

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/08/10

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 誰もが暗号資産の流行に乗っているが、悲惨な結果を招く可能性も - Everyone Is Along for the Crypto Ride Now, Even if It Ends Badly [カバーストーリー] P.1
トランプ政権はデジタル資産をメインストリームに押し上げようと後押し
2. パラマウントの合併は既存株主には不利でも、新規投資は魅力的 - The Paramount Merger Was a Bad Deal for Old Shareholders. Buying the Stock Is a Good Bet for New Ones. [注目銘柄] P.6
新CEO率いる新生パラマウントに割安感
3. 空売りが積み上がったコールズが直面する長期的課題 - Kohl's Has Bigger Problems Than the Meme-Stock Trade [フィーチャー] P.10
ミーム株トレーダーによって株価は7月に急騰
4. 7兆ドルのMMF投資残高が株式市場の追い風に - There's \$7 Trillion in Money-Market Funds. That's Bullish for Stocks. [インタビュー] P.13
クレセット創設者ジャック・エイプリン氏インタビュー
5. インフレ加速・成長減速・株はバブル気味、今後の火種は？ - Inflation Is Rising, Growth Is Slowing, and Stocks are Bubbly. What Could Go Wrong? [コラム] P.17
経済指標がカギを握る
6. CPIはインフレの本当の姿を反映しているか - Does CPI Reflect True Inflation? Some on Wall Street Have Doubts. [コラム] P.19
ウォール街には公的統計への疑い
7. 関税などの懸念を払拭して株価は高値圏 - Tariffs Be Damned. Stocks Flirt With a New Record High. [米国株式市場] P.21
業績が好調ならば乱高下があっても我慢
8. 米国の対ハイテク製品関税は不確実な点が多い - The Tech Tariffs Arrive. Why 100% Levies Had 0% Impact. [ハイテク] P.23
最大の焦点は通商拡大法232条に基づく関税からの除外規定
9. 新卒者の職がないのはAIのせいではない - Don't Blame AI if Your College Grad Can't Find a Job [経済政策] P.25
雇用統計の悪化に備えよ
10. 銃撃事件で経営幹部のセキュリティ対策費用が増加 - Spending for Executive Protection Is on the Rise [経済関連スケジュール] P.27
テクノロジー企業などがCEOらの警護強化

※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. 誰もが暗号資産の流行に乗っているが、悲惨な結果を招く可能性も Everyone Is Along for the Crypto Ride Now, Even if It Ends Badly トランプ政権はデジタル資産をメインストリームに押し上げようと後押し

[カバーストーリー]

ホワイトハウスに暗号資産業界の幹部が集結

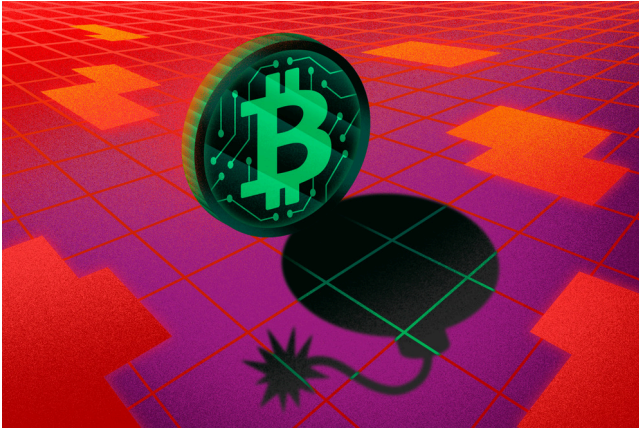


Illustration by Ariel Davis

7月30日に米ホワイトハウスで開催された会合は、昨年ならば考えられないものだった。暗号資産（仮想通貨）取引所大手のコインベース・グローバル<COIN>、同業のクラークン、決済プラットフォーム開発会社リップル・ラボなど暗号資産関連企業の幹部数十人が集まったのだ。

バイデン政権下では、この会合に出席した多くの企業が、証券規制当局によって訴追されたり、捜査の対象になったりしていた。今やトランプ政権幹部や企業の経営陣は、ホワイトハウ

スが新たに発表した暗号資産を米国人の日常生活に組み込むためのロードマップに関する160ページの報告書を代わる代わる称賛している。会合に出席したある経営幹部は「われわれは勝利しつつある」と語った。

トランプ政権が暗号資産に対する方針を180度転換したことで、一部の主要な金融機関は、かつては傍流の投資先だった暗号資産を受け入れ始めている。銀行とデジタル資産企業との取引は、以前は規制当局によってほとんど禁止されていたが、今では奨励されている。証券規制当局に告発されていた企業は、今や米国人が住宅ローンの支払いや食料品の購入に利用する決済システムに組み込まれようとしている。

直近の暗号資産の大暴落は、2022年の暗号資産取引所FTXの破綻につながったが、実体経済や金融システム全体にはほとんど影響を及ぼさなかった。次はそうはいかないだろう。デューク大学金融経済センターのフェロー、リー・ライナーズ氏は「すべてのガードレールが一度に取り払われつつある。再び暴落が発生すれば、痛みは深刻なものになる」と語る。

大統領選の支援をきっかけに規制緩和が進展

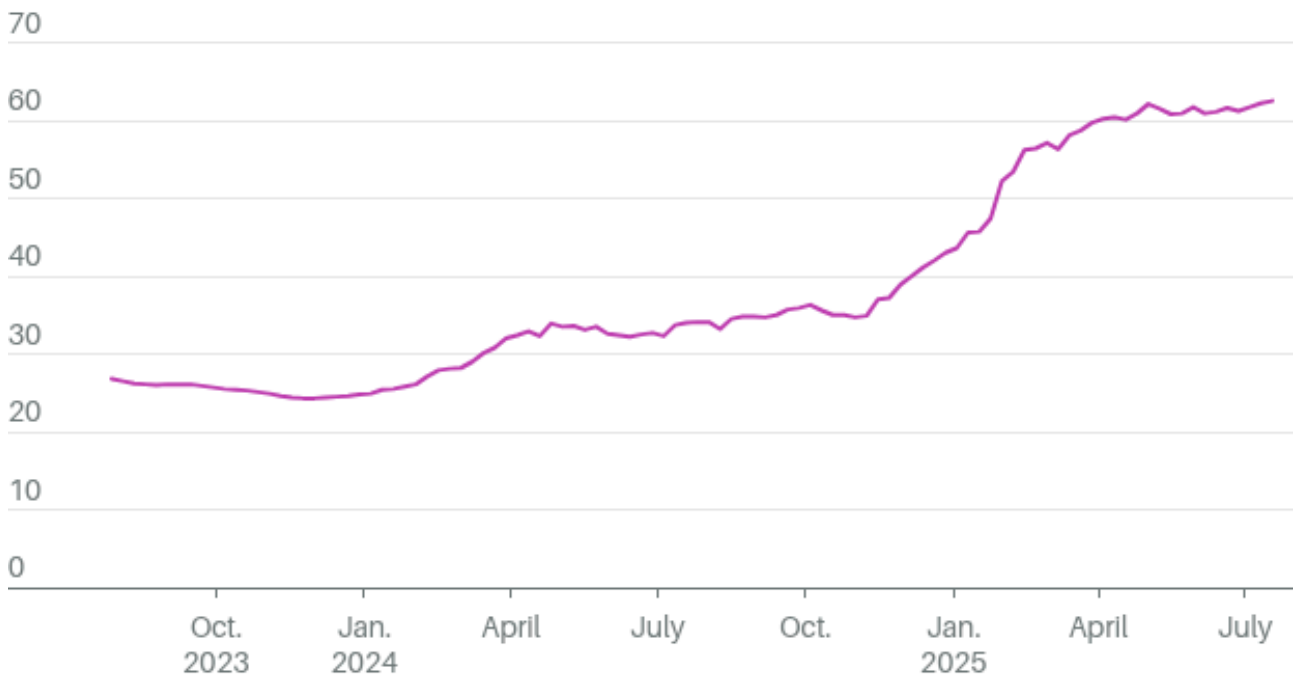
トランプ政権の幹部は、暗号資産とブロックチェーンがイノベーションを促進し、投資家を助け、米国経済をけん引するだろうと述べている。さらに、業界への支援は、暗号資産関連の新たな雇用を維持することにつながるという。暗号資産への移行は不可避であり、米国人はその恩恵を受けるべきだとも主張している。

トランプ氏の大統領当選以来、暗号資産の価格は急上昇している。最大の暗号資産であるビットコインは71%上昇して11万6600ドルとなり、2番目のイーサは56%上昇している。暗号資産取引所を運営するコインベース<COIN>の株価が50%上昇して294ドルとなり、個人向け金融サービスプラットフォームのロビンフッド・マーケット<HOOD>は3倍以上の101ドルに上昇するなど、取引プラットフォ

The Stablecoin Boom

The market capitalization of the biggest U.S. stablecoin, Circle's USDC, has more than doubled in two years.

\$80 billion



Source: Bloomberg

ームの株価も押し上げられている。

暗号資産がワシントンで力を持ち始めたのは最近のことだ。トランプ氏は1期目当時、暗号資産は「裏付けがない」と語り、退任後の2021年にはテレビ番組で「詐欺のようなものだ」と発言した。こうした見解が急に変わったのは、2022年にトランプ氏が非代替性トークン（NFT）という暗号資産によって数百万ドルの利益を得た後のことだ。トランプ家はトークンの発行と暗号資産の貸借プラットフォーム開発を手掛ける暗号資産企業の立ち上げに関与した。ソーシャルメディア運営会社トランプ・メディア・アンド・テクノロジー・グループ<DJT>は8月、ビットコインとその関連証券を20億ドル保有していることを開示した。

業界幹部は選挙前、トランプ氏に寄付金として数百万ドルを提供できると約束した。トランプ氏は「クリプト（暗号資産）プレジデント」を公然と自称するようになり、主要政党の候補者として初めてビットコインによる寄付を受け付けた。業界は2024年の選挙で最大の寄付者の一つとなり、トランプ氏だけでなく、業界にとって追い風となる規制の推進を公約した共和党と民主党の数十人の議員も支援した。

結果は予想を大きく超えるものだった。証券取引委員会（SEC）は、トランプ政権の発足後の数週間に、複数の暗号資産関連企業に対する訴訟や調査を取り下げた。最も顕著なのは、SECが5月、リップルが未登録の証券を販売したことに関して、裁判所で勝ち取った差し止め命令を破棄し、罰金を減額しようとしたことだ。判事はこの動きを退けた。

トランプ政権はバイデン時代の訴訟を撤回しているだけではない。従来型の金融機関に対して、暗号資産への関与を深めることを積極的に奨励している。4月には、銀行の規制当局はバイデン政権下で発表された指針を取り消した。この指針は銀行に対して、暗号資産関連事業を開始する前に認可を得ることを実質的に義務付けるものだった。当局は銀行がデジタル資産企業との取引を拡大することも奨励している。

銀行の動きは速い。金融大手バンク・オブ・アメリカ<BAC>のモイニハン最高経営責任者（CEO）とシティグループ<C>のフレイザーCEOは、7月の決算説明会で、米ドルにひも付けられた暗号資産である「ステーブルコイン」の発行を検討していると語った。JPモルガン・チェース<JPM>のダイヤモンドCEOは、以前はビットコインを「ねずみ講」と言っていたが、現在はJPモルガンも「プレーヤー」になりたいと述べている。一部の銀行は、ビットコインの上場投資信託（ETF）を担保とする顧客への融資を提供し始めている。

