

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/06/29

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. トランプ関税が招く米自動車業界の大混乱 - How Trump's Tariffs Could Upend the U.S. Auto Industry [カバーストーリー]
国産車の販売台数は20%減少する可能性も P.1
2. 住宅建設不振の中でも株価が上昇する銘柄 - Zillow and Rocket Stocks Could Surge, Despite the Housing Slump [フィーチャー]
ジロー・グループ、ロケット・カンパニーズ、レッドフィン有望 P.6
3. 住宅市場の縮小が買い手にもたらす変化 - A Shrinking Housing Market Means Upheaval for Buyers [フィーチャー]
業界再編で住宅のワンストップ購入が実現するか P.8
4. モメンタムファンドが市場をアウトパフォーム - Momentum Funds Are Beating the Market. How They Do It. [ファンド]
モメンタム戦略とその仕組みを理解する P.11
5. 株価が急騰し、ドルが下落し、関税の影響も不透明な中、利下げの理由は - Stocks Are Flying, the Dollar Is Falling, Tariffs Haven't Hit Yet. Why Cut Rates Now? [コラム]
今後の問題は雇用不足ではなく労働者不足 P.13
6. 大リーグから学ぶ投資の要諦 - Baseball's Surprise Lessons for Investors [コラム]
最終リターンを左右するのは金利と税金 P.15
7. ドル安が大手ハイテク企業の業績への追い風に - There's a Wild Card Coming for Tech Earnings. It's Not AI. [ハイテク]
アップルの第2四半期決算はサプライズとなる可能性がある P.17
8. 史上最高値を再び更新した株式市場 - The Stock Market Has Roared Back to Record Highs. What to Do Now. [米国株式市場]
投資家が次に備えるための行動とは P.20
9. IPO市場が活況だが、失敗しないための方策とは - Circle Stock Could Set Off an IPO Frenzy. How to Avoid Getting Burned. [米国株式市場]
ユニコーン企業が相次いで上場申請へ P.22
10. 米国の慈善寄付、長引く停滞から回復 - U.S. Charitable Giving Has Struggled. But Last Year Was a Winner. [経済関連スケジュール]
個人と企業からの寄付額、2024年は過去最高 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

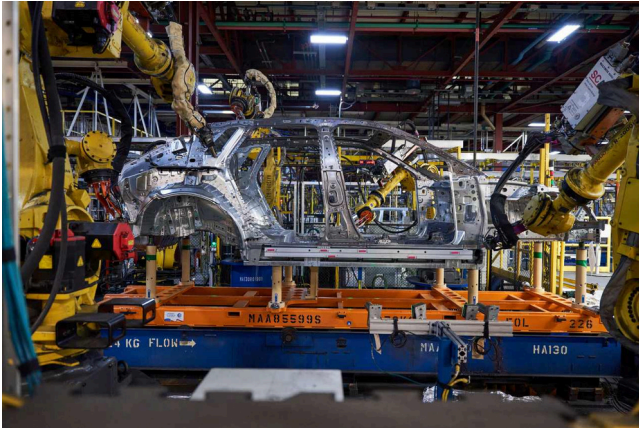
1. トランプ関税が招く米自動車業界の大混乱

How Trump's Tariffs Could Upend the U.S. Auto Industry

国産車の販売台数は20%減少する可能性も

[カバーストーリー]

自動車業界は様子見姿勢を崩さず



JD Adams/General Motors

トランプ大統領は米国の製造業を再び偉大にしたいと願っているが、その過程で米国の自動車業界の足を引っ張ることになるかもしれない。

米国の製造業の衰退については盛んに議論されているが、自動車製造業は依然として巨大な産業である。米国で販売される自動車の半分は国内の工場で組み立てられており、衣料や電子機器業界などよりもはるかに巨額の投資が行われている。付加価値の低い部品は労働コストの安い外国で生産され、より高性能な部品は国内で製造されている。

米国は外国の自動車メーカーも引き付けている。トヨタ自動車<7203>、ホンダ<7267>、韓国の現代自動車<005380.韓国>は約6万7000人の製造労働者を直接雇用しており、さらに約50万人の雇用を支え、全米20カ所以上の工場で年間推計70億ドルの賃金と手当を支払っている。

しかし、トランプ大統領はあらゆる部品に至るまで米国製の自動車（All-American car）を望んでおり、そのためなら莫大（ばくだい）な関税を課すこともいとわない。トランプ氏は鉄鋼とアルミニウムに対する報復関税と通商法第232条に基づく追加関税に加え、自動車と自動車部品の輸入に対する25%の関税を提案している。

ホワイトハウスの広報担当者は「鉄鋼生産はわが国の国家安全保障と経済安全保障にとって極めて重要である」とメールで述べたが、部品関税の影響には触れなかった。

激しいロビー活動を受けて、大統領は部品関税を修正し、業界がサプライチェーン（供給網）を本国に戻すために実質的な2年間の猶予を提供した。さらに、報復関税の発動を7月9日まで延期し、各国に交渉期間を与えた。

7月9日は早くも近づきつつあるが、業界は依然として様子見姿勢を取っている。25%の関税が完成車だけに課されるならば、自動車業界は対処できただろう。しかし、自動車部品に対する同様の関税は、はるかに大きな打撃だ。2024年、ゼネラル・モーターズ（GM）<GM>の北米における自動車売上高は約1600億ドルで、利益は145億ドルだった。本誌の推計では、現在提案されている関税はコストを約250億ドル引き上げ、利益をゼロにする可能性がある。

今のところ、状況はそこまで深刻ではない。GMは現在の関税による逆風が四半期当たり約15億ドル（コスト削減を除く）、自動車販売台数1台当たり約2200ドルの逆風になると推計する。

本誌の推計では、全ての負担を加味すると、最終的な自動車価格は最大15%上昇するとみられる。これは米国の競争力を低下させ、混乱を生み出し、外国の自動車メーカーは米国に工場を建設するより関税を支払う方が楽だと判断する可能性がある。その結果は自動車業界の破滅だ。政権が目的を達成するために他の手段を選ばない限り、米国の自動車販売台数は最大20%減少すると考えられる。

自動車部品への関税は完成車よりも打撃が大きい

Made in America

Most major auto makers already assemble a majority of cars sold in the U.S. in America.

Company	% of Cars Manufactured in the U.S.	Number of Major U.S. Plants
Ford Motor	80	10
Honda Motor	65	4
General Motors	55	11
Stellantis	55	7
Toyota Motor	50	7
Hyundai*	35	3

*Note: includes Kia

Sources: Bloomberg, FactSet

米国で自動車を組み立てることは理にかなっている。それを世界の自動車メーカーは知っている。3月、現代自動車はジョージア州サバンナの生産拠点の拡大に90億ドルを投資すると発表した。これは米国で最も新しい自動車工場だ。現代自動車は自社のプレス工場に原材料を供給するための鉄鋼工場も建設している。米国の生産拠点の拡大は、トランプ氏が大統領に返り咲く前から計画されていたものの、現代自動車のホセ・ムニョス社長兼最高経営責任者（CEO）は、関税に対処するための最善の方法は現地化だと述べている。それでも、報道によると、現代自動車は関税を相殺するために、米国の製品ラインアップ全体を1%値上げすることを検討している。

米国の自動車メーカーも国内生産を増やしている。GMは最近、国内の複数の工場の設備を一新するために40億ドルを支出する計画を発表した。米国内の生産台数は約30万台増えることになる。クライスラーの親会社であるステランティス<STLA>はイリノイ州の組み立て工場の再開を計画している。フォード・モーター<F>は、既にデトロイトの同業他社よりも多くの自動車を国内で組み立てている。関税が完成車だけに課された場合、国内生産は2020年代末までに需要の75%近くを満たす可能性がある。

しかし、現在の提案通りに自動車部品にも関税が課された場合、そうはいかない。自動車のサプライチェーンは、効率性を可能な限り高めるために世界中に分散されており、安価な部品はコストの低い国で生産される。例えば、自動車部品メーカーのマグナ・インターナショナル<MGA>は28カ国に340以上の製造施設を有する。マグナは数百もの部品を製造しており、その中にはギア、電気モーター、パワーインバーター、車軸などを組み込んだ「e車軸」が含まれる。

e車軸はさまざまな国の部品から構成されている。ギアとモーターは米国、カナダ、メキシコのサプライヤーによって製造される。パワーインバーターは米国製で、筐体（きょうたい）はメキシコ製だ。これらの部品は全て、部分組み立てのためにカナダに出荷される。その後、完成部品がデトロイト近郊のフォードの工場に送られる。

マグナのオペレーション担当バイスプレジデント、キャシー・ワーセン氏は「この種の国境を越えた協力は、自動車業界では当たり前のことだ。そのため、安定した貿易関係と効率的な物流は、自動車メーカーだけでなく、現代の自動車を製造するサプライチェーン全体にとって非常に重要だ」と語る。

低コストでの自動車製造は、完成車が消費者にとって購入しやすい価格になるというメリットがある。自動車取引プラットフォーム運営会社カーズ・ドットコム<CARS>の業界・市場分析責任者を務めるデービッド・グリーン氏は、「（消費者のメリットは）全く考慮されていない」と指摘し、関税政策の影響が完全に浸透した場合、3万ドル未満の新車は貴重になるだろうと語る。価格は既に上がり始めている。カーズ・ドットコムの調査では、2025年初め以降、メキシコ製の自動車は平均で約1100ドル値上がりしている。6月の中古車価格は前年同月比で6.5%上昇した。

