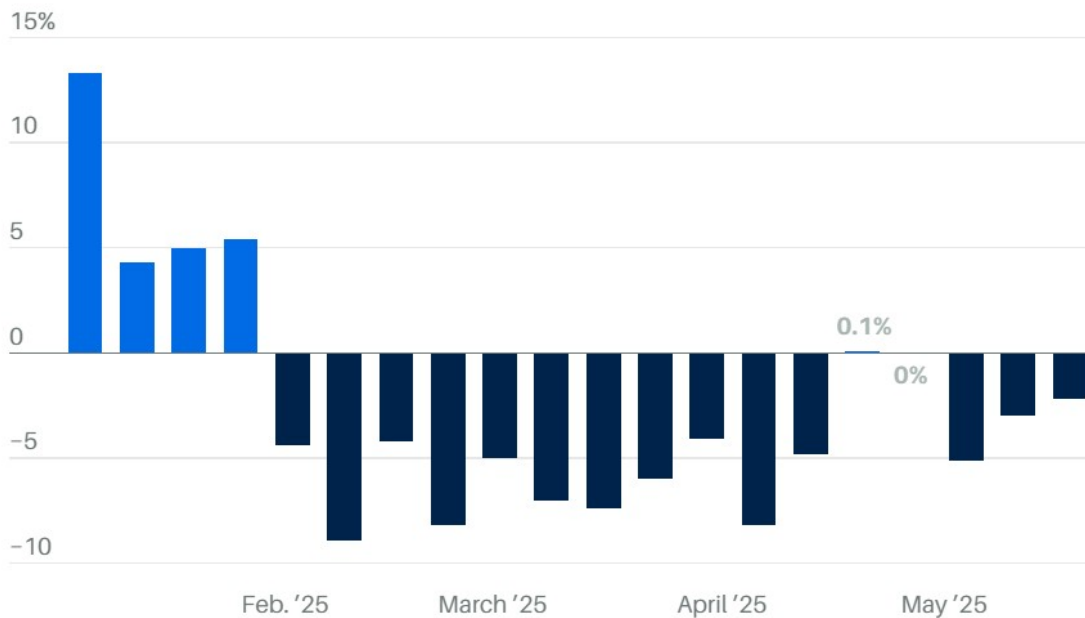
ターゲットの業績回復のプロセスは、すべての店舗に十分な人数のフルフィルメント専任チームを配置し、他部門のスタッフがオンライン注文への対応を手伝わなくていいようにすることから始まるだろう。ターゲットは年末までに20店以上の店舗を新規開店し、さらに多くの店舗を改装する予定だが、バックヤードを拡大すれば、オンライン販売のフルフィルメントをサポートできるはずだ。

サンダース氏は、こうした問題を解決するには、目先の利益が減少することを受け入れる必要があると指摘する。しかし、3年近く低調なパフォーマンスが続き、投資家が我慢できなくなっている状況では、それは不可能かもしれない。サンダース氏は「ターゲットに十分なリソースがあるとは思わない。十分なリソースを準備するための余裕や収益性があるとも思えない。八方ふさがりの状況だ」と語る。

Voting With Their Feet

Fewer people have been shopping at Target in recent months.

Year-over-year change in foot traffic



Note: Data are weekly

Sources: Bloomberg, Placer.ai

DEI戦略の失敗で不買運動が勃発

ターゲットはDEI広報を巡る失敗にも対処する必要がある。ターゲットは2003年に初めて多様性・包摂性推進室を設立した当初からリベラル寄りだった。その後20年間でDEIポリシーは拡大を続けた。DEIコンサルティング会社ノーファス・ファームの創業者、ナタリー・ノーファス氏によると、2020年の黒人男性ジョージ・フロイドさんが白人警官による暴行で殺害された事件を受けて人種問題への意識が高まった時期には、ターゲットは「DEIの申し子」となった。

しかし、ターゲットは時代の流れを読み誤った。2023年、トランスジェンダー向けの水着をはじめとするゲイ・プライド（ゲイであることに誇りを持つこと）コレクションを発表したが、保守派の怒りを買って、現在まで続く不買運動の呼び掛けにつながった。ターゲットは今年初め、DEIポリシーの一部を後退させたが、今度は左派からの不買運動を引き起こし、来店客数が前年同週比で10週連続減少する一因になった。

ノーファス氏は、ターゲットにとって最善の策は、健全な職場とあらゆる人を歓迎するショッピング環境の創出に尽力していることを強調しつつ、論争の的になるような問題を回避するという綱渡りをすることだろうと語る。

ターゲットのPERはウォルマート（36.1倍）の約3分の1、コストコ（52.3）の4分の1で、一部の投資家は買いの好機とみている。株価が短期的に上昇するためには、CEOの交代やアクティビスト（物言う投資家）は必要ないかもしれない。配当利回りも4.6%と申し分ない。しかし、バーンスタインのマー氏は、ターゲットが新たな成長への道を見つけれられない限り、投資をせずにフリーキャッシュフローを生み出すばかりになり、最終的に事業が衰退する恐れがあると指摘する。

そんな結果を迎える必要はないはずだ。ターゲットは依然として消費者に好かれており、多くの人が復活を願っている。しかし、問題が長引くほど、二度と復活できない可能性も高くなる。

Losing Ground

Target is the only one of the big four retailers whose sales are expected to decline this year.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	Market Value (billion)	2024 Revenue (billion)	2025E Revenue Growth	2025E P/E
Target / TGT	\$96.99	-28.2%	\$44.1	\$106.7	-1.5%	12.8
Amazon.com / AMZN	206.02	-6.1	2,187.2	638.0	8.9	33.1
Costco Wholesale / COST	1,017.79	11.1	451.6	261.4	7.6	54.3
Walmart / WMT	97.58	8.0	780.7	678.4	3.6	37.7

Note: E=estimate

Sources: Bloomberg, FactSet

By Sabrina Escobar
(Source: Dow Jones)

2. 開発中の新薬が心疾患治療に新たな時代をもたらす

[フィーチャー]

Heart Disease Could Be a Goner When These New Drugs Arrive

世界中の患者に福音を、製薬会社には巨額の収益をもたらす可能性

世界最大の死因



Illustration by Lynne Tuttle/Barron's; Dreamstime

動脈硬化の原因となる血中の悪玉コレステロール（LDL）値を下げる、安価で有効性の高いスタチン系の治療薬が登場して40年たつが、心臓発作と脳卒中は依然として世界最大の死因となっている。米国人の4分の1はLDLコレステロール値が高い。しかし、処方されたスタチン系薬を継続的に服用しているのはその約半数にすぎず、服用してもLDLコレステロール値が十分に下がらない患者が約10%いる。現在、錠剤や、2週間に1回または半年に1回の注射、さらには生涯に1度だけ点滴を行うなど、さまざまな投与形態を取る一連の新たな心血管疾患治療薬に

ついて臨床試験（治験）が実施されており、そのすべてにスタチン系薬あるいは他の新薬に対する相加的な薬効があるようだ。数年後、臨床試験が成功すれば、数千人の命が救われ、製薬会社には年間数十億ドルに上る新たな収入がもたらされることになる。

新たな脂質異常症治療薬（コレステロール値を下げる薬）の開発に取り組んでいる企業は、製薬大手のイーライリリー＜LLY＞やメルク＜MRK＞、アストラゼネカ＜AZN＞から、バイオ医薬品企業のアムジェン＜AMGN＞やリジェネロン・ファーマシューティカルズ＜REGN＞、ニューアムステルダム・ファーマ＜NAMS＞、遺伝子編集を専門とするCRISPRセラピューティクス＜CRSP＞やバーブ・セラピューティクス＜VERV＞までさまざま。最後の3社は利益を生み出していないスタートアップ企業だが、心血管疾患治療薬の開発が成功すれば大きな追い風になる可能性がある。

血中の有害脂質はLDLコレステロールだけではない。高水準の中性脂肪やリポタンパク（a）も心血管疾患と関連があり、上記企業の多くが創薬の標的としている。

PCSK9阻害薬

リジェネロンとフランスの製薬大手サノフィ＜SNY＞は2015年、2週間に1回の注射で血中LDLコレステロール増加の原因となるPCSK9という酵素を阻害するモノクローナル抗体「プラルエント（一般名アリロクマブ）」を発売した。その数週間後、アムジェンが抗PCSK9モノクローナル抗体「レパーサ」の販売を始めた。2021年にはスイスの製薬大手ノバルティス＜NVS＞が、わずか年2回の注射で遺伝子によるPCSK9合成指示を阻害する「レクビオ」を発売している。

PCSK9阻害薬は、LDLコレステロールの水準が遺伝的に高い家族の命を救ってくれるが、定期的な注

射が必要で、患者の生涯にわたり年間3万ドルの費用がかかる。売り上げは好調ながら、費用と手間のせいで期待されていたほどではない。2024年の売上高は、リジェネロンとサノフィのプラルエントが5億8500万ドル、アムジェンのレパーサが前年比15%増の22億ドル、ノバルティスのレクビオが同80%増の2億6000万ドルだった。

費用と利便性の問題に対処するため、メルクはMK-0616というコードネームの経口薬の臨床試験を行っている。ブロックバスターのがん免疫治療薬「キイトルーダ」の特許切れで失われる売上高の一部をこの新薬で補うことを期待している。4月7日、メルクは1日に1回服用する錠剤に関し、家族性高コレステロール血症（FH）患者約300人を対象とする第3相臨床試験を完了した。8月には、深刻な心血管疾患を抱える約2800人の患者を対象とする、より広範な臨床試験を完了する予定だ。両試験で計測するのは、規制当局が心血管疾患の予防効果の十分な証明になると認めているLDLコレステロール値の低下だ。アナリストは、2025年11月に開催される米国心臓協会（AHA）の会合で結果が発表されることを期待している。メルクが狙っているのは家族性高コレステロール血症患者市場よりも広い市場だ。そのため、MK-0616の第3相臨床試験では、服用した患者について心臓発作、脳卒中、その他の心血管疾患の発作が実際に減少するか、ランダム化対照試験（登録者数1万4000人、終了2029年）を行う。

メルクの経口薬は、現在のPCSK9注射薬よりも大きな市場を獲得できるかもしれないが、空腹時に服用する必要があり、他の特定の薬と併用できないなど、依然として利便性面で課題がある。その点、アストラゼネカが開発中の経口薬「AZD0780」は空腹時に服用する必要はない。3月のアストラゼネカの発表によれば、スタチン系薬が効果を示さなかった患者を対象とする第2相臨床試験では、LDLコレステロール値が50%低下した。アストラゼネカは、PCSK9経口薬の年間市場規模について、50億ドルを超える可能性があるとしている。

Coming for Your Cholesterol

These new treatments could cut your bad lipids.