幅広い決済利用には懸念あり



Illustration by Ariel Davis

今後数カ月で暗号資産は急激な後押しを受ける可能性がある。トランプ氏は7月、ステーブルコインに関する規制法に署名した。この法律では、ステーブルコインが米国債、銀行預金、MMF（マネー・マーケット・ファンド）などの安全資産によって裏付けられることを義務付けている。

バイデン政権下のSECで首席補佐官を務めたフィッシャー氏は、規制法の懸念の一つとして、ステーブルコインは他の決済手段より危険な可能性があるにもかかわらず、同法では決済にお

ける幅広い利用が認められていると指摘する。

2023年、ステーブルコイン発行企業サークル・インターネット・グループ<CRCL>が発行し、米ドルを裏付けとする最大のステーブルコインであるUSDCの取引所における価格は、額面1ドル当たりわずか88セントまで急落した。これはサークルが、同年春に破綻したシリコンバレー銀行から準備金の8%を引き出せない状態にあると発表したことによるものだ。バイデン政権は、預金保険の対象外である預金者の救済に同意し、USDCの価格は回復した。

金融規制強化を提唱する非営利組織ベター・マーケットズの政策ディレクターを務めるフィッシャー氏は、米国人がUSDCを決済に広く利用していた場合、結果はより深刻なものになっただろうと指摘する。例えば、買い物客が食料品店で支払いに1ドル相当のUSDCを使用したときに、その価値が1ドルを下回っていたら、店側は最終的にUSDCが額面通りに償還されると信じるか、あるいは資産価値が目減りしていることを顧客に認めさせなければならなかっただろう。

フィッシャー氏は「地方の個人営業のコンビニに対して、ステーブルコインとドルの換算チャートを常に壁に掛けておけというのだろうか。ステーブルコインがその価値を失った場合、政府に対して救済を

求める圧力は非常に大きなものになるだろう」と指摘する。

なおサークルの幹部は、USDCの取引価格は2023年に下落したものの、USDCを1ドルで償還できなかったことはないと述べた。USDCの準備金は現在、米国債、米国債レポ、現金などを保有するMMFや、銀行預金として保有されている。

退職金口座や住宅ローンでの利用も拡大か

一部の金融専門家は、規制当局が銀行とデジタル資産企業との取引をやめさせようとしていたこと自体が問題の原因になっていたと語る。規制当局の警告によって、一握りの銀行しか暗号資産事業に積極的に取り組まなくなったことで、リスクが集中し、業界が急落した場合に破綻しやすくなっていたという。

トランプ政権は、多くの米国人の退職金口座から暗号資産を排除してきたバイデン時代の規制を廃止し始めている。2022年、労働省は企業に対して、暗号資産関連の投資を提供している年金基金に「深刻な懸念」があると警告する指針を発表し、そのような行為は受託者義務に違反していると示唆した。今年5月、トランプ政権下の労働省はこの指針を廃止した。

トランプ大統領は7日、確定拠出年金（401k）が暗号資産などに投資しやすくすることを狙って、労働省とSECに対して指針や規則の再検証を命じる命令に署名した。

その翌月、連邦住宅金融庁（FHFA）のパルト局長は、連邦住宅抵当金庫（ファニーメイ）と連邦住宅貸付抵当公社（フレディマック）に対して、暗号資産を換金せずとも、住宅ローンの借り手の資産として認めることを検討するよう命じた。民主党上院議員のグループは、この動きが「住宅市場と金融システムの安定性にリスクをもたらす可能性がある」と指摘した書簡をパルト局長に送付した。

ファニーメイとフレディマックは、住宅ローンの引き受けに当たり、暗号資産以外にも価格が変動する資産（株式など）を考慮している。しかし、上院議員らは、株式市場と比較した暗号資産市場の過去のボラティリティーの高さや流動性の低さを考えると、借り手が債務不履行（デフォルト）を避けるために暗号資産を良好な価格で速やかに換金できる可能性は低いと主張する。

暗号資産の懐疑派の一部は、米国が過去にこのような規制緩和を進めたことで、深刻な結果を招いたと語る。2000年、米議会は商品先物取引近代化法を可決した。同法は商品先物取引委員会（CFTC）が店頭取引デリバティブを監督することを実質的に妨げていた。これらのデリバティブにはクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）が含まれており、2007年から2009年にかけて金融危機の大きな要因の一つとなった。

次の狙いは「トークン化証券」

ブロックチェーン業界の次のターゲットは株式市場そのものだろう。SECは、企業が「トークン化証券」を速やかに提供できるようにする方法を模索していると発表した。これは実質的に、ブロックチェーン上で株式を24時間365日売買できるようにするものだ。

クラークは5月、アップル＜AAPL＞、電気自動車（EV）大手テスラ＜TSLA＞、半導体大手エヌビ

ディア<NVDA>などのトークン化株式を米国外の投資家に提供すると発表した。コインベースは、取引所がトークン化株式を速やかに提供できるようにするために、SECが規制を免除すべきだと主張している。暗号資産業界の幹部は、トークンは24時間365日の取引に加え、取引コストを削減し、迅速な決済を可能にすると述べている。

従来型金融機関の業界団体は暗号資産業界の要求を警戒している。業界団体は、トークン化株式は株式市場を分断する可能性があり、従来のプレーヤーが順守すべき規則を回避するものだと主張している。

大手機関投資家などから構成される業界団体のヘルシー・マーケット・アソシエーションは、トークン化証券に対する一部の規制を免除することについて、株式デリバティブに関する規則の欠如が、ファミリーオフィスのアルケゴス・キャピタル・マネジメントの破綻や、2010年にダウ工業株30種平均（NYダウ）が数分間で9%下落した「フラッシュ・クラッシュ」につながったこととの類似性を指摘する。

ヘルシー・マーケットのゲラシュCEOは、「ある金融商品に対して非常に複雑な規制を課しているにもかかわらず、それと経済的に同等な金融商品の取引環境において、市場を保護するための同一の規制を適用しないのは不条理だ」と語る。

一方、暗号資産会社の幹部や支持者は、暗号資産が金融システムに及ぼすリスクは誇張されていると主張する。また、ブロックチェーン技術はコストの削減、利便性の向上、経済成長をもたらすという。

コインベースのグレワル最高法務責任者は「近年の米国の金融危機は、主にレバレッジと不透明性という二つの要因によるものだ。暗号資産はどちらにも関係がない」と語る。過去にビットコインとイーサの価値が80%超下落したことについては「どちらのケースでも、政府の介入は不要だった。誰も救済を必要としなかった」と述べる。

ホワイトハウスや一部の議員は、今まで存在しなかった暗号資産規制を導入することでリスクが高まると主張するのはおかしいと述べている。あるホワイトハウス幹部は本誌の取材に対して、今やステーブルコインの発行体は米ドルと1対1の準備金が必要とされ、監査の対象になり、マネーロンダリング（資金洗浄）対策の基準にも従わなければならないと指摘する。幹部は「他にどんな選択肢があるのか。われわれは消費者の保護策を講じているではないか」と語る。

トランプ政権の暗号資産推進策は全く終わっていない。上述の160ページの計画書では、デジタル資産をデリバティブの担保として活用するための指針をCFTCが検討すべきであるとしている。さらに、CFTCとSECについては、暗号資産企業が規制上の負担をすべて負わなくても新商品をテストできるように、規制のサンドボックス（実証環境）を検討するとしている。計画書が発表された翌日、SECのアトキンス委員長は「米国の金融市場がブロックチェーン上に移行できる」ようにするために、SEC全体での取り組みを立ち上げると述べた。

ベセント財務長官は暗号資産業界の幹部に「もし勝利に飽きているとしても我慢してほしい。われわれの勝利はまだ終わっていないからだ」と語った。

By Joe Light
(Source: Dow Jones)

2. パラマウントの合併は既存株主には不利でも、新規投資は魅力的

[注目銘柄]

The Paramount Merger Was a Bad Deal for Old Shareholders. Buying the Stock Is a Good Bet for New Ones.

新CEO率いる新生パラマウントに割安感

パラマウントとスカイダンスの合併が完了



Eric Thayer/Bloomberg

米映画製作大手スカイダンス・メディアによるメディア大手パラマウント・グローバルの買収手続きが完了した。IT大手オラクル<ORCL>創業者ラリー・エリソン氏の息子で、スカイダンスの最高経営責任者（CEO）であるデービッド・エリソン氏が、苦境に陥ったメディア企業の再建という、一度は不可能と思われた事業に挑む。投資家は、この流れに乗ることを検討しても良いかもしれない。

パラマウント株は過去10年以上、最悪の状態が続いていた。ケーブルテレビの解約や事業縮

小、厳しい広告市場の環境など、旧来のメディア事業が抱える問題により、株価は75%も押し下げられた。この過程で損失を被った投資家の中には、ウォーレン・バフェット氏もいる。バークシャー・ハサウェイ<BRK.A><BRK.B>は、2022年に1株約30ドルで30億ドル分のパラマウント株を購入し、2年後に売却したが、その間に価値が約半分になった可能性がある。バフェット氏は2024年のバークシャーの年次株主総会で「パラマウントへの投資判断は100%私の責任だ。わが社は大きな損失を出した」と述べた。

しかし、エリソン一族の参入により新時代の幕が開けた。新会社パラマウント・スカイダンス・コーポレーション<PSKY>は、CBSテレビネットワークをはじめとするCBS系列局、パラマウント映画スタジオ、MTV、ニコロデオン、コメディセントラルなど多数のケーブル局、動画配信サービスParamount+（パラマウントプラス）など、多くの有力事業を抱える。そして、エリソン氏はそれらを成功に導く意思と資金力を備えているようだ。現時点でパラマウント株を購入することは、世界有数の富豪一族が本気で取り組むビジネスに同乗することを意味する。

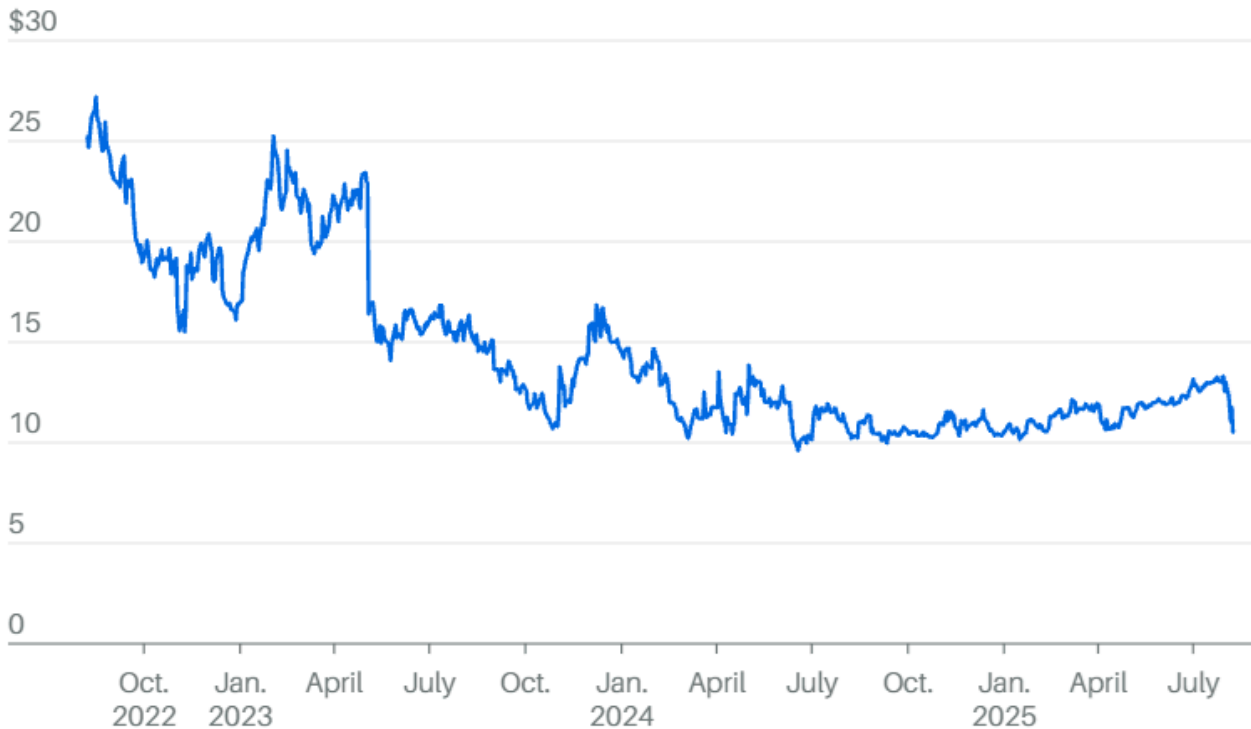
株式調査会社ライトシェド・パートナーズのメディアアナリスト、リチャード・グリーンフィールド氏は「エリソン氏はこの会社を将来に向けた意味のある投資と位置付けているようだ」と評した。

