

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/07/06

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. ETFが世界をのみ込む。正しい投資方法とは - ETFs Are Eating the World. The Right-and Wrong- [ファンド]
Ways to Invest P.1
新規のニッチなETFが爆発的に増加
2. レバレッジ型ETFが大荒れとなった四半期を席巻 - Leveraged ETFs Dominated a Wild Quarter [ファンド]
今後注目のファンド分野は P.7
3. トランプ関税の成績表：世界貿易戦争での勝者と敗者 - Tariff Scorecard: Tracking Winners [フィーチャー]
and Losers in the Global Trade War P.10
各国へ関税率通知、合意に向けてさらなる圧力
4. アナリストが語る旅行関連の有望銘柄 - Travel Stocks Could Offer Investors a Glorious Trip, [インタビュー]
This Analyst Says P.12
メリウス・リサーチのカニングハム氏に聞く
5. 景気の先行きは企業決算に聞け - Want to Know Where the Economy Is Heading? It's All About [経済政策]
Earnings. P.15
労働市場の詳細とトランプ関税の影響の見極めが必要
6. 史上最高値を更新する株式市場の裏にあるもの - Stocks Hit Record Highs. What's Behind the [米国株式市場]
Rally. P.17
貿易交渉の進展、堅調な労働市場、減税法案可決の好材料を織り込む
7. 7月4日は米独立記念日、新たな革命への備えは？ - It's July Fourth. Are You Ready for Yet Another [コラム]
American Revolution? P.19
カリスマ的人物が革命的アイデアを売り込む
8. 老舗ハイテク企業によるAI企業のM&Aが加速も - AI Is Fueling Mergers. Here Are 2 That Make [ハイテク]
Sense. P.22
HPEのジュニパー買収に続く二つの仮想案件とは？
9. 仮想ゲームへの投資が現実の利益を生む - Investors in Virtual Farming Are Raking In Real Money. [投資戦略]
ゲーム会社ロブックスへの投資を考える P.24
10. ネット配信で話題沸騰、参加型恋愛バラエティー番組 - Streaming's Steamy Hit [経済関連スケジュール]
「ラブ・アイランド」が今夏大ヒット、アプリも快進撃 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た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. ETFが世界をのみ込む。正しい投資方法とは ETFs Are Eating the World. The Right-and Wrong-Ways to Invest 新規のニッチなETFが爆発的に増加

[ファンド]

■ 昨年は700本以上のETFが上場



Illustration by Jason Lyon

数カ月前、投資家が不透明なプライベートクレジットの世界に投資するためには多額の資金が必要だった。しかし、今は必要ない。上場投資信託（ETF）の魔法のおかげだ。

プライベートクレジット業界は、オルタナティブ資産運用会社アポロ・グローバル・マネジメント<APO>などの企業に長らく支配されており、ファンドに投資するには25万ドル以上か高額な保有純資産が必要だった。しかし最近、アポロはステート・ストリート<STT>と組んでSPDR SSGA投資適格パブリック・アンド・プ

リベート・クレジットETF<PRIV>を設定した。当ファンドを運用するステート・ストリートは「非上場市場へのアクセスを民主化する」としている。

事業拡大にETFを活用している企業は、アポロだけというわけではない。ウォール街全体がETFに熱狂している。

企業は今やほとんどの資産をファンド化しており、ETFの「カンブリア爆発」が起きている。ニューヨーク証券取引所には、2400の個別銘柄に対して、4000本以上のETFが上場している。昨年は700本以上のETFが設定された。そのうち33本は暗号資産（仮想通貨）に連動し、130本以上が「バッファ」（利益と損失を限定する）ETFだった。

ほとんどの新規ETFは小規模かつニッチで、運用資産額はそれぞれ1億ドル未満だ。資産を増やせずに数十本のETFが毎年廃止されている。それでもETF業界は多額の資産を集めている。過去2年間の純資金流入は2兆ドルを超え、総資産額は11兆ドル近くになった。

ETFに流入する資金の一部は、従来のオープンエンド型ミューチュアルファンドから来ている。この種のファンドからは過去2年間で1兆2000億ドルの資金が流出している。投資家は税効率などのメリットを求めてETFに集まっているが、ミューチュアルファンドにとって非常に痛いのは、ETFがアクティブ運用にも進出していることだ。

現在、アクティブ運用ETFの資産額は1兆ドル以上に上る。キャシー・ウッド氏のアーキ・イノベーションETF<ARKK>はその顕著な例だ。しかし、他にも1300本以上のアクティブ運用ETFが存在し、その中にはティー・ロウ・プライス・グループ<TROW>、GMO、JPモルガン・チェース<JPM>などの大手企業が運用するものもある。

大洪水が収まる気配はない。トランプ大統領と議会共和党は、金融市場の規制緩和に向けて準備を進

めており、暗号資産を主流に押し上げ、市場規模12兆ドルのプライベートエクイティおよびクレジットを一般投資家に開放しようとしている。数百本の新たなETFが証券取引委員会（SEC）の承認を待っている。

ETFの洪水は投資家に疑問を提起している。新たなETFに投資すべきか、基本のインデックスファンドにとどまるべきか、両者の組み合わせが良いのかなどだ。商品が非常に多いため、学ぶべきことも多い。特に新しいETFはなおさらだ。

以下では、ETFを最大限に活用し、落とし穴を避ける方法を紹介する。

なぜETFは人気なのか

Core ETFs to Consider

Among thousands of ETFs, these are solid choices in major asset classes.

Fund / Ticker	1-Year Return	5-Year Return	10-Year Return	AUM (billion)	Expense Ratio	Inception Year
STOCKS						
SPDR S&P 500 Trust / SPY	14.9%	16.6%	13.6%	\$636.8	0.09%	1993
iShares Core MSCI EAFE / IEFA	18.8	11.2	6.8	142.8	0.07	2012
Vanguard Total World Stock / VT	16.3	13.7	10.0	59.8	0.06	2008
ProShares S&P 500 Dividend Aristocrats / NOBL	7.0	10.7	9.7	11.4	0.35	2013
Invesco S&P 500 Equal Weight / RSP	12.4	14.2	10.5	72.8	0.20	2003
T. Rowe Price Capital Appreciation Equity / TCAF	12.8	N/A	N/A	4.8	0.31	2023
BONDS						
iShares Core U.S. Aggregate Bond / AGG	6.2%	-0.8%	1.7	\$129.2	0.03%	2003
Vanguard Total World Bond / BNDW	6.1	-0.4	N/A	1.3	0.05	2018
Pimco Active Bond / BOND	6.5	-0.1	2.0	5.7	0.55	2012
Pimco Intermediate Municipal Bond Active / MUNI	2.0	1.0	2.2	2.0	0.35	2009
JPMorgan Inflation Managed Bond / JCPI	7.4	2.9	2.6	0.7	0.25	2010*
VanEck Fallen Angel High Yield Bond / ANGL	10.2	5.7	6.3	3.0	0.25	2012
ALTERNATIVES						
SPDR Gold Shares / GLD	41.8%	12.7%	10.5%	\$100.6	0.40%	2004
iShares Bitcoin Trust / IBIT	79.3	N/A	N/A	74.8	0.25	2024

Note: Returns through June 30; five- and 10-year returns are annualized. N/A=not applicable; *JCPI converted from a mutual fund to an ETF in 2022.

Source: Morningstar

1990年代初めに登場したETFは、当初はS&P500指数などのポピュラーな株価指数に連動することを意図していた。1993年に設定された運用資産額6000億ドルのSPDR S&P500 ETFトラスト＜SPY＞は、現在も最大のETFの一つだ。

業界のほとんどの資産は主要な株価指数、セクター、海外市場に連動するファンドに集中している。一方で、ETFは市場のあらゆる隙間に入り込んでおり、原油、金、暗号資産に連動するETFも存在する。

投資対象にかかわらず、大部分のETFの人気の理由は利便性、低コスト、税効率にある。

ミューチュアルファンドとの大きな違いは取引時間中の流動性だ。ETFは株式のように売買できる一方、ミューチュアルファンドは午後4時の取引終了時に一斉に価格が決定される。流動性の高さは、市場が大きく変動し、ポジションを速やかに売却したい場合に役立つ。

重要なこととして、ほとんどのETFはミューチュアルファンドより税効率が高い。ETFのポートフォリオマネジャーは、株式などの原資産の売却を強いられることはまれだ。その代わり、トレーディング会社と継続的に協力し、必要に応じて保有銘柄とETF持ち分を交換している。通常の市場環境では、このプロセスによって、ETFの純資産価額は保有銘柄に一致する。

この複雑で細かい仕組みが税務上の大きな効果を生む。証券の交換は売却とは異なり、ファンドのキャピタルゲインにはならない。つまり、ETFの投資家は通常、自分の持ち分を売却するまでキャピタルゲイン税を支払う必要がない。

ETFは極めて低コストとなり得る。ただし、独自の戦略を採用した商品の経費率は徐々に上昇している。モーニングスターによると、ETFの経費率の平均は年0.16%弱で、ミューチュアルファンドの0.4%の半分未満だ。アクティブ株式ETFの平均は0.42%だが、それでもアクティブ株式ミューチュアルファンドの0.57%より大幅に低い。

■ アクティブ運用ETFを保有すべきか

調査会社トラックインサイトによると、昨年設定されたアクティブ運用ETFは500本以上に上り、新規設定の70%、投資資金流入の25%を占める。多くの新商品はバッファETFなどのニッチ戦略を採用している。

フィデリティやティー・ロウ・プライスなどもアクティブ運用ETFを展開しているが、その規模は非常に小さい。2023年に設定されたティー・ロウ・プライス・キャピタル・アプリシエーション・エクイティETF<TCAP>は、ティー・ロウ・プライスにとって最大のETFで、運用資産額は46億ドルだ。このETFは、定評あるミューチュアルファンドのティー・ロウ・プライス・キャピタル・アプリシエーション・ファンド<PRWCX>の成功に乗じるように設計されている。こちらのファンドの運用資産額は660億ドルと桁違いに大きい。

ファンド会社は、低コストのETFによって自社のミューチュアルファンドの需要が食われることを望まない。しかし、現在はミューチュアルファンドを模倣したETFの設定に、より前向きになっているかもしれない。その一因は特許の満了だ。2023年まで特許を保有していたバンガードの場合、約60のファンド会社が、バンガードの手法をまねたファンドの承認申請をSECに提出しており、今年から承認が下りる見込みだ。

アクティブ運用ETFを保有すべきか否かという問いは、ミューチュアルファンドを悩ませているのと同じ問題に帰結する。アクティブ運用ETFの大部分は長期的に見てベンチマークをアンダーパフォームしており、一貫して優れたパフォーマンスを発揮するファンドを見つけるのは極めて難しい。

例えば、アーク・イノベーションETFは2020年に150%超上昇し、運用資産額は280億ドルのピークに達した。しかし、資産額が増えるにつれて、マネジャーのウッド氏は大型株に引き付けられるようになり、パフォーマンスは低下した。2021年から2022年にかけて資産額の75%を失い、過去5年間ではナスダック総合指数に対して100%ポイント超のアンダーパフォームとなっている。

なお、アーク・インベストメント・マネジメントのトム・スタウト社長は、ファンド構成の変化はテクノロジー業界における企業の合併などによるものだと述べた。

債券、ビットコイン、オルタナティブ資産ETF

債券ETFの資産額は約2兆ドルだ。特に規模の大きいバンガード・トータル・ボンド・マーケットETF<BND>やiシェアーズ・コア米国総合債券ETF<AGG>などは、短期国債をはじめとする米国政府債券や投資適格社債を保有している。