要するに、フォードのジム・ファーリーCEOの言葉を借りれば、「われわれは部品を確保する必要がある。たとえ外国製の部品であっても」ということだ。

関税によって投資が抑制され、長期的に破滅的な結末も

関税の最終形態を巡る不透明感は、既に投資に影響し始めている。新たな自動車工場が着工してから自動車の生産を開始するまで、長ければ5年にかかる。自動車部品に関税が課される可能性、関税が施行と停止を繰り返していること、国別の貿易交渉（業界幹部は特定の国が他国より優遇される可能性を懸念している）を理由に、一部の自動車メーカーは既存工場の設備を改修することや、海外で製造して関税を支払うことを選好している。

業界に対する長期的な影響は、破滅的なものになる可能性がある。全ての輸入部品に関税が課されると、米国の自動車メーカーは、他国のメーカーが負担する必要のない新たなコストの負担を強いられる。その結果、米国車は海外市場にとって高過ぎるものになり、大手自動車メーカーは輸出競争力を失う。

現在の関税政策体制が実現すれば、10年後の米国自動車産業は国内にしか製品を販売できず、収益性が低下し、世界の自動車産業からみると相対的に小規模になっているだろう。エール大学予算研究所長のアーニー・テデスキ氏は「関税は投入コストを増やし、投資を抑制し、米国企業を競争から遠ざけることによって、長い目で見れば生産性の低下につながる。ひいては、長期的な実質賃金も低下させる」と指摘する。

ビーオブエー・セキュリティーズのアナリスト、ジョン・マーフィー氏は、1970～1980年代の安価な日本車の参入を引き合いに出し、関税は中国車の参入を加速する可能性もあると指摘する。関税によって米国の自動車メーカーの製造コストが上昇し、低価格帯市場を諦めることになった場合、電気自動車（EV）業界のリーダーであるBYD（比亞迪）<BYDDY>、ボルボの親会社ジーリー・オートモービル（吉利汽車）<00175.香港>など、利益率を維持する必要性が少ない中国の自動車メーカーが自社

Tariff Turmoil

Car makers have been upended by the Trump administration's trade policies.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	Market Value (billion)	2024 North America Sales Volume (million)	Forward 12-Month P/E	2025 Est. Operating Profit Change
General Motors / GM	\$49.00	-8.0%	\$47.2	2.71	5.2	-24.8%
Ford Motor / F	\$10.73	8.4%	\$43.0	2.08	8.9	-37.3%
Stellantis / STLA	\$9.59	-26.5%	\$23.9	1.22	4.3	-24.2%
Toyota Motor / TM	\$171.58	-11.8%	\$271.3	2.33	9.0	-11.9%
Hyundai Motor / HYMTF	\$56.00	12.0%	\$31.0	0.83	4.3	-3.0%
Honda Motor / HMC	\$28.88	1.2%	\$51.1	1.42	7.7	-15.3%

Sources: Bloomberg, FactSet

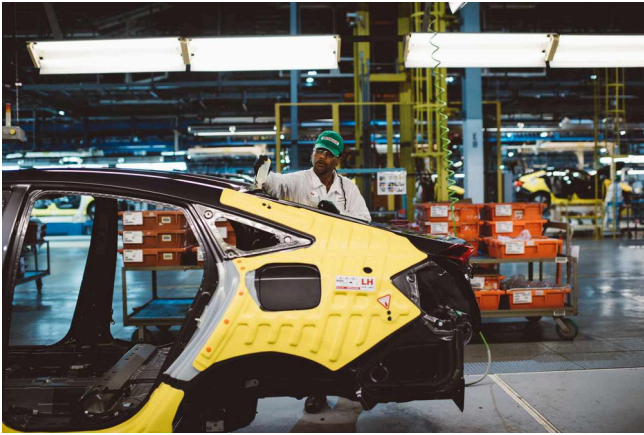
工場を設立し、米国企業の撤退後の隙間を埋めようとする可能性がある。

トランプ氏の目標を達成するには、もっとうまい方法がある。業界のリーダーやアナリストは、米国を自動車組み立てコストの安い場所にすることに重点を置き、投資や輸出に対する税制優遇によって生産を促進すべきだと主張している。マーフィー氏は共和党のバーニー・モレノ上院議員が提案する「移動自由法」のアイデアを支持している。これは賃金に対する追加的な税額控除を提供し、雇用コストを引き下げるというものだ。

輸出税額控除によって、こうしたコストの一部を相殺できるという声もある。2024年、自動車と自動車部品の輸入額は合計約4740億ドルだったのに対し、米国からの輸出額は1690億ドルだった。一方、フォードはピックアップトラック「レンジャー」（世界5カ所の工場で組み立てられ、約180カ国で販売される）の自動変速機全てを米国内で製造している。

ファーリーCEOは「フォードの輸出額は基本的に輸入額より多い。当社は米国内での生産を増やしたいと考えているが、製品は全て国内にとどまるわけではなく、実際輸出もしている」と語る。

関税に左右されにくい割安な銘柄を探せ



Courtesy Honda

現在の状況は、投資家が自動車セクターを投資に適さないと感じて切り捨てるのに十分であり、実際に多くの投資家がそうしている。フォードをカバーするウォール街のアナリストのうち、投資判断を買い推奨またはそれと同等としているのはわずか15%だ。ステランティスは27%、GMは48%となっている。S&P500指数構成企業の買いの平均比率は約55%だ。

しかし、これら3社の株価は非常に割安な水準で推移している。GM、フォード、ステランティスの予想営業利益に対する株価収益率（PER）

はそれぞれ約5倍、6倍、4倍だ。安全マージンを求める投資家は、PERが現在の水準から1ポイント低下するのを待っても良いだろう。

つまり、GMの場合、2025年と2026年の予想営業利益に基づくと、直近株価の49ドルを8%下回る45ドルなら魅力的ということだ。GMの株価は、安定した利益率と自社株買いによって比較的堅調に推移している。

フォードの場合、直近株価の10.8ドルを7%下回る10ドルなら妙味がありそうだ。しかし、フォードのパフォーマンスは、製品品質を向上させ、製品保証費用を削減できるかどうか主に左右される。

ステランティスは、直近の9.6ドルから安全な水準の11ドルに達するまで15%の上値余地がある。2024年の業績は惨憺（さんたん）たるものだったが、現在は新任のアントニオ・フィローサCEOが業績回復の取り組みを監督している。新CEOの仕事は、関税に対処するとともに、ディーラーと従業員との関係を修復し、在庫をコントロールすることだ。

自動車部品メーカーは、関税の影響で下半期に生産スピードが大幅に減速するのではないかと懸念によって打撃を受けている。シティグループのアナリスト、マイク・ワード氏は、実際は予想より良い結果になり、自動車部品メーカー各社が予想を上回る業績を達成し、ガイダンスを引き上げることが可能なのではないかと考えている。

ワード氏の選好銘柄の一つは、自動車のシートと電装品を製造するリア＜LEA＞だ。配当利回りは3.4%、今後12カ月の予想利益に基づくPERは約7.3倍で、過去平均の約10倍より割安だ。GMはリアの最大の顧客で、売上高の約22%を占める。また、GMが新たなスポーツ多目的車（SUV）と軽量ピックアップトラックをミシガン州の組み立て工場で製造すると決定したことはリアの助けになるだろう。ワード氏は投資判断を買い、目標株価を123ドル（直近の92.42ドルを33%上回る）としている。

JPモルガンのアナリストであるライアン・ブリンクマン氏は、自動車部品会社のアプティブ＜APTIV＞とボルグワーナー＜BWA＞も魅力的に見えると語る。パワートレイン部品を製造するボルグワーナーは、EVとハイブリッド車の増加による恩恵を受けると見込まれる。PERはわずか7倍で、過去平均の約8.5倍よりも割安だ。ブリンクマン氏の目標株価は直近株価の33.46ドルを29%上回る43ドルで、2026

年予想PER約9.5倍に相当する。

アップティブの予想PERは9倍で、こちらも過去の水準に比べて割安に見える。アップティブは2社に分社化される予定だ。一社は自動車メーカーに電気システムを提供し、もう一社は複数の産業向けに「センサー・トゥー・クラウド技術ソリューション」を提供する。ポイントは、自動車との関連性が薄い事業は、バリュエーションが上昇する可能性があるということだ。S&P500指数に含まれる資本財企業の平均PERは約22倍で、自動車部品メーカーの2倍である。

ブリンクマン氏はアップティブの目標株価を、直近の水準を25%上回る85ドルとしている。これは2026年予想PER約10.5倍に相当する。

つまるところ、投資家は、関税政策によって完全には左右されない投資アイデアを探すべきだ。さらに、関税を巡る懸念によって業界が徹底的に低迷し、投資に適した株価になるのを待つことが望ましい。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

2. 住宅建設不振の中でも株価が上昇する銘柄

[フィーチャー]

Zillow and Rocket Stocks Could Surge, Despite the Housing Slump

ジロー・グループ、ロケット・カンパニーズ、レッドフィンは有望

有望銘柄



David Ryder/Bloomberg

住宅建設が減速する中で、住宅関連サービスを提供するジロー・グループ<Z>や金融テクノロジー企業のロケット・カンパニーズ<RKT>は成長している。それは主に、インターネットの検索のトラフィックを支配しているおかげだ。不動産サービス業界を長年にわたって調査してきた独立系投資会社PAAリサーチ創業者のブラッドレー・サファロー氏は、両社は居住用不動産の顧客獲得のとば口に位置し、住宅購入者を比較的安価で効率的なプロセスへ誘導する好位置にある、と言う。サファロー氏は、両社の投資判断を買いとしている。

