

# バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/08/17

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 正念場のパウエル議長、FRBの独立性が試されるジャクソンホール - Powell's Legacy and the Fed's Independence Are on the Line at Jackson Hole [カバーストーリー] P.1  
注目の演説は22日午前10時から
2. 製薬大手の消費者直販は薬価問題の解決策となるか - Big Pharma Has a New Vision for Selling Drugs. It's Going to the Mattresses. [フィーチャー] P.5  
トランプ大統領の価格引き下げ要求との関連からみる
3. トランプ大統領の「新興国市場」のような振る舞いが投資家の懸念に - Trump's Emerging Market Behavior Is Unsettling Investors. How It Could Hit Markets [フィーチャー] P.9  
統計局長の解任、中銀への圧力、CEOの退任要求は典型的な特徴
4. トランプ大統領がFRBの独立性を脅かす - The Fed Hasn't Always Been Independent. Trump Is Testing Its Boundaries. [フィーチャー] P.14  
中央銀行の独立性獲得の歴史を振り返る
5. 活況を呈するプライベートクレジット、プロの目の付けどころは - Private Credit Is a Booming Business. Where One Pro Sees Opportunities Now. [インタビュー] P.16  
ブラックストーンのマーシャル氏に聞く
6. 消費の強さが株価上昇を支える可能性 - Consumers May Just Keep This Stock Rally Going [米国株式市場] P.18  
関税の影響は实体经济に感じられない
7. 関税の逆風を乗り越え、成長するe.l.f.ビューティー - Tariffs Have Rocked e.l.f. Beauty Shares. But the Fundamentals Still Look Alluring. [投資戦略] P.20  
価格戦略、SNS活用、買収等で描く将来像
8. 暗号資産関連IPOが活況 - Crypto IPOs Are Making Wall Street Go Wild. There Are More in the Pipeline. [コラム] P.23  
サークルやブリッシュに続き有力企業が上場準備
9. ハイテク株の値上がり投資リスク高める - As Tech Stocks Rally, Risk Rises. Why Energy and Healthcare Could Be Options. [コラム] P.24  
エネルギー株とヘルスケア株への乗り換えは現実的な選択肢
10. 販売伸び悩むファストフード、ドリンクに活路 - Fast Food Is Hungry for Sales. The Latest Play: Beverages [経済関連スケジュール] P.26  
高い利益率に集客効果期待

※当誌は、株式会社時事通信社がライセンスに基づき Dow Jones & Company, Inc. の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。

※当誌は、情報提供を目的としたのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等により作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

※記事中の株式やファンドの価格は、米バロonz編集部による記事執筆時点の値である場合があります。

Copyright © 2025 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

# 1. 正念場のパウエル議長、FRBの独立性が試されるジャクソンホール Powell's Legacy and the Fed's Independence Are on the Line at Jackson Hole 注目の演説は22日午前10時から

[カバーストーリー]

## 政治的圧力を受けながらの政策判断



Illustration by Claire Merchlinsky

米連邦準備制度理事会（FRB）のジェローム・パウエル議長は今年22日、FRBの年次経済シンポジウム「ジャクソンホール会議」で登壇し、自らのキャリアを決定づけかねない演説に臨む。演説自体は長くない。昨年はずか15分強だった。しかし、来年5月の任期切れを控え、トランプ政権からFRBの政策運営に対して攻撃を受けている状況を踏まえると、今回の会議はパウエル氏にとって、これまでに築いた遺産を確かなものとし、中央銀行の独立性の大義を訴える最後、あるいは最良の機会となるかもしれない。

毎年恒例のシンポジウムはカンザスシティ連銀が主催し、世界の主要中銀のトップが集まる場として知られる。今年は8月21～23日にワイオミング州のグランドティトン国立公園内のジャクソンレイク・ロッジで開催される。テーマは「移行期の労働市場」だ。人口動態、生産性、移民といった米国の雇用市場と経済全体を作り変えつつある構造的要因に焦点を当てる。今年のテーマは同時に、パウエル氏の任期中の最大の課題を映し出す。すなわち、経済の構造変化に対応しながら、物価安定と最大雇用というFRBの二重の使命を果たすことだ。

今年は、政治的な敵意に直面しながら金融政策のかじ取りをするという別の課題もある。2期目のトランプ大統領は利下げに踏み切らないFRBを厳しく非難し、パウエル氏を「頑固な愚か者（stubborn MORON）」、「遅過ぎる」と罵倒した。さらに、25億ドルに上るワシントンのFRB本部ビルの改修を「失態」と断じ、議長を任期途中で解任する可能性にも言及した。ホワイトハウスではすでに後任候補の適性検査を進めており、迅速な利下げを受け入れ、場合によってはFRBの再編をも辞さない人材に絞っている。

パウエル氏がこれまで利下げに慎重で、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を4.25～4.50%のレンジから変更しないのは、トランプ政権の関税政策がインフレを悪化させかねないとの懸念が強いからだ。7月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比で2.7%上昇した。

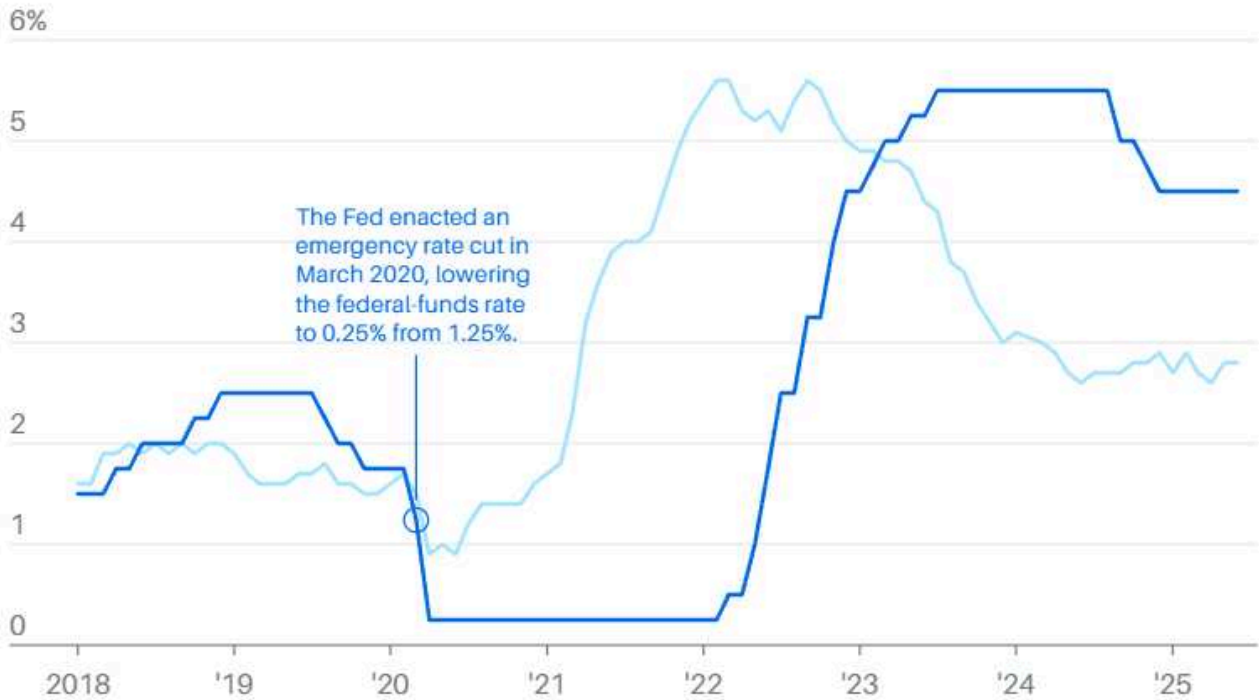
中央銀行への政治介入には前例がある。1970年代、ニクソン政権の圧力を受けた当時のアーサー・バーンズ議長は、インフレが進行する中でも低金利を維持し、結果的に2桁の物価上昇を招いた。後任のポール・ボルカー議長はインフレ抑制のために金利をほぼ20%まで引き上げ、その結果、深刻なリセッション（景気後退）を引き起こした。最近では、トルコのエルドアン大統領が利上げを行った中銀総裁を次々と解任した。インフレ率は80%を超え、通貨リラは対ドルで5年間に82%下落した。中銀が政権与党の代理人と見なされれば、物価を制御する力は急速に失われる。

## コロナ禍での異例の措置と高インフレ

### Falling Behind?

The Federal Reserve's aggressive rate hikes were a delayed but powerful response to the postpandemic surge in core inflation. Some critics fear the Fed may be similarly delayed in lowering rates now that inflation has fallen.

— Y/Y Change in Core PCE (inflation)  
— Federal-Funds Rate (upper bound)



Sources: Federal Reserve Board, Bureau of Economic Analysis

パウエル氏は2012年にFRB理事に就任し、2017年に1期目のトランプ大統領から議長に指名された。2018年2月に着任し、2022年5月にバイデン大統領に再任された。今年でジャクソンホール会議出席は13回目となるが、今回が最後になるかもしれない。議長の任期は2026年5月までだが、その後も理事として2028年1月の任期まで残るとみる向きは少ない。

議長在任中はショックの連続だった。2020年初頭のコロナ禍では第二次世界大戦以来、最も速く最も深刻なリセッションに陥った。米国経済を支え、金融システムに流動性を供給するため、FRBは緊急利下げや前例のない規模の国債購入など、異例の措置を採用した。

しかし、2021年にインフレが急騰する（一部では異例の措置の結果と言われる）と、パウエル氏の「一時的」という初期判断は誤りだったことが明らかになった。2022年6月にはインフレ率が9.1%に達してFRBの信認を傷つけ、FRB史上屈指の積極的な引き締め策を余儀なくされた。その後、FRBは2022年3月から計11回の利上げを実施し、FFレートはゼロ近辺から5%超へと引き上げられた。

その取り組みは一定の成果を上げた。FRBが重視するコア個人消費支出（PCE）の価格指数は年率2.8%の上昇率まで低下し、多くのエコノミストが恐れていたリセッションを回避した。とはいえ、イン