債券ETFは、高利回りの「ジャンク」債から優先証券、地方債まで、多様な債券に投資する。幾つかのETFはインデックスをアウトパフォームしてきた長年の歴史がある。パフォーマンス上位のETFは、例えばピムコ・アクティブ・ボンドETF<BOND>や、ピムコ・インターミディエート・ミュニシパル・ボンド・アクティブETF<MUNI>だ。物価連動国債（TIPS）に投資するJPモルガン・インフレーション・マネージド・ボンドETF<JCPI>や、ハイイールド債に投資するヴァンエック・グローバル・フォールン・エンジェル・ハイ・イールド・ボンドETF<ANGL>も底堅い。

債券ETFには構造的な欠陥が存在する場合もある。多くの個別債券、特に流動性の高い米国債以外の債券は取引頻度が低い。その結果、数千の証券を保有する場合もあるETFは、原資産の価値をリアルタイムで推定するために数学的モデルに依存している。

市場にストレスがかかる時期には、ETFの価格と理論上の価値は乖離（かいり）する。コロナ禍初期の2020年3月には、運用資産額300億ドルのiシェアーズiBoxx米ドル建て投資適格社債ETF<LQD>の引値が当日のポートフォリオの推定価値を5%超下回った。

CFRAのETFリサーチ責任者であるアニケット・ウラル氏は、このような事態が起きた場合、売買する前に市場が落ち着くこと（通常はすぐに落ち着く）を待つべきだと語る。ETFの価格は、いずれは原資産の価格に収斂（しゅうれん）するという。

同様の問題は、コモディティーや暗号資産などのオルタナティブ資産に連動するETFにも存在する。こうした資産の市場は常に流動性や透明性があるとは限らず、ETF会社は回避策を講じている。

例えばコモディティーETFは、原油や銅などの価格に連動するために、通常は先物契約を保有している。しかし、商品先物は完璧ではない。原油の先物価格は往々にしてスポット価格を上回ったり、下回ったりするため、代表的な原油ETFであるユナイテッド・ステイツ・オイル・ファンド<USO>のリターンは原油現物のリターンと乖離することが多い。

先物の問題を回避する方法の一つは、ファンドを信託として構成し、コモディティーを実際に所有することだ。この方法は原油や銅などには使えないが、金には有効だ。運用資産額1010億ドルのSPDRゴールド・シェアーズ<GLD>は金庫に金地金を保有しており、そのETF価格は地金の価値に直接連動する。

暗号資産ETFは新しく、真価がはっきりしないETFだ。当初はビットコインに連動するために先物などのデリバティブを使用していたが、SECは2024年にETFがスポット価格に連動することや、トークンを直接保有することを認めた。

暗号資産ETFに投資するなら、優良企業が発行する大規模で流動性が高いETFにこだわることだ。例えば、iシェアーズ・ビットコイン・トラストETF<IBIT>やフィデリティ・ワイズ・オリジン・ビットコイン・ファンド<FBTC>などである。

暗号資産ETFはビットコイン以外にも急拡大している。時価総額が2番目に大きい暗号資産のイーサリアムには、iシェアーズ・イーサリアム・トラストETF<ETHA>やグレイスケール・イーサリアム・ミニ・トラストETF<ETH>など、その値動きに連動する20本のETFが存在する。さらに多くの暗号資産ETFがSECの承認を求めている。

こうしたETFのすべてが日の目を見るわけではないが、トランプ政権下のSECは、バイデン政権下のゲイリー・ゲンスラー委員長時代よりも暗号資産に対してはるかに受容的とみられる。

非上場資産もETF化されている。例えば、ERシェアーズ・プライベート・パブリック・クロスオーバーETF<XOVR>は、資産の約10%をイーロン・マスク氏の宇宙開発会社スペースXに投資しており、他の非上場企業の持ち分も保有している。

こうしたETFは、いわば非上場証券への「水割り」のアクセスを提供する。業界の規則により、ETFは非上場で流動性の低い資産に15%までしか投資できず、こうしたファンドは上場株式などの証券によって保有資産の種類を増加する傾向がある。ERシェアーズのETFは、80%以上の資産を半導体大手エヌビディア<NVDA>、法人向けソフトウェア大手オラクル<ORCL>、メタ（旧フェイスブック）<META>などの大手テクノロジー企業に投資する。

非上場資産は不透明であり、その価値は市場全体の価格発見機能ではなく、知識と経験による推測に基づいている。ERシェアーズのETFのウェブサイトでは、スペースXの1株当たりの価値を昨年12月時点と同じ185ドルとしている。マスク氏とトランプ大統領の確執によって、マスク氏が経営する電気自動車（EV）大手テスラ<TSLA>が大きな打撃を受けているにもかかわらずである。

なお、ERシェアーズのファンドマネジャーのジョエル・シュルマン氏は「当ファンドは、価格が変動した明確な証拠がある場合や、株式公開買い付けなどの『コンセンサス』価格変動イベントがある場合に、非上場企業の評価額を修正している」と語る。

ETFがプライベート投資に適しているかは議論の余地がある。さらに、投資家は危機時にこうしたETFがどのように取引されるかについて、根拠もなく信頼するしかない。SPDR SSGA投資適格パブリック・アンド・プライベート・クレジットETFはアポロと契約を締結しており、ETFが常に1カ所以上で売買できることを保証している。しかし、アポロが危機時にETFの資産を通常価格で買い戻すのか、それとも大幅なディスカウントとなるのかは不明だ。

避けるべきETF

株価指数や個別銘柄の値動きを増幅するためにレバレッジ（借金）を使用するETFは非常に高リスクだ。毎日のボラティリティーが大きいだけでなく、長い目で見て2桁台や3桁台のリターンに近づく可能性は低い。

例えば、プロシェアーズ・ウルトラプロQQQ ETF<TQQQ>は、ナスダック100指数の日々のリターンを3倍に増幅するように設計されている。つまり、ナスダック100指数が1日で1%上昇すると、ETFは3%上昇する。プロシェアーズ・ウルトラプロ・ショートQQQ ETF<SQQQ>は逆のリターンを提供することを目指しており、指数が1%下落するとETFは3%上昇する。

ナスダック100指数の年初来のトータルリターンは8.4%だ。一方、ウルトラプロQQQ ETFは5.5%、ウルトラプロ・ショートQQQ ETFはマイナス35.5%となっている。

一体なぜなのか。これらのETFは1日の値動きに連動するように設計されており、それより長い期間についてはどうなるか分らない。「ボラティリティー・ドラッグ」と呼ばれる現象によって、特に変動の激しい市場では、長期的なリターンが低下する傾向がある。なお、プロシェアーズはこれらのETFが「数十年にわたり、リスク管理とリターン向上を成功裏に支援してきた」と主張している。

モーニングスターの北米ETF・パッシブ戦略リサーチ担当ディレクター、ブライアン・アーマー氏は「(レバレッジETFは)誰も保有すべきではないと思う」と語る。あなたが図太いトレーダーでなければ、こうしたETFは避けることだ。

ETFポートフォリオを構築する方法

ETF投資を始めるには、低コストのインデックスファンドをポートフォリオの中核とするのが良い。

例えば、バンガード・トータル・ワールド・ストックETF<VT>は、米国、先進国、新興国の株式を保有し、経費率はわずか年間0.06%だ。バンガード・トータル・ワールド・ボンドETF<BNDW>は同様の債券ETFだ。両ETFを組み合わせることで、米国と海外の株式と債券のラインアップを2本のETFだけで保有できる。

セレクト・セクターSPDR ETFのシリーズは、それぞれS&P500指数の11の業種（テクノロジーとエネルギーを含む）に投資する。配当に興味があるなら、シュワブ米国配当株ETF<SCHD>か、プロシェアーズS&P500配当貴族ETF<NOBL>が良いだろう。後者は過去25年連続で増配している企業に投資する。

キャンターフィッツジェラルド・マネージドETFポートフォリオのハーブ・モーガン最高投資責任者（CIO）は、ETFに投資する際は幾つかのシンプルなルールに従うべきだと話す。

すなわち、流動性の高い資産に連動するファンドにこだわり、定評あるインデックスファンドに投資すべきである。商品売るために開発された「小細工」付きのETFに投資すべきではない。モーガン氏は、新たなファンドのバックテストのパフォーマンスは良好に見えるかもしれないが、長期的にはほとんどのファンドが主要株価指数をアンダーパフォームしてきたことを考えると、投資家は良いパフォーマンスが長く続くことを期待してはいけないと語る。

モーガン氏はさらに、「他の要素が同じなら、価格が安いものを選ぶべし」と助言する。

By Ian Salisbury
(Source: Dow Jones)

2. レバレッジ型ETFが大荒れとなった四半期を席卷 Leveraged ETFs Dominated a Wild Quarter 今後注目のファンド分野は

[ファンド]

急増中だが回避すべきETF



Carla Gottgens/Bloomberg

単一銘柄のみに連動するレバレッジ型上場投資信託（ETF）に良い使い道があるとするれば、それは能力試験に使えることだ。これらのETFを推奨するファイナンシャルアドバイザーは失格であり、即刻クビにすべきだ。こうしたETFが、乱高下を繰り返しカジノのようになりつつある市場で、「2倍かゼロか」という心理を助長してきた。とはいえ、暗号資産（仮想通貨）取引所コインベース・グローバル＜COIN＞に対するエクスポージャーをレバレッジをかけることにより増幅させるグラナイトシェアーズ2XロングCOINデیلیETF＜CONL＞（運用資産9億2

300万ドル）が3カ月間で233%も急騰したのに対し、巨大だが特徴に乏しいバンガードS&P500 ETF＜VOO＞（運用資産1兆4000億ドル）の上昇率はわずか10.9%にとどまっており、サイコロを振りたくなる気持ちも理解できる。

レバレッジ型単一銘柄ETFの設定本数は6月末までの3カ月間で30本を超え、ディファイアンス・デیلی・ターゲット2Xロング・アームの＜ARMX＞から、レバレッジ・シェアーズ2XロングXYZデیلیの＜XYZG＞まで、ティッカーのアルファベットもさまざまな組み合わせが登場した。年初来の設定本数は70本を超えている。連動対象資産の価格変動率を増幅させる商品設計となっているため、四半期ごとのパフォーマンスランキングで最上位か最下位にランクインするのはほぼ間違いない。しかし、長期的に見て劣悪な投資になるのもほぼ同様に確実だ。

最も人気があるのは、米電気自動車（EV）大手テスラ＜TSLA＞株の2倍の日次リターンを約束するディレクション・デیلی-TSLAブル2Xシェアーズ＜TSL2X＞（運用資産61億ドル）だ。今年のテスラの株価は、消費者によるボイコットや、接近と対立を繰り返すイーロン・マスク氏とトランプ大統領の関係によって乱高下を続けている。レバレッジ型ETFは日次のリターンに基づいているため、長期的には（特にボラティリティーが高い局面では）期待通りのパフォーマンスにならない。テスラの株価は6月30日までの半年間で21.3%下落したが、ディレクション・デیلی-TSLAブル2Xシェアーズの株価は56.6%下落した。これを取り戻すには130.4%と、テスラ株（27%）の約5倍のリターンが必要になる。テスラ好きであっても、このETFは忘れた方がよい。

暗号資産が好調

4～6月期は、冒頭で大きなボラティリティーを経験したものの、市場全体としては良好な結果に終わった。トランプ大統領の相互関税発表で、バンガードS&P500 ETFは4月2日から8日にかけて12%下落したが、実施が延期されると回復した。ウォール街のトレーダーはTACO（Trump Always Chickens Out＝トランプ氏はいつもビビって引っ込める）という略語を受け入れた。

Champions of the Recovery

The best and the biggest funds in the second quarter's top-performing Morningstar categories.