サファロー氏は、住宅購入は依然として古めかしいプロセスであると指摘し、不動産会社、弁護士、銀行、住宅ローン・ブローカーおよびタイトル保険会社が関与するため、「取得までには45~60日かかる」と言う。

ジローとロケットはコスト削減と、住宅取得をシームレスな取引へ移行させることを目指している。それが実現できれば、両社の市場シェアは大幅に上昇するだろう。ジローは、顧客との連絡、物件見学の日程調整、住宅ローン提供会社紹介のためにジローのソフトウェアを使う不動産会社と密接な関

係を維持している。ジローはその見返りとして、住宅販売時に手数料を受け取っている。ジローのこのエンハンスド・マーケット・プラットフォームは米国の90カ所を超える市場で利用可能で、ジローは年末までに、自社を利用する住宅取得者の3分の1をこのプラットフォームで扱うことになる予想している。サファロー氏は、ジローがいずれ自社で不動産仲介事業を開始しても意外ではないと言う。本誌はジローにコメントを求めたが、連絡がつかなかった。

サファロー氏は、ジローの株価が最近の67ドルから108ドルになると予想する。108ドルは、サファロー氏が予想する2027年の現金営業利益の20倍に相当する。

サファロー氏は、「ロケットには、住宅用不動産の歴史の中で、最も破壊的な企業になる可能性がある」と語り、ロケットは不動産会社でインターネットを活用するレッドフィン<RDFN>と不動産会社で住宅ローンのサービサーでもあるミスタークーパー<COOP>の買収によって、クロスセルの莫大な機会を得るとともに、顧客獲得コストを引き下げられると予想する。

レッドフィンは既に、住宅物件掲載手数料を引き下げており、住宅ローン、借り換えおよびタイトル保険などの総合サービスが提供可能だ。レッドフィンはコストを引き下げ、それら手続きの煩わしさを解消できる一方、各事業の従業員はクロスセルに対する報酬を得ている。サファロー氏は、これを行える企業は、業界内に他には存在しないと言う。サファロー氏はロケットの株価が最近の14ドルから25ドルに上昇すると考えている。25ドルは、サファロー氏が予想する2027年の現金営業利益の20倍に相当する。

■ コスター・グループには弱気

サファロー氏は、不動産の情報プロバイダーであるコスター・グループ<CSGP>については、それほど前向きではない。コスター・グループは、アンディー・フローランス最高経営責任者（CEO）の下で、ボルトオン型の買収やニッチ市場において支配的な地位を占めることから数十年にわたって成長してきたが、サファロー氏は、住宅購入者向けポータルサイトのHomes.comがフローランス氏の最初の失敗になる可能性があるとする。コスター・グループは2014年にHomes.comを5億8500万ドルで買収し、2024年のスーパーボウルにおけるブランド再生の取り組みを含めマーケティングに約10億ドルを費やした。しかし、同事業の第1四半期の売上高はわずか2500万ドルで、アクティビスト（物言う投資家）はフローランス氏に対してHomes.comの売却を強く促している。サファロー氏は、アクティビストが正しいと考えている。

コスターでは、共同住宅賃貸ポータルのApartments.comが好調な事業となってきた。サファロー氏は、ジローが賃貸用住宅ポータル・アプリのジロー・レンタルズにブランド、バランスシートおよび低い顧客獲得コストを投入しているために、Apartments.comが今後競争に直面するようになるだろうと語る。コスターの他の重要な事業は、今後数年間にわたって好転が見込みにくい商業用不動産に関係している。サファロー氏はコスターの投資判断を売りとしており、株価が約80ドルから52ドルへ下落する可能性があると考えている。52ドルでも、サファロー氏が予想する2027年の現金営業利益の25倍に相当する。

コスターの意見はサファロー氏とは異なる。マット・ブロシャー広報担当は、コスターの商業用不動産事業の利益率が平均で43%であり、コスターはキャッシュフローを新製品、新サービスおよび新地域に成功裏に投資してきた実績があると言う。コスターはHomes.comに対して年間で1株当たり2ドル

相当を投資しており、その成功がコスターの株価を2倍へ押し上げると考えている。ブロシャー氏は、「最近構築した500人超の営業員が予約を獲得し始めており、それが2026年以降の売上高の高い伸びにつながると予想される。費用と売上高のギャップが縮小すると予想され、そう遠くない将来に黒字化するとともに、売上高も成長するだろう」と語る。

By Bill Alpert
(Source: Dow Jones)

3. 住宅市場の縮小が買い手にもたらす変化 A Shrinking Housing Market Means Upheaval for Buyers 業界再編で住宅のワンストップ購入が実現するか

[フィーチャー]

低迷の続く住宅市場



Illustration by Lynne Tuttle/Barron's; Adobe Stock (1)

住宅販売は3年連続の低迷に向かっている。住宅市場の再編は加速しており、需要が回復する頃には、買い手、売り手、投資家にとって不動産取引が変貌を遂げている可能性がある。

大手不動産企業は、住宅購入取引のより多くの部分を一元的に扱うデジタルプラットフォームを構築しており、不動産仲介業者や住宅ローン業者から仕事を奪っている。PwCで不動産取引部門を統括するティム・ボドナー氏は「人々にとって物事をより楽にする方向に世界は向かっている」と述べる。

この支配権争いは最近、法廷に持ち込まれた。米国の不動産仲介最大手のコンパスは、物件情報ポータルサイトのジロー<Z>を相手取り、情報を最初に閲覧できる対象を自社エージェントと顧客に限定する新ルールを巡って提訴した。これは単なる掲載ルールを巡る争いではなく、将来の住宅市場の方向性を巡る対立である。

消費者はここ数年、住宅購入から距離を置いている。中古住宅の販売件数は、2023年と2024年の両年で約30年ぶりの低水準に落ち込んだ。全米不動産協会（NAR）のデータによると、2025年1～5月の販売件数は季節調整済み年率で平均約410万件と、2021年の600万件以上という水準を大幅に下回った。

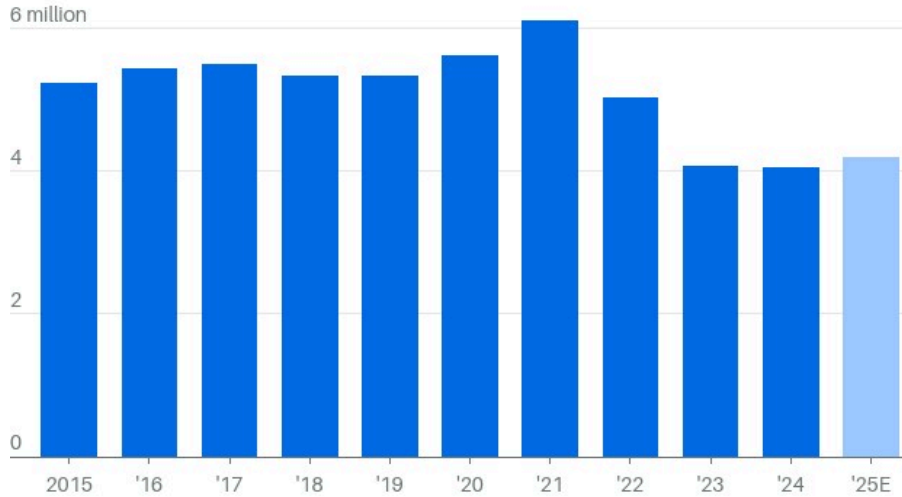
不動産仲介会社eXpリアルティのレオ・パレハ最高経営責任者（CEO）は、販売件数が500万件に達するまでは、業界全体が圧力を受け続けると述べる。これは遠い数字だ。米抵当銀行協会は、中古住宅の販売件数が今後数年間で増加するものの、2027年まで500万件を下回る見通しを示している。

風向きの変化

Waiting on a Rebound

Lousy conditions for buying a home means sales will stay below their prepandemic norm this year.

Existing-home Sales



Note: E=estimate

Source: National Association of Realtors, Mortgage Bankers Association

住宅市場から距離を置いているのは消費者だけではない。米国最大の不動産業界団体のNARは、会員数が2022年の約160万人から2026年に120万人に減少すると想定している。NARのスポークスパーソンは「現在の住宅市場の逆風も要因となっている」と説明する。

一方、買収の機会を見出している企業もある。不動産仲介大手のコンパス<COMP>は、今年第1四半期の主要エージェンツ数を前年同期比で約42%増加させた。これは主に買収によるものだ。コンパスの成長・コミュニケーション担当プレジデントであるロリー・ゴロッド氏は「仲介業者の大半は財務面で相当な苦境にある。この状況を乗り切るための規模やバランスシートといった基盤が整っていないからだ」と指摘する。

住宅建設業界も再編が進んでいる。購入者へのインセンティブや値引きを提供する会社が増える中、大手企業は規模の経済を活かし、コストを低く抑えることが可能だ。不動産調査会社ゾンダでチーフエコノミストを務めるアリ・ウルフ氏は「市場が鈍化し、変動が激しい状況下では、合併や買収が増える傾向がある」と述べる。ゾンダのデータによると、2024年の新築住宅販売の52%は上場住宅メーカーが占め、2005年以降で最も高い割合となった。ウルフ氏によると、この割合は将来65%まで上昇する可能性がある。

業界再編の象徴的な動きとして、住宅ローン組成で知られるノンバンク融資会社ロケット<RKT>、住宅ローンサービサーのミスター・クーパー<COOP>、不動産仲介・物件情報ポータルサイトのレッドフィン<RDFN>の3社の統合が決定している。ロケットのバルン・クリシュナCEOは、「3社は、別々に活動するよりも統合した方がより強くなることを認識している」と述べる。

