

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/06/15

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. グーグル検索件数の減少が、業界に意味することとは何か - Google Search Is Fading. The Whole Internet Could Go With It. [カバーストーリー]
AI検索にシェアを奪われつつある P.1
2. イスラエルとイランの衝突が原油市場に与える影響 - War Upends the Oil Trade. How It Could Play Out. [フィーチャー]
原油価格は120ドル超まで高騰予想も P.6
3. 個人投資家にも人気の債券ETF、その理由とは - These Are the Hottest Bond ETFs This Year-and for Good Reason [フィーチャー]
MMFや預金に代わる預け先として脚光 P.8
4. ファニーメイとフレディマックの「政府保有株式処分」の舞台裏 - Inside the Race to Cash in on Fannie and Freddie [フィーチャー]
トランプ大統領が主導も最終的な着地点は不透明 P.11
5. 中東でミサイルが飛び交っても、市場は反応せず - Missiles Are Flying in the Middle East. The Market Shrugs It Off. [コラム]
リスクが市場を覆っている P.14
6. ブロードコム、静かにテクノロジー株トップの座に - Broadcom Has Become a Top Tech Stock. AI Is Driving Its Growth. [投資戦略]
AI半導体が成長をけん引 P.16
7. イスラエルとイランの紛争による下落は一時的 - Israel-Iran Conflict Is Just a Setback on the S&P 500's Path to 7000 [米国株式市場]
中長期的にS&P500指数は7000を目指す可能性 P.18
8. チャールズ・シュワブ株の密かな反発 - Charles Schwab Stock Is Back. How It Tamed the Turmoil. [米国株式市場]
問題を克服して、最高値も視野に P.20
9. 転換期を迎えるETFとミューチュアルファンド - The Great ETF Fee War Is Over. You Can Still Get Burned. [ETF]
手数料引き下げ競争の終息を受けて商品の複雑化が始まった P.22
10. 小売りの強気銘柄3社に注目集まる - Costco, O'Reilly, and Walmart: Together, These Retail Bulls Spell COW. [経済関連スケジュール]
略してCOW（雌牛）、だが株価はBULL（雄牛、強気筋） P.23

※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. グーグル検索件数の減少が、業界に意味することとは何か

Google Search Is Fading. The Whole Internet Could Go With It.
AI検索にシェアを奪われつつある

[カバーストーリー]

グーグルは「AIによる概要」で対抗



Illustration by Nicolas Ortega

21世紀では、身体に不調を感じたら病院に行く前にインターネットで検索するのが普通だ。グーグルで「胸の痛み」、「高熱」、「発疹（ほっしん）」などと検索すると、一連の青色のリンクが表示され、そこからウェブを探し回る旅が始まる。「今日の天気」、「近くのレストラン」、「高配当利回り株」などについても同様だ。

分析会社セムラッシュによると、世界で特にアクセス数が多いサイトへのアクセスのうち、約5分の1は検索エンジンによるものだ。ウィキペディアでは、世界全体のアクセス数のうち、検索

によるものが63%を占める。オンライン旅行予約サイトのトリップアドバイザー<TRIP>では58%だ。

しかし、インターネット検索エンジンからのトラフィック（アクセス数）は過去1年間の大部分で減少している。なぜなら、ウェブ利用者がオープンAIのチャットGPTや人工知能（AI）スタートアップ企業パープレキシティのパープレキシティAIなどのAI検索を試しているからだ。ウェブ解析サービス会社シミラーウェブのデータによると、AI検索エンジンからのアクセスは、従来の検索エンジンからのアクセスが減少した分の約10%を代替している。

グーグルは対抗策として、検索結果の一番上に、「AIによる要約」を表示している。その結果、従来の青色のリンクが強調されなくなり、検索からのトラフィックはさらに減少している。

5月が転換点だった可能性がある。シミラーウェブの5月のデータによると、検索エンジンから米国の上位の旅行・観光サイトへのアクセス数は前年同月比20%減少した。電子商取引（Eコマース）企業は9%減、ニュース・メディアサイトは17%減だった。ファイナンス、ライフスタイル、食品・飲料のカテゴリーのサイトもすべて同様に減少した。

ウェブ経済全体の傾向は明らかだ。検索は枯渇しつつあり、グーグルはもはやユーザーをウェブサイトへ誘導する明確な方法ではなくなっている。この変化は、さまざまな業界に試練をもたらし始めている。

先月末、デジタルニュースサイト運営のビジネス・インサイダーは従業員を21%削減すると発表し、トラフィックの減少が「手に負えない」ことを理由に挙げた。アクセス数の57%が検索エンジン経由のソーシャルメディア（SNS）運営大手レディット<RDDT>は、AI企業と提携し、独自のAI検索エンジンを発表している。オンライン教育プラットフォーム運営会社のチェグ<CHGG>は今年、トラフィックの減少によって、身売りも含めた戦略的な選択肢を検討せざるを得ないと発表した。

ウォール街において、検索の未来に関して最も大きな懸念に直面しているのはグーグルだ。グーグルの親会社アルファベット<GOOGL>の株価は年初来で7%下落している。一部の投資家の基準によると、アルファベットは今やバリューストックに該当している。

しかし、グーグルには対抗策がある。第一に、グーグルは事業を多角化しており、クラウドコンピューティングの巨大企業であるとともに、草創期段階にある自動運転の分野でも勝者となっている。生成AI業界でも後れを取っているわけではなく、膨大なリソースを投じて大規模言語モデル（LLM）「ジェミニ」の開発と改良に取り組んでいる。

むしろ、従来の検索エンジンの重要性が低下する中で苦しむのは、グーグル以外のインターネット企業だろう。

5月、オンライン証券大手チャールズ・シュワブ<SCHW>のシュワブ・ドットコムでは、米国の検索エンジン経由のトラフィックは14%減となり、少なくとも過去2年間で初めて減少した。1年前には、検索エンジン経由のアクセス数は179%増加していた。同月の検索エンジンからのアクセスは、トリップアドバイザーでは34%減少し、コーヒーチェーン大手のスターバックス<SBUX>のウェブサイトでは41%減少した。

経営幹部はチャットGPTやスタートアップ企業パープレキシティなどのAI検索ツールとの提携について盛んに語っている。オンライン旅行大手エクスペディア・グループ<EXPE>のアリアン・ゴリン最高経営責任者（CEO）は5月、「当社はAI検索企業と提携し、当社ブランドが顧客の検索時に広く表示されるようにするとともに、当社のエコシステム外の旅行者と関係を構築するための新たな体験を開発している」と語った。

しかし、その道のりは長い。シミラーウェブの米国を対象とした推定に基づく、5月のAI検索エンジンからエクスペディアへのアクセス数は8万8000件だ。検索エンジン全体からのアクセス数は3400万件だった。

「AIによる概要」はクリックキラーだ

チャットGPTの最新モデルは、以前と比べ洗練された人間のような推論が可能であり、新たな用途を大量に生み出している。3月の週間アクティブユーザー数は5億人で、昨年12月の3億人から増加した。ユーザーの多くは月額20ドルの料金を支払っている。親会社のオープンAIは、今月の売上高が年間100億ドルのペースに達し、昨年末の55億ドルから増加したと述べた。

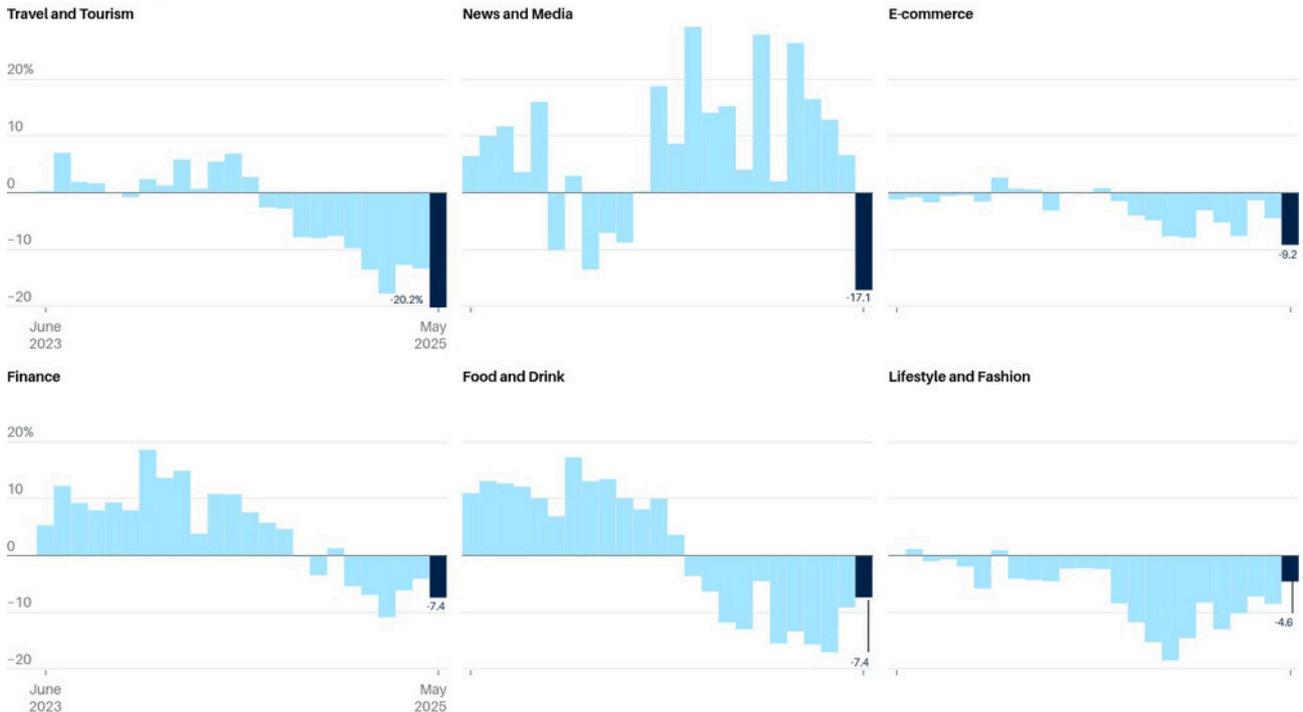
パープレキシティは、より直接的にグーグルに挑戦している。パープレキシティの会社概要ページには「世界の知識に直接アクセス。簡潔かつ引用元付きで、明瞭に。上辺だけの小細工はなし。ただ答えのみに意味がある」と記されている（なお、本誌親会社のダウ・ジョーンズは著作権侵害でパープレキシティを訴えている）。

AIの圧力が高まる中で、グーグルは米国の検索における89%の市場シェアを守る動きに出ている。1年前から、グーグルは検索結果の最上部に「AI Overviews」（AIによる概要）として、AIが要約した回答を表示するようになった。

Search's Rapid Decline

Growth rates for U.S. search traffic have been slowing across various sectors for the past year. But the decline accelerated in May, across key sectors of the Internet economy.