Company / Ticker	Treatment	Lipid	Lipid Reduction
NewAmsterdam Pharma / NAMS	CETP Inhibition + Statin	LDL Cholesterol	50%
Verve Therapeutics / VERV	One-time Gene Edit	LDL Cholesterol	60%
Arrowhead Pharmaceuticals / ARWR	siRNA	Triglycerides	80%
Eli Lilly / LLY	siRNA	Lipoprotein(a)	94%

Source: Company-sponsored clinical trials

遺伝子編集医薬業界

心血管疾患治療薬市場の規模とPCSK9阻害薬が現在抱えている課題は、遺伝子編集医薬業界からも注目されている。これらの企業のCRISPR技術（遺伝子編集技術）は、DNAを構成する30億の塩基対のうち特定の問題の原因となる領域を特定し、永久に不活性化したり、修復したりすることができる。これまでのところ、遺伝子医療企業はこのノーベル賞受賞技術が利益に結び付くことについて投資家を説得できていない。CRISPRセラピューティクスなどの企業は、鎌状赤血球症などの、重篤だがどちらかと言えば希少な疾患に焦点を当ててきた。売上高は遅々として伸びていない。

一方、バーブ・セラピューティクスは当初から心血管疾患に焦点を当てている。遺伝子編集技術企業ビーム・セラピューティクス<BEAM>から塩基編集（遺伝子コードの文字を1文字ずつ丁寧に編集する技術）と呼ばれる第2世代CRISPR技術のライセンスを取得している。PCSK9のコードを永久的に破壊することにより、1回の治療でLDLコレステロールを生涯にわたって低下させることが可能だ。4月に第1相臨床試験の初期データが発表され、14人の対象患者に深刻な副作用は一切なく、1回限りの治療から2年経過した後でもLDLコレステロール値が約60%低下していた（現在のPCSK9注射薬と同等）ことが示されると、バーブの株価は反発した。イーライリリーはバーブの心血管疾患治療プログラムに関する提携オプションを保有しており、今年行使する可能性もある。

クリーブランド・クリニックの心臓専門医で数多くの新薬の臨床試験に携わっているスティーブ・ニッセン氏は「遺伝子治療はゲームチェンジャーだ」と話す。家族性高コレステロール血症の若者は、スタチン系薬やPCSK9阻害薬による治療を一生続ける代わりに、1回限りの遺伝子編集によって問題の遺伝子を完全に除去できる。長期的な副作用が発生しないようにするため、最初の遺伝子編集患者は15年にわたり追跡調査される。

PCSK9以外を標的とする治療薬

PCSK9以外にも血中のコレステロール値に大きな影響を及ぼす要因がある。その一つがコレステリルエステル転送タンパク（CETP）だ。5月上旬、ニューアムステルダム・ファーマがCETP阻害薬「オビセトラピブ」の複数の第3相臨床試験の結果を発表した。LDLコレステロール値はオビセトラピブ単体で3分の1、スタチン系薬との併用で2分の1減少した。

もう一つの要因がLDLコレステロールと有害な中性脂肪の血中濃度を調整するタンパク質であるアンジオポエチン様タンパク3（ANGPTL3）だ。リジェネロンは2021年以降、抗ANGPTL3モノクローナル抗体の「エヴキーザ（一般名エビナクマブ）」を販売している。2024年の家族性高コレステロール血症患者への売上高は1億2600万ドルだ。

イーライリリー、難治性疾患治療薬を手掛けるアローヘッド・ファーマシューティカルズ<ARWR>、リジェネロンはいずれも細胞にANGPTL3の生成を指示するRNAメッセージを分解する、いわゆるsiRNA（短鎖干渉RNA）医薬の臨床試験を行っている。これらは、1回の投与で最大1年間効果が持続する注射薬だ。

バーブは、ANGPTL3の遺伝子レベルの指示を永久に阻害する塩基編集治療の第1相臨床試験を2024年1月に開始した。一部のデータを年内に発表する意向だ。

一方、CRISPRセラピューティクスはANGPTL3を阻害する1回限りの遺伝子編集治療の臨床試験をさらに進めており、4月に、治療を受けた最初の10人の患者のLDLコレステロール値が3分の2低下したと発表した。治療薬注入後数カ月で深刻な副作用は現れていないという。

希少だが命に関わる疾患の場合、遺伝子編集治療の費用は100万ドルを超える。CRISPR関連企業は、家族性高コレステロール血症の患者に現在投与されている高額なsiRNA注射の費用を負担する医療保険者にとって魅力的な価格を設定できると考えている。CRISPRセラピューティクスのサマース・クルカーニ最高経営責任者（CEO）は4月のカンファレンスで「siRNA治療の場合、年間3万ドルを50年にわたり支払う必要がある。当社の場合、その10分の1（15万ドル）を支払い、注射を1回受けるだけで済む。費用負担者にとってどちらが経済的かは明白だ」と語った。

LDLコレステロール以外の脂質

心臓発作や脳卒中の脂質要因としては、LDLコレステロール以外に中性脂肪（トリグリセリド）やリポタンパク（a）がある。

トリグリセリド阻害薬「トリンゴルザ」は、RNA標的治療薬を手掛けるイオニス・ファーマシューティカルズ<IONS>が単独で保有する最初の製品のひとつで、肝細胞に脂肪の合成を指示するRNAメッセージと結合する月1回の注射薬だ。希少な家族性トリグリセリド疾患の治療薬として承認されており、トリグリセリドを40～60%低下させる。より一般的な中度の高トリグリセリド疾患患者を対象に最近実施された第3相臨床試験では、60%低下している。

アローヘッドのsiRNA薬「プロザシラン」は、昨年結果が発表された第3相臨床試験で希少な家族性疾患患者のトリグリセリドを3カ月に1回の注射で80%低下させた。

遺伝的に血中のリポタンパク（a）値が高く、心血管疾患のリスクが2～3倍高い米国人の数は約6500万人に上るが、まだ承認された治療薬はない。来年、ノバルティスとイオニスが、リポタンパク（a）値の低下が実際に心臓発作や脳卒中を減少させるかを検証する初めての第3相臨床試験の結果を発表する。月1回の注射薬である両社のペラカルセンは、過去の臨床試験でリポタンパク（a）値を約80%低下させている。

より長期にわたり効果が持続するsiRNA技術を使用したイーライリリーの「レポディシラン」は最近発表された第2相臨床試験で、リポタンパク（a）値を1回の投与で6カ月にわたり94%低下させた。アムジェンとアローヘッドのsiRNA薬「オルパシラン」も同様の結果が報告されている。これらのsiRNA薬開発チームはいずれも、心血管疾患の発作が実際に減少するかを検証するため、現在第3相臨床試験を行っている。

ニッセン氏は、リポタンパク（a）の遺伝リスクに関する治療薬は長年にわたり待ち望まれていたため、現在第3相臨床試験が行われているのは、最も大きな可能性を秘めた分野の一つだと話す。

By Bill Alpert
(Source: Dow Jones)

3. 大学基金がプライベートエクイティと決別か

[フィーチャー]

University Endowments Are Breaking Up With Private Equity. It's Hard to Do.

投資戦略の中核だったプライベートエクイティの売却が進む理由

大学基金に影響を与えたエールモデル



Illustration by Edmon de Haro

エール大学基金の伝説的な運用責任者であったデービッド・スウェンセン氏は、人生で唯一確実なのは死と税金だけだ、というベンジャミン・フランクリンの言葉を好んで引用していた。しかし、この格言は大学基金の運用管理者には当てはまらない。なぜなら、一つに教育機関は永続的に存在することを目指しており、二つ目には基金資産は非課税の特典があるからだ。ただ、今では、フランクリンが正しかったように見える。結局のところ、裕福な大学であろうと、税務当局の広範な影響力から逃れることはできないようだ。税務当局は、大規模な基

金に対して大幅な増税をしようとしているのはほぼ間違いない。「永続的に存在する」ことに関して、少なくとも現時点では、大学にとってその脅威が存続に関わるほど重大だと言うのは誇張かもしれない。米国最高峰の高等教育機関の資金エンジンである基金、そしてそれを運営する人々は最近、あらゆる方面から圧力を受けている。増税案、トランプ政権による連邦政府の資金削減、外国人留学生の禁止、金利の上昇、資本市場の停滞など、あらゆる要因が大学の予算、ひいては基金に圧力をかけているのだ。

スウェンセン氏は2021年に亡くなったが、このドラマの中心人物だ。いわゆる「エールモデル」の創始者であるスウェンセン氏は、基金は公開株式、特に債券にのみ投資すべきではなく、ポートフォリオは、プライベートエクイティ（PE）、ベンチャーキャピタル、ヘッジファンド、不動産などへの投資に重点を置いて、幅広く分散されるべきだと主張した。アメリカンフットボールの伝説的コーチのヴィンセント・ロンバルディを崇拝していたアイオワ州出身のスウェンセン氏は、1985年にエール大学基金の運用を開始した。スウェンセン氏は、プライベート投資は保有期間に期限がなく、透明性への義務が低いことから、大学基金に適合すると考えていた。また、これらの投資は公開市場と同等またはより低いリスクでより高いリターンを生む、いわば「無料のランチ（リスクなしで利益が得られる）」のようなものだと言った。

