

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/07/13

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. ミッドイヤーラウンドテーブル - The Stock Market Has Bounced Back to New Highs. 55 [ラウンドテーブル]
Picks From Our Roundtable Pros. P.1
上半期の試練はまだ終わっていない。下半期に機会をつかむための55銘柄
2. 割安な高級品関連株、反発の兆し - Luxury Isn't What It Used to Be. Here's How to Play the [フィーチャー]
Stocks Now. P.31
銘柄選びは慎重に
3. 消費者が食費を節約。景気への影響は？ - Americans Are Eating Cheaper. What That Means for [経済政策]
the Economy. P.34
個人消費の減速は景気後退の予兆
4. 第2四半期の業績発表が高値更新の起爆剤になるか - How Second-Quarter Earnings Could [米国株式市場]
Push the S&P 500 Even Higher P.37
全体の業績は市場予想を上回る見通しだが、ガイダンスに注目
5. トランプ大統領が迫る利下げ、米経済悪化のリスク - Trump Keeps Pushing Powell to Lower Rates. [経済政策]
It Could Backfire. P.39
次期FRB議長の行方
6. 減量薬で主導権握るイーライリリー、次の一手は飲み薬 - Eli Lilly Has Seized the Lead in Anti- [投資戦略]
Obesity Drugs. Next Up: a Pill. P.41
高まる経口剤「オルフォングリブロン」への期待
7. AI設備投資抑制の決め手はカスタム半導体 - Big Tech Needs a Way Out of Its AI Cost Spiral. These [ハイテク]
2 Stocks Could Benefit. P.44
受益者はブロードコムとマーベル・テクノロジー
8. プライベート・インフラ・ファンドの人气が突然上昇、その理由とは - Investing in Private [インカム投資]
Infrastructure Funds Is Suddenly Hot. Here's Why. P.46
高利回りは期待できるが、その代償は「非流動性プレミアム」
9. 次の「金」を探せ - Investors Are Searching for the Next Gold. Don't Get Burned. [ファンド]
熱を帯びる貴金属投資 P.48
10. 美術品市場の閉塞感ほどのくらい深刻か？ - Just How Bad Is the Art Market's Case of [経済関連スケジュール]
the Blues? P.49
美術品の収益率は大幅に悪化

※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. ミッドイヤーラウンドテーブル

[ラウンドテーブル]

The Stock Market Has Bounced Back to New Highs. 55 Picks From Our Roundtable Pros.

上半期の試練はまだ終わっていない。下半期に機会をつかむための55銘柄

株価は割高だが、魅力的な銘柄もある



Photograph by Guerin Blask; Hair & Makeup by Stacy Skinner

最近のウォール街では懸念というものが不足している。例えば、半導体大手エヌビディア<NVDA>の時価総額は4兆ドルを上回り、ナスダック100指数の今後12カ月の予想利益に基づく株価収益率（PER）は30倍を超え、ビットコインの価格は10日に11万3525ドルに達した。

本誌ラウンドテーブルのメンバーは、市場に広がる熱狂にも動じない。ほとんどのメンバーは、株式市場が今後数カ月で停滞し始めるか、下落するとさえ予想している。バリュエーションが割高過ぎるからだ。関税はインフレを促し、経済成長はますます低調になる可能性がある。

る。

しかし、こうした懸念は、買うべき銘柄が枯渇していることを意味しない。それどころか、11人のメンバーは55の投資先を挙げてくれた。これらの一部は以前から推奨されているが、ほとんどは新たな銘柄だ。

全体として、ラウンドテーブルのメンバーは1月時点よりも市場の見通しに対して（懐疑的過ぎるといっても良いほどに）懐疑的だったが、妙味ある銘柄を引き続き精力的に追求している。以下はメンバーへのインタビューを編集したものだ。

ラジブ・ジェイン氏（GQGパートナーズの会長兼最高投資責任者＝CIO＝）

本誌：ウォール街では強気派が元気を取り戻している。これはうれしいことか、それとも不安なことか。

ジェイン氏：年初はかなり強気だったが、現在は当時よりはるかに神経質になっている。市場は非常に楽観的だ。債券市場は財政状態に満足しているようだ。今は不安ではないかもしれないが、いつ問題が起きるかを予測するのは難しい。政府効率化省（DOGE）の支出削減は予想を下回り、支出法案によって財政赤字は増えている。

米国の財政赤字は過去5年にわたって国内総生産（GDP）比6.5%付近で推移している。これは歴史上異例のことであり、ましてや完全に通常の景気拡大局面ならばなおさらだ。過去5年間の企業利益は、新型コロナウイルス関連の刺激策や財政赤字によって水増しされていた。

過去10年間、S&P500指数の利益は平均で年8%成長してきた。市場の実績PERは26～27倍と高い。業績予想は楽観的過ぎる。仮に10年物米国債利回りを4.3%としよう。債券利回りとバリュエーションの

Rajiv Jain's Picks

Company / Ticker	7/9/2025 Price
ITC / ITC.India	INR419.45
Bharti Airtel / BHARTI.India	2,019.70
Philip Morris International / PM	\$177.98
Arm Holdings / ARM	148.02
Meta Platforms / META	732.78
AT&T / T	28.10
Allstate / ALL	194.09
American Electric Power / AEP	104.74
NextEra Energy / NEE	73.65

Source: Bloomberg

高さを考えると、株価が上昇するには厳しい状況だ。

Q：市場が急落する要因となり得るものは。

A：予測するのは難しい。トランプ大統領は関税政策を推し進めており、TACO（Trump Always Chicks Out＝トランプ氏はいつもビビって引っ込める）トレードはもう古い。現在の関税は1月20日より高い。米国は英国に対して貿易赤字ではないため、英国との関税合意は簡単だったが、他のほとんどの国はどうか分からない。

中国に関しては、問題は非関税障壁にある。中国がレアアースの埋蔵量の大部分を占めているため、米国は不安定な立場にある。中国のレアアースを利用したい民間企業は、技術を中国政府へ実質的に移転しなければならない。このような苦境に立たされているのは米国企業だけではない。

長期的には、米国は本格的に製造業の国内回帰を目指している。米通商代表部（USTR）代表のジェミソン・グリア氏は、国内回帰は安全保障上の問題であると述べている。さらに、超党派的な支持もある。バイデン前大統領は、トランプ氏の1期目の貿易政策を撤回しなかった。

貿易合意がほとんど、あるいは全く成立しない可能性は十分に織り込まれていない。さらに、住宅市場は軟化している。米国の半数以上の郡で、過去2～3カ月間の住宅価格は前月比で下落している。ここ数年で価格があまりに急激に上昇したので、仮に金利が1%低下しても大きな変化はないだろう。

もう一つの潜在的な問題として、インフレ率は第3、第4四半期には上昇に向かうとみられる。

Q：米連邦準備制度理事会（FRB）が金利を据え置いたのは正しかったのか。

A：どちらとも言えるが、私は今後FRBが利下げをするとは予想していない。前回の利下げ時、10年物米国債利回りは上昇した。利下げはインフレに関して誤ったシグナルを発する。景気が弱いなら、なぜS&P500指数の実績PERは26～27倍になっているのか。そのため、われわれは神経質になっており、テクノロジー株のポジションを積極的に削減している。

Q：投資家は市場が混乱する可能性に対してどのように備えるべきか。

A：市場の一部、例えば不動産や損害保険業界は非常に魅力的だ。英半導体設計大手アーム・ホールディングス<ARM>やエヌビディアの代わりに、損保大手オールステート<ALL>や公益電力企業アメリカン・エレクトリック・パワー<AEP>の話をしたい。バリューかグロースかといったレッテルはあまり気にしない。

1月の推奨銘柄に関しては、石油大手ペトロチャイナ（中国石油天然気）<857.香港>はもう保有しておらず、推奨をやめる。理由は、米中関係が懸念されることと、他にも良い銘柄があることだ。特に、中国以外の2番手レベルの市場に優れた銘柄がある。

製薬企業のノボノルディスク<NVO>はまだ保有しているが、推奨はしない。ノボはやや混乱状態にある。最高経営責任者（CEO）は退任が決まった。短期的には、同業のイーライリリー<LLY>の方がGLP-1受容体作動薬（糖尿病・肥満治療薬）に関して良い状況に立っている。ノボは関税の問題にも直面する可能性がある。

エヌビディアの推奨もやめる。売上高は年間約2000億ドルに達するペースだが、成長の大部分は5〜6社の顧客によるものだ。いずれの顧客も年間売上高の25〜30%を設備投資に費やしている。顧客の売上高の大部分は広告によるもので、景気変動の影響を受けやすい。設備投資が削減される可能性は高まっている。過去数カ月で発表された設備投資額は予想を上回ったが、それが続くとは限らない。

また、中東の人工知能（AI）投資は、実現までに人々が考えるよりもはるかに長い時間がかかるだろう。こうした国々はハイパースケーラー（巨大なクラウドサービスプロバイダー）の次の大きな買い手になる。欧州やその他の国々は、エヌビディアの業績を動かす大きな要因にはならない。

エヌビディアの今後12カ月の1株当たり利益（EPS）は約5ドルとなるだろう。現在の予想PERは約32倍で、30%近い成長率が織り込まれている。減速の可能性がある中で、時価総額4兆ドルの企業が32倍のPERに値するだろうか。人々はテクノロジー業界が景気の影響を受けやすいことを忘れている。

Q：オールステートはますます良く見えてくる。

A：オールステートは過去5年間と10年間でS&P500指数をアウトパフォームしている。PERが8.5倍、配当利回りが2%の企業としては悪くない。長期的には、約3〜4%の株式を毎年買い戻す可能性がある。配当を合わせると6%のリターンになる。さらに、保険金収入が5〜7%増加すれば、大きなリスクを取らずとも2桁台前半の年間トータルリターンを得られるだろう。

他の推奨銘柄に関しては、アーム、通信大手のAT&T<T>、インドのたばこ会社ITC<ITC.インド>、インドの通信会社のバーティ・エアテル<BHARTI.インド>、たばこ会社のフィリップ・モリス・インターナショナル<PM>は引き続き選好している。メタ<META>（旧フェイスブック）は大いに気に入っている。

次に、当社は公益企業を非常に選好しており、米国への投資額の約20%を占めている。

Q：最も有望な公益株は。

A：アメリカン・エレクトリック・パワーの利益は、研究・開発と発電の組み合わせによって、長期的

に年平均6～7%のペースで増加する可能性がある。PERは16.5倍、配当利回りは約3.8%だ。当社は単一ではなく複数の地域で操業する公益企業を選好する。

再生可能エネルギー大手のネクステラ・エナジー<NEE>は意見が分かれる銘柄だ。「大きく美しい法案（トランプ減税法案）」によって、一部のグリーン電力に対する税額控除が廃止されるからだ。それでも、当社はネクステラを選好している。今後3年間の利益は安泰だ。PERは約18倍。EPSは年平均7%のペースで成長するだろう。配当利回りは3.5%だ。

一部の業界ではバリュエーションがほとんど考慮されていないようだ。法人向けソフトウェア大手オラクル<ORCL>は、米国会計基準（GAAP）に基づく予想PERが36倍となっているが、過去12カ月のフリーキャッシュフローはマイナスだ。同期間に売上高の37%を設備投資に費やしている。

Q：オラクルを空売りしているのか。

A：当社は空売りをしない。オラクルはあくまで例だ。もう一つ例を挙げると、MSCI米国情報技術指数は、平準化した利益に対するPERが35倍となっている。10年前は約15倍だった。

Q：米国以外の投資機会は。

A：米国以外の地域は米国よりも良く見えるが、AIトレードは正念場にある。今のところは堅調だが、ほころびが生じた場合、恩恵を受けてきた欧州の資本財企業やマーチャント型電力会社（契約ではなく市場で電力を取引する企業）が苦境に陥る可能性がある。台湾と韓国のテクノロジー企業も恩恵を受けている。世界中で非常に多くの企業がAIトレードと見なされており、当社はそれを懸念している。

トッド・アールステン氏（パルナッソス・インベストメンツのCIO）

Todd Ahlsten's Picks

Company / Ticker	Price 7/9/25
Advanced Micro Devices / AMD	\$138.41
Danaher / DHR	200.96
Brown & Brown / BRO	108.13

Source: Bloomberg

本誌：1月時点では株式に対して強気だったが、さらなる上昇余地があると思うか。

アールステン氏：1月時点で、われわれはS&P500指数が安定的な利益成長、米国例外主義、バリュエーションの緩やかな上昇に支えられて年内に6500～6800に上昇する可能性について話した。これまでの道のりは順調ではなかったが、予想した通りの方向に進んでいる。年末の予想を据え置く。

S&P500指数は卓越した資産クラスだ。私の友人である調査会社トライバリエート・リサーチのアダム・パーカー氏によると、S&P500指数の時価総額40%の銘柄が粗利益の60%以上を生み出している。さらに、上位10%に相当する50社は、ドル建ての粗利益の50%を創出している。これらの企業は驚くほど耐久性が高い。

Q：景気をどう見るか。

A：経済は引き続き成長しており、雇用を生み出している。貿易合意が結ばれる可能性や、中東の緊張が緩和する可能性もある。

流動性の傾向もポジティブだ。世界のマネーサプライ（M2）の成長は安定的になり、上向きつつある。これは資産価格のけん引役になる。中国は金融政策を緩和している。日本と欧州の多くの国でも政策は追い風になっている。米国ではFRBがいずれ金利を引き下げる可能性が十分にある。物価上昇は鈍化しており、関税インフレは一時的なものと判明するかもしれない。

AI投資と流動性によって、S&P500指数はいずれ上抜ける可能性がある。しかし、われわれは現時点でかなり満足している。

Q：最新の推奨銘柄は。

A：半導体大手アドバンスト・マイクロ・デバイシズ（AMD）＜AMD＞はPC向けの中央演算処理装置（CPU）とデータセンター向けの画像処理半導体（GPU）を製造している。自動車用や産業用の組み込み半導体も設計している。AMDのリサ・スーCEOは最近、本誌のトップCEO26人に選ばれた。

AMDの株価は約140ドルで、当社は3年以内に200ドル以上に上昇する余地があるとみている。今年のEPSは約3.85ドルとなる見込みで、今後3年間で2倍に増加する可能性がある。

Q：成長のけん引役は。

A：第一に、AMDはAIアクセラレーター（AIの処理を高速化するためのハードウェア）市場でシェアを拡大している。エヌビディアは大規模言語モデル（LLM）訓練の市場を支配しており、約90%のシェアを握っている。しかし、推論に関しては、エヌビディアのシェアは比較的小さく、市場はAMDのポジショニングを十分に理解していない。AMDは高帯域幅メモリーのアーキテクチャーが優れており、先進的なチップレット（一つの半導体に多くの機能を集積せず、複数の半導体を組み合わせる技術）設計を活用している。

オラクル、オープンAI、イーロン・マスク氏のxAI（エックスエーアイ）などのハイパースケーラーは、既にこうした半導体に関してAMDと提携している。新たな半導体のMI400シリーズは、AMDが2026年に向けてデータセンターGPU事業を強化する助けとなるだろう。当社はAMDのデータセンター事業が2028年までに150億ドル以上に成長すると予想している。

第二に、AMDは最近、CPU市場で40%を超えるシェアを獲得し、今後数年以内に50%を超えるとみられる。法人向けコンピューティングとPCの分野に大きな成長余地がある。第三に、組み込み半導体、すなわちFPGA（Field Programmable Gate Array、プログラムを書き換え可能な集積回路）事業は低調だが、転換点に近づいている。

AMDの予想PERは26～28倍で、GPU事業が成長すれば30倍以上まで上昇する可能性がある。

Q：AMDのリスクは。

A：第一に、GPUのソフトウェアが適切でない場合、問題が起きる可能性がある。第二に、AIの資金調達環境が冷え込むかもしれない。しかし、現在のAIの導入状況を見る限り、そのようなことはないと思う。第三に、従来型のCPU市場でシェアを拡大できない恐れがある。経済環境や、半導体を製造

している台湾と中国の紛争次第では、PC市場が軟調となることも考えられる。

次の推奨銘柄はグローバルなライフサイエンス企業のダナハー<DHR>だ。ダナハーは診断・検査、バイアル（医薬品の容器）生産、分子薬のリーダーで、景気循環による回復が見込まれる。株価は約200ドルで、3年以内に300ドル以上まで上昇する可能性がある。これはPER24倍に相当する。

Q：ダナハーが直面している課題は。

A：過去数年間、業界は景気循環による課題に直面してきた。2021年以降、バイオテクノロジー企業の資金調達は下降局面にある。政府が国立衛生研究所（NIH）と医療研究の助成金を削減したことは、事業にとって大きな打撃ではないが、バリュエーションの重しとなっている。また、ダナハーは売上高の10%を占める中国で逆風に直面している。トランプ政権の薬価政策に関する懸念もある。

ダナハーには多くの逆風が吹いているが、下降局面はもうすぐ終わるだろう。バイオプロセッシング（治療用の分子薬の製造）は回復に近づいている。受注は上向きつつある。さらに、ゲノミクスや精密医学の研究機器ニーズにより、ライフサイエンスや診断分野は長期的な成長が見込まれる。高齢化、パーソナライズ（個別化）された医薬品、AIツールも成長をけん引する可能性がある。

株価は年初来で11%下落しており、景気循環による逆風の大部分は追い風に変わるだろう。利益率の拡大がカギだ。当社は、ダナハーが事業効率の改善によって、利益率を年0.5~1%ポイント向上させると予想している。

市場がアニマルスピリットを取り戻せば、PERは3年以内に28倍まで上昇する可能性がある。

Q：三つ目の推奨銘柄はあるか。

A：ある。片側3車線の高速道路に例えるなら、AMDは一番端の追い越し車線、ダナハーは真ん中の車線だ。保険販売会社ブラウン・アンド・ブラウン<BRO>は一番遅い車線だが、目的地にはきっと着く。

ブラウンの時価総額は360億ドル、株価は約110ドルで、われわれは3年後の目標株価を161ドルとみている。これは年率リターン14%に相当する。ブラウンは毎年約90%の顧客を維持しており、EPSは過去10年間で17%のペースで複利成長している。

ブラウンはミドルマーケットにおける規模と、M&A（合併・買収）の素晴らしい実績を有する。当社は1桁前半の売上高の増加と利益率の上昇を予想している。

■ メリル・ウィトマー氏（イーグル・キャピタル・パートナーズのゼネラル・パートナー）

Meryl Witmer's Picks

Company / Ticker	Price 7/9/25
Pitney Bowes / PBI	\$10.92
Coats Group / COA.UK	GBp82.40

Source: Bloomberg

本誌：市場全体についての見解は。

ウィトマー氏：今年は間違いなく退屈な年ではない。市場は適正価値にかなり近いと感じるが、それでもわれわれは幾つかの良い投資先を発掘している。

Q：1月に推奨した銘柄の多くは好調だ。現在の推奨銘柄は。

A：二つの銘柄を推奨する。第1に、郵便ソリューションなどを提供するピツニーボウズ<PBI>だ。ピツニーボウズは組織再編と経営陣の交代を経て、素晴らしいフリーキャッシュフローを生み出す企業に変わった。株価は11ドル、発行済み株式数は1億8500万株、負債は19億ドル、手許現金は3億4000万ドルだ。

カート・ウルフCEOはアクティビスト（物言う株主）で、2025年5月に就任した。それ以前は経営陣の交代を推進し、ランス・ローゼンツワイグ氏をCEOに据えた。ローゼンツワイグ氏はピツニーボウズを合理化し、現在も顧問として残っている。ウルフ氏は純資産の大部分をピツニーボウズに投資している。

ピツニーボウズにはプレソート・サービス部門とセンドテック・ソリューション部門という二つの部門があり、センドテック部門に大金が隠されている。プレソート部門は、顧客が米国郵政公社の数量割引を受けられるように郵便物を分類する。業界のリーダーで、市場シェアは約25%だ。2024年の調整後利払い・税引き前利益（EBIT）は、組織再編によって前年比約50%増の1億6600万ドルとなった。当社は2027年のEBITが1億7400万ドルに増加すると予想している。