Year-over-year change



Source: Similarweb

この概要は、当初は少数の検索にのみ表示されていたが、現在は頻繁に表れるようになっている。調査会社エイチレフスの分析では、AIによる概要の表示回数は3月12日から5月6日までの間に2倍以上に増加している。

AIによる要約は、インターネット全体に議論を巻き起こしている。コンテンツ事業者は、検索への回答が数段の段落によって表示されることで、クリックして詳細な情報を知る必要がなくなることを懸念している。シミラーウェブの3月のデータでは、AIによる概要が検索結果に表示された場合のクリック率は23%で、表示されない場合は36%だった。検索エンジン最適化（SEO）コンサルタントのケビン・インディグ氏は「(AIによる概要は) クリックキラーだ」と指摘する。

グーグルは本誌に対して、第三者のデータは検索のトレンドの全体像を捉えていないと述べた。

チェグは検索のトレンドが事業を破壊したと主張している。ネイサン・シュルツCEOは投資家に対して「グーグルが『AIによる概要』を導入しなければ、別の戦略的な選択肢を検討する必要はなく、従来のトラフィックを維持することができた。これは当社のトラフィックの獲得、売上高、従業員に重大な影響を与えている」と述べた。

本誌はチェグにコメントを求めたが、2月にグーグルに対して提起した訴訟を参照してほしいとのことだった。チェグは、グーグルが検索における支配力を行使し、「チェグなどのオンラインコンテンツ事業者に対してコンテンツを提供することを強要し、それを『AIが生成した回答』という形で許可なく再提供することで、インターネットユーザーの関心を不当に獲得しようとしている」と主張している。

チェグの株価は2021年から99%下落している。

グーグルは、AIによる概要は検索体験を向上させており、ユーザーに受け入れられていると主張している。グーグルの広報担当者は「当社は他のどの企業よりも、トラフィックをウェブに提供することを優先している」と本誌に語った。

投資家は検索エクスポージャーに注意すべし

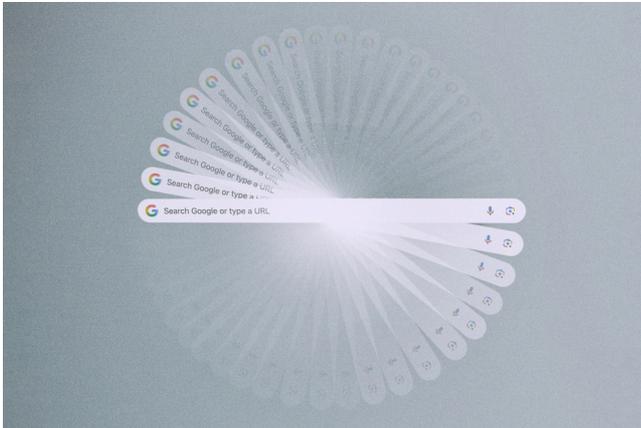


Illustration by Nicolas Ortega

ソーシャルメディアプラットフォームのレディット<RDDT>では検索の未来に関する激しい議論が交わされている。レディットの株価は、ユーザーの伸びの鈍化が懸念されて年初来で28%下落している。

「レディット」はグーグルで6番目に多く検索されている言葉である。それでも、トラフィックの傾向は過去数カ月で大きく変化している。シミラーウェブによると、2024年5月、レディットの検索エンジン経由のアクセス数は78%と急増した。しかし、今年5月は14%増だった。レ

ディットの日次ユーザー数の伸びは、2024年第1四半期の37%から2025年には31%へ低下している。

レディットのジェニファー・ウォン最高執行責任者（COO）は、本誌のインタビューに対して、検索業界は「大工事」の最中であると語った。ウォン氏は、レディットのユーザーが作成するコンテンツは、AIを運用するためのLLMのトレーニングに特に必要とされると思われるため、長期的な事業機会に自信を持っていると語った。レディットはオープンAIとも提携しているが、現時点でこの種のライセンス事業が全体に占める割合は小さく、直近四半期は売上高の9%弱である。

ウォン氏は「グーグルがこの『峡谷』をどうやって越えるのか、それがインターネット全体にどのような波及効果を及ぼすのか、誰にも分からない。私に分かるのは、人間の知性は引き続き大きな価値を持ち、さらに価値を高めるとのことだ。レディットはそのための場所になると考えている」と語った。

ウォール街はおおむねこの見解に同意している。レディットをカバーしているアナリスト29人の平均目標株価は152ドルで、直近終値を31%上回る。

投資家は今後、企業が検索の影響をどの程度受けるかに注意を払うべきだ。一部のブランドは、グーグル検索に対する依存度が非常に小さい。例えば、セムラッシュによると、民泊仲介大手のエアビーアンドビー<ABNB>は3月の検索エンジン経由のアクセス数が14%だった（トリップアドバイザーは58%）。料理宅配サービス大手ドアダッシュ<DASH>と配車サービス大手ウーバー・テクノロジーズ<UBER>は13%だ。ピンタレスト<PINS>やメタ<META>（旧フェイスブック）のインスタグラムなどのSNSも、インターネット企業の大部分と比べて検索への依存度ははるかに低い傾向にある。両者の検索エンジンからのアクセスはそれぞれ23%と17%だった。

5月、ピンタレストのCEOは投資家に対して、ユーザーの85%はピンタレストのモバイルアプリから直接アクセスしていると語った。

メタは実質的にオンライン広告のパイをグーグルと分け合っており、望ましい立場にある。検索のトラフィックが低下し、従来型検索広告が後退する中で、企業はメタのインスタグラムやフェイスブックといったSNSに広告を出すことを強えられるだろう。一方、メタはAIを使用して広告の有効性やカスタマイズを向上させることができる。グーグルはAIから自身を守らなければならないが、メタは気兼ねなくAIを受け入れられる。

結局、AIによる破壊的変革に対する最高のヘッジは、AIに力を与えている企業、つまり半導体大手エヌビディア<NVDA>に投資することだ。AIが爆発的に成長する中で、エヌビディアはデータセンターの原動力となるより多くのAI半導体とインフラを販売する見込みだ。

■ 裁判の最終決定が運命を握る

グーグル検索は過去20年間で初めて脅威にさらされているが、その運命を決めるのは米国連邦地方裁判所の判事である。アミット・メータ判事は2024年8月、グーグルが一般検索サービスと一般テキスト広告で独占状態にあるという判決を下した。

アルファベットとその投資家は現在、メータ判事が下すと思われる救済措置の決定を待っている。メータ判事は8月に最終決定を下す見込みである。

注目すべきはそのタイミングだ。アルファベットが独占状態にあるとの裁定を受けたのは、「AIによる概要」をリリースしたのと同じころだった。それから1年未満で、ユーザーはチャットボットをますます受け入れるようになり、検索業界は非常に大きな競争上の変化に直面している。

アップル<AAPL>のサービス担当シニアバイスプレジデント、エディー・キュー氏は、AI検索の利用が増えたことで、アップル製品のブラウザにおける検索件数は4月に初めて減少したと証言した。グーグルは、アップル製品のブラウザにおいてグーグルをデフォルトの検索エンジンにするために、毎年巨額の資金をアップルに支払っている。

しかし、グーグルの最近の不振がメータ判事の決定に影響を及ぼすと期待すべきではない。

法律事務所ドーフ・ネルソン・アンド・ゾーダラーのパートナー、アンソニー・ヘインズ氏は、たとえ新たな競争上の脅威がより強まったとしても、元々の裁定を下したのはメータ判事自身であるため、こうした脅威が救済措置に関する判事の決定に影響を与える可能性は低いと本誌に語った。

従来型検索の後退は、アルファベットの利益率に影響を及ぼすだろう。しかし、アルファベットの株価は既に次の段階を反映している。今後12カ月の予想利益に基づく株価収益率（PER）は17.8倍で、S&P500指数の22.5倍を下回っている。

本誌はアルファベットに対して引き続き強気だ。グーグルは今後も健在だろう。心配すべきはそれ以外のインターネット企業である。

By Adam Levine
(Source: Dow Jones)

2. イスラエルとイランの衝突が原油市場に与える影響

[フィーチャー]

War Upends the Oil Trade. How It Could Play Out.