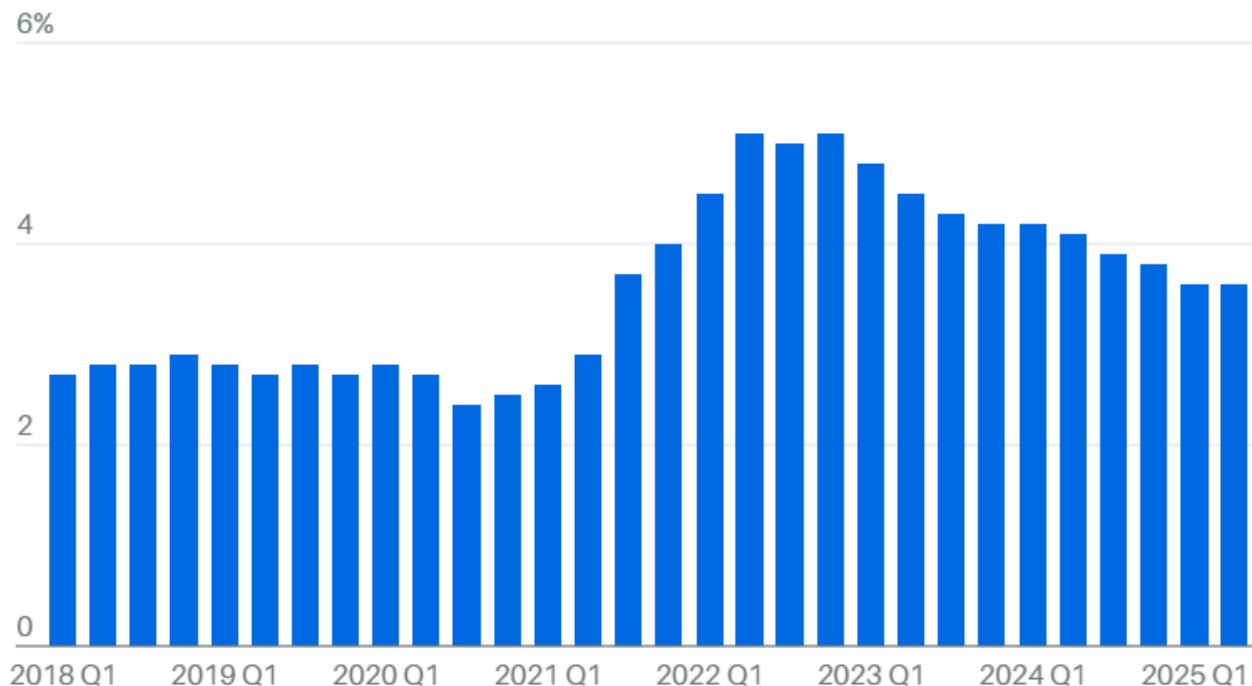
フレは依然としてFRBが目標とする2%を上回っている。一方、失業率はここ数カ月4.1～4.3%で推移している。FRBの基準ではソフトランディング（軟着陸）と言える状況だ。

しかしながら、今後は一段と難しい局面を迎え、不確実性も強まっている。賃金上昇率は2022年の年率6%から約3.9%に鈍化した。7月の雇用増加数は7万3000人とどまり、5月と6月の雇用者数は計25万人以上下方修正された。インフレ指標は夏場に上昇し始め、関税の影響による輸入物価の押し上げが始まっている。

## 予断を許さぬ9月のFOMC

### Compensation Gains Lag

The annual rate of wage growth has eased in recent quarters, but remains above prepandemic levels. A cooling job market and a recent resurgence of inflation are complicating the outlook for monetary policy.



Note: Total compensation for all civilian workers, 12-month percent change, current dollars

Source: U.S. Bureau of Labor Statistics

7月の食品とエネルギーを除くコアCPIは前月比0.3%上昇し、1月以来の大きな伸びとなった。前年同月比では3.1%上昇した。米労働省労働統計局（BLS）が14日発表した7月の卸売物価指数（PPI）は前月比0.9%上昇と、3年以上ぶりの大きな上げ幅を記録した。データは、関税が企業間取引の価格を押し上げ、最終的には消費者物価の上昇につながる可能性を示している。

パウエル議長は7月、関税が引き起こすインフレについて「まだかなり初期段階だと考えなければならない」と述べた。トランプ政権が相次いで課した相互関税についても「物価の上昇、経済成長の減速、失業率の上昇をもたらす可能性が高い」と警告していた。トランプ氏と側近らはそうなるとは全く考えていない。



パウエル氏は、関税が今後FRBが下し得るあらゆる政策判断を複雑化させるとみている。利下げを急げばインフレを助長するリスクがあり、金利を据え置けば、雇用の伸びが一段と鈍化し、失業率が上昇するリスクがある。

こうした状況により、9月16～17日の米連邦公開市場委員会（FOMC）は「ライブ」、つまり結論が事前に決まっていなかった会合になるだろう。FF金利先物市場は、9月のFOMCにおいて今年初の利下げ（0.25%）が決定される確率を92%超で織り込んでいる。7月のFOMCでは、2人の理事が労働市場のさらなる悪化を防ぐため、この会合で利下げを決定すべきだとして金利据え置きに反対票を投じた。

ベセント財務長官は13日、最近の雇用統計を踏まえれば、FRBは9月のFOMCで0.5%の大幅利下げを検討するべきだとの考えを示した。

一方で、9月利下げの必要性に懐疑的な著名な投資アナリストやエコノミストもいる。ウルフ・リサーチのチーフ投資ストラテジスト、クリス・セニエック氏は14日付けのノートで、直近のインフレデータを考慮すると「FRBが市場予想より少ない回数しか利下げを実施しない可能性がある」と指摘し、ジャクソンホールは「パウエル議長が金利政策に関してタカ派的姿勢を示す場」となる可能性があるという付け加えている。

## 金融政策枠組みの見直し

FRBは5年ごとに金融政策の枠組みを見直している。今年の見直しでは、雇用の評価方法の変更が検討されている。FRB元幹部でエール大学教授のウィリアム・イングリッシュ氏は、FRBが「不足」という表現をやめ、「最大雇用からの乖離（かいり）」という言い回しに戻すと予想する。わずかな違いだが、労働市場の過熱と冷え込みが共に問題視され、利上げと利下げの両方を正当化する根拠となるからだ。

パウエル議長はジャクソンホールで、9月の金融政策判断を前もって示さないだろう。しかし、「経済見通しと政策枠組みの見直し」と題された講演は、FRBによる経済の見通し、関税対応、コミュニケーションのあり方について重要なシグナルを発する可能性がある。

パウエル議長は22日午前10時（米東部時間）からの講演の大半を、この枠組みの見直しに充てる予定だ。この見直しについては、FOMCの19人のメンバーが、この夏のいずれかの時点で賛否を投票する。過去の見直しでは、現在も採用されているインフレ目標の明文化、フォワードガイダンスのあり方、雇用目標の定義などの変更が行われた。

今年の見直しでは、供給ショックへの対応原則の策定や、FRBの二重の使命のバランスの再評価が行われる見通しだ。枠組みの調整は、パウエル氏の任期を超えて制度化される可能性があり、独立性（の正当化）を主張することなく、FRBがその使命を遂行する力を維持するための一つの手段となる。

もっとも、FRBに対するトランプ氏のあからさまな圧力は、金融政策を国家的な政治問題に押し上げている。こうした状況は、FRB批判者にとってはむしろ都合がよい。彼らはパウエル議長の「データ依存」アプローチやFRBの大規模資産購入、そして近年の組織肥大を嫌っているからだ。だが、注目

が集まることにはリスクもある。特に、いかなる政策判断も政治的動機に基づくと受け取られかねないリスクだ。FRBの信認が失われれば、金融政策の効果は薄れ、ドル安を招く可能性がある。

## ■ 独立性を守り抜けるか

無論、FRBに絶対的な独立性があったことは一度もない。議会の意向に左右され、最終的には国民の支持に依存している。FRBは政治システムの外にあるのではなく、その内部で機能している。パウエル氏は、何が問題なのかを理解しているようだ。RSM USのチーフエコノミスト、ジョー・ブルスエラス氏は「パウエル議長は自らのレガシーをFRBの独立性を守ることとして考えているのだろう」と述べている。

ジャクソンホールでパウエル氏のレガシーが確定するわけではない。しかし、互いに独立しながらも次第に関連を深めてきた三つの役割を、議長がどうバランスさせるかを示す場となるだろう。その三つとは、移行期にある経済のかじ取り、政治的敵意への対応、そして政治的干渉に耐え得る意思決定の枠組みの強化である。FRBが経済の実態を見極め、その根拠を明確に説明し、必要な政策手段を守り抜く姿をパウエル議長が示すことができれば、利上げや利下げのタイミングを完璧に見極めること以上の長期的な成果を残すことができるかもしれない。

標高6200フィート（約1890メートル）にあるジャクソンホールの空気は薄い。思考が研ぎ澄まされる人もいれば、めまいを起こす人もいる。今週は高度順応力以上のものが試される。米国の中央銀行がなお自立して呼吸できるかどうか問われるのだ。少なくともイングリッシュ氏は懐疑的である。「独立し、深く考え、正しいことをしようとした中央銀行として、人々は後に、パウエル議長時代のFRBを懐かしく振り返るかもしれない」と語る。

山の眺望もそうだが、すべては見方次第だ。

By Nicole Goodkind  
(Source: Dow Jones)

## 2. 製薬大手の消費者直販は薬価問題の解決策となるか

[フィーチャー]

Big Pharma Has a New Vision for Selling Drugs. It's Going to the Mattresses.  
トランプ大統領の価格引き下げ要求との関連からみる

### ■ トランプ大統領は内外の価格差解消求める

米国における医薬品価格の高騰について大手製薬会社が検討している新たな解決策がある。消費者への直販だ。これは、遠隔医療企業のヒムズ・アンド・ハーズ・ヘルス<HIMS>やローが安価なジェネリック医薬品（後発医薬品）を中心に長年にわたり追求してきた販売戦略だ。しかし、製薬会社のより新しい、特許で保護された処方薬は、依然として複雑で高コストの経路（薬剤給付管理会社＝PBM＝や健康保険会社、医薬品卸、薬局など複数の業者）を通じて消費者に届けられている。ホワイトハウスからの医薬品価格引き下げ圧力の中、一部の製薬会社が新たなアプローチとして試験的に実施しているのが、医薬品を医薬品価格の自己負担に前向きな患者へこうした中間業者を介さずより低価格で直接販売するモデルだ、既に製薬大手のイーライリリー<LLY>とデンマークの製薬会社ノボ・ノルディスク<NOVO.B>は肥満治療注射薬を、定価を大幅に下回る価格で消費者に直接販売している（た



Illustration by Bratislav Milenkovic

だし、保険加入者の薬局での自己負担額は依然上回っている)。

製薬大手ファイザー<PFE>のアルバート・ブーラ最高経営責任者（CEO）は「これは素晴らしいアプローチだ」と話す。しかし、患者や医療制度全体にとって話はそう単純ではない。また、消費者直販がホワイトハウスの医薬品価格引き下げ要請に対する解答になり得るのかも不明だ。

トランプ大統領は、直近では7月に製薬会社10数社の幹部に宛てた書簡で、医薬品価格を引き下げない場合、何らかの制裁措置を講じると警告している。医薬品をより低価格で消費者に直接販売することもトランプ氏の要求事項に含まれていた。しかし、消費者直販はホワイトハウスにとって医薬品価格引き下げに向けた取り組みの主要テーマではない。ホワイトハウスの広報担当者は本誌に対し、「われわれは、米国と海外との間の価格差が実際に解消することを求めている。消費者直販がその実現につながるのであれば素晴らしいし、製薬会社への協力を惜しまないが、直販自体が解決になるわけではない」と語った。

この、消費者直販に関する製薬会社とホワイトハウスの温度差は問題を複雑にする要因の一つにすぎない。ワービーパーカーのメガネやオールバーズのスニーカーの直接販売とは違い、安全性、正確な投与量、入手可能な価格水準などが重要となるブランド処方薬の直販化ははるかに複雑だ。

## 高価な減量薬の登場が転機に

ブランド医薬品の直販は、リリーとノボが減量薬の「ゼップバウンド」や「ウゴービ」の調剤コピー品を販売する遠隔医療企業からの予期せぬ競争に直面し始めたことを受け、昨年登場した。米国の医薬品規制法には抜け道があり、リリーやノボが充足できない需要が存在する限りにおいて、調剤薬局はゼップバウンドやウゴービの調剤コピー品を合法的に製造することが可能だったため、これら医薬品をネットで販売する遠隔医療サイトが昨年初め、爆発的に増加した。