センドテック部門は、顧客が手紙や小包の送付、追跡、受け取りにかかる費用を節約することを支援する。現物およびソフトウエア・アズ・ア・サービス（SaaS）の配送・郵送ソリューションや、消耗品、製品のメンテナンスサービスを提供する。ピツニーボウズは郵便料金計器の貸し出しを認められた4社のうちの1社であり、連邦政府や多くの州政府との取引が許可されている唯一の企業だ。

Q：隠れた大金とは。

A：法律上、郵便料金計器を使用する企業は、郵便料金を事前に支払うか、ピツニーボウズのリボルビング与信ソリューションを使用しなければならない。このソリューションはピツニーボウズが顧客に代わって郵便料金を事前に支払い、顧客に金利と手数料を課すというものだ。これにより、ピツニーボウズは大きなコストをかけずに約7億ドルの現金を蓄積している。2024年の税引き前利益は6600万ドル、自己資本利益率（ROE）は50%超だ。

Q：米国の郵便サービスが衰退を続けた場合、ピツニーボウズにとって打撃となるのでは。

A：プレソート部門は低迷するだろうが、より小規模な競合他社は買い手を探すだろう。ピツニーボウズは高リターンのボルトオン買収（大企業が戦略的な目的で比較的小規模な企業を買収すること）によって市場シェアを拡大する可能性がある。

当社の保守的な業績予想では、EPSは2025年の1.25ドルから2027年には1.55ドルに増加するとみている。成長は主に自社株買いと負債の返済によるものだ。しかし、業績はさらに改善する可能性がある。EBITが当社の基本シナリオを10%上回った場合、EPSは約1.75ドル、1株当たりフリーキャッシュフローは2ドル以上となる。私の目標株価は16～20ドルだ。

Q：第2の推奨銘柄は。

A：コート・グループ<COA.英国>は、衣料、フットウェア、自動車の座席などの構造部品向けに高級繊維を製造するグローバルリーダーで、発行済み株式数は16億株、株価は80ペンス、負債は4億6000万ポンドだ。

繊維と聞くとローテクに思えるかもしれないが、衣料やフットウェアなどの製品にとって最も重要な構成要素の一つだ。コートの顧客は、色に深みと一貫性がある質の高い製品を素早く補充することができ、世界中に生産拠点を有するサプライヤーを必要としている。

コートには250年の歴史があり、世界中で2万5000の顧客に製品を提供している。市場シェアは、衣料が26%、フットウェアが29%だ。

Q：株価のカタリストは。

A：デービッド・パジャCEOは2024年10月に入社した。経営学修士号（MBA）を取得したエンジニアで、資本財と自動車業界でキャリアを積み、豊富な国際経験を有する。重要な点として、個人でコートの株式を320万株購入している。

当社は2025年と2026年のEPSをそれぞれ7.8ペンスと8.5ペンスと予想している。25%の税引き前資本利益率、多額のフリーキャッシュフローの創出、債務比率の低さを考えると、PER15倍に値する。そのため、目標株価を125～130ペンスとしている。

マリオ・ガベリ氏（ガベリ・ファンズの会長兼CEO）

Mario J. Gabelli's Picks

Company / Ticker	Price 7/9/25
Fox / FOX	\$50.61
Atlanta Braves Holdings / BATRA	48.48
Madison Square Garden Sports / MSGS	202.17
Golden Entertainment / GDEN	30.99
Caesars Entertainment / CZR	29.59
Warner Bros. Discovery / WBD	11.49
Sinclair / SBGI	15.46
Tegna / TGNA	17.32
Iveco Group / IVG.Italy	EUR17.58
Telephone and Data Systems / TDS	\$39.13

Source: Bloomberg

Q：今年後半をどう予想するか。

A：2025年はプラスとマイナスが混在して始まった。年末に向けて多くの混乱があるものの、市場は小幅高で年を終えるとの予想を維持している。国際通貨基金（IMF）の予想では2025年の世界経済の規模は114兆ドルに達し、うち米国が27%、中国が17%を占める。米国は長く財政赤字に苦しんでおり、

前政権から引き継いだ歳出7兆ドル、歳入5兆ドルの予算に加え、輸入4兆ドルに対し輸出3兆ドルという貿易不均衡にも対処しなければならない。

期限を迎える減税策にも対応が必要だった。法人税率は21%に据え置かれ、議会はいわゆるボーナス減価償却（減価償却率を100%に引き上げ設備の即時費用化を可能にするもの）を承認した。政府の方策には縮小しているものもあるが、新しい予算案は納税者にも経済にも前向きな材料であるはずだ。全体として、企業は売上総利益率を維持し、利益成長も可能で、キャッシュフローはボーナス減価償却の恩恵を受けるだろう。問題は利益のつけがどこに来るのかで、これは金利と信頼感の関数による。私は年初に財務省短期証券（TB）の利回りを4%、米国10年債利回りを5%と予想しているが、これより低い水準になれば健全なバランスシートを持つ消費者の信頼感は高まるだろう。

Q：選好銘柄は。

A：スポーツの人気の高まっている。スポーツ観戦のチケットを購入する人も増えており、私が引き続き推奨するフォックス・コーポレーション<FOX>のようなメディア企業にとって、スポーツ放送は不可欠だ（フォックスと本誌親会社のニュース・コーポレーション<NWSA>の大株主は共通）。フォックスの強みはスポーツ放映権や熱狂的なユーザー層で、テレビを取り巻くエコシステムにおける変化の過程もうまく乗り切ることができるとみている。フォックスはアメフト・シーズンに先駆けて今秋、新たな消費者向けダイレクトストリーミング・プラットフォームの「FOX One」の提供を開始する予定だ。価格設定やサービス内容はまだはっきりしないが、獲得可能な最大市場規模（TAM）は大きいと思われる。フォックスには新規契約者獲得の機会があり、レバレッジが低く、自社株買いを続けている。2026年6月期のEPSは4.5ドル程度になるだろう。私は議決権株式を保有している。

米大リーグ（MLB）のアトランタ・ブレーブス・ホールディングス<BATRK><BATRA>も長い間、推奨してきた銘柄だ。米プロバスケットボール協会（NBA）、北米アイスホッケーリーグ（NHL）、MLBといったメジャースポーツ・リーグでは現在、各チーム30%まで、プライベートエクイティ・ファンドへの株式売却が認められている。スポーツチームの買い手が増えれば、その価値も高まる。NBAのロサンゼルス・レーカーズは、100億ドルでの売却が進められている。

大リーグは年俸総額を規制するサラリーキャップ制度を導入していないが、来年の労使交渉で状況が変わる可能性がある。また、メディア契約の再交渉が予定されており、その結果は球団にとってプラスになる可能性がある。放送各社はMLBの番組を放送したがっている。ヒスパニック市場の拡大は野球界には追い風となり、スポーツ賭博も成長している。ピッチクロックの導入は試合のスピードアップに貢献している。大きな懸念点は、米内国歳入法典162条（m）項により、2027年1月1日以降、公開会社が対象従業員に支払う報酬の税額控除が100万ドルに制限されることだ。事態が好転し、常識が勝つことを願う。

Q：ガベリ氏が今年1月に推奨して以来、アトランタ・ブレーブスの株価は20%超上昇し50ドルに達している。今後の予想は。

A：球場とその周辺の不動産価値は大幅に上昇しており、球団と土地を合わせて1株当たり60ドルから62ドル程度の価値があると見ている。今後も買い推奨を続ける。

1月のラウンドテーブルに続き、今回もNBAのニューヨーク・ニックスとNHLのニューヨーク・レンジャーズを所有するマディソン・スクエア・ガーデン・スポーツ<MSGs>を推奨する。発行済株式数は議決権1のクラスA株が1950万株、議決権10のクラスB株が450万株で、B株はドーラン一族が支配して

いる。時価総額は約50億ドル。前出のレーカーズの例から試算しても、ニックスだけで70億ドル以上の価値があるとみている。

Q：ドーラン家にニックス売却の意志はないようだ。

A：ジェームズ・ドーランCEOには、株式の売却、会社の分割、ニックスとレンジャーズの持ち分の一部売却などの選択肢があり、どれも税制優遇措置を受けることが可能で会社の流動性と価値を高めることができる。何を選択しても、この株が買いであることに変わりはない。株価は200ドル前後だが、傘下の知名度の高い資産を考慮し、350ドルから450ドルの価値があると試算する。

1月のラウンドテーブルにおいて、エンターテインメント銘柄ではゴールデン・エンターテインメント<GDEN>とウィン・リゾーツ<WYNN>を推奨したが、今回、シーザーズ・エンターテインメント<CZR>を加えたい。株価は30ドル前後、発行済株式数が2億800万株で時価総額は約61億ドル、約115億ドルの負債がある。

Q：シーザーズの魅力は。

A：キャッシュフローが大幅に好転するとみている。シーザーズは負債の圧縮を進めており返済は加速するだろう。アクティビストのカール・アイカーン氏が株式の約5%を保有している。株価が60ドルから30ドルに下落した今、賭けに出るタイミングだ。

メディア大手ワーナー・ブラザーズ・ディスカバリー<WBD>も推奨に加えたい。メディア企業各社の金融工学には目を見張るものがある。ライバルのコムキャスト<CMCSA>は、NBCユニバーサルのケーブルテレビ事業の大半を所有するヴァーサントを分社化するが、興味深い判断だ。

ワーナーCEOのデービッド・ザスラフ氏も、ケーブルテレビ事業の分社化というまっとうな判断に至った。ワーナーの市場価値は約300億ドルで負債はおそらく280億ドル程度まで減少しており、企業価値は580億ドルということになる。参考までに、ネットフリックス<NFLX>の時価総額は5000億ドル超だ。ザスラフ氏は映画と動画配信を熟知しており、この判断は吉と出るかもしれない。

ここでパラマウント・グローバル<PARA>の状況をアップデートしておきたい。パラマウントはスカイダンス・メディアとの合併を計画している。スカイダンスはパラマウントの議決権株式を1株当たり23ドルで買い取る一方、無議決権株式については発行済株式数の半分程度までを1株当たり15ドルで買い取る条件を示しているが、新たに米連邦通信委員会（FCC）の委員長に就任したブレンダン・カー氏は、賛成票を投じるとみられており、この条件が承認される可能性は高い。当社は議決権株式を保有している。合併で株を手放した後も、新会社の応援団であり続けたい。

カー氏は、リニアテレビ（従来型テレビ放送）局に新聞社のような道を歩ませたいと公言している。リニアテレビ局を存続させる方法のひとつは、現行の単一の放送局グループが所有できる世帯数（人口カバー率）の上限を撤廃することだ。これによりM&A等、テレビ業界の再編が活発になる。私が注目するのは、シンクレア<SBGI>とテグナ<TGNA>だ。

Q：どのような恩恵が期待できるのか。

A：テグナの発行済株式数は約1億6000万株で株価は16.75ドル前後、配当は50セントで利回りは3%だ。EPSは選挙関連広告に助けられた昨年の3ドル超から今年は1.60ドルに下がる見込みだが、来年は中間選挙があるので、また3ドル超に上がる可能性がある。われわれは、どう見積もってもテグナには

24ドルの価値があると考えている。カー委員長が所有上限の撤廃に動く可能性がある今、リニアテレビの合併候補の一つだ。

シンクレアの株価は14ドル前後、発行済株式数は約7000万株、スミス一族が議決権株式を通じて支配している。シンクレアは、売却することで負債の削減を進めることが可能な資産を多く保有し、そのうちの一つに約1150万株のバリーズ株を購入できるワラントがある。ペニーストックのワラントであり、大金を支払ったわけではない。隠れた貴重な資産の一つだ。当社の予想ではシンクレアの2026年の予想EPSは2ドル近くで、負債削減が加速すると読んでいる。いかに早期に資産を現金化できるかにもよるが、当社はシンクレアの事業家的市場価値（PMV）を20ドル台前半と見ている。

トラックなどの産業用車両を製造するイタリアのイベコ<IVG.イタリア>は、防衛事業を分社化または売却することを検討している。欧州の防衛予算は急拡大しており、防衛関連企業への関心は高い。発行済株式数は2億6600万株で、アニエッリ一族がプライベート・エクイティ会社を通じて7300万株を保有している。株価は16.5ユーロ（19.35ドル）前後で、防衛事業を売却すれば10億ドル以上の資金調達が可能で、手元には20億ユーロ超の現金も残る。南欧のクラス8トラック市場はサイクルの底にある。当社はイベコのPMVを29ユーロとみている。

最後に、通信大手のテレフォン・アンド・データ・システムズ<TDS>を挙げておく。株価は36ドル、発行済株式数は1億1400万株のTDSは、地域携帯電話会社USセルラー<USM>の83%、31州で接続数110万を有するブロードバンド、ビデオ、音声プロバイダーTDSテレコムの子会社を所有している。USセルラーはワイヤレス事業と周波数帯ポートフォリオのかなりの部分をTモバイルUS<TMUS>に売却中で、ディールは数週間以内に完了する予定だ。また、通信大手AT&Tやベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>ともTモバイルとのディール完了を条件とする周波数帯の売却契約を結んでいる。私はTDSには、TDSの株価（目標または参考株価65ドル）と連動する5年間のCVR（買収・合併等に際して株主に付与される株や現金を受け取る権利）付き株式交換によりUSセルラーの残りの株式を取得することを薦める。TDSは、進行中の事業売却から得た資金を、既存市場と拡張市場の両方における光ファイバー敷設の実現と加速に充当し、成長と利益性の向上を図っていく模様だ。

ジョン・ロジャース・ジュニア氏（アリエル・インベストメンツの創設者および会長兼共同CEO兼CIO）

John W. Rogers Jr.'s Picks

Company / Ticker	Price 7/9/25
Norwegian Cruise Line Holdings / NCLH	\$21.96
Generac Holdings / GNRC	150.92
Madison Square Garden Entertainment / MSGE	38.20
Mattel / MAT	20.14

Source: Bloomberg

Q：バリュー株にとっては厳しい年になっているが、今後の見通しは。

ロジャース・ジュニア氏：日次や日中の市場ボラティリティー、ワシントン発のニュースなど、異例の

状況が続き、投資家は神経を尖らせている。バリュース株投資には厳しい市場であり、大型グロース株が予想以上に反発しているが、最後に勝つのはバリュース株だと考えている。

Q：グロース株に対する追い風を踏まえ、バリュース株の定義変更を検討したことは。

A：興味深いことに、その質問が増えつつあり、年金基金のコンサルタントなどから変更を求める圧力がある。しかし、当社はシカゴ大学の「独立思考」理念の信奉者であり、変更する気はない。グロース株に飛びつく投資家が増えれば増えるほど、残る少数派であるバリュース投資家の投資機会が拡大する。

Q：アリエルの「バリュース」の定義は。

A：最も重要なパラメータはバリュエーションだ。当社は、企業の非公開市場における、もしくは本質的な価値よりも株価が40%以上割安な株式を購入したいと考えている。PERと株価EBITDA（利払い・税引き・償却前利益）倍率が比較的低いことも重要な要素だ。また、当社の専門領域に属し、当社が理解できる「モート（参入障壁、競争優位性）」を備えた企業でなければならない。

Q：バフェットという名の人物の話と同じに聞こえるが。

A：パークシャー・ハサウェイ<BRK.A>の年次株主総会に出席した。同じような考え方の人々に囲まれるのは特別な素晴らしい経験だ。

Q：株式相場の上昇は続くと思うか。

A：大型グロース株は割高であり、年末にかけて大幅に下落するという見方に変わりはない。期待通りの急成長を続けるのは不可能だと認識されるにつれ、バリュエーションは低下するだろう。私は、小型バリュース株が大型グロース株をアウトパフォームするとみており、そこに投資機会を見出している。

FRBのパウエル議長は、関税に関連したインフレへの懸念を表明したが、当社も同意見だ。輸入関税がインフレ圧力を生み、金利を上昇させ、最終的には成長に悪影響を及ぼすとみている。その影響について、皆あまりにも楽観的過ぎる。パウエル議長は金融政策の運営において、思慮深く、規律正しく、卓越した手腕を発揮している。

Q：シカゴから見た現在の経済状況は。

A：レストランは満員だ。観光客も戻り、活気にあふれている。ニューヨークも同様だ。クルーズ会社のカーニバル<CCL>が先日発表した決算は予想を大幅に上回り、業績予想も上方修正された。コンサート業界も好調なようだ。一方、景気に敏感な資本財や住宅関連は引き続き苦戦しており、二極化が見られる。

Q：話に出た「活気」は景気や市場にとって良い兆候なのでは。

A：全体としてはGDPの成長にとって追い風となるが、市場においては住宅関連や資本財の動向が重要だ。他の業界の好調はどれくらい続くのか。景気減速の兆候はまだ見られないが、関税が人々の行動に影響を及ぼし始めれば、状況が変わる可能性がある。

Q：今後の市場の見通しは。

A：S&P500指数は今後10～15%下落する可能性がある。

Q：保有したい銘柄は。

A：推奨銘柄筆頭はクルーズ会社のノルウェー・クルーズ・ライン・ホールディングス<NCLH>だ。フロリダ本社を訪問したが、注目すべき収穫が幾つかあった。今年から来年にかけての予約状況に関する確信は高く、ファンダメンタルズも盤石だ。モートもある。世界を見渡しても、こうした大型船の建造は難易度が高く、その結果、価格に影響を及ぼす過剰供給が抑制される。

さらに、株価も予想PERが8.5倍と割安で、非公開市場価値よりも50%割安だ。アリエルのファンドにとって時価総額が巨大になり過ぎたロイヤル・カリビアン・グループ<RCL>など、競合企業よりもかなり割安だ。

Q：ノルウェー・クルーズ・ラインの株価が上昇する要因は。

A：好決算だ。そして予想を上回る決算と上方修正が続くと期待している。

もう一つの注目銘柄は、エネルギー技術のジェネラック・ホールディングス<GNRC>だ。住宅市場を中心とする非常用発電機のトップブランドで、市場シェアは80%。災害時にはしばしば停電となるが、そうした事態が増加しつつあり、需要が高まっている。

現在の普及率は、獲得可能な最大市場規模（TAM）の6%にすぎない。電線の地中埋設コストが莫大（ばくだい）なため、大半の地域で送配電網の老朽化が進んでおり、保護も困難だ。

幾つか大規模な停電が発生したため、ジェネラックの昨年の業績は堅調だった。持続的な成長が可能か懸念もあるが、今年度もこれまでのところは堅調に推移している。予想PERは約19倍、当社算定の非公開市場価値よりも20%割安だ。

次は、以前推奨した娯楽大手のマディソン・スクエア・ガーデン・エンターテインメント<MSGE>だ。これは、当社が保有する最大のモート銘柄だ。中核となるのはマディソン・スクエア・ガーデンだが、ラジオシティ・ミュージックホールとニューヨークのビーコン・シアターも極めて好調だ。ラインダンスで有名なラジオシティ・ロケッツは予想を上回り続けている。

Q：足の振り上げ方の話か、それとも収益力の話か。

A：ラジオシティは行楽シーズン中のショーを増やし、価格決定力も享受している。アーティストにも人気がある。また、ニューヨーク・ニックスは最高のプロバスケットボールチームの一つであり、スイート席販売やスポンサー獲得に有利に働く。プロアイスホッケーチームのニューヨーク・レンジャーズが来年再びプレーオフ進出を果たせば、さらなる恩恵となる。

トランプ大統領がアンディ・バイフォード氏をマンハッタンのペンシルベニア駅再開発責任者に任命した。これはMSGEがより多くの価値を実現するきっかけとなる可能性がある。MSGEがマディソン・スクエア・ガーデン内の劇場を最大5億ドルで売却するかもしれないという話がある。また、価値の高い空中権も引き続き保有している。再開発の方向性次第では、MSGEはこうした権利を換金し、価値を大幅に増加できるかもしれない。