不動産投資会社ハインズでグローバル最高投資責任者（CIO）を務めるデビッド・シュタインバッハ氏は、「あらゆる分野で消費者はよりパーソナライズされた体験を期待している。消費者はより良いサー

ビス、より良い結果を求めており、それがデータによってのみ実現し得るということは、大規模なグループが勝つということだ。大手は、ニーズに応えるためにさらに大きくなっていく必要がある」と解説する。

住宅市場の将来

住宅情報を掲載するポータルサイトや住宅ローン業者、仲介業者など住宅購入のプロセスから収益を上げる企業は長年にわたり、細分化された住宅市場で、いかにしてシェアを高めるかに腐心してきた。そして、ついにその方法に辿り着いた。

ジローは、2021年に住宅売買事業が不安定な状況に陥ったことを受け、新たな計画をたずさえて再出発した。それは、住宅の「スーパーアプリ」を構築し、さまざまな住宅サービスをワンストップで買い手、売り手、貸し手、仲介者に提供するものだ。

その道のりは決して平坦ではない。ジローの株価は今年5%下落しており、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）期の高値を65%下回っている。しかし、住宅ローン市場や自社の住宅ローン業者を通じて、住宅ローンを購入者の体験に焦点を当てる取り組みが、賃貸物件や仲介会社向けのツールへの投資と相俟（あいま）って、ようやく花開きつつある。

ジローは2025年には、2012年以来初めて、「一般に認められた会計原則（GAPP）」に基づく決算が黒字化する見込みだ。ジローのCEOを務めるジェレミー・ワックマン氏は「マクロ環境が悪い中で希望があるとすれば、機能することとしないことを正確に見極める必要がある点だ」と語る。

ジローのスーパーアプリの将来像において、住宅購入取引がジローのサービスから外れることはないだろう。ワックマン氏は、物件の物色から、仲介業者選定、仲介業者との相談、ローン担当者との交渉、条件提示、住宅ローンの成約に至るまで、全体のプロセスが「ジローのようなアプリ内で、手のひらの上で完結することになる」と語る。

本誌同様、大手メディアのニュース・コーポレーション<NWSA>傘下の住宅情報掲載ポータルムーブが運営する不動産ウェブサイト、リアルター・ドット・コムは、「開かれた市場を作る」好機と見ており、「不動産関連サービスだけでなく、住宅ローン関連サービスなども取り込んでいく」とのことだ。ムーブのCEOを務めるダミアン・イールズ氏は「当社のビジネスの中で、この事業は今後数年で大幅に進化するはずだ」と語る。

消費者への影響

巨大企業の台頭は、消費者にとってチャンスでもありリスクでもある。ロケットやジローなどは、住宅市場のエコシステムのばらばらの部分をまとめることにより、買い手と売り手の間の摩擦をなくす好機だと捉える。ロケットのクリシュナ氏は「統合が進めば、顧客体験は高まり、コストの低下が現実のものとなり、コスト削減分を消費者に還元しやすくなる」と話す。

左派の政治家の見方はやや異なる。司法省および連邦取引委員会（FTC）宛の書簡で、民主党のエリザベス・ウォーレン氏（マサチューセッツ州）、無所属のバーニー・サンダース氏（バーモント州）ら5人の上院議員は、ロケットのレッドフィンとミスター・クーパーの合併案件は、住宅価格がすでに高

騰している中で、「住宅市場における米国人家族の選択肢を減らし、価格上昇につながる」と主張した。

買い手が住宅を購入するときは、常に競争を念頭に置くと報われる。フレディマック（米連邦住宅貸付抵当公社）の2023年の調査によれば、住宅購入者は住宅ローン業者の融資条件を4社以上比較することで、1社しか検討しなかった場合に比べて年間で最大1200ドルを節約できるという。コロンビア大学のバン・ニューワーバーグ教授は「これらのプラットフォームの仕組みは基本的に、辛抱強く待てない消費者を搾取することもある。よくできていて便利だが、基本的には利便性があるからこそ必要以上に支払ってしまうことになりがちだ」と語る。

しかし、ニューワーバーグ教授は、企業規模が大きくなれば、特に住宅建設コストは削減できるはずだと語る。「率直に言って、非常に効率の悪い零細企業がひしめき合っている。規制緩和がまさに必要とされている統合への道を開く可能性がある」と語る。そうなれば、住宅建設戸数は増加し、買い手の選択肢も増える。

企業のユーザー体験についてのビジョンは同じようなところへ収斂する一方、やり方については意見が分かれるだろう。例えば、物件掲載の方法だ。コンパスのように、売り手は世間一般に対して物件掲載を行う前に、市場の感触をつかむべきだと主張をする業者もいれば、ジローや不動産仲介会社eXpリアルティ<EXPI>のように、そうしたやり方は買い手に不利だと批判する業者もある。

議論は業界を二分し、すでに住宅購入プロセスは変わりつつある。コンパスは売り手にまず物件情報の限定掲載を働きかける一方、ジローやレッドフィンは一斉掲載以外の方法を禁止する。

業界の進化の終着点は統合ではない。KBWのアナリスト、ライアン・トマセロ氏は「最終的には業界参加者がみんなで知恵を出し合って、どういうやり方がいいのかを再検討し、過去1世紀にわたり後付けされてきただけの今のやり方を見直す必要があるだろう」と語る。

By Shaina Mishkin
(Source: Dow Jones)

4. モメンタムファンドが市場をアウトパフォーム Momentum Funds Are Beating the Market. How They Do It. モメンタム戦略とその仕組みを理解する

[ファンド]

モメンタムファンド、市場を上回るパフォーマンスと資金流入

モメンタムファンドは今年に入って市場で際立った存在となっているが、投資家が注目し始めたのはつい最近のことだ。

古典的なファクターの一つであるモメンタムは、マーケットリーダーがその地位を維持すると期待して、それらを購入することで相対的な強さを追求する。多くのモメンタム上場投資信託（ETF）は、持続的な利益成長を示す企業に重点を置くファンダメンタル戦略を採用している。

最大のモメンタムETFのうち、運用資産残高171億ドルのiシェアーズ・エッジMSCI米国モメンタムフ



Michael M. Santiago/Getty Images

3%の上昇、同1兆8000億ドルのバンガード・トータル・ストック・マーケットETF<VTI>は2.6%の上昇にとどまっている。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズの5月のファンドの資金フローデータによると、モメンタム戦略には24億ドルが流入し、月間の資金流入額としては過去2番目の記録だった。2025年は既に57億ドルの資金が流入している。

変動の激しい市場で再評価されるモメンタム戦略

Follow the Leader

How five momentum ETFs have fared, compared with three broad-market ETFs.

ETF / Ticker	Total Return YTD	Total Return 3-Yr	Total Return 5-Yr	AUM (billion)	Expense Ratio
Invesco S&P 500 Momentum / SPMO	14.6%	29.6%	21.2%	\$8.8	0.13%
JPMorgan US Momentum Factor / JMOM	7.1	21.0	16.0	1.5	0.12
Invesco S&P International Developed Momentum / IDMO	23.4	22.2	15.1	1.0	0.25
iShares MSCI USA Momentum Factor / MTUM	13.7	22.0	13.6	17.1	0.15
iShares MSCI International Momentum / IMTM	20.0	17.6	10.2	3.0	0.30
SPDR S&P 500 Trust / SPY	3.0	18.3	15.6	608	0.10
Vanguard Total Stock Market / VTI	2.6	17.8	15.0	1,800	0.03
iShares MSCI ACWI ex-U.S. ETF / ACWX	15.3	13.0	9.0	6.3	0.32

Note: Returns through June 23; three- and five-year returns are annualized.
Sources: Morningstar, company reports

バリュー、サイズ、配当利回り、クオリティといった他の伝統的なファクターに加え、モメンタム戦略は数年前に大流行した「スマートベータ」ETFの中でも最もよく知られたものの一つだ。全盛期ほどの人気はなくなったが、モメンタムのような一部の戦略は静かに市場をアウトパフォームし続けている。一部の投資家がそのことに気づくには、変動の激しい市場が必要だった。

調査会社ストラテガス・リサーチ・パートナーズのチーフ・マーケット・ストラテジスト、クリストファー・ヴェローネ氏は、モメンタムがコロナ禍後の市場サイクルで支配的なファクターだったと指摘し、この戦略の優位性が継続すると予想している。現在、モメンタムファクターを構成する市場のけん引役のセクターには、資本財、金融、テクノロジーが含まれる。

ヴェローネ氏は、「モメンタムとは、相対的なリーダーシップを持つ銘柄を保有することを意味し、底値買いを試みたり、出遅れている銘柄に追いつこうとしたりすることではない。今の市場がそうしたことを求めているとは思えない。市場が求めているのは、リーダーだと思う」と述べている。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズのSPDR米州リサーチ部門責任者であるマシュー・バルトリーニ氏は、モメンタムが2024年に最もパフォーマンスの良いファクターであり、それは米国内だけでなく、米国外の先進国市場や新興国市場でも同様だったと指摘している。

インベスコのファクターおよび株式ETF戦略責任者であるニック・カリバス氏は、モメンタムファクターは米国外市場に適していると指摘し、「明確で持続的なリーダーシップとリターンの分散があること、それがモメンタムが繁栄する環境なのだ」と述べている。