一般株主に不利な取引条件

パラマウントとスカイダンスの合併には、評価できる点がほとんどなかった。市場で取引されていたパラマウントのクラスB株の保有者は、保有株式の半分を1株15ドルで現金化され、残り半分は新パラマウント株と1対1で交換された。一方、議決権を持つクラスA株を支配していたレッドストーン家は、クラスB株主よりも高い評価額で買い取られ、他のクラスA株主も同様の扱いを受けた。より公平な取引であれば、すべての株主に同額を支払っていたはずで、実際、メディア界の大物ジョン・マローン氏は近年の取引で、自身の特別議決権株をそのように扱っている。

Paramount, a Skydance Corporation

(PSKY / NASDAQ)



Source: Bloomberg

パラマウントは、エンターテインメント業界では小規模なスカイダンスに対して、払い過ぎているように見える。スカイダンスの今年の予想売上高は約23億ドルであるのに対し、パラマウントは280億ドルであり、利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）は、スカイダンスの2億7500万ドルに対して、パラマウントは30億ドル超が予想されている。パラマウントは取引の一環としてスカイダンス株を購入しており、30億ドル超も支払っている。

現在、発行済み株式数は約10億株となり、合併前の約6億5000万株から増加した。そのうち、約3億株を一般投資家が保有している。新会社の時価総額は110億ドルで、加えて100億ドルもの純有利子負債を抱える。複雑な取引構造の結果、スカイダンスはパラマウントの経済的な利権の70%と議決権の100%を握った。

CBSが7月、トランプ大統領に1600万ドルの和解金を支払うという物議を醸す出来事があった直後に、合併が当局から認可された。この経緯も投資家に後味の悪さを残した。株価は直近1週間で19%下落して10.51ドルとなり、52週安値の10ドルに迫っている。

■ エリソン氏の手腕に期待

それは今やすべて過去の話だ。合併が完了し、多くの好材料が出てきた。新CEOには、42歳の熟練パイロットであり、熱狂的な映画愛好家であるデービッド・エリソン氏が就任し、経営権を握るエリソン一族の潤沢な資金が背後に控える。ラリー・エリソン氏の純資産のほとんどはオラクル株だが、ブルームバーグの推定によれば、その額は3000億ドルに達し、イーロン・マスク氏に次ぐ2番目の大富豪

Key Data

Paramount, a Skydance Corporation

Recent Price	\$10.51
Market Value	\$11.0 billion
Net Debt	\$10.3 billion
2025E Revenue	\$32.0 billion
2025E OIBDA	\$3.5 billion
Enterprise Value/OIBDA	6.1
Largest Shareholder	Skydance Media (70%)

Note: E=Estimate; OIBDA=Operating income before depreciation and amortization

Sources: Bloomberg, company reports

だ。

デービッド・エリソン氏は適切なタイミングで最適なリーダーになる可能性がある。パラマウント規模の企業を経営する経験は持ち合わせていないものの、外部者の視点とテクノロジーに対する鋭い感覚を業界に持ち込むことになる。メディア業界は、長らく法外な報酬を得た古参経営者が経営を悪化させる間に、動画配信大手ネットフリックス<NFLX>の業界支配を許した。7日に合併が成立した際に掲載された書簡でエリソン氏は、パラマウントを「無駄がなく、素早く、スマートに対応し、環境適応力の高い企業」へ生まれ変わらせると約束した。

7月に合併交渉が発表された際、パラマウントは年間20億ドルのコスト削減を目指していると語り、エリソン氏は7日の書簡で、パラマウントには目標額を「達成するだけでなく、大幅に上回る」能力があると「強く確信している」と語った。パラマウントは最近、スティーブン・コルベア氏の深夜トーク番組を2026年に終了し、年間4000万ドルのコスト削減を目指していることを明らかにした（放送終了には政治的な思惑が作用していると非難する声もある）。

パラマウントの再生に賭ける

話はコスト削減にとどまらない。エリソン氏が、ワーナー・ブラザーズ・ディスカバリー<WBD>を模倣してケーブル網をスピノフ（分離・独立）する、あるいは別会社のケーブル資産と統合するとの臆測もある。別の選択肢としては、単純にフリーキャッシュフローを取り込み、グループの別の事業へ再投資することも考えられる。パラマウントがニューヨークやロサンゼルスに保有する高価値の14拠点のCBSテレビスタジオを売却することも考えられる。

エリソン氏の書簡から判断すると、資産を削減するよりは強化する方に傾いているようだ。完全な支配権を有し、潤沢な資金が背後に控え、依然として収益性の高いパラマウントを経営するとなれば、エリソン氏が資産売却の圧力にさらされる理由はない。それどころか、適切な戦略を執行するだけの余裕がある。エリソン氏は、パラマウントはクリエイティブなエンジンを「フル回転させ」つつ、主力

のストリーミングサービスParamount+を「拡充し」、プレミアムで独自のコンテンツへの投資を「増やす」とも語っている。

会員数7800万人を有するものの、業界他社に比べて規模で見劣りするParamount+への投資の可能性もある。Paramount+の戦略は、少数の高品質なテレビドラマ作品に絞り込むもので、大量のコンテンツを生み出すネットフリックスの戦略とは一線を画す。ライトシェド・パートナーズのグリーンフィールド氏は、スポーツ分野への投資を増やす可能性があるかとみている。CBSは既にナショナル・フットボール・リーグ（NFL）と長期契約を締結している。ありがたいことに、エリソン一族には投資を可能にするだけの財力がある。

グリーンフィールド氏は「パラマウントとその前身の会社は常にオーナー一族の支配下にあり、今回エリソン氏のおかげで、そこに世界屈指の富豪一族が加わるようになったが、それ以上に重要なのは、テクノロジーがコンテンツ同様に重要だとの考えをもたらすことだ」と記した。

ウォール街は依然として納得していない。ブルームバーグによれば、パラマウントをカバーする25人のアナリストのうち「買い」と評価しているのはわずか3人で、10人近くが「売り」としている。パラマウントは人気のない業界で逆張りの賭けなのだ。

パラマウントは、2026年の営業利益41億ドル、2027年は45億ドルと予想した昨夏以降、ガイダンスを更新していないため、投資家は向こう数週間かけて、エリソン氏のやり方や財務面の明確な手掛かりを求めることになるだろう。パラマウントの配当利回りは約2%だが、新たな配当方針はまだ設定されていない。

結局のところ、パラマウントは、エリソン氏の指揮下での再生に賭ける割安な投資である。バリュエーションは、2025年上半期の営業利益約35億ドルの年率換算値に対し約6倍であり、バリュエーションの低い業界にあっても割安と言える。S&P500指数構成銘柄に残る可能性もある。

エリソン一族が公開株を買い集めることも十分に可能だ。パラマウントの浮動株は総額30億ドル超にすぎず、エリソン一族の純資産の約1%相当だ。

パラマウント再生の道筋はいろいろあるが、株に賭けてみるには良いタイミングだ。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

3. 空売りが積み上がったコールズが直面する長期的課題 Kohl's Has Bigger Problems Than the Meme-Stock Trade ミーム株トレーダーによって株価は7月に急騰

[フィーチャー]

ミーム株トレーダーの標的に



Scott Olson/Getty Images

空売りが大量に積み上がっていた小売り大手のコールズ<KSS>の株式は、7月中旬にミーム株トレーダーの注目を集め、一時的に大量に買い入れられたことで、株価は50%近く急騰した。しかし、この新たな注目はコールズの長期的な問題を解決するものではなく、投資家はこの株価上昇をコールズの百貨店事業に対する新たな楽観論と誤解すべきではない。

S&Pグローバル・マーケット・インテリジェンスによると、7月29日時点でコールズの発行済み株式1億1200万株のうち、40%近くが空売り

されており、コールズは米国で最も空売りされている銘柄となっている。この空売りポジションの多さは、多年にわたる売上高の減少、利益率の低下、そして経営陣の混乱が続く事業に対する投資家の懸念の表れだ。

空売りをする投資家は、後でより低い価格で買い戻すことを見込んで、借り入れた株式を売却する。コールズの株価は2021年以降約70%下落し、最近では10ドル70セントで取引されているが、弱気派はさらに下落するとみている。ミーム株のトレーダーはしばしば、大量に空売りされる銘柄を標的とし、株価を押し上げることで空売りする投資家にポジションを解消（スクイーズ）させようとする。これにより、空売りする投資家は損失を抑えるために株式を買い戻すことを余儀なくされる。