原油価格は120ドル超まで高騰予想も

要衝のホルムズ海峡が焦点



MODIS / NASA

13日にイスラエルがイランを攻撃したことで、原油市場には大きな衝撃が走った。世界の原油の約3分の1はこの地域から供給されており、その余波は当分収まりそうにない。

攻撃直後、原油価格は一時14%急上昇したものの、その後は上げ幅の一部を削る展開となった。国際的な指標である北海ブレント原油先物は13日、前日比7%高の1バレル=74.23ドルまで上昇した。

ここ数年の動向を踏まえると、今回の原油価格の上昇も一時的なものに見えるかもしれない。実際、ここ3年ほどは、ロシアによるウクライナ侵攻当初こそ原油価格は高騰したが、それ以降は、複数の地政学的な出来事が原油価格に持続的な影響を及ぼすことはほとんどなかった。イスラエルとハマスの戦闘や、ウクライナで続く戦闘も、市場の需給構造に大きな影響を与えなかったため、原油市場への影響はほとんどなかった。

だが、今回のイスラエルとイランの衝突による原油価格の変動は、数週間にわたって持続する可能性がある。主要な石油インフラが戦火に巻き込まれるリスクがあるためだ。米資産運用会社、U.S.バンク・アセット・マネジメント・グループで投資戦略を統括するロブ・ホワース氏は「価格はしばらく高止まりする可能性がある状況だ」と指摘する。戦闘がさらに拡大すれば、原油価格は100ドルを超え、場合によっては最高120ドルに達するとの見方を示すアナリストもいる。

原油価格の変動幅は、戦闘のエスカレーションの程度に左右される。13日の時点ではイスラエルはイランの石油インフラを直接攻撃していないものの、戦闘が継続すれば、石油施設を標的とする可能性があるとするアナリストもいる。一方、イランには域内の原油輸送を妨害する位置にあり、実際にそうした行動に出れば、原油価格はさらに大きく急騰する恐れがある。

イランの原油生産量は日量約320万バレルで、そのうち150万~200万バレルを輸出している。これは世界の原油生産量（日量1億0300万バレル）の中で無視できない比率を占めるが、市場全体を大きく混乱させるほどではない。イスラエルは原油生産においては主要プレーヤーではなく、過去の実績では日量1万バレル未満にとどまっている。

イスラエルが、ペルシャ湾にあるカーグ島（イランの原油輸出インフラの中核）を攻撃すれば、イランの原油生産に深刻な支障が生じる可能性がある。これに対しイランも、原油市場に一層の混乱をもたらす多様な報復手段を有している。イランと、イランが支援するイエメンのフーシ派など武装勢力が、広範な混乱を引き起こすリスクも無視できない。

2023年にイスラエルとハマスの戦闘が始まった後、フーシ派は紅海で複数の船舶を攻撃した。中にはエネルギー関連製品を積載していたものもあり、これを受けて原油価格が一時的に急騰した。もっとも、紅海ルートの原油輸送はそれほど多くない。最も重要な航路は、イランとサウジアラビアに挟まれたペルシャ湾である。

イランとその代理勢力は、ホルムズ海峡を封鎖する能力を持っている。この海峡は、ペルシャ湾とオマーン湾を結ぶ幅の狭い海路で、世界各地への原油供給の要衝である。世界の原油海上輸送量の30%がこの海峡を通過している。イラン産原油の最大の輸入国である中国は、ホルムズ海峡経由の輸送ルートに大きく依存している。

■ 海峡封鎖時に原油価格はどこまで高騰するか

米金融サービス大手のラザードは、仮にホルムズ海峡が封鎖された場合、原油価格は120ドルを超えて急騰し、米国が封鎖解除に関与せざるを得なくなるとの見方を示す。もっとも、短期的な混乱の可能性は否定しないものの、「国内および国際的な壊滅的影響と米海軍による介入能力を考慮すれば、封鎖が長期化する可能性は極めて低い」と分析している。

イランはその地理的な位置と軍事力を背景に、他の手段でも原油市場に影響を及ぼす可能性がある。2019年には、サウジアラビアの原油施設が軍事攻撃によって損傷を受け、生産能力が大きく低下した。この攻撃にはイランが関与したとの見方が根強い。その後、サウジとイランの関係は緊張緩和へと向かったが、仮にイランがサウジの施設を再び攻撃すれば、地域紛争が拡大するリスクがある。

JPモルガンのアナリスト、ナターシャ・カネバ氏は、中東で紛争がさらに拡大すれば、価格が120ドルを超えるオイルショックが起きる可能性があるとみている。また、ここ数日の戦闘激化を受けた原油市場の反応を分析し、市場が17%の確率でより深刻な影響の発生を織り込んでいるとの見解を示す。

このような急激な価格高騰の可能性はかなり低いとみられる。世界的な需給バランスの見通しは弱気が優勢であり、石油輸出国機構（OPEC）加盟国による増産見通しを背景に、2025年は供給が需要を上回ることが想定されている。モーニングスターのアナリスト、アレン・グッド氏は「より大規模な戦闘が起きない限り、今回の価格上昇は「うわさで買ってニュース(事実)で売る」という相場格言通り、材料出尽くしで売りにつながる可能性が高い」と指摘する。

■ ポートフォリオにエネルギー株の組み入れを

今回のイランとイスラエルの戦闘および原油価格の上昇は、エネルギー株に資金を積極的に投じる理由にはならないが、エネルギー株がポートフォリオの重要な構成要素となり得ることを思い起こさせた。13日の市場では、石油関連株が上昇する一方で、株式市場全体や一部の大型テック株は下落した。エクソンモービル<XOM>は前日比2.2%高、オキシデンタル・ペトロリアム<OXY>は3.8%高となった。

上場投資信託（ETF）のインフラストラクチャー・キャピタル・エクイティ・インカムETF<ICAP>のポートフォリオ・マネジャーであるジェイ・ハットフィールド氏は「テクノロジー株が伸び悩む局面では、自然と資金がエネルギー株にローテーションする」と述べ、「エネルギー株は実は非常に優れたヘッジ手段だ」と続けた。ハットフィールド氏のファンドは、エクソンモービルとシェブロン<CVX>

という大型エネルギー株を組み入れており、業界にエクスポージャーを確保しつつ、小型銘柄に伴うリスクを抑えていると説明している。

原油価格の上昇は、いずれ失速する可能性が高い。しかし今回の戦闘は、終結にはまだ程遠く、原油市場はまさにその渦中にある。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

3. 個人投資家にも人気の債券ETF、その理由とは

[フィーチャー]

These Are the Hottest Bond ETFs This Year-and for Good Reason

MMFや預金に代わる預け先として脚光

米財務省短期証券に人気

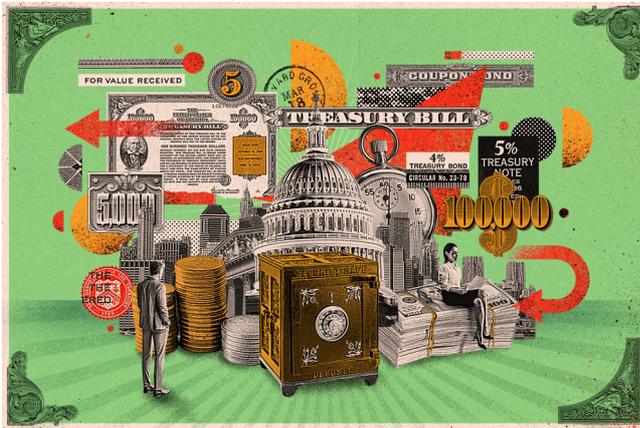


Illustration by Eduardo Ramón Trejo

短期米国債の魅力がかつてないほど高まり、上場投資信託（ETF）を通じたその保有もかつてないほど容易になっている。投資家の間で、償還期限が1年未満の政府債である米財務省短期証券（TB）が人気だ。安全性が高いうえ、足元では利回りが4%を超えている。約2%で推移するインフレ率の約2倍の利回りが得られる状況は、過去20年でも稀に見る水準だ。また、10年物米国債の利回りの約4.35%とほぼ同水準でありながら、TBには10年債のような価格変動リスクがない点も大きい。

著名投資家ウォーレン・バフェット氏が率いるバークシャー・ハサウェイ<BRK.B>は、潤沢な現金資産の大半をTBに投じている。バークシャーは現在、3000億ドル超のTBを保有しており、6兆ドル規模のTB市場の約5%を占めている。個人投資家の間でも人気が広がっており、個人投資家の需要を示す指標となるノンコンペティティブ入札は月間150億ドル規模に達している。

債券ETFの市場拡大を背景に、TBに投資するETFも急速に人気を集めている。個人投資家にとっては、マネーマーケットファンド（MMF）や銀行預金に代わる資金の預け先となりつつある。TB ETFの運用資産残高は現在1000億ドルを超えている。とはいえ、MMFの資産規模は7兆ドルと依然として圧倒的だ。

資産規模最大はiシェアーズのSGOV

TB ETFで最大は、2020年に設定されたiシェアーズ0-3カ月国債ETF<SGOV>で、運用資産は480億ドル。次いで、2007年に設定されたSPDRブルームバーグ1-3カ月短期国債ETF<BIL>が440億ドルとなっている。2025年初頭には、バンガードもバンガード米国超短期国債ETF<VGUS>を設定した。手数料（年率）は0.07%と、iシェアーズの0.09%、SPDRの0.14%より低い。これらETFの利回りはおおむね4.2~4.3%台となっている。iシェアーズの0-3カ月国債ETFは今年に入り、債券ETFの中で最高の18

0億ドルの資金流入を記録している。

TBは、通常の米国債や長期債のように半年ごとに利子を支払うのではなく、額面の100ドルより安い価格で発行され、満期時に額面を受け取ることで利子収入を得る仕組みとなっている。例えば、利回り4%の3カ月物TBを購入する場合、購入価格は約99ドルとなり、満期時に100ドルを受け取る。

TBは、米政府の公式サイト（Treasury.gov）から個人でも直接購入可能だ。米政府は毎週、4週、8週、13週、17週、26週のTBを入札形式で販売している。52週物の入札は月に1回行われている。ノンコンペティティブ入札では、投資家は機関投資家の入札によって決まった平均利回りでの購入に同意する形となる。1回のオークションにつき1000万ドルまで購入可能で、大半の個人投資家にとっては十分な上限だろう。

また、TBを含む米国債の購入は、銀行や証券会社を通じても可能だ。フィデリティでは、個人投資家がオンラインでノンコンペティティブ入札に参加する際の手数料が無料で、「自動ロールオーバー」機能によって満期を迎えたTBの償還金を自動的に新たなTBに再投資することもできる。

Bill of Fare

Exchange-traded funds offer a simple way to invest in short-term Treasuries.