	Fund / Ticker	2nd Quarter Return	Assets (million)	Expense Ratio
DIGITAL ASSETS				
Best Fund	First Trust SkyBridge Crypto Industry and Digital Economy / CRPT	89.2%	\$143	0.85%
Biggest Fund	iShares Bitcoin Trust / IBIT	29.5	74,778	0.25
Category Average		27.9		1.09
TECHNOLOGY				
Best Fund	ARK Next Generation Internet / ARKW	55.8%	\$2,094	0.82%
Biggest Fund	Vanguard Information Technology / VGT	22.4	99,743	0.09
Category Average		22.9		0.92
FOREIGN SMALL/MID GROWTH				
Best Fund	WCM International Small Cap Growth / WCMGX	27.7%	\$343	1.26%
Biggest Fund	MFS International New Discovery / MIDAX	12.7	6,485	1.30
Category Average		18.5		1.24
COMMUNICATIONS				
Best Fund	Global X Video Games & Esports / HERO	30.9%	\$165	0.50%
Biggest Fund	Communication Services Select Sector SPDR / XLC	12.8	24,023	0.08
Category Average		17.9		0.81
LARGE GROWTH				
Best Fund	Simplify Volt TSLA Revolution / TESL	53.0%	\$32	1.20%
Biggest Fund	Invesco QQQ Trust / QQQ	17.8	352,677	0.20
Category Average		17.1		0.92

Note: Returns are as of quarter-end June 30.

Source: Morningstar

トランプ関税はオオカミ少年の叫びのように聞こえつつあるかもしれないが、大統領令を無視するのは愚かだろう。4～6月期の暗号資産高騰は、共和党が多数を占める連邦議会の支持に加え、国家による暗号資産備蓄の創設からデジタル資産サミットの開催、トランプ一族によるトランプブランドの暗号資産事業の立ち上げ、他のトークンと交換可能な政府が支援する暗号資産の一種であるステーブルコインを規制する上院の「ジーニアス法」に対する熱烈な支持まで、トランプ氏の力に負うところが大きい。こうした活動すべてが、一握りの富裕層が支配し、ドルの基軸通貨としての地位を侵食しつつある資産クラスを正当化している。上位2%のビットコイン・ウォレットがビットコインの供給残高の93%超を保有している。

良くも悪くも、今では個人投資家もこうした波に乗ることが可能だ。モーニングスターのファンドカテゴリーで4～6月期のパフォーマンスが最も良かったのはデジタル資産で、平均上昇率は27.9%、人気が高いiシェアーズ・ビットコイン・トラスト<IBIT>の上昇率は29.5%だった。ハイテク系ファンドも回復し、1～3月期に10%下落した後、4～6月期は23%上昇した。最大のハイテク系ETFであるバンガード情報技術ETF<VGT>（運用資産1000億ドル）は22.4%、ハイテク株中心のインベスコQQQトラスト・シリーズ1<QQQ>（運用資産3530億ドル）は17.8%上昇した。

他の注目トレンド

しかし、ハイテク株が他を圧倒していたのは昔の話だ。新たな動きとしては、海外株と金鉱株の復活がある。4～6月期は海外小型株ファンドが急騰した。海外中小型グロース株ファンドは平均で18.5%上昇し、ファンドカテゴリー3位に付け、海外中小型株ブレンド（16.8%上昇）と海外中小型バリュー株（15.2%上昇）が僅差で続いている。フッド・リバー・インターナショナル・オポチュニティー・ファンド<HRIIX>は4～6月期に海外中小グロース株ファンドの中で最高のパフォーマンスを記録したファンドの一つだが、ポートフォリオの平均株価収益率（PER）は14倍と、S&P500指数の22倍を大幅に下回り、米小型株ファンドのiシェアーズ・ラッセル2000 ETF<IWM>の15倍すら下回っている。i

シェアーズ・ラッセル2000 ETFの上昇率はわずか8.5%だった。

海外大型株も興味深い。海外大型株ブレンドファンドは4～6月期に平均で11.7%上昇し、人気の高いバンガード・トータル・インターナショナル・ストックETF<VXUS>（運用資産4930億ドル）は12.1%上昇した。PERは14倍だ。年初来では、バンガード・トータル・インターナショナル・ストックETFが18.3%上昇しているのに対し、バンガードS&P500 ETFは6.2%、インベスコQQQトラスト・シリーズ1は8.2%の上昇だった。

金鉱株に投資をする貴金属関連株ファンドの上昇が続いており、上昇率は4～6月期が16.3%、年初来では50.5%に達している。この数年、金価格に比べて大きく出遅れていた金鉱株が現在追い付きつつあると考えれば理解しやすい。SPDRゴールド・シェアーズETF<GLD>（運用資産1010億ドル）の上昇率は4～6月期が5.4%、年初来では25.7%だ。インフレや地政学に関する投資家の最近の懸念を考えれば、これも当然だ。しかし、金は本来、投機的な投資の対象ではなくポートフォリオ安定化のためのヘッジ手段だ。従って、金価格の急騰もいずれ鎮静化する可能性がある。金鉱株はとりわけボラティリティが高い。

恐らく、現在最も価値のある投資対象は債券ファンドだろう。利回りがかつてないほど魅力的であるにもかかわらず、4～6月期の上昇率はわずかで、人気の高いiシェアーズ・コア米国総合債券市場ETF<AGG>（運用資産1290億ドル）はわずか1.2%だった。アクティブ運用マネジャーは債券運用を得意とする傾向にある。ピムコ・インカム・ファンド<PONAX>（運用資産1820億ドル）は2.1%上昇したが、株式ファンドと比べれば見劣りする。興味深いのは、新興国現地通貨建て債券ファンドが平均で7.7%上昇し、明るい材料となっていることだ。投資家が米国以外の資産へ分散を図っていることが要因の一つと考えられる。

ミューチュアルファンドから資金が流出しETFに流入する長期的なトレンドは続いている。例えば、4月1日から5月31日かけて、米国の株式ファンド全体では39億ドルの資金が流入したが、米国の株式ミューチュアルファンドだけで見れば450億ドルの流出だった（6月の数値はまだ入手できない）。バンガードS&P500 ETFには305億ドルの資金が流入し、株式ミューチュアルファンド側の資金流出を補っている。

同様に、短期債券ファンドとマネーマーケットファンド（MMF）に多額の資金が流入する一方で、長期債券ファンドは資金流出に見舞われた。投資家はインカムを必要としているが、インフレで長期債が打撃を受けることを懸念している。

さらに興味深いのは、リセッション（景気後退）に対するヘッジを行っているオルタナティブファンドへの資金流入だ。株式市場ニュートラルのカテゴリーのファンドには14億ドルの資金が流入した。こうした複雑な戦略はETFでは運用が難しいため、本カテゴリーはミューチュアルファンド中心だ。流入額は全株式クラス合計でブラックロック・グローバル・エクイティ・マーケット・ニュートラル・ファンド<BDMAX>が8億9900万ドル、AQRエクイティ・マーケット・ニュートラル・ファンド<QMNNX>が4億2400万ドルと、上位2ファンドで大半を占めた。4月2日から8日にかけての株価調整局面で、AQRのファンドがわずか1.4%の下落、ブラックロックのファンドが0.4%の上昇と、両ファンドとも良好なパフォーマンスを示した。年初来でもAQRが14.3%、ブラックロックが8.2%の上昇と良好だ。

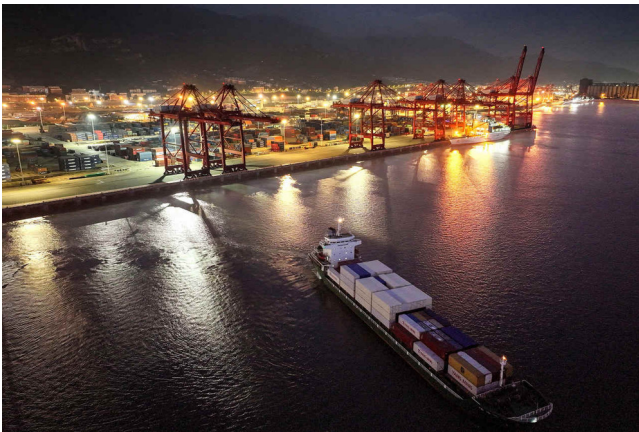
市場中立型ファンドは優れた分散手段だが、固有のリスクもあり、上記ファンドはいずれも多額のレバレッジを利用している。ただし、レバレッジ型単一銘柄ETFとは異なり、数百の銘柄に分散し、ロングとショート両ポジションを取ることで、ポートフォリオのポジションを中立に保っている。とはいえ、あらゆる投資にはリスクが伴う。最も強靱（きょうじん）なポートフォリオは、さまざまな投資を組み合わせたものだ。

By Lewis Braham
(Source: Dow Jones)

3. トランプ関税の成績表：世界貿易戦争での勝者と敗者 [フィーチャー]

Tariff Scorecard: Tracking Winners and Losers in the Global Trade War
各国へ関税率通知、合意に向けてさらなる圧力

関税猶予期限の7月9日が迫る



AFP / Getty Images

トランプ政権は相互関税上乗せ部分の一時停止期限である7月9日を前に、貿易相手国への圧力を強め、関税が恒常化すると市場の予想を裏付ける一方、複数の暫定合意をまとめる見通しだ。世界の貿易システムの再構築を掲げて4月2日に発表した相互関税だが、いったん停止以降、関税交渉は混乱を極めている。トランプ関税の狙いは、各国の非関税障壁と1兆2000億ドル規模の米国の貿易赤字を削減することにある。

ここ数週間の関税交渉は、中国はもちろん、欧州連合（EU）、カナダ、日本との間で、対立が激化しては緩和する展開が続いている。「90日で90の合意をまとめる」としていたトランプ政権の公約はすでに形骸化している。ベトナムと20%の関税に合意したと7月2日に発表されたが、それ以前にまとめたのは、英国と10%での暫定合意のみだ。20%はベトナムが交渉の初期段階で求めていた10%の倍だが、4月2日に発表された当初の関税率（46%）の半分だ。トランプ政権はさらに、中国がベトナムを迂回（うかい）輸出に使っているとの懸念を理由に、「第3国からの積み替え品」に対しては40%の関税を課す方針も示した。

さまざまな要因で交渉が難航している。今月選挙を控えている日本の国内事情、米国が求める対中姿勢強化の要求に対する各国の反発、特定産業向け関税の行方の不透明さなどだ。特定産業向け関税の中には、すでに発動済みのものもあるが、発動が決まっていないものもある。トランプ大統領は先週、7月9日の期限を改めて強調し、各国に関税率を通知する書簡を送付する意向を表明した。しかしアナリストらは、今後数日で関税をめぐる不透明感が払拭されると考えるのは早計だとし、提示される案はあくまで暫定的なものであり、特定産業向け関税が各国との暫定案を台無しにするリスクが残ると警告する。

こうした不透明感が続く中でも、S&P500指数は最高値を更新している。トランプ政権がこれまで幾度も強硬姿勢を後退させてきたため、投資家は関税リスクを過度に意識しなくなっている。しかし、通

商専門家やアナリストは、不透明感は今後も続く可能性があり、多くの企業が投資や支出に慎重な姿勢を崩していないと指摘する。

主要国が枠組み合意に進む中、難航する日本

The Bigger Tariff Threat

Industry tariffs are complicating trade negotiations.