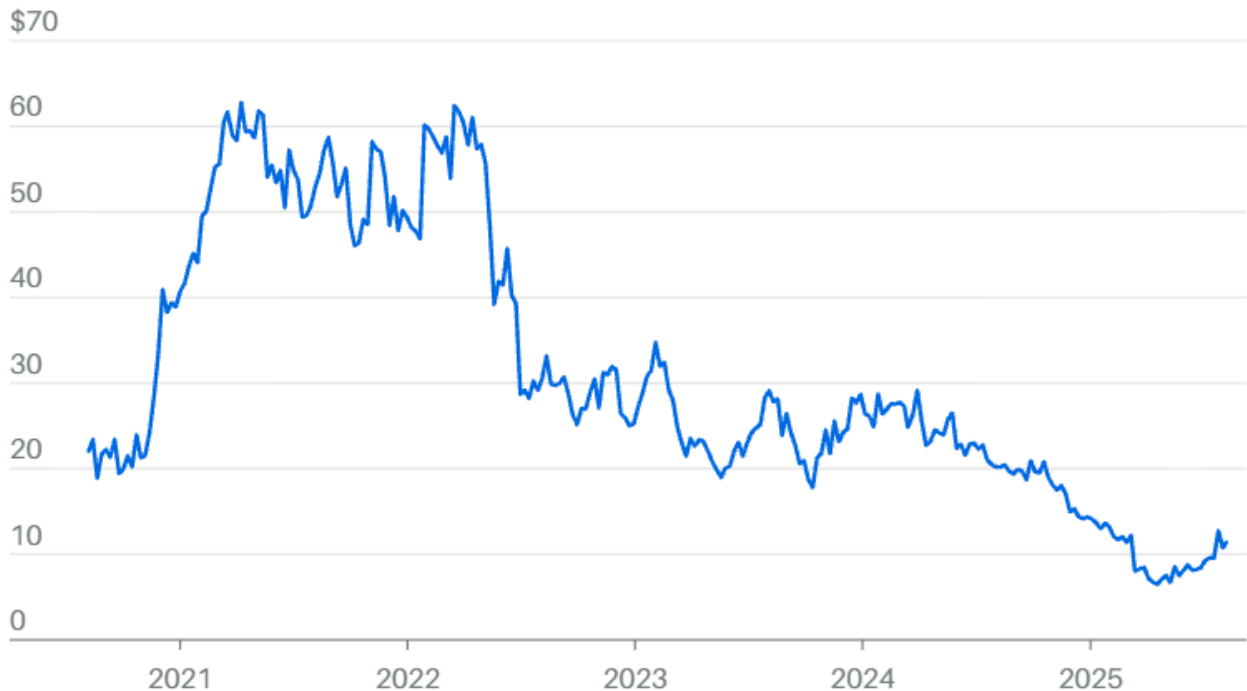
一貫性を欠く経営と失われた顧客

ウィスコンシン州メノモニーフォールズに本社を置くコールズは、49州で1100カ所を超える中価格帯の店舗を展開し、コールズ・ドットコムの子会社取引（Eコマース）事業も運営している。他の中堅小売業者、特に百貨店業界と同様、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）以降、苦戦を強いられてきた。オンラインショッピングの普及により、実店舗の売り上げが落ち込み、ビジネスモデルが圧迫されている。

コールズの利益は、2月1日を期末とする会計年度に48%減の1株当たり1ドル50セントとなり、売上高は7%減の154億ドルだった。ファクトセットによると、アナリストらは今年度の1株当たり利益を43セント、売上高を146億ドルと予測している。既存店売上高は13四半期連続で減少しており、営業利益率とフリーキャッシュフローも同様に減少している。フリーキャッシュフローは、前年度の5億9100万ドルから、2024年度には1億0400万ドルにまで減少した。調整後営業利益率は、2015年度の7.7%から、2024年度には3.1%に低下した。コールズは3月に、手元資金の確保と負債の圧縮に注力するため、四半期配当を従来の1株当たり50セントから12.5セントに引き下げた。コールズの配当利回りは現在、約4.2%となっている。

Kohl's

(KSS / NYSE)



Source: FactSet

コールズの経営上の課題は、経営陣が頻繁に交代することでさらに複雑化している。コールズは過去10年間で5人の最高経営責任者（CEO）を迎え入れており、CEOそれぞれは各自のビジョンと事業再生計画を持っていた。多くの場合、それは前任の経営陣が行った変革を覆すものだった。

2021年にコールズの経営陣に入り、2022年12月～2025年1月までCEOを務めたトム・キングスバリー氏の下で、コールズはオフプライス（安売り）モデルへとシフトした。これには、プライベートブランドや「コールズ・キャッシュ」と呼ばれるクーポンを削減し、ジュエリーなど人気商品カテゴリを廃止することが含まれていた。ゴードン・ハスケットのアナリストであるチャック・グロム氏は、これらの対応はブランドの中核的な顧客の反発を招くものだと述べており、コールズの投資判断を「アンダーウエート」としている。キングスバリー氏にコメントを求めることはできなかった。コールズの広報担当者は、次の決算発表を控えて対外的な情報発信を控えるクワイエット・ピリオドになっていることを理由に、この記事に関するコールズ経営陣への取材を拒否した。

キングスバリー氏の後任CEOのアシュリー・ブキャナン氏は、これらの施策を撤回し始めたが、5月に解任された。調査の結果、ブキャナン氏が個人的に関係のあるベンダーと取引を結ぶよう会社に働き掛け、コールズの利益相反ポリシーに違反したことが判明した。ウォルマートの元幹部で2019年にコールズの経営陣に加わった暫定CEOのマイケル・ベンダー氏は、これまでのところブキャナン氏の事業戦略を踏襲している。しかし、アナリストらは、プライベートブランド商品や過去の商品ラインを復活させるという直近の取り組みでは、来店者数の増加やコールズが失った市場シェアを取り戻すのに不十分かもしれないと指摘する。

強気派と弱気派がぶつかる企業価値評価

グロム氏は、「空売りポジション（が多いこと）を踏まえると、市場はそれ（コールズの復活）が起こるとはみていない」と分析する。さらに、「私も実現可能だとは思わない。本当に難しいことだ」と述べた。グロム氏は、歴史が示すように、小売業者は中核的な顧客を失うと、それらの顧客を取り戻すことはほとんどできないと指摘した。コールズは他の百貨店と同様に、専門店やオンラインショッピングを好む若い顧客層とつながることに苦戦しているとも語った。

こうした懐疑的な見方がある一方で、コールズは過小評価されていると考えるファンも存在する。一部の強気な投資家の間には、コールズの事業が改善すると期待する人がいる一方で、同社の所有する不動産価値が時価総額13億ドルに反映されていないと主張する人もいる。モーニングスターのアナリスト、デビッド・スワーツ氏は、コールズの事業課題と経営陣の頻繁な交代（の問題）を認めるものの、コールズの適正な企業価値を1株当たり40ドルと評価しており、最近の株価水準から約260%の上昇余地があると指摘している。スワーツ氏は、「株価は信じられないほど過小評価されている」と述べ、コールズの利益率が極めて低いため、少し改善するだけでキャッシュフローを押し上げる可能性があるとしている。

コールズはわずか数年前まで、買収提案が相次ぐほど、今よりもはるかに高い評価を受けていた。ビタミンショップの当時のオーナーであるフランチャイズ・グループは2022年、コールズに対し1株当たり最大60ドルでの買収を提案したが、その後、マクロ経済の懸念を理由に提案額を53ドルに引き下げた。コールズの取締役会はこの提案を拒否し、その後株価は下落した。

コールズやメーシーズ<M>のような百貨店は、企業価値評価の低さと大規模な不動産ポートフォリオを背景に、魅力的な買収対象となっている。2月1日現在、コールズは自社店舗のうち405店舗と、ほとんどの配送センターを所有している。スワーツ氏は、コールズの企業価値を31億ドルと評価しているが、保有不動産の価値はそれを上回る可能性があると指摘している。

持続的な回復は経営改革次第

コールズの所有不動産こそが、ケイレブ・ハーバート氏がコールズに興味を持ったきっかけだった。ソーシャルメディアサイト「レディット」でコールズについての見解を投稿する小規模事業主で投資家でもあるハーバート氏は、不動産資産だけでも少なくとも1株当たり35ドルの評価に値すると考えている。ハーバート氏は買収提案やアクティビスト投資家の関与が株価を押し上げることを期待して、4月に株式を購入した。ハーバート氏は、「ミーム株トレーダーによる急騰や空売りポジションの巻き戻し（ショートスクイーズ）を当初の投資判断の根拠に含まれていなかったが、そうした動きは歓迎すべき展開だ」と語った。

ハーバート氏は、「私はショートスクイーズを非常に素晴らしい金融的な触媒だと考えているが、正直なところ、これまでやってきたこと、すなわちポジティブな投稿を続け、徐々に株価が上昇することを期待していた場合よりも、私の目標株価に到達するまでの時間がはるかに短くなるとみている」と語った。ハーバート氏は、ミーム株に関連した株価上昇が一時的なものになる可能性を認識している。実際、コールズの株価は7月中旬のミーム株によるピークから既に20%超下落している。個人投資家やソーシャルメディアのうわさ話によって押し上げられた株価は、通常変動が激しく、上昇を追う熱狂にはリスクも伴う。

コールズには、その多額の空売りポジションが示唆するリスクはより少ないかもしれない。ファクトセットによると、コールズはリースを含む72億ドルの純債務があるものの、最近借り入れにより直近の満期分を返済しており、次の返済期限は2029年までない。これにより、経営陣は財務上の柔軟性と事業改善のための時間を得ている。

株価に関しては、ミーム株トレーダーが再びコールズに戻ってきて、空売りする投資家にさらにポジションの解消を迫る可能性がある。しかし、持続的な株価回復は、資産売却、その他の戦略的なイニシアティブまたは事業の立て直しといった手段を通じて、経営陣が企業価値を解放する能力に依存する。現時点では、見通しは不透明だ。

By Sabrina Escobar
(Source: Dow Jones)

4. 7兆ドルのMMF投資残高が株式市場の追い風に [インタビュー] There's \$7 Trillion in Money-Market Funds. That's Bullish for Stocks. クレセット創設者ジャック・エイブリン氏インタビュー

株価は割高だがさらなる上昇も



Photograph by Saúl Martínez

ジャック・エイブリン氏は富裕層一族の資産管理を担うファミリー・オフィス・サービスや資産運用サービスを提供するクレセットの創設パートナー兼チーフ・インベストメント・ストラテジストだ。クレセットは2017年末に設立され、保有資産500万ドル以上のファミリーを対象としている。運用資産残高は現在700億ドルを超えている。

エイブリン氏はかつて住宅ローン担保証券（MBS）のトレーダーだった。クレセットの設立前は、BMOハリス銀行に17年在籍し、最高投資責

任者（CIO）を務めていた。

エイブリン氏は、企業利益や配当の成長率とS&P500指数の長期的なリターンとの間の乖離（かいり）から、S&P500指数は約27%過大評価されているとみている。だからと言って株式相場の上昇が続かないわけではないとも話す。特に、金利低下でMMF（マネー・マーケット・ファンド）から株式へ資金を移動させる動きが加速すれば、さらに上昇する可能性があるという。創業者が最高経営責任者（CEO）を務める企業のリターン、人工知能（AI）で将来勝利を収める企業、資産運用戦略、配当株の魅力に関して7月24日に行ったエイブリン氏と本誌のインタビューを以下に編集してお届けする。

創業者兼CEOがもたらす違い

本誌：クレセットの顧客の多くが創業者兼CEOだ。創業者兼CEOのメリットは。

エイブリン氏：幅広い株主が保有する企業のうち、創業者や共同創業者が経営を担っている企業は恐らく45社近くある。例えば、資産運用会社のブラックロック<BLK>やブラックストーン<BX>、金融持ち株会社のキャピタル・ワン・ファイナンシャル<COF>、データ分析ソフトウェアのパランティアテクノロジー<PLTR>だ。

経営者が創業者の場合とそうでない場合の株式のパフォーマンスを過去にさかのぼって調べたところ、顕著な違いがあった。アップル<AAPL>株のリターンはスティーブ・ジョブズ氏がCEOの頃は年率約33%だったが、ティム・クック氏になってからは年率約18%だ。アルファベット<GOOGL>は共同創業者ラリー・ページ氏の頃が27%、現CEOのサンダー・ピチャイ氏になってからは15%だ。時価総額加重ベースでは、創業者が率いている企業のポートフォリオがS&P500指数を大幅にアウトパフォームしているが、このポートフォリオの配分は米半導体大手のエヌビディア<NVDA>やメタ<META>（旧フェイスブック）、パランティアに大きく偏っている。