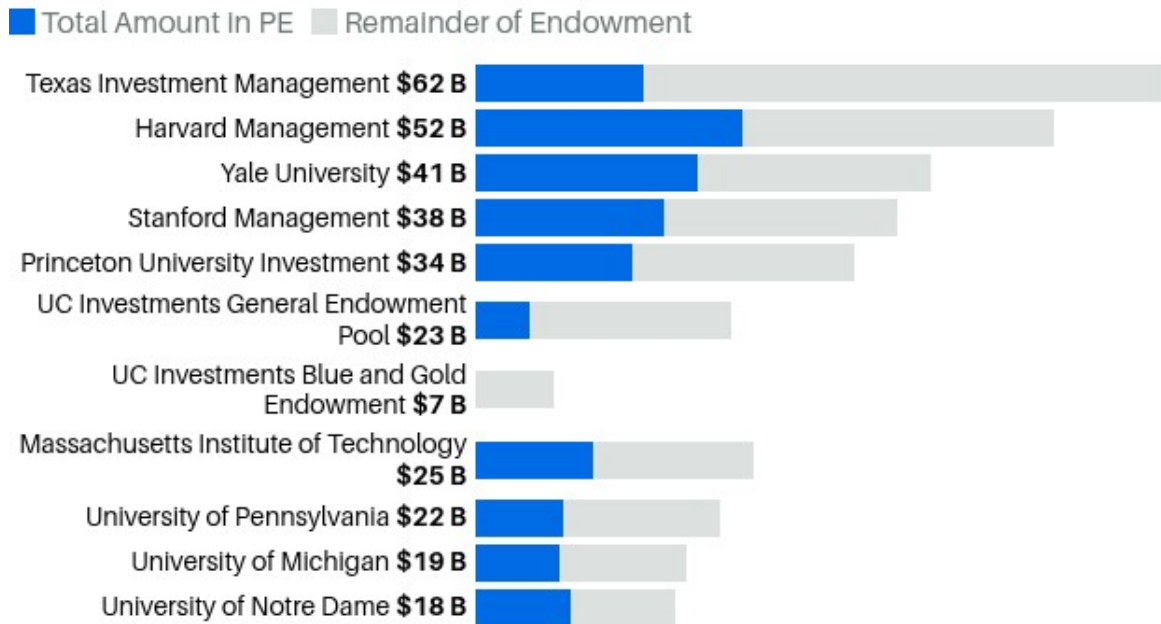
スウェンセン氏が成功を収め始めた頃、エール大学基金は業界最高水準だった。スウェンセン氏の研究と思考を体系化した著書「イエール大学流投資戦略 低リスク・高リターンを目指すポートフォリオの構築」（原題「Pioneering Portfolio Management」）で、2007年にエール大学基金の10年および20年のリターンがS&P500指数を大幅に上回ったと述べている。同期間において、それは最も高いパフォーマンスを誇る大学基金だった。評判が広がり、スウェンセン氏の信奉者たちが同じ手法を取ったことで（スウェンセン氏のチームの元メンバー15人が他の機関の投資部門責任者となった）、エールモデルは定番となった。スウェンセン氏の手法がどの程度広く受け入れられるようになったかは、大学基金におけるPEへの配分に表れている。ケンブリッジ・アソシエイツは、ハーバード大学、プリンストン

大学、ノートルダム大学、エール大学は、ポートフォリオの39～48%をPEに配分していると指摘している。

PEの持ち分の売却が進む

A Day of Reckoning

The largest university endowments allocate a significant portion of assets to private equity. An exception: the University of California.



Note: Total endowment AUM as of fiscal 2024; private-equity allocation as of fiscal 2023 except for Harvard, UC, Princeton, Michigan, and Notre Dame.

Sources: Barron's, Private Equity International Global Investor 150

しかし、市場平均を上回るリターン、いわゆるアルファを生み出すあらゆる投資と同様に、PEへの過剰な配分は、うまくいかなくまでは驚異的な効果を発揮した。その後、売却が続いている。カリフォルニア大学の最高投資責任者（CIO）であるジャグディープ・シン・バッチャー氏は5月13日の投資委員会で、「われわれは、まるで酔っ払った船乗りがプライベート市場で飲み続けるようだったかもしれないが、2023年と2024年にはPEを減らした」と述べた。ブラウン大学の予算財務委員会のメンバーは、「われわれはPEをかなり売却した」と言う（2024年6月時点で、ブラウン大学基金の42%がPEに投資されていた）。

過去にPEの持ち分を売却した経験があるハーバード大学のような他の大規模大学も同様に、売却を検討している。410億ドルの基金を持つエール大学は、これまでPEの持ち分を売却することに消極的だった。スウェンセン氏と仕事をしたことのある金融専門家は、「その一部はデービッドの考えによるものだったと思う。デービッドはPEの持ち分を売却することは不誠実な行為であり、ジェネラルパートナーとの関係を悪化させるものと考えていた」と述べた。

4月中旬、驚くには当たらないニュースが伝えられた。スウェンセン氏の後任であるエール大学CIOのマシュー・メンデルソン氏が、エール大学基金の数十億ドル規模のPEの持ち分を競売にかけたのだ。本誌は、この状況に詳しい関係者2人から、エール大学が実際に売却を進めており、現在持ち分の

一部を売却中であることを知った。ただし、金額や買い手は明らかにされていない。エール大学基金に詳しい関係者によると、エール大学は投資会社CD&R（旧クレイトン・デュビリエ&ライス）、マディソン・ディアボーン・パートナーズ、ゴールデンゲートが運用するファンドの持ち分を保有していたとのことだが、これらの売却が完了したかどうかは不明だ。エール大学は声明の中で、「数カ月にわたる検討の結果、大学は選定されたPEファンドの持ち分を売却する手続きを進めている。PEは、依然としてわれわれの投資戦略の中核となる重要な投資対象だ」と説明した。

カリフォルニア大学のバッチャー氏は、「大学基金で起こっていることは、2008年の金融危機に匹敵する。もし資産の50%が今後10年間流動性のない契約に縛られているなら、通常よりも多い金額を支出するのに苦勞するかもしれない。今後、こうした取引はさらに増えるだろう」と指摘した。

大学基金がPEファンドを削減する理由

大学基金がPEファンドの保有額を削減しようとしている理由を具体的に見てみよう。まずは、トランプ政権による大学の資金源に対するさまざまな圧力だ。連邦補助金の削減額は、全米の大学で合計100億ドル以上となる可能性がある。さらに、外国人学生の国外退去や受け入れ禁止、そして留学意欲をそぐような政策により、学費収入が数十億ドル規模で失われる恐れがある。

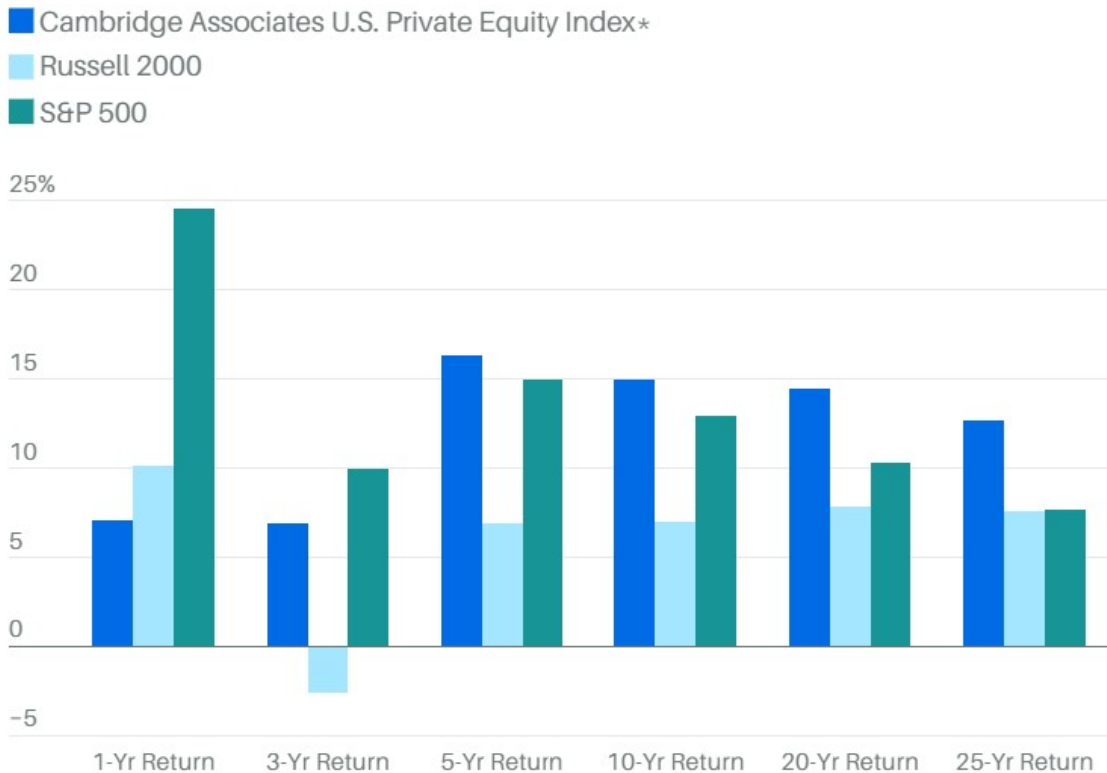
さらに、大型の基金の実現益に対する課税率を現在の1.4%から最大21%にまで引き上げる案もある。ウェルズリー大学のフィリップ・レヴィン氏によれば、「大きく美しい法案（トランプ減税法案）」では、税率の上限を21%と定めており、それが課されればハーバード大学、エール大学、スタンフォード大学、プリンストン大学は年間で5億～8億5000万ドルの税負担を強いられることになり、現在の3900万～5600万ドルから大幅な増加となる。こうした課税強化の可能性だけでも、早期の売却に動く十分な理由となる。PEファンドの一部を昨年売却した基金責任者は「大学基金は、PEファンドで得た利益を確定させるなら、課税率が21%に引き上げられる前にそうするだろう」と話す。