Q：MSGEの時価総額は約19億ドルだが、保有資産の価値はどれくらいだと思うか。

控えめに見積もっても、非公開市場価値より30%割安だ。今追い風が吹いている。ジェームズ・ドーランCEOに関する懸念から、株価にはいわゆる「ドーラン・ディスカウント」が反映されているが、10年以上前に実施したマディソン・スクエア・ガーデンの素晴らしい改修やラスベガスのスフィア開発

など、ドーラン氏は約束したことをすべて実現している。批判したがる人々は、事実やドーラン氏が創造した価値に目を向けていない。

4番目の推奨銘柄は以前言及したことがある玩具大手のマテル<MAT>だ。イノン・クレイツCEOの指導力とビジョンのおかげで、極めて良好な位置に付けている。構造変革、合理化、コスト削減を行い、資金負担を軽減するアプローチを取っている。

Q：どういうことか。

A：まず、マテルの玩具やキャラクターに基づく映画の制作がある。「バービー」の映画が成功し、来年は「マスターズ・オブ・ザ・ユニバース」と「マッチボックス」を題材にした2本の映画が公開される予定だ。知的財産の活用が重要なポイントだ。

ライセンス事業も良好な位置に付けている。自社知的財産の収益化だけではなく、ディズニーのような大手フランチャイズの知的財産に関連した玩具を販売することも可能だ。こうした事業分野は過小評価されている。

関税の影響を懸念する向きもあるが、同業他社に比べ、マテルははるかに良好な位置に付けている。第1次トランプ政権時の教訓から、生産拠点の中国外への移転を進めてきたからだ。

また、マテルの主要ブランドの業績も回復し始めている。成功例の一つがフィッシャープライスで、アメリカンガールも好転しつつある。自社株買いを実施し、バランスシートを強化し、適切な資本配分を検討するなど、経営陣の舵取りは賢明だ。

予想PERは約11倍、当社の推計価値よりも34%割安だ。

デービッド・ジルー氏（ティー・ロウ・プライス・インベストメント・マネジメントのCIO）

David Giroux's Picks

Company / Ticker	Price 7/9/25
Cytokinetics / CYTK	\$36.63
NiSource / NI	39.34
CenterPoint Energy / CNP	36.07
Ameren / AEE	95.20
Aurora Innovation / AUR	5.36
Becton Dickinson / BDX	175.50

Source: Bloomberg

本誌：今年前半には投資家にとって多くのサプライズがあったが、後半についてはどうみているか。

ジルー氏：今年後半がどのように展開するかはわからないが、基本的な考え方として、バリュエーションが高く、市場心理がポジティブな状況は通常、投資収益を上げるのに最適な環境ではない。年初にはバリュエーションが高く、市場心理もポジティブだったが、何か問題が発生すると、市場は高値から底

まで約20%下落した。

同じような急落が再び起こるとは言わないが、S&P500指数の予想PERは22.6倍となっている。これは、金利上昇、期待外れの業績、関税関連の問題、その他の要因によるネガティブな展開に対して市場が脆弱（ぜいじゃく）な状態を示している。市場を現在の高い水準から大幅に下落させ得る要因は多く存在する。そのため私は比較的保守的な見方をしている。

Q：経済見通しを懸念しているか。

A：われわれは2025年のGDP成長率がトレンドを下回ると考えている。要因の一部は関税を巡る不確実性と、住宅や商業建設に影響を与える金利の上昇だ。さらに、低所得層の消費者が圧迫されている。来年の状況は、関税を巡る展開に一部依存する。関税は不確実性を高め、投資を阻害する。関税の問題がなければ、FRBは今頃金利を引き下げているだろう。

Q：このような状況下でどのように投資しているか。

A：時間の99%を個別銘柄分析、1%をマクロ分析に費やしている。短期的なストレスを抱えつつも、長期的なファンダメンタルズが魅力的で、今後5年間で10%台前半から半ばの内部収益率（IRR）が見込める優れた企業を探している。われわれの投資先のほとんどは、経済動向にかかわらず上昇ポテンシャルを有する企業だ。

現在、バイオ医薬品企業のサイトキネティクス<CYTK>に注目している。2026年初頭には肥大型心筋症の治療薬が承認される見込みだ。肥大型心筋症は心臓の筋肉が厚くなる疾患で、不整脈、心不全、突然死を引き起こす可能性がある。肥大型心筋症には閉塞性と非閉塞性の2種類があり、TAMのうち閉塞性が65%、非閉塞性が35%を占める。

これは2社からなる市場で、ブリストル・マイヤーズ・スクイブ<BMJ>とサイトキネティクスがともにまず閉塞型適応症に取り組んでいる。閉塞型のTAMは約40億～50億ドル、非閉塞型は20億～30億ドルと推定される。

ブリストルが販売で先行したものの、薬剤はサイトキネティクスの方が優れている。また、ブリストルの臨床試験は非閉塞性適応症で失敗しており、サイトキネティクスの試験の方が適切に設計されていると思う。長期的には、閉塞性市場を両社で分け合う一方、サイトキネティクスが非閉塞性市場のTAMを全て獲得する可能性がある。

Q：株式にとっての意味は。

A：サイトキネティクスの時価総額は約40億ドルで、肥大型心筋症の治療薬は年間20億ドルの売り上げを容易に創出できると考えられ、非閉塞性型で効果があれば50億ドルに達する可能性もある。ブリストルは肥大型心筋症関連資産の獲得に130億ドルを支払った。われわれはサイトキネティクスが120億ドルの買収提案を受けたと考えている。

売上高の増加は2026年に始まる見込みだ。大手製薬企業の主要医薬品の特許切れの波が2028年に始まることを考慮すると、サイトキネティクスは今後12～24カ月の内に80～100%のプレミアムで買収される可能性が大きい。来年、非閉塞性試験の結果が良好であれば、買収プレミアムは現在の水準から200%近くに及ぶだろう。製薬企業は買収時にピーク売上高の約4倍を支払うのが一般的だ。サイトキネティクスは大きな上昇余地があり、下振れリスクは限定的だと考えている。

Q：サイトキネティクスの株式はいつ購入したのか。

A：今年買い付けを開始した。ブリストルの薬が非閉塞型の試験で失敗した際、多くの人は、これがサイトキネティクスの薬も非閉塞型には効果がないことを意味すると考えたが、われわれは成功の確率を50%と見込んでいる。

次に、公益事業株に注目している。高値の市場において、S&P500指数や、比較対象としてさらに重要な生活必需品セクターと比べても、リスクとリターンのバランスが魅力的だ。私が運用するファンドと上場投資信託（ETF）では、生活必需品株をほぼ保有せず、公益事業株を大幅なオーバーウェイトとしている。過去10年間の利益成長は、公益事業の年率約6%に対し、生活必需品銘柄では4.2%にとどまった。われわれは、今後10年間でこの差が拡大すると予想している。

米国における電力需要の増加により、今後10年間で公益事業セクターのEPS成長率が1ポイント加速すると予想している。一方、生活必需品セクターは、新興国通貨からの圧力、主要市場の人口成長鈍化、GLP-1薬の影響といった逆風に見舞われている。

公益事業はほぼ常に利益予想を達成するが、生活必需品事業が達成することはまれだ。また、公益事業は配当利回りで約0.5ポイント上回っている。しかし、これらにもかかわらず、生活必需品銘柄は依然として割高となっている。

われわれは、今後10年間で公益事業セクターの利益成長が生活必需品セクターを2～3ポイント上回り、公益事業セクターのバリュエーションも拡大すると予想している。これは市場における最も簡単な、かつ最大のアービトラージ機会の一つだ。

Q：公益事業の個別銘柄と公益事業ファンドのどちらを推奨するか。

A：すべての公益事業が同様なわけではない。火災リスクの高い地域もあるし、コネティカット州など、規制体制が不十分な州もある。データセンターやリショアリングによる電力需要は、米国の中西部、テキサス、東南部の公益事業に特に恩恵をもたらす。そのため、われわれはナイソース<NI>、センターポイント・エナジー<CNP>、アメレン<AEE>を推奨している。これら3社のEPSは今後10年間で7.5～9%以上成長する可能性がある。配当を含めた総リターンは10%台前半となっている。これはS&P500指数の総リターンを上回る可能性が高い。PERは19～20倍と、市場や多くの必需品銘柄に比べて割安だ。

私は1年前に、自動運転トラック技術の開発企業であるオーロラ・イノベーション<AUR>を推奨した。オーロラの株価はほぼ倍増したが、長期的な上昇余地は昨年私が評価したものよりもさらに大きい可能性がある。

オーロラは、長距離トラック輸送事業者にとって魅力的な価値を提供している。オーロラのドライバーの1マイル当たりのコストは65セントと、人間のドライバーの90セント台を大幅に下回る。オーロラのドライバーは速度制限を守って運転するため、燃料費を10～15%節約できる。保険コストの削減も時間が経つにつれ顕著になるだろう。トラック事業者が事故に巻き込まれた場合、巨額の賠償金が命じられる事例があるが、オーロラが使用するカメラの数を考慮すると、責任の所在を明確にすることがはるかに容易になるだろう。

Q：他の利点は。

A：資産の稼働率は、特に長距離輸送で従来のトラックの2倍に達する可能性がある。経済性は極めて魅力的だ。オーロラの技術を採用しないトラック事業者は市場シェアを失うだろう。

トラック輸送は利益率が低い業界だが、この技術により企業はリターン向上、コスト削減、対象市場の拡大を実現できる。導入は従来の自動車よりもはるかに速く進むだろう。オーロラは明確な市場リーダーだ。ほとんどの競合他社は撤退しており、アルファベット<GOOGL>傘下の自動運転開発会社ウェイモもこの市場を重視しなくなっている。

オーロラは、クラス8トラック（最大級の大型トラック）3大メーカーのうち2社と提携している。自動車部品会社コンチネンタル<CON.ドイツ>とのハードウェア生産の独占提携により、ハードウェアコストを大幅に削減し、競合他社がコスト競争力を維持することを困難にしている。

オーロラは最高のLiDAR（センシング技術）を搭載しており、市場に出回っている他のLiDARよりも遠くまで見通すことができる。高速で走行するクラス8トラックの制動距離は乗用車のほぼ2倍に達するため、安全性の観点からこれは非常に重要だ。

Q：オーロラの時価総額は約90億ドルだが、どれくらいの規模まで成長し得るか。

A：10年後、オーロラはクラス8トラックの走行距離において10%のシェアを獲得し、売上高は200億ドルに迫る可能性がある。時価総額は2000億ドルに達する可能性もある。米国外の売上高やTAMの拡大を織り込まなくても、株価は22倍に達し得るということだ。

Q：次の推奨銘柄は。

A：1月に推奨したベクトン・ディッキンソン<BDX>のパフォーマンスは期待外れとなっている。ベクトンは、ライフサイエンスと診断事業部門の売却またはリバース・モリス・トラストを通じた資産譲渡を計画している。ベクトンは関税の影響で短期的なEPS見通しを1ドル引き下げたほか、有機的成長見通しも下方修正した。学術研究資金の圧迫やトランプ政権の他の政策が、医療業界に多くのネガティブな要素をもたらしている。

長期的な上昇余地は大きいとみている。アクティビスト投資家として恐らく最も優秀なスターボード・バリューがベクトンに大規模なポジションを保有している。2027年の予想PERは11倍となっているが、関税の逆風は大幅に軽減される見込みであり、為替の追い風は大幅に強まっているため、EPSに対する1ドルの利益圧力は一部または完全に相殺される可能性がある。

ベクトンには、医療用部材メーカーのウエスト・ファーマシューティカル・サービス<WST>に似ているものの、より優れた医薬品システム事業がある。この事業をウエストと同等のEBITDAの20倍というバリュエーションでスピノフさせれば、残りのベクトンの予想PERは4倍となる。この事業は薬剤充填済み注射器を販売するもので、2019年から現在まで10%台前半の自律的成長を続けている。われわれは、この事業の利益率はウエストよりも高いと推測している。経営陣は、価値を解放し複雑さを軽減するため、この事業をスピノフすべきだ。

Q：売却とスピノフ後に残る事業は。

A：残る中核事業は4~5%の堅調な成長を維持している。ベクトンの中でも最も成長率の高い事業の一部は利益率も高いため、収益性の向上が見込まれる。自社株買いを積極的に実施すれば、EPSで2桁成

長が達成可能と考えられるし、われわれはこれが実現すると予想している。株価が2020年代末までに450～500ドルに達する道筋はある。経営陣は株主価値を創出するために大きなプレッシャーを受けている。経営を改善させなければ、新たな経営陣にとって代わる可能性もあるだろう。

■ スコット・ブラック氏（デルファイ・マネジメントの創設者および社長）

Scott Black's Picks

Company / Ticker	Price 7/9/25
NICE / NICE	\$171.94
First American Financial / FAF	59.96

Source: Bloomberg

Q：足元のパフォーマンスは？

A：上半期は5.1%の上昇となり、小型株、中型株の指数は大幅に上回ったものの、S&P500指数をわずかながら下回っている。マグニフィセント・セブン（M7）銘柄を保有していないことを考えれば、かなり良い結果だと思う。

Q：今後の見通しは。

A：まず経済について、次にバリュエーションについて話す。第1四半期のGDP成長率はマイナス0.5%、第2四半期は推定1.4%と極めて低く、インフレも抑制されていない。コアインフレ率は年率2.8%、FRBがインフレ指標として重視する個人消費支出の価格指数は2.7%の上昇となっている。現時点でパウエル議長が利下げを行うべき理由は見当たらない。

パウエル議長は金融政策で良い仕事をしている。ピーク時には9兆ドルに達していたFRBのバランスシートも6.7兆ドルまで縮小している。

次は、この国が財政破綻へと向かっている問題だ。議会予算局（CBO）の推計によれば、財政赤字は今年度が1兆8600億ドル、来年度は1兆7100億ドルに達する。これは「大きく美しい法案」が可決される前の推計額だ。債務残高はGDPの123%に達している。これはトーマン大統領以降で最高の比率だ。社会保障給付などの義務的支出は急増し、爆発的に増加する見込みだ。共和党も民主党もこの問題に取り組もうとはしていない。

また、今では連邦債務の利払い費が防衛支出を上回っている。利払い費は2035年までに1兆8000億ドルに達する見込みだ。そして、トランプ大統領のおかげでドルは安値を更新し、米ドル指数の年初来の下落幅は約12.5%に達している。

個人所得や個人消費が健闘する一方で、製造業や住宅関連、建設関連の支出は低迷しており、関税の影響はまだ誰にも分からない。失業率が4.1%にとどまり、賃金成長率が年3.6%と健全なのは朗報ながら、消費者の景況感は悪化している。

Q：そうした懸念にもかかわらず株式市場は堅調に推移している。急落があると思うか。

A：株価は割高であり、下落する必要がある。モメンタムと資金の潤沢さから、相場が上昇を続ける可

能性はあるが、現在のバリュエーションで指数を買うのは無謀だと思う。

S&P500指数の年初の推計営業利益は277ドルだったが、現在は255.30ドルと低下している。現在の予想PERはS&P500指数が約24倍、ナスダック100指数は29.2倍だ。こうした目がくらみそうなバリュエーションの背景には、相場の上昇に乗り遅れまいとする人々による投資が投資を呼ぶモメンタムがある。

上半期の株価上昇率はマイクロソフト<MSFT>が20%でPER37倍、アマゾン・ドット・コム<AMZN>が12%でPERは35倍、メタ（旧フェイスブック）<META>が8%でPERは28.7倍だ。動画配信大手のネットフリックス<NFLX>の成長率は確かに高いが、PERは52倍だ。さらに、防衛ソフトウェアのパランティア・テクノロジーズ<PLTR>のPERは228倍、サイバーセキュリティ企業のクラウドストライク・ホールディングス<CRWD>は141倍、データクラウド企業のスノーflake<SNOW>が196倍だ。

Q：投機がまん延しているのは分かった。より慎重な投資家はどこに投資すべきか。

A：中型株2銘柄を推奨する。最初の銘柄ナイス<NICE>はイスラエルを本拠とする（ただし、現CEOはニュージャージー州を拠点としている）1986年に設立されたソフトウェア企業で、労働力最適化、金融詐欺防止、公共安全などのアプリケーションを販売している。当社はナイスの今年度の売上高を7%増の29億3000万ドル、1株当たり利益（EPS）を11%増の12.35ドルと予想している。来年度は、売上高が7.5～8%増の31億5000万ドル、EPSが11%増の13.60ドルに達する可能性がある。今年度予想PERが13.6倍、来年度予想PERは12.4倍だ。

公正な観点で見るためには、PERを修正する必要がある。ナイスは11億5000万ドル（1株当たり18.21ドル）の現金を保有し、株式ベースの報酬（1株当たり約2.73ドル）を支払っている。株価から現金を、利益から株式報酬を差し引くと、今年度予想PERは15.5倍、来年度予想PERは13.8倍となるが、依然として妥当な水準だ。ナイスは10年連続で増益を達成している。

株価純資産倍率（PBR）は3.05倍で割安とは言えない。昨年度の自己資本利益率（ROE）は21%だった。第1四半期の営業利益率は20ベシスポイント（bp）上昇し、30.5%となった。キャッシュフロー創出力に優れ、昨年度は7億3300万ドル、今年の第1四半期は2億4900万ドルのフリーキャッシュフローを創出している。その資金で、2023年に2億8800万ドル、2024年に3億6900万ドル、今年の第1四半期は2億5200万ドルの自社株買いを実施している。

Q：それだけ現金があるのに、なぜ株式で報酬を支払う行う必要があるのか。

A：多くのハイテク企業が従業員引き止めのために実施している。株価が上昇すれば従業員も恩恵を受ける。良い質問だと思う。

事業内容だが、顧客数は2万5000社に上り、フォーチュン100企業の85%が顧客となっている。150カ国で事業を展開し、研究開発担当の専門家は3300人に上る。継続的な収入が売上高の90%超を占める。売上高の85%を労働力最適化が占め、残る15%は犯罪対策、コンプライアンス、公共安全関連だ。取得株価は147.89ドル、現在の株価は168.40ドル。200.65ドルの高値を付けている。獲得可能市場の占有率が既に高水準に達しているため、成長率が鈍化しているのは確かだ。2020年から2024年まで年率13%で成長した。しかし、PER13倍で投資できる企業は多くない。

Q：次の銘柄は。

A：ファースト・アメリカン・ファイナンシャル<FAF>はカリフォルニア州サンタアナを本拠とする不動産権原（タイトル）保険の保険会社だ。株価62.79ドル、時価総額64億6000万ドル、1株当たり配当2.16ドル、配当利回りは3.5%。

われわれは、売上高が今年度は15%増の70億4000万ドル、来年度は11%増の78億ドルに、EPSが今年度は16%増の5.10ドル、来年度が20%増の6.15ドルになると予想している。今年度予想PERは12.3倍、来年度予想PERは10.2倍。株価純資産倍率（PBR）は1.29倍。バランスシートは健全で、スタンダード・アンド・プアーズからAマイナスの格付を取得している。

自己資本利益率（ROE）は回復中で、今年度は約10.5%、来年度は12.5%となる可能性がある。ピークは2021年の17.1%だった。

売上高の93%を権原保険が占め、残る7%は住宅保証。事業の基盤となるのは中古住宅の販売だ。本誌指摘の通り、今年の5月末までの中古住宅販売件数は年換算で410万戸と、2021年同期の600万戸から減少している。しかし、受注は増加しており、価格もいくらか上昇している。金利が低下し中古住宅の販売件数が増加すると思うのであれば、面白い投資対象だ。

権原保険は、首位のフィデリティ・ナショナル・ファイナンシャルと2位のファースト・アメリカン・ファイナンシャルの2社が市場の75%を占める寡占状態にある。経営陣は支払い済みの保険金に加え、年間保険料収入の約3.75%を報告されていない発生済み損失に対する準備金として計上している。通常、保険金支払い請求の75%が住宅購入後5～6年以内に発生する。