本誌：現在のアップルやアルファベットのリターン低下についてはさまざまな要因が考えられるが、創業者兼CEOがもたらす違いとは。

エイブリン氏：事業内容や企業文化を熟知するとともに、多くの株式を保有し、それが個人資産の大部分を占めている場合が多い。これ以上の利害一致は考えられない。

株式市場好調の原動力

本誌：株式市場では3月の大幅下落の後、史上最高値の更新が続いている。何が原動力となっているのか。

エイブリン氏：年初時点で13.5%の成長を見込んでいた企業利益の見通しが、トランプ大統領が「解放の日」（4月2日）に新たな関税を発表したことで大幅に悪化し、アナリスト予想は6.5%増に半減した。われわれはリセッション（景気後退）確率を40%近くまで引き上げた。スタグフレーションの可能性が取り沙汰されるなど、最悪の事態も予想されていた。しかし、企業の業績は予想と比べれば引き続き底堅く推移している。

本誌：AIの有望性を巡る投資家の熱狂が続いている。現実には期待に応えられるのだろうか。

エイブリン氏：歴史的にみて、イノベーションにはハードウェアのフェーズ（エヌビディアの世界）、プラットフォームのフェーズ、利用者のフェーズの三つのフェーズがある。今回、幸いなことに、ハードウェアのフェーズでエヌビディアなどの企業は巨額の利益を上げ、多額のキャッシュフローを生んでいる。

ITバブルを振り返ってみると、ネットワーク機器大手のシスコシステムズ<CSCO>は利益を上げていたが、ネットスケープやAOLなどのプラットフォームの多くは赤字だった。インターネットの発達を参考にすれば、最も大きな恩恵を受けるのは利用者だ。AIの場合、AIを活用して事業を変革したり、新たな機会を創出したりするAI業界以外の企業がこれに該当する。アマゾン・ドット・コム<AMZN>はネット企業ではなく、ネットを利用して小売業に変革をもたらした。今、われわれが探しているのはアマゾンのような企業だ。

懸念材料

本誌：今年、株式市場がつまづくとしたら、どのような要因が考えられるか。

エイブリン氏：貸し出しの質の劣化のような流動性を制約するものかもしれない。金融機関がより信用力の低い借り手に金利を一段と上乘せするようなケースだろう。ただし、流動性が拡大するチャンスの方が大きいとみている。MMFの残高は7兆ドル強、利回りは約4.5%だが、利回りが4.25%ないし4%に低下すれば、恐らく資金を株式に移動させる投資家が増加するだろう。

そして、投資家心理は逆張りの指標となり得る。われわれは圧倒的な強気や圧倒的な弱気を常に探し求めている。解放の日の不確実性が頂点に達したとき、強気に対する弱気の比率がかつてないほど低下した。当社のモデルを再調整せざるを得ないほどだった。

その後発表された関税措置の多くは当初懸念された水準を下回っている。下半期には、関税のせいで企業の利益率が低下する見込みだが、アナリストが当初の予想を見直したように、利益見込みは上方修正されるだろう。

本誌：トランプ関税が米国経済にどのような影響を与えると予想するか。

エイブリン氏：関税の本質は米国民が負担する財に対する消費税だと思う。輸入品のコストが上昇し、需要は落ち込むだろう。一方、米国は多くの産品を輸出しており、輸出品に相互関税が課されることで、商品がだぶつき、デフレになる。価格が下落したトウモロコシが良い例だ。

景況感など、景気に関するソフトデータが悪化してきているのは分かっていたが、今や雇用統計などのハードデータも景気の悪化を裏付けつつある。5月と6月の雇用統計が下方修正され、非農業部門就業者数の増加は当初の数値から合計で26万人引き下げられた。7月の就業者数の増加も7万3000人にとどまった。今年上半期の国内総生産（GDP）成長率は鈍化し、インフレ率も若干上昇傾向にある。

本誌：米連邦準備制度理事会（FRB）に対するトランプ大統領の利下げ圧力を大きな懸念とみているか。

エイブリン氏：現在のパウエル議長の下でFRBが取り込まれるようなことはないだろうが、次期議長は利下げにより前向きかもしれない。フェデラルファンド（FF）金利の先物市場はパウエル議長の任期が2026年5月に終了した後、同年末までに2回の利下げを予想している。

1970年代、ニクソン大統領がFRBのバーンズ議長に対して不当な影響力を行使し、その結果、金利が不適切なほど長期にわたり低水準に維持された可能性がある。原油の禁輸措置やその他の要因により、われわれは2桁のインフレと2桁の失業率に見舞われた。同じことが繰り返されるとは思わない。

当時、労働組合の労働協約には数多くの生計費の調整条項が組み込まれていたが、現在はそれほど一般的ではない。しかし、FRBが自らのイニシアチブに基づいて行動するのではなく、物価の安定を犠牲にして完全雇用を目指しているという認識が広まれば、ドル安が一層進むことになりかねない。今年ドルにとって過去50年で最悪のスタートとなったが、ドル安が続けば米国の金融大国としての地位が揺らぐ可能性もある。

■ 私募市場投資の魅力

本誌：富裕層は多額の私募取引の資産を保有する傾向にあるが、その魅力とは。

エイブリン氏：クレセットのバリュー提案の一つが、私募取引の市場へのアクセスや専門知識だ。私は一族の多額の資産を受け継いだ2代目、3代目を顧客とする大手プライベートバンクの出身だ。クレセットの場合、顧客は40代、50代、60代と若い。多くが創業者兼CEOで、起業や不動産所有によって財を成している。われわれは顧客が安心できる市場で、持続可能な投資を行うように心掛けている。

その前提となるのは、ライフプランなどそれぞれの目標をベースとした投資だ。われわれは、資産クラスごとというより、さまざまな時間軸に基づいて資産配分を組み立ててきた。具体的には「流動性」（0～3年）、「分散化インカム」（3～7年）、「グロース」（7～15年）、「野心的」（15年以上）だ。これらのキャッシュフローに合わせて資産配分をカスタマイズしている。3～7年の戦略では、コア・プライベート・クレジット、すなわち企業向けの直接貸し出しを選好している。また、知的財産権の使用料、リースなどのサテライト・プライベート・クレジットや、その他の融資戦略も好んでいる。これは通常インカム重視のポートフォリオであり、最大20%を私募取引の市場に投資する。

本誌：顧客はファンドへの投資やファンド投資先への共同投資を行っているか。

エイブリン氏：大半の顧客がファンド投資を行っているが、われわれには共同投資の手段もある。関連会社のピークライン・パートナーズはプライベートエクイティ（PE）、不動産開発、プライベートクレジット、ベンチャーへの投資で総じて直接および共同の投資スポンサーとなっている。

本誌：公開市場では増配を続ける優良企業を選好しているとのことだが、代表的な銘柄は。

エイブリン氏：成長が減速したり、信用スプレッドが拡大したりすれば利益率が圧迫される可能性のある環境の下で、十分なキャッシュフローを生み、成長資金の調達を資本市場に依存せずに済む企業を保有したいと考えている。これを最も的確に表しているのが、長年にわたり一貫して増配を続けてきた企業だ。こうした企業のみでポートフォリオを構築し、年間の支出のニーズを配当で賄うことも可能だ。歴史的に見て、こうした企業の配当の成長率はインフレ率を大きく上回っている。優良企業であるため配当の停止や減配も行わない。

例としては、スイスの損害保険会社で配当利回り1.4%、3年間の予想配当成長率8%のチャブ＜CB＞、製薬・医療機器大手で配当利回り3.1%、予想配当成長率4.3%のジョンソン・エンド・ジョンソン（J&J）＜JNJ＞、IT大手で配当利回り2.6%、予想配当成長率0.8%のIBM＜IBM＞などが挙げられる。

By Abby Schultz
(Source: Dow Jones)

5. インフレ加速・成長減速・株はバブル気味、今後の火種は？ Inflation Is Rising, Growth Is Slowing, and Stocks are Bubbly. What Could Go Wrong? 経済指標がカギを握る

[コラム]

今週最大のイベントはCPI



Photo by Kevin Dietsch / Getty Images

インフレ指標としての信頼性に関する見方にかかわらず、7月の消費者物価指数（CPI）は、金利、為替、株式市場にとって今週最大のイベントになる可能性が高い。実際、パイパー・サンダーのエコノミスト、ジェイク・ウビナ氏によれば、12日に発表されるCPIは「関税の影響が鮮明に現われる局面」になる見通しだ。輸入関税を反映してコアの物価は上昇するとみられる。食品とエネルギーを除くコアCPIは前月比0.3%上昇、総合CPIは0.2%上昇と予想されている。

ドイツ銀行のエコノミストは総合CPIについて、ガソリン価格が季節調整後で2.4%低下することにより伸びが抑えられると予想している。ただし、全米自動車協会（AAA）によれば、先月の全国のガソリン価格はほぼ変動がなかった。作家のマーク・トウェインがこれを見たらきっと、うそ、大うそ、季節調整済み統計と語っただろう。

この「操作された要因」を考慮しても、ドイツ銀行のエコノミストは7月の前年同月比上昇率は総合CPIが2.8%、コアCPIが3.0%と、前月に比べそれぞれ0.1%ポイント加速すると見込んでいる。米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は7月30日の記者会見で、単月の影響に左右されないように前年比の変動率を重視する姿勢を示した。

しかし、これらの12カ月ベースのトレンドは、FRBのインフレ目標である2%から乖離（かいり）する方向に動いている。物価が年率3%近いペースで上昇する一方、経済の成長トレンドは（上半期の関税による混乱の影響を除いても）2%を下回る水準に減速している。これは、ある種の「軽いスタグフレーション」とも言える（もちろん、経済成長率が物価上昇率を上回る「より強い」景気に比べれば物足りない）。

関税の影響は最初に卸売物価指数に反映

さらに、RBCキャピタル・マーケットのエコノミスト、マイク・リード氏とキャリー・フリーストーン氏は顧客向けノートで、「12日発表のデータでは、関税が消費者物価に与える影響を完全に反映することはないだろう」と述べた。新たな一連の関税措置が7日に発動されたことを踏まえれば、驚くにあたらないとしている。これまでの関税措置による物価上昇圧力は、まず14日発表の卸売物価指数（PPI）に初めて現れるはずで、リード氏らは総合指数が前月比で0.4%上昇、コア指数が0.5%上昇と予想している。予想を上回る伸びとなれば、FRBが9月会合でフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を引き下げる余地が狭まる可能性がある、とリード氏らは指摘する。

CMEフェドウォッチによれば、現行の4.25～4.50%から0.25ポイントの利下げが行われる確率は8日時点で89.4%と、低調な内容だった7月の雇用統計が発表された後とほぼ変わらなかった。キャピタル・エコノミクスシニアマーケットエコノミスト、ジェームズ・ライリー氏によれば、CPIの上昇率が市場予想を上回った場合、米国債の売りが加速する恐れがある。米国債市場は先週、一連の入札が不調に終わり、低迷した。ライリー氏は、「国内総生産（GDP）比で見て巨額な公的債務が簡単には減らないことを想起させた」としている。

主要株価指数は過去最高値圏で推移しているが

しかし、株式市場の上昇基調は揺らがなかった。ナスダック総合指数は週間で3.87%上昇して過去最高値で週を終えた。S&P500指数も2.43%高となり、7月28日に付けた過去最高値とほぼ同水準で週を終えた。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1.35%上昇したものの、昨年12月の過去最高値をなお1.86%下回っている。

主要株価指数以外でも、相場のバブル感は見られた。新規株式公開（IPO）が活況を呈する一方、人気のテクノロジー銘柄のバリュエーションはチャートを上回る状況になっている。防衛ソフトウェアのパランティア・テクノロジー（PLTR）の株価は売上高の100倍の水準で取引されている。

ジュリアン・エマニュエル氏が率いるエバーコアISIのストラテジーチームは、20世紀末のドットコム・バブルを振り返りつつ、トーキング・ヘッズの曲になぞらえて「一生に二度の経験」（Twice in a Lifetime Experience）と表現した。当時の市場は1999年8月から2000年3月のピーク時までに117%上昇したが、それまでに10%を超える下落が4回あったことは忘れられがちだ。エバーコアのチームは、これから10月にかけて7～15%の調整を予想するが、一年のその時期の値動きとしては珍しいことではない。

そのためチームは、一部の人工知能（AI）関連のアウトパフォーム銘柄をヘッジするために、上場投資信託（ETF）のインベスコQQQトラスト・シリーズ1<QQQ>のプットオプションを購入するか、米半導体大手エヌビディア<NVDA>やアマゾン・ドット・コム<AMZN>などの勝ち組銘柄をコールオプションに置き換えることを勧めている。そうすることで、上昇余地を保ちながら損失を限定できるという。

言い換えれば、エマニュエル氏らは、夏の終わりにかけての相場のさらなる上昇と秋の急落を予想している。（トーキング・ヘッズの「Once in a Lifetime」の歌詞のように）変わらない、いつもと同じだ。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

6.