長年、医薬品を消費者に直販するという構想はほぼ克服不可能な問題を抱えていた。薬局で患者が支払う金額は比較的少額であり、医薬品市場専門の調査会社IQVIAインスティテュートの今年のリポートによると、全処方箋の93%が自己負担額20ドル未満だ。しかし、減量薬の登場で状況は変わった。ゼップバウンドやウゴービは、肥満治療薬としてはメディケア（高齢者向け公的医療保険）の対象とならず、民間保険も大半が厳しい制約を設けている。薬局で自己負担で購入する患者は通常定価を支払っている（ウゴービで年間1万6000ドル超、ゼップバウンドで年間1万3000ドル超）。これは、年間約3600ドルという遠隔医療企業の調剤コピー品の価格が比較的手頃であることを意味し、消費者から大きな需要を生んだ。対抗するため、リリーとノボも自社減量薬の現金払いネット販売オプション（年間約6000ドル）を開始した。リリーの最近の発表によれば、ゼップバウンドの新規処方箋の3分の1超を直販チャンネルが占めており、うまく機能しているようだ。

リリーとノボにとって、医薬品流通における仲介業者、特に強力なPBMの排除が消費者直販の副次的なメリットだった可能性が高い。この戦略が機能した時、他の製薬会社の幹部の目にはPBMに打撃を





Dia Dipasupil/Getty Images

与える絶好の機会と映ったに違いない。問題は、米国の制度において消費者直販が肥満治療薬以外でも機能するかどうかだ。

この夏、製薬会社幹部の話を聞いていると、まるで承認薬の全ポートフォリオを消費者直販サイトに載せようとしているかのように聞こえた。ブリストル・マイヤーズ・スクイブ<BMJ>とファイザーは7月、抗凝固薬「エリキュース」を定価よりも「40%超」安い価格で消費者へ直接販売すると発表した。ほぼ全ての製薬会社CEOが直近の決算説明電話会議で医薬品の消費者直販に言及している。GSK（旧グラクソ・スミスクライン）<GSK.英>の最高商務責任者（CCO）は消費者直販について「柔軟に考えている」と述べ、吸入ステロイド剤「テリルジー」や尿路感染症治療薬「ブルジェパ」（ゲボチダシン）を候補として挙げた。ロシュ・ホールディング<RO.スイス>のCEOも検討中と語り、ブリストルのクリス・バーナーCEOも消費者直販品について7月の投資家向け電話会議で「自社ポートフォリオ内で検討を続ける」とした。最も熱意を示したのがファイザーのブーラCEOで、他のCEOと消費者直販について議

論したが、「全員、何か実行する準備が出来ている」と語った。

## 患者側のメリットについては疑問も

### Going Direct

Novo Nordisk and Eli Lilly now sell obesity drugs directly to consumers at a discount to their list price. Pfizer is also making a direct-to-consumer push.

Drug Name	Indication	Manufacturer	List Price	Direct-to-consumer Price
Wegovy	Obesity	Novo Nordisk	\$1,349	\$499
Zepbound	Obesity	Eli Lilly	1,086	499
Eliquis	Anticoagulant	Pfizer / Bristol Myers Squibb	606	346

Note: All prices are monthly.

Source: Company reports

しかし、こうした熱意に対し、懐疑的な見方もある。大きな疑問は「実際のところ、患者にメリットはあるのか」ということだ。アーノルド・ベンチャーズのヘルスケア担当エグゼクティブ・バイス・プレジデント、マーク・ミラー氏は「消費者の負担軽減につながるという漠然とした期待があるようだ



が、当該医薬品を取り巻く市場構造や競合状況次第では、これまで仲介業者が得ていた収益を製薬会社が手に入れるだけで終わる可能性もある」と指摘する。ファイザーとブリストルはエリキュースの現金価格を月346ドルに設定したが、来年から新価格交渉プログラムの下でメディケアが支払う月231ドル（政府が公正と見なす価格）を依然として上回っている。ブリストル・ファイザー連合の広報担当者は、メディケア価格は「このなくてはならない医薬品の大きな臨床的、経済的価値を反映していない」としている。

一方、消費者直販価格の拡大で恩恵を受けるのは、現金で支払う余裕のある患者に限られ、保険を活用することができない。美容目的の処方薬であれば大きな問題ではないかもしれないが、深刻な病気となれば話は別だ。

恐らく最も重要なことは、ホワイトハウスが消費者直販を薬価高騰の解決策として受け入れそうになることだ。米国の医薬品価格を他の先進国と同水準に引き下げる「最恵国待遇（MFN）薬価」政策に関する大統領令で、トランプ大統領は連邦政府機関に対し、消費者直販プログラムの立ち上げを命じた。大統領令の実際の意味を巡り、さまざまな憶測が飛び交った。ホワイトハウスの広報担当者は本誌に対し、消費者直販モデルへの言及は薬価引き下げ達成に向けた政権の柔軟性を示すものだとし、「最恵国待遇価格への道筋が市場や医薬品によって異なり得ることは理解している。大統領令の趣旨は、これら医薬品の個別課題に応じて、解決策を見いだすため、政府も前向きに協力する用意があるということだ。消費者直販は、リベート率が高く取引量の多い医薬品について解決策の一つとなる可能性がある」と語った。

今後数年以内に、製薬業界、特に既存のサプライチェーンを支配している企業に大きな変動が起きる可能性は依然限定的だ。リーリンク・パートナーズで医薬品流通業界やその他のヘルスケアサービス業界を担当するアナリスト、マイケル・チャーニー氏は「大多数の米国人にとって、薬が必要な時、処方から服用に至るまで極めて効率的なプロセスが存在している」と話す。

一方、現在の消費者直販も既存インフラを活用している。ノボのオンライン薬局「ノボケア」はウゴビーの調剤に医療保険会社ヒューマナ<HUM>の「センターウェル」を使用しており、医薬品流通業者センコラ<COR>は自社をノボケアの「流通パートナー」であるとしている。チャーニー氏は「われわれが知っているサプライチェーンは物理的な物流機能の面では信じられないほど効率的だ」と話す。

少なくとも肥満治療薬に関しては、消費者直販の波が起き始めているのかもしれない。8月上旬にリリーが発表した新たな経口減量薬「オルフォルグリプロン」の臨床試験結果はウゴビーを若干下回り、ゼップバウンドを大幅に下回っていた。リリーの株価は急落した。オルフォルグリプロンに関する期待外れのデータは肥満治療薬の王者としてのリリーのイメージにとってマイナスだったかもしれないが、経口薬という特性が消費者直販市場では有利に働く可能性がある。大幅に体重を減らす必要がある患者はゼップバウンドやウゴビーの注射を選択するだろうが、数キロ減量するだけなら、ネット購入可能な錠剤の方が魅力的かもしれない。今のところ、リリーダイレクトで割引販売されているのはゼップバウンドだけだが、それで終わるとは思えない。

By Josh Nathan-Kazis  
(Source: Dow Jones)

### 3. トランプ大統領の「新興国市場」のような振る舞いが投資家の懸念に [フィーチャー] Trump's Emerging Market Behavior Is Unsettling Investors. How It Could Hit Markets 統計局長の解任、中銀への圧力、CEOの退任要求は典型的な特徴

#### 米国の資産価格のプレミアムが低下する可能性



Illustration by Lynne Tuttle/Barron's

投資家は通常、トルコ、アルゼンチン、中国などの「新興国市場」の評価を割り引く。中央銀行の独立性、民間セクターに対する政府の介入、過剰な政府支出の蔓延（まんえん）に対する懸念があるからだ。

今やエコノミストとストラテジストは、かつては先進国市場の典型であった米国に対して、同様の懸念を抱いている。2期目のトランプ大統領は、ホワイトハウスの権力をこれまでにない形で駆使し、地政学や経済の規範を急速に覆しており、その行動は不安になるほど新興国市場

で見られるものに似ている。

1月のトランプ氏の2期目就任以降、株価や金融資産の価格は上昇している。しかし、専門家は、トランプ大統領の現在の行動パターンが続けば、米国資産の長年の価格プレミアムは縮小する可能性がある」と指摘する。これは株式の長期リターンの低下につながり、もっと短期的に見れば、債券利回りが上昇し、今年から始まったドル安が続くことを意味するだろう。

過去2週間だけでも、トランプ氏は米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長に再び利下げ圧力をかけ、連邦裁判所判事に対して関税を妨げる判決を下さないように警告し、雇用統計の下方修正を理由に労働統計局のトップを解任し、半導体大手インテル<INTC>の最高経営責任者（CEO）の辞任を求め、米国市場へのアクセスや輸出規制の回避を求める企業と国家から前例のない譲歩を引き出そうとしている。

こうした行動の背景には、米国の財政赤字が持続可能ではないという懸念が改めて高まっていることがある。「大きく美しい法案」（トランプ減税法案）が可決され、財政赤字のさらなる拡大が見込まれることで、懸念はますます強まっている。

国際通貨基金（IMF）の元中国リサーチ責任者で、現コーネル大学教授のエスワー・プラサド氏は「データ収集機関の弱体化など、多くの新興国市場で当たり前だったことが、米国でも新たに当たり前になりつつある」と語る。

プラサド氏は「ドルの支配的地位に必要な不可欠な制度的枠組みの3本の柱は、法の支配、抑制と均衡（権力分立）の原則、中央銀行の独立性だ。これらの柱がいずれも大きく損なわれている」と指摘する。ドルの支配的地位は、米国の資産価格が通常、他の資産に対してプレミアムとなっている要因の一つだ。

株式市場に動揺は見られず、S&P500指数などの株価指数は、人工知能（AI）と減税の恩恵を巡る楽観的な見方の中で過去最高値に突き進んでいる。しかし、エコノミストとストラテジストは、AIが経済を再編し、企業の支出を促進するという楽観に亀裂が入れば、政策の変化が株価の重しとなる可能性があると警告する。

米国と新興国市場の共通点を指摘する人々であっても、米国で通貨切り下げ危機が発生し、投資家が一斉に資金を国外に退避させるような事態にはならないだろうと語る。プラサド氏は、ドルが今後困難に直面すると予想しているものの、世界の準備通貨としての地位を維持すると考えている。これは金融ショックの影響を緩和する大きなクッションとなり、その状況はすぐには変わらないとみられる。

それでも、トランプ氏がもたらした変化は、米国のプレミアムな資産価格を可能にしてきた「米国例外主義」を損なっている。過去15年間で、S&P500指数の今後12カ月予想株価収益率（PER）の平均は17.5倍だった。一方、上海総合指数とアルゼンチンのS&Pメルバル指数は11.5倍、トルコのイスタンブール100種指数はわずか7倍だ。

## 企業に干渉する中国との類似性

### Premium Economy

U.S. stocks consistently trade at higher multiples than their emerging-market equivalents.