ファースト・アメリカンの債券ポートフォリオは約3億ドルの含み損を抱えている。デュレーションは4.7年、平均利率は約4%。資産の大半は政府機関が保証する住宅ローン担保証券（MBS）だ。海外ソブリン債が約6%。住宅市場の回復を想定するのであれば、ファースト・アメリカンは面白い投資対象だ。待つ間も、配当を受け取ることができる。

ソナル・デサイ氏（フランクリン・テンプレトンの債券グループCIO）

本誌：経済、金利、市場の見通しは今後どうなるのか。

デサイ氏：私の見解は1月以降、大きく変わっていない。当時、私はFRBが今年、利下げを1回または2回行うか、あるいは全く行わない可能性もあると考えていた。FRBが追加で1.25～1.5%以上利下げする余地はないと考えており、2024年に既に1%の利下げを実施している。これにより、今年の残る利下げ幅は0.25～0.5%程度だが、インフレの見通しがどうなるかに大きく左右される。

今年、関税が問題となっているが、それが米国の成長やインフレに大きな影響を与えるとは予想していない。とはいえ、「解放の日」から続く数日間、数週間にわたるトランプ大統領の関税政策の展開によって生じた不確実性により、CEOやその他の企業幹部は採用や投資などの意思決定を下すのが困難になった。ベセント財務長官が関税交渉を主導したことで、混乱の一部は解消され、最終的な結論は、皆が納得できるものになるだろうという安心感が広がっている。

Q：今年の米国のGDP成長率の予測はどうか。

A：2.5%と予想している。2025年1～3月の成長率は、企業が関税に備えて輸入を急増させたためマイ

Sonal Desai's Picks

Investment / Ticker	Price 7/9/25
Franklin Dynamic Municipal Bond / FLMI	\$24.23
Franklin Income / FRIAX	2.40
Putnam Core Bond / PTRNX	8.18
Eaton Vance Emerging Markets Debt Opportunities / EADOX	8.15
Franklin Floating Rate Daily Access / FDAAX	7.61
Janus Henderson AAA CLO / JAAA	50.62
Annaly Capital Management / NLY	19.72
AGNC Investment / AGNC	9.50
SPDR Gold Shares / GLD	\$305.52

Source: Bloomberg

ナスとなった。2025年4～6月のGDP推計が発表されれば、上半期の成長率は平均2%程度となるだろう。消費者が買い控えを始めている兆候も幾つかあるが、差し迫った景気後退の危険性は見られない。

債券については、10年物米国債利回りが年末時点で4.5～5%となる可能性は十分にあると依然としてみている。利回りが急上昇する可能性は、予算案の合意により低下したと考えられる。予算案の合意は今後数年間の大幅な財政赤字を固定化するが、予想されていた水準を大幅に上回るものではない。利回りに若干の上昇圧力がかかるだろうが、この合意は財政政策の確実性と透明性をもたらす。合意に至らなかった場合は、財政とマクロ経済の見通しに関する不確実性がさらに拡大していたことだろう。

私の見解のほとんどは変わっていないが、一つ変わったのはドルの価値だ。年初に比べてかなり弱くなっている。多くの人は、この下落を「米国例外主義」の終焉（しゅうえん）によるものだと考えているが、私はドルの優位性が脅かされているという見方には全く、完全に同意しない。

年初には、ドルは過去40年あるいは50年間で2番目に強い水準にあった。その後、三つの出来事がドルの上昇にブレーキをかけた。中国のAI企業ディープシークの開発コストが米国のAI企業よりもはるかに低いことが報じられたこと、ドイツが防衛支出のコミットメントを強化したこと、そして米国の関税措置が発表されたことだ。その結果、投資家はドルポジションの利益確定に動いた。この利益確定がドル下落の要因だ。

Q：今年後半に向けて、何か新たな投資アイデアはあるか。

A：1月に選んだ銘柄を堅持している。私は、地方債とETFのフランクリン・ダイナミック・ミュニシパル・ボンドETF<FLMI>を引き続き選好している。地方債は、金利の変動と過去最高の新規発行額に対応してきた。しかし、信用のファンダメンタルズは安定しており、利回りは依然として過去10年を超える期間で最高水準近くにある。このファンドは、信用とデュレーションの両方の観点から、良好

なポジションにある。

また、イートン・バンス・エマージング・マーケット・デット・オポチュニティーズ＜EADOX＞も引き続き選好している。新興国債券は、マクロ経済および発行体のファンダメンタルズの改善、多くの新興国中央銀行による金融緩和政策、そして先進国市場に比べて引き続き魅力的な利回りと成長率の差によって、引き続き支えられるだろう。

住宅ローン不動産投資信託（REIT）のアナリー・キャピタル・マネジメント＜NLY＞は変動が激しいが、年初来のトータルリターンは依然として約14%を見込んでいる。繰り返しになるが、これは住宅ローンに対する高収益性の投資であり、かつ資本コストが低いという特徴がある。

主に住宅ローン担保証券（MBS）に投資するAGNCインベストメント＜AGNC＞は、依然として15.5%という魅力的な利回りを提供しており、私はこのファンドを継続して保有している。住宅市場では、手頃な価格と在庫が依然として懸念事項だが、自己資本水準が高く、債務返済コストが低く、プリペイメント（期限前償還）リスクも依然として歴史的な低水準にあることから、ファンダメンタルズは堅調だ。

高クオリティーのローン担保証券（CLO）に焦点を当てているジャナス・ヘンダーソンAAA CLO ETF＜JAAA＞は、長期にわたって高金利が継続する環境において引き続き機能している。変動金利商品の需要は引き続き堅調と思われる。イールドカーブのフロントエンドで得られる利回りを活用することは、債券投資において依然として最も魅力的なポイントの一つだ（デサイ氏が1月に選んだその他の銘柄には、フランクリン・インカム・ファンド＜FRIAX＞、パトナム・コア・ボンド・ファンド＜PTRNX＞、フランクリン・フローティング・レート・デイリー・アクセス＜FDAAX＞がある）。

私は、金を推奨すべきかどうか迷っていたが、ETFのSPDRゴールド・シェアーズ＜GLD＞を通じて推奨することにした。

Q：金は今年、約30%上昇した。今後、どこまで上昇するのか。

A：このファンドは年初来で約26%上昇している。しかし、世界中で起こっていることを考えてみてほしい。財政的に健全だった最後の国のドイツが崩れ去った。ドルの弱含みがより長期化する可能性が高く、特に円に対してはさらに弱含む可能性がある。ユーロに対しても同様の弱含みが見られるかもしれない。また、緩やかな財政・金融政策の結果、高インフレへのパラダイムシフトが起きる可能性もある。これは米国だけでなく日本でも見られており、欧州でも同様の事態が起きる可能性がある。それが金にポジションを持つことを主張する理由だ。

ヘンリー・エレンボーゲン氏（デュラブル・キャピタル・パートナーズのCIO）

Henry Ellenbogen's Picks

Company / Ticker	Price 7/9/25
XPO / XPO	\$132.13
Shift4 Payments / FOUR	104.54

Source: Bloomberg

本誌：現在の市場についての見解を聞きたい。

エレンボーゲン氏：2025年上半期は、不況下での企業の実行力と、AIという革新的なテクノロジーから恩恵を受け始めた多くの企業との間で、綱引きのような状況が見られた。私は1月に、投資家はAIがハイパースケーラーから他の業種へと広がっていることを理解する必要があると話した。企業はAIをコスト削減に活用しており、製品開発やエンジニアリングだけでなく、業務運営の方法にも及んでいる。自動車大手フォード・モーター<F>のような企業にとって、AIはトヨタ生産システムが米国に導入された当時とほぼ同じような存在だ。AIは現在、企業をよりスリム化し、ホワイトカラー従業員の効率性を向上させている。

Q：これは経済にどのような意味を持つのか。

A：2010年代には、テクノロジーが実際に生産性を向上させたのは小売業界に限られていた。その恩恵は広範には及ばなかったのだ。確かに、顧客関係管理システム大手のセールスフォース<CRM>のようなSaaS技術システムには恩恵があったが、デフレ効果は小売業界、具体的にはアマゾン・ドット・コム<AMZN>、ウォルマート<WMT>、コストコ・ホールセール<COST>に限定されていた。市場が徐々に認識し始めているのは、AIが多くの産業で成長と生産性をけん引するということだ。われわれのポートフォリオにある言語学習アプリ企業デュオリンゴ<DUOL>、後払い決済（BNPL）企業のアファーム・ホールディングス<AFRM>、eコマースプラットフォームのショッピングファイ<SHOP>、オンライン中古車販売のカーバナ<CVNA>といった多くの企業が、効率化によって従業員数をわずかに増やすだけで売り上げを20～30%増やせると語っている。市場は目前にある生産性向上に焦点を当てている。

この綱引きは続くだろう。市場は割高に見えるが、今年のEPSの成長は堅調であり、パフォーマンスの二極化がさらに拡大する可能性がある。ここから先は、3～5%の緩やかな上昇を予想するが、通常の範囲よりも広い結果の幅が予想される。

Q：どこに価値を見いだすか。

A：われわれは、輸送業界で最も有望なニッチ市場は小口貨物輸送（LTL）だと考えている。LTLは時間厳守と高いサービスレベルを要求し、顧客は両方に対価を支払う。われわれが推奨するのはXPO<XPO>で、輸送能力への投資と人的資本の文化を改善してきた優良な輸送会社だ。

XPOを真に際立たせているのは、テクノロジーへの投資だ。CEOはマサチューセッツ工科大学（MIT）で学んだエンジニアで、CEOになる前に最高情報責任者（CIO）を務めた経験がある。CEOはコスト構造を低減させ、サービス品質を向上させるために、テクノロジーに投資している。XPOは、AIの力とXPOが長年行ってきたデータとテクノロジーへの投資が連携する力を示す好例だ。たとえ地味な業界であっても、企業はAIを活用してコストを削減し、収益とサービスを改善することで、他社と差別化を図るだろう。この傾向はますます強まるだろう。経済成長に依存するだけで成長を追求する企業は、株価が後れを取ることになる。

XPOは業界最大手の企業の一つで、約9%の市場シェアを有する。LTL市場を選好する理由は、価格決定力があるからだ。最も優先度の高い貨物を輸送するのだ。XPOは2021年と2022年の2度のスピンオフを経て独立した企業として設立された。XPOは変動の激しい貨物市場で好調を維持し、競合他社であるトラック運送会社YRCワールドワイドの破綻を機に既存市場の貴重なターミナルを買収した。これにより、XPOは歴史的に制約のあった市場で堀を築き、輸送能力を拡大する機会を得た。

より正常な経済環境下では、XPOのEPSは5〜5.5ドルに達し、そこから年率15〜20%で成長を遂げることができると思う。株価は現在の130ドル前後から150〜180ドルまで上昇し、そこからさらに成長する可能性がある。

Q：他には何を選好しているか。

A：われわれは、地味な業界であってもテクノロジーを駆使して差別化を図り、長期にわたって成長できる持続可能な企業に投資することを好む。また、卓越した人材への投資も重視している。これが次の推奨銘柄である決済システム会社シフト・フォー・ペイメンツ<FOUR>だ。2020年に上場した決済会社で、持続可能で魅力的なエンドマーケットにおいて独自の資産を有している。

シフト・フォーは、複雑な顧客向け販売時点情報管理（POS）インフラを有する業界の要となる存在だ。その顧客には、ホテル、リゾート、国境を超える高級小売り、スポーツスタジアム、レストランなどが挙げられる。例えばカジノ大手のウィン・リゾーツのような顧客の場合、カジノ、バレーパーキング、レストラン、スパ、モール内の小売店、カンファレンス、イベント予約など、多様なPOSシステムを一つに統合処理して、統合された決済台帳に集約する決済プロバイダーが必要だ。さらに、24時間365日の対面サポートが必要になるかもしれない。なぜなら、ウィン・リゾーツの運営は本当に休むことがないからだ。

シフト・フォーが上場した当時、決済取引量の約75%はレストランからだった。シフト・フォーはレストラン業界向けソフトウェアのトースト<TOST>と比較して堅実なBランクのフランチャイズだった。現在、レストラン事業は全体のわずか25%にすぎない。残りの25%は、ホスピタリティ事業が占めており、これはより複雑で顧客維持率の高いビジネスだ。

われわれはシフト・フォーの経営陣を高く評価している。シフト・フォーの創業者であるジャレッド・アイザックマン氏は、この事業を自力で立ち上げ、事業の品質と人材の層の厚さを継続的に向上させてきた。アイザックマン氏は、米航空宇宙局（NASA）の長官に指名された際、長年共に働いてきた最高執行責任者（COO）のテイラー・ローバー氏に経営をまかせた（トランプ大統領は後にこの長官指名を撤回した）。アイザックマン氏は現在もシフト・フォー株式の25%を保有している。

シフト・フォーの買収戦略は、リターンの向上に貢献してきた。

Q：具体的にどのようにしてきたのか。

A：他の多くの決済会社とは異なり、シフト・フォーは他の決済会社を買収するのではなく、決済関連のテクノロジーを買収してきた。これにより、自社の製品ポートフォリオを強化し、より価値の高いエンドマーケットへのエクスポージャーを拡大することができた。重要な点は、シフト・フォーが買収先の既存顧客の決済処理量を自社の決済サービスに転換させる能力を持っていることだ。優れた製品は有機的成長のプロファイルを強化し、既存顧客を決済顧客に転換する能力は、極めて魅力的な収益倍率の価格で買収を実現した。

これまでで最も注目すべき買収は、海外旅行者向けの付加価値税（VAT）の還付手続きを支援するテクノロジーを持つグローバルブルーの買収だ。このテクノロジーは主に欧州のラグジュアリー小売業界で活用されており、80%の市場シェアを誇る参入障壁の高い事業だ。グローバルブルーは、小売業者、空港、グローバルブルーのアプリを利用する数百万の消費者とのネットワークを保有している。

グローバルブルーは、VAT還付をますますシームレスにするため、デジタル化とユーザーエクスペリエンス（UX）の改善を継続してきた。小売業者は、顧客のVAT還付の手助けをすることで、より多くの利益を得ることができる。消費者は、小売店でパスポートをスキャンするだけで面倒な書類記入を省略でき、帰国便に搭乗する時点でVAT還付を受け取ることができる。シフト・フォー傘下で、グローバルブルーは既存の高級小売り顧客向けに決済処理など、より多くのサービスを提供できるようになると考えられる。さらに、シフト・フォーはグローバルブルーのダイナミック通貨変換（DCC）のような機能をホスピタリティ事業など既存の顧客基盤に販売する機会を得られる。

Q：シフト・フォーの株価はどのように推移したのか。そして今、なぜ魅力的だと考えるのか。

A：上場以来、株価は3倍に上昇した。これはPERが高くなったためではなく、売上高とEBITDAが5倍に増加し、事業構成が改善されたためだ。われわれはシフト・フォーのEPSが7ドル前後になると考えている。PERは15倍未満だ。シフト・フォーの再評価の大きな可能性があると考ええる理由は、市場が過去5年間で人材、システム、製品、エンドマーケットがどれほど改善されたかを十分に評価していないからだ。

Q：1月のラウンドテーブルでは、ソフトウェアや半導体を開発する企業以外へのAIの幅広い普及について多く議論した。来年1月には何について議論すると思うか。

A：AIに関する議論は、今後数年間続くだろう。AIの影響がどのように広がり続けているか、についてだ。最初にマイクロソフトやメタのようなハイパースケーラーが、自社のデータ集約型ビジネスでAIを活用した。今では、私が先ほど挙げたような企業でもAIが採用されている。AIのコストについても議論することになるかもしれない。AIは、単位当たりのコストとワークフローの摩擦の両方を削減することで、ホワイトカラー業務のあらゆるレベルで生産性を向上させるだろう。企業はAI戦略を持つ必要がある。

そして、中間選挙についても議論することになるだろう。

ウィリアム・プリースト氏（TDエポックの会長）

William Priest's Picks

Company / Ticker	Price 7/9/25
AerCap Holdings / AER	\$114.05
Amazon.com / AMZN	222.54
RTX / RTX	146.18

Source: Bloomberg

本誌：株式市場は史上最高値を更新して上半期を終えた。次の展開をどう見ているのか。

プリースト氏：市場は1月のラウンドテーブルでの予想を上回っているが、下半期には厳しい局面があるとの考えは変わっていない。関税は見方を変えると、実質的には売上税である。その結果、物価が上昇し、販売数量が減少し、スタグフレーションのような状況を招くと予想する。今年下半期に経済が大きな成長を達成できるとすれば、驚きだろう。

株価に下落圧力をかける最大の要因は、長期金利上昇の可能性が高いことである。長期金利（より長

期の米国債利回り）はインフレの上昇やスタグフレーションの兆候を反映して、多少、上昇するだろう。一方、短期金利はFRBの動きに左右されるが、私はイールドカーブがよりスティープ化すると予想する。これがPERに圧力をかけることになる。企業業績はこれまでのところ満足できるものであり、幾つかの業界では増益となる見込みだ。しかし、まだ解決すべき大きな課題が残っている。

Q：今、最も問題視していることは何か。

A：世界の貿易の半分、外国為替取引の約90%はドルで実行されている。加えて、米国の働き盛りの労働人口は増加している。天然資源、友好的な隣国、優れた大学、そして素晴らしい企業もある。こうした優位性を破壊することはばかげている。米国第一主義は米国の孤立を意味するのだろうか。そうだとすれば代償は大きく、経済にとって良いことはない。

Q：市場は懸念していないようだが。

A：その通りだ。そうした懸念を払拭するのは、前回話した内容である。もし労働力をテクノロジーで代替し、売り上げを一定に保てば利益率は上昇する。また、実物資産を労働力で代替すれば、資産1ドル当たりの売上高が向上する。テクノロジーで労働力や実物資産を代替する動きは加速するだろう。ただし、生産性向上についての議論は有効であるとしても、2025年下半期の他のストレスを相殺するには十分とは言えないかもしれない。それでも、長期的に見れば、米国が直面する幾つかの課題を解決するのは、生産性向上だろう。

もう一つの懸念は、非公開のプライベートデットとプライベートエクイティ（PE）のバリュエーションだ。M&Aデータを提供するピッチブックによると、2024年にはM&A取引の40%超がPE企業間の取引であり、資産価値が市場での評価に基づくものかどうかという疑問が生じている。一部の投資家は、PE資産に対し、当事者間で相互の利益を目的に価格が設定されている可能性を懸念している。

Q：公開市場では、どの銘柄を選好しているのか。

A：私は1月にエアキャップ・ホールディングス<AER>を推奨した。エアキャップは世界最大の航空機リース会社であり、700億ドルのポートフォリオ資産を有する。その中には約1700機の航空機、1000基を超えるエンジン、300機のヘリコプターが含まれる。エアキャップは80カ国に約300社の顧客を抱える。多角化が進んでおり、商用航空機市場における需要と供給の不均衡を収益化するための好位置にある。

エアキャップには価格決定力がある。リース契約が満了すると、価格は再設定される。また、航空機の納入が長期トレンドを下回っているため、中古機の価値が上昇している。これが利益率の向上や利益の増加をけん引するはずで、機材の簿価も急速に拡大し始めるはずである。

エアキャップのEPSは、2025年が12.5ドル、2026年が13.5ドル、2027年は14.5ドルと予想する。また、株価は最近の115ドル前後から、今後20カ月程度で145～155ドルに上昇する可能性がある。

次にアマゾン・ドット・コムを推奨したい。アマゾンは電子商取引やクラウドコンピューティングなど、世界的なテクノロジーのリーダーである。

Q：アマゾンが最近、魅力的である理由は何か。

A：全てのクラウド企業の中でアマゾン・ウェブ・サービス（AWS）は、指示から応答までのタイムラグを示すレイテンシーが最も低く、応答が非常に迅速であることを意味する。アマゾンは顧客への価値