とはいえ、先行きは不透明だ。むしろ、税率の引き上げによってPEファンドの魅力が高まる可能性さえある。というのも、PEファンド投資では利益確定を先延ばしにできるためだ。その意味では、PEファンドへの配分を維持する動機にもなり得る。しかし、現時点では、保有比率を引き下げようとする動きが優勢であるように見える。市場の動きもPEファンドの持ち分の売却を促しているからだ。S&Pグローバルの分析によれば、PEファンドによるエグジット（投資回収）は、2025年の第1四半期に総額808億ドルで、2021年第4四半期の約2460億ドルから大幅に減少した。合併・買収（M&A）や新規株式公開（IPO）市場が低調に推移していることが背景にあり、その一因はトランプ大統領による関税政策の不透明感だ。通常、PEファンドの投資回収は、大学基金にとって安定的なキャッシュフローであるが、それが大幅に減少している。

さらに、「デノミネーター・エフェクト（分母効果）」がある。これは、たとえば株式市場の下落などでポートフォリオ全体の価値が減少する一方で、時価評価されないプライベート資産の価値は計算上変わらないため、結果的にプライベート資産の構成比率が過大になるという現象だ。この分母効果は、S&P 500指数が19.4%下落した2022年に大学基金を大きく直撃した。

Private Equity Returns Shine Over the Long-Term

The outperformance of large-cap tech stocks made it difficult for private markets to keep pace with the S&P 500 in the three years through June 30, 2024.



Note: *Includes buyout and growth equity funds. Returns annualized through June 30, 2024.

Source: Cambridge Associates

課題もあるPEファンドの売却

現金確保やリバランス、アンダーパフォーム資産の整理の必要性だけでなく、トランプ政権の動き、PE市場の動き、分母効果がPEファンドの持ち分の売却を促している。ただし、こうした売却には代償もある。プライベート市場に特化したアドバイザリー会社、キャンベル・ルティエンスによれば、2024年におけるPEファンドの持ち分の売却は平均13%のディスカウントで行われ、不動産は33%、インフラ資産は8.2%のディスカウントとなった。

売却の動きを認めつつも、過度に懸念する必要はないと指摘する投資銀行関係者もいる。エバーコアのプライベート・キャピタル・アドバイザリー部門責任者ナイジェル・ドーン氏は「これは大学基金やベテラン投資家が通常行っていることだ。彼らはポートフォリオの一部を市場に出し、市場から妥当な提示を引き出せるかどうかを試している。こうした動きは以前から行われてきた。今は、選択肢が増えているということだ」と話す。ドーン氏が言及しているのは、拡大を続けるセカンダリーマーケットである。エバーコアによれば、2024年のセカンダリーマーケットの取引額は1600億ドルと2019年の800億ドルから倍増した。大学基金によるPEファンドの持ち分売却先の多くは、アルディア、レキシントン・パートナーズ、ブラックストーンなどの投資会社で、こうした企業はセカンダリーマーケットで取得した複数のPEファンドの持ち分をパッケージ化し、新たなファンドを組成している。さらに、ファイナンス手段も多様化しており、たとえばNAV（純資産価値）ボンドのように、保有するPEファンドからのキャッシュフローを証券化することで現金を調達する手法もある。

変わる市場環境

PE市場にストレスの兆候が見られるもう一つの理由は、金利の上昇だ。アポロ・グローバル・マネジメントの最高経営責任者（CEO）であるマーク・ローワン氏は、PEファンドの持ち分の売却やその際のディスカウントについて、「大学が金利3%だった時に取得した資産を、現在の金利7%の環境下で（価格が大幅に下がり）売却しようとしているようなケースでない限り、過度に心配するべきではない」と述べた上で、「そうしたケースでは、大学が価格に満足するはずがない」と続けた。

何十年もの間、PEブームをけん引してきたのは超低金利環境で、PE市場に初期から参入していたスウェンセン氏のような投資家にとって大きな追い風だった。スウェンセン氏はさらに、競争が激化する以前の段階で、質の高いファンドにアクセスできた。現在では、約4500社ものPE企業が案件獲得を巡ってしのぎを削っており、その結果として買収価格が押し上げられている。買収価格が高くなれば、それだけPEファンドの投資妙味も薄れる。

スウェンセン氏は、エールモデルの成功の鍵は文化にあると語っていた。確かにそれは重要な要素だったが、同時に好条件がそろった市場環境も大きな役割を果たしたようだ。今日、大学基金の運用者にベンジャミン・フランクリンの名を出せば、彼らはおそらく意味ありげにうなずくだろう。清貧と節約を説いた『プア・リチャードの暦』の著者としてではなく、100ドル札に描かれた「建国の父」として。

今や大学にとって何よりも重要なのは、「ベンジャミン（100ドル札）」なのである。

By Andy Serwer
(Source: Dow Jones)

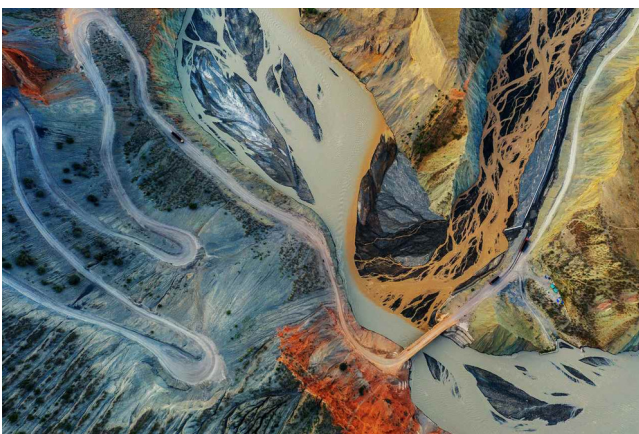
4. 関税、貿易交渉、大型減税も混乱しかない

[コラム]

Tariffs, Trade Talks, and a Giant Tax Bill: No Wonder We're Confused

キーワードは「不確実性」から「混乱」へ

BBBを巡る懸念



Haitong Yu / Getty Images

ほぼすべての企業の決算コンファレンスコールから経済や政治問題についての専門家の発言に至るまで、「不確実性」という言葉が今年の流行語の最有力候補となっている。しかし、それはここまでの話である。

米国国際貿易裁判所（CIT）がトランプ大統領によって発動された関税の多くを差し止める決定を下したことを受け、AGFインベストメンツのベテランのチーフ米国政策ストラテジストであるグレッグ・バリエール氏は「混乱が主要なテーマになるだろう」と記している。連邦巡回区

控訴裁判所がCITの決定を一時的に停止し現在の追加関税が継続される一方、ロシアや中国といった敵

対国との交渉、そして金融市場や経済にとって最も重要な「大きく美しい法案（ビッグ・ビューティフル・ビル）」については依然として、混乱が続いている。

支持者が「BBB」と呼ぶこの法案は議会下院を通過したが、上院では一部の共和党議員が政策コストの大きさに不満を表明しており、不透明感が漂う。当初、関税収入がBBBの幾つかの恩恵（チップに対する非課税、州税および地方税の控除拡大、高齢者向け優遇措置など）の財源の一部になると考えられていた。しかし、ウェルズ・ファーゴの経済調査チームによれば、想定される追加関税収入が半減すると2026会計年度（2025年10月～2026年9月）の財政赤字は約1800億ドル増加する。2027会計年度では、控えめな900億ドルの赤字削減見通しは、400億ドルの赤字拡大に転じると付け加えている。

エバーコアISIの株式戦略チームの責任者ジュリアン・エマニュエル氏は、今年の夏のテーマソングは同世代のロック歌手アリス・クーパーの1973年の名曲『No More Mr. Nice Guy』（ここから先は嫌われ者）になるだろうと記している。上院の財政タカ派議員は、関税収入を考慮しないBBB法案の総額に対して強硬に反対する可能性がある。ノムラ・アメリカの経済調査チームは4月の関税収入が156億ドルと、前年同月比93億ドル増加したと推計しており、米国の財政に大きく貢献している。

貿易交渉はさらに困難さを増す

トランプ関税の多くを無効とする決定は、最終的に最高裁判所に持ち込まれる公算が大きい。政府当局者は現在の関税が違憲とされた場合、代替策を取ることを公言している。一方で、他国との貿易交渉はさらに対立が激化する可能性が高い。

調査会社ストラテガス・リサーチ・パートナーズのダニエル・クリフトン氏が率いるワシントン政策チームは、「貿易相手国にとって取引を強いられる圧力が弱くなっているため、貿易交渉は短期的にはより困難になる可能性がある」と言及している。TSロンバードは、「さらに多くの国が、米国は『張り子の虎』という中国の長年の信条に同調する可能性がある。それは、新たな譲歩を提示するのではなく、貿易戦争の不確実性を長引かせるリスクがある」と述べている。この点に関して、ウォール・ストリート・ジャーナルは30日、米国が、中国は米国への希少鉱物資源（レアアース）輸出に関する合意を意図的に遅らせていると非難したことから、米中間の貿易休戦が崩壊しつつあるようだと報じた。