Targeted Sector	Tariff Rate	Countries Impacted
Steel / Aluminum	50%	Canada, Mexico, South Korea, European Union, Japan
Timber / Lumber	TBD	Canada, Germany, Brazil
Copper	TBD	Chile, Mexico, Canada
Autos	25%	Japan, European Union, Mexico, South Korea, Canada
Auto Parts	25%	Mexico, Canada, European Union, Japan, South Korea
Semiconductors / Semi Equipment	TBD	South Korea, Taiwan, Japan, China
Processed critical minerals and derivative products	TBD	China
Maritime, Logistics and Shipbuilding	TBD	China

Sources: Atlantic Council, Federal Register, Office of the U.S. Trade Representative

米商工会議所の政策最高責任者、ニール・ブラッドリー氏は、「一つのひな型は英国とのディールだ。合意できる部分だけ合意し、未解決の課題は協議を続けながら、第1段階のディールに署名する。つまり、10%の関税には合意するが、他の課題は先送りするというやり方だ」と語る。

交渉の過程では難航する局面もあったが、「枠組み合意」の候補となる主要な貿易相手国はインド、カナダ、韓国だ。EUも候補になる可能性がある。ディールには、米国産の天然ガスや農産物、兵器の購入や、特定分野の市場を米国企業に開放する措置が盛り込まれる見通しだ。

通商専門家によると、インドは交渉のテーブルに早くから着き、トランプ政権からも優先順位の高い相手国と位置付けられていた。インドは貿易障壁が高く、内需主導型の経済だが、モディ首相はアップル<AAPL>のように中国依存を減らしたい企業にとっての選択肢としてインドを売り込む姿勢を強めている。オバマ政権と第1次トランプ政権で通商交渉を担当し、現在はコンサルティング会社、アジア・グループのシニア・アドバイザーを務めるマーク・リンスコット氏は、「インドが双方の一部関税の引き下げを含む暫定合意を提案し、将来的に大型の2カ国間合意につなげるシナリオも考えられる」と述べる。

アナリストは、交渉が難航している国々に対しては「見せしめ」の意味合いで強硬姿勢を取る可能性が高いと指摘する。日本はその一つだ。トランプ大統領は先週、日本を「甘やかされてきた」と表現し、米国産コメの輸入を受け入れない姿勢に不快感を示した。また、4月2日に示した24%を上回る最大35%の関税を課す可能性に言及した。

特に困難なのは特定産業向け関税

アナリストの多くは、各国が最終的に少なくとも10%の関税を受け入れるとの見方で一致している。これは従来の米国の平均関税率の4倍にあたる。コンサルティング会社、ヴェダ・パートナーズの経済政策調査ディレクター、ヘンリエッタ・トレイズ氏は、ベトナムとの合意がまとまったことで、「マレーシア、タイ、フィリピンには迂回輸出の懸念から15~20%の関税が課される可能性がある」と指摘する。

企業や投資家が最も警戒する不確定要素は、国家安全保障を理由に通商拡大法232条に基づき課される特定産業向け関税だ。アルミニウム、鉄鋼、自動車にはすでに課税されており、商務省が製薬、半導体、木材・製材などの業種にも関税を課すかどうか注目が集まっている。こうした産業別関税は、貿易相手国の基幹産業を狙い撃ちにするため、交渉を難しくする。例えば、日本にとっては自動車、カナダはアルミニウム、韓国は木材・製材、EUやインドは医薬品、台湾は半導体がそれにあたる。リンスコット氏は交渉担当者に対し、「232条で何が出てくるか確証がないまま、過剰に譲歩するのは非常に危険だ」と警告している。

米中合意は9月のトランプ大統領の訪中がカギとなるか

米中間では最新の交渉で当面の落ち着きが確認されたものの、中国には依然として55%という最高水準の関税が課されている。だが、構造的な問題の多くが未解決のままで、トランプ政権は輸出規制の強化に加え、販売を制限したい企業のリストもまだ公表していない。さらに中国は、産業別関税で大きな影響が出る可能性も高い。政権内事情に詳しい関係者は「これらどの措置も、中国が報復措置を強化する引き金になり得る。両国はサプライチェーン（供給網）を武器化する際には非常に慎重であるべきだ。大きな影響を及ぼしかねないからだ。米国は、中国が報復のために温存している反撃能力を過小評価している可能性がある」と警告する。

一方で、トランプ大統領が習近平国家主席からの9月の訪中要請に応じれば、さらなる緊張緩和の可能性も出てくる。中国は最近、フェンタニルの前駆化学物質を違法と再分類しており、これを受けて、米国がフェンタニル取引を理由に課している20%関税の一部を引き下げる可能性がある。

この状況がどれだけ続くかは、誰にも予測できない。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

4. アナリストが語る旅行関連の有望銘柄

Travel Stocks Could Offer Investors a Glorious Trip, This Analyst Says
メリウス・リサーチのカニングハム氏に聞く

[インタビュー]

旅行業界は長期成長産業

旅行業界を20年近くカバーしている独立系調査・投資会社メリウス・リサーチのアナリスト、コナー・カニングハム氏は「旅行業界は長期的な成長産業であり、国内総生産（GDP）を大幅に上回る成長率で拡大すると考えている。私は消費者の変化を感じており、消費者はモノよりもコト（体験）にお金を使い続ける意欲がある」と語る。

数字はカニングハム氏の意見を裏付ける。2023年の世界の航空旅客数は過去最高となる10.4%の増加を記録した。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）前の2019年の伸び率は3.8%だった。カニングハム氏は「旅行需要はいつ落ち込むのかという質問をよく受けるが、私の考えでは落ち込むことはない」と語る。カニングハム氏は本誌インタビューでその理由を説明した。

本誌：米国旅行協会によると、海外から米国への訪問者数が今年春から減少し始め、カナダや西欧から



PHOTOGRAPH BY LANNA APISUKH

の訪問者数は2桁台の減少だった。これは懸念すべきことか。

カニングハム氏：米国への訪問者数がこれまでと同じではないというだけのことだ。旅行に対する支出は、実際には変化していない。また、多くの旅行会社は顧客がどこに行くのかについて、それほど関心はない。

航空業界では大手3社が優位に

Q：航空会社の課題は何か。

A：短期的な見通しは厳しい。しかし、長期的には産業構造の改善、需要の強さ、そして最も力のある企業は利益率を拡大しており希望が持てる。航空業界の成長率は今年が1%、来年は6%と予想している。過去の利益率の序列では超格安航空会社が最上位グループに位置し、デルタ航空<DAL>、ユナイテッド航空ホールディングス<UAL>、アメリカン航空グループ<AAL>は最下位グループだった。現在はその順序が逆転した。コストの増加や労働力および機材の不足により、経営は難しくなっている。

業界に必要な変化は、投下資本利益率（ROIC）の強化、フリーキャッシュフローの創出、持続的かつ管理可能な利益率の改善である。そうすることで投資家が航空会社株を選好し、単なるトレーディングの対象というイメージを払拭することが可能になるだろう。

Q：選好する航空会社は。

A：大手3社の投資判断をいずれも「買い」としている。いずれもEV（企業価値）/EBITDA（利払い・税引き・償却前利益）倍率が10倍未満と割安である。今年の調整後1株当たり利益（EPS）は減少するものの、2026年には回復し、デルタ航空は23%、ユナイテッド航空では18%、アメリカン航空では116%の増加を予想している。

クルーズ船4社は「買い」

Q：旅行関連のもう一つの業界であるクルーズ業界の将来をどう見ているか。

A：クルーズ業界は世界の旅行支出の2%を占めるニッチな業界であり、長い時間をかけて市場シェアを拡大する余地がある。これは、本来ならオーランドやラスベガスに行っていたような人々を初めての船旅に誘致することだ。今年、業界全体で8%の成長を予想している。サービスが成長をけん引している。ロイヤル・カリビアンが数年前に発表した世界最大のクルーズ船「アイコン・オブ・ザ・シーズ」は、業界における非常に重要な変化である。この船はあらゆる人々に何かを提供すると同時に、ロイヤル・カリビアンは乗客を一般には公開されていない目的地に運び、そこでは顧客の支出をより多く収益化することが可能だ。現在のサービスはこれまでとは大きく異なり、格段に良くなっている。ロイヤル・カリビアンによると、乗船客の50%がミレニアル世代以下の年齢層である。クルーズは従来

の陸上交通による旅行よりも費用が15～20%安いと、クルーズ船運航会社には値上げの機会がある。

Q：クルーズ銘柄ではどれを選好するのか。

A：カバーしているのはロイヤル・カリビアン<RCL>、ノルウェージャン<NCLH>、カーニバル<CCL>、バイキング・ホールディングス<VIK>の4銘柄だが、いずれも投資判断を「買い」としている。ロイヤル・カリビアンは利益率拡大に全力を注ぎ、バイキングは他の旅行分野よりもリターンが強い顧客層が独自の資産となっている。しかし、カーニバルとノルウェージャンにも機会があるとみている。2025年には、4社全てのEPSが2桁成長すると予想している。

■ ハイアットとオンライン2社に注目

Q：宿泊関連銘柄ではどれが最も魅力的か。

A：ホテルグループの中では、ハイアット・ホテルズ<H>に独自の機会がある。投資家はヒルトン・ワールドワイド・ホールディングス<HLT>やマリオット・インターナショナル<MAR>を長期保有が可能と考える傾向があり、異論はない。ただし、ハイアットは現在、自社で資産を保有しないアセットライト型の事業モデルを導入しており、この転換によってハイアットにはより多くのフリーキャッシュフローを創出する機会がある。EV/EBITDA倍率で見ると、ハイアットはマリオットやヒルトンより割安だ。

Q：民泊仲介大手のエアビーアンドビー<ABNB>をどう見ているか

A：エアビーは米国の消費者と米国市場に過度に依存するようになっている。ニューヨーク市などでは短期レンタルが禁止され多くの規制に直面して、成長が大幅に鈍化している。エアビーの株価収益率（PER）が上昇するには、再び成長を取り戻す必要がある。私の見解では、他の市場への大規模な投資が必要だ。他社も代替宿泊施設の分野で大きな進展を見せている。例えばオンライン旅行サービスのブッキング・ホールディングス<BKNG>やエクスペディア・グループ<EXPE>のバケーションレンタルに特化したプラットフォームVRBO（バーボ）が挙げられる。エアビーの投資判断は「ホールド」としている。

Q：なぜ、エクスペディアのようなオンライン旅行代理店（OTA）は人気があるのか。また、OTAは人工知能（AI）に取って代わられるのだろうか。そして、どの企業が最も好位置にあるのか。

A：レジャー旅行者の多くは年に1、2回の旅行予約を検討するが、純粋に価格だけで選ぶため、OTAが魅力的なのだ。ブッキングは素晴らしい会社だ。投資判断は「買い」としている。EPS成長率は今年が16%、来年は14%と予想している。長期的にはブッキングが旅行関連サービスを拡大することで、大幅な成長機会が持続すると考えている。

チャットGPTを開発したようなAI企業がOTAと提携すれば、旅行者はAIを利用したがるだろう。既に、ブッキングやエクスペディアではこれがある程度進んでいる。それでも、OTAは社会的に認知されており、AIの成長が実在的危機になるとは思っていない。

しかし、OTAは宿泊依存を超え、旅行関連の他の分野に投資する必要がある。例えば体験型アクティビティやアトラクション、あるいはホテルとレンタカーを同時にプラットフォームで予約するバンドリングである。旅行関連企業は利用者が全てをプラットフォーム上でシームレスに行えるようにすることで、より多くの旅行支出を得ることが可能になる。