提供と競争力のある優位性を備えており、魅力的な経済的リターンを維持しつつ市場シェアを拡大する好位置にある。

アマゾンの小売事業が顧客に提供する価値は、利便性、選択肢、スピードの最適な組み合わせを最低コストで提供する点にある。アマゾンのEPSは2025年が7ドル前後、2026年は8ドル、2027年は10ドルと予想している。株価は現在、220ドル前後だが、今後12～18カ月で250～300ドルに達する可能性があると考えます。アマゾン事業を展開する全ての分野で、非常に支配的な地位にある。PERを抑制するような大幅な金利上昇がない限り、選好する銘柄の一つだ。

Q：アマゾン株の保有期間はどのくらいか。

A：2～3月に買い始めた。

3番目に挙げるのは航空宇宙・防衛大手RTX（旧レイセオン・テクノロジーズ）＜RTX＞である。RTXには三つの主要な事業がある。コリンズ・エアロスペースは航空電子システム機器、ミッションシステム、客室内の装備品を提供する。プラット・アンド・ホイットニー（P&W）は特に、欧州の航空機大手エアバス＜AIR.フランス＞のA320neo向けに航空機エンジンを製造している。三つ目のレイセオンはレーダー技術を搭載したミサイルを中心に、防衛システムを提供する。世界的にミサイルの在庫は不足している。各国は軍事支出を増やさざるを得ない状況になっており、レイセオンはミサイル事業において恩恵を受けるはずだ。

RTXの経営陣はイノベーションを推進し、うまく経営している。RTXの財務内容は良好であり、増配や自社株買いを通じて余剰キャッシュを株主に還元し続けると予想する。RTXのEPSは2025年が6ドル前後、2026年が6.75ドル、2027年は7.5ドルと予想している。株価は現在の145ドル前後から、今後18カ月で175ドルに上昇する可能性がある。現在のバリュエーションは西側諸国での防衛予算増加による追い風を反映していない。防衛支出の増加は避けられない。

Q：他にも防衛関連銘柄を保有しているのか。

A：他にはないが、どの企業も好調だろう。世界は、安全でない場所になっている。RTXはミサイル分野での能力があるため、容易にバリュエーションにプレミアムがつく可能性がある。

Q：1月のラウンドテーブルでは、グーグルの親会社アルファベットを推奨していた。それ以降、株価は8%下落しているが、一因は検索の将来に対する懸念である。依然として、アルファベットを推奨するか。

A：推奨しない。アルファベットは広告収入を継続的に創出する能力に課題を抱えている。他のAIプロバイダーとの競争によって、アルファベットの市場シェアが侵食されるだろう。現在は、他にもっと良い保有すべき銘柄がある。

■ アビー・コーエン氏（コロンビア大学教授）

本誌：今年はサプライズの連続となっている、次は何が起きるだろうか。

コーエン氏：今年上半期は政治的・地政学的に劇的な展開があり、特別だった。もちろん、新政権が異なる政党から誕生し議会多数派が変わる場合は、いつも政策調整が起きると予想している。しかし、トランプ政権による関税政策の発表や他の新たな政策に対して、準備が十分ではなかった。

Abby Joseph Cohen's Picks

Company / Ticker	Price 7/9/25
Samsung Electronics / 005930.Korea	KRW60,400
Target / TGT	\$102.43
L'Oreal / OR.France	EUR374.35
CyberArk Software / CYBR	\$405.31
CAE / CAE	29.54

Source: Bloomberg

トランプ大統領の大型減税を含む「大きく美しい法案」の成立は劇的な変化をもたらすだろう。議会予算局（CBO）によれば、この法案は国家債務に約3兆3000億ドルを追加することになる。また、時間の経過とともに1500万人を超える米国民がメディケイド（低所得者向け医療保険）の対象から除外される。この法案は短期的には一部で税制上の優遇措置や経済刺激策となるが、長期的には財政赤字の悪化により、役には立たないだろう。中・低所得者層に悪影響を与えるが、今すぐというわけではない。一定の所得水準まではチップや残業代が非課税となる。しかし、メディケイドの削減や食料品購入を援助する補助栄養支援プログラム（SNAP）の支出削減は痛みをもたらすだろう。

小さな町をはじめ、米国で開発が進んでいない地域は苦境に立たされている。これらの地域では職が失われ、経済的に活気あるコミュニティほどの給与は得られない。そうした人口の多くはメディケイドやSNAPなどの支援に依存する傾向が強い。企業に対しては減価償却などの支援がある一方で、電気自動車（EV）や太陽光・風力エネルギーに対する税制優遇措置が廃止される予定だ。これは設備投資の点で良い話ではなく、AI経済を支えるために発電容量を拡大する必要があるエネルギー企業や、公益企業に悪影響を与えるだろう。

Q：現在の経済状況をどう見ているか。

A：景気後退に陥るとはみていない。ただし、成長は続くだろうが、これまでのようなペースではないだろう。関税は経済成長にマイナスの影響を与える。多くの企業が関税の発効前に発注を済ませたため、利益率やインフレへの影響は今年下半期まで見られないかもしれない。大企業は影響の一部を吸収できるだろうが、中小企業が最もダメージを受ける可能性がある。

株式市場ではパフォーマンスが一部のセクターに集中している。第2四半期の終わりには、特にハイテク分野で勝ち組企業への劇的なローテーションが起きた。しかし、7月初めにはバリュー投資の対象セクターである金融サービス、生活必需品、小売業などへのローテーションが始まった。

株式市場の見通しは主にバリュエーションに基づくが、現在は上限に近い水準にある。良い知らせは経済指標がこれまでのところ、堅調に推移していることである。インフレはわずかな上昇にとどまっている。労働市場では若干の緩和も見られる。しかし、関税政策に関連して多くの不確実性があり、これが物価全体や総需要に影響を与える可能性がある。S&P500指数は6300前後で、好材料をほぼ織り込んだように思われる。政策変更がマイナスの結果につながるようなら、5800前後に下落する可能性がある。

Q：注目している銘柄を聞かせてほしい。

A：5銘柄を推奨する。年初にはあまり注目されなかった銘柄もあるが、今は注目を集める可能性がある。その中でも、韓国で上場しているハイテク企業のサムスン電子<005930.韓国>は過去12カ月間に、約25%下落している。サムスン電子は電子機器や家電製品で知られている。スマートフォン、テレビ、有機ELディスプレイ（OLED）パネル、メモリー半導体では世界1位である。AI向けの特定の半導体に市場が熱狂する一方、サムスン電子が製造するNANDフラッシュメモリーやDRAMは、それほど高く評価されていない。これが現在のバリュエーションが魅力的である理由の一つだ。

投資家がDRAMやリチウムイオン電池など、他のサムスン電子の事業の成長に気付けば、株価は好調に推移する可能性がある。サムスン電子の今年の予想PERは12～13倍、配当利回りは2.4%、株価純資産倍率（PBR）は1倍だ。潜在的なリスクとしては、需要の後退やスマートフォンの利益率低下などが挙げられる。関税に関する懸念は周知されており、おそらく株価に織り込まれているだろう。

Q：続く投資銘柄は何か。

A：小売り大手のターゲット<TGT>は、多くのアナリストや投資家から嫌われがちな銘柄の一つだ。投資家は、多くの小売業者に対する関税の影響を懸念し、関税がインフレやサプライチェーンの混乱を引き起こす可能性があるとみている。ターゲットには別の問題もある。例えば、性的少数者の権利を尊重し過ぎている、あるいは十分な配慮が足りないと感じる消費者による不買運動の対象になっている。リスクの多くは既に、株価に織り込まれ、予想PERは12倍だ。一部のアナリストはより多くの利益を予想しており、実際のPERは低下する。

ターゲットの既存店増収率は魅力的ではないように見えるが、ターゲットはオンラインを含む他の小売りチャンネルに積極的に進出している。メンバーだけが参加できる販促イベント「ターゲット・サークル・ウィーク」（期間は7月6日から12日まで）は、アマゾン・プライム・デーに類似している。今四半期決算が発表されれば、より明確な業績見通しが得られるだろう。

ロレアル<OR.フランス>はパリを拠点とする消費者向け企業である。MaybellineやEssieといった大衆向けパーソナルケアブランド、LancômeやAesopなどの高級ブランド、La Roche-PosayやCeraVeといったブランドでスキンケア製品を販売している。スキンケア製品の売上高・利益はディフェンシブとみなされているが、ここ数カ月間はさえなかった。関税やその他の問題は懸念されるが、ロレアルはサロンで販売されるプロフェッショナル向け製品に見られるように、需要が再び回復し始めていると示唆している。

ロレアルは、グローバルに多角化した企業である。新興国市場が売上高の約37%を占め、新興国では2桁の伸びを見せている。ただし、中国とインドには疑問がある。中国は多くのグローバルな消費者ブランドにとって期待外れの市場である。

ロレアルの増収率は今年から2026年にかけて年率3～4%、2027年には5%に拡大すると予想されている。増益率は今年が4%、来年は8%となる可能性がある。

Q：PERはどのくらいか。

A：ロレアルの株価は割安ではない。予想PERは約25倍、配当利回りは約2%だ。アナリストは成長ストーリーが健在であることに自信を持っており、多くは中国事業の改善を予想する。ロレアルの製品イノベーションは印象的だ。

サイバーアーク・ソフトウェア<CYBR>は情報セキュリティのベンダーで、ID認証を主力としている。事業モデルはサブスクリプション販売に依存しており、契約更新率は約80%である。第1四半期には年間経常収益（ARR）が前年同期比約50%増加し、総収益は同40%増加した。経営陣は保守的に、次の四半期では成長率が低下するというガイダンスを示したが、予想を上回るサプライズとなるかもしれない。

サイバーアークのキャッシュフローは強固だ。2014年の株式上場以来、複数の企業を買収してきた。サイバーアークの粗利益率は約80%で、ROEは今年が約8%、2026年には最大10%に上昇する可能性がある。製品は金融サービス、エネルギー、小売業、ヘルスケア、政府部門などで使われており、マイクロソフト、グーグル、ソフトウェアのSAP、アマゾン・ドット・コムといった有力顧客を抱える。

Q：それらの顧客には資金が潤沢にある。

A：5番目の注目銘柄であるCAE<CAE>は第2次世界大戦直後に、カナディアン・アビエーション・エレクトロニクスとして設立された。旅客・貨物を運ぶ商業航空、プライベートジェットなどのビジネス航空、防衛分野で事業を展開している。商業航空部門では、欧州のエアバスや米航空機大手ボーイング<BA>で使われるフライトシミュレーターやトレーニングプログラムを製作する。世界的な市場シェアは30%であり、年率約15%の増収が予想されている。商業航空の運航量はGDP成長率の2倍の速さで成長しており、コロナ禍に関連した混乱から回復している。

ビジネス航空部門でも需要が拡大している。コロナ禍後はビジネス航空が商業航空に比べて構造的に拡大している。ビジネス航空分野では利益率がさらに高い。CAEは世界市場でシェア45%を占める。

CAEの防衛事業に関しては、売上高の50%を米国、残る50%は海外の顧客が占める。最近の北大西洋条約機構（NATO）首脳会議でも明らかなように、防衛支出は世界中で増加している。CAEは、三つの事業セグメントの全てでパイロットの訓練を行っている。

Q：リスクは何か。

A：運航量の成長ペースが鈍化する可能性がある。ビジネス航空の改善も構造的というより、より循環的だと判明する可能性がある。また、一部の防衛契約はそれほど利益を生まなかったことが分かっている。しかし、CAEは教訓を学び、経営陣を刷新した。増益率は年率18~20%と予想されているが、来年3月に終了する会計年度では35%に達する可能性もある。今後2年間の増収率は年率6~8%となる可能性がある。

CAEの予想利益に基づくPERは2027年度が約22倍、2028年度は20倍となる。ROEは8~8.5%の予想だ。

By Lauren R. Rublin
(Source: Dow Jones)

2. 割安な高級品関連株、反発の兆し

[フィーチャー]

Luxury Isn't What It Used to Be. Here's How to Play the Stocks Now.

銘柄選びは慎重に

それぞれの企業には固有の事情や弱点も



Milan Jaros/Bloomberg

光るものすべてが金とは限らない。高級品関連株は、その言葉を思い起こさせるような展開を見せている。

エルメス<RMS.フランス>の高級バッグ「バーキン」の原型となったモデルがサザビーズのオークションで7桁ドル（注）の値をつけていると騒がれているが、そのような例を持ち出すまでもなく、高級ブランド品の人気はまだまだ健在だ（訳注：手数料込み約860万ユーロ、約14億7000万円相当で日本人が落札した）。

だが、投資家にとって高級ブランド・セクターは近年「イット・バッグ（トレンドの高級バッグ）」にティッシュペーパーを詰めたような存在だった。外見は華やかだが中身が空っぽ、株主にとっては期待外れの時期が続いてきた。

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）期に売り上げが急増する中、バーバリー・グループ<BURBY>やシャネルといった企業は、価格を引き上げてブランドの希少性や高級感を維持しようとした。だが、その後インフレが進行し、経済活動が再開されると、消費者が価格に追いつけなくなった。それ以降は、中国市場の低迷や当たり外れの大きい商品展開が業績を押し下げており、加えて関税問題も今後の逆風となりかねない。欧州市場で時価総額トップだったLVMH（モエ・ヘネシー・ルイ・ヴィトン）<LVMUY>の株価は過去2年で約40%下落し、「グッチ」を傘下に持つケリング<PPRUF>は50%超、プラダ<PRDSY>も10%超下落した。

とはいえ、高級品業界は再び輝きを取り戻す可能性がある。米議会予算局（CBO）によれば、トランプ政権下の税制改革法案は富裕層に過剰な恩恵を与えており、実質的に2.3%の減税効果をもたらす。さらに、株式市場の上昇も富裕層の資産を増やしている。欧州の消費者は自信を取り戻しつつあり、中国人消費者も完全に楽観的ではないにせよ、悲観からは脱しつつある。

異例の好不況サイクルを経験した高級品業界にとって、これは朗報だ。そして高級品関連株は、現在ここ数年で最も割安な水準にあり、逆張り狙いで反発の余地がある。資産運用会社フロントベル・アセット・マネジメントのポートフォリオマネジャー、マークス・ハンセン氏は「高級品業界の主力顧客は、今かなり余裕があるはずだ」とし、「市場自体は過去最高値近辺にあり、すべてのアセットクラスが好調だ」と語る。

もっとも、高級品関連株はまだ安心できる段階にはない。多くの企業が今後、売り上げの伸び悩みや利益率の圧迫、冷めた消費者心理といった課題に直面する可能性がある。それでも、株価は既に大きく売り込まれており、バリュエーション面では妙味が増している。

プラダ、LVMH、モンクレール、「グッチ」ケリング、「カルティエ」リシュモン

Lap of Luxury

After years of underperformance, stocks catering to the wealthiest shoppers are starting to bounce back.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	Market Value (billion)	2026E P/E	Comment
Hermès International / HESAY	\$282.28	18.1%	\$298.0	47.4	The Birkin-bag maker is now the most valuable luxury stock.
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton / LVMUY	113.97	-12.8	285.0	18.9	Once the biggest luxury stock, it continues to struggle.
Richemont / CFRUY	18.98	25.0	112.2	22.1*	Cartier remains a top brand.
Tapestry / TPR	92.21	41.1	19.2	17.5	The rare company that is successfully moving upscale.
Burberry Group / BURBY	16.75	38.7	6.0	31.3*	A nice turnaround story in the making.

Note: *Estimate for fiscal year ending March 2027; E=estimate

Source: Bloomberg

例えば、プラダの2026年予想株価収益率（PER）は14倍、LVMHは20倍未満、高級ダウンジャケットメーカーのモンクレール<MONC.イタリア>、ケリング、「カルティエ」の親会社リシュモン<CFRUY>はいずれも20倍台前半の水準にある。UBSの株式ストラテジスト、アンドリュー・ガースウェイト氏によると、このセクター全体のバリュエーションは市場全体との比較で過去15年ぶりの最低水準にまで落ち込んでいる。このようなバリュエーションの乖離（かいり）はまれだが、そうなった場合、その後の1〜3カ月で76%の確率、6カ月で100%の確率で市場をアウトパフォームする傾向がある。

もちろん、割安株がさらに割安になる可能性もある。しかし、高級品関連株の企業については、利益の安定化の兆しも見せている。ガースウェイト氏によると、利益は減少が見込まれているにもかかわらず、利益予想の修正はやや上向いてきているという。さらに、株価の下落幅は、こうした利益見通しの下振れ以上に大きい。利益が予想を上回れば、株価には上昇余地があるはずだ。ガースウェイト氏は「もうそれほどネガティブである必要はない」と記した。

高級品関連株は「アンナ・カレーニナの法則」に当てはまる。つまり、それぞれに事情や課題が異なっていて、ひとくくりにはできない。だからこそ、投資家は銘柄選びに慎重になるべきだ。例えば、すべての高級ブランドは、将来の上得意客となる若年層との関係構築のため、エントリーレベルの商

品を用意している。エルメスの口紅、フェラーリ＜RACE＞のキーホルダー、プラダのキャンドルなどがその例だ。ただし、製品価格が最高級レンジに位置するトップブランドは、「憧れ層」の消費鈍化の影響をそれほど受けていない。

■ 最高峰の、エルメス、「カルティエ」リシュモン

小売りコンサルティング会社Aライン・パートナーズの創業者兼最高経営責任者（CEO）、ガブリエラ・サンタニエロ氏は、「高級ブランドが廃れたわけではないが、2020年以降に市場を支えていた層は、もはやその価格帯の製品を買えなくなっている」と指摘し、「それでも本物のラグジュアリーを楽しみ、購入する余裕のある顧客は今でも買い続けている」と語る。

中でも注目されているのがエルメスだ。HSBCのアナリスト、エルワン・ランブール氏は、エルメスを特に魅力的とみている。エルメスは、有名な「バーキン」や「ケリー」によりハンドバッグ市場の頂点に君臨していることに異論の余地はない。4～6月期の売上高は前年比9%増となる見通しで、高級品メーカー各社の中では、四半期ベースでの連続増収はまれなケースだ。エルメスの時価総額は現在3024億ドルで、LVMHの2980億ドルを上回る。ランブール氏は、投資判断を「買い」とし、目標株価を最近の2434ユーロから15%引き上げ、2800ユーロに設定した。

また、「カルティエ」が好調のリシュモンも有望だ。2024年9～12月期に過去最高の四半期売り上げを記録し、7月16日に予定されている決算でも成長の持続が見込まれる。J.P.モルガンのアナリスト、キアラ・パティステニ氏は、ブランド力の高さと「価格に見合う高い価値」という二つの要因を武器に、「販売量を維持しながら価格を引き上げられる」と分析した。一方で株価は過去12カ月間で10%未満の上昇にとどまっている。

■ バーバリー、「コーチ」のタペストリー

その他には、Aラインのサンタニエロ氏がバーバリーの最近の商品戦略や展開の判断を高く評価している。バーバリーはブランドの原点回帰に舵（かじ）を切り、最近の広告キャンペーンでは、従来の秋冬中心のイメージを打ち破っている。2025年の株価は前年比39%上昇と好調で、過度な価格引き上げでコア顧客を遠ざけていた状況からの立て直しがようやく軌道に乗ってきた。HSBCのランブール氏も強気な見方を示し、バーバリーは最悪期を脱し、市場シェアを拡大する十分な機会があると述べている。

米国では、タペストリー＜TPR＞傘下の「コーチ」がプレミアムブランドとしての位置付けを一段と高めることに成功した。このような例はまれで、無理な背伸びを試みたブランドが失敗に終わるケースが少なくない。それでもコーチには、LVMHなどの欧州ブランドと価格競争を行える余地がある。また、12カ月予想PERは17倍と、依然として割安感がある。

高級ブランド銘柄の投資は、おしゃれに、シックに楽しみたい。

By Teresa Rivas
(Source: Dow Jones)

3. 消費者が食費を節約。景気への影響は？

[経済政策]

Americans Are Eating Cheaper. What That Means for the Economy.