5月の雇用統計に注目

こうした状況下で米国経済の勢いは回復基調にある。30日には4月の個人所得と貿易に関する前向きな指標が発表されたが、これらは統計上の一時的要因によって嵩（かさ）上げされている。個人所得は予想を上回る前月比0.8%の増加だったが、その大半は政府の移転支出の上向きの調整によるものだった。貿易赤字はほぼ半減したが、それは4月2日の「解放の日」に発動される関税を回避するため、前月までに大量の駆け込み輸入があったことによるものである。

今週発表される5月の経済指標がより明確な見通しを提供するはずだ。6月6日に発表される雇用統計が注目されるだろう。エコノミストによるコンセンサス予想は、非農業部門就業者数が13万人の増加。これは過去3カ月の平均である15万4700人をわずかに下回る。失業率は横ばいの4.2%と予想されており、週平均労働時間や平均時給といった他の指標も最近の動きに沿ったものになるとみられている。しかし、投資銀行ジェフリーズのエコノミスト、トーマス・サイモンズ氏は、5月は雨の日が多かったため、建設業界のほかレジャーやホスピタリティ産業の雇用増加を抑制し、就業者数の伸びがわずか9

万5000人にとどまった可能性がある」と警告している。

関税、財政政策、不安定な市場、そして経済を巡る混乱の中、トランプ氏は29日、米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長を招いて面会した。これは、大統領就任後で初の対面での会談だった。トランプ氏はいつものように利下げを提案したが、パウエル氏はFRBのデータを重視する姿勢を改めて強調した。

筆者の夏のテーマソングはテンプテーションズが1970年に歌った『Ball of Confusion (That's What The World Is Today)』（混乱の玉、それが今日の世界）である。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

5. 5月は素晴らしかったが、6月はどうなるか

[米国株式市場]

You Should Have Bought in May. Should You Go Away in June?
6月は無理せずに様子見すべきだろうか

関税懸念の後退で好調だった5月



Michael Nagle/Bloomberg

今年の5月は投資家にとって本当に素晴らしい月となったが、6月はそれほどすてきな月ではないかもしれない。

株式市場が今年に入ってから深刻な下落から急速に回復する中、5月のS&P500指数は月間ベースとしては2023年以降で最も良い上昇率を記録し、5月としては35年ぶりの上昇率となった。S&P500指数は、30日はほぼ横ばいだったものの月間では6%超の上昇、週間でも1.9%の上昇となり、5911.69で引けた。ダウ工業株30種平均は先週1.6%高の4万2270ドル07セントと

なり、月間では3.8%の上昇となった。ナスダック総合指数は先週2.0%上昇して1万9113.77となり、月間ではほぼ10%の急騰で、2023年11月以降で最大の上昇率を記録した。小型株のラッセル2000指数は先週1.3%高となり、2066.29で週末を迎えた。

市場が楽観的となる最大の理由として、トランプ大統領が相互関税の最も高率の一部分を撤回したことや、司法当局がそれらの大部分に対して、その法的根拠に異議を申し立てたことが挙げられる。米国際貿易裁判所は28日に、トランプ大統領の「相互関税」を含む多くの関税は法令で認められた「大統領権限」を逸脱しており違法に導入されたとの判決を下した。連邦巡回区裁判所（控訴裁）は現時点では判決を先延ばしにしており、トランプ大統領のチームは、司法サイドからの反発が少ない新たな関税計画を検討している。それでもウォール街は安堵（あんど）し、今後は関税がそれほど厳しいものにはならないと予想しているようだ。

企業業績とインフレの落ち着きも上昇要因

しかし、関税だけが上昇要因ではない。LPLフィナンシャルのチーフ・エクイティ・ストラテジストであるジェフ・ブックビンダー氏によると、既に発表された企業業績は、前年同期比で13%増益となっているという。ブックビンダー氏は、実際の業績が利益予想を上回った企業の比率は78%と驚異的であり、関税や消費の弱さが影響を与えるとの懸念にもかかわらず、ほとんどの企業が利益率を拡大していると指摘する。増益の約半分を超大型のハイテク銘柄が占めており、これが他の主要株価指数に対してナスダック総合指数がアウトパフォームしている主な要因となっている。

また、関税によるインフレ懸念は現実のものとなっていない。米連邦準備制度理事会（FRB）が重視する個人消費支出物価指数（PCE物価指数）の伸び率は4月に鈍化した一方、消費者信頼感は回復傾向にある。経済指標では、6月6日に発表予定の5月の雇用統計が次の試金石となる。

Market Snapshot



指数がレンジを上抜けするにはまだ力不足か

それにもかかわらず、直近のS&P500指数は6000をわずかに下回る水準でレンジ取引になっているように見える。このレンジを突破して史上最高値である6144を試し始めるためには、いくつかの条件が整う必要があると、ストラテジストは指摘している。パイパー・サンドラーのチーフ・マーケット・テクニシャンであるクレイグ・ジョンソン氏は、「インフレ指標の低下、米10年物国債の利回り低下、そして政治のかく乱要因の減少」を期待していると述べる。

最も重要な点として、投資家は関税の動向を注視する必要がある。現時点でバンガードは、平均関税率が約10%と、トランプ大統領の当初提案の約半分で決着すると予想している。この関税率は企業の利益率や消費者物価に確実に影響を与えると思われるが、経済を急速に冷やしたり、猛烈なインフレを引き起こしたりする可能性は低いと考えられる。

しかしブックビンダー氏は、10%という数字は低めに見積もられているかもしれない、関税率が13%から15%程度に落ち着く可能性がある」と懸念している。これは少なくとも短期的には株式市場にとっての悪材料となる。ブックビンダー氏は「LPLリサーチでは関税引き上げのリスクを無視したいところだが、現時点ではそうはいかない。現時点の関税率が大体維持されると予想しており、税制改革法案による利益見通しの改善が実現するまで、S&P500指数のレンジ相場の上抜けは先送りされる可能性が高い。これらが実現するまでには時間がかかるかもしれない」と書いている。

残念ながら、時はわれわれに味方しないかもしれない。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

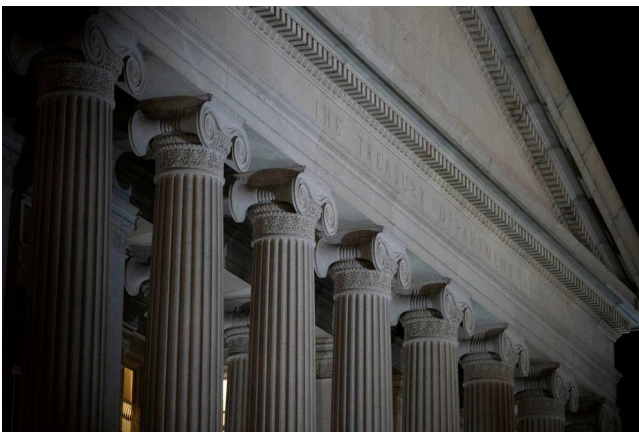
6. FRBの新たな関心事はプライベート・クレジット

[経済政策]

The Fed Is Worried About Private Credit. Should It Be the One Regulating the Sector?

銀行システムの枠外で運営される不透明な市場

FRBの監視が直接届かない融資



Bloomberg

米連邦準備制度理事会（FRB）があたかも懸念事項に欠かないかのように、新たな問題が加わった。FRB当局者たちは目下、急成長中のプライベート・クレジット市場に関心を寄せている。

約1兆7000億ドル規模のプライベート融資市場については、その規模と成長の速さに関して、FRBの一部当局者の間で金融安定性へのリスクになりかねないとの懸念がある。しかし、このリスクにFRBが対応すべきなのかについては、意見が分かれている。

プライベート・クレジットは、主に従来の銀行システムの枠外で運営されている。つまり、FRBの監視が直接届かない領域ということだ。ビジネス・デベロップメント・カンパニー（BDC：企業の事業開発を主に金融面からサポートする投資会社）やダイレクト・レンダー、ヘッジファンドなどが、通常であれば銀行から借りていたはずの企業に融資している。これらの貸し手は銀行のような自己資本規制や厳格な監督を受けていない。こうした透明性のなさが、FRBを不安にさせている。

ボストン地区連銀のシニア・マーケット・スペシャリストのジョン・レビン氏は「プライベート・クレジットは、特に大手銀行の間に新たな貸出先になりつつある」と語る。つまり、融資そのものはFRBの監視下にないとしても、融資の資金源となっている銀行は監視対象であり、そこにリスクが忍び込む余地があるのだ。

金融危機時のCDOと類似点も

ボストン地区連銀が最近発表したりポートの共著者であるレビン氏は、現在のプライベート・クレジットの仕組みを、世界的な金融危機を引き起こす引き金となった債務担保証券（CDO）と比較している。レビン氏は2008年の再来を論じているわけではないが、銀行がよりリスクの高い貸し付けプールに対して最上位層に資金提供者として関与している構造は、かつてのCDOの崩壊と類似点があると指摘した。

では、今がパニックに陥るべき時なのだろうか。クレジット業界の関係者に聞けば、「そんなことはない」との答えが返ってくる。ベネフィット・ストリート・パートナーズの社長で、ドイツ銀証券の元最高経営責任者（CEO）でもあるリッチ・バーン氏は「正直なところ、何がそんなに騒がれているのか分からない。プライベート・クレジットは、広くシンジケートされているローン市場と本質的に変わらない。むしろハイイールド債よりリスクは小さいとすら思う」と話す。

銀行は企業そのものに融資しているのではなく、運用会社が管理する、何十件あるいは何百件ものローンを含む分散化されたポートフォリオに融資しているので、バーン氏は「直接融資よりもはるかにリスクが低い」と説明する。