#### Forward 12-Month P/E



Source: Bloomberg



米国市場には、世界でも特に大規模で成功した幾つかのテクノロジー企業が存在する。これは米国の資産価格が割高である一因だ。政策を巡る懸念によって米国資産のプレミアムが低下しても、AI投資を背景とする生産性の向上によって十分に相殺される可能性がある。3%強の堅調な経済成長率も、債務に関する懸念を軽減するだろう。

しかし、貿易、企業的意思決定、世界経済を支配するルールベースのシステムが揺らぐ中、株式市場と債券市場（米国と海外の両方）のボラティリティーは高まるだろう。プラサド氏は「既存のルールが維持されない世界では、ボラティリティーは非常に大きくなる」と語る。

米国の金利も上昇する公算が大きい。米国が財政赤字の拡大にどのように対処するかが不透明な中で、投資家が長期資産の保有に対してより大きなプレミアムを要求するためだ。新興国市場を専門とする投資会社ブレークアウト・キャピタルの推定によると、ドルの準備通貨としての地位は、米国の借り入れコストを1.0~1.5%ポイント低下させている。ドルがその地位を維持したとしても、多くの国や機関投資家は取引に他の通貨や金を使用するようになり、借り入れコストのディスカウントは縮小し、金利は上昇するだろう。

ストラテジストは、特に政策の移行を巡る不透明感と中央銀行の信頼性に関する疑問に鑑み、機関投資家と中央銀行が米国資産のオーバーウエートを縮小しようとするともっている。これは借り入れコストを少なくとも小幅に上昇させる可能性があり、ドルは他の通貨に対して下落するだろう。

自由市場主義者は、トランプ氏が企業に対する影響力を強めていることを警戒している。顕著な例としては、小売り大手ウォルマート<WMT>などに関税を理由に値上げをしないよう求めたことや、金融大手ゴールドマン・サックス<GS>に対して、関税がインフレを加速させるという見解を示したこと理由に、トップエコノミストを解任するよう要求したことなどが挙げられる。

中国をはじめとする多くの国の政府は、長年にわたって、重要なセクターに対する投資をコントロールしてきた。近年では、米国もより強権的な産業政策に移行しつつある。バイデン政権は再生可能エネルギーと国内半導体生産への支出を押し上げた。しかし、アナリストは、こうした取り組みが議会立法に基づいており、半導体への支出に関しては超党派的な合意があったと指摘する。

一方、トランプ氏は大統領としての権力を行使し、個人で経済を再編しようとしている。ベセント財務長官が12日のフォックス・ビジネスのインタビューで語ったところによれば、日本、韓国、欧州は貿易合意の一環として重要産業に多額の投資を行うこととなったが、これは大統領が投資の裁量権を有する政府系ファンドに資金を投じるようなものだという。この投資の解釈は国によって異なるが、ホワイトハウスは大統領にそのような権限があると主張している。ホワイトハウスは本記事に対するコメント依頼に返答しなかった。

トランプ政権は、日本製鉄<5401>によるUSスチール買収についても、国家安全保障の懸念を解決するために異例の戦術を用いた。事業上の意思決定に影響を与えることが可能な「黄金株」を取得したのだ。ただし、どのように影響を与えるのかは依然として明らかになっていない。

この戦術は中国に似ている。中国政府は最近、アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）<BABA>やテンセント・ホールディングス（騰訊控股）<00700.香港>などの大手インターネット企業に対する数年間の規制強化に続き、これらの企業の黄金株を取得した。黄金株によって、政府は民



間企業をコントロールするためのツールを手に入れることができる。

中国インターネット企業への締め付けは、2020年にフィンテック企業アント・ファイナンシャルの数十億ドル規模の新規株式公開（IPO）が突然中止されたことから始まった。アリババとアントの共同創業者である馬雲（ジャック・マー）氏が中国の規制当局を批判した数日後のことだった。中国政府の介入を受けて、投資家は両社の成長見通しを考え直した。中国のインターネット企業は数十億ドルの時価総額を失った。

政府が企業に介入すると、資本が市場の力学に従って配分されないのではないかという懸念から、通常は投資家の動揺を招く。これは、トランプ政権が企業に譲歩や投資の公約を迫っていることが危険信号となっている理由の一つだ。企業は政府のご機嫌を取り、あるいは収益性を損ないかねない政策を回避しようとしている。

## 中銀が圧力に屈すれば債券利回りの上昇も

米国政府による民間セクターへの介入強化や中国のような行動は、市場ではほとんど問題視されていないようだ。しかし、米国の財政赤字が持続不可能なほど拡大していることに対しては、間もなく反応があるかもしれない。米国は財政支出資金を調達するために海外投資家に依存しており、海外投資家は投資を続ける上でより大きな見返りを求める可能性がある。先週、米国の負債は37兆ドルを超えた。

先進国市場の中では日本の債務比率の方が高いが、エコノミストは日米両国に明確な類似点があると指摘する。その共通点とは債務比率だけではなく、財政ルールなどの制約を回避する方法を見つけて、支出を推し進めていることだ。

アルゼンチンは、このような慣行が極端な結果を招くことを示している。同国では、中央銀行が積極的に紙幣を発行した結果、数十年にわたって財政赤字が急拡大し、インフレ率の急上昇（直近では140%）が続いた。アルゼンチンは長年にわたる投資家の信頼喪失、非常に高いインフレ率、通貨切り下げから回復し始めたばかりである。

どの国の政治家も金利の高さに不満を述べるものだが、投資家は中銀がその圧力をはね返せるかどうかを評価する必要がある。

トルコは、中銀が強力な政治家の意思に抵抗し切れなかった場合に何が起きるかを示す例となっている。トルコのエルドアン大統領は2019年から2021年にかけて3人の中銀総裁を解任し、理事会が「利下げによってインフレに対抗する」という自らの非正統的な金融政策の考え方に従うようにした。その結果、インフレ率は85%まで上昇し、経済の健全性は損なわれ、エルドアン氏は2023年に方向転換することとなった。

FRBは独自の構造によって、外部の圧力を受けにくくなっている。金利は米連邦公開市場委員会（FOMC）で議決権を持つ12人のメンバーによって決定され、その中には大統領が任命権を持たない地区連銀の総裁が含まれる。

FRBは、パウエル議長の任期が来年5月に満了した後も、トランプ氏の利下げ要求に完全に従う可能性

は低い。しかし、アポロ・グローバルのチーフエコノミスト、トルステン・スロック氏は、FRBの独立性が議論されること自体が、米国の資産価格のプレミアムに疑問を投げ掛ける可能性がある」と指摘する。

スロック氏は、パウエル氏の後任の議長が、物価の安定と最大雇用というFRBの二重の使命や、その組織構造にどうアプローチするかに注目すべきだと語る。新議長が組織を再編したり、さまざまな職員や部署の責任者を解任したりした場合、投資家は中銀が大統領の圧力に抵抗できるかどうかを再検討することになるだろう。

ベセント財務長官は、そのような変化が起きることを示唆している。ベセント氏はニュースチャンネルのフォックス・ビジネスに対して、新議長を選ぶ基準として「組織の運営と再編の能力だ。FRBは非常に肥大化しているからだ」と述べた。

エコノミストは、米国債の30%を保有する海外投資家の反応に注目している。各国中銀は何年もかけて準備通貨を分散させてきたが、ドルが今年約10%下落したことで、ストラテジストはトランプ政権の政策転換の中で米国債がさらに広く売り浴びせられる兆候に警戒している。

そのため、3年物と10年物米国債に対する入札意欲に改めて関心が集まっている。どちらもやや弱さが見られるものの、警戒するほどの水準ではない。米国債への健全な需要が続けば、ドルの準備通貨としての地位が他の懸念に対する十分なクッションになるという考えに信頼性が生まれる。しかし、需要が低下すれば、投資家は米国の見通しを新興国市場と同様に考え始める可能性がある。

どちらが正しいかは徐々に明らかになるだろう。JPモルガンのグローバルリサーチ責任者であるジョイス・チャン氏は、債券投資家は財政赤字の規模に鑑みてより大きなリターンを求める見込みだが、今年の米財務省の資金調達ニーズは十分にカバーされるとしている。しかし、2026年から2029年にかけて約5兆ドル相当の国債の新規発行が予定される中、債券利回りは来年の市場の懸念になるだろうと語る。

財政赤字の懸念は目新しいものではない。しかし、米国の強固な政治経済システムが懸念による債券利回りの上昇を抑えてきた。今や、状況は変わる可能性がある。元インド準備銀行総裁でシカゴ大学教授のラグラム・ラジャン氏は「政治がシステムの機能を尊重しなくなると、システムが良好な政策環境を生み出す能力は低下する」と指摘する。

By Reshma Kapadia  
(Source: Dow Jones)

## 4. トランプ大統領がFRBの独立性を脅かす

[フィーチャー]

The Fed Hasn't Always Been Independent. Trump Is Testing Its Boundaries.

中央銀行の独立性獲得の歴史を振り返る

### パウエル議長が直面する利下げ圧力



Chip Somodevilla/Getty Images

米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は、ホワイトハウスから、トランプ大統領以前には考えられなかった類の政治的圧力に直面している。リチャード・ニクソン大統領が金融政策についてFRBの権威に挑んで以来のことで、ましてやFRB議長を「まぬけ」呼ばわりした大統領はいない。中央銀行の独立性は、大半のエコノミストや、左右を問わず主流の政治家の信念である。

ベン・バーナンキ氏およびジャネット・イエレン氏の両FRB議長経験者は今年、「データと党派

に偏ることのない分析に基づいて困難な意思決定を下すFRBに対する信認は重要な国家資産だ。その信認には、金融政策が短期的な政治的考慮から独立していると見なされることが不可欠だ」と記した。

それでも、反対派は、中央銀行の独立性は非民主的であり、選挙で選ばれたわけではない専門家が下す判断は、選挙で選任された政府高官を通じて有権者に委ねるのが一番だと主張する。トランプ大統領にとって、パウエル議長およびFRBは金利を粗利に高く維持し、独立に対する権利を失うことで、米国民を「失望」させてきた。トランプ大統領は「彼らが適切に業務を遂行していれば、我が国は何兆ドルもの金利費用を節約できたはずだ」とSNSのトゥルース・ソーシャルに投稿した。

7月下旬に、トランプ大統領はワシントンD.C.にある改修工事中のFRB本部を視察した。大統領は、視察の主たる目的がパウエル議長に利下げ圧力をかけることだったと即座に認めた。

### 1951年の「アコード」で自主的金融政策



Photo: Bettmann Archive

中央銀行の独立性という考え方の由来は、第1次世界大戦および1918年のインフルエンザのパンデミック（世界的大流行）の後に起きた世界的な不況に端を発する。欧州は荒廃し、世界は多額の負債であふれかえり、国家は内向きになり、国境を閉鎖し、貿易障壁を築き、資本規制を強化した。その結果、世界の生産性は大きく落ち込んだ。

1920年、ブリュッセルに世界39カ国からエコノミストや銀行家が2週間にわたり参集し、一連

の提案をまとめた。要約すれば、財政規律、自由貿易、独立した中央銀行が主導する健全な金融政策だ。これらは今でも責任ある金融の舵取り（スチュワードシップ）の3本の柱となっている。しかし、こうした緊縮財政は、ブリュッセルに参集した専門家が理解していた通り、犠牲を伴う。

経済学者のクララ・マッテイ氏は著書『緊縮資本主義：経済学者はいかにして緊縮財政を発明し、ファシズムへの道を開いたか』で、「緊縮財政効果と名付けよう。国家が経済面の健全性や民間企業のためと称して公共の福祉を削減する場合、大衆の苦痛は不可避免的に継続する」と記す。

中央銀行の独立性の利点は国民の反発から自由であることだ。イギリスの経済学者、ラルフ・G・ホートリー氏は1925年に「決して説明するな、決して後悔するな、決して謝罪するな」と中央銀行家に助言した。