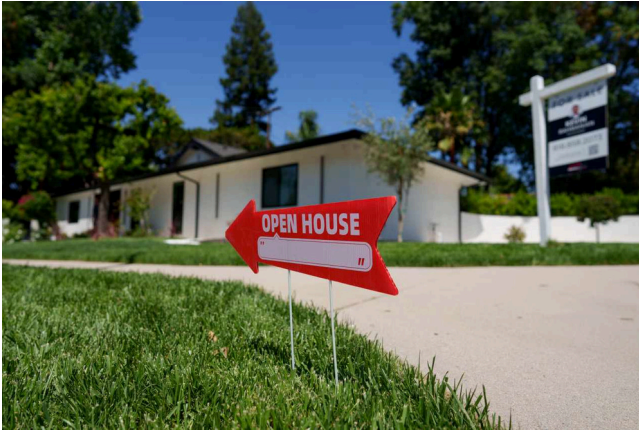
CPIはインフレの本当の姿を反映しているか

[コラム]

Does CPI Reflect True Inflation? Some on Wall Street Have Doubts.

ウォール街には公的統計への疑い

BLS局長解任で注目高まるCPIの信頼性



Eric Thayer/Bloomberg

7月の雇用統計が弱い内容となったことを受け、トランプ米大統領が米労働省労働統計局（BLS）の局長を解任した後だけに、市場は今週発表される消費者物価指数（CPI）をこれまで以上に分析するだろう。

CPIはあらゆるインフレ指標の中で最も広範にフォローされており、米連邦準備制度理事会（FRB）こそ別のインフレ指数を目安に用いているが、社会保障給付の生活費調整（COLA）など数多くの重要な数値の算出に使われる。投資家にとっては、米物価連動国債（TIPS）の元

本がCPIに連動して調整されるため重要な指標である。

JPモルガンの米国チーフエコノミスト、マイケル・フェローリ氏は先週のリサーチノートで、「2兆1000億ドル規模のTIPS市場は、BLSが算出するCPIデータの作成プロセスに対する信頼を基盤としている。このため、CPIの正確さは雇用統計と同等かそれ以上に重要だ」と指摘した。モルガン・スタンレーの債券アナリスト、アリヤマン・シン氏とマシュー・ホーンバック氏は顧客向けノートに、「BLSが公表するCPI指数を巡る不確実性により、TIPSがインフレへのヘッジ手段として機能しなくなれば、TIPSの全体的な需要は減少し始める可能性がある」との見方を示した。

言い換えれば、CPIが人為的に抑えられていると市場が判断すれば、TIPSの価格が引き下げられ、利回りが上昇することでペナルティーを科すことになる。その影響は、TIPSにとどまらない。リサーチ・アフィリエイトの創業者兼会長で長年TIPSを分析してきたロブ・アーノット氏はインタビューで、「率直に言えば、債券とTIPSは密接に関連している」と語った。両者の実質リターンは同様の影響を受け、それが株式のバリュエーションにも波及する。

CPIの操作には前例

政府が公表する経済統計の操作は、前例がないわけではない。中国政府の統計は、ジャック・ウェルチ時代のゼネラル・エレクトリックが決算でアナリストの1株当たり利益（EPS）予想を1セント上回っていたのと、ほぼ同じ正確さで長年にわたり公式目標を達成してきた。

アルゼンチンは過去10年間、物価高騰の中でインフレ統計を日常的に操作してきた。また、トルコでは2020年代初頭、公式なインフレ統計は物価が80%上昇したことを示していたが、民間エコノミストが発表していた数値の半分以下だった。トルコのエルドアン大統領は、高金利がインフレを引き起こすという自身のでたらめな主張に異を唱えた中央銀行の当局者らを解任している。

CPIが低く出るカラクリ

アーノット氏がさらに厄介だとするのは、改定され続ける米国のインフレ統計の算出方法だ。最も厄介なコスト圧力を弱めることで、常に低い数値が出るようになっていくという。最も悪名高い例の一つは、1970年代の「グレート・インフレーション」の初期に導入された「コア」インフレの概念だ。石油輸出国機構（OPEC）による原油価格の4倍の引き上げと食料価格の急騰を受け、金融政策の効果が届かないと見なされた食料とエネルギーを除外する指標としてコアインフレが導入された。1971年8月（のニクソンショック）でドルと金の兌換（だかん）が停止され、その後の商品価格高騰につながったという事実は、政策担当者によって退けられた。

しかし、アーノット氏が問題視するのは、コアではなく総合CPIの算出方法の変更である。1980年代初頭、住宅価格は指数から外され、「持ち家帰属家賃」という古くからの概念に置き換えられた。これは、持ち家の所有者に自分の家を借りた場合にいくら支払うかを見積もらせる手法であり、住宅価格が高騰しても、そのインフレへの影響を和らげる効果があった。

アーノット氏は、BLSによる40年前のルール変更がコロナ禍のインフレを覆い隠したというローレンス・サマーズ元米財務長官の指摘を評価している。3%という低金利の住宅ローンが利用できたため、住宅需要が高まり住宅価格が押し上げられた結果、現行方式では2022年のCPIの前年比上昇率は9.1%に達し、14.7%のピーク以来の高水準となった。しかし、旧方式で算出していればCPIは19.5%の上昇となり、1980年代初頭のインフレ率のピークをも上回っていたはずだという。当時はボルカー議長の下でFRBが政策金利を20%まで引き上げる事態となった。

住宅価格がインフレに与える本当の影響については、生活費に相当する部分と、株式のような資産としての性格を持つ部分とが、それぞれどの程度の割合を占めるのかを巡り、経済学者の間で議論が続いている。一方、医療費はBLSの試算では過去5年間に低下しているが、アーノット氏は「信じがたい」と断じる。BLSは保険会社の利益の推計値を基にこの結論を導き出しているが、アーノット氏は「とんでもないことだ」と批判する。

CPIに左右されない投資

マッコーリーのストラテジスト、ティエリー・ウィズマン氏とギャレス・ベリー氏は顧客向けノートで、CPIが真のインフレを反映していない可能性は、TIPSの価格を押し下げるはずだと指摘する。そして、CPIの操作は米国債の利回り曲線をスティープ化させる可能性があると分析した。つまり、将来のインフレ率上昇の影響を相殺するため、長期国債利回りプレミアムが短期・中期国債に対して拡大する可能性があると予想した。

もしこうした事態が現実となれば、住宅ローン金利をはじめ多くの民間借り入れコストの指標である10年物国債の利回りを低下させたいトランプ政権の思惑は阻まれることになる。短期の政策金利の引き下げでFRBに圧力をかけた結果、むしろ長期金利が上昇した場合と同様に逆効果となりかねない。マッコーリーのストラテジストらは、公表されたインフレ率が抑え込まれたものであれば、TIPSのようにインフレに連動した投資商品はパフォーマンスが悪化することになると指摘した。より良いヘッジ手段は金で、CPIが操作されれば、恩恵を受けるとの見方を示した。その場合、「公式」インフレ統計に依存せずにリターンが得られる実物資産が望ましいとしている。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. 関税などの懸念を払拭して株価は高値圏

[米国株式市場]

Tariffs Be Damned. Stocks Flirt With a New Record High.
業績が好調ならば乱高下があっても我慢

好業績と利下げ期待で上昇



Adam Gray/Bloomberg

Cは「慢心 (Complacency)」のCだが、株式市場にとって十分良いもののようだ。

株式市場は、トランプ大統領の関税政策や、急速に弱まっている模様の労働市場への懸念を無視して、史上最高値に近い水準まで急回復した。先週の主要株価指数を見ると、ダウ工業株30種平均 (NYダウ) は1.3%高の4万4175ドル61セントとなり、S&P500指数は2.4%上昇して6389.45で引けた。ナスダック総合指数は3.9%高の2万1450.02となって史上最高値を更新した。小型株のラッセル2000指数は2.4%高の2218.42

で週末を迎えた。

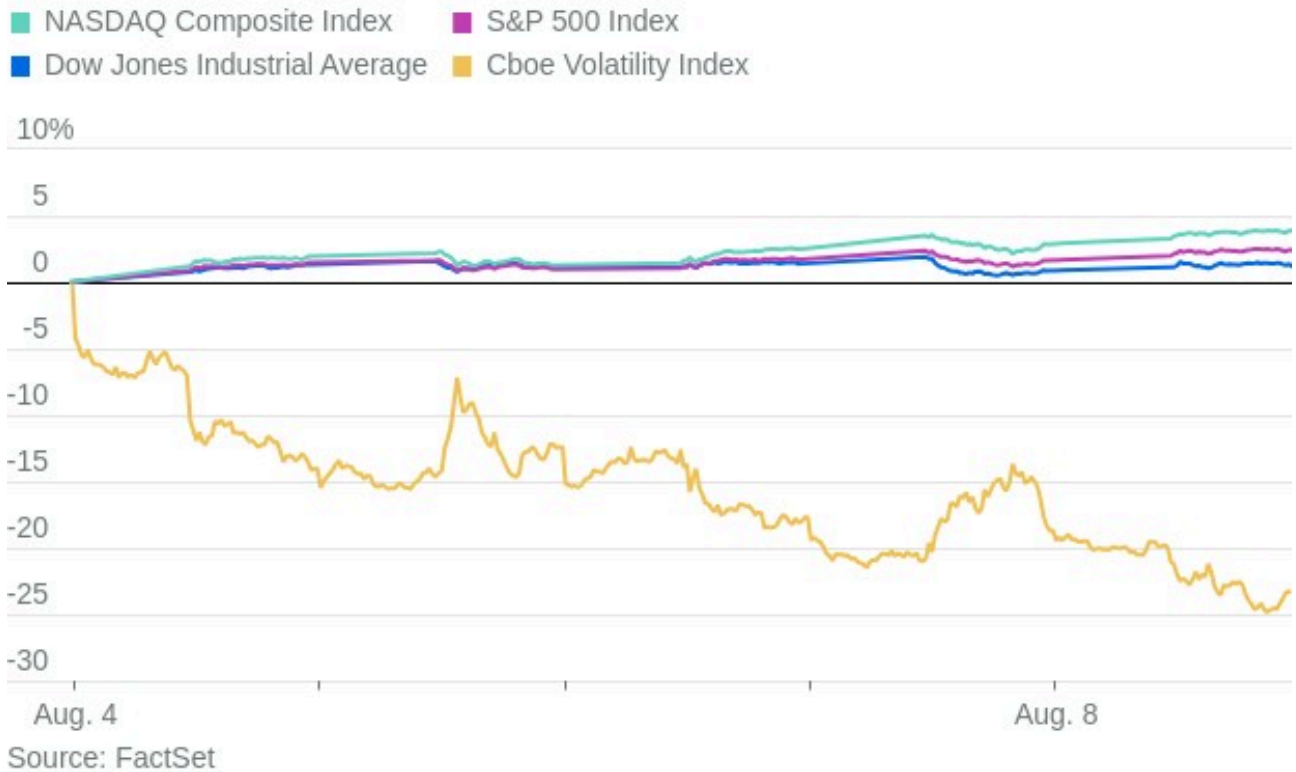
もちろん、この上昇には理由がある。企業業績は引き続き好調で、電子商取引向けソフトウェア大手のショッピングファイ<SHOP>やネットワーク機器のアリスタネットワークス<ANET>などが、大幅な業績上振れを受けて急騰した。投資家はまた、雇用情勢に関する悪いニュースが市場にとって好材料となることを期待している。背景には、雇用情勢の悪化が米連邦準備制度理事会 (FRB) に来月の利下げを促すとの見通しがある。市場では現在、9月17日の会合で0.25%ポイントの利下げが実施される確率が約90%と織り込まれている。