モメンタムETFの活用で留意すべきこと

モメンタムはトレンドを追うため、市場サイクルの影響を受けにくく、ディフェンシブ株またはグロース株の両方を保有することができる。市場が不安定で方向感がない場合や、市場のリーダーシップが突然変化した場合には、真のトレンドが出現するまで過去の勝者を保有し続けるため、アンダーパフォームする。

カリバス氏は、「モメンタムはまさにパーティーの主役のようなものだ。遅れて現れ、途中で大いに盛り上げ、そして長居し過ぎるのだ」と語っている。モメンタムETFはインデックスに基づいているため、保有銘柄はリバランスされる時にのみ変更される。そのため、最新のトレンドを追う銘柄にファンドがリバランスされる前にトレンドが加速した場合、短期的にパフォーマンスが後れを取る可能性がある。

金融アドバイザー会社SEIAの投資専門家であるカルロス・サナブリア氏は、SEIAはJPモルガン・ファンドなどのモメンタムファンドを、より広範なモデルポートフォリオに組み入れていると述べている。SEIAは、市場のタイミングを捉えようとするのではなく、大型株の配分を強化するための長期保有銘柄としてファクターファンドを活用している。サナブリア氏は、ファンドを選ぶ際、投資家は集中を避けるためにセクターや産業の分散がなされていることを確認すべきだと指摘し、「ヘルスケア株だけのポートフォリオになるのは望ましくない」と述べている。

By Debbie Carlson
(Source: Dow Jones)

5. 株価が急騰し、ドルが下落し、関税の影響も不透明な中、利下げの理由は Stocks Are Flying, the Dollar Is Falling, Tariffs Haven't Hit Yet. Why Cut Rates Now? 今後の問題は雇用不足ではなく労働者不足

[コラム]

市場のムードはFOMOにシフト

2025年も中盤に差し掛かるが、現代にリップ・ヴァン・ウィンクル（米国版浦島太郎、怠け者のきこりが山中で奇妙な老人たちに酒をふるまわれて寝込み、目が覚めると20年が過ぎ、世の中は大きく変わり米国は英国から独立して共和国になっていた）がいて、年初から昼寝をしていたとしたら、あまり変わりはないと思うかもしれない。S&P500指数は27日に過去最高値を付けたものの、年初来の上昇率は5%と平凡だ。

この間、2月からトランプ政権による4月2日（「解放の日」）の関税発表後の安値まで19%下落し、弱気



Kent Nishimura/Getty Images

相場入りしそうになった。その後、関税の一時停止や、3桁台まで引き上げると脅していた対中関税の引き下げを受け、相場は大きく反発するなど、劇的な変化があったのは確かだ。

しかし、株式市場に関する限り、今年の前半は「決して何も起こらない」という投資ミームを生んだ。貿易戦争や、経済への影響がいまだ不透明な関税、米国債が最後のトリプルA格付けを失う結果となった「偉大で大きく美しい法案」を巡る財政上の闘い、そして、米国による6月22日のイラン核施設空爆を含む中東の紛争。こ

うした一連の出来事にもかかわらず、S&P500指数とナスダック総合指数は上半期を過去最高値で終えつつある。

強気相場は「不安の壁」を登るといふ格言のことは忘れよう。現実の株式相場に有効なのは「決して何も起こらない」という新たな信仰であり、それが4月と5月の相場急落時に個人投資家を押し目買いへと向かわせ、すべての懸念が誤りであることを証明した。前半戦終了までに市場のムードはFOMO（fear of missing out＝上昇相場から取り残される恐れ）へと戻った。

複数のFRB理事が利下げに前向きな発言

変わっていないのは米連邦準備制度理事会（FRB）の政策スタンスだ。しかし、株式市場が活況を呈し、信用市場も緩和的で、大幅なドル安である（すべて緩和的な金融環境の兆候）にもかかわらず、トランプ大統領はフェデラルファンド（FF）金利誘導目標が昨年12月以降4.25～4.5%に据え置かれ、（景気下支えのための）引き下げを怠ったとして、FRBのパウエル議長を厳しく非難している。

先週、連邦議会における証言で、パウエル議長は、物価に対する関税の影響が現れるのはまだこれからで、現時点では見通せないと改めて表明した。アーンスト・アンド・ヤング傘下のEYパルテノンでチーフエコノミストを務めるグレゴリー・デコ氏によれば、追加関税発動前の輸入前倒し、保税倉庫や外国貿易地域（商品が米国に入るまで関税の支払いを遅らせることが可能）の利用、輸入業者による一時的なコスト吸収、関税転嫁の計測における時間的なラグ、輸出業者によるコスト吸収などによって影響が緩和されているという。

ゴールドマン・サックスのエコノミストは、関税のインフレへの影響は1回限りで、12月の（FRBが重視するインフレ指標である）コア個人消費支出物価指数（食料・エネルギー除き）を前年同期比で3.4%上昇させると予想する。これは6月27日に発表された過去1年間の上昇率2.7%を大幅に上回る水準だ。米資産運用会社グリーン・キャピタルのエコノミックアドバイザー、ジョン・ライディング氏とコンラッド・デクアドロス氏は、デューク大学、リッチモンド連銀およびアトランタ連銀が実施した最新の最高財務責任者（CFO）調査で、今後1年間の関税によるコスト増加について41%が値上げを予定していると回答したが、30%は吸収すると回答したと指摘する。

ゴールドマンの予想インフレ率はFRB目標の2%を大きく上回っており、現時点で利下げを行うことを正当するのは困難だ。しかし、FRBのウォラー理事とボウマン副議長は、インフレが抑制されたまま

なら、利下げを検討するとしている。CMEフェドウォッチサイトによると、FF金利先物市場は年末までに2回の利下げ（0.25%幅）を織り込んでおり、9月に最初の利下げが行われる確率は74.8%となっている。

移民抑制で変わる雇用統計の見方

関税の行方とインフレへの影響が不透明であることを踏まえると、利下げを促す要因としてより可能性が高いのは労働市場の悪化だろう。そこで市場の注目が集まるのが、来週発表される6月の雇用統計だ。エコノミストのコンセンサス予想は、6月の非農業部門就業者数が5月の13万9000人増をやや下回る12万5000人増で、失業率は4.2%で横ばいだ。

ドイツ銀行のアナリストによれば、労働力人口の伸びが鈍化しているため、失業率を一定に保つために必要な就業者数の増加は10万人にすぎず、年初5カ月間の平均12万4000人を下回る。移民の純流入数がゼロなら、失業率を一定に維持するのに必要な就業者数の増加は月6万人にすぎない。不法移民が強制送還される場合、わずか月4万人で足りる。

RBCキャピタル・マーケットの米国担当シニアエコノミスト、マイケル・リード氏は、ベビーブーム世代の退職者急増を踏まえ、米国に必要なのは雇用の増加ではなく労働者の増加だと書いている。労働参加率が62.4%と過去最低水準にある一方で、働き盛り世代の同比率は83%と過去最高水準にある。一方、退職者が貯蓄や蓄積した資産を消費に回すことで、消費の追い風となっている。

過去最高水準にある株式相場とゼロ金利時代にはなかった金利収入が、こうした消費を後押ししている。同時に、ウェルズ・ファーゴの元チーフエコノミスト、ジョン・E・シルビア氏は、信用市場も企業部門の財務面の健全性を証明していると言っている。

社債スプレッドの薄さやS&P500指数の過去最高値更新は、金融環境が緩和的であることを示している。銀行株や金融株の最高値更新も同様だ。年初からの大きな変化としてドル安がある。ドルは10%も急落し、金融環境全体に対するさらなる緩和要因となっている。こうした状況を踏まえれば、FRBに対する利下げ要請は不可解だ。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

6. 大リーグから学ぶ投資の要諦 Baseball's Surprise Lessons for Investors 最終リターンを左右するのは金利と税金

[コラム]

元所属選手に毎年120万ドル支払うメッツ

最近のチームの不振により、大リーグ（MLB）ニューヨーク・メッツのファンの気分はすでにどん底だが、メッツにとって、7月1日は不名誉の日「ボビー・ボニーヤ・デー」だ。2011年から毎年、元メッツの外野手ボビー・ボニーヤはこの日に119万3248.20ドルの小切手を受け取り、それは2035年まで続く。ボニーヤがチームを去ったのは1999年だったにもかかわらず、である。



Jayne Kamin-Oncea/Getty Images

メッツは2000年、ボニーヤとの契約を前倒しで打ち切ることにした。メッツには残り590万ドルの支払い義務があったが、一括で支払う代わりに、ボニーヤの引退後の収入となる年金型の後払い契約を結んだ。これにより、毎年約120万ドルを24年間受け取る形になった。契約は8%の金利を前提としており、最終的にボニーヤは一括受け取りの5倍以上となる約3000万ドルを手にする。

ここに、ファイナンスの基礎と言える教訓がある。それは、お金の時間的価値だ。1ドルは今すぐ手にすれば、複利運用によって将来は何倍にも増える。逆に、将来得られる支払いの総額は、現在の価値に割り引くことができる。将来価値がどれだけ増えるか、または将来の支払いが現在どれほどの価値を持つか、すべては金利次第だ。

ボニーヤが毎年7月に受け取る途方もない額の小切手も、金利を無視すれば確かに非常識に見える。2023年、ジュニアタ大学のコンピューターサイエンス教授で、シカゴ・カブスのファンでもあるジェラルド・クルーゼ氏は論文で、メッツがボニーヤに支払うはずの590万ドルを、当時のBBB格付け社債が支払っていた8%の利回りで運用すれば、十分に年119万ドルの年金を賄えたと試算している。