個人消費の減速は景気後退の予兆

消費者の消費行動の変化

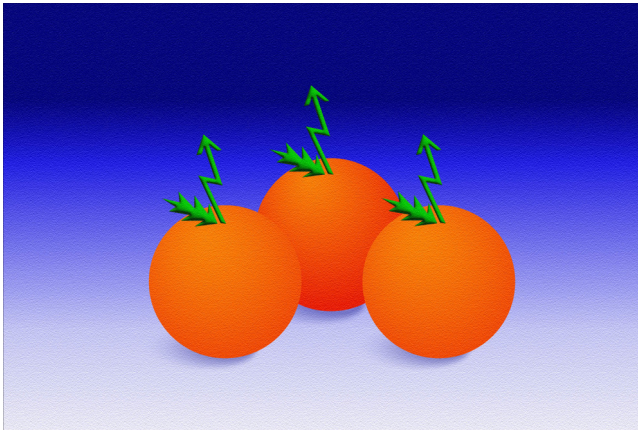


Illustration by Barron's

業界の専門家やデータによれば、米国人は五つ星のレストランで食事をする代わりに、カジュアルレストランでの食事を選ぶようになり、高額な輸入食材の代わりに、長期保存可能な缶詰や冷凍食品を選ぶようになっているようだ。

食習慣は消費者が景気に対する感じ方、そして家計の健全性についてちょっとした手掛かりを与えてくれる。ここ数カ月、家計は食料品店や外食での支出を切り詰めている。これは初期の兆候で、2022年とは異なり、消費者が関税の影

響からインフレが再燃しかねない局面を乗り切るだけの余力を持ち合わせていないことを示唆している可能性がある。

個人消費は米国の国内総生産（GDP）の約70%を占め、その多くは外食のようなサービス業に集中している。しかし、カジュアルレストランのハドル・ハウスやパーキンスを展開するアセント・ホスピタリティ・グループの最高経営責任者（CEO）、ジェームズ・オライリー氏は、最近のレストラン支出はこれまでと同じとはいえないと指摘する。

オライリー氏は、レストラン業界はインフレの高止まり、消費者心理の弱さ、家計費予算の縮小といった影響に対処しているが、全体的にレストランの売上高は落ちてきている、と語る。

データによれば、消費が完全に止まったわけではないものの、消費者はますます手頃な選択肢を優先する傾向だ。家計のインフレ調整後の可処分所得は、5月に0.7%減少しており、全体的に減少しているという事実にも一因がある。

メニュー単価の上昇は、消費に回すことのできる金額が減っていることと相まって、特に低所得世帯の生活を圧迫している。米国勢調査局によれば、最新の小売売上高で、月次のレストラン利用額は5月に0.9%減少したと報告されている。国勢調査局は4月の報告値も1.2%増から0.8%増へ下方修正した。

レストラン利用額は6月に幾分上向き、クレジットカードおよびデビットカードの決済を基に集計したブルームバーグのデータによれば、6月最初の3週間に平均で、前年同期比1.2%増だった。しかし、米国人が新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）期の財政刺激策や貯蓄で潤っていた2022年や2023年の消費水準にははるかに及ばない。

物価高騰により消費者の平均支払額が増加しているが、これも外食費の減少を相殺するのに一役買っており、レストランの売上高が表面上は堅調に見える要因になっている。

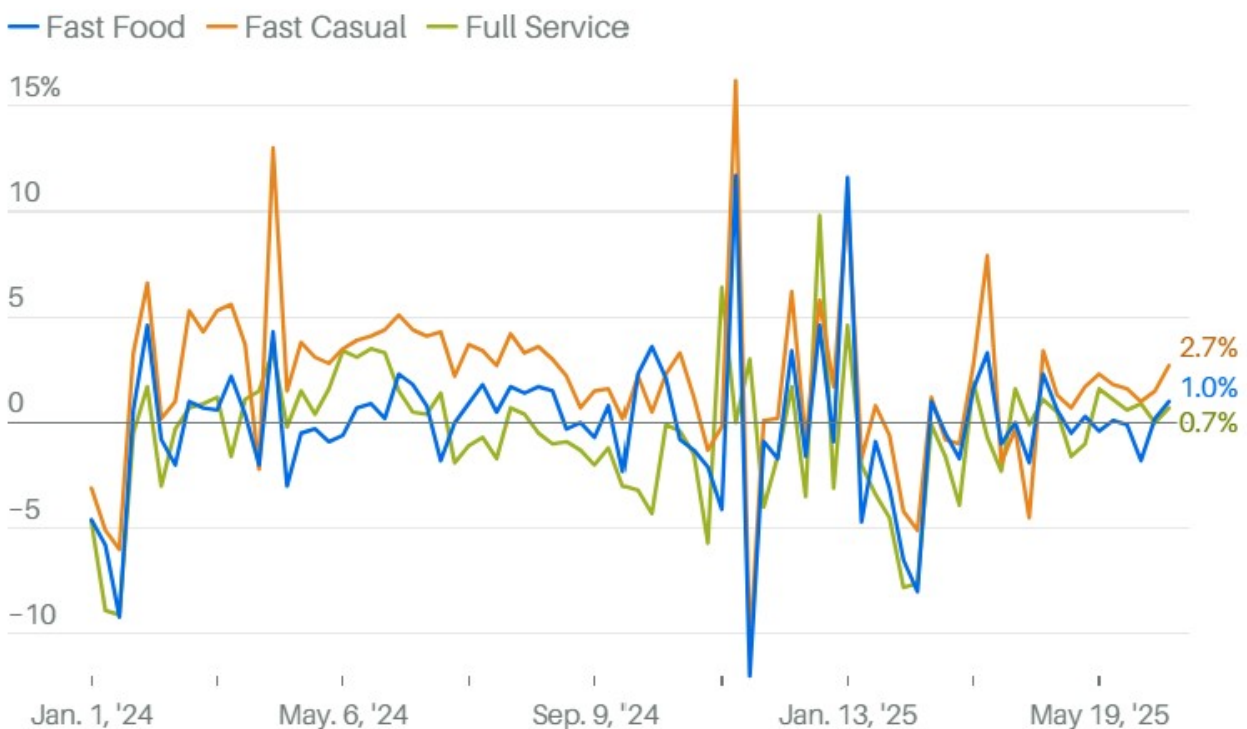
それこそ、ライリー氏が、来客動向の変化を分析することが、場合によっては売り上げ以上に重要だと言う理由だ。

消費者行動や来店動向を追跡する所在地分析プラットフォームを展開する調査会社プレーサー・ドット・エーアイのデータによれば、先月、主要なレストランへの来店客数は平均で前年同月比わずか0.1%の増加にとどまった。フルサービスの着席型レストランの来店者数はおおむね横ばいだったのに対し、ファースト・カジュアル・レストランの来店客数の伸びが上回った。ファーストフードのレストランへの来店客数は平均で6月に前年同月比0.2%減少した。

レストラン支出以外の消費のバロメーター

Restaurant Visits

Percent change from a year ago



Note: Placer.ai data based on a panel of tens of millions of devices and utilizes machine learning to make estimations for visits to locations across the country.

Source: Placer.ai

レストラン消費が消費者の経済状況を示す唯一の飲食関連の指標ではない。ミシガン州立大学の教授で食料品エコノミストのデビッド・オルテガ氏は、食料品店における買い物パターンも景気トレンドの前兆になると話す。食料品価格が世の中のインフレ期待に大きな影響を及ぼすのは、消費者が、他の商品の物価に比べて食料品価格に触れる頻度がはるかに高いためだ。

オルテガ氏は、最近の数カ月で、消費者は軽食の支出を減らして缶詰の購入を増やし、同時にナショナルブランドの製品の代わりにプライベートブランドの製品のように割安な製品の購入を増やしていると語る。米国人が外食を減らし、家で食事を取る回数を増やしている証拠も幾つかあり、例えば、冷

凍ピザの売り上げが増えている。投資銀行グリニッチ・キャピタル・グループによれば、昨年の米国の冷凍ピザ業界の売上高は約70億ドルだった。

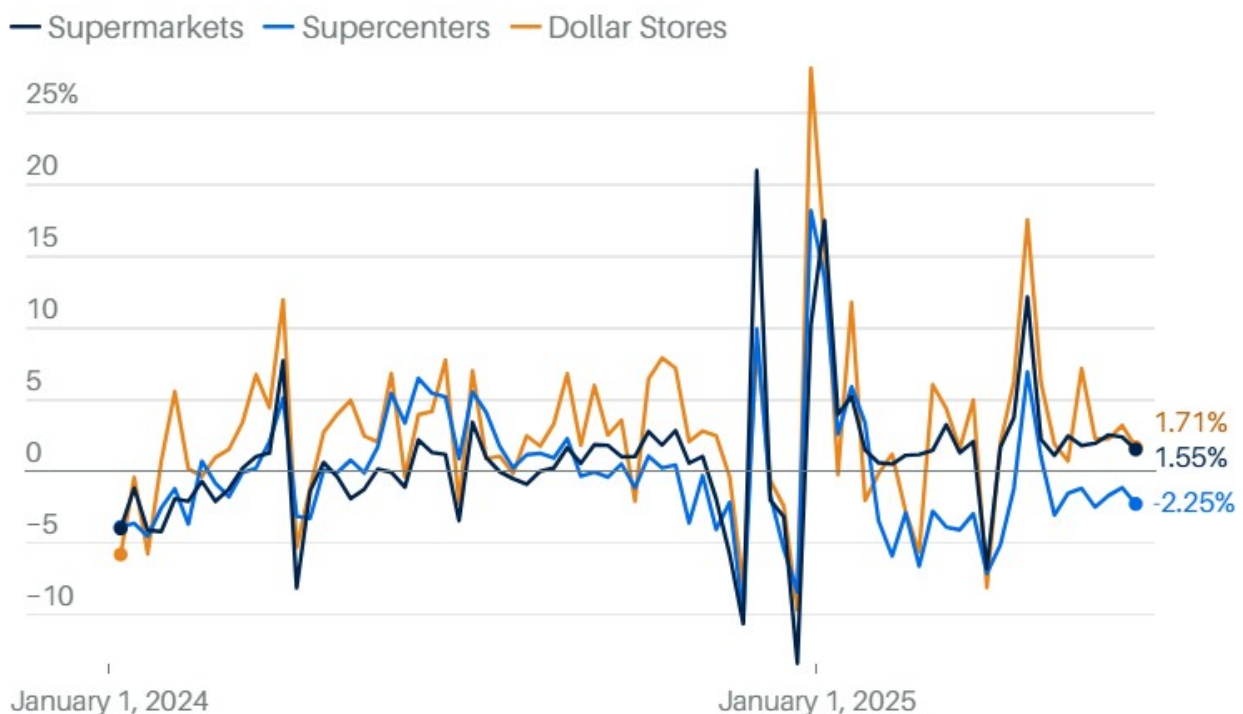
さらに、オルテガ氏は、買い物客は食料品店を訪れる回数を増やしており、1回当たりの買い物の金額を抑えて、1カ月を通してキャッシュフローを管理していると指摘する。

オルテガ氏は、これらすべてが来るべき経済的混乱の初期の予兆である可能性があるとする。食料品の物価上昇率はかなり落ち着いたとはいえ、今の食料品の価格はパンデミック前より29%高いままだ。また、オルテガ氏は、可処分所得が減り、労働市場に減速の兆候がある中で、消費者は生活に圧迫感を感じており、すぐに状況が改善する見込みは薄いと語る。

高所得世帯も無風ではられない

Grocery Sales

Percent change from a year ago



Source: Bloomberg

バンク・オブ・アメリカ・インスティテュートのシニアエコノミスト、デビッド・ティンスレー氏は、米国の個人消費支出の大きな割合を占める高所得世帯は依然として、レストランや旅行といったサービス消費を継続している、と語る。ティンスレー氏は「消費者のモメンタムは、2024年後半かなり強かった頃から落ち込んでいるように見えるが、今のところそれほど弱気な見方はしてはいない」と語る。

とはいえ、高所得世帯であっても、現在の消費者心理が弱い環境や全体的な景気の不透明感にまったく無縁ではられない。小売大手のウォルマート<WMT>とディスカウントア大手のダラー・ゼネラ

ル＜DG＞の幹部が最近、高所得世帯が割安な商品を買求めることで恩恵を受けていると語った。

ティンスレー氏は「消費者はどこへ買い物に行くかをよく考えるようになっているし、同じ金額でできるだけたくさん買おうとしている」と語る。

しかし、消費者のお買い得品を求める行動が広がるほど、足早に景気の冷え込みに転化して行く可能性もある。

By Megan Leonhardt
(Source: Dow Jones)

4. 第2四半期の業績発表が高値更新の起爆剤になるか How Second-Quarter Earnings Could Push the S&P 500 Even Higher 全体の業績は市場予想を上回る見通したが、ガイダンスに注目

[米国株式市場]

史上最高値を更新したものの下落



Michael M. Santiago/Getty Images

先週の株式市場は下落で終わったが、今週から本格化する決算シーズンは株価上昇につながるはずだ。

先週は奇妙な週だった。S&P500指数は10日に史上最高値を更新して引けたにもかかわらず結局0.3%の下落で終わった。ナスダック総合指数も10日に史上最高値を更新し、半導体大手エヌビディア＜NVDA＞の時価総額が4兆ドルを超えたものの0.1%未満のわずかな下落となり、2万0585.53で引けた。ダウ工業株30種平均は1%安の4万4371ドル51セントとなり、小型株のラッ

セル2000指数は0.6%安の2234.83で週末を迎えた。

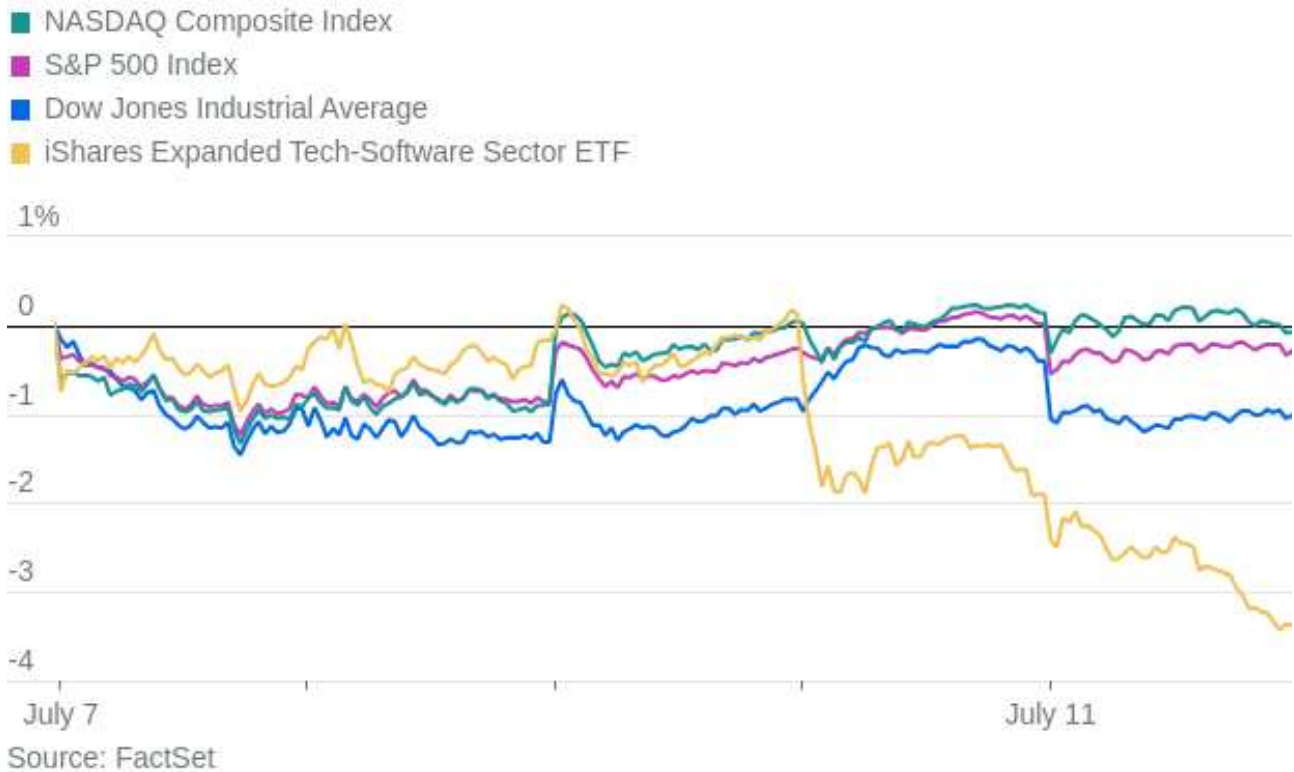
史上最高値を更新した週が下落で終わることはあまりない。ただし、関税交渉がうまくいかなければブラジルに50%、カナダに35%の関税が課される可能性があるなど関税に関する材料が多かったことや、米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長への攻撃が続いたことなどを考えると、下落幅は比較的小さかった。結果としてS&P500指数は4月の安値から26%上昇しており、年初からの上昇率は6.4%だ。

第2四半期の業績への期待感は低い

S&P500指数の今後12カ月の予想利益に基づく株価収益率（PER）が過去3年間の最高に近い22.4倍であることを勘案すると、先週の下落が小幅だったことは意外な感じがする。決算発表シーズンが始まり、関税やその他の要因で失望が広がることがあれば、市場は下落する可能性がある。

ただし、おそらく決算発表は期待を裏切らないだろう。一つは、ハードルがそれほど高くないこと

Market Snapshot



だ。アトランタ連邦準備銀行の国内総生産(GDP)統計の予測モデル「GDPナウ」では第2四半期の経済成長率は年率2.8%と推定され、インフレ率は2%強となっている。この状況で、S&P500構成企業の売上高が前年同期比3.8%増という見通しは現実的だ。この売上高の伸びと自社株買いを考慮した上で、S&P500指数の1株当たり利益（EPS）は5%増益になると予想されている。

実際、これらの予想は保守的なことが判明しそうだ。トランプ大統領が関税を発表する直前の3月末以降、予想利益は4%ポイント低下しており、特に資本財や小売業など、関税の影響を最も受けやすいセクターの業績予想が大きく低下した。業績発表は予想を上回る傾向があるため、ドイツ銀行の株式ストラテジストであるビンキー・チャダ氏は「過去の平均増益率である5%ならば上回る可能性がある」と指摘する。

ガイダンスに注目

決算発表と同時に発表される今後に関するガイダンスが極めて重要になりそうだ。関税に関連した混乱が原因でガイダンスが期待外れとなるか、あるいはガイダンス自体が発表されないのではないかと、一部の市場関係者は神経質になっている。

例えば、食品大手コナグラ・ブランズ<CAG>の株価は、関税の混乱による見通しを発表した後に4.3%下落した。ただし、力強いガイダンスを発表した米航空会社のデルタ航空<DAL>の株価は12%上昇した。これに関して資産運用会社バイコフ・グループのダグ・バイコフ氏は、「デルタ航空の例は良好なガイダンスが発表された時の典型的な例だ。第3四半期に航空需要が増加するとの見通しが、（株価の）上昇効果を生み出している」と指摘する。

また、大手ハイテク企業による人工知能（AI）関連の支出も業績を引き上げるはずだ。例えば、アナ

リストの予想によるマイクロソフト<MSFT>の今四半期の設備投資額は175億ドルで、前四半期から伸び率は半減するものの、それでも前年同期比で26%増だ。この支出の多くはデータセンターへの投資に関連するもので、エヌビディアのような半導体メーカーや、データセンターや他のAIインフラ構築を支援する企業にとって追い風となりそう。ただし、投資家を不安にさせるほど過剰なものではないだろう。