ETF / Ticker	Recent Price	Assets (billion)	YTD Net Flows (billion)	Recent Yield	Expense Ratio
iShares 0-3 Month Treasury Bond / SGOV	\$100.48	\$48.7	\$18.6	4.3%	0.09%
SPDR Bloomberg 1-3 Month T-Bill / BIL	91.53	44.1	8.0	4.2	0.14
iShares Short Treasury Bond / SHV	110.18	20.3	1.3	4.3	0.15
Alpha Architect 1-3 Month Box / BOXX	112.43	6.6	1.9	4.4	0.19
Goldman Sachs Access Treasury 0-1 Year / GBIL	99.93	6.0	0.2	4.1	0.12
Vanguard Ultra-Short Treasury / VGUS	75.35	0.2	0.2	4.2	0.07

Note: Net flows through June 5.

Sources: Morningstar, company reports

TB ETFの優位性

しかし、TB ETFは直接購入よりもメリットがある。例えば、簡潔さ、分散された証券ポートフォリオ、月次配当、ニューヨーク証券取引所（NYSE）あるいはナスダック証券取引所で即資金化できる流動性などだ。MMFに対する利点の一つに税務上の取り扱いがある。TBの利息は州税および地方税が免除されており、所得税が10%を超えるニューヨーク州やカリフォルニア州のような高税率州に在住の投資家にとってはメリットになる。譲渡性預金（CD）の利息は州税や地方税の課税対象で、MMF

(多くの人気の高い「ガバメント」ファンドを含む)のかなりのあるいはすべての収益も同様だ。

実際、運用残高3990億ドルのフィデリティ・ガバメント・マネーマーケット・ファンド<SPAXX>や同3540億ドルのバンガード・フェデラル・マネーマーケット・ファンド<VMFXX>といった大手のガバメントMMFの中には、米国財務省証券自体をそれほど保有していないファンドもある。例えば、フィデリティのMMFでは資産の半分以上がレポ取引だ。レポ取引は米国財務省証券あるいは連邦機関債を担保にした短期ローンを指す。レポ取引は非常に安全性が高いものの財務省証券ではないため、利息は州税や地方税の免除を受けることはできない。

そして手数料だ。TB ETFの手数料が年率約0.1%である一方、フィデリティ・ガバメントMMFでは最大のシェアクラスの手数料が0.42%、運用残高3690億ドルのシュワブ・プライム・アドバンテージ・マネーファンド<SWVXX>は0.34%となっている。バンガード・フェデラルMMFの手数料はわずかな年率0.11%だ。

手数料の差は重要だ。TB ETFに100万ドル投資する場合、比較するマネーファンドのシェアクラスにもよるが、2000~3000ドルの追加収益に加えて、高税率州在住であれば税務メリットも享受することができる。

額面1ドルの固定価格で販売されるMMFと異なり、TB ETFは上場株式のように取引される。原資産のTBの利息が積み上がり、毎月価格が上昇するが、月次配当を払うと価格が下がる。このため、売却時には少額とは言え、売買損益が発生する。それでも、極めて流動性が高く、iシェアーズやSPDRのETFはビッド・アスク・スプレッド(ビッドとオファーレートの差)は極めて小さく、日次の平均売買金額は10億ドルだ。資産運用会社ブラックロックの債券戦略のディレクター、ドループ・ナグラス氏は「2億~3億ドルのまとまった金額の取引でもタイトなスプレッドで執行することができる」と語る。

最大リスクは金利低下

最大のリスクは、MMF、ETF、現物証券を問わず、TBの保有者全員が直面することになる金利の低下だ。金利が低下すれば、投資家は低い利回りで再投資を余儀なくされる。TBの金利はこの1年ですでに1%ポイント低下しており、市場では今のところ、年末までに0.5%の追加利下げが予想されている。

それでもTBの金利は4%近くにある。SPDRブランドのファンドを運用するステート・ステート・グローバル・アドバイザーズでETF調査責任者を務めるマシュー・バルトリニ氏は、大幅な金利低下を見込んではいない。米連邦準備制度理事会(FRB)が様子見姿勢であるため、長期間にわたり高金利が続く可能性もある。「TBとともにリラックスする」には絶好の時機であり、ETFはそれを実現する理想的な方法だ。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

4. ファニーメイとフレディマックの「政府保有株式処分」の舞台裏

[フィーチャー]

Inside the Race to Cash in on Fannie and Freddie

トランプ大統領が主導も最終的な着地点は不透明

史上最大の株式公開となる可能性



Illustration by Luke Brookes

トランプ大統領が自身で立ち上げたSNSのツールズ・ソーシャルに2件の投稿を行い、米国の住宅ローン業界を支える巨大企業であるファニーメイ（連邦住宅抵当金庫）〈FNMA〉とフレディマック（連邦住宅貸付抵当公社）

〈FMCC〉の株式上場を検討していると発表した。史上最大の株式公開となる可能性がある。世界金融危機の最中に経営危機に陥った両社は、それから10年以上がたち、今では政府や投資家の目にお金が貯まった貯金箱のように映っている。トランプ氏が本件をゴールまで持ち込めるか現時点では不明だが、検討の俎上（そじ

ょう）に載ったことで、投資家、連邦政府の財政赤字、住宅購入者などに幅広い影響が予想される。

両社は米国の住宅市場を機能させている隠れた歯車だ。自ら住宅ローンを提供することはせず、民間金融機関からローンを買取り、これらを束ねて住宅ローン担保証券（MBS）を発行し、投資家に対して債務の履行を保証している。保証額は約7兆ドルに上り、両社が流動性を供給することで、銀行やその他の住宅ローン業者は新たな融資が可能になる。両社の株式は数十年にわたり代表的な優良株と目されていたが、2008年の金融危機で連邦政府の公的管理下に置かれた。トランプ氏の話信じると、この状況も間もなく変わる。

厳密に言えば、両社とも既に上場されている。2008年以前に両社が発行した約350億ドルの優先株式が普通株式とともに今も店頭市場で取引されているからだ。2008年の救済措置の際、米財務省は最終的に約1900億ドルの資金を投入し、その見返りとして普通株式の約80%に相当する新株引受権と清算時などにすべての民間保有株式に優先する新たな「シニア」優先株式を取得した。後者の残余財産優先分配権の現在の価値は3400億ドルを超えている。この政府持分の扱いが、両社の特定の投資家の勝敗を左右することになる。

ビル・アックマン氏やジョン・ポールソン氏（いずれもトランプ氏の大物支持者）といったヘッジファンド・マネジャーが2008年以降、両社の株式を二束三文で買い集めた。トランプ氏の大統領当選と先日の声明を受け、両社の株価は急騰している。多くのヘッジファンドが選好する一部の株式クラスは選挙終了後、株価が2倍以上に跳ね上がり、アックマン氏が所有するファニーメイとフレディマックの普通株式は500%超の上昇となっている。

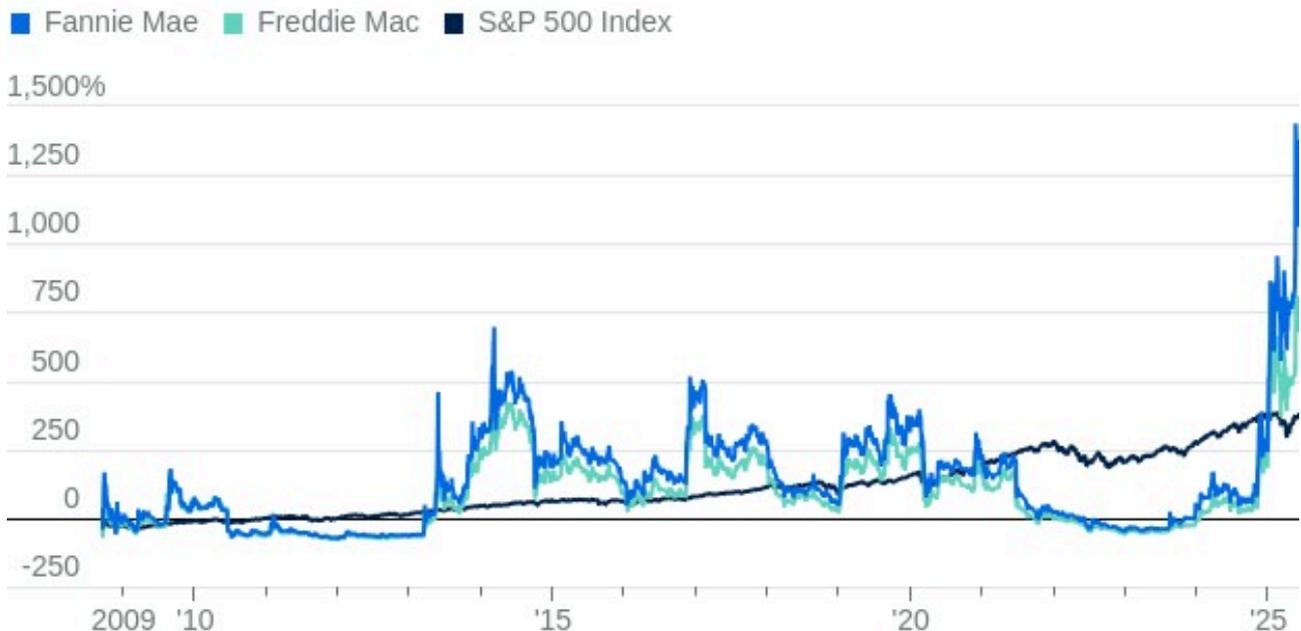
一部投資家の推計によると、ファニーメイとフレディマックが自立するためには300億ドル超の資本調達が必要となる。サウジアラビアの国営石油会社サウジアラムコ〈2223.サウジアラビア〉が2019年に調達した290億ドルを上回り、史上最大の調達規模となる。

ベセント米財務長官は、トランプ氏の投稿前のインタビューで、減税法案と関税問題が片付くまで、ファニーメイとフレディマックの問題に取り掛かる予定はない、いずれにせよ、住宅ローン金利が上昇するようなことはしない、と述べている。

上場後の連邦政府との関係は不透明

Through the Roof

Shares of Fannie and Freddie have jumped as investors anticipate a plan to release the companies from government control.