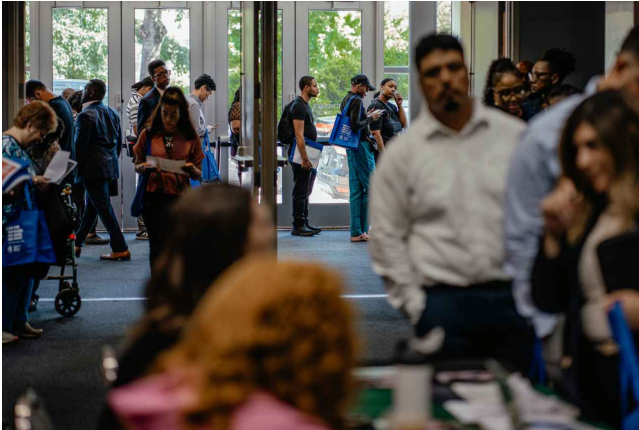
By Teresa Rivas
(Source: Dow Jones)

5. 景気の先行きは企業決算に聞け

[経済政策]

Want to Know Where the Economy Is Heading? It's All About Earnings.
労働市場の詳細とトランプ関税の影響の見極めが必要

表面上は堅調な雇用統計



Jamie Kelter Davis/Bloomberg

作家マーク・トウェインなら「うそ、大うそ、政府の統計」と言いたい誘惑に駆られたことだろう。もし、トウェインが、6月の雇用統計を見たとなればの話だが。労働市場の状態、そして経済全体の状況をよりの確に把握するには、2週間後に始まる企業決算を確認するのが賢明だ。

雇用統計は少なくとも表面上は悪いところはない。米労働統計局（BLS）が3日発表した6月の非農業部門就業者数は14万7000人増となり、ブルームバーグが集計したエコノミストの

コンセンサス予想の10万6000人を大幅に上回った。雇用統計発表前までにエコノミスト予想は引き下げられていた。過去の数値の改定も雇用統計を損なうことはなく、過去2カ月の雇用者数も1万6000人上方修正され、小さいながらもプラス方向に変化した。

それでも、これには大きな注意を払うべきだろう。6月の民間部門の就業者数の増加はわずか7万4000人にとどまり、予想の10万人には遠く及ばず、就業者数が増加した業種は半分未満だった。就業者数が大幅に増加したのは、州政府あるいは地方自治体の教育部門で、6万3000人増だった。ただし、その数字は季節調整後のもので、労働局の調査週（6月12日を含む7日間）には多くの教師が夏季休暇に入っていることを前提としている。若者とデータにとって運の悪いことに、学校は今年多くの地域でまだ夏休み前で、就業者数を上振れさせている。一步引いてみると、民間部門の就業者数の全体的な傾向は2024年初頭以降減速しており、12カ月平均では約12万人増になる。

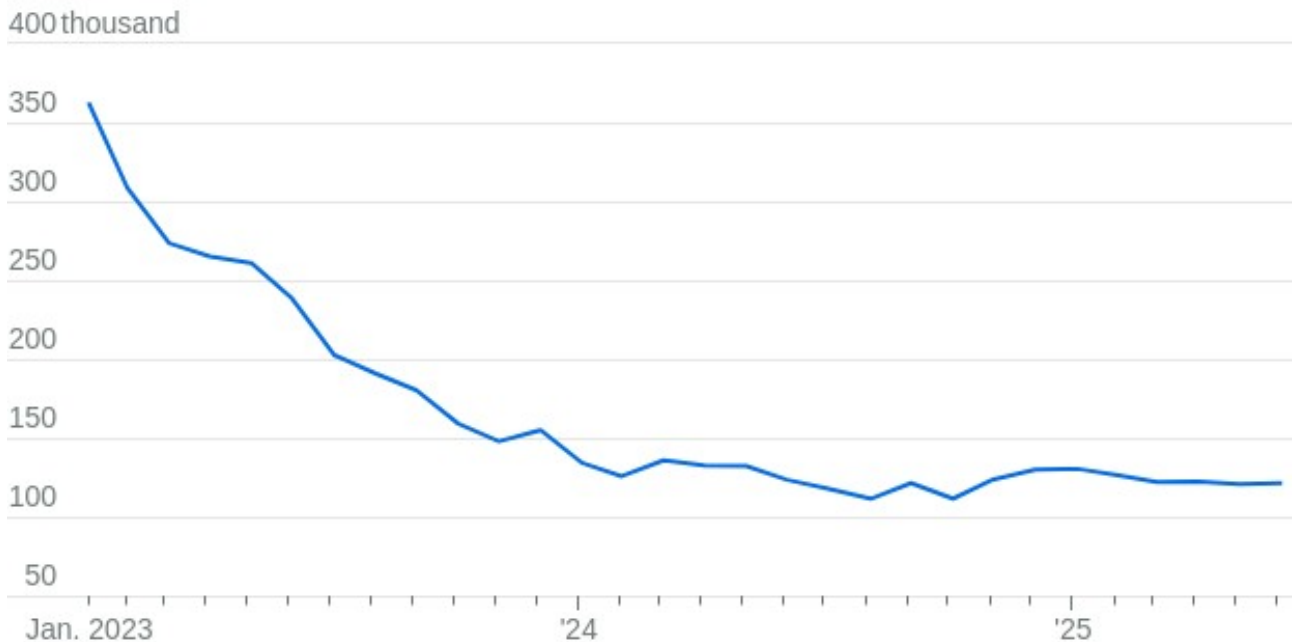
賃金、インフレ、関税の影響

他の要素も労働市場の鈍化を反映する。例えば、6月の週平均労働時間は0.1時間減の34.2時間で、6月の就業者数の増加を事実上一部相殺した。TLRアナリティクスによると、総労働時間は0.3%減少し、昨年7月以来最も弱かった。6月の平均時給も5月の0.4%増に対し、予想を下回る0.2%増にとどまった。ローゼンバーグ・リサーチの創業者、デビッド・ローゼンバーグ氏は「労働時間の減少を加味すると、労働に基づく個人所得の代理的指標である平均週給は0.1%低下した」と顧客向けノートに記した。

失業の全体像にも留意が必要だ。家計調査に基づく6月の失業率は0.1%低下し、4.1%となった。これは、過去1年に維持されてきた4.2%と4.1%のレンジの下限だ。しかし、労働人口が13万人減少し、労

Slow Your Roll

The trend in the year-over-year monthly change in private nonfarm payrolls has slowed in the past two years but the U.S. economy remains near full employment.



働参加率は生産年齢人口の62.3%と、12カ月平均を大きく下回り、コロナ禍前の2020年の平均63%を下回る。

原因は、ベビーブーマーと年長のX世代だ。55歳以上の労働参加率は19年ぶりの低水準となる38%に落ち込んだ。一方、働き盛り世代（25～54歳）の労働参加率は83.5%に上昇し、コロナ禍前の水準を上回り、1990年代後半のピーク水準に近づいた。

最近の数カ月は、移民あるいはその欠如も労働力の供給に影響を与えている。3月以来、外国生まれの民間の労働力人口は114万7000人減少して3257万2000人となり、同時期の米国生まれの労働力人口の増加数183万6000人の大きな部分を相殺した。

これは複雑な状況で、人口動態と政策が米国の労働力供給を減速させる一方、将来の関税に関わる不透明感が労働需要を抑制した可能性を示唆する。アポロ・グローバル・マネジメントのチーフエコノミスト、トーステン・スロック氏は、この停滞がどのように展開するかの手掛かりは、今月後半から始まる決算発表シーズンに得られるはずだと語る。

解決すべき問題は、消えた関税だ。スロック氏は、月額約300億ドル、年率換算で約4000億ドルの関税がかかっているはずだとインタビューで指摘している。不思議なことに、これだけ大きな数字にもかかわらず、インフレデータに表れておらず、「解放の日」（4月2日）の翌月の5月の消費者物価指数（CPI）は予想を下回る前月比0.1%上昇にとどまっており、企業利益でも確認できない。

スロック氏は、年率換算で4000億ドルの関税はS&P500指数構成企業の利益総額2兆ドルの約20%に相当すると語る。にもかかわらず、アナリストは過去2カ月間、S&P500指数構成企業の利益予想を引き上げてきた。スロック氏は、決算発表のコンファレンスコールで、誰が関税を負担し、企業がどの程度

転嫁しているのかが明らかになるだろうと語る（7月9日に90日間の関税の一時停止措置が終了するとよりはっきりするだろう）。

米連邦準備制度理事会（FRB）も影響が明らかになるのを待っている。パウエル議長は6月30日～7月2日に開催された欧州中央銀行（ECB）の国際金融会合で、FRBが「関税の規模と、その影響によって米国のインフレ予想がすべて大幅に上昇したことから、様子見を決めた」と語った。そうした懸念は6月に発表された最新の経済見通し（SEP）にも反映され、個人消費支出（PCE）物価指数は3%で推移し、失業率は年末までに4.5%まで上昇すると予想されている。

FRBの次回利下げは9月にずれ込む公算

CMEグループのフェドウォッチおよびFRBの予想では、9月にはフェデラルファンド（FF）金利誘導目標が現在の4.25～4.50%から0.25%引き下げられ、12月にも追加で下げられる可能性が非常に高い。パウエル議長の手腕に対するトランプ大統領の非難が高まる中でも、すでに利下げ予想が後退していた7月29～30日の次回の連邦公開市場委員会（FOMC）会合での利下げの見込みは、7月3日の雇用統計を受けて完全に消滅した。

ここから経済および労働市場がどのような展開を見せるかに関心がある方は、政府の統計データは無視して、企業利益に注目すべきだ。そして、パウエル議長の発言にも。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

6. 史上最高値を更新する株式市場の裏にあるもの

[米国株式市場]

Stocks Hit Record Highs. What's Behind the Rally.