だが、メッツはそれ以上のリターンが得られると考えていた。当時のオーナー、フレッド・ウィルポンは、長年投資を共にしてきた親友のバーナード・マドフが、それ以上のリターンを生み出してくれると信じていた。クルーゼ教授の計算では、仮にマドフの約束した最低水準の年10%の利益をメッツが得ていれば、2035年にボニーヤへの支払いが完了する時点で、追加で4800万ドルの利益が残るはずだった。

あるいは、最初から420万ドルだけを準備し、それを年利10%で運用できていれば、2035年までの支払いは全て賄えた。結果、2000年時点で170万ドルを節約し、その資金を他の選手の獲得に充てることも可能だった。その後、どうなったのかはご存じの通りだ。本誌は2001年時点でマドフの運用リターンに疑念を呈していたが、2008年の金融危機でマドフによる投資詐欺の一種、ポンジ・スキームは立ち行かなくなった。メッツとウィルポンは他の多くの投資家と共に損失を被りながらも、ボニーヤへの支払い義務だけは残った。

節税効果が高い大谷翔平式の契約

最近では、ロサンゼルス・ドジャースの大谷翔平が、10年契約総額7億ドルのうち6億8000万ドルを後から受け取る選択をした。これは金利を重視した訳ではない。MLBの戦力均衡税（通称ぜいたく税）における現在価値は4.43%で算出されており、この利率で割り引くと、大谷の契約の現在価値は実質4億6000万ドル程度と見積もられる。

大谷がドジャースから受け取っているのは年間200万ドルにすぎず、チームは再びワールドシリーズで優勝できるよう戦力補強に使える資金を確保している。とはいえ、年間1億ドルのスポンサー収入を得ているとされる大谷にとっては、大した問題ではないだろう。ニューヨーク・タイムズの試算によれば、契約金の後払いによって大谷はカリフォルニア州の所得税で9000万～1億ドルの節税が可能だという。これは、最終的なリターンに占める金利と税金の重要性を示している。

スター候補への先行投資で利益を得るファンド

現在26歳のフェルナンド・タティス・ジュニアは、サンディエゴ・パドレスと2021年に14年総額3億4000万ドルの契約を結んだ。しかし、マイナーリーグの選手を支援する投資ファンドのビッグ・リーグ・アドバンス（BLA）との契約により、契約金の10%にあたる3400万ドルを支払う義務がある。さらに、将来生じる他の収入の10%も支払う契約だ。タティスは先週、この契約を無効にするためにBLAを相手に訴訟を起こした。

BLAはタティスに2017年に200万ドルを支払っており、パドレスとタティスとの契約に基づいて得られるBLAのリターンは年利42%に相当する。契約金の3億4000万ドルが14年にわたって均等に支払われるとの前提に基づいた計算だ。悪くない成果である。

もちろん、パドレスとの契約の前にタティスが期待外れの選手に終わったり、ケガで活躍できなかったりする可能性もあった。BLAは10代のタティスの将来性に賭け、先に大金を投じてメジャーリーガーとなったタティスが得る収入の一部を得ようとした。それは見事に成功した。BLAは、多くの選手と同様の契約を結ぶことで、一部が失敗しても全体のリスクを低減できる。これはファイナンスのもう一つの基本原則、分散投資の好例だ。

将来を見据えた判断をしたボニーヤ

こうした教訓は、スポーツの世界を超えて広がっている。かつてのメッツのように、一部の公的年金基金は将来の給付を賄うために高い利回りを前提としてきた。その結果、ニュージャージー州やイリノイ州の年金制度は、将来の支払い義務に対する資金の準備率が50%を下回っている。また、若いころのタティスのように、高齢者が生命保険の将来の支払いを前倒しでもらう契約を結んだり、リバースモーゲージによって自宅の資産価値を現金化したりする例もある。

これらの話の教訓は、お金にも時間にも「価格」があるということだ。ボニーヤは目先の利益に飛びつかず将来のために我慢したことで、メッツから2035年まで毎年120万ドルの小切手を受け取りながら、快適なリタイア生活を送っていただけるだろう。同様に、タティスもパドレスからの3億4000万ドルと他の収入のうち10%を差し出しても、十分な生活を送っていただけるはずだ。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. ドル安が大手ハイテク企業の業績への追い風に There's a Wild Card Coming for Tech Earnings. It's Not AI. アップルの第2四半期決算はサプライズとなる可能性がある

[ハイテク]

急激なドル安の影響は既に顕在化

ここ数年、ハイテク企業の利益は人工知能（AI）、関税、設備投資などの要因によって大きく左右されてきた。しかし、大手ハイテク企業が7月に発表する決算は外国為替の影響を大きく受けたものになる。



An Rong Xu/Bloomberg

外国為替の影響は既に、世界有数の半導体製造企業である台湾積体回路製造（TSMC）＜TSM＞の決算に現れている。TSMCは先週、台湾ドルの対米ドル為替レートの急激な変動が業績に与える影響を緩和するため、為替ヘッジ業務を担当する子会社に100億ドルの資本を注入すると発表した。これは過去13カ月間で3度目の措置であり、注入する資本の総額は180億ドルに達する。

TSMCは、アップル＜AAPL＞や米半導体大手エヌビディア＜NVDA＞といった顧客企業から米ドルで支払いを受けているが、決算は台湾ドル建てで報告する。為替レートは長年にわたりTSMCの業績への追い風となってきた。売り上げは強い通貨（米ドル）で獲得し、決算は弱い通貨（台湾ドル）で報告してきたからだ。一方、アップルなどのTSMCの顧客は、売上高の過半を米ドル以外の弱い通貨で獲得し、連結決算でそれを米ドルに換算しなければならなかった。

ところが現在、状況は一変しつつある。主に米国の政策変更のせいでドル安が進行しているからだ。TSMCは最新のアニュアルレポートで、「米ドルが台湾ドルに対して1%下落するごとに当社の営業利益率は約0.4%ポイント低下する」と述べている。

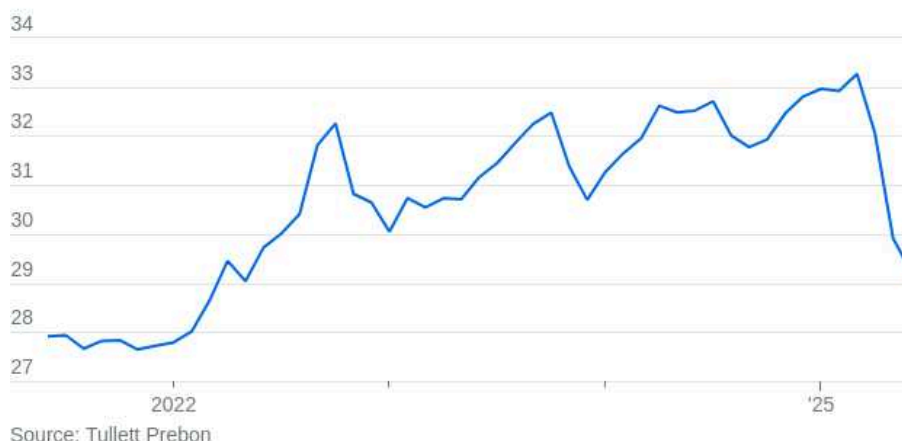
TSMCは為替リスクを軽減するため、米ドル建て債券、通貨オプション、先物、スワップを組み合わせた為替ヘッジを行っている。米ドルの為替レートが急激に変動しているため、ヘッジの必要性はいつも高まっている。

ドル安の主因は米国の政策転換

Currency Swings

Taiwan Semi has recently spent \$18 billion hedging against rapid changes in U.S.-Taiwan exchange rates

New Taiwan Dollar/U.S. Dollar



2022年、米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げを開始したことにより、既に世界で最も安全な資産だった米国債の魅力はさらに高まった。その一方で米国の経済成長率は他の国を上回り、企業の利益も他の国を上回っていた。魅力的な債券と株式は全世界からの資金流入をもたらし、それがドル高につながった。2022年第3四半期は米ドルが急騰したため、TSMCの前年同期比増収率は台湾ドル建てが米ドル建てを12%ポイント上回った。

ところが2025年になって状況が急転した。1月末時点で米ドルは台湾ドルに対して前年同期比5%上昇していたのに対し、現在は同10%下落している。投資家は、TSMCの売上高成長率と収益性が打撃を受けると予想するべきだ。

為替レートが変動している主な要因は米国の政策転換だ。トランプ政権による北大西洋条約機構（NATO）への関与が揺らいでいるため、ドイツなどの欧州諸国は防衛費増額に向けて動き出し、それが国内経済を刺激している。一方、貿易戦争が勃発するとともに米国の貿易赤字減少が予想されているが、これは、米国資産に対する海外からの直接投資として還流されるドルが減少することを意味する。

ドル安の恩恵が最も大きいのはアップル

Big Tech's Foreign Exchange Exposure

Meta and Apple are the most exposed to exchange rates

	% of International Revenue
Meta Platforms / Meta	63.7%
Apple / AAPL	63.6
Nvidia / NVDA	53.1
Alphabet / GOOGL	51.3
Microsoft / MSFT	49.1
Amazon.com / AMZN	31.3

Sources: FactSet, company reports

米国の大手ハイテク企業の中でドル安の恩恵を最も受けるのは、売上高の64%を米国外から得ているアップルだ。

アップルはかつてアニュアルレポートで「米ドルに対する外国通貨の下落は、当社の外貨建て売上高および利益の米ドル建て価値に悪影響を及ぼす。これは総じて国際的な販売価格の引き上げにつながり、当社製品の需要を減少させる可能性がある」と警告した。だが今や、為替は追い風となり始めている。米ドルを複数の外国通貨バスケットと比較する米ドル指数は昨年から8%下落している。この追い風が米国の多国籍企業の業績に反映され始めるのは第2四半期以降になる。