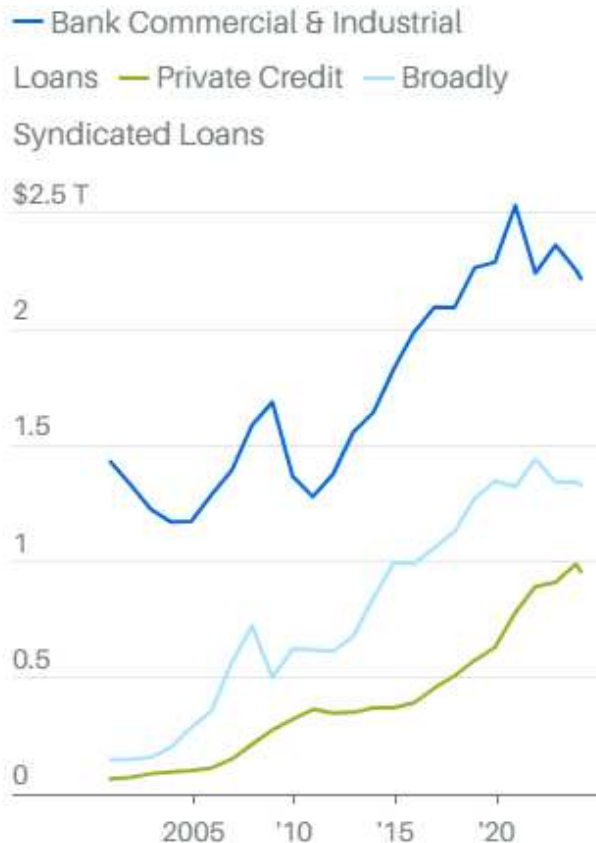
とはいえ、バーン氏も事態が急変する可能性があることは理解しており、「貸し手にとっての存続リスクの一つは、資金調達手段を失うことだ」と語る。何らかの理由で銀行が警戒心を強めれば、プライベート・クレジットのプールへの融資を停止するかもしれない、それが経済に冷や水を浴びせる恐れがある。

FRBの役割を巡る内部対立

プライベート・クレジットを巡る議論は、FRB内部に存在する根深い対立も浮き彫りにしている。一部の地区連銀の研究者や、アトランタ地区連銀のラファエル・ボスティック総裁、ダラス地区連銀のローリー・ローガン総裁ら政策担当者たちは、拡大するプライベート・クレジット市場に懸念を抱き、何らかの対応が必要だと考えている。彼らは「見て見ぬふり」は許されないと主張している。

The Rise of Non-Bank Lending

Of the major types of loans, private credit is the fastest-growing over the past two decades.



Note: inflation-adjusted growth of various credit types.

Sources: Federal Reserve Bank of Boston; Preqin (private credit data); Pitchbook LCD (broadly syndicated loans data); Federal Reserve H.8 (C&I data)

一方で、FRBの権限を縮小させたい人たちもいる。トランプ大統領が、パウエル議長の来年の任期終了後に、次期議長として指名する見通しのケビン・ウォーシュ氏はFRBの役割を縮小したいとの意向を隠さない。また、FRBの金融監督担当副議長として上院の承認待ちのミシェル・ボウマン理事も、銀行業界に対する監督を緩和するとみられている。

後者のグループはFRBの職責を拡大することに懐疑的であり、プライベート・クレジット市場に関する監督業務を財務省に任せる可能性が高い。

その場合、FRBはジレンマに直面することになる。金融システムがますます複雑化し、不透明さを増し、ショックに対する脆弱性が高まる中で、FRBの役割が縮小するかもしれないからだ。

クレジット市場は視界の外で動いている。市場は神経質だ。そしてリスクは、以前よりも大きくなっているとは言わないまでも、より見えにくくなっている。

レビン氏は「プライベート・クレジット業界がこれほど大きく、現在のように銀行と結びついた状態でリセッション（景気後退）を経験したことは、これまでない」と指摘した。

次の景気後退は、金融システムだけでなく、FRBの限界をも試すことになるかもしれない。

By Nicole Goodkind
(Source: Dow Jones)

7. AIクラウド帝国を築きつつあるコアウィーブ、株価を巡る謎 CoreWeave Is Building an AI Cloud Empire. The Stock Is a Puzzle. AIインフラの注目企業に迫る

[投資戦略]

コアウィーブの株は買いなのか



Yuki Iwamura/Bloomberg

クラウドインフラストラクチャーテクノロジー会社のコアウィーブ<CRWV>の株は買いかどうか、Chat（チャット）GPTに尋ねてみた。ChatGPTは450語を超える長文で、人工知能（AI）インフラの需要による大きな成長の可能性を説明する一方、キャッシュバーン、高水準の債務、バリュエーションの高さに起因する相当なリスクを指摘した。売上高の3分の2近くがマイクロソフト<MSFT>由来であること、米半導体大手のエヌビディア<NVDA>は主要なサプライヤーであり主要株主でもあるといった事実への断片的な言及もあった。

結局、ChatGPTは無難な表現で両論併記の姿勢を取り、責任を外部のアナリストに押し付けつつ、金融アドバイザーへの相談を勧めるなど、曖昧な回答に終始した。

つまり、AIはすでに金融コラムの執筆をマスターしたようだ。なんということだ。一日ごとに陳腐化していくこの脳みそから、あと数年分の生産性を搾り出そうと思っていたのに。しかし先週、コアウィーブの共同創業者兼最高開発責任者であるブラニン・マクビー氏と話すことができた。マクビー氏がまだ人間同士の会話というインターフェースに対応している限り、筆者はそのことについて幾つかの段落を書き連ねてもよいだろう。

予想を裏切り続ける値動き

コアウィーブは3月、ハイテク企業としてこの4年で最大規模の新規株式公開（IPO）を行った。IPO価格は1株当たり47～55ドルと想定されていたが、タイミングが悪かった。当時、ハイテク銘柄中心のナスダック総合指数は年初来で10%下落しており、IPO当日も3%下落していた。エヌビディアが40ドルで株式を購入したが、4月末でも株価は41ドルにとどまっていた。

それが突然120ドルに上昇した。このことでアナリストは厄介な立場に立たされている。ファクトセットによると、目標株価は平均69ドル、最高で100ドルだ。強気派は、コアウィーブ株の継続保有を正当化するために計算を急いで修正するか、そうでなければ投資判断を下げるしかない。先週、1社が後者を選択した。

エヌビディアとの提携関係をどう見るか

コアウィーブはウォール街で始まったと言えるかもしれない。2016年、エネルギーのトレーダーたちが画像処理半導体（GPU）を購入し、ビリヤード台の上に設置して暗号資産イーサリアムのマイニングに活用した。トレーダーたちは「アトランティック・クリプト」と名乗り、2018年から2019年の暗号資産の暴落時には新たな機器を安価で調達した。彼らはGPUの新たな用途を探る中で社名をコアウィーブに変更し、クラウドAIコンピューティングなどへの活用を模索した。クラウドコンピューティング大手よりも低価格でありながら、AIに特化したタスクにおいてより高い性能を提供することが売りだった。

2022年末、マイクロソフトの支援するオープンAIがChatGPTを発表した。利用が急拡大する中、マイクロソフトはAIコンピューティングのためにコアウィーブに着目した。AIインフラ投資の熱狂により、エヌビディアの株価は過去3年間で600%以上急騰した。コアウィーブはエヌビディアと連携し、半導体をクラウド顧客向けに提供している。

この提携関係を互恵的と呼ぶこともできるが、現時点ではエヌビディアが莫大（ばくだい）なフリーキャッシュフローを享受する一方、コアウィーブは今年設備投資が200億ドルに倍増する中、キャッシュバーンが昨年の60億ドル弱から170億ドルに増大する見込みだ。

マクビー氏は、「これはコアウィーブの事業について誤解が多い点の一つだと思う。当社の債務負担を見て、債務が非常に多いと感じるかもしれない。しかし実際には、設備投資を行うのはすべて成功が保証された支出だ。人が利用してくれるという期待の下でインフラを購入しているわけではない」と説明する。マクビー氏によると、コアウィーブは通常、状況にかかわらずインフラに対して支払いを受ける4年間のテイク・オア・ペイ契約を締結している。その後、債務とそれを返済するための契約収入を組み合わせる形で拡張分を資金調達している。資金はGPUだけでなく、データセンター、冷却設備、キャビネット、ソフトウェアにも充てられている。

直近の四半期末時点で、コアウィーブは短期債務38億ドルと長期債務49億ドルを計上している。2030年6月満期の利回り9.25%の社債20億ドル相当を発行し、その資金を他の債務の返済に充当すると発表後、5月21日には株価が1日で19%上昇した。

今後の動きは読めるのか

コアウィーブの顧客には、マイクロソフト以外にオープンAI、メタ<META>（旧フェイスブック）、IBM<IBM>が含まれる。クラウドの巨人たちに対するコアウィーブの競争優位性について尋ねると、マクビー氏はこれらの企業の取り組みを、伝統的な自動車メーカーが既存の車種に大型バッテリーを搭載してテスラの「モデルY」を製造しようとする行為に例えた。マクビー氏は「彼らは既存の製品をAIで利用できるように改造しようとしているが、通常はその過程で何らかの妥協が必要になる」と指摘する。

パークレイズでアナリストを務めるライモ・レンショウ氏は5月27日、コアウィーブの目標株価を70ドルから100ドルに引き上げたが、投資判断を「オーバーウエート」から「イコールウエート」に引き下げた。レンショウ氏は、AIへの長期的な関与を評価するものの、バリュエーションや、ベンチマークとなる同業他社がないことが、株価の変動要因となる可能性が高いと指摘している。この日の終値では、株価は20%上昇した。

ウォール街では、コアウィーブは2027年にかけて金額を減らしつつキャッシュバーンを続けると予想されている。売上高は今年50億ドルに倍増し、2027年までに160億ドルを超えると見込まれている。コアウィーブの2027年予想株価売上高倍率は3倍強となっている。