貿易交渉の進展、堅調な労働市場、減税法案可決の好材料を織り込む

急騰が続き史上最高値を更新



Michael Nagle/Bloomberg

「米国解放の日」（4月2日）は市場にとって不愉快な日となったかもしれないが、独立記念日（7月4日）はそんなことは全くなかった。株式市場が独立記念日休日で4日間の取引となった週を史上最高値で終えたからだ。

先週の株価指数の動きを見ると、S&P500指数は1.7%高の6279.35、ナスダック総合指数は1.6%高の2万0601.10となり、両指数とも史上最高値を更新して引けたが、より印象的なのは貿易に関する懸念を受けて付けていた安値からの反発だった。超大型の関税に対するものから米

国の人工知能（AI）分野における優位性に対するものまであった懸念が徐々に和らいだことで、S&P500指数は4月8日の底値から26%上昇し、ナスダック総合指数は34.9%急騰した。なお、先週のダウ工業株30種平均は2.3%上昇して4万4828ドル53セントとなり、小型株のラッセル2000指数は3.5%高の22

49.04で週末を迎えた。

ローゼンバーグ・リサーチのデービッド・ローゼンバーグ氏は、「4月の初めに株式市場を弱気相場の一歩手前まで追い込んだテール・リスクは、一つずつリストから取り除かれている。モメンタムとセンチメントが主導する上昇相場が衰えることなく続く中、S&P500指数が史上最高値を更新するために必要なのは、弾丸をかわすことだけだった」と指摘する。

貿易交渉の進展

Market Snapshot



あらゆるところで進展が見られる。2日には米国とベトナムの貿易交渉が妥結し、関税率は46%から20%に引き下げられた。インドなどとの交渉も間もなく妥結が期待されている。

ただし今回の合意は、中国製品の多くが米国に入る前に（迂回輸出するため）ベトナムに輸送されていることを考えると、実際は中国に関するものだった。UBSで米州担当最高投資責任者（CIO）を務めるウルリケ・ホフマン＝バーチャルディ氏は「これにより、中国製品の積み替えハブとして機能している国々が、迂回輸出された製品に対してより高い基本関税と追加関税に直面する可能性があることが確認された。これはまた、中国の過剰生産と過剰生産能力を抑え込もうという米国の広範な取り組みを裏付けている」と指摘する。

なぜそれが市場にとって好材料なのか。今週、他の国との相互関税の一時停止が期限を迎える前に米国が有利になるような手を打てれば、より早く交渉が妥結するはずだからだ。ベトナムに対する決定が「ムチ」なら、半導体設計ソフトウェアの対中輸出規制の一部緩和は「アメ」になりそうだ。

先週発表されたこのニュースは、AIトレードがなおはやる中で、市場を上回るパフォーマンスとなった米半導体大手エヌビディア<NVDA>を含む数銘柄の上昇に貢献した。

堅調な雇用と大型減税法案の可決も後押し

ただし、市場の上昇には貿易交渉の好材料は必要なかったかもしれない。3日に発表された雇用統計では、6月の非農業部門就業者数が14万7000人の増加となった。これはエコノミストの予想を上回ったほか、2日に発表されて若干の懸念を生んだADP雇用統計とは対照的なものだった。7月の利下げが見送られることはほぼ確実となったが、経済が依然として好調であることが示されている。

6月の雇用統計は誰もが満足するような内容ではなかった。しかし、クリアブリッジ・インベストメンツの経済・市場戦略責任者であるジェフ・シュルツ氏は、「失業率の低下、雇用者数の増加幅がコンセンサスをしっかりと上回ったこと、そしてそれ以前の2カ月の数値の上方改定という、労働市場に対して弱気だった向きを黙らせるようなポジティブな要素が三つそろった」と述べる。

一方、トランプ大統領の大型減税を含む「大きくて美しい法案」が成立した。確かなのは、法案が議会の辛うじて通過したこと、今後10年間で連邦債務を3兆4000億ドル増やすこと、国民の不支持率が60%であることだ。それでも法案の可決はホワイトハウスと、この法案による経済成長の促進を期待するウォール街にとっては勝利である。

花火は上がらなかったかもしれないが、株式市場は投資家を7月4日に大いに喜ばせた。

By Teresa Rivas
(Source: Dow Jones)

7. 7月4日は米独立記念日、新たな革命への備えは？

[コラム]

It's July Fourth. Are You Ready for Yet Another American Revolution?
カリスマ的人物が革命的アイデアを売り込む

革命はアップルパイと同じくアメリカ的



Christian Monterrosa/Bloomberg

ロードアイランド州ブリストルは米国で最も愛国心にあふれた町と自称している。これは、1785年にさかのぼる最古の独立記念日の祭典を続けていることが大きな理由のようだ。歴史ファンにとって、今年の記念日は通常とは異なる。来年のアメリカ建国250周年に向けたカウントダウンの目印でもあるからだ。マサチューセッツ歴史協会の人々が早々と記念モード入りしていることは想像に難くない。愛国者ポール・リビアが伝令として走り回った「真夜中の騎行」、レキシントン・コンコードの戦い、バンカー・ヒルの戦いは、1775年の前半にマサチューセツ

ツ州で起きた。

そして今、私たちは、右派についてはトランプ大統領の（大型減税を含む）「大きく美しい（ビッグ・ビューティフル）法案」、左派についてはニューヨーク市長候補ゾーラン・マムダニ氏が民主党予備選挙で勝利したことに代表される、新たな政治的反対意見とこれへの異論の波にさらされている。ボブ・ディランが「ブルーにこんがらがって」で歌ったように、今は革命の雰囲気満ちているのかもしれないが、革命はアップルパイと同じくらいアメリカ的なものでもある。

この最新の熱狂を深掘りする前に、パレード、子供たちの自動車レースであるオレンジ・クレート・ダービー、花火は、米国の独立記念日を祝うだけでなく、盛夏の始まりを告げることにもご注意いただきたい。お金や市場について深く考えるには、どのイベントも不向きだ。しかし、この時期に庭の手入れをせずにチョウを観察することには注意が必要だ。

2025年前半の市場パフォーマンスはまずまずで、7月は歴史的に堅調

1775年の最初の6カ月間とは比較にならないかもしれないが、2025年の前半は、トランプ氏が大規模な相互関税を発表した4月2日の「解放の日」、カリフォルニア州の山火事、政府効率化省（DOGE）の始動、TACO（トランプはいつもおじけづいてやめる）、債券暴落、イラン爆撃などの出来事が相次いだ。しかし、S&P500指数は5.5%上昇した（年率換算したこれまでの上昇率とほぼ同じ）。

心配性の人たちが口にする懸念を全部差し引いても、なかなかのものだ。米証券会社BTIGのアナリスト、ジョナサン・クリンスキー氏によると、7月は過去20年間で最もパフォーマンスの良い月（平均2.79%上昇、10年連続上昇の期間を含む）だ。また、7月のナスダック総合指数は昨年1.68%下落するまで、16年連続で上昇した。

米ドルが大幅に下落し、実質PCE（インフレ調整後の個人消費支出）に基づく5月の米個人消費が前月比0.3%減少したとはいえ、楽観的な見方にはファンダメンタルズ面の理由もある。強気派の主張は単純で、企業業績が好調なことだ。中古車販売のカーマックス<KMX>、暗号資産（仮想通貨）取引所大手のコインベース<COIN>、グローバル総合金融サービス会社のJPモルガン・チェース<JPM>、半導体製造のマイクロン・テクノロジー<MU>、メディア・エンターテインメント複合企業のウォルト・ディズニー<DIS>、企業向けソフトウェア会社オラクル<ORCL>などはいずれも6月の株式市場のスターであり、好調な企業はこれ以外にもある。

他の指標としては、6月の雇用統計は、トランプ大統領が米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長に対して7月中の利下げを要求するか、FRB議長を解任するかのどちらかに拍車を掛ける可能性があるという点で注目された。これは、私たちに革命的な衝撃を呼び覚ますものだ。FRB議長は連邦準備法に基づき、正当な理由なく大統領によって即座に解任されることはない。

初代FRB議長であるチャールズ・ハムリン（任期：1914～1916年）以来、こうした例は一度もない。それでも、利下げを見送ったパウエル氏に対して激怒したトランプ大統領が、FRB議長の解任を望んでいることは明らかだ。だが目下、トランプ大統領は7月9日の上乗せ関税の猶予期限と、愛国心ゆえに当初は7月4日の署名を望んでいたであろう「大きく美しい法案」のことで頭がいっぱいだ。市場は現在、7月29～30日に開催される連邦公開市場委員会（FOMC）会合での利下げの可能性は5%以下と見ている。

次期ニューヨーク市長の有力候補は先端ファッションをまとう民主社会主義者

トランプ大統領の策略に対抗するのは、ニューヨーク市で繰り広げられている反乱だ。民主社会主義者のゾーラン・mamダニ氏（33歳）が、次期市長に就任する可能性が浮上している（予測プラットフォームのポリマーケットは、mamダニ氏が11月に当選する確率を70%としている）。ニューヨーク市クイーンズ地区出身でファッションに敏感なニューヨーク州議会議員であるmamダニ氏は、セクハラ疑惑で2021年に辞職したアンドリュー・クオモ前ニューヨーク州知事（68歳）を破った。mamダニ氏は、共和党の候補や、収賄罪などで昨年起訴され、後に起訴が取り下げられた現職のエリック・アダムス氏らと対決することになる。

ウォール・ストリート・ジャーナルによれば、若年層や初めて投票する有権者から圧倒的な支持を集めているmamダニ氏は、民主党の左派陣営、すなわちアレクサンドリア・オカシオ＝コルテス下院議員やバーニー・サンダース上院議員としっかり足並みをそろえている。それがウォール街を慌てさせている。

仮にmamダニ氏が勝った場合、その経済政策は一体どんなものなのか。選挙キャンペーン用サイトを一目見れば、マスタードイエローとコバルトブルーのビビッドな色使いに、レトロなポリウッド映画風のビジュアルが目を引く。中央には「ゾーラン・mamダニは、労働者階級のニューヨーカーの生活費を下げるために市長選に出馬している」とある。

主な政策案は以下の通りだ。1) すべての家賃安定法適用物件の賃料を凍結する。2) 20万戸の手ごろな価格の住宅を新たに建設する。3) 市が所有・運営するスーパーマーケット網を整備する。4) 市内のバス運賃を無料にする。5) 全市民に無料の保育サービスを提供する。6) 最低賃金を時給30ドルに引き上げる。

これらの財源として、法人税と富裕層への増税を計画しており、それぞれ50億ドルと40億ドルの追加歳入が見込めるといふ。「企業や富裕層は逃げ出さないのか」という問いに対し、mamダニ氏を支持する財政政策研究所のチーフエコノミスト、エミリー・アイスナー氏は「1%の富裕層や企業が、税率がほんの少し引き上げられたからといって移転するという考え方に実証的な裏付けはほとんどない。mamダニ氏の法人税案は、ニュージャージーなど近隣州の税率を上回るものではない。移転には膨大なコストがかかる。加えて、ニューヨークという都市には、他の多くの企業が集中することによる集積効果があり、企業にとって大きな利点だ。富裕層についても、過去の増税で大量移転が起きたことはない」と述べた。

選挙こそ究極の市場原理

多分、そうかもしれない。しかし市場の格言を思い出してほしい。「過去のパフォーマンスは、将来の結果を保証しない」のだ。mamダニ氏にとって、こうした変革を実現するのは容易ではないだろう。例えば、税制改正にはニューヨーク州のキャシー・ホークル知事の署名が必要だが、知事はすでにその考えがないと明言している。とはいえ、絶対にあり得ないとも言いきれない。かつて民主党は「トランプ氏にそんな政策は実行できない」と何度も言ったが、トランプ氏は実現させた。カリスマ性と革命的なアイデアは、強力な組み合わせだ。

mamダニ氏の政策を批判し、社会のゆがみは市場原理で正されるべきだと主張する富裕層について言

えば、筆者は「そもそも、なぜニューヨーカーが社会主義的な市長を求めているのか（自分を鏡で見て少しは考えてみてはどうだろうか）」と思う。そしてもう一つ。「市場原理がすべて」と主張するのであれば、選挙こそ究極の市場原理ではないか。米国でも社会主義が栄えた時代が80年前にあった。そして、いま再びその時代が来ようとしているのかもしれない。

中道派の民主党員は、mamダニ氏を共和党への贈り物と揶揄（やゆ）する。確かにmamダニ氏は、過去の社会主義者よりも、はるかに左寄りだという指摘もある。ブームが突如として消え去ることもあり得る。しかし、現時点で言えるのは、mamダニ氏はニューヨークに火を付けたということである。同時に、非難も集めている。ニューヨーク・ポスト紙は先々週の1週間で5回、mamダニ氏を一面に掲載した（おそらく11月の選挙までにさらに増えるだろう）。

歴史作家ナサニエル・フィルブリック氏は「物事は振り子のように動く。危機的状況まで振れた後、人々はこう言うのだ。『ちょっと行き過ぎた』と。そして元に戻る。ただし、そのプロセスはいつもジグザグで、混乱と共にある。革命が次々に起きる。それが未来への進み方だ」と述べている。