アップルは5月1日の第2四半期決算説明会で、為替の逆風は改善するものの、依然として足かせになるとの見方を示した。それ以降、ドル指数はさらに3%下落している。

米ドル安に伴ってアップルの売上高が増加しているにもかかわらず、ウォール街はアップルの第2四半期の予想売上高を下方修正している。これは、今後サプライズが起り得ることを示唆している。

By Adam Levine
(Source: Dow Jones)

8. 史上最高値を再び更新した株式市場

[米国株式市場]

The Stock Market Has Roared Back to Record Highs. What to Do Now.
投資家が次に備えるための行動とは

S&P500指数とナスダック総合指数が史上最高値更新



Victor J. Blue/Bloomberg

トランプ米大統領の「解放の日」以降の株式市場の急落は夢だったのだろうか。確かにそう思えてきた。

先週の主要株価指数を見ると、S&P500指数は3.4%上昇して6173.07となり、再び史上最高値を更新した。ナスダック総合指数は4.2%高の2万0273.46となり、同様に史上最高値を更新した。ダウ工業株30週平均は3.8%高の4万3819ドル27セントで引け、小型株のラッセル2000指数は3.0%高の2172.53で週末を迎えた。一方、シカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリ

ティー指数（VIX指数）は10台半ばまで急落し、パニックはおろか不安の兆候もほとんど感じられない水準となった。パニックとは真逆だ。

投資家は米国経済が底堅さを維持することに賭けており、7月に始まる各企業の決算発表での好業績を期待している。最終的に米連邦準備制度理事会（FRB）が利下げを行ったり、貿易に関する新たな取り決めが発効する期限である7月9日を前に、トランプ大統領が関税に関する強硬な発言をさらに和らげたりする見込みも助けになりそうだ。

割高圏にある市場での戦略

ただし、投資家の頭の中にはすっきりとした市場見通しが広がっているかもしれないが、バリュエーションが再びミニバブルの圏内に入ってきたように見えること、地政学的な不安は長引くものであること、関税の引き上げは非常に現実的な可能性であること、を忘れてはならない。

チャールズ・シュワブのチーフ・インベストメント・ストラテジストであるリズ・アン・ソンダーズ氏は「投資家に陶酔感が広がり市場が買われ過ぎているというリスク状態に再びなっている。（関税期限を迎える）7月9日が正念場となるが、どうなるかは分からない」と述べる。

ソンダーズ氏は、市場のセンチメントが改善する一方で大企業は依然として慎重な姿勢を崩しておらず、それが通年の利益に影響を与える可能性があると懸念している。実際、S&P500指数の2025年通

年の業績予想は、4月以降ほとんど変化していない。ソンドーズ氏は、「業績見通しは不透明で、第1四半期は好調だったが、それ以降の見通しはまったく立っていない」と指摘する。

では、このシナリオで投資家は何をすべきなのだろうか。守りを固めることだろう。ファイナンシャル・プランニング企業のストラテジー・アセット・マネジャーズの最高経営責任者（CEO）であるトム・ヒューリック氏は「成長株からバリュー株にポジションを増やしている」と言う。ヒューリック氏の推奨銘柄は、パイプライン運営大手のキンダー・モーガン＜KMI＞、航空宇宙大手のロッキード・マーチン＜LMT＞、大手たばこ会社のアルトリア・グループ＜MO＞などの、高利回りで健全に配当を支払っている企業だ。

米国株以外も超魅力的だ

投資家は米国以外にも目を向けるべきだ。ダイヤモンド・ヒルのポートフォリオマネジャーであるクリシュナ・モハンラジ氏は、米国株に対する米国以外の株式の最近のアウトパフォームは今後も続きそうだとし、低いバリュエーションが米国以外の株式の魅力を引き続き高めていると指摘する。主に欧州、オーストラリア、アジアの企業に投資する上場投資信託（ETF）であるiシェアーズMSCI EAFE＜EFA＞の株価収益率は、S&P500指数の23倍に対して、2025年の予想利益ではわずか15倍だ。特に欧州各国の政府が財政支出を増やす意向を示しているため、このバリュエーションの差は縮小する可能性がある。

モハンラジ氏は「当社は米国以外の株式を全般的に一層前向きに考えており、バリュエーションはまだまだ超魅力的で、銘柄選択がより有効な市場だ」と述べる。

モハンラジ氏は、解放の日の後の急落場面でアライド・アイリッシュ・バンク＜AIBG.アイルランド＞を組み入れた。アイルランドの経済はサービス部門が大半であるため、関税による打撃がそれほど大きくない点を組み入れ理由とする。また、世界全体で存在感を示している他の米国以外の銘柄も買い増した。それらは、高級品メーカーのリシュモン＜CFR.スイス＞、半導体受託製造大手の台湾積体回路製造（TSMC）＜TSM＞、スウェーデンを拠点とする音楽ストリーミング・サービスのスポティファイ＜SPOT＞、中国の大手ハイテク企業であるアリババ・グループ・ホールディング＜BABA＞やテンセント・ホールディングス（騰訊控股）＜700.香港＞などだ。

米国以外の株式は長年米国株に後れをとってきたが、今ようやく日の目を見ようとしている。このままアウトパフォームが続けば、夢がかなう展開になるかもしれない。

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

9. IPO市場が活況だが、失敗しないための方策とは

[米国株式市場]

Circle Stock Could Set Off an IPO Frenzy. How to Avoid Getting Burned.

ユニコーン企業が相次いで上場申請へ

サークル・インターネットの株価は公開価格の7倍



Michael Nagle/Bloomberg

強気も弱気も忘れた方がよい。ウォール街で突然のアニマル・スピリット復活を最も象徴するのは、少なくとも10億ドルの価値があるスタートアップ企業、いわゆる「ユニコーン（一角獣）」である。しかし、投資家は神話上の生き物に過度な期待を寄せるべきでないことを理解すべきだろう。

最近、素晴らしいユニコーンが現れている。デジタル銀行のチャイム・ファイナンシャル<CHYM>、ドローンメーカーのAIROグループ・ホールディングス<AIRO>、防衛・宇宙探

査企業ボイジャー・テクノロジーズ<VOYG>は6月に上場し、堅調に取引が始まった。そしてステーブルコイン発行企業のサークル・インターネット・グループ<CRCL>である。サークルの株価は上場初日に170%近く急騰し、その後は公開価格から約600%上昇した水準で推移している。サークルは株式公開で10億ドルを上回る資金を調達し、時価総額は500億ドルに達している。

IPO（新規株式公開）の研究と投資を専門とするルネサンス・キャピタルのシニアストラテジスト、マット・ケネディ氏は「サークルの規模を考慮すると、取引開始から1カ月間の株価パフォーマンスは前例がない。歴史的に、10億ドル規模のIPOが最初の1カ月でこのような動きを示すことはなかった」と述べる。

ロックアップ期間終了後に株価は下落する傾向

そして、人工知能（AI）向けクラウドコンピューティングサービスを手掛けるコアウィーブ<CRWW>を忘れてはいけない。ケネディ氏は、コアウィーブはIPOのパフォーマンスを語る上で外せない銘柄だと述べる。コアウィーブが上場した3月下旬は、不運にも関税に対する懸念がほぼ最高潮にあった。コアウィーブは当初の公開価格を引き下げ、販売する株式数を削減するなど、冴えないデビューとなった。しかし、上場以降、コアウィーブはウォール街で最も勢いのある銘柄の一つとなり、株価は公開価格の4倍に上昇した。

投資家は熱狂に振り回されるべきではない。IPO銘柄は通常、力強いデビュー後に下落することが多い。これは、通常は株式公開日から6カ月間の株式売却を禁じるロックアップ期間が終了し、公開価格よりも低い株価で株式を取得していた内部関係者や創業初期の支援者による売却が可能になるためである。ルネサンス・キャピタルのケネディ氏は、IPO銘柄の上場後初期のリターンは、モメンタム、FOMO（取り残されることへの恐怖）、および個人投資家による投機的関心の組み合わせによって押し上げられることが多いと指摘している。

それでも、過去数カ月間のこれらを含むIPOの成功により、遠くない将来にさらに多くの企業がIPOを申請する可能性が高い。IPOを目指している非公開企業に投資するアテナ・キャピタルのマネージングパートナーであるイザベル・フリードハイム氏は「IPOが今年の後半か2026年初頭に回復するとの期待は常にあった。確かに十分な需要がある」と語る。

■ 株価を常に注視せよ

供給面に問題はない。ベンチャーキャピタル（VC）の調査会社であるCBインサイツの調査によると、世界中に1250社を超える非公開のユニコーン企業が存在している。設計ソフトウェア企業のフィグマ、ロボアドバイザーのウェルスフロント、仮想通貨（暗号資産）取引所ジェミニ・トラストは最近、米証券取引委員会（SEC）に対して非公開のIPO申請書類を提出した。それらの企業は株式公開日が近づくまで、投資家に対して重要な財務情報を公開する必要がない。

他の大型ユニコーン企業も近く上場するかもしれない。後払い決済（BNPL）のクラナ（評価額146億ドル）はすでにIPOを申請しており、防衛技術企業のアンダリル・インダストリーズ（同305億ドル）は、創業者で最高経営責任者（CEO）のパーマー・ラッキー氏が今月CNBCテレビで述べたように、近く上場を申請するとみられている。