しかし、それは決して容易ではない。米国では1935年に銀行法が制定されるまで、財務長官が事実上のFRB議長だった。大富豪の銀行家アンドリュー・メロン氏が3人の大統領の下で続けた低金利体制が、「狂騒の1920年代」をまさしく1929年のウォール街の大暴落や（30年代の）大恐慌に向かって突き進ませたのだ。

FRBの独立性の幕開けは1951年で、FRBが今日議論されているのとまったく同じ議題、つまり国家債務を巡ってハリー・トルーマン大統領と衝突したときだ。当時トルーマン大統領は金利を引き下げて、第二次世界大戦時の債務の返済を進めることを望んだ。トーマス・マッケーブ氏が率いるFRBは高インフレに立ち向かうべく高金利を主張した。トルーマン大統領は自身が指名したマッケーブ議長が譲歩してくれるものと期待していた。ところが、H.J.ネルソン氏の当時の本誌トレーダー・コラムによれば、議長は「FRBが財務省に従属することを拒否」したのだ。FRBは独立のために争った。

FRBの副議長（その前は議長を務める）であったマリナー・エクルズ氏は「もし争いに破れれば、世間はFRBが降伏し、FRBの責務を遂行する気概に欠けているとの印象を持つことになるだろう」と当時同僚に語った。トルーマン大統領は引き下がり、1951年の米財務省とFRB間の「アコード（合意）」により、正式に中央銀行は独立した。

ニクソン大統領はそのことを知らされていなかった。アーサー・バーンズ議長は、ニクソン大統領が繰り返し、自らFRB議長に選んだ自身に対して「驚愕させ、脅迫するような」やり方で利下げを迫ったと書き残している。ニクソン大統領の目標は再選であり、金融緩和により景気を活性化したかったのだ。バーンズ氏はその路線にしたがい、その結果、ニクソン大統領は再選され、1970年代後半の2桁台のインフレを招くことになった。

## 政治家は低金利を求める存在だ

アラン・グリーンズパン元FRB議長は「大統領や議会からFRBに対して利上げ要請を受けた記憶はほとんどない。実際、皆無であったろう」と記している。そこがポイントで、選挙で選ばれた議員は再選を目指すものだ。そして、不況時よりも好況時の方が再選されやすい。しかし、時に景気後退が処方箋になることがある。

ポール・ボルカー氏の場合を考えてみよう。ボルカー氏がFRB議長として敬意を集めているのは1970年代のインフレを退治したからだ。しかし、ボルカー氏が議長職を引き受けたのは、窮地に追い込ま



れていたジミー・カーター大統領に対して完全なる独立性を要求した後、大統領が折れてからだった。ボルカー氏の解決策は痛みを伴う高金利政策で、大恐慌以来最悪の景気後退を招いた。パウエル議長もインフレ対策として景気後退リスクを覚悟していると語っている。

トランプ大統領はパウエル議長を非難して、パウエル議長を解任する可能性は「極めて低い」が「ただし、不正で辞任する場合は別だ」と主張している。

「決して説明するな、決して後悔するな、決して謝罪するな」の時代はとうの昔に過ぎ去ってしまった。

By Kenneth G. Pringle  
(Source: Dow Jones)

## 5. 活況を呈するプライベートクレジット、プロの目の付けどころは [インタビュー] Private Credit Is a Booming Business. Where One Pro Sees Opportunities Now. ブラックストーンのマーシャル氏に聞く

### 個人向け販売に対する批判も



Photograph by Evelyn Freja

多くの投資家にはプライベートクレジット（PC）が過去1～2年で投資の世界に突然登場したように見えるかもしれない。しかし、投資ファンド大手ブラックストーン＜BX＞のブラッド・マーシャル氏にとって、この資産クラスの成長は24年にわたるキャリアの軌跡だ。現在、マーシャル氏はブラックストーンのPC戦略グローバル責任者であると同時に、ビジネス・デベロップメント・カンパニー（BDC）2社、すなわちB CREDとして知られるブラックストーンPCファンド（非上場）、およびブラックストーン・セキュアード・レンディング・ファンド＜BXSL＞

で、会長兼共同最高経営責任者（CEO）を務める。マーシャル氏が指揮する運用資産残高は1840億ドル。その多くは個人投資家もアクセス可能なファンドによるものだ。

PCファンドは通常、信用格付けが投資適格等級より低く、有利子負債依存度が高い企業向けローンを保有する。債務不履行（デフォルト）リスクが高く、流動性が懸念されるこの資産クラスを個人投資家に販売するのは問題だとの批判がある。マーシャル氏は今回のインタビューでこれらの懸念に答え、PCの機会について論じた。

## BDCは透明性が高くリターンも良好

本誌：資産クラスとしてのPCの魅力は何か。

マーシャル氏：PCが提供するものは、企業への直接的な資金調達ソリューションだ。引き受けたローンを開閉市場で売却する銀行に代わり、当社のような投資家が企業と直接取引を行い、よりカスタマイズされたソリューションを提供する。当社は長期的な視点に立ってクレジットを引き受け、自社で保有している。

さらに、BDCとして設計されたファンドは非常に透明性が高い（BCREDは非上場だが、個人投資家はファイナンシャルアドバイザーを通じてアクセス可能。BXSLは上場）。各証券は名称、公正価値、満期、利回りがリストに掲載されている。個人保有に適した商品であり、透明性と分散ニーズにより、さらに成長すると予想している。

Q：PCの長期利回りは約10%だ。なぜ、通常の債券ファンドよりも利回りが高いのか。

A：BDCは非公開のレバレッジド・ローンを保有している。そのうち95%は第一順位の担保付き資産である。ローン・トゥ・バリュー比率（LTV）は平均で50%未満であり、企業価値が半分になるまでは投資家の資本にリスクが及ぶことはない。ローンの利回りは約9%であり、レバレッジの利用が多少の恩恵をもたらす。当社のような大規模な資本基盤と低コスト資本があれば、運営費も抑えられる。さらに、企業は銀行に3%の手数料を払う必要がない。

過去20年間、運用するファンドの年間損失率は0.1%未満となっている。これは、この資産クラスの強靱さを際立たせる。「PCはピーク」、「次に起こる危機」といったうわさ話を気にすることはない。

Q：景気減速が企業のローン返済を困難にしかねない。現在はクレジットサイクルのどの段階か。

A：クレジットサイクルの良い段階にいると思う。過去12カ月間の市場性ローン市場のデフォルト率は1.4%、これに対する過去25年間の平均は約3%だ。ブラックストーンのクレジット・保険グループが投資する2000社のデフォルト率は0.5%である。これらの企業の増収率も1桁台後半に加速しており、景気後退は想像し難い。

消費者はかなり健全であり失業率も低い。デフォルトが発生する可能性があるソフトスポットは人工知能（AI）の影響を受ける業界や関税の影響を受ける業界だろう。潜在的には、資本集約度がやや高く景気に敏感なセクターが弱い。

## トランプ大統領が401kによる投資を解禁

Q：企業が返済不能に陥ると、何が起きるのか。

A：私のチームは約300社に投資している。ソフトウェア企業のメディアが問題を抱えているため、最近、ローンの評価額をローン1ドルにつき87セントに引き下げた。通常は、投資先企業の業績改善を支援するため、ブラックストーンの規模を活用することが可能だ。

Q：現在、最も魅力的なセクターはどこか。

A：ソフトウェアなど歴史的にデフォルト率が低いセクターに多くの時間を費やしている。こうしたセクターは顧客の定着度が高く成長率も高い。専門サービスも有望なセクターだ。事業には会計や保険が不可欠である。資本集約度が低く多額のフリーキャッシュフロー（FCF）を創出する。

ヘルスケアでは、特にヘルスケア情報テクノロジーが非常に魅力的だ。AIにも後押しされている。また、ライフサイエンス業界は医薬品開発のために巨額の資金が必要だ。さらに、AIエコシステムはデータセンター運営のためにエネルギーを必要とすることから、エネルギー・電力にも注目している。

Q：上場企業への融資を行うのか。

A：それはPCの成長に向けた次のフロンティアである。公開市場で債券を発行するより、むしろ、非公開のソリューションを利用する上場企業が増えている。

Q：最近、トランプ大統領は確定拠出年金（401k）によるPCなどのオルタナティブ投資に道を開く大統領令に署名した。オルタナティブは退職プランに適しているのか。

A：株式60：債券40の組み合わせを超える投資機会を提供することを考えると、非常に理にかなっている。これまで退職プランの参加者はこの資産クラスへのアクセスがなかった。慎重かつ監視して進める必要はあるが、この資産クラスをこれらの投資家基盤に開放するのは、大いに意義がある。

Q：金利はかつて、ほぼゼロまで引き下げられた。これがPCを魅力的にした要因だったのか。

A：投資家側ではまさにその通りだった。金利がゼロで、債券市場では90%の商品の利回りが2%を下回っていた。投資家は利回りを求めており、PCは公開市場よりも高い利回りを提供した。

企業側では2020年、銀行のバランスシートに余裕がないところに合併・買収（M&A）ブームが起きた。プライベートエクイティ（PE）投資家の支援を受けた企業は、よりカスタマイズされたソリューションを求めていた。より規模の大きな企業が非公開の資本ソリューションを試して、場合によっては公開市場での選択肢よりも優れていることに気付いた。10億ドル以上の案件を見ると、2019年までは10件未満だったが、2020年以降は200件を超えている。

By Amey Stone  
(Source: Dow Jones)

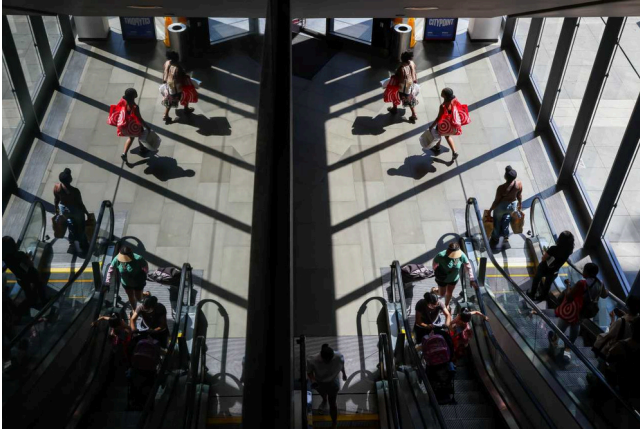
## 6. 消費の強さが株価上昇を支える可能性 Consumers May Just Keep This Stock Rally Going 関税の影響は実体経済に感じられない

[米国株式市場]

### 米消費は底堅く、小売り関連銘柄も堅調

インフレは米連邦準備制度理事会（FRB）をずっと悩ませている。しかし、消費者は価格上昇の影響を受け流している。7月の小売売上高は市場の予想通りに前月比0.5%増となり、市場は特に神経質にはなっていないようだ。主要株価指数を見ると、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は前週末比で1.7%高と再度上昇し、一時史上最高値を更新した後に4万4946ドル12セントで引けた。S&P500指数は0.9%上昇して6449.80、ナスダック総合指数は0.8%上昇して2万1622.98となり、先週付けた史上最高値付近にとどまっている。小型株のラッセル2000指数は3.1%高の2286.52で週末を迎えた。