レイモンド・ジェームズの株式ストラテジストであるタビス・マッコート氏は「AIインフラの構築はまだまだ続いており、その構築に携わっている企業は、かなりいいポジションにいる」と述べる。

過去を検証すると、現在のバリュエーションの高さはまだ心配するものではなさそう。ダウ・ジョーンズ・マーケットのデータによると、過去5年間にS&P500指数のPERが22倍以上になったとき、その後の3カ月間の平均パフォーマンスは4.6%の上昇だった。そうした上昇の多くは4月、7月、10月という決算発表シーズンに起きている。

増益基調が続く限りバリュエーションは気にされず、市場の上昇は続きそう。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

5. トランプ大統領が迫る利下げ、米経済悪化のリスク

[経済政策]

Trump Keeps Pushing Powell to Lower Rates. It Could Backfire.
次期FRB議長の行方

低金利を求める大統領



Al Drago/Bloomberg

自らを「借金王」と呼んだこともあるトランプ大統領は、利下げを望んでいる。驚くことではない。歴代の大統領も、ほぼ例外なく低金利を好んだからだ。しかし、トランプ大統領には利下げを求める「大きく美しい」理由がある。それは、国防費をすでに上回り、1兆ドルを超えようとしている国債の利払い費だ。

だが、利下げ要求は、米国債利回りをむしろ押し上げる可能性がある。さらに、米連邦準備制度理事会（FRB）の独立性を攻撃する姿勢は、国際基軸通貨としてのドルの地位を損ないかね

ず、結果として金利を高める方向に作用する恐れがある。

トランプ大統領は、FRBが期待通りに利下げをしなかったことで、パウエル議長に「賢い人物ではない」「愚かだ」「遅すぎる」などと侮辱の言葉を浴びせている。大統領の側近らも、パウエル議長への非難を一段と強めており、FRBのワシントン本部の改修工事から、保有する債券ポートフォリオの損失や準備預金への利払いに至るまで、運営上の不手際と批判される事柄について攻撃している。

ハリー・S・トルーマン大統領（1945～1953年）以来、歴代大統領は低金利を求めてFRBに圧力をかけてきた。第2次世界大戦の戦費調達を支えるために設定された米国債利回りの上限は、1951年の財務省とFRBの合意により撤廃され、FRBはインフレ抑制のために自らの判断で利上げできるようになった。1960年代、リンดอน・ジョンソン大統領は、ベトナム戦争中に利上げしたウィリアム・マーチン議長に詰め寄り高圧的な態度で抗議した。利上げによって『大砲とバター』政策は複雑さを増した。

最も有名なのは、リチャード・ニクソン大統領が、自ら任命したアーサー・バーンズ議長に対し、1972年の再選に向けて景気拡大を加速させるため、金融緩和政策を採るよう圧力をかけた例である。当時のインフレ率は、1971年8月15日に発表された賃金・価格統制によって人為的に抑え込まれていた。同時にニクソン氏は、戦後の国際通貨体制を規定したブレトンウッズ協定の下で、各国通貨当局が1オンス＝35ドルで金へ兌換（だかん）する権利を停止し、ドルと金とのリンクを断ち切った。これが最終的にスタグフレーションを引き起こし1970年代の経済を暗い時代へと導いた。

こうした歴史があるにもかかわらず、トランプ大統領は米国こそが世界で最も低金利であるべきだと考えている。トランプ氏の考えによれば、現在4.25～4.50%に設定されているフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を最大3%ポイント引き下げるべきだという。

インフレ懸念と次期議長の行方

米国経済は依然として力強い。6月の失業率は4.1%で、FRBの経済見通し（SEP）が示す長期的な完全雇用水準を下回っている。一方、FRBが重視するインフレ指標である食品とエネルギーを除くコア個人消費支出（PCE）物価指数は前年比2.7%と目標の2%をなお上回っている。

FRBがトランプ大統領の利下げ要求に応じないのは、発表しては次々に修正される関税の最終的な影響を見極めようとしているからだ。先週、相互関税の発動日が7月9日から8月1日に延期されたことを受けて、主要株価指数は過去最高値を更新した。同時にトランプ氏は、ブラジルからの輸入品や銅に50%、米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）の対象外となっているカナダ産の一部品目にも35%の関税を、いずれも8月1日から発動する方針も示した。

今後どのような新しい関税が追加され、あるいは撤回されるかは予想がつかない。また、最終的な価格への影響も不透明である。先週公表された6月の米連邦公開市場委員会（FOMC）議事要旨では、関税に伴うインフレ圧力を一時的とみる参加者と、持続的なインフレ圧力になると懸念する参加者の間で見解が分かれていたことが示された。

クリストファー・ウォラー理事とミシェル・ボウマン副議長は、もし関税による物価上昇が見られなければ、7月末のFOMCにも利下げを検討する用意があると示唆している。両名はトランプ氏が任命した理事で、ウォラー氏はパウエル議長の後任候補としても有力視されている。ビアンコ・リサーチの創業者、ジム・ビアンコ氏によると、次期FRB議長の本命は、最有力と見られていたケビン・ウォーシュ元FRB理事に代わり、国家経済会議（NEC）委員長長のケビン・ハセット氏だ。財務長官のスcott・ベセント氏も候補に挙がっている。

TSロンバードのエコノミスト、ダリオ・パーキンス氏は先週の顧客向けノートで、「この後継者レースにおいて真の敗者はパウエル議長ではなく、次期議長だ。まだ誰なのかさえ分からない段階で、その人物の誠実性や、ポスト獲得のためにどのような『取引』をしたのかに強い疑念が向けられている。一つははっきりしているのは、後任は『利下げをする』という暗黙の了解の下で就任するという点だ」と記している。

利下げによるインフレリスク

しかし、FRBがFF金利の誘導目標を引き下げると、むしろ逆効果になる場合もある。実際、昨年末にFRBが1%の利下げをした際、長期金利の指標である10年物国債の利回りが同じ幅だけ上昇した。完全雇用でインフレ率が目標を上回る状況での利下げに対して、債券市場はリスクがあると見たのだ。

皮肉なことに、ハセット氏は2009年、保守系シンクタンクのアメリカン・エンタープライズ政策研究所（AEI）在籍時に共同執筆した記事の中で、理論的には「政府債務」を削減する手段として「高インフレ政策」があるが、それは危険だと警告していた。インフレは、債務者が実質価値の目減りしたドルで債務を返済できる点で有利だ。しかし、ハセット氏の記事では、債券市場がインフレリスクを織り込んで長期金利を上昇させると指摘していた。共同執筆したデズモンド・ラッチマン氏は、先週プロジェクト・シンジケートへの寄稿で、トランプ氏の政策が米国の「法外な特権」である世界の基軸通貨としての地位を危うくしかねないと警鐘を鳴らした。大型減税法案により財政赤字が国内総生産（GDP）比6.2%を超える見通しの中、100年ぶりの高関税政策を取りつつFRBに利下げを強いる構図がインフレリスクを高めているからだ。

ラッチマン氏は、「政治家に対してなら圧力をかけたり予備選で排除したりできるが、市場に対してはそれができないのがトランプ氏にとっての問題だ。トランプ氏が市場からの警告に耳を貸そうとしない場合、米国は来年の中間選挙に向けて、ドルと債券市場の危機に備えるべきだ。米国が巨額の債務を抱えたまま、世界に許される時代は急速に終わりつつある」と記している。

「借金王」が自ら指名したFRB議長に利下げを求める動きは、米経済を悪化させる可能性が高い。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

6. 減量薬で主導権握るイーライリリー、次の一手は飲み薬 Eli Lilly Has Seized the Lead in Anti-Obesity Drugs. Next Up: a Pill. 高まる経口剤「オルフォグリブロン」への期待

[投資戦略]



Shelby Knowles/Bloomberg

「ゼップバウンド」の保険適用を除外したCVS

薬局チェーン大手のCVSヘルス＜CVS＞は、減量薬の患者向けに新たな「特典」を取り入れた。なんと、痩せにくくしようというのだ。CVSの薬剤給付管理（PBM）子会社ケアマークは、GLP-1減量薬として「ウゴービ」を優先薬に指定し、ゼップバウンドの保険適用を終了した。利用者の利益に反する施策は今月から始まった。

ゼップバウンドを提供する米製薬大手のイーライリリー＜LLY＞の株価は、配当を除いて過去1年間で約16%下落した。一方、ウゴービを製造

するデンマークの製薬大手ノボノルディスク<NVO>の株価は約50%も下落している。というのも、ゼップバウンドの方がウゴービに比べて圧倒的に効果が高いと広く見なされているからだ。

GLP-1減量薬を先に市場投入したのはノボだが、現在、ゼップバウンドはGLP-1減量薬市場で60%のシェアを握り、新規治療開始時点では75%に達する。

CVSの方針転換による影響は、約20万人のゼップバウンド服用患者に及ぶ。しかし全体として、イーライリリーは毎月50万人の新規ゼップバウンド患者を獲得している。8月7日発表予定の第2四半期決算では増収率がやや低下するだろうが、第3四半期には再び加速が見込まれる。株価はピーク時から下げているが割安とは言えない。それどころか、今後数年での利益の伸びは途方もない規模になる可能性がある。強気派は、ここからの大幅な株価上昇を予想している。

筆者がGLP-1減量薬、すなわちこの新世代の肥満治療薬について本誌で最初に書いたのは3年前のことだ。当時、ノボはすでに「セマグルチド」という薬を持ち、糖尿病用に「オゼンピック」、減量用に「ウゴービ」として販売していた。

一方、イーライリリーの薬剤「チルゼパチド」は当時、糖尿病薬「マンジャロ」として販売されていたが、肥満適応の承認は受けていなかった。筆者はその時点で、イーライリリーの薬の方が治験でより高い効果を示していることを指摘した。今では「ゼップバウンド」として肥満治療に用いられている。

その翌年のフォローアップ記事では、イーライリリーが今後数年間、GLP-1減量薬市場を支配する可能性が高いと指摘した。イーライリリーにはより新しい薬「レタトルチド」もあるが、これは治験で既存薬よりも高い効果を示している。イーライリリーは2月、当初の予定よりも早く年内にこの薬の後期臨床データを公表すると述べた。さらに大きな進展をもたらしそうなのが、「オルフォルグリプロン」だ。4月の糖尿病後期試験で血糖値の改善と体重減少効果が見られた薬で、現在は承認待ちだが来年にも市場投入される可能性がある。これは錠剤型であり、他の注射薬とは異なる。

ウゴービを上回るゼップバウンドの減量効果

ゼップバウンドとウゴービの直接比較試験では、ゼップバウンドが平均で体重の20.2%を減少させたのに対し、ウゴービは13.7%の減少だった。この結果は昨年12月に公表された。

CVSによるフォーミュラリー（医薬品の使用方針）の変更は、ノボが5月初旬に明らかにした。これに続くブログ投稿で、CVSは「どちらの薬も有効であり、患者にとってのベネフィットはできるだけ体重を減らすことだけではない」とし、この方針変更によって「より多くの患者が、より手頃な負担で治療を受けられる」と説明した。雇用主や保険会社は、ケアマークのようなPBMを雇って薬剤プランを管理している。

イーライリリーとノボは、正規品ではない混合薬を購入しがちな患者に向けて、割安な現金支払型の直販薬局を開設している。イーライリリーはゼップバウンドを初期投与量で月額349ドル、多用量で同499ドルで販売しているが、患者自身がバイアル瓶から注射する必要がある。一方、保険適用の患者には、自動注射器タイプのペンが提供される。

ノボはウゴービの注射ペンを、現金払いの患者に対して最初の月はその容量でも299ドル、それ以降は

月499ドルで販売している。これらの薬剤は通常、最低量から始め、徐々に増量していく。

先週のリポートで、JPモルガン・チェース<JPM>のアナリスト、クリス・ショット氏は8月に公表予定のオルフォグリプロンの肥満データについて、「ゼップバウンドには及ばないが、ウゴービと同等の効果と耐用性が期待できる」と述べた。重要なのは、オルフォグリプロンが経口投与可能な「低分子薬」であることだ。これらは化学物質から作られていて安定性が高く、経口服用できる。アスピリンがその一例だ。これに対してバイオ医薬品などの「高分子薬」は、生物由来で保管や投与の際に手間がかかる。例えば、注射型のGLP-1減量薬は冷蔵保存が必要だ。

ショット氏は「経口の低分子薬として注射型GLP-1減量薬と同等の特性を持つことで、オルフォグリプロンは体重維持段階での使用が期待される。これは、インクレチン（食後に腸で分泌されるホルモン）薬の使用期間の延長につながり、特に海外市場で市場予想の試算を上回る可能性がある」と記した。

イーライリリーに関しては、今年の利益予想がここ数カ月でやや下方修正されたものの、来年以降の予想は上方修正されている。昨年の1株当たり利益（EPS）は、前年比約2倍の約13ドルだった。

強気派、目標株価を1100ドルに設定

7人のアナリストによる大胆な予想では、2030年にEPSが55ドルを超える可能性がある。足元の株価は約793ドル（7月11日終値）で、ショット氏は「お気に入り銘柄」とし、1年以内に1100ドルへの上昇を予想している。上昇率は約39%だ。

仮に1100ドルまで上昇するとしても、短期の株価としては割高に映るだろう。例えば、2027年の予想EPSが37ドル程度であるとすれば、株価収益率(PER)は約30倍。つまり、今この株を買う投資家は、成長が予想通り強力であることと、市場の熱狂が持続することを信じる必要がある。インデックスファンドの保有者は、イーライリリーがすでにポートフォリオの中で12番目に大きな構成銘柄であることに満足するだろう。

世界の減量薬市場は、昨年150億ドル規模だった。モルガン・スタンレー<MS>の試算によれば、2035年までに1500億ドルに達し、このうち米国市場は800億ドルを占める。これが製薬株にとって何を意味するかはさておき、加工食品、外食、アルコールの売り上げには朗報ではないかもしれない。しかし、新しいワードローブにとっては良い10年となりそうだ。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

7.

AI設備投資抑制の決め手はカスタム半導体

[ハイテク]

Big Tech Needs a Way Out of Its AI Cost Spiral. These 2 Stocks Could Benefit.

受益者はブロードコムとマーベル・テクノロジー

カスタムAI半導体は汎用性が欠けるものの大幅な低コスト化が可能



Dreamstime

7月下旬に発表されるハイテク企業の決算では、人工知能（AI）に巨額投資している実態が明らかになる可能性が高い。中でも大手クラウドサービスプロバイダーであるアマゾン・ドット・コム<AMZN>、アルファベット<GOOGL>、メタ<META>（旧フェイスブック）、マイクロソフト<MSFT>は、データセンターを建設し、米半導体大手エヌビディア<NVDA>からAI向け半導体を購入するための費用を競う状況から抜け出せていない。

AI投資が増え続ける状況から抜け出す方法が一つある。それは、エヌビディア製以外の半導体を調達することだ。一部の大手クラウドサービスプロバイダーは、自社開発の半導体を使用することで支出ペースを抑制できると期待している。

そこで注目されるのが、特定用途向け集積回路（ASIC）の手法を用いたAI向けカスタム半導体（カスタムAI半導体）の設計を手掛ける米半導体大手ブロードコム<AVGO>とマーベル・テクノロジー<MRVL>だ。

カスタムAI半導体は、エヌビディアの画像処理半導体（GPU）のような汎用性に欠けるものの、予測可能な高負荷ワークロードに合わせて最適な回路を設計できる。しかも平均価格は数千ドルで、単価が3万ドルを超えるエヌビディアの最新のBlackwell（ブラックウェル）ベースのGPUよりもはるかに低い。

カスタムAI半導体がどの程度のシェアを獲得できるかについては議論が交わされている。使用する半導体の切り替えは、厄介な作業となる可能性がある新しいソフトウェアの採用を伴い、用途は社内ワークロードに限定されることが多い。モルガン・スタンレーのアナリストは、AI向け半導体市場におけるカスタムAI半導体のシェアが2024年の11%から2030年に15%へ上昇すると予想する。

アルファベットはすべてのAIワークロードを自社製半導体で処理

カスタムAI半導体はそれほど目新しいものではない。アルファベット傘下のグーグルが自社で開発して使用しているテンソル・プロセッシング・ユニット（TPU）はカスタムAI半導体の一種で、最新モデルのIronwood（アイアンウッド）は7世代目に当たる。

グーグルによると「TPUが深層学習や生成AIアプリケーションの基礎となるテンソル演算で優れた性能を発揮するのに対し、GPUは従来の機械学習やより広範な計算を伴うタスクに対応できる非常に高い汎用性を持つ。Ironwoodは大規模で複雑な生成AIモデルの処理で真価を発揮する」という。

グーグルは新しいTPUをほぼ毎年リリースしており、自社の生成AIモデルGemini（ジェミニ）の学習と推論の100%を自社製ハードウェアで実行している。ビーオブユー・セキュリティーズの予想では、ブロードCOMのAIコンピューティング売上高の80%以上をグーグルの半導体プロジェクトが占める。

ブロードCOMは現在、AI向け半導体分野でエヌビディアに次ぐ2番手の地位を確立しており、そのことはブロードCOMのバリュエーションに織り込まれている。株価は過去12カ月間で58%上昇し、本稿執筆時点の直近株価は275.5ドルだ。ファクトセットによると、予想株価収益率（PER）は約35倍で、エヌビディアの32倍よりも割高だ。

それでもサスケハナ・リサーチのアナリスト、クリストファー・ローランド氏はブロードCOMの投資判断を「ポジティブ」、目標株価を300ドルとしており、2030年までにAI向け半導体市場で約11%のシェアを獲得すると予想する。エヌビディアの市場シェアは67%だ。

半導体設計に関する知的財産権の数が採用の決め手

カスタムAI半導体分野のもう一つの主要なプレーヤーがマーベルだ。マーベルは2024年12月、アマゾン傘下のクラウドサービス企業であるアマゾン・ウェブ・サービスとの間で5年契約を締結したと発表した。この契約にはカスタムAI半導体の供給が含まれる。

マーベルの直近の会計年度におけるデータセンター売上高は41億6000万ドルで、エヌビディアの1152億ドルを大きく下回る。だが、マーベルは急成長を遂げており、現在の2026年度の第1四半期（2～4月期）における売上高は前年同期比で76%増加した。

ところが、マーベルの株価は過去12カ月間で3.9%下落している。予想PERは23倍で、エヌビディアやブロードCOMよりもかなり割安だ。これは買い場の到来を示唆している。

しかしマーベルは、まずは長期契約を獲得できることをウォール街に確信させなければならない。

マーベルは最近、ある顧客から2件の新たなAIチッププロジェクトを獲得したと発表した。顧客の名前は公表されていないが、ウォール街のアナリストはオープンAIか、イーロン・マスク氏が率いるxAI（エク্সエーアイ）ではないかと推測している。

ウィリアム・ブレアのアナリスト、セバスチャン・ナジ氏は、「基本的に、複数世代の製品で契約を獲得することが重要であり、そのためには差別化された多くの知的財産（IP）を保有することが不可欠だ。保有するIPが多ければ多いほど顧客の半導体設計全体への貢献度が高まり、そうした関係の収益化の向上につながる」と指摘する。

ナジ氏はマーベル株の投資判断を「アウトパフォーム」としている。マーベルは最近、カスタムAI半導体の2028年の予想市場規模を430億ドルから550億ドルに引き上げた。

AI向け半導体の王者は依然としてエヌビディアであり、その高い年間成長率は他社の追隨を許さない。しかし、大手クラウドサービスプロバイダーは単一のサプライヤーに依存することに慣れていない。それは、カスタムAI半導体市場が成長することを意味する。

By Adam Clark
(Source: Dow Jones)

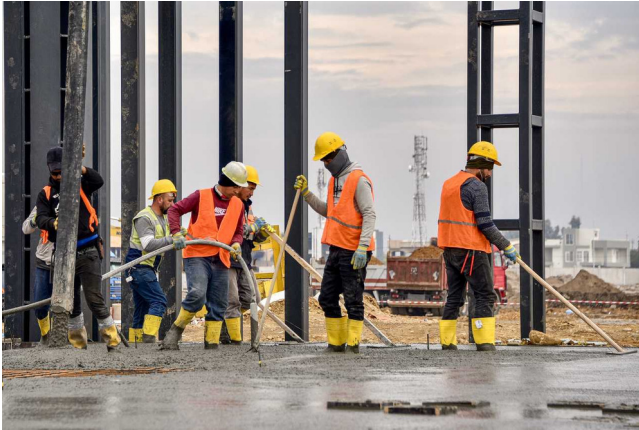
8. プライベート・インフラ・ファンドの人気の突然上昇、その理由とは

[インカム投資]

Investing in Private Infrastructure Funds Is Suddenly Hot. Here's Why.