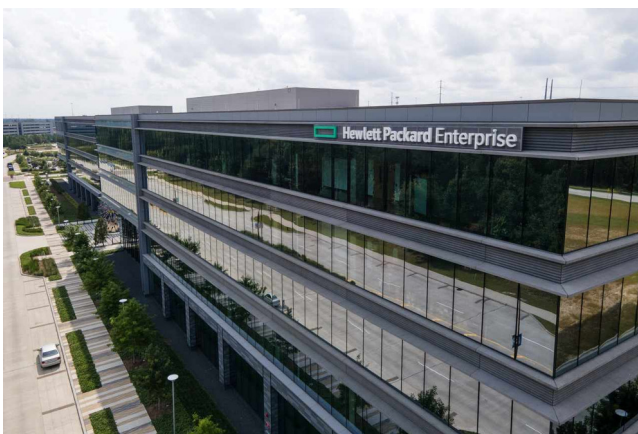
今年の7月4日は、例年以上にこう叫びたくなる。「アメリカ革命、万歳！」と。

By Ian Salisbury
(Source: Dow Jones)

8. 老舗ハイテク企業によるAI企業のM&Aが加速も AI Is Fueling Mergers. Here Are 2 That Make Sense. HPEのジュニパー買収に続く二つの仮想案件とは？

[ハイテク]

ジュニパー買収でHPEの株価急騰



Mark Felix/Bloomberg

6月28日、企業向けサーバー・ストレージ大手のヒューレット・パカード・エンタープライズ（HPE）＜HPE＞によるネットワーク機器メーカー、ジュニパーネットワークスの買収手続きが米政府から承認された。これを受け、HPEの株価は6月30日に急騰し、12.6%高で引けた。企業買収のニュースが報じられると、買い手側の株価が下落することがよくあるが、人工知能（AI）の時代に入り、状況は変わりつつある。

HPEの場合、相性が抜群に良い。AIデータセンターを構築する上で欠かせない高速ネットワーク機器市場で、ジュニパーネットワークスはシスコシステムズ＜CSCO＞やエヌビディア＜NVDA＞との競争上優位に立たせてくれる。

AI分野における地位向上を目指してM&A（合併・買収）市場に目を向ける老舗ハイテク企業は他にもいるかもしれない。では、市場から好意的に受け止められる可能性のあるM&A案件には他にどのようなものが考えられるだろうか。以下、二つの「仮想案件」を紹介する。

■ 仮想案件1：オラクルによるC3.ai買収

企業向けソフトウェア大手オラクル<ORCL>はすでにAI時代に向けた変革に着手している。2020年には、それまでのソフトウェア企業からクラウド企業への転換を目指して経営のかじを切った。具体的には、クラウドを通じてソフトウェアを使用するサブスクリプション型契約を設け、顧客に移行を促す一方、大規模なデータセンターを構築し、AIおよび従来のワークロードを処理するためのクラウドサーバーのレンタルを手掛けるようになった。2025年度の業績をみると、クラウドサービス関連売上高が前年度比24%増加したのに対し、それ以外の事業の売上高は横ばいだった。

だが、オラクルのこれまでのAI事業は主にハードウェア、つまりAIクラウドサーバーを対象としていた。オラクルがAIソフトウェア企業を買収し、既存のソフトウェアにAI機能を組み込めば、顧客がオラクルのデータベースに格納している膨大なデータの利用価値が高まるだろう。

C3.ai<AI>は企業向けAIアプリケーションとその開発環境を提供するソフトウェア企業であり、その製品とオラクルのソフトウェアとの相性は良いと思われる。さまざまな業界向けにカスタマイズされたAIアプリケーションの数は130本に上り、エネルギー、製造業、政府系機関などの顧客による課題解決や結果予測を支援している。

C3.aiの2025年度の売上高は前年比25%増の3億8900万ドルに達したものの、損益は2億8900万ドルの赤字だった。赤字の原因は、売上高の183%にも上る膨大な経費だった。オラクルの傘下に入れば、売上高の86%を占める販売費および一般管理費は大幅に削減されるだろう。

C3.aiの株価は今年に入って急落しており、現在の時価総額は42億ドルだ。オラクルは買収にあたり、110億ドルの手元現金、またはバリュエーションが過去の水準に対してプレミアムとなっている自社株を活用できる。ただし現金で支払った場合、2024年に212億ドルと前年の3倍に増加したデータセンター投資計画に支障を来す可能性がある。また、負債はすでに1090億ドルに達しており、将来のデータセンター投資計画によってさらに膨らむ可能性もある。買収の最大のハードルは資金調達要件かもしれない。

■ 仮想案件2：チェック・ポイントによるセンチネルワン買収

チェック・ポイント・ソフトウェア・テクノロジーズ<CHKP>はサイバーセキュリティのパイオニアであり、企業ネットワークの周囲に防壁を構築するためのソフトウェアを提供している。従業員が在宅で勤務したり、企業がクラウドベースのアプリケーションを利用したりするなど、防壁の外側での企業活動は増えつつある。

一方、サイバーセキュリティを手掛けるセンチネルワン<S>の強みは、AIを活用した「エンドポイントセキュリティ」だ。どのネットワークに接続して使用されていようと、従業員のデバイスを能動的に保護できる。チェック・ポイントも独自のエンドポイントソリューションを提供しているが、人気はセンチネルワンの製品の方が高い。

チェック・ポイントの2024年の売上高成長率は6%で、20年前から大きく減速している。その一方で、今では潤沢なフリーキャッシュフローを創出しており、その大部分を自社株買いに充てている。2005年以降に保有株式数を55%削減した結果、今では典型的なバリュエーション銘柄となっている。

センチネルワンの2024年度の売上高成長率は32%だったが、巨額の損失を計上した。赤字の要因は、総経費が売上高の140%に達し、売上高の約82%が販管費に充当されたことだ。チェック・ポイントの傘下に入れば、これらの費用は大幅に削減されると考えられる。株価は過去1年間で12%下落しており（S&P500指数は12.5%上昇）、現在の時価総額は68億ドルだ。

チェック・ポイントがセンチネルワンを買収するメリットは、ネットワーク、クラウド、エンドポイントセキュリティを統合したサービスを手に入れることで10万社を超える顧客基盤へのアップセルが可能になることだ。

チェック・ポイントの2025年3月末時点での手元現金と短期投資の合計額は15億ドルにすぎない。全額株式交換による買収も考えられるが、チェック・ポイントは無借金経営のため、借り入れによって買収資金を調達する可能性もある。

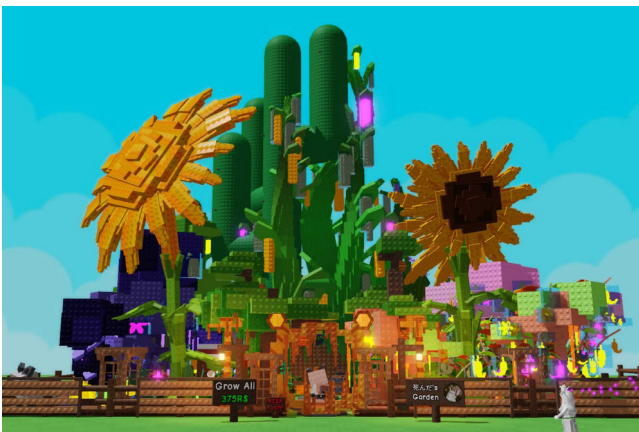
買収には多額の費用がかかるため、株主は忍耐強く待つ必要がある。だが、待つだけの価値はあるかもしれない。

By Adam Levine
(Source: Dow Jones)

9. 仮想ゲームへの投資が現実の利益を生む Investors in Virtual Farming Are Raking In Real Money. ゲーム会社ロブックスへの投資を考える

[投資戦略]

仮想世界が現実の市場を動かす



Roblox / X

仮想世界の農業が再び流行している。そして今回は、ゲーム配信プラットフォームを運営するロブックス<RBLX>の株価を1年間で171%上昇させる要因となった。筆者がその説明を試みたい。

かつて「ファームビル」というゲームがあり、これも完全に時間の無駄だった。しかし、フリーミアムモデル（基本サービスを無料で提供し、より高度な機能やサービスを有料で提供するビジネスモデル）を採用し、人気があり、利益を生むものではあった。プレイヤーは仮想の

労働でゲーム内の通貨を稼ぎ、それを農場の資源と交換できた。また、現実にお金を支払うことでプレミアムアイテムをすぐに手に入れることもできた。

ファームビルは2009年6月に旧フェイスブック（現メタ<META>）でリリースされ、1年も経たないうちに1日当たりユーザー数が3000万人を超え、ピークに達した。旧フェイスブックがスマートフォンへの移行にもっと迅速に対応していれば、さらに大きな成功を収めていたかもしれない。オリジナル

のゲームは続編に置き換えられた。その提供元であるジンガは、この成功を2011年の新規株式公開（IPO）に生かし、その後2022年にはゲームソフト大手テイクツー・インタラクティブ・ソフトウェア（TTWO）による127億ドルでの買収へとつながった。

ファームビルの話は忘れよう。今日では「グロウ・ア・ガーデン（庭を成長させる）」がすべてだ。この農業シミュレーターは3月25日にロブボックスでリリースされた。たまたま「全国農業労働者啓発週間」の期間中だったが、それは偶然だ。ロブボックスは、シンプルでレゴのようなグラフィックが特徴の、ユーザーが作ったゲームをプレーできるプラットフォームだ。グループプレーやチャットなどのソーシャル要素があるため、特に子どもたちの間で人気がある。

グロウ・ア・ガーデンは最近、エピックゲームズのシューティングゲーム、フォートナイトを抜き、同時接続ユーザー数2000万人超という記録を打ち立てた。グロウ・ア・ガーデンの累計プレー回数は既に120億回を超えている。ロブボックスにはこれよりも多くプレーされているゲームもあるが、それらが現在の地位を確立するのに数年を要したのに対し、グロウ・ア・ガーデンはわずか数カ月でそれを達成した。パークレイズ・キャピタルのアナリスト、ロス・サンドラー氏は、「これほど短期間でこれほどの種類のエンゲージメントを生み出したビデオゲームは、これまでのところ他にないだろう」と書いている。

アレクシス・ド・トクヴィルは、1835年の著書「アメリカのデモクラシー」の中で、「米国の農民のほぼすべてが、農業と何らかの商売を兼ねている」と記した。トクヴィルはゲーム開発者になるべきだったかもしれない。グロウ・ア・ガーデンのプレーヤーは、例えば小さなニンジン畑の区画から始め、ピクセル化された土地を辛抱強く耕し、ゲーム内の通貨「シェケル」を十分に貯めて、より高級な植物やペットと交換することができる。しかし、最高のアイテムはほとんど在庫がない。それらを手に入れるには、プレーヤーはロブボックスのプラットフォームの共通の通貨である「ロボックス」を使うことができる。これは、実際のお金で購入するものだ。

JPモルガンは、グロウ・ア・ガーデンの「ブッキング」、つまりロボックスの購入額は、これまでに合計1億5000万ドルに達し、プレーヤーは1時間当たり平均6セントを費やしていると推定している。このゲームのオーナーたちは現在、月間2000万ドルを稼いでいる。その中には、オンラインで「BMW Lux」として知られる16歳の少年も含まれている。その少年はグロウ・ア・ガーデンを1週間で作成し、ゲームの同時接続プレーヤー数が1000人を超えた後、4月にその権益と運営管理権を売却した。