今や筆者に残されたのは、株価の次の動きを自信を持って予測することだけだ。しかしそれは経済的根拠よりも、投資家の一時的な熱狂に依拠した変動となるだろう。アドバイザーに相談することをお勧めする。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

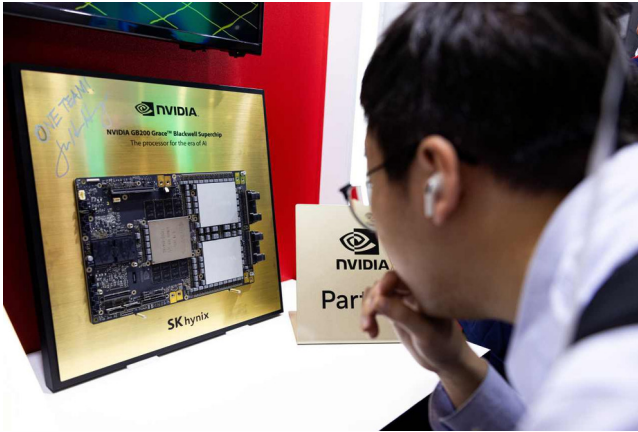
8. 対中国輸出規制を乗り越えたエヌビディア [ハイテク] Nvidia's Most Impressive Feat Yet? How the Chip Maker Overcame a China Ban. 旺盛なAIインフラ需要に支えられ、第1四半期決算は市場予想を上回る

輸出規制による逆風にもかかわらず決算は市場予想を上回った

人工知能（AI）ブームが再燃し、米半導体大手エヌビディア<NVDA>はその恩恵を受けている。

エヌビディアが5月28日に発表した第1四半期（2～4月期）決算は堅調な内容だった。それを受けて株価は上昇し、29日の終値に基づく時価総額はマイクロソフト<MSFT>に僅差で続く世界第2位の3兆4000億ドルとなった。

注目すべきは、エヌビディアの堅調な決算が、米国政府によるAI半導体H20の対中国輸出規制という



Annabelle Chih/Bloomberg

逆風を乗り越えて達成されたことだ。

第1四半期の売上高は、市場予想を上回る前年同期比69%増の441億ドルとなった。中でも、AI半導体需要がけん引するデータセンター部門の売上高は同73%増の391億ドルだった。

一方、ガイダンスは強弱が交錯する内容だった。第2四半期の売上高ガイダンスのレンジ中央値は450億ドルで、コンセンサス予想の459億ドルを下回った。2年前にAIのスーパーサイクルが始まって以降、エヌビディアのガイダンスが市場

予想を下回ったのは今回が初めてだ。

だが、その要因はエヌビディアのコントロールが及ばないところにある。今年4月中旬、トランプ政権がエヌビディアのAI半導体H20の中国への輸出を事実上禁止する決定を下したことが原因だ。

エヌビディアは、H20半導体の禁輸措置に伴う第1および第2四半期の売上高への影響を合計105億ドルと見積もった。そのため投資家は、禁輸措置による影響がなければエヌビディアはコンセンサス予想を大幅に上回るガイダンスを発表していたとすぐに理解した。つまり、中国以外の事業は予想以上に好調と考えられる。

実際、エヌビディアの株価は決算発表直後に下落したものの反発し、時間外取引で上昇ペースは加速した。翌日は3.3%上昇して引けた。

エヌビディアの投資家にとっての良いニュースは、市場が将来を見据えていることだ。中国市場による逆風はほぼ解消され、今後の株価上昇の可能性に向けて市場の見方はリセットされている。

Blackwell半導体の増産体制が整い、次世代モデルの開発は順調

AIインフラに対する大手ハイテク企業の需要は高まり続けている。ウォール街の一部は今回の決算シーズンが始まる前、マクロ経済の不確実性に直面するハイテク業界がAIインフラ投資予算を削減するのではないかと懸念していた。ところが実際は、メタ<META>（旧フェイスブック）はAI投資を増やす計画を明らかにし、マイクロソフトはAI処理能力の供給が予想以上に窮迫していると述べた。

需要が旺盛でも、供給がそれに応じられなければ意味がない。エヌビディアの経営陣は先週、供給面での懸念も払拭（ふっしょく）した。最高財務責任者（CFO）のコレット・クレス氏は、Blackwell（ブラックウェル）アーキテクチャに基づく画像処理半導体（GPU）の生産量を拡大していることと、大手クラウドコンピューティング企業が最高性能のAI半導体であるGB200 NVL72サーバーラック（36基のCPUと72基のBlackwell GPUを1台のラックに統合したサーバー）を毎週約1000台ずつ導入していることを明らかにした。サーバーラック1台当たりの販売価格は数百万ドルだ。クレス氏によると、マイクロソフトは数十万台のGB200 NVL72サーバーラックを購入する計画だ。

さらに重要なのは、次世代アーキテクチャであるBlackwell Ultraの開発が順調に進んでいることだ。

クレス氏によると、エヌビディアは今年5月にBlackwell Ultra GB300 NVL72 AIサーバーのサンプル出荷を開始した。今四半期後半には量産を開始する予定だ。

■ 推論、エージェント、ソブリンAIが需要をけん引

エヌビディアの最高経営責任者（CEO）であるジェンスン・フアン氏は、AI需要の高まりをけん引する要因として、推論、エージェント、ソブリンAIを挙げた。

最新のAIモデルは推論機能を備えている。多数の思考計算を実行することで、質問内容をより徹底的に検討し、より高品質な回答を導出できる。フアン氏によると、推論機能は従来のAIモデルと比較して100倍以上の計算リソースを消費する。つまり、推論モデルは推論需要の急増をけん引している。

単純な指示に従ってコンピュータアクションを実行するAIエージェントも実用レベルに達しており、企業による導入が進んでいるとフアン氏は言う。

ソブリンAIに関しては、エヌビディアは最近、サウジアラビアおよびアラブ首長国連邦（UAE）との大型契約を発表した。サウジアラビアは、自国のAIデータセンター向けに既に1万8000台のAIサーバーを発注済みで、今後5年間で「数十万基」のGPUを導入する可能性があるとしている。UAEは最初のAIデータセンターを2026年に稼働させる計画だ。フアン氏は、ほかにも未公表の契約が「多数」あり、今週の欧州訪問に合わせて一部を発表するつもりだと述べた。

エヌビディアの予想株価収益率（PER）は29倍で、コンセンサス予想に基づく今後12カ月間の予想増収率は45%。予想PERが28倍で今後12カ月間の予想増収率が4%と予想されているアップル＜AAPL＞と比べると、エヌビディアのバリュエーションは非常に割安だ。

エヌビディアは、決算発表のたびに、PC革命やiPhone（アイフォーン）登場初期のような、「一世代に一度の」成長ストーリーを描いているように見える。PCもiPhoneも成長トレンドは10年以上続いた。エヌビディアの成長トレンドが始まってから2年しかたっていない。

By Tae Kim
(Source: Dow Jones)

9.

パランティアの株価が急騰

[米国株式市場]

Palantir Stock Has Been Unstoppable.

S&P500指数構成銘柄入れ替えがトラブルになるか

株価急騰自体が問題と呼ぶか



Getty Images for 137 Ventures/Founders Fund/Jacob Heilberg

テロ対策を支援するソフトウェア会社のパランティア・テクノロジーズ<PLTR>は、過去1年間で株価が5倍弱に上昇して時価総額が2500億ドル近く増加するなど、市場の中で傑出したパフォーマンスを挙げている銘柄の一つだ。しかし、一部のアナリストは、人工知能（AI）という幅広い投資テーマに関連したパランティア株の急騰が数週間後には妨げになって、夏場にかけて売りの対象になる可能性があるとし唆している。

パランティアはS&P500指数に昨年秋に追加された。指数を管理するS&Pグローバルは追加を9月

6日に発表しており、当時の時価総額は680億ドルだった。9月23日の正式採用以降で株価は3倍以上となり、5月下旬の時点で時価総額は3000億ドル弱となっている。

アダム・パーカー氏が率いるトライバリエート・リサーチは、それこそが問題かもしれないと述べる。パランティアは中型株に分類されるものの、現在の時価総額はS&P500指数の中で25番目となっている。S&Pグローバルは自社のベンチマーク・インデックスのリバランスを来月行い、6月30日に変更が実施される予定だ。パーカー氏率いるチームは5月28日に発行したリポートで、それによってパランティアの株価が大きく変動する可能性があるという警告している。トライバリエートは、「来たる6月末のリバランスが、各ユニバース構成銘柄の大幅な変更につながって、パランティアから他の銘柄に乗り換えられる可能性がある」と述べている。

パランティアは中型株ユニバースの中で8%のウェイトを占めている。そのためトライバリエートは、アクティブ運用マネジャーがパランティアの売却を望んでいたとしても、中型株ベンチマークに追随するパッシブ運用マネジャーからの買い支えにはあがえず、「極めて厳しい課題」になると主張する。

しかしトライバリエートは、パランティアが大型株に分類されることで、中型株のアクティブ運用マネジャーにとって売却の機会となるほか、大型株のマネジャーはパランティアのバリュエーションを精査する公算が大きく、これがパランティアの株価に対する下押し圧力を引き起こす可能性があるとしている。

トライバリエートは、パランティアの企業価値（EV）予想売上高倍率の73倍という水準は、調査対象とした過去25年の中で最も割高な銘柄の1社であると述べている。トライバリエートは、「EV売上高倍率が示唆する今後10年間の成長率は年40%超となっている。過去25年間を見ると、売上高がパランティアの水準から年40%超成長した企業はない」と記している。パランティアの売上高は2024年に29%