両社の株式上場を最も歓迎していないのは、数兆ドルに上る両社のMBSの投資家や、堅調な住宅市場のためにファニーメイやフレディマックに安定性を求める住宅ローン融資企業や管理回収会社、不動産業者だ。多くのアナリストは、両社が公的管理から開放されると住宅ローン金利が上昇する可能性が高いとみる。特に問題となるのが、両社が保有を義務付けられる自己資本と引当金の水準だ。その水準次第では、投資家が求める自己資本利益率（ROE）を確保するため、住宅ローン買い入れ手数料を引き上げざるを得なくなり、それが住宅ローン金利の引き上げにつながる可能性がある。米抵当銀行協会（MBA）のボブ・ブルークスミット最高経営責任者（CEO）は「拙速な検討に基づいて公的管理から開放されるよりも、公的管理下に留まる方が良い」と話す。

両社のMBSの連邦政府による信用補完の継続の可否およびその方法についても検討が必要だ。両社は連邦議会によって準政府機関として設立された。両社の経営陣は長年にわたり政府保証はないと主張していたが、投資家は両社の証券を政府による（暗黙の）信用補完がある証券として取引してきた。2008年に両社が経営破綻すると、政府はこの「暗黙」の信用補完を公然化した。

現在、住宅ローン融資企業やファンドマネジャーの一部は、公的管理から開放された後の両社の証券を投資家がどのように扱うか懸念している。政府の信用補完に何らかの疑問が生じれば、住宅ローン金利が上昇する可能性がある。トランプ氏は5月の投稿の際、「はっきりさせておきたいのは、米国政府が暗黙の保証を維持し、私が大統領として両社を監督する立場を堅持するということだ」と述べて

いる。上場後も両社を何らかの形で管理下に置くことを示唆するこのメッセージのせいで、両社の株主は不安に陥っている。一部の当局者にとっても、この投稿は予想外だったようだ。

米連邦住宅金融局（FHFA）の局長としてトランプ政権下でファニーメイとフレディマックの公的管理を担当するウィリアム・パルト氏（プライベートエクイティ企業の元幹部）は幾つかの会合で、両社を（2010年の上場廃止まで上場されていた）ニューヨーク証券取引所(NYSE)に再上場する意向を示した。再上場されれば、株価、流動性ともに上昇し、より多くの投資家にとり投資対象となる可能性がある。

一方、会合の状況に詳しい筋によれば、パルト氏は具体的な方向性については、トランプ氏の判断に委ねるとしている。トランプ氏の5月の投稿後のテレビインタビューで、パルト氏はトランプ氏が両社の支配権を放棄するとは想像し難いと語った。FHFAの広報担当者も声明で「大統領がファニーメイとフレディマックの上場を選択する場合、引き続き公的管理下に置くことを含め、最も安全で健全な方法で実施することを検討している。いずれのシナリオであれ、MBS市場の安全性と健全性が確保され、住宅ローン金利に上昇圧力がかからないようにする」としている。

トランプ氏が両社に対する支配権を維持しつつ、何らかの方法で政府が保有する新株引受権とシニア優先株の売却を図る場合、両社の株式上場は民間株主の利益獲得というよりは政府の資金調達機会になる可能性がある。売却代金は連邦債務の削減や、さらにはトランプ氏が関心を示している政府系ファンドの設立資金に充当される可能性がある。

何が狙いなのか分からないという意見もあるが、最終的にはトランプ氏が両社を公的管理から開放するとみるアナリストもいる。政策調査会社キャップストーンのアナリストは、ファニーメイとフレディマックがトランプ政権下で民営化される確率を80%とし、次のステップとして、民営化計画の策定を各政府機関宛てに指示する大統領令が発令される可能性があると言う。

シニア優先株の放棄か普通株への転換か

アックマン氏やその他の株主の投資ストーリーのカギとなるのは、3480億ドルに上る優先株式を政府が実質的に放棄することだ。公的管理下に置かれて以降、両社が政府に3010億ドルの配当を支払ったことを考慮すれば、放棄すべきだと言うのが株主サイドの主張だ。政府が優先株式を放棄しない場合、（民間投資家が保有する優先株式とともに）普通株式に転換され、民間投資家の持分は大幅に希薄化される可能性がある。

しかし、見通しは厳しい。元FHFA局長のマーク・カラブリア氏は2023年の著書で、第1次トランプ政権はコロナ禍で頓挫（とんざ）する前、両社を公的管理から開放しようとしたが、その過程で財務省はシニア優先株の放棄が違法であると判断したと書いている。その代わりに検討されていたのが、普通株式への転換だ。カラブリア氏は現在、米行政管理予算局（OMB）に所属している。OMBの広報担当者はコメント要請に応じなかった。アックマン氏やその他の投資家は、自分たちの株式が無価値になれば、両社の新たな株式に対する需要も消えてなくなると主張してきた。

さらに、政府の信用補完に対して両社が手数料を支払うか、政府が出資を維持するか、そしてトランプ氏が支配権を放棄するかさえも、まだ答えは出ていない。

約17年間にわたり、米国の最大手のMBS投資家やヘッジファンド、住宅ローン融資企業、そして政府が2008年の金融危機時の救済措置のうち最後に残った措置の解決方法と7兆ドルに上るMBSや数千億ドルに上る株式の今後を巡り、自らに有利な決着を求めてしのぎを削ってきた。ファニーメイとフレディマックが今後どうなるのか分からないが、戦いは続いている。

By Joe Light
(Source: Dow Jones)

5. 中東でミサイルが飛び交っても、市場は反応せず Missiles Are Flying in the Middle East. The Market Shrugs It Off. リスクが市場を覆っている

[コラム]

原油価格の上昇は一時的との見方



Saeed Qaq / Getty Images

時には、何かが起きないことが、起きることと同じくらい重要なことがある。先週末に、イスラエルはイランの核施設を攻撃したが、市場で伝統的に安全資産とされる米ドルや米国債に資金を逃避させる動きが限定的だったことはその例だ。

主要通貨に対するドルの価値を示す米ドル指数は、13日に3年ぶりの安値水準からほとんど上昇しなかった。2~10年と10年超の米国債の価格はともに、地政学的緊張が高まった時に通常見られるように上昇せず、むしろ下落した。米

国株も下落した。S&P500指数はイランがイスラエルに対して報復攻撃を行った後の非常に不透明な週末を控え、13日に1.13%安となったものの、週間ベースではわずか0.39%の下落にとどまった。

中東の緊張が高まったことで、原油価格は上昇した。13日には米国の代表的な原油であるウェスト・テキサス・インターミディエイト（WTI）先物の期近物価格が前日比7.26%上昇し、1バレル当たり72ドル98セントで取引を終了した。これは4カ月ぶりの高値であり、5月5日につけた直近安値を27.74%上回る。しかし、これは弱気相場での一時的な反発にすぎない可能性がある。WTI先物価格は、1月15日につけた直近高値の80ドル04セントを8.82%下回る。

中東での紛争のエスカレーションに対して市場が比較的落ち着いた反応を示したのは、エネルギー価格の混乱が限定的であるとの見通しを反映している可能性がある。経済調査会社キャピタル・エコノミクスの次席チーフ・マーケット・エコノミストであるジョナス・ゴルターマン氏は「エネルギーインフラへの重大な損害や、タンカーの重要な航路であるホルムズ海峡での航行に支障がない限り、エネルギー価格の持続的な上昇は起きないだろう」と記し、「産油国には一時的な混乱を相殺するための十分な余剰生産能力がある」と付け加えている。

注目されるSEPとパウエル議長の記者会見

状況は一世代前とは大きく変わっている。当時、中東での紛争は原油価格の急騰を招き、米国のガソリンスタンドでは長蛇の列が発生した。全米自動車協会（AAA）のデータによれば、レギュラーガソリンの小売価格（全国平均）は現在、1ガロン当たり3.132ドルで1カ月前より数セント安く、1年前の3.460ドルから下落している。

ガソリン価格は、米国の消費ムードに大きな影響を与える。ミシガン大学が13日に発表した最新の消費者景況感調査によると、消費者心理が改善しインフレ期待が低下した。最新の5月の消費者物価指数（CPI）と卸売物価指数（PPI）は予想を下回り、これまでのところ、関税引き上げの影響はほとんど見られない。ただし、輸入業者が4月2日のトランプ大統領による「解放の日」の関税発表を前に在庫を積み上げていたことで、影響が和らいだ可能性がある。最終的な関税率は現時点で不確定だが、さまざまなエコノミストは、輸入品には以前よりも桁違いに高い、約14%の関税が課されると推計している。

関税によるインフレへの影響と潜在的なエネルギー価格の上昇は、今週開催される連邦公開市場委員会（FOMC）の議論に影響を与えるだろう。現在、4.25～4.50%の政策金利の誘導目標に変更はないと予想されているが、全ての視線はFOMCの新たな四半期ごとの経済見通し（SEP）と18日午後に予定される米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長の記者会見に注がれている。

注目すべきポイントは、FOMCメンバーが予想する年末のフェデラルファンド（FF）金利の中央値が示す利下げの回数である。3月のFOMC後に公表された直近のSEPでは、12月のFF金利予想の中央値は3.9%となっており、0.25%の利下げが年内に2回行われることを示唆していた。現在、多くのFRBウォッチャーは、予想の中央値が修正され、12月までに0.25%幅で1回のみ利下げにとどまる可能性があると考えている。