消費者関連銘柄の投資家は、インフレや、雇用の悪化に見られるような景気に対する懸念材料をそれほど心配していないようだ。上場投資信託（ETF）のSPDR S&Pリテール＜XRT＞は年初から約5%上昇しており、トランプ大統領が4月初めに関税措置を発表した直後の今年の安値からは35%の急上昇と



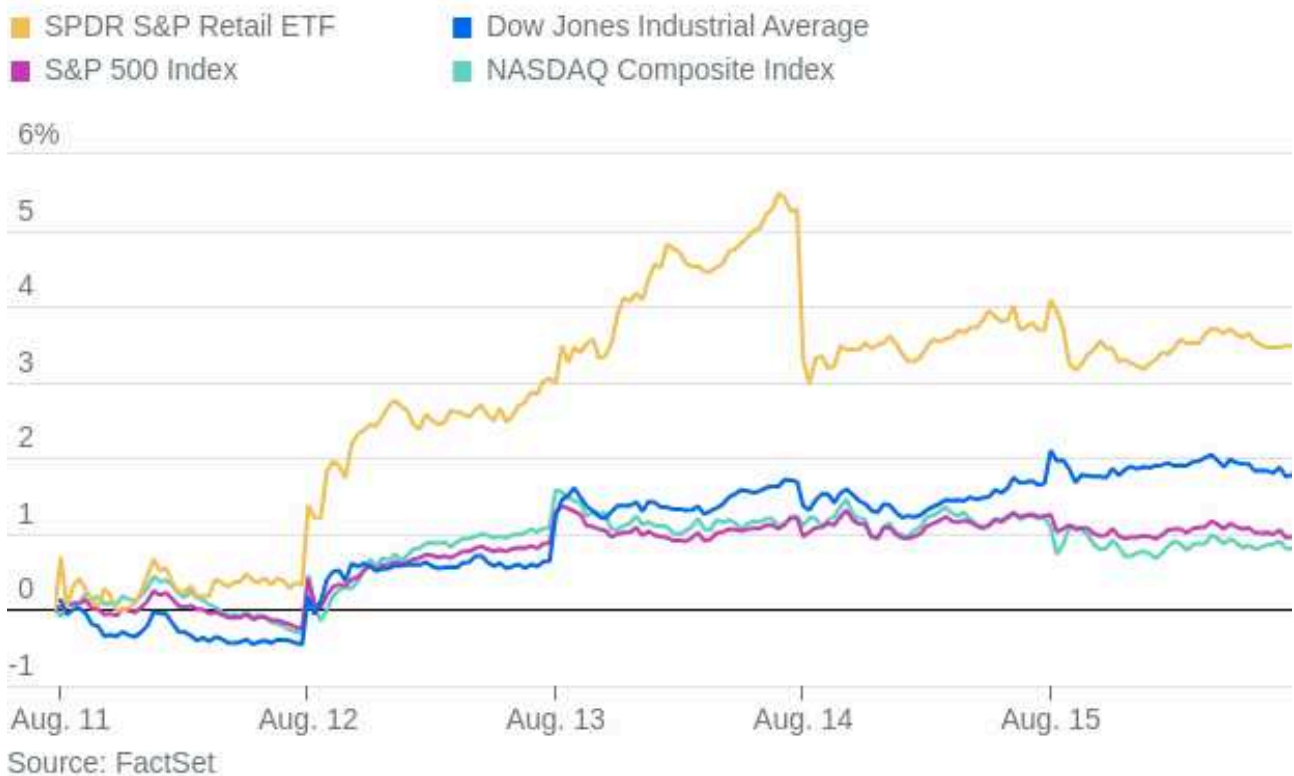
Michael Nagle/Xinhua via Getty Images

なっている。同様に、ETFの一般消費財セレクト・セクターSPDR<XLY>は年初から2%近い上昇となっており、「米国解放の日」(4月2日)の後に付けた安値からは30%値上がりしている。

貿易交渉を巡る騒動にもかかわらず、米国の消費者は「買い物三昧」を続けているようだ。資産管理会社サーテュイティのパートナー兼最高投資責任者(CIO)であるスコット・ウェルチ氏は「米国解放の日の危機は、投資家が懸念していたような展開にはならなかった。関税による負の影響は、実体経済の指標にはそれほど顕著に表れていない」と述べる。

## 大手小売企業の決算に注目

### Market Snapshot



今週、大手小売企業としてウォルマート<WMT>、ターゲット<TGT>、TJX<TJX>、ロス・ストアーズ<ROST>、ホーム・デポ<HD>、ロウズ<LOW>などの企業が最新の決算を発表し、消費者の行動に関するさらなる手がかりが得られる。これらの企業から、関税の影響で需要が急激に減速しているかどうかの言及があるかが注目されている。

予断を持たない方がいい。米国の消費者の反対方向に賭けるのは通常は間違いだ。プレミア・パス・ウェルス・パートナーズのCIOであるブライアン・グレン氏は本誌に対して、米動画配信大手のネットフリックス<NFLX>について強気だと述べた。グレン氏は、業界をリードするネットフリックスは加



入者の増加と「大幅な利益率の拡大」から恩恵を受けていると指摘し、経済が勢いを失ったとしても、多くの人が月額プランを解約する可能性は低いと付け加えた。

## ベトナム関税引き下げでナイキに恩恵

ラショナル・ダイナミクス・ブランド・ファンド<HSUAX>のポートフォリオマネジャーであるエリック・クラーク氏もネットフリックスについて強気なほか、音楽配信サービスのスポティファイ・テクノロジー<SPOT>も評価しており、両社を「景気が減速しても消費者が手放さないサブスクリプション・サービス」と表現している。クラーク氏はレポートで、インフレの圧力を感じている消費者がさらに魅力を感じると思われる、TJXとコストコ・ホールセール<COST>などの安売り志向の小売業者を選好していると述べている。

より逆張りの消費関連株を見つけない投資家に対してグレン氏は、新たな最高経営責任者（CEO）のエリオット・ヒル氏の下で再生を遂げつつあるスポーツシューズ大手のナイキ<NKE>も推奨している。ヒル氏が若い顧客層を引き付けるために広告をソーシャルメディアにシフトした点をグレン氏は評価しており、関税問題に対して投資家は過剰反応していると考えている。ベトナム製品に対する輸入関税を4月に発表された高い水準（46%）から引き下げる（20%）ことにトランプ政権が合意したことは、製造の大部分をベトナムに依存しているナイキにとって好材料だ。

消費者心理は確かに悪い。しかし人々が何を感じているかではなく、何をしているかを見極める必要がある。米国の消費者は依然としてオンラインで「購入」ボタンをクリックし、大型量販店に足を運んでいる。小売企業や他の一般消費財関連銘柄を投資ポートフォリオに追加する価値があるのは、これが理由だ。

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

## 7. 関税の逆風を乗り越え、成長するe.l.f.ビューティー

[投資戦略]

Tariffs Have Rocked e.l.f. Beauty Shares. But the Fundamentals Still Look Alluring.  
価格戦略、SNS活用、買収等で描く将来像

### 高級ブランドを価格で打ち負かす戦略

口紅が景気指標になるという話は忘れるべきだ。これはある化粧品業界の大物が主張したことで有名だが、家計が圧迫されると女性が手頃な慰めとして口紅をより多く購入するという証拠はほとんどない。米国のような先進国市場では、口紅の売り上げは、唇の数とインフレ率により密接に関係しており、ブランドの乗り換えや価格の変動にも一部影響がみられる。しかし、現在興味深い「リップノミクス（lip-onomics）」のケーススタディが展開されている。50ドルのブランド物の口紅に対する7ドルのコピー商品で知られる企業が、価格を1ドル値上げしたら、どうなるだろうか。

一方では、それは割合でいえば大幅な値上げ率だ。もう一方では、値上げした結果でも、それは依然として比較的安い。投資家は、経済学者が「需要の価格弾力性」と呼ぶもの、つまり価格が上昇すると顧客が購入するのをどの程度減らす傾向にあるかについて確信を持てずにいる。この不確実性が、ミームコインのトレーダーさえも怖がらせるような株価の乱高下を引き起こしている。



Michael M. Santiago/Getty Images

その会社とは化粧品のe.l.f.ビューティー<ELF>だ。この社名は「目 (eye)、唇 (lips)、顔 (face)」の頭文字を表している。たった20年前、ある父と息子のコンビが1個1ドルで幾つかの化粧品を販売するオンラインストアを立ち上げた。その後の成長はほとんど熱狂的だった。現在では、製品数が増え価格も上昇しているが、依然として高級ブランドを価格面で安く打ち負かすことに焦点を当てている。「19ドルのリップクリームだって。本気か? e.l.f.ならたった5ドルだ」とe.l.f.ビューティーのウェブサイト

は宣伝している。顧客は直接購入するか、小売り大手のターゲット<TGT>、ウォルマート<WMT>、薬局チェーン大手のCVSヘルス<CVS>、化粧品小売りのアルタ・ビューティー<ULTA>、その他多くの店舗で購入可能だ。

## SNSを活用したマーケティングに強み

タラン・アミン氏 (60) は2014年からe.l.f.の最高経営責任者 (CEO) を務めている。アミン氏自身の個人的なソーシャルメディア活用を「恐らく嘆かわしいほど不十分だ」と述べている。しかし、アミン氏は従業員の74%が女性、76%がZ世代とミレニアル世代である組織を築いた。従業員らはインスタグラムやユーチューブからゲームプラットフォーム「ロブロックス」やゲーム実況配信サービス「ツイッチ (Twitch)」までオンラインに精通している。これがマーケティングをけん引し、製品開発にも生かされている。

アミン氏は、「当社の最高マーケティング責任者は、時々私を短編動画投稿アプリ「T i k T o k (ティックトック)」のライブ配信に無理やり連れだすことで私を怖がらせる。昨年、私が参加した時、彼女は『さあ、大ボスがここにいる。何がほしいか彼に言って』としゃべったんだ」と話す。チャット欄は、ある高級ブランドの38ドルのメイク用品ブロンジングドロップスについて、すぐにでも安価な代替品がほしいという声で一杯になった。アミン氏は開発期間を3年から6カ月に短縮し、9ドルの価格で製品を発売した。アミン氏は、「われわれはこれを何度も繰り返している。われわれのコミュニティは遠慮しないのだ」と言う。

アミン氏は、今後さらなる急速な成長を見込んでいる。e.l.f.が初めて店舗提携したターゲットでは、そのカテゴリーで21%のシェアを誇り、競合他社をリードしている。アミン氏は、「ターゲットと他社との唯一の違いは、ターゲットが5年の先行者利益を得たことだ」と言う。海外市場はe.l.f.の売上高のわずか20%にすぎないが、一部の競合他社では50%超だ。

e.l.f.が2年前、小売業者ダグラス・コスメティクスを通じてイタリアに進出した際、アミン氏は「プロックの端まで行列ができていた」と語る。ダグラスは製品ラインナップの変更を1点だけ、具体的にはパワーグリッププライマーの廃止を推してきた。アミン氏は、「ダグラスは『ここではプライマーは実は独立したカテゴリーになっていない』と述べた」と言う。現地のソーシャルメディアの動向を注視したアミン氏は、その製品をテストとしてそのまま残した。現在、その店舗で最も売れている製品とな