増加して、ベースとなる売上高は28億7000万ドルとなった。5月には、2025年の会社予想売上高が39億ドルに引き上げられており、成長率は35%と示唆される。

空売り推奨も、もうかるとは限らない

トライバリエートは、今後12カ月の予想増収率がパランティアを上回る上場企業はわずか80社であるが、そのどの企業においてもEV売上高倍率が少なくとも60%は低い水準にあると述べている。パーカー氏のチームは、「パランティアは、ファンダメンタルズの観点では素晴らしいかもしれないが、確かではない。乗り換えは、誰もが喜んで売却するユニバースからマネジャーが保有を強制されない別のユニバースに対して起こる」と指摘しており、「パランティアが今までのどの銘柄よりも長期にわたって高成長を続けることに確信を持てなければ、今売却して、6月30日間近に空売りすべきだ」と結んでいる。

とはいえ、パランティアに対する最近の空売りの試みに基づくと、空売りはリスクのある賭けかもしれない。ファクトセットのデータによると、パランティアの空売り比率割合はわずか2.63%で、市場に対するベータが1.76程度と高い銘柄としては比較的低い割合となっている（市場に対するベータが1を超えるとリスクが高いということになる）。

データ分析会社S3パートナーズの最近のデータによると、パランティアは年初来の空売りの中で特にもうかっていない銘柄の一社で、5月21日時点で空売り側は30億ドル弱の損失となっている。ちなみに、最ももうかっていない空売りは、ソフトウェア会社でビットコイン大口保有者のマイクロストラテジー<MSTR>で、空売り側の投資家は35億ドル強の損失を抱える。EV売上高倍率は112.7倍で、トライバリエートのリストの中で最も割高だ。

By Martin Baccardax
(Source: Dow Jones)

10. 関税政策で株価が乱高下する中、小動きの株に注目 Tariff Chaos and Market Turbulence. Why Low-Volatility Stocks Are Hot. 低ボラティリティー銘柄がS&P500指数をアウトパフォーム

[経済関連スケジュール]

市場の乱高下で浮上する低ボラティリティー銘柄

株価の乱高下が続く中で、低ボラティリティー銘柄に注目が集まる展開となっている。S&P500指数は、5月30日現在で年初来約0.5%の上昇にとどまっているが、その背後には見逃せない急落がある。市場は2月19日に過去最高値を記録した後、4月8日までに約19%も下落した。4月8日は、トランプ大統領による関税政策への懸念が市場心理を圧迫し、警戒感が最高潮に達した時期だ。

こうした不安定な相場環境で、低ボラティリティー銘柄が台頭してきた。2023年と2024年は、株価が大きく上昇する銘柄に投資が集中し、値動きの穏やかな銘柄は取り残されていた。しかし2025年に入り、状況は一変した。運用資産で最大規模の低ボラティリティー型上場投資信託（ETF）のiシェアーズMSCI米国ミニマム・ボラティリティー・ファクターETF<USMV>は、年初来で5.2%のリターンを上げており、市場全体を5%ポイント超も上回っている。過去3年間の平均リターンは10.9%で、S&P500指数の14.3%には届かないものの、安定性の高い運用成績だ。モーニングスターのアナリスト、ダ

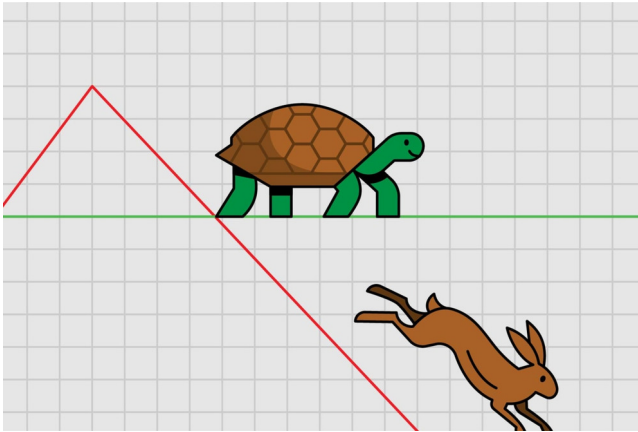


Illustration by Elias Stein

ン・レフコビッツ氏は「低ボラティリティーというファクターは、必ずしも市場全体を上回るリターンを追求するものではなく、リスク調整後のリターンで市場を上回ることを目標とする」と述べている。

レフコビッツ氏は、こうした低ボラティリティー銘柄の中でリターンをけん引する株式として、バークシャー・ハサウェイのクラスB株<BRK.B>、飲料大手のコカ・コーラ<KO>、クレジットカードのマスターカード<MA>、保険会社マーシュ・アンド・マクレナン<MMC>

などの銘柄を挙げている。バークシャー・ハサウェイのクラスA株<BRK.A>は、ウォーレン・バフェット氏が最高経営責任者（CEO）職を退く意向を表明した後に約5%下落したものの、年初来では11%超の上昇を見せている。また、バークシャーの主要保有銘柄であるコカ・コーラも、年初来約16%の上昇となっており、消費者が景気の状態にかかわらず購入する製品を扱う企業への投資が支持を集めていることを示す。コカ・コーラの売上高の約60%は海外市場から得られており、グローバルに展開するボトリング事業はトランプ政権の関税政策からの影響を受けにくい構造となっている。

先週の出来事

市場動向

米国市場はメモリアルデーの連休明けに取引を再開。トランプ氏が欧州連合（EU）に対する50%の関税を一時延期したことを受け、株価は予想通り反発し、S&P500指数は2%超上昇した。米民間有力調査機関コンファレンス・ボード（CB）が発表した5月の消費者景気信頼感指数は、過去4年余りで最大の改善幅を記録した。一方で、日本の40年物国債入札が低調で、影響が海外市場の債券利回りに波及した。企業決算では、米半導体大手エヌビディア<NVDA>が2～4月期決算を発表し、売上高は前年同期比で69%増となった。通商政策を巡っては、米国際貿易裁判所（CIT）はトランプ氏による広範な関税措置を違法と判断した。政権は控訴裁での審理で、一審のCITによる決定を停止するよう申し立て、控訴裁はこれを認め、決定の執行を一時停止した。なお、CITとは別に提起されていた訴訟でも、別の連邦地方裁判所が同様に違法との結論を下した。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1.6%上昇。S&P500指数は1.9%上昇、ナスダック総合指数も2%上昇した。

企業動向

メディア娯楽大手ウォルト・ディズニー<DIS>が公開した実写映画『リロ&スティッチ』は、週末の世界興行収入で3億6100万ドルを記録し、首位に立った。同業のパラマウント・グローバル<PARA>による『ミッション：インポッシブル／ファイナル・レコニング』と合わせた興行成績は、米国内のメモリアルデー週末として過去最大となった。米司法省は、航空機製造大手ボーイング<BA>製の737 MAX型機の墜落事故を巡り、ボーイングを刑事訴追しない方針で合意に達したと明らかにした。ブルームバーグ通信は、米投資会社ブラックスストーン<BX>がニューヨーク市の年金基金から50億ドル相当のプライベートエクイティ（PE）持ち分を取得すると報じた。イーロン・マスク氏率いる宇宙開発企業スペースXの「スターシップ」ロケットは、大気圏再突入時に機体の一部から漏れが発生し、空中分解した。また政府効率化省（DOGE）を率いたマスク氏は政府の役職を離れ、トランプ政権の歳出法案と税制案を批判した。

M&A（合併・買収）など

- ・日本製鉄<5401>による米総合製鉄会社USスチール<X>の買収を巡り、米政府が経営上の重要事項に対する拒否権を持つ「黄金株（ゴールデン・シェア）」を保有する見通しとなったが、詳細については明らかにされていない。
- ・顧客管理ソフトウェア大手のセールスフォース<CRM>は、データ管理ソフトウェア会社のインフォマティカ<INFA>を約80億ドルで買収すると発表した。両社の交渉は昨年、一度頓挫していた。
- ・医療機器製造会社のホロジック<HOLX>は、投資会社ブラックストーン<BX>とPE投資会社のTPGからの160億ドル規模の買収提案を拒否したことが明らかになった。
- ・中国のオンラインファッション企業Shein（シーイン）は、香港市場での新規株式公開（IPO）を検討しているもよう。

今週の予定

6月2日（月）

米サプライ管理協会（ISM）が5月の購買担当者景況指数（PMI）を発表する。コンセンサス予想は、2日発表予定の製造業PMIが49.5、4日発表予定のサービス業PMIが52.1。なお、4月の実績はそれぞれ48.7と51.6だった。

6月3日（火）

3日、サイバーセキュリティのクラウドストライク・ホールディングス<CRWD>、ディスカウントストア大手ダラー・ゼネラル<DG>、IT大手ヒューレット・パカード・エンタープライズ<HPE>が2～4月期決算を発表予定。4日に、ディスカウントストア大手のダラー・ツリー<DLTR>、5日に、半導体大手のブロードコム<AVGO>、スポーツウエアメーカーのルルレモン・アスレティカ<LULU>が続く。

米労働統計局（BLS）は、雇用動態調査（JOLTS）を公表する。エコノミストのコンセンサスでは、4月の最終営業日時点の求人が710万件と予想されていて、3月比で約10万件の減少。現在、失業者1人当たりの求人件数は約1件とされ、過去4年間で最も低い水準にある。

6月6日（金）

BLSが5月の雇用統計を発表。コンセンサス予想では、非農業部門就業者数は4月の17万7000人増に続き、12万5000人増になると見込まれている。失業率は横ばいの4.2%の予想。

統計と数字

- 0.6%:2024年におけるカリフォルニア州の人口増加率。ほぼ全てが海外からの移民流入によるもの。
- 8.2%:4月時点の20～24歳の若年層の失業率。全体の失業率が4.2%であるのに対しほぼ倍の水準。
- 192万件:5月17日までの1週間の失業保険給付の継続申請件数。2021年11月以来の高水準。
- 35%: 2025年1～3月期のPEファンドの資金調達額は前年同期比35%減の1160億ドルにとどまった。

By Ian Salisbury
(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』 2025/06/01

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