トランプ大統領は承服できないだろう。大統領は先週発表された物価指標が抑制的であったことを受け、再び利下げを要求した。ただ、パウエル議長を「解雇」しないと付け加えた。最近の最高裁判所の決定によれば、FRBは大統領による干渉から守られているようだ。しかし、同僚のニコル・グッドカインド記者が報じたように、最高裁はFRBを特別に扱うための確固たる法的根拠を提示できなかった可能性がある。パウエル氏の職務の保障については、記者会見で多くの質問が集中するだろう。

投資家のリスク選好意欲は依然として旺盛

それは金融市場を覆う主要なリスクの一つにすぎない。ワシントンが影響力を失いつつあるように見える、国際的な地政学的リスクに加えて、先週は政府に対する国内の抗議活動が全国の都市に広がった。経済面に限っても、税制と支出に関する「大きく美しい法案（ビッグ・ビューティフル・ビル）」（BBB）が議会上院で先が見えない状態に直面しており、連邦政府の財政当局者がついに調整余地を失い、債務上限の「Xデー」を混乱させる可能性がある。

確かに、リスク資産市場はほとんどストレスを感じていないように見える。重要な指標であるハイイールド債の対米国債スプレッドは3%強まで縮小し続けている。この水準は歴史的に信用格付けが投機的等級のジャンク債市場のピークを連想させる。また、スプレッド自体は、株式やその他のリスク資産が関税による動揺で下落した4月の4.6%から大幅に回復している。一部の専門家は、クレジット市場の

リスクは透明性が低い非公開（プライベート）市場に潜んでいる可能性を示唆している。

一方、公開市場においては、投資家のリスク選好意欲は旺盛である。典型的なミーム株であるゲームソフト販売のゲームストップ<GME>は、暗号資産を購入するため22億5000万ドルの転換社債を発行したが、投資家の需要を満たすために私募市場での発行額を増やす必要があった。これは、ソフトウェア開発会社のマイクロストラテジー<MSTR>に続くものだ。マイクロストラテジーは暗号資産購入資金を調達するため、資本市場を繰り返し活用している。

市場の反応の乏しさを見ると、中東でミサイルが飛び交い、国内では政治的・経済的な政策の不確実性が支配していることなど想像もつかないだろう。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

6. ブロードコム、静かにテクノロジー株トップの座に Broadcom Has Become a Top Tech Stock. AI Is Driving Its Growth. AI半導体が成長をけん引

[投資戦略]

ブロードコムの歴史と現在



David Paul Morris/Bloomberg

人工知能（AI）半導体における最大手の米半導体大手エヌビディア<NVDA>に次ぐ2番手が、株式時価総額で米国7位の企業に静かに成長した。半導体大手のブロードコム<AVGO>はトップ10にランクインした後、筆者が本誌で取り上げた1年前の時点から、84%のリターンを上げた。2016年に本誌で初めて推奨してから178.5%のリターンを記録している。

当時、ブロードコムは製品利益率が魅力的なものの規模に比して企業経費が過大な企業を買収する、非常に成功した半導体企業だった。ま

た、iPhone（アイフォーン）の部品の主要サプライヤーでもあった。現在、話題となっているのはXPUと呼ばれる種類のAI半導体だ。ブロードコムが常に適切な市場に適切なタイミングで参入し続ける理由は、最高経営責任者（CEO）であるホック・タン氏にある。タン氏はマレーシア出身のマサチューセッツ工科大学（MIT）で教育を受けた経営者で、かつて自動車大手ゼネラル・モーターズ<GM>と飲料大手のペプシコ<PEP>で勤務した経験がある。

1999年、ヒューレット・パカードは自社ビジネスの最も低調な部門であった測定機器会社アジレント・テクノロジー<A>を分社化し、コンピュータ事業に集中した。2005年にはプライベートエクイティがアジレントの最悪の部門、つまり好不況の波が激しい半導体部門を買収し、アバゴ・テクノロジーズと名付けた。その経営を任されたのは、直近の半導体企業のCEOとしての職務を買収によって終えたタン氏だった。タン氏は買収を繰り返し、2016年にはブロードコムとの買収契約でその流れが頂点に達し、アバゴはブロードコムの社名を採用しつつ、ティッカーシンボルはAVGOを維持した。

その以降の買収は主にソフトウェア関連だった。企業向けソフトウェアのCAテクノロジーズ、シマンテックの企業セキュリティ事業、そして2年前には仮想化ソフトのVMwareを買収した。懐疑的な人々は、ブロードコムはコア分野から逸脱していると指摘した。しかし、タン氏はソフトウェアを着実に高利益率の収益源に変え、AI以外のハードウェアの収益の変動性を相殺した。そしてAI分野では、需要が爆発的に増加している。

AIコンピューティングを支えるGPUとASIC

AIコンピューティングセンターを構築する場合、恐らく画像処理半導体（GPU）を欲することになるだろう。GPUは、その高度な並列処理能力がビデオゲームのピクセル描画で最初の大きな商業的応用を見出したことからその名称がつけられた。この分野で圧倒的なリーダーはエヌビディアだ。半導体大手のアダバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>はインテル<INTC>をデータセンター部門の売上高で追い抜いたばかりだが、これは主にルーティンタスク向けの中央演算処理装置（CPU）によるもので、AI向けGPUは出足が鈍い状況だ。これにより、エヌビディアは圧倒的な価格決定力を持っている。

ハイパースケールコンピューティング企業であれば、AI半導体の一部でエヌビディア製を使用し、残りを現金の節約やサプライチェーンの多様化のため、あるいはパフォーマンスを向上させるために自社で設計したいと考えるかもしれない。特定のタスクにおいては、あらゆる顧客に対応できる汎用GPUは必要ない。特定の処理に特化した半導体が必要なだけだ。そこで、ブロードコムは、カスタム半導体（ASIC）と呼ばれる分野でトップの座にある。アルファベット<GOOGL>のグーグルはAI向けASICの初期の採用企業であり、10年超にわたってブロードコムの主要顧客となっている。

ここでの専門用語はすぐに訳が分からなくなる。筆者は「XPU」という言葉をよく見かけるが、シリコンバレーでさえその意味を正確に理解していないかもしれない。重要な点は、すべてではないが、多くのXPUがASICを使用することだ。最先端のXPUを開発するには、半導体受託製造大手の台湾積体回路製造（TSMC）<2330.台湾>との深い連携を含む、設計と製造の豊富な経験を持つ企業に依頼する必要がある。つまり、これは主としてブロードコムを意味するが、マーベル・テクノロジー<MRVL>やメディアテック<2454.台湾>なども含まれる。

急増するAI半導体需要とブロードコムの未来

1年前、ブロードコムは公式には3社のハイパースケールAI用のASIC顧客を抱えていた。現在は7社に増えている。これは多くないように聞こえるかもしれないが、フェイスブックやインスタグラムのメタ<META>（旧フェイスブック）、動画投稿アプリTikTok（ティックトック）のバイトダンス（字節跳動）、チャットGPTのオープンAIといった主要企業が含まれており、未公表の顧客も存在する可能性がある。新規顧客は今後何年にもわたってXPUのスケールアップを続けることが可能で、ブロードコムも販売する次世代のネットワークスイッチは、クラスターがさらに多くの半導体を稼働させることを可能にする。タン氏は、最初の3社の顧客のAI半導体が2027年までにそれぞれ100万個に達し、合計で600億～900億ドルの市場規模になると述べており、ブロードコムがその支配的なシェアを獲得するだろう。

メリウス・リサーチのアナリスト、ベン・ライツェス氏は、これによりブロードコムのAI半導体の売上

高が2027年までに360億ドルに達すると推計している。さらに、最初の3社以外の新規顧客が規模を拡大するにつれて成長は加速し、A半導体の売上高は2020年代中に700億ドルに達する可能性がある。比較のため、前四半期のブロードコムはAI半導体の売上高は44億ドルで前年同期比46%増、今四半期は51億ドルと予測されている。前四半期の会社全体の売上高は150億ドルで前年同期比20%増、フリーキャッシュフローは64億ドルで前年同期比44%増だった。

以上が良いニュースだ。次に株価について。筆者は、「なぜ既に上昇している株について書くのか」と時々聞かれる。それは良い株というものは上がり続ける傾向があるからだ。そのため、既に上昇している株がさらに上がることもある。2016年に筆者が初めてブロードコムについて書いた時、その株価は5年間で470%上昇していたが、その後もさらに大きく上昇し続けている。

ただし、その点について二つ指摘しておきたい。一つ目は、当初ブロードコムはバリュー株だった点だ。筆者は、ブロードコムの株価フリーキャッシュフロー倍率が15倍程度まで上昇する可能性を主張していた。現在、ブロードコムの今後1年の予想に基づく予想株価フリーキャッシュフロー倍率は32倍だ。したがって、ここから先の株価の上昇は、経済要因よりも投資家のセンチメントに左右される可能性が高いだろう。

二つ目は、ブロードコムのことはさておき、筆者は平凡なストックピッカー（銘柄選別者）だと自覚している点だ。筆者の推測では、ブロードコム株は今後1年間でAI関連支出の増加に乗じて上昇し得る。しかし、80%や100%のさらなる急上昇を信じるには、メタ、アルファベット、またはアマゾン・ドットコム<AMZN>の時価総額を追い越すと信じなければならない。それは非常に難しいことだ。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

7. イスラエルとイランの紛争による下落は一時的

[米国株式市場]

Israel-Iran Conflict Is Just a Setback on the S&P 500's Path to 7000

中長期的にS&P500指数は7000を目指す可能性

株価が上値を追う動きに変化なし



ANGELA WEISS / AFP / Getty Images

戦争は地獄だが、イスラエルによるイランへの攻撃があっても、株式市場が史上最高値を更新し、さらに上値を積み上げる動きに変わりはない。

確かに、先週の主要株価指数は下落して終わった。S&P500指数は0.4%安の5976.97となり、ダウ工業株30種平均は1.3%安の4万2197ドル79セントで引けた。ナスダック総合指数は0.6%安の1万9406.83となり、小型株のラッセル2000指数は1.5%安の2100.51で週末を迎えた。それでも13日にイランの核施設が攻撃される前は、各