高利回りは期待できるが、その代償は「非流動性プレミアム」

プライベート・インフラ投資は活発化



ZAID AL-OBEIDI / AFP / Getty Images

プライベート・インフラストラクチャーは、かつて機関投資家や超富裕層のみがアクセスできた代替投資の一種だが、にわかに注目を集めている。米資産運用会社ブラックロック<BLK>が超富裕層ファミリーの投資オフィスを対象に行った最近の調査によると、32%がインフラ投資への新規参入あるいは拡大を計画している。

さらに、個人投資家が主にファイナンシャルアドバイザーを通じて利用可能なファンドも増えており、例として、カナダのインフラ資産運用会社ブルックフィールド・インフラストラクチャー・パートナーズ<BIP>のファンド、資産運用会社アポロ・グローバル・マネージメント<APO>傘下のアポロ・インフラストラクチャー・カンパニー、投資会社ストーンピークのストーンピーク・プラス・インフラストラクチャー・ファンドなどが挙げられる。

ブラックロックは昨年、インフラ投資ファンド大手のグローバル・インフラストラクチャー・パートナーズを買収し、自社のセクターファンドと統合して1830億ドルの巨大インフラ・プラットフォームを築き上げた。ブラックロックは、ウェルス・マネジメント部門向けに新たなプライベート・インフラストラクチャー・ファンドを立ち上げる予定だ。

ブラックロックは昨年、インフラ投資ファンド大手のグローバル・インフラストラクチャー・パートナーズを買収し、自社のセクターファンドと統合して1830億ドルの巨大インフラ・プラットフォームを築き上げた。ブラックロックは、ウェルス・マネジメント部門向けに新たなプライベート・インフラストラクチャー・ファンドを立ち上げる予定だ。

人工知能（AI）の普及によるデータセンターやエネルギー需要の増加、世界的な道路、空港、パイプライン、携帯電話の基地局の需要拡大が投資家のインフラに対する関心を煽っている。インフラ資産は文字通り、そして比喩的にも、堅固で不可欠な上に建設が困難であるため、時間とともに価値が上昇し、投資家にとってはインフレ対策になる。

ストーンピークの共同社長ルーク・テイラー氏は、「過去2〜3年間、インフレと不安定なマクロ環境の中、インフラ投資は見事なパフォーマンスを収めた。だから目下注目の的なのだ」と述べている。プライベートファンドは通常、1桁台半ばの分配金利回りを提供し、資産価格上昇に伴う利益が上乗せされる。英投資調査会社プレキンは、諸経費控除後の投資リターンを約11%と予測している。

プライベートファンドの戦略はパブリックファンドと異なる

プライベートファンドの保守的でインカム重視の戦略は、大多数のパブリックファンドとは異なる。後者はまず株価上昇を重視するが、これはインフラ企業のサプライヤーに対する投資から発生することが多い。例えば、フィデリティ・インフラストラクチャー<FNSTX>の組入れ銘柄の筆頭は、米半導体大手のエヌビディア<NVDA>だ。

インフラストラクチャーの上場投資信託（ETF）では最大の規模を有し、運用資産約90億ドルのグローバルX米国インフラ関連ETF<PAVE>は、過去5年間で年率25%のリターンを上げているが、配当利回りは1%未満である。保有銘柄の筆頭はジェット部品メーカーのハウメット・エアロスペース<HWM>だ。ブラックロックのiシェアーズ・グローバル・インフラストラクチャーETF<IGF>は約3%の配当利回りを提供しており、現在の商品群の中ではプライベート戦略に最も近いと思われる。

投資助言会社インフラストラクチャー・キャピタル・アドバイザーズの最高経営責任者（CEO）ジェイ・ハットフィールド氏は、インカムを重視する投資家はサプライヤーに投資するETFを避けるべきと提言している。代わりに、ハットフィールド氏は、公益事業やエネルギーパイプラインに投資するセクターファンドを購入し、プライベートファンドの保守的なプロファイルを再現することを推奨している。インフラストラクチャー・キャピタル・アドバイザーズのインフラキャップMLP ETF<AMZA>は8%の配当利回りを提供している。インフラ優先株に約半分の資金を投資する優先株ETF、バークス・インフラキャップ米国優先株<PFFA>も提供しており、配当利回りは10%をつけている。

プライベート・インフラ投資では解約その他の制限に要注意

インフラのミューチュアルファンドとETFには、高い流動性、低い手数料、優れた透明性というメリットがある。エネルギー投資会社トータス・キャピタルのシニア・ポートフォリオマネジャー、ロブ・サムエル氏は、パイプライン最大手は上場しているため、投資家に対して非公開事業体を通じたアクセスを提供する必要はないと指摘する。クローズドエンドファンドのトータス・エナジー・インフラストラクチャー<TYG>の分配金利回りは10.2%に達する。だが投資助言会社RSDアドバイザーズのリチャード・ダスキンは、エネルギーパイプラインはバリューをもたらすが、他の高利回り銘柄同様、金利変動に極めて敏感だと指摘する。

これらの新しいオルタナティブファンドは、プライベート・インフラに投資し、解約は月次または四半期に限定されることが多く、さらに他の制限も課される場合がある。投資家は、業界で言うところの「非流動性プレミアム」から高い利回りを享受できる。だが、どのセクターのプライベート企業に対する投資でも、ファイナンシャルアドバイザーに相談すると、この用語が不用意に頻出することだろう。

By Amey Stone
(Source: Dow Jones)

9. 次の「金」を探せ

[ファンド]

Investors Are Searching for the Next Gold. Don't Get Burned.

熱を帯びる貴金属投資

貴金属が高騰



Lisi Niesner/Bloomberg

金相場の強さを受けて、他の貴金属にも新しい投資家が触手を伸ばしている。だが、輝くものすべてが金のように上昇するわけではない。

不透明なマクロ経済環境と過去数年の政府債務の増加が、金の魅力を高めてきた。金価格の3年間のリターンは年率24%と、S&P500指数の年率トータルリターン18.6%を上回る。モーニングスターが追跡する銀、白金、パラジウムの上場投資信託（ETF）への資金流入から判断すると、投資家は次に成功する金属を探しているようだ。

二つの貴金属ETFを提供するグラナイトシェアーズの最高経営責任者（CEO）のウィル・リンド氏は「多くの人にとって、[金の強さ]は実物資産の流行を示すシグナルである。従って金が上昇する環境では他の貴金属も上昇するはずだ」と語る。

今年、買い手が報われていることは、最大の貴金属ETFの上昇を見れば明らかだ。運用資産1010億ドルのSPDRゴールド・シェア＜GLD＞は26.9%上昇、同170億ドルのiシェアーズ・シルバー・トラスト＜SLV＞は27%上昇、同17億ドルのAbrdnフィジカル・プラチナ・シェアーズETF＜PPLT＞は50.7%上昇、同5億1200万ドルのAbrdnフィジカル・パラジウム・シェアーズETF＜PALL＞は21.5%上昇している。

金は他の貴金属とは違う

しかし、投資家は銀、白金、パラジウムを金と同様に考えるべきではない。各金属はそれぞれの需給要因によって価格が変動している。

アバディーン・インベストメンツのETF投資戦略ディレクターであるロバート・ミンター氏は、「金は銀とは全くの別物だ」と述べる。

金は代替通貨やセーフヘイブン（安全な避難先）投資として機能するが、他の金属はビジネスサイクルとの関連が強い傾向がある。銀は通貨のような側面を持つが、その供給の60%は太陽光発電などの産業用途向けである。人工知能（AI）半導体向けの需要が高まっていることもあり、銀の需要は過去4年間にわたり供給を上回っている。

白金はパラジウムと共に、主に自動車の触媒コンバーターやその他の産業用途で使用されている。これらの金属の価格は、供給不足にあったにもかかわらず、過去数年間はレンジ内で推移していた。だ

が、今年4月にトランプ大統領が「解放の日」を宣言した後、関税を巡る懸念が高まり、中国をはじめとする国々が他の重要な産業用金属と共に白金を備蓄し始めたことを受けて、白金価格は急騰した。

貴金属投資を始める

独立系のコモディティーアナリストであるスターリング・スミス氏は、新たな投資家に対して、金属の利益のすべてが価格の上昇によるものであるため、相場が下落した際の押し目買いを勧めている。まず、コア保有として、金の割合を約50%とする。金は市場規模が最大で、最も流動性が高いためだ。景気に対して強気の見方をする投資家は、銀と、それより配分は少ないが白金またはパラジウムを追加するのもよい。スミス氏は銀に15%、白金とパラジウムにそれぞれ5%、残りを運用資産158億ドルのヴァンエック・ゴールド・マイナーズ<GDX>のような金鉱株ETFに投資することを提案する。

スミス氏は、現物資産の裏付けがある金属ETFや鉱業ファンドを購入する投資家に対して、これらが価格変動の激しいコモディティーであることを踏まえて、合計の配分をポートフォリオの10%以下に制限するように警告している。現物資産の裏付けがあるETFを売却する際には、内国歳入庁（IRS）がこれらをコレクティブル（収集品）と見なしているため、投資家は通常よりも高い税率を支払うことになる。

貴金属投資家のエイドリアン・デイ氏は、リスク許容度が中程度の長期投資家向けに、現物金属に30%、鉱業株に70%の組み合わせを提案している。現物金属への配分の少なくとも半分は金にすべきであり、銀の現物には金より少ない金額を配分する。銀は金よりも変動が大きく、短期間でより強力な上昇相場となる傾向があるためだ。白金とパラジウムの配分は最も少なくすることが好ましい。

デイ氏は、最近の急騰を考慮して、10年以上保有する意思がない限り、この水準で白金を追加することに慎重だ。白金とパラジウムは「金や銀よりもはるかに価格変動が激しく、より長い期間横ばいで推移する可能性がある」と警告する。

By Debbie Carlson
(Source: Dow Jones)

10. 美術品市場の閉塞感はどのくらい深刻か？

[経済関連スケジュール]

Just How Bad Is the Art Market's Case of the Blues?

美術品の収益率は大幅に悪化

出口の見えない閉塞感

美術品市場に閉塞感が漂っている。経済学者のジャンピン・メイ氏とマイケル・モーゼス氏は最近のレポートの中で「美術品市場はどん底で回復の兆しも見えない」と評した。モーゼス氏は、実際のところ過去6回のオークションシーズンは「常に低調だった」と語る。「21世紀に入ってから、これほど収益性の悪い期間がここまで続いたことはない」

市場分析会社のアートタクティックによると、2025年前半の美術品の売上は、ニューヨークではクリスティーズ、サザビーズ、フィリップスの三大オークションハウスで1.2%増加したが、全世界では6.



Illustration by Elias Stein

2%減少した。アートタクティックCEOのアンダー・ペッターソン氏は、経済成長、インフレ、地政学リスクへの懸念が「投資家心理を圧迫し、より慎重な投資環境を生み出している」と記している。

直近の収益率はマイナスに

Not a Pretty Picture

Since 2008, the percentage of artworks sold at auction with negative returns has been rising.



Source: JP Mei & MA Moses Art Consultancy

メイ氏とモーゼス氏は、1970年以降にオークションで購入され、2000年以降に売却された作品について分析し、売却時の年複利収益率とその標準偏差（時間経過に伴うリターンの変動幅）を計算している。また、リターン1単位当たりのリスクを測るため、変動係数（COV）を用いている。

今年の春の世界オークションシーズンにおける売却作品の平均リターンはマイナス0.2%で、1年前はプラス0.1%だった。リターンが低下する一方でリスクは上昇し、標準偏差は16%に達した。その結果、変動係数（COV）はマイナス80となり、2000年以降で2度目のリスク・リターン比（COV）がマイナスという事態になった。過去3回のシーズンでは、50%以上の作品がマイナスリターンで販売された。何

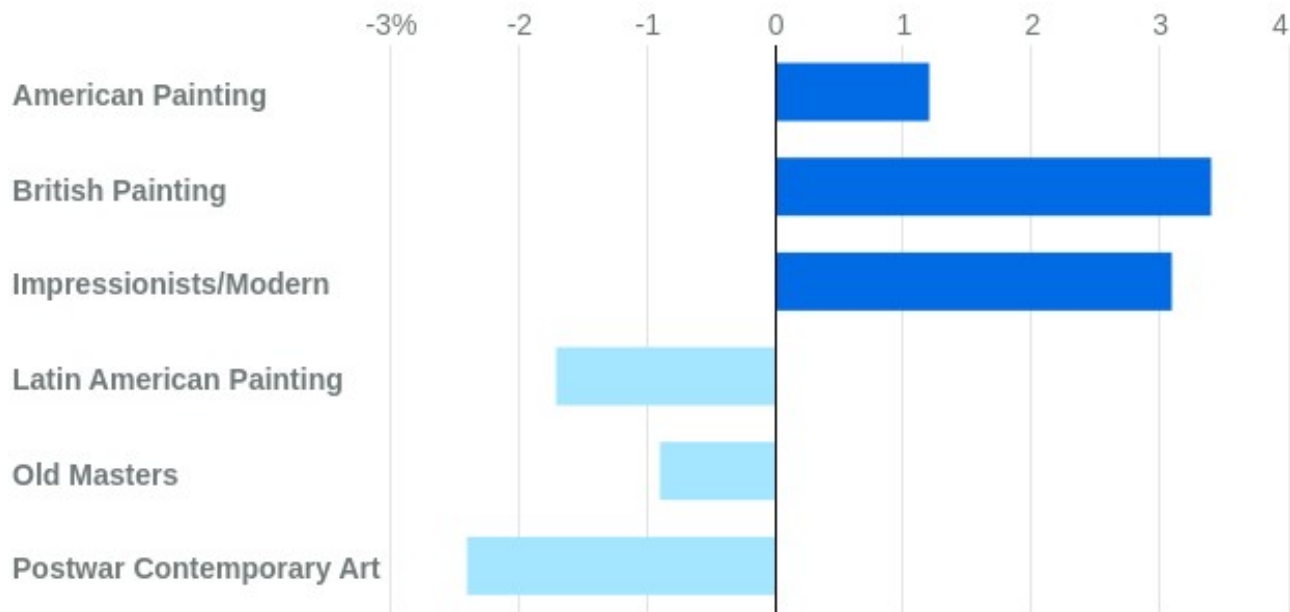
か良いニュースはあるだろうか？ モーゼス氏はこう述べる「もし、あなたがわれわれのように資産価格の平均回帰を信じるなら、今は買い時としては悪くない」

先週の出来事

Buy on the Dip?

Repeat sales of artworks in the spring auctions revealed few bright spots.

Mean Compound Annual Return



Source: JP Mei & MA Moses Art Consultancy

市場動向

トランプ大統領が関税問題の不確実性をエスカレートさせたことを受け、ドルは2000年以来の安値をつけた。トランプ大統領が相互関税を警告する書簡を各国に送った後、株価は下落した。日本と韓国宛ての書簡では、8月1日の新たな期限までに合意に至らない場合、関税率は25%になるとした。同大統領はさらに、新興国グループ「BRICS」に同調する国には追加で10%、銅・銅製品には想定50%、医薬品には200%（1年半後）、ブラジルには、ボルソナロ前大統領を迫害しているとして50%、カナダに35%の関税を課すと警告した。株式市場は関税問題を気に留めず、米半導体大手エヌビディア<NVDA>は時価総額が4兆ドルを突破し、S&P500指数は10日に最高値を更新した。その後、週末11日には株価は反落した。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1%、S&P500指数は0.3%、ナスダック総合指数は0.1%、それぞれ下落した。

企業動向

電気自動車（EV）大手のテスラ<TSLA>の株価は、イーロン・マスク氏が新党「アメリカ党」結成を表明したことを受けて下落した。SNS大手のX（旧ツイッター）のリンダ・ヤッカリーノ最高経営責任者（CEO）は退任した。最高裁は政府機関が人員削減を進めることを容認した。ウォール・ストリート・ジャーナルは、米食品大手クラフト・ハインツ<KHC>が食料品事業の大部分のスピンオフに向け準備中と報じた。司法省は、管理医療システムを運営するユニテッドヘルス・グループ<UNH>の不正請求をめぐる捜査中と述べた。

M&A（合併・買収）など

- ・ロンドン市場上場を模索していた中国のオンライン・ファストファッション企業Shein（シーイン）は、香港取引所に新規株式公開（IPO）を申請した。
- ・人工知能（AI）クラウドベンダーのコアウィーブ＜CRWV＞は、データセンター運営会社のコア・サイエンティフィック＜CORZ＞を90億ドルで買収することで合意した。支払いはすべて株式で行われる。
- ・米製薬大手メルク＜MRK＞は、呼吸器疾患の治療薬を得意とする英バイオ医薬品企業ベローナ・ファーマ＜VRNA＞を100億ドルで買収する。
- ・イタリアのチョコレートメーカー、フェレロ・ロシェは、シリアルメーカーのWKケログ＜KLG＞を31億ドルで買収し、非上場化する。

今週の予定

7月15日（火）

第2四半期の決算シーズンが、金融、ヘルスケア、ハイテクセクターの決算発表を皮切りに本格化する。15日に米金融大手各社、ブラックロック＜BLK＞、シティグループ＜C＞、JPモルガン・チェース＜JPM＞、ウェルズ・ファーゴ＜WFC＞、続いて16日に、半導体製造のASMLホールディング＜ASML＞、米金融大手バンク・オブ・アメリカ＜BAC＞、ゴールドマン・サックス・グループ＜GS＞、モルガン・スタンレー＜MS＞、米ヘルスケア用品大手ジョンソン・エンド・ジョンソン＜JNJ＞が発表する。17日は、医薬品のアボット・ラボラトリーズ＜ABT＞、インターネットメディア・サービスのネットフリックス＜NFLX＞、半導体製造の台湾積体回路製造（TSMC）＜TSM＞が四半期の決算発表を行う。週を締めくくる18日には、クレジットカード大手アメリカン・エクスプレス＜AXP＞、金融サービス会社チャールズ・シュワブ＜SCHW＞が業績を発表する。

米労働統計局（BLS）が6月の消費者物価指数（CPI）を発表する。市場予想は前年同月比2.6%の上昇で、5月を0.2%ポイント上回る。また変動の大きい食品とエネルギーを除いたコアCPIは前年同月比2.9%の上昇と予想されている。5月は2.8%の上昇だった。

7月17日（木）

国勢調査局（商務省）が6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0.1%増と予想されている。5月は0.9%の減少だった。

7月18日（金）

ミシガン大学が7月の消費者景況感指数を発表する。6月の1年先のインフレ期待は5%で、40年来の最高となった5月の6.6%を下回った。

統計と数字

1万9百件：第2四半期に発表された合併・買収（M&A）の件数で、新型コロナパンデミックの2022年を除き2015年以降で最少。

3.6%：中国の6月の生産者物価の下落率。5月の3.3%からさらに低下し、2年ぶりの低水準。

74%：今年、世界で建設された風力および太陽光発電プロジェクトにおいて中国の占める割合。全689ギガワット中、510ギガワットに当たる。

290億ドル：米国の電力会社が、今年これまでに申請した電気料金値上げの総額で、1年前と比べて142%増加。

By Abby Schultz
(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』 2025/07/13

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