っている。アミン氏は、「どうやらイタリア人もプライマーを使うようだ。ダグラスは単に知らなかったただけだ」と言う。

## 関税の影響で乱高下する株価

e.l.f.を長期保有する株主は利益を得てきたが、恐らくその経験に疲れ果てているだろう。e.l.f.の株式は2016年に17ドルで上場し、初日の取引を26ドル超で終えた。その2年後、e.l.f.の最初の大きな販売不振で株価は半減した。アミン氏は、自社店舗を閉鎖し、マーケティングを軌道に乗せた。2024年夏には株価が200ドルを超えた。最近では決算発表日に9%下落した後、モルガン・スタンレーによる評価の格上げを受けて10%上昇し120ドルとなった。

今年の株価の乱高下は、関税に起因している。トランプ大統領は中国に対し、最大145%という関税を課すことをちらつかせ脅したが、先日発表された貿易協定の延長により、少なくとも11月10日までは30%に落ち着いた。e.l.f.は、製造のほとんどを中国で行い、売り上げのほとんどを米国で得ているため、コストが増加している。e.l.f.は8月1日からほとんどの製品の価格を引き上げ、8月6日の四半期報告では、関税が最終的にどうなるか不透明であることを理由に、通期の業績予想の公表を控えた。

## 買収を含む強気の成長戦略

レイモンド・ジェームズのアナリスト、オリビア・トン氏はe.l.f.を「強力な買い」推奨としており、海外売り上げの急速な成長と新規カテゴリーでの継続的な拡大を予想している。トン氏は、「e.l.f.が最も高いシェアを持つカテゴリーは、必ずしも最大のカテゴリーではない」と指摘する。また、高級志向のセフォラと低価格志向のダラー・ゼネラル<DG>両方でよく売れるブランドは多くないとも指摘している。

モルガン・スタンレーのダラ・モーセニアン氏は、e.l.f.の決算発表後に投資判断を「イコールウェイト」から「オーバーウェイト」に引き上げた。モーセニアン氏は、市場のコンセンサス予想は低過ぎると思っている。最近、急成長中の美容ブランド「ロード」を10億ドルで買収したことは、より高価格帯のスキンケア分野における空白を埋めるだけでなく、より広範な販売網の拡大と高収益の機会をもたらす。e.l.f.の値上げ後の需要の価格弾力性に関する懸念は、誇張され過ぎているように見える。e.l.f.は2022年に6%から7%の値上げを行った際、その後の四半期で売り上げ成長率が加速した。もともと価格が低いため、さらに安価な商品へ乗り換える選択肢が限られている点も好材料だ。

2026年3月期の予想利益ベースで、e.l.f.の株価収益率（PER）は34倍と明らかに割安とは言えない。ロード買収と事業コストの拡大が今年の利益成長を圧迫するが、来年はウォール街が25%の利益成長回復を予測している。瞬きする間に、株価の次の10%の上昇または下落を見逃すかもしれない。

アミン氏は、e.l.f.の市場シェアが26四半期連続で拡大していることを指摘し、2024年度の13億ドルから今後数年で30億ドルの売上高を目指すと言っている。アミン氏は新入社員に、「皆はまさに適切なタイミングで入社した。われわれはまだ始まったばかりだ」と語っている。

By Jack Hough  
(Source: Dow Jones)



## 8. 暗号資産関連IPOが活況

[コラム]

Crypto IPOs Are Making Wall Street Go Wild. There Are More in the Pipeline.  
サークルやブリッシュに続き有力企業が上場準備

### ビットコインの盛況が背景



Michael Nagle/Bloomberg

2025年は新規株式公開（IPO）市場全体が活況を呈し、特にリスク性の高い資産クラスが注目を集めている。その代表格が暗号資産（仮想通貨）だ。ビットコイン＜BTCUSD＞は年初来で25%以上上昇し、過去最高値を更新した。デジタル資産市場の強気相場を追い風に、暗号資産関連企業が次々と株式公開に踏み切っている。今後も暗号資産関連のIPOや新規上場全般が続く見通しだ。

### 相次ぐ上場企業と成果

ステーブルコイン企業のサークル・インターネット・グループ＜CRCL＞は6月にIPOを実施し、株価はその後ほぼ5倍に急騰した。サークルは第2四半期の堅調な業績も発表したばかりだ。さらに先週は、暗号資産関連の2社が登場した。コインデスクの親会社であるブリッシュ＜BLSH＞は上場初日に84%高となり、翌日も続伸した。ビットコインのオプション取引を手がける取引所運営会社マイアミ・インターナショナル・ホールディングス＜MIAX＞も、上場初日に約30%上昇した。

ウォール街で注目を集めているのは暗号資産関連に限らない。デザインソフト大手フィグマ＜FIG＞、医療画像のハートフロー＜HTFL＞、フィンテックのチャイム＜CHYM＞、ドローンメーカーのAIROグループ・ホールディングス＜AIRO＞なども、この夏に相次いで上場し、好調なスタートを切っている。投資家がこうしたトレンドに参加する手段として、上場投資信託（ETF）のルネサンスIPO ETF（Renaissance IPO ETF）＜IPO＞がある。今年は15%上昇しており、S&P500指数の10.8%上昇を上回る。

### 次に控える有力企業

暗号資産のIPO支援を手がけるギブソン・ダン・クラッチャー法律事務所の資本市場・証券グループのパートナー、ハリソン・タッカー氏は、「IPO市場は過去3か月間、かなり開放的であり、特に暗号資産関連企業がその恩恵を受けている」と指摘し、「投資家はこの新興業界へのアクセスを望んでいる」と加える。

トランプ大統領と議会が暗号資産に前向きな姿勢を示していることも追い風だ。上場準備を進める企業も増えている。フェイスブックで知られるキャメロン・ウィンクルボス、タイラー・ウィンクルボス兄弟が率いる暗号資産取引会社ジェミニ（Gemini）、暗号資産運用プラットフォームのグレイスケール（Grayscale）、デジタル資産セキュリティ企業のビットゴー（BitGo）は、いずれも米証券取引委員会



(SEC) に非公開で上場申請を済ませた。IPO日程が近づくまで財務情報の開示は不要であり、上場準備を進めている。

さらに、暗号資産分野では「ユニコーン企業」と呼ばれる、直近の資金調達で10億ドル以上の評価を受けた未公開企業が上場候補として取り沙汰されている。暗号資産のカストディサービスなどを手掛けるファイアブロックス (Fireblocks)、イーサリアムを専門に扱うブロックチェーンソフトウェア技術企業のコンセンシス (ConsenSys)、暗号資産取引所のクラケン (Kraken) が頻繁にIPO候補に挙げられている。株式を上場したばかりのクローズドエンド型投資会社C1ファンドの共同創業者兼最高経営責任者 (CEO)、ナジャム・キドワイ氏は「デジタル金融が次のイノベーションの波をけん引する」と指摘し、「米国でIPO前の暗号資産企業がより注目を集めるのは良いことだ」と強調する。

もっとも、最終的にカギを握るのは業績だ。IPO市場は例年通り夏場の減速局面に差し掛かっているが、サークルやブリッシュの好調な評価を踏まえると、2025年後半から2026年にかけて、さらに多くの暗号資産企業が上場に挑む可能性が高い。

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

## 9. ハイテク株の値上がりが投資リスク高める

[コラム]

As Tech Stocks Rally, Risk Rises. Why Energy and Healthcare Could Be Options.  
エネルギー株とヘルスケア株への乗り換えは現実的な選択肢

### S&P500時価総額の半分近くをハイテク株が占める



Courtesy Shell

S&P500指数におけるハイテク株の比重が増し、S&P500指数は「S&Pハイテク指数」に変貌しつつある。投資家にとって、他のセクターに目を向けてポートフォリオを分散化する時が来ているのかもしれない。そのための魅力的な選択肢は出遅れているヘルスケア株とエネルギー株だと言えそうだ。

14日木曜日時点で、S&P500指数は1.2%上昇して6468.54の過去最高値で取引を終えた。同指数は年初来で10%超、4月の安値からは30%超上昇している。夏場の上昇をけん引したのは

米半導体大手エヌビディア<NVDA>、マイクロソフト<MSFT>、データ分析ソフトウェアのパランティア・テクノロジーズ<PLTR>といったハイテク株で、同指数に組み入れられたハイテク銘柄の年初来上昇率は16.4%だ。最近では、出遅れていたアルファベット<GOOGL>やアップル<AAPL>が持ち直しており、アップルは第2四半期末から10%超上昇して232ドルを付けた。

S&P500指数全体の時価総額は54兆ドルで、そのうちハイテク株が占める割合は過去最高の34.5%に達している (2024年末時点で32%、2018年は20%)。だが、メタ<META> (旧フェイスブック) とアルファベットはコミュニケーションサービス銘柄に分類されているため、現在の数字はハイテク株の本当

の割合を過小評価している。この2社に、一般消費財銘柄に分類されるアマゾン・ドット・コム<AMZN>と人工知能（AI）／ロボット工学／自動運転関連銘柄である電気自動車（EV）大手テスラ<TSLA>を加えると、「ハイテク」セクターの割合は約45%となる。

大手ハイテク企業は収益性の高いビジネスモデルと広い競争優位性を備え、圧倒的な存在感を示している。しかし、最近の株価上昇によってリスクは高まっており、ハイテク株の予想株価収益率（PER）は平均30倍、予想株価売上高倍率（PSR）は平均10倍となっている。これに対し、ヘルスケア、エネルギー、金融セクターの予想PERは15倍前後だ。かつては10倍でも極めて高いとみられていた予想PSRは、エヌビディアが20倍、パランティアは約100倍だ。

しかもハイテク企業のフリーキャッシュフローはAIコンピューティング関連設備投資の急増によって圧迫されている。アルファベットとメタの設備投資は2024年にそれぞれ520億ドルと390億ドルだったが、2025年はそれぞれ850億ドルと約700億ドルに増加する見通しだ。

## エネルギー株に投資する理由とは？

多くの投資家がエネルギー業界に投資しない理由の一つは、資源開発に多額の設備投資が必要になることだ。ただし、こうしたネガティブな要素は株価に織り込み済みとみられ、多くの探鉱・生産企業の株価は年初来で10%下落している。

スミード・バリュー・ファンド<SVFAX>の共同マネジャーを務めるコール・スミード氏は、エネルギー株にこの10年で有数の買いの好機が訪れているとみている。AIアプリケーションを稼働させるには従来型のエネルギーが必要だが、現在の株価にはそれが材料として反映されていない。確かに米国の原油価格は年初来で約10%下落し1バレル当たり63ドルとなっているが、これは底値に近いかもしれない。

スミード氏は、ダイヤモンドバック・エナジー<FANG>、コノコフィリップス<COP>、オキシデンタル・ペトロリウム<OXY>、APA<APA>といった割安な探鉱・生産企業を選好している。

米国の石油メジャー、エクソンモービル<XOM>とシェブロン<CVX>はいずれも予想PERが約15倍、配当利回りが約4%で、より安全なエネルギー銘柄と言える。欧州のBP<BP.英国>とシェル<SH.英国>のバリュエーションはさらに割安な水準にある。

## ヘルスケア分野ではイーライリリーとユナイテッドヘルスに注目

ヘルスケア株は先週2%上昇したが、年初来では依然として3%下落している。背景には、薬価引き下げと関税を巡る政策、さらには厚生長官であるロバート・ケネディ・ジュニア氏がヘルスケア業界と伝統薬をあまり好んでいないことへの懸念がある。