堅調な企業業績に加えてIPO市場も好転

しかし、ウォール街は短期的な見通しについて過度に楽観的過ぎるのだろうか。シカゴ・オプション取引所 (CBOE) のボラティリティ指数 (VIX指数) は先々週の終値が20を上回った後、先週末は15.15で引けており、この水準は株式市場に恐怖感が存在しないことを示している。恐怖心のない市場だが、今はそれが適切な雰囲気なのかもしれない。サード・ビュー・プライベート・ウェルスのマネージングパートナー兼共同創業者フランク・マッキアーン氏は、S&P500指数は年末までに現在の水準から8%高い6900に達すると予想している。

マッキアーン氏の主張の根拠は、FRBの利下げ見通しに加え、トランプ政権と議会による減税と規制緩和が、来年の企業利益を押し上げるというものだ。S&P500指数の1株当たり利益 (EPS) が2026年に300ドルとなれば、23倍の株価収益率 (PER) を適用すると、指数は6900になるという計算だ。マッキアーン氏は「このように利益見通しが強い状態でPERが縮小するのはまれだ。米国例外主義という株式市場のテーマは終わっておらず、米国解放の日の前後に一時的な調整期間があっただけだ」と指摘

Market Snapshot



する。

マイクロソフト<MSFT>とメタ<META>（旧フェイスブック）の堅調な業績に加え、アップル<AAPL>が米国での投資を強化するとの直近の計画は、マグニフィセントセブン（M7）トレードを再燃させた。この夏、宇宙船開発企業のファイアフライ・エアロスペース<FLY>、AI開発プラットフォームのフィグマ<FIG>、ステーブルコイン関連のサークル・インターネット・グループ<CRCL>の上場が成功したことで新規株式公開（IPO）市場は回復傾向にあり、リスクテイクへの新たな意欲の兆候を示している。

アメリプライズ・フィナンシャルのチーフマーケットストラテジスト、アンソニー・サグリムベネ氏は、「人工知能（AI）とハイテク分野での長期的な追い風は継続する可能性が高い。利益成長が広範囲には広がらないリスクはあるものの、ハイテク株は市場を安定させる要因となりそうだ。5～10%の調整局面があれば買いを入れるべきだ」と述べる。

短期的に乱高下があっても待つべき

株式市場の次のハードルは、今週発表予定の7月のインフレ指標と小売売上高だ。消費者物価指数（CPI）の上昇ペースは、一部関税の影響により加速すると予想されている。しかし、上場投資信託（ETF）のSPDRリテールETF<XRT>が先週4.1%上昇したことからも分かるように、米国人の消費は依然として底堅いようだ。JPモルガン・プライベート・バンクの米国投資戦略責任者、ジェイコブ・マヌーキアン氏は「8月1日の雇用統計の下方修正にもかかわらず、企業の利益は驚くべき水準を維持している。両方の要因が並立する可能性はあり、深く考えすぎる必要はない。株式市場は引き続き上昇し得る」と述べる。

8月と9月は株式市場が荒れやすい月だということは分かっている。しかし、米国企業が比較的楽観的な見通しを維持している限り、投資家はただ耐え忍び、夏の終わり頃に起こる市場の乱高下が収まるのを待つべきだ。

それを慢心と呼ぶなら、そう呼んでも構わないが、同時に「正しい行動」と呼ぶこともできる。

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

8. 米国の対ハイテク製品関税は不確実な点が多い The Tech Tariffs Arrive. Why 100% Levies Had 0% Impact. 最大の焦点は通商拡大法232条に基づく関税からの除外規定

[ハイテク]

関税の対象となる「チップと半導体」の定義は流動的



Win McNamee/Getty Images

8月6日午後、トランプ大統領は「チップと半導体に約100%の関税を課す」と発表した。同時に、「米国内で生産しているか、疑いなく国内生産を約束している企業については、一切の課税を行わない」とも述べた。

この「寛大な」措置の受益者の一つがアップル<AAPL>で、株価は8月7日に3.2%上昇した。投資家が大統領の発言の意味を整理しようと試みる中、フィラデルフィア半導体指数(SOX)は同じ日に1.5%上昇した。

だが、多くのことが不確実なままとなっている。バーンスタインのアナリスト、ステイシー・ラスゴン氏は8月7日付のレポートで、「現時点でわれわれにできるのは、答えを提供することではなく、幾つかの疑問点にハイライトを当てるだけだ。より具体的で詳細な内容が近い時期に明らかにされることを期待している」と指摘した。

例えば、「チップと半導体」という言葉の定義は流動的だ。SOXは年初に28%下落し、国際緊急経済権限法(IEEPA)に基づく関税(いわゆる追加関税)が発動された4月8日に底値を付けた。ところが今年4月、米政府は自らが「半導体」と呼ぶ一連のハイテク製品を追加関税の対象外とした。ここで言う「半導体」にはスマートフォン、PC、人工知能(AI)サーバーなどの完成品が含まれる。こうした製品の2024年における輸入額は合計3860億ドルで、米国の総輸入額の12%に相当する。そのうち「純粋な半導体」は450億ドルにすぎない。

■ 今後の焦点は通商拡大法232条に基づく関税

しかし、IEEPAに基づく追加関税は単なる「前座」である。「真打ち」は、ある製品が米国の国家安全保障を損なう恐れがある場合に関税の引き上げ等の是正措置を発動する権利を大統領に与える米国通商拡大法232条に基づく関税だ。追加関税の対象外とされたハイテク製品は232条に基づく調査の対象となっており、トランプ政権がどのような関税を賦課するのか、その決定を誰もが待っていた。

調査結果は8月11日に始まる週に発表されると予想されていたが、トランプ大統領が8月6日に「チップと半導体に約100%の関税を課す」と発表したことで調査結果の一部が先出しされる格好となった。この発表は、アップルにとっては良いニュースだが、他のハイテク企業にとっては悪いニュースとなる可能性がある。アップルが232条に基づく関税の対象から除外されると表明したことは、米政府が半導体のみを問題視しているわけではないことを示唆しているからだ。アップルが米国に輸入しているのはすべて完成品だ。

それでも、アップルが中国から輸入するすべてのデバイスに20%の関税が課せられる。ただし、インドやベトナムから輸入する製品には関税は課せられない。アップルが最近発表した第3四半期決算では、8億ドルの関税を支払い、製品の売上原価が1.9%増加したことを明らかにした。アップルは第4四半期に支払う関税を11億ドルと予想している。

■ 「米国内での製造を約束する」に関する判断基準が明確でない

今後の行方は、「米国内での製造を約束する」を判断するための基準がどのようなものになるかによって大きく左右される。アップルはこの基準を満たしているように見える。では、232条に基づく関税から除外される企業には他にどこがあり、その企業が支払う代償は何か、固定投資は必要なのか、あるいは他の種類の支出も勘案されるのかなど、不明確な点は多い。

しかも国内生産の観点から見ると、232条に基づく関税の算出方法が確定すれば、すべての関税免除措置が裏目に出る可能性がある。

台湾積体回路製造（TSMC）＜TSM＞はアリゾナ州での半導体生産能力増強を「約束」している。それを理由にTSMCの製品が半導体関税の対象から除外された場合、アップル、エヌビディア＜NVDA＞、アドバンスト・マイクロ・デバイシズ＜AMD＞といった米国の顧客は、なぜアリゾナ工場からより高価な製品を購入しなければならないのかを疑問に思い始める可能性がある。AMDのリサ・スー最高経営責任者（CEO）は最近、アリゾナ州で生産される半導体にAMDが支払う価格は台湾の工場で生産される同じ半導体の5～20%増しになると述べた。

トランプ大統領は「米国での生産を約束している」企業は232条に基づく関税の対象から除外されるとしているが、企業がその要件を満たすかどうかの判断に米国における既存の投資は加味されない可能性もある。

AIサーバーが関税の対象から除外されるか否かはまだ分からない

トランプ大統領の要件を満たさない企業に対する米政府の対応は、その企業が本籍をどの国に置いているかによって異なるだろう。米国が欧州連合（EU）、韓国、日本と交わした合意の内容がそれぞれ異なるからだ。EUの場合、半導体に対する関税はトランプ大統領の大統領令によって15%とされる見通しだ。一方、ラトニック商務長官は、韓国製半導体に対する関税は現時点で他のどの国よりも高くならず、EUと同じ15%になると述べた。日本の貿易交渉団を率いる赤沢経済再生担当相は日本も同様の合意をしていると述べたが、米国側からはまだ確認が取れていない。

世界で最も重要なハイテク製品であるAIサーバーに対する関税免除規定の行方も不確実なままだ。現在、AIサーバーはIEEPAに基づく追加関税から除外されているが、新たに発効する232条に基づく100%の関税の対象からは除外されていない。

最も重要なAIサーバーを設計するエヌビディアは232条に基づく関税の対象から除外される可能性が高い。問題は、エヌビディアのサーバーを製造する企業が除外されない可能性があることだ。

バーンスタインのラスゴン氏は前述のリポートで、「現時点では、われわれの業績予想、投資判断、目標株価を据え置く」としている。

By Adam Levine
(Source: Dow Jones)

9. 新卒者の職がないのはAIのせいではない Don't Blame AI if Your College Grad Can't Find a Job 雇用統計の悪化に備えよ

[経済政策]

深刻なスキルのミスマッチ



David Paul Morris/Bloomberg

人工知能（AI）が初めて職探しを始める新卒大学生から仕事を奪っているという考えは、もっともらしい暗い物語に思えるかもしれない。しかし、現実はそこまで深刻ではない。

カナダの金融サービス大手ロイヤル・バンク・オブ・カナダのエコノミスト、キャリー・フリーストーン氏は、大卒者の失業率が最近上昇しているより大きな要因がむしろスキルのミスマッチにあると語る。新卒者の間で人気のある専攻分野は雇用主が求めているものではなく、雇用主は米国人の退職で空いた穴を埋めることが

できていない。

シンクタンクであるニスカネンセンターの雇用政策アナリスト、ウィル・レーダーマン氏は「近年、新卒大学生の労働市場が低調なのはAIに原因があるという証拠は薄い」と指摘する。「将来的にこの状況