指数とも前週末から上昇していた。13日の終値でもS&P500指数は20日移動平均線を割り込んでおら

ず、短期志向の投資家でも今回の紛争を大きく懸念していないことを示しているようだ。2月下旬につけた終値での史上最高値である6144まではあと3%弱の水準だ。

原油価格の動向がカギ握る

Market Snapshot



Source: FactSet

もちろん、さらなる事態悪化の可能性はまだある。悪化が懸念される中、今回の攻撃を受けて米国の指標原油であるウエスト・テキサス・インターミディエート（WTI）の価格は8.5%上昇して1バレル当たり73.80ドルとなった。JPモルガンのストラテジストであるナターシャ・カネヴァ氏によると、イランがホルムズ海峡を封鎖し、他の中東産油国が紛争に巻き込まれることが最悪のシナリオとなる。そうなれば、原油価格は120～130ドルに上昇してインフレ率を加速させる可能性がある。このシナリオが実現する可能性は17%だという。

カネヴァ氏は、「最初の攻撃はエネルギー関連施設を標的から避けたが、イスラエルの攻撃は数日間に及ぶ可能性があるほか、イランは報復を誓っており、世界のエネルギー市場に大きな影響を与える可能性がある」と書いている。

しかし、緊張状態が悪化するとは限らない。イランが石油施設を標的に報復すれば、米国が介入してくることをイランは知っている。22Vリサーチ社のストラテジストであるデニス・デバスチャー氏は、S&P500指数が持続的に下落するとしたら、企業業績、インフレ、または実質金利に戦争が影響を与える場合に限られると指摘する。今回の紛争が全面的な戦争に発展しなければ、原油価格は下落する可能性がある。原油価格が現在の水準にとどまったとしても、インフレ全体に大きな影響を与えることはなく、デバスチャー氏は「市場は安定するだろう」と書いている。

市場が安定することはよくある。ダウ・ジョーンズの市場データによると、1985年以降、原油価格が1日で5%超上昇してから3か月後のS&P500指数は平均で3.6%上昇していた。

消費とハイテク企業の支出が重要

あとは経済と企業業績次第だ。ありがたいことに、消費者の支出と、SNS大手のメタ<META>（旧フェイスブック）やグーグルの親会社であるアルファベット<GOOGL>のようなハイテク企業による支出は、おそらく米国経済の最も重要な二本柱となっており、1〜3月期に堅調な伸びを示したほか、貿易政策の不透明感にもかかわらず減速の兆候を示していない。その結果、ファクトセットがまとめたアナリスト予想によると、S&P500指数採用企業の利益は今後3年間に毎年12%成長し、2027年には1株当たり336ドルに達すると予想されている。S&P500指数の株価収益率（PER）を21倍とすると、2026年末までには7000に達する可能性がある。

目先にも目を向けたい。フェアリード・ストラテジーズのケイティ・ストックトン氏は、株価の方向性の変化を事前に特定することを目指す「デマーク・インディケーター」によると、重要なテクニカルポイントである6079を上回れば、S&P500指数の高値更新は容易だと指摘する。この水準を上回ればチャート面で好転が起き、S&P500指数が高値更新の道筋に戻ることを意味するという。

ただし、そこに至るまでには戦いが必要になるのだが。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

8. チャールズ・シュワブ株の密かな反発

[米国株式市場]

Charles Schwab Stock Is Back. How It Tamed the Turmoil.
問題を克服して、最高値も視野に

負債返済で株価反発



Angus Mordant/Bloomberg

ネット証券大手のチャールズ・シュワブ<SCHW>の株価は、「キャッシュ・スイープ問題」で下げた分の大半を戻している。さらに、株価は過去最高値に達する可能性さえある。

2024年7月に、チャールズ・シュワブに対して集団訴訟が起こされた。内容は、キャッシュ・スイープ・プログラムで顧客に対する超低金利を維持して、自社のコストを低位にとどめた一方で、投資家に不当に低い金利を支払っていた可能性があるというもの。それを受けて顧客

は、チャールズ・シュワブのキャッシュ・スイープ・プログラムから数十億ドルを引き上げて、利回りの高いマネー・マーケット・ファンドや他社の口座へ資金を移動させた。

チャールズ・シュワブでは、このコストの低い資金源を失ったことでコストが増加して利益が減少した。2024年7月には株価が1週間で17%下落して混乱が始まった。8月終盤の株価は61ドルで、2022年初頭に記録した高値の95.53ドルからは36%の下落となった。

しかしそれ以降の株価は密かに回復していた。株価上昇の原因は、今期の1株当たり利益（EPS）予想だ。昨年10月時点では3.82ドルだったが、最近では4.31ドルへ大幅に引き上げられている。チャールズ・シュワブはそれを可能にするために、負債を返済して、昨年第2四半期に17億ドルだった金融費用を今年第1四半期には10億5000万ドルへ圧縮した。純利息マージンも着実に上昇している。現在の株価は88.40ドルで、過去最高値まで7.4%に迫っている。

最近の株価上昇は、弱気派の程度を弱めるには十分なものだ。レッドバーン・アトランティックのアナリスト、であるチャールズ・ベンディット氏は先週、チャールズ・シュワブの投資判断をセルからニュートラルへ引き上げた際にキャッシュ・スイープと利息費用の問題がようやく解消したと指摘し、「キャッシュソーティングの問題に2年以上も取り組んだあとで、キャッシュ・スイープへの圧力が解消されつつある兆しがあり、コストの高い調達資金の返済が可能になっている」と記している。

ベンディット氏は強気ではない。目標株価は82ドルで7.2%の下値余地があるが、ベンディット氏の目標株価が保守的と考えられる理由がある。逆風が追い風に変化するのには回復ストーリーでは一般的で、チャールズ・シュワブは今や成長ストーリーとなっている。

資金運用益などが好調予想

チャールズ・シュワブの2030年までの増収率のアナリスト予想は年率8%となっている。証券事業およびウェルス・マネジメント事業の成長率は比較的控えめに予想されている一方で、資金運用利益は年率9%増加して2030年には173億ドルに達すると予想されている。トレーダー向けの証拠金融資の増加も好材料になる一方で、新規資産は2024年第2四半期に750億ドル減少していたが第1四半期には1300億ドルに達して、増加が続く見込みだ。総合すると、利益は年率17%増加して、2030年のEPSは9ドル超になると予想される。

今後12カ月予想利益に基づく株価収益率（PER）は18.9倍で、過去5年間の平均並みだが、11月のピークの22倍や、2022年のキャッシュ・スイープ問題前に達した24.6倍の過去最高を下回っている。そのため、PERは大幅な上昇余地があり、今後数カ月さらなる上値余地が生まれる可能性がある。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

9. 転換期を迎えるETFとミューチュアルファンド

[ETF]

The Great ETF Fee War Is Over. You Can Still Get Burned.

手数料引き下げ競争の終息を受けて商品の複雑化が始まった

手数料の引き下げペース鈍化は不可避



Courtesy NYSE

投資家にとって、手数料はミューチュアルファンドを選ぶ上での重要な要素だ。そのためファンド業界は、上場投資信託（ETF）の爆発的な人気に後押しされる形で手数料引き下げ競争を繰り広げてきた。

モーニングスターが今年5月28日に更新したレポートによると、ミューチュアルファンドとETFの手数料引き下げ競争は終息している可能性がある。インデックスファンドの2024年の資産加重平均手数料率は0.11%で、2023年からほぼ横ばいとなった。それでも、10年前の平均手数料

0.19%と比べると大幅に低い。モーニングスターのアナリスト、ザカリー・エヴァンズ氏とブライアン・アーマー氏は、「手数料引き下げペースが鈍化するのとは不可避であり、資産運用会社は他の金融商品で利益を追求せざるを得なくなる」と指摘している。

手数料引き下げは完全に終わったわけではない。チャールズ・シュワブは今年6月、幾つかのファンドの手数料を大幅に引き下げた。その結果、例えばシュワブ1000インデックスETF<SCHK>とシュワブ・インターナショナル・エクイティETF<SCHC>の経費率はそれぞれ0.05%と0.06%から0.03%に低下した。バンガードも今年初め、多くのファンドの手数料を引き下げた。それにより、例えばバンガードS&P500グロースETF<VSPGX>の経費率は0.1%から0.07%に低下した。

手数料引き下げは投資家の利益につながらない

手数料は既に非常に低くなっているため、手数料引き下げによる見返りも少なくなっている。1万ドルを投資した場合、0.1%の経費率は年間10ドルの手数料に相当するため、経費率が0.07%に引き下げられた場合の手数料節約額は3ドルにすぎない。結局、こうした手数料のわずかな違いを追求するよりも、株式と債券を適切に組み合わせることの方が、リターンに与える影響は大きい。

さらに、運用コストを現状から削ることが投資家の利益につながるかというと、それは明確ではない。フィデリティをはじめとする幾つかの資産運用会社が提供している経費率ゼロのミューチュアルファンドについて考えてみよう。このアプローチには問題がある可能性がある。

というのも、運用経費が発生しないファンドは存在しないからだ。経費率ゼロのファンドの経費は、ファンド会社の幅広いラインナップの収益によって賄われているか、証券貸借がもたらす利益などの他の収益源から支払われているかのいずれかである。そうした収益は本来、ファンドのリターン向上に活用できるはずだ。

投資家にとっての朗報は、超低コストのインデックスファンドの人気が高まり、ファンド会社が今もなおコストをできるだけ低く抑えようとしていることだ。昨年、各カテゴリで最もコストが低い五分位に属するミューチュアルファンドが新規投資家から集めた資金は9300億ドルだったのに対し、最もコストが高い五分位に属するミューチュアルファンドからは2500億ドルの資金が流出した。モーニングスターのエバンズ氏は、「投資家は圧倒的に低コストのファンドを好む」と指摘する。