法律事務所クーリーLLPのパートナー、デーブ・ペインシップ氏は「あと半年でIPO市場が良くなると3年間言い続けてきたが、ついにそれが現実になった。積み上がった投資意欲は素晴らしい」と語る。クーリーLLPは過去数年間に人やペット、物の位置を特定するプラットフォームプロバイダー、ライフ360<LIF>、サラダレストラン・チェーンのスウィートグリーン<SG>、そしてインスタカートとして事業を展開している食料品宅配・ピックアップサービス会社のメープルベア<CART>の株式公開を支援した。

もちろん、投資家はしっかり企業を調べる必要がある。全てのユニコーン企業が次のサークルやコアウィープになると決まっているわけではない。そして、常に株価に注意を払うべきである。IPO後に株価が既に公開価格の2倍や3倍に跳ね上がった後に購入するのは、災いの元になりかねない。

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

10. 米国の慈善寄付、長引く停滞から回復

[経済関連スケジュール]

U.S. Charitable Giving Has Struggled. But Last Year Was a Winner.
個人と企業からの寄付額、2024年は過去最高

■ 急回復には米国株式市場の約20%上昇が寄与

2024年、米国における寄付金総額は、数年にわたる停滞を経て回復し、ギビングUSA財団のレポートによると、非営利団体への寄付は前年比6.3%増となる過去最高の5925億ドルに達した。インフレ調整後でも3.3%の増加となり、寄付の伸びがインフレ率を上回ったのは3年ぶりとなる。寄付総額の中で最大の割合を占めるのは個人による寄付で、前年比8.2%増の3920億ドルに拡大し、インフレ調整後でも5.1%の増加となった。企業からの寄付も堅調で、9.1%増の440億ドル（インフレ調整後は6%増）だった。



Illustration by Elias Stein

リポートの著者であるウナ・オスィリ氏（インディアナ大学リリー・ファミリースクール慈善研究学部、研究国際プログラム担当副学部長）は、この急回復の背景には米国株式市場の約20%の上昇があると指摘する。オスィリ氏は「人々は経済的、金銭的に安心感があるときに寄付をする」と述べている。

こうした動きは、ある種の「正常な状態」への回帰とも言える。過去数年は異例の状況が続いていた。発端は2017年に成立した米国の税制改

正で、寄付金控除を含む項目別控除の多くが制限され、米国民が寄付を行うインセンティブが低下した。リリー・ファミリースクールが昨年発表したリポートによれば、この税制改正により寄付金総額は200億ドルも減少したという。その後、寄付額が元の水準に戻る前に、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）が発生し、その後はインフレが追い打ちをかけた。

2020年以降、寄付動向においてはメガギフト（金額6億ドル超の大口の寄付、2024年度での分類）が個人寄付の重要な部分を占めるようになった。2024年のメガギフト総額は117億ドルに達し、2023年の81億ドルから大幅に増加した。分野別に見ると、宗教団体が最も多くの寄付を受け取ったが、増加率は前年比1.9%と控えめだった。一方で、社会貢献団体、国際関連団体、教育系非営利団体への寄付は大きく伸びた。こうした好循環が今後も持続することを期待したい。

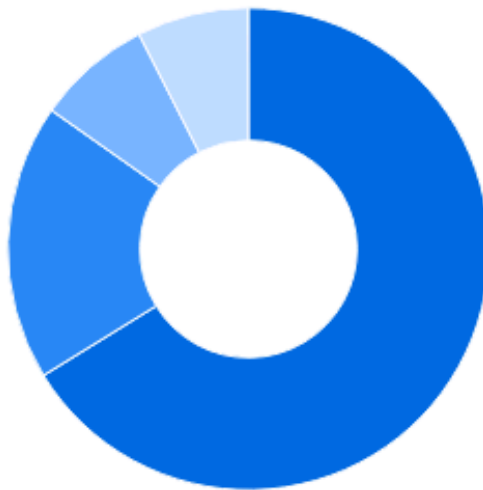
先週の出来事

The Givers

Individuals were the largest contributor to last year's \$593 billion in U.S. philanthropy.

Amount in Billions

● Individuals ● Foundations ● Bequests ● Corporations



Source: Giving USA 2025 "The Annual Report on Philanthropy for the Year 2024"

市場動向

米国がイランの核関連施設を攻撃したことで、原油価格が急騰し、航空便のキャンセルが相次いだ。22日には米国務省がWorldwide Caution（全世界警戒情報）を発出し、米国民に対して全世界規模での警戒を呼びかけた。トランプ大統領は23日、自身のSNSを通じて、イスラエルとイランが「完全かつ全面的な停戦」に合意したと発言した。エネルギー関連株や防衛関連株が下落したものの、ナスダック総合指数は最高値を更新し、S&P500指数も最高値に迫った。一方で、米国防情報局（DIA）による初期報告書がメディアにリークされ、国防当局の評価では、今回の米国による攻撃の成功性に疑問が呈されている。

しかし、一連の不安材料があるにもかかわらず、株価は上昇した。これは、トランプ氏がパウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長の後任について早期に選定・指名を行う可能性に言及し、あわせて7月9日まで一時停止中の相互関税措置の期限についても、延長される可能性があることと示唆したことが背景にある。さらに、中国との間でレアアース（希土類）に関する合意が成立したことを肯定したことも、投資家心理を押し上げる要因となったが、一方でカナダとの貿易協定を突然打ち切るという強硬な姿勢も見せた。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は3.8%上昇。S&P500指数は3.4%上昇、ナスダック総合指数も4.3%上昇した。

企業動向

- ・電気自動車（EV）大手のテスラ＜TSLA＞が自動運転のロボタクシーサービスをテキサス州オースティンで開始した。配備台数10台でのスタートとなった。一方、欧州におけるテスラの販売は5カ月連続で減少した。

- ・資産運用会社バンガードは、自社の欧州債券ファンドにかかる経費率を現行の半分に引き下げる方針を示した。

- ・マイクロソフト＜MSFT＞は、ゲーム事業のXbox部門を対象に人員削減を実施した。マイクロソフトはその直前にゲームソフト大手アクティビジョン・ブリザードを690億ドルで買収したばかりだった。

- ・米半導体大手エヌビディア＜NVDA＞は時価総額でマイクロソフトを僅差で上回り、時価総額で再び世界トップとなった。

- ・北大西洋条約機構（NATO）加盟各国は、防衛費支出を国内総生産（GDP）比5%に引き上げる新たな目標で合意した。

M&A（合併・買収）など

- ・ウォール・ストリート・ジャーナル紙の報道によれば、大手米銀バンク・オブ・ニューヨーク・ Mellon＜BK＞が金融持ち株会社ノーザン・トラスト＜NTRS＞に対して合併を打診したが、ノーザン側はこれを断ったという。

- ・米連邦取引委員会（FTC）は、広告事業大手オムニコム・グループ＜OMC＞と広告代理店インターパブリック・グループ＜IPG＞による135億ドル規模の合併を承認した。これは、両社が政治的内容を理由にメディアサイトをボイコットしないとの合意を交わしたことをが、決め手となった。

- ・英石油大手シェル＜SHEL＞は、同業の英BP＜BP＞の買収提案を行う計画はないと明言し、買収観測を否定した。

- ・本誌の取材によると、原子力発電所を手がけるホルテック・インターナショナルは、今後数カ月以内に株式を公開する計画を進めているという。

今週の予定

The Recipients

A wide range of U.S. organizations receive philanthropy. Last year, all saw growth in funding.

Organization	Growth Before Inflation	Amount in Billions
Religion	1.9%	\$146.5
Humanities	5.0	91.1
Education	13.2	88.3
Foundations	3.5	71.9
Public-Society Benefit	19.5	66.8
Health	5.0	60.5
International Affairs	17.7	35.5
Arts, Culture, Humanities	9.5	25.1
Environmental and Animals	7.7	21.5

Source: Giving USA 2025 "The Annual Report on Philanthropy for the Year 2024"

7月1日（火）

米サプライ管理協会（ISM）が6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、1日発表予定の製造業PMIが48.8で、3日発表予定のサービス業PMIが50.5。なお、5月の実績はそれぞれ48.5と49.9だった。

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、5月の最終営業日時点の求人が730万件と予想されており、4月比で約10万件の減少。

7月3日（木）

BLSが6月の雇用統計を発表。エコノミスト予想では、非農業部門就業者数は11万人増の見込み、5月は13万9000人増だった。失業率は5月の4.2%から4.3%に小幅上昇すると予想されている。市場では、FRBが次回利下げに踏み切るのは9月会合になる可能性が高いとみられているが、もし今回の雇用統計が特に弱い内容となった場合は、7月の利下げも現実味を帯びる可能性がある。年初来の雇用の月間平均増加数は12万3800人であり、過去2年間の月平均（19万1900人）と比べて鈍化した。

7月4日（金）

米株式・債券市場は独立記念日のため休場。

統計と数字

42.1件：ミシシッピ州での暗号資産（仮想通貨）詐欺に関する苦情件数（人口10万人当たり）で、全米で最多となった。対照的に、最も少なかったのはサウスダコタ州で、わずか5件だった。

40万件：アメリカの製造業で埋まらない求人件数。ベビーブーマー世代の退職が進むなか、人手不足が続いている。

13%：1月から4月までの期間における18～24歳の若年層の支出減少率（オンラインおよび実店舗合計、前年同期比）。

110億ドル：長期米国債券ファンドからの第2四半期のネット資金流出額。これはパンデミック初期以来で最大の流出規模となった。

By Abby Schulz
(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』 2025/06/29

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