が変わる可能性はあるが、これまでのところ労働市場の長期的な構造変化や広範な労働動態が主な要因である可能性が高い」と分析する。

■ 若年労働者が失業率を押し上げる

ニューヨーク連邦準備銀行によれば、6月末時点で新卒大学生の失業率は4.8%だった。これは全体の失業率の4.2%を上回るが、第1四半期に記録した5.8%を大きく下回っている。

コロナ禍の労働力が不足した状況が緩和された後、新卒者が職を探す際の課題は深まっている。オックスフォード・エコノミクスの米国上級エコノミスト、マシュー・マーティン氏によれば、2023年半ば以降、失業率の上昇分の約85%は、若年労働者によって占められている。

しかし、その当時、生成AIの職場への導入はまだ試験的な段階にあった。米国勢調査局による初の「ビジネストrendと展望調査 (BTOS)」によれば、2023年9月時点でAIを利用していると回答した企業は3.7%にすぎなかった。チャットGPTは2022年11月に一般に公開されたばかりだった。

BTOSによれば、AIの導入はその後急速に進んだが、全米の事業所のうちAIを利用している事業所は7月時点でわずか9.4%にとどまった。これには機械学習、自然言語処理、バーチャルエージェント、音声認識タスクが含まれる。テクノロジー企業をはじめ全米労働者の約2%を広く雇用する情報セクターの導入率が最も高かった。

これは、この技術的な発展を先導する企業の採用決定において、生成AIが役割を果たしうること示している。ただし、それは労働力全体のほんの一部を占めるにすぎない。

それよりむしろ、われわれは最近の卒業生プールと採用のトレンドを比較する必要がある。大学生採用ウェブサイトであるハンドシェイクのデータによると、2025年卒業生の約半数の学位がビジネス、社会科学、そしてコンピューターサイエンスに集中している。この傾向は、2024年および2023年の卒業生も同じである。

問題は求人の方がそれらの分野ではないということだ。米労働統計局 (BLS) のデータを本誌が分析したところでは、55歳を超える労働者が退職したことで昨年生まれた求人は管理人、メンテナンス作業員、介護補助員、建設作業員などサービス業の職種だった。

■ 月間10万件の求人減少

こうした職業の多くは学位を必要としない。その代わり、人事・雇用情報の分析プラットフォームを提供するレバリオ・ラブスのデータによれば、新卒者採用の上位5業種のうち4業種（情報技術、エンジニアリングおよび建設、ヘルスケア、金融サービス）では、6月の求人件数は前年同月を下回った。もう一つの業種である教育分野は、求人広告が12.8%増加した。

視野を広げると、経済的な不確実性への対応として多くの雇用主は今年、採用を停止し、コストを削減している。現在では新卒採用ですら、高額な費用がかかる。新卒者の就職と企業の採用活動を支援する全米大学雇用者協会 (NACE) によれば、2025年の大学新卒者の平均給与は6万8680ドルと見込まれている。これはインフレ調整後で2021年に比べ約3.5%の上昇となる。

6月の新卒求人数が2023年1月に比べて35%超減少したことは、本当に驚くべきことだろうか。レベリオ・ラブスによると、これは月間10万件を超える新規求人の減少に相当するという。

長期的な逆風やAIの急速な普及を考えると、この傾向は改善するよりもさらに悪化する可能性があることが示唆される。夏の雇用統計の悪化に備えるべきである。

By Megan Leonhardt
(Source: Dow Jones)

10. 銃撃事件で経営幹部のセキュリティー対策費用が増加

[経済関連スケジュール]

Spending for Executive Protection Is on the Rise
テクノロジー企業などがCEOらの警護強化

パークアベニュー銃撃以前から費用急増

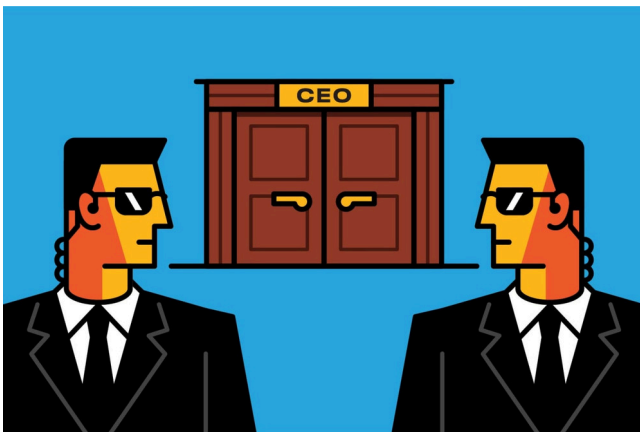


Illustration by Elias Stein

米大企業が経営幹部のセキュリティー確保にかける費用が増加している。7月28日、ニューヨーク市マンハッタンの目抜き通りパークアベニューで銃撃事件が発生した。調査会社エクイラーの最新調査によれば、この事件以前から米国の大手上場企業500社において最高経営責任者（CEO）など最高経営層へのセキュリティー対策費は急増していた。

調査結果では、2024年にはこれら大手企業で経営幹部の34%がセキュリティー措置を受けており、2020年の23%から大きく上昇した。また幹部

1人当たりのセキュリティー対策費の中央値は、2020年の4万8500ドルから2024年には10万6500ドルへと倍以上に拡大している。

エクイラーのレポートは、こうした費用の増加が最も顕著だったのはテクノロジー企業と通信サービス企業だと指摘する。半導体大手エヌビディア<NVDA>はセキュリティー対策費を2023年の65万6000ドルから2024年には220万ドルへと大幅増額した。業務ソフト大手サービスナウ<NOW>も、2023年の6万7000ドルから2024年には210万ドルへと拡大させた。

警戒強化の必要性は他業種にも及ぶ。民間警備会社コンステリスのグローバルセキュリティーサービス部門代表ポール・ドナヒュー氏は、エクイラーのレポートで「市民の日常生活に深く根ざした業界やブランドは、セキュリティー上の懸念や世間の注目を浴びやすい」と述べた。対象にはヘルスケア、石油・ガス、電力、自動車産業、食品関連などが含まれるという。

ニューヨークでの銃撃事件では、警備員2人と企業の経営幹部2人が死亡した。ドナヒュー氏は「今後少なくとも18〜24カ月間は、現在の状況を踏まえれば、やや神経質すぎるほどの警戒も必要だ」と指摘した。

先週の出来事

Safety First

Tech firms are leading the way in increased spending on executive security.

Company / Ticker	2023 Security Spending	2024 Security Spending	Increase
ServiceNow / NOW	\$66,504	\$2,108,559	\$2,042,055
Nvidia / NVDA	655,522	2,229,935	1,574,413
Alphabet / GOOGL	6,775,631	8,267,123	1,491,492
Salesforce / CRM	1,628,437	3,053,834	1,425,397
Adobe / ADBE	224,168	1,409,118	1,184,950
Meta Platforms / META	24,388,083	25,403,341	1,015,258

Source: Equilar

市場動向

先週は関税政策が市場の主な材料となったが、相場への影響は限定的だった。7日、数カ月にわたる適用猶予を経て、数十カ国に対して関税措置が発動された。米国はインドに対し、ロシア産原油購入への制裁として25%の追加関税を課した。これは既存の25%関税に上乗せされる。トランプ米大統領は、米国に輸入される半導体に約100%の関税を課す一方、米国内での製造に投資するテクノロジー企業は免除するとした。8日、金地金に関税を上乗せするとの報道を受けて金先物価格が過去最高値を更新したが、その後、ホワイトハウスが金地金など貴金属への関税についての「誤情報」だと発表したことで、金先物相場は上げ幅を縮小した。トランプ氏は、米連邦準備制度理事会（FRB）理事の空席を埋める人事として、米大統領経済諮問委員会（CEA）のミラン委員長を指名した。週間ベースでは、ナスダック総合指数が3.9%上昇して最高値を更新、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1.35%上昇、S&P500指数も2.4%上昇した。

企業動向

アップル＜AAPL＞は米国内に1000億ドルを追加投資し、今後4年間の国内投資総額は6000億ドルとなる見通し。7日、宇宙企業のファイヤフライ・エアロスペース＜FLY＞が新規株式公開（IPO）し、初値は公開価格を56%上回る1株70ドルを付けたが、翌日には17%下落した。トランプ氏は、半導体大手インテルのタン最高経営責任者（CEO）に対し、中国企業との関係を理由に辞任するよう求めた。米オープンAIは、生成AI（人工知能）サービスに搭載する新たなモデル「GPT-5」を公開した。トランプ米政権は住宅金融大手ファニーメイ（連邦住宅抵当金庫）＜FNMA＞とフレディマック（連邦住宅貸付抵当公社）＜FMCC＞について早ければ年内にも株式公開を検討している。

M&A（合併・買収）など

・電気自動車（EV）大手のテスラ＜TSLA＞は、イーロン・マスクCEOが今後少なくとも2年間は留任することを条件に、237億ドル相当の株式報酬を付与した。

・メディア娯楽大手ウォルト・ディズニー<DIS>は、ナショナル・フットボールリーグ（NFL）との間で、NFLの主要メディア資産を取得する対価として、傘下のスポーツ専門局ESPNの株式の10%を付与することで合意した。

■ 今週の予定

8月12日（火）

米労働省労働統計局（BLS）が7月の消費者物価指数（CPI）を発表する。コンセンサス予想は前年同月比2.8%上昇で、6月の伸びを0.1ポイント上回る見込み。また、変動の大きい食品とエネルギーを除くコアCPIは前年同月比3%上昇と予想される（6月は2.9%上昇）。

8月1日にBLSが発表した雇用統計が労働市場の低迷を示したことで、9月中旬の米連邦公開市場委員会（FOMC）会合でフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標が引き下げられる確率はFF金利先物市場で90%織り込まれた。これは雇用統計発表前の40%から大きく上昇している。しかし、FOMC会合までに予定されるCPI発表は8月12日と9月の2回あり、いずれもインフレの加速を示す見通しだ。FRBが掲げる二つの使命「物価の安定」と「雇用の最大化」のうち、「物価の安定」がホワイトハウスの切望する利下げの成否を左右しそうだ。

8月13日（水）

好調な第2四半期決算の発表シーズンは終盤を迎え、S&P500構成銘柄のうち約90%が決算発表を済ませた。このうち80%超が、1株利益（EPS）が市場予想を上回り、売上高でも約80%が予想を上回った。今週は、13日にネットワーク機器大手のシスコシステムズ<CSCO>、14日に半導体製造装置メーカーのアプライドマテリアルズ<AMAT>と農業・建設機械のディア<DE>が決算を発表する予定。

8月15日（金）

国勢調査局（商務省）が7月の小売売上高を発表する。コンセンサス予想は前月比0.5%増（6月は前月比0.6%増）。

■ 統計と数字

120億ドル：トランプ氏の関税戦争で世界の自動車メーカーが被った損失額。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）以降で最大の打撃。

4430億ドル：防衛ソフトウエアのパランティア・テクノロジーズ<PLTR>の時価総額。4日発表の好決算を受け株価が上昇した。IPOからわずか5年でS&P500構成銘柄の上位20社入り。

6人：今年、米内国歳入庁（IRS）長官を退任した人数（代行含む）。8日には現職だったロング長官をトランプ氏が解任した。

8%：過去10年間で、米大型株アクティブ運用ファンドがパッシブ運用ファンドの成績を上回った割合。

By Andy Serwer
(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』 2025/08/10

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