もっとも、ウォール街が手数料引き下げ圧力を押し戻す方法を模索していることは言うまでもない。2025年に上場されたETFの数は350本を超えており、その多くは経費率を1%かそれをやや上回る水準に設定している。

投資家にはより高度な選別眼が求められる

ファンド会社は、銘柄選択のために高額の手数料を顧客に支払わせようとすることは放棄しているが、投資家がより複雑でニッチな戦略、特にデリバティブ取引を組み合わせたエキゾチックな金融商品を中心に構築された戦略に資金を注ぐことを期待している。

こうしたファンドは数十本存在するが、モーニングスターが算出する業界平均手数料にはあまり影響を与えない。平均手数料は運用資産額に応じて加重平均された数値であり、規模が大きくて実績のあるファンドの手数料がより強く反映されるからだ。

ETFストアの投資アドバイザー兼プレジデントを務めるネイト・ジェラシ氏は、投資家はかつてないほど多くの選択肢と低コストを享受しているが、注意も必要だと警告する。ジェラシ氏はその理由として、「投資家がポートフォリオの中核に保有したいと望んでいる戦略の大半は売約済みだ。そのため、周縁的なところで多くのETFイノベーションが登場しつつある。非常に複雑な金融商品が市場に投入され、そうした金融商品では手数料が大幅に引き上げられている。投資家が実施すべきデューデリジェンスの基準は上がっている」と述べる。

By Ian Salisbury
(Source: Dow Jones)

10. 小売りの強気銘柄3社に注目集まる

[経済関連スケジュール]

Costco, O'Reilly, and Walmart: Together, These Retail Bulls Spell COW.
略してCOW（雌牛）、だが株価はBULL（雄牛、強気筋）

ベスト銘柄はコストコ（C）・オライリー（O）・ウォルマート（W）

アナリストたちは、有望株を耳に残る略称でひとくくりにするのを好む。その代表格が「マグニフィセント・セブン（M7）」と呼ばれるハイテク株群であり、2023年第2四半期以来の株価は2倍超となった。M7とは、グーグルの親会社アルファベット<GOOGL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アップル<AAPL>、メタ<META>（旧フェイスブック）、マイクロソフト<MSFT>、エヌビディア<NVDA>、テスラ<TSLA>の7社だ。その前身のFAANG（フェイスブック、アマゾン、アップル、動画配信大手のネットフリックス<NFLX>、グーグル）は、過去10年間で年率27%超のリターンを記録した。いずれも市場をけん引してきた象徴的なグループだ。

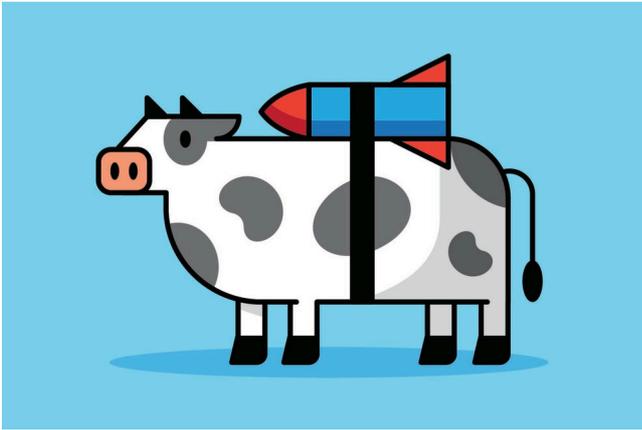


Illustration by Elias Stein

そして今、新たなネーミングが登場した。「COW」である。UBSのアナリスト、マイケル・ラッサー氏が名付けたもので、小売りセクターを代表する強力な3社、すなわちコストコ・ホールセール<COST>、オライリー・オートモーティブ<ORLY>、ウォルマート<WMT>の頭文字を取った略語だ。ラッサー氏は「不確実性の時代においては、優良な小売り株、すなわちクラスでベストな銘柄を保有することが安全策になると考える」と述べた。

実際、小売り株全体は2025年初来で約3%下落した。しかし、ラッサー氏は現在のような混乱期こそが、一部の小売り企業にとって競争優位を示す好機になると分析する。例えば、コストコは、価格面での勝者であり、非常に強い顧客ロイヤルティを享受している。自動車部品のオライリーは、無敵のサプライチェーン（供給網）を持ち、整備士がわずか20分で部品を受け取れるほどだ。そしてウォルマートは、圧倒的な規模の食料品事業、拡大するオンライン販売、低価格をアピールできる巨大企業だ。

もっとも、これらの銘柄はハイテク銘柄と同様、割安とは言いがたい。ラッサー氏は「利益成長の予見性と透明性こそが勝ち組とその他を分ける重要な要素の一部だ」と述べた上で、「結局のところ、割高な株価収益率（PER）はこの信頼の反映だ」と強調する。その言葉どおり、ウォルマートの現在のPERは41倍で、株価は過去5年間で141%上昇した。オライリーはPERが33倍、コストコは56.5倍で、それぞれ株価は約230%上昇した。これは、同期間のS&P500指数の上昇率90%を大きくアウトパフォーマンスしている。

（編集注：こちらの記事は6月11日配信の「今こそ「COW」に投資する時だ」のアップデート版となります）。

先週の出来事

市場動向

週明けの9日、ロンドンで米中の貿易協議が始まった。今回の協議では中国のレアアース（希土類）の輸出規制緩和と、米国の半導体関連の輸出規制緩和が焦点となった。市場は好感し、株価は上昇した。10日夜遅く、両国は貿易休戦の復活と協議継続のための枠組み構築について暫定的に合意した。一方、米労働統計局（BLS）が発表した5月の消費者物価指数（CPI）の伸びは前月比0.1%増加したものの市場予想を下回り、また国債入札では利回りが低下したことで、株価は再び上昇した。しかし週後半、イスラエルによるイランと核関連施設への攻撃を受けて、原油価格が急騰し、金、ドル、スイスフランも上昇、13日には株価が急落した。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1.3%、S&P500指数は0.4%、ナスダック総合指数は0.6%それぞれ下落した。

企業動向

アップルは、年次開発者会議でソフトウェアとサービスに関する発表を行ったが、人工知能（AI）技術での遅れを釈明する異例の展開となった。ロバート・F・ケネディ・ジュニア米厚生長官は、ワクソン諮問委員会のメンバー17人全員を解任した。米投資会社ブラックストーン<BX>は、今後10年間で最大5000億ドルを欧州に投資すると発表した。インド大手航空会社エア・インディアが運航するボー

Hot to Not

The Magnificent Seven tech stocks and a broad array of retail stocks have struggled in a volatile 2025.



イング<BA>787型機がインドで墜落、250人超が死亡した。

M&A（合併・買収）など

- ・米メディア大手ワーナー・ブラザーズ・ディスカバリー<WBD>は、来年をめどに事業を再編し、ストリーミングおよびスタジオ部門とケーブル部門の二つに分割すると発表した。
- ・半導体大手のクアルコム<QCOM>は、ロンドンの半導体設計企業アルファウェーブIP<AWEVF>を24億ドルで買収することで合意した。これは買収対象の3月31日時点の株価に96%のプレミアムを上乗せした価格。
- ・メタ（旧フェイスブック）は、AI関連の新興企業であるスケールAIの株式49%を現金143億ドルで買収することに合意した。
- ・ウォール・ストリート・ジャーナル紙が、衛星通信とワイヤレスサービスを展開するエコスター<SATS>が、破産申請の準備を進めていると報じた。
- ・住宅用太陽光発電システムのサンノバ・エナジー・インターナショナル<NOVAQ>が連邦破産法11条の適用を申請した。

今週の予定

6月17日（火）

国勢調査局（商務省）が5月の小売売上高を発表する。コンセンサス予想では、前月比0.6%減と予想されている。4月は0.1%の増加であった。自動車を除く小売売上高は前月比0.2%増と予想され、前回より0.1%ポイント高い。

6月18日（水）

米連邦公開市場委員会（FOMC）が金融政策を発表する。FOMCはフェデラルファンド（FF）金利誘

Best in Class

The COW stocks--Costco, O'Reilly, and Walmart--have broken from the herd, and the S&P 500.



導目標を4.25~4.50%に据え置くとの見方が大勢を占める。また、米連邦準備制度理事会（FRB）は四半期ごとの経済予測サマリー（SEP）を発表する。ただし、ウォール街がより強い関心を寄せているのは、パウエルFRB議長の記者会見だ。パウエル議長はこれまでに、ホワイトハウスが導入した関税政策以降、様子見の姿勢を維持してきた。FOMCは政策金利の調整を急ぐ必要はなく、今後発表されるデータによって状況がより明確になるまでわれわれは様子見できる立場にある、と述べてきた。一方で、先週発表されたインフレ指標は落ち着いた水準となり、労働市場にもわずかな悪化の兆しが出てきた。具体的には、新規失業保険申請件数の直近4週間の平均は24万250件で、年初来で2万7750件の増加となっている。こうした状況下で、パウエル議長が従来の慎重姿勢を変えるかどうかは、投資家の視線が集中している。

6月19日（木）

米株式・債券市場は連邦祝日（ジュンティーンズデー、奴隷制廃止の祝日）のため休場。

統計と数字

34.5%：中国の5月の対米輸出は前年比34.5%（ドル建て）の大幅減となった。4月には21%の減少を記録していた。

650億ドル：メタのザッカーバーグ最高経営責任者（CEO）によると、メタは2025年中にAI分野へ最大650億ドルを投資する可能性があるという。

350万台：任天堂<7974>の新型家庭用ゲーム機「ニンテンドースイッチ2」は、発売から4日間で350万台を売り上げた。

20%：2024年末時点で、世界の外貨準備における金の構成比は20%に達し、46%のドルに次ぐ第2位となった。ユーロは16%だった。

By Teresa Rivas
(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』 2025/06/15

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