投資家としてロブボックスをどう判断すべきか

現在、投資家にとって重要なのは、このデジタル農業ブームがどれくらい続くのか、新たなロブボックスユーザーを引き付けるか、そして増加した収益が株価にどれほど織り込まれているかだ。その答えは、「長くはないだろう」「多少はそうだろう」「（収益増加が）織り込まれ過ぎている」と見られている。2009年のファームビルブームは1〜2年で鎮静化したが、その後も長期間にわたって収益をもたらした。グロウ・ア・ガーデンの発売以来、ロブボックスのユーザー数の伸びは加速傾向にあり、このゲームは他のロブボックスゲームからユーザーを奪っているだけでなく、新しいユーザーを引き付けていることを示唆している。

パークレイズのサンドラー氏は、これにより今年の会社全体のブッキング（売上高）が4%押し上げられると予測している。しかし、このゲームが発売されて以来、ロブボックスの株価売上高倍率（PSR）

は72%上昇しており、サンドラー氏は、この大成功は株価に十分以上織り込まれていると結論付けている。サンドラー氏は、ロブックスの来年の予想株価キャッシュフロー倍率（PCFR）は62倍で、投資判断を「イコールウェイト」としている。

クロックスにも注目

ロブックスから靴製造会社のクロックス＜CROX＞に話題を変えよう。なぜなら社名が韻を踏んでいるからだ。ビーオブエー・セキュリティーズのアナリスト、クリストファー・ナルドン氏は、株価収益率（PER）が7.5倍ということは「まだ魅力はたくさんある」と書いている。1年前、クロックスを履いていない10代の若者を見つけるのはほとんど困難だった。このブランドはかつて、あまりにも多くのシューズカテゴリーに拡大し過ぎて失速したが、新しい経営陣は中核商品である穴の開いたゴム製クロッグ（サンダル）に焦点を絞り直し、そこに高利益率の装飾チャームである「ジビッツ」を差し込むことで人気を回復させた。10代の若者たちはその「醜さ」を受け入れ、売り上げは急増した。しかし現在、株価は1年間で30%下落している。

昨年、ロブックスとクロックスの売上高はそれほど差がなかった——ロブックスは40億ドルに迫り、クロックスは40億ドルを超えた。しかし、現在のロブックスの株式時価総額が740億ドルであるのに対し、クロックスは60億ドルだ。もちろん、靴メーカーをオンラインゲーム会社と比較すべきではない。しかし、この靴メーカーは20%を超える営業利益率を誇り、それはスポーツ用品大手のナイキ＜NKE＞の2倍超だ。

ビーオブエー・セキュリティーズのナルドン氏は、北米市場はクロックスにとって在庫を補充するだけの市場に転じたが、中国、インド、西欧などの海外市場が総売上高の増加を支えると指摘する。ナルドン氏によると、株価の下落は需要の減少ではなく、関税への懸念に起因している。

クロックスがクロックスフレーション（クロックス製品の価格上昇）を維持できるかどうかは、主要な靴製造国であるベトナムの関税の行方に大きく左右されるだろう。ナルドン氏は、「もしコアなクロッグが50ドルから52ドル99セントに値上がりしても、マーケティングを強化してブランド熱を高められれば、核となる消費者を失うことはない」と述べている。ナルドン氏は、クロックスの投資判断を「買い」としており、目標株価は27%の上昇を示唆している。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

10. ネット配信で話題沸騰、参加型恋愛バラエティー番組 Streaming's Steamy Hit 「ラブ・アイランド」が今夏大ヒット、アプリも快進撃

[経済関連スケジュール]

コムキャスト株価はやや下落、ネットフリックスは急騰

「ラブ・アイランドUSA」が、この夏の大ヒット番組として注目を集めている。男女の参加者が共同生活を送りながら理想の相手を探し、最後まで残るカップルを目指して競い合う形式の実録風バラエティー番組だ。



Illustration by Elias Stein

先週、視聴者が番組内の出場者に投票できる「ラブ・アイランド公式アプリ」のダウンロード数が、アップル<APPL>の配信プラットフォーム App Store（アップストア）で、チャットGPTを抜いて首位になった。このリアリティショーは、メディア大手コムキャスト<CMCSA>が運営するインターネット映像配信サービス「ピーコック」で配信されており、週6回、新しい放送回が公開されている。最新の第7シリーズはフィジーで撮影されており、6月3日に配信が始まり、最終回は7月13日を予定している。

今どきはネット配信が主流で、視聴者が好きな時間に番組を選んで視聴するスタイルが一般的となる中、「ラブ・アイランド」は「毎日見たくなる番組」として異例の存在となっている。2022年、コムキャストはこの番組の配信を地上波のCBS（米3大ネットワークの一角）から取り下げ、自社サービスであるピーコックに一本化するという決断を下した。これにより、視聴者はこの番組を視聴するにはピーコックを利用する必要が生じた。ピーコックは、同業のネットフリックス<NFLX>やウォルト・ディズニー<DIS>のディズニープラスなどに比べて視聴者数で大きく劣っており、コムキャストにとってはリスクの高い賭けだった。だが、「ラブ・アイランド」は明らかにピーコックにとって追い風となった。先週のアップストアにおける無料アプリのランキングで、ピーコックのアプリは第4位に浮上した。ネットフリックスのアプリは16位だった。

2025年1～3月期におけるピーコック部門の売上高は、前年同期比で16%増の12億ドルに拡大した。一方、コムキャスト全体の売り上げは前年同期比0.6%減の299億ドルにとどまった。今後もピーコックに関しては好材料が続く可能性がある。7月31日に予定されているコムキャストの決算発表では、ピーコックの業績貢献に改めて注目が集まりそうだ。株価はこの追い風に乗る可能性がある。コムキャストの株価は年初来で3.3%下落したのに対し、ネットフリックスは45%上昇している。

先週の出来事

Hotter than AI

Love Island's phone app topped ChatGPT's this past week on Apple's App Store.

▲ Top Free Apps Downloaded for iPhone

1.	Love Island USA
2.	ChatGPT
3.	ICEBlock
4.	Peacock TV
5.	Threads
6.	Google
7.	Astra - Life Advice
8.	Google Maps
9.	WhatsApp Messenger
10.	CapCut - Video Editor

Note: Data as of July 1.
Source: Apple

市場動向

7月4日の祝日（独立記念日）を控えた先週、米株式市場は史上最高値圏で取引を開始した。共和党

は、トランプ政権が掲げる主要政策を盛り込んだ税制・歳出法案を7月4日までに可決し、加えて7月9日までに貿易協定を締結することを目指し、法案審議等を加速させる動きを強めた。1日には米上院で採決が行われ、賛否が同数となったが、バンス副大統領が決定票を投じたことで法案は可決され、審議は下院へ送付された。翌2日、米株式市場ではS&P500指数とナスダック総合指数がそろって史上最高値を更新。3日は独立記念日前の短縮取引となったが、6月の雇用統計が市場予想を上回ったことが好感されて、この日も両指数は再び最高値を更新。その後、同日中に、米下院が税制・歳出法案を可決した。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は2.3%、S&P500指数は1.7%、ナスダック総合指数も1.6%、それぞれ上昇した。

企業動向

- ・チャットGPTを展開するオープンAIは、ソフトウェア大手オラクル<ORCL>と、年額300億ドル規模のデータセンター賃貸契約を締結した。
- ・カナダ政府は、トランプ米大統領が打ち切りを表明した貿易交渉を再開するため、米IT企業に対するデジタルサービス税を撤回した。また、米国はベトナムとの間で新たな通商合意に達した。
- ・トランプ氏は、イーロン・マスク氏が税制・歳出法案を非難したことを受け、政府効率化省（DOGE）に対し、電気自動車（EV）大手のテスラ<TSLA>への補助金の実態を調査すべきだと発言した。テスラの2025年1～3月期の販売台数は再び減少した。
- ・フランスの自動車大手ルノー<RNO.仏>は、保有している日産自動車<7201>の株式について、会計処理方法を変更したのに伴い110億ドル規模の損失を計上すると発表した。
- ・バイオ医薬のモデルナ<MRNA>は、開発中の新型コロナウイルスと季節性インフルエンザの混合ワクチンについて、後期臨床試験で目標を達成したと発表した。
- ・大手銀行のJPモルガン・チェース<JPM>は、今年の米連邦準備制度理事会（FRB）によるストレステスト（健全性審査）を通過したことを受けて、増配と500億ドル規模の自社株買いプログラムを発表した。

M&A（合併・買収）など

- ・IT大手ヒューレット・パカード・エンタープライズ（HPE）<HPE>による、通信ネットワーク関連機器・ソフトウェアを手がけるジュニパー・ネットワークス<JNPR>の140億ドル規模の買収計画に関して、司法省は反トラスト（独占禁止）を根拠に買収を阻止するよう求める訴えを起こしていたが、このたび和解した。ジュニパーはS&P500種構成銘柄から除外され、後継としてクラウド監視ソフトのデータドッグ<DDOG>が採用された。
- ・メディア大手パラマウント・グローバル<PARA>は、トランプ氏から提起されていた名誉毀損（きそん）訴訟で、和解金1600万ドルを支払うことで合意。パラマウントは映画製作会社スカイダンス・メディアとの経営統合を控えており、この訴訟が及ぼす影響が懸念されていた。
- ・トランプ氏は、中国系動画投稿アプリTikTok（ティックトック）の米事業売却を巡り、2週間以内に買い手を明らかにするとした。ただし、この買収には中国の習近平国家主席による承認が必要とされる。

今週の予定

7月8日（火）

全米独立事業者協会（NFIB）が6月の中小企業楽観度指数を発表。市場予想では、指数は97.9となる見通しで、5月の水準を約1ポイント下回るとみられている。この水準は、過去51年間の平均値である98にほぼ一致する。

Odd Couple

Comcast's stock has slipped this year while Netflix's has surged.



Source: FactSet

7月9日（水）

トランプ氏は、いわゆる「相互関税」発動に90日間の猶予を設けたが、その期限が到来する。これまでに米国は、英国およびベトナムとの貿易協定での合意を発表したほか、中国とは協議継続に向けた一時的な合意に至っており、交渉のための時間を確保している。このほかに100カ国超が交渉の行方を待っている状況にある一方で、トランプ氏は先日、期限を延長しないと述べた。

米連邦公開市場委員会（FOMC）は、6月中旬に行った金融政策決定会合の議事要旨を公表する。この会合でFOMCはフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を5.25～4.5%に据え置いた。FRBは昨年12月以降、政策金利を据え置いており、今夏もその姿勢を維持するとみられる。先週発表された6月の雇用統計が堅調だったことで、市場では7月下旬のFOMC会合で利下げが行われるとの見方はほぼ消えつつある。

7月10日（木）

米労働省が、7月5日までの1週間分の新規失業保険申請件数を発表する。6月の新規失業保険申請件数は、週平均で24万1500件となり、1月の21万5200件から増加した。

統計と数字

100万台：アマゾン・ドット・コム<AMZN>が自社倉庫に導入しているロボットの台数。間もなく人間の従業員数を上回る見通し。

5000億：世界中で毎年、多くのプラスチックごみが排出されており、20年前の2倍超に増加。

9.2%：S&P500指数の構成銘柄のうち、有配株の過去50年間の平均リターンは9.2%で、無配株の4.3%と比べて2倍以上の差がある。

1兆8000億ドル：米国で連邦政府が学生に貸し付けている教育ローンの残高。借り手の平均借入額はおよそ4万ドル。

By Angela Palumbo
(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』 2025/07/06

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