一方、ゴールドマン・サックスの調査によると、ヘルスケアセクターのバリュエーションはこの30年間で最も割安な水準にある。中でもトップ企業の製薬大手イーライリリー<LLY>と医療保険大手ユナイテッドヘルス・グループ<UNH>の株価は低迷してきたが、底打ちしている可能性がある。肥満症／糖尿病治療薬のゼップバウンドおよびマンジャロを擁するイーライリリーはこの分野で支配的な地位を築いており、オルフォングリプロンという経口型の新薬を投入してその地位を固めようとしている。

効果的な経口薬が開発されれば市場は大きく拡大する可能性がある。ところが、新薬の主要臨床試験の参加者の体重減少に関するデータをウォール街がやや期待外れとみなしたため、イーライリリーの株価は最近10%下落した。

イーライリリーはUBSのアナリスト、チュン・フィン氏のトップピックだ。フィン氏は、「イーライリリーは製薬業界のトップ企業であり、市場で最高の医薬品ポートフォリオを有する」と述べている。JPモルガンのクリス・ショット氏もイーライリリーを高く評価しており、先週の顧客向けレポートで、1株当たり利益（EPS）が2030年代初めにかけて「10%台後半」で成長するとの予想を踏まえると現在の株価（2025年と2026年の予想PERはそれぞれ27倍と20倍）は魅力的な水準にあると指摘した。

ユナイテッドヘルスの年初来株価下落率は50%で、ダウ工業株30種平均（NYダウ）構成銘柄の中では最も大きい。その主な要因は、メディケア・アドバンテージを含む医療保険プランの割安な保険料設定に起因する業績予想未達だ。しかし、バークシャー・ハサウェイ<BRK.A><BRK.B>が第2四半期に500万株を購入していたことが8月14日の時間外取引中に明らかになり、15日に株価は約8%上昇した。

バーンスタインのアナリスト、ランス・ウィルクス氏は、医療保険に対して強気な見方を取っており、その理由として医療サービスの利用増加ペースが「正常に戻り始めている」ことを挙げた。ウィルクス氏はメディケアアドバンテージプランの利益率が回復しつつあるとみており、ユナイテッドヘルスとエレバンス・ヘルス<ELV>（2026年予想PERはそれぞれ約10倍と約8倍）を買い推奨としている。

By Andrew Bary  
(Source: Dow Jones)

## 10. 販売伸び悩むファストフード、ドリンクに活路 Fast Food Is Hungry for Sales. The Latest Play: Beverages 高い利益率に集客効果期待

[経済関連スケジュール]

### 新しいフレーバーや魅力的なビジュアルでZ世代に人気



Illustration by Elias Stein

価格上昇や関税、さらに健康志向の高まりを背景に売り上げが停滞する中、ファストフード業界は飲料に活路を見いだしている。飲料は食品と比べて調理が容易で、利益率も高い。食事を注文する際に飲料を頼まない顧客も少なくないが、新しいフレーバーや魅力的なビジュアルは購入意欲を刺激する可能性がある。加えて、飲料は1日を通じて集客効果が期待できる点も強みだ。

ファストフード大手マクドナルド<MCD>は先日、9月から米国内の約500店舗でドリンクの試験販売を始めると発表した。対象となるのはアイスコーヒー、フルーツ風味の清涼飲料、クラフト風ソーダ飲料、エナジードリンクだ。米国部門のカスタマーエクスペリエンス兼マーケティング責任者であ

るアリッサ・ブエティコファー氏は、「飲料分野で確かな勢いが見られる。特にZ世代のファンが、冷たく風味豊かな飲み物を定番の品として選ぶ傾向が強まっている」と語った。

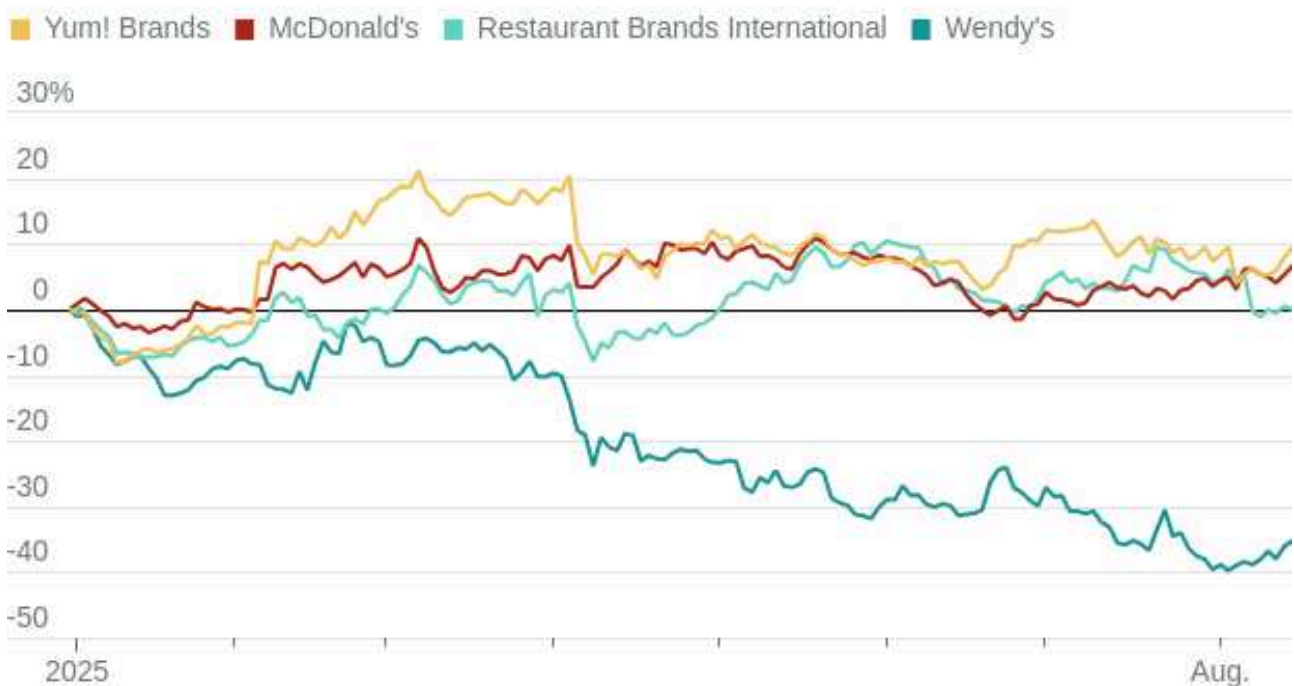
ヤム・ブランズ<YUM>傘下のタコベルも昨年12月にカリフォルニア州の店舗に「Live Más Café（リブ・マス・カフェ）」を設置し、30種類を超える飲料を投入した。半年後、これらの店舗の売り上げは40%増加し、タコベルは年内に同様のカフェをさらに30店舗展開する計画を明らかにした。今夏にはウェンディーズ<WEN>がフォームをのせた水出しコーヒーやフルーツ風味のエナジードリンクを導入。さらにレストラン・ブランズ・インターナショナル<QSR>傘下のバーガーキングもレモネードやアイスコーヒーを追加すると発表した。

もっとも、この戦略が必ずしも成功するとは限らない。SNSなどでの「バズり」や話題性がしばむと売上げが低下する可能性があるほか、節約志向を強める消費者は支出を抑える際、最初に飲料を削る傾向がある。さらに、メニューの種類を増やし過ぎるとサービスの提供速度が落ち、従業員の負担増や食事客の利便性低下につながりかねない。一方で、前向きな見方もあり、投資銀行BTIGのアナリスト、ピーター・サレハ氏は、マクドナルドが10年前にマックカフェを再投入した際にはマクドナルド全店の売上げを押し上げた実績を指摘した。

## 先週の出来事

### In Need of a Boost

None of the stocks of the big fast-food chains have fared that well in 2025.



Source: FactSet

## 市場動向

原油先物相場は下落した。アラスカで予定されるトランプ米大統領とロシアのプーチン大統領との会談が注目されたことが背景となった。またトランプ氏が米労働省労働統計局（BLS）の次期局長として保守系シンクタンクのヘリテージ財団でチーフエコノミストを務めるE・J・アントニ氏を指名し、解任劇に続く人事は反発を招いた。



週明けの株式市場は下落して始まった。米中が通商協定を90日間延長し、トランプ氏が金地金への関税見送りに同意したことが要因となった。翌12日にBLSが発表した7月の消費者物価指数（CPI）が市場予想を下回り、利下げ期待が高まったことで、S&P500指数、ナスダック総合指数、ビットコインはいずれも最高値を更新した。しかし、14日に発表された卸売物価指数（PPI）の伸びが加速したことで、上昇基調は一服。さらに15日発表の消費者信頼感指数（CCI）は低下し市場心理を冷やした。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1.74%高となったものの、最高値更新には届かなかった。S&P500指数は0.94%高、ナスダック総合指数も0.81%高で週を終えた

## 企業動向

- ・半導体大手エヌビディア<NVDA>とアドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>は、中国での半導体販売収入の15%を米政府に支払うことで合意した。半導体の輸出ライセンスの確保に向けて異例の取り決めとなった。これに対し中国政府は、国内のハイテク企業に対し、米国製半導体を購入する正当な理由を示すよう求めている。
- ・トランプ氏は、半導体大手インテル<INTC>のタン最高経営責任者（CEO）と会談した後、タン氏へのネガティブな評価を一転させた。米国政府はインテルへの出資に関心を示しているという。
- ・イーロン・マスク氏は、アップル<AAPL>の配信プラットフォーム App Store（アップストア）が、米オープンAIのチャットGPTを優遇していると主張し、提訴する可能性を警告した。なおオープンAIは、マスク氏が共同設立した脳神経インターフェース開発企業ニューラリンクに対抗するスタートアップ企業、マージ・ラボへの出資を検討している。
- ・トランプ氏は、金融大手ゴールドマン・サックス<GS>のデービッド・ソロモンCEOに対し、チーフエコノミストを交代させるよう求めた。自身のSNSで、ゴールドマンが市場と関税について「誤った予測を行った」と批判した。

## M&A（合併・買収）など

- ・中国国営の中国船舶集団（CSSCホールディングス）と中国船舶工業は、160億ドル規模の合併を完了した。これにより世界最大の造船会社が誕生した。
- ・人工知能（AI）スタートアップ企業パープレキシティは、アルファベット<GOOGL>のブラウザー「Chrome（クローム）」を345億ドルの現金で買収する提案を行った。

## 今週の予定

### 8月19日（火）

今週は小売大手の決算が相次ぎ、小売業界が注目される。19日にホーム・デポ<HD>、20日にロウズ<LOW>、ターゲット<TGT>、TJX<TJX>、21日にウォルマート<WMT>とロス・ストアーズ<ROST>が、それぞれ決算を発表する予定。

### 8月20日（水）

米連邦公開市場委員会（FOMC）の、7月下旬の議事要旨が公表される。この会合でFOMCはフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を4.25～4.50%に据え置いた。

### 8月21日（木）

S&Pグローバルが8月の製造業およびサービス業購買担当者景況指数（PMI）を発表する。コンセンサス予想では、製造業PMIが49.9、サービス業PMIが53.4と見込まれている。7月はそれぞれ49.8と55.7だった。

### 8月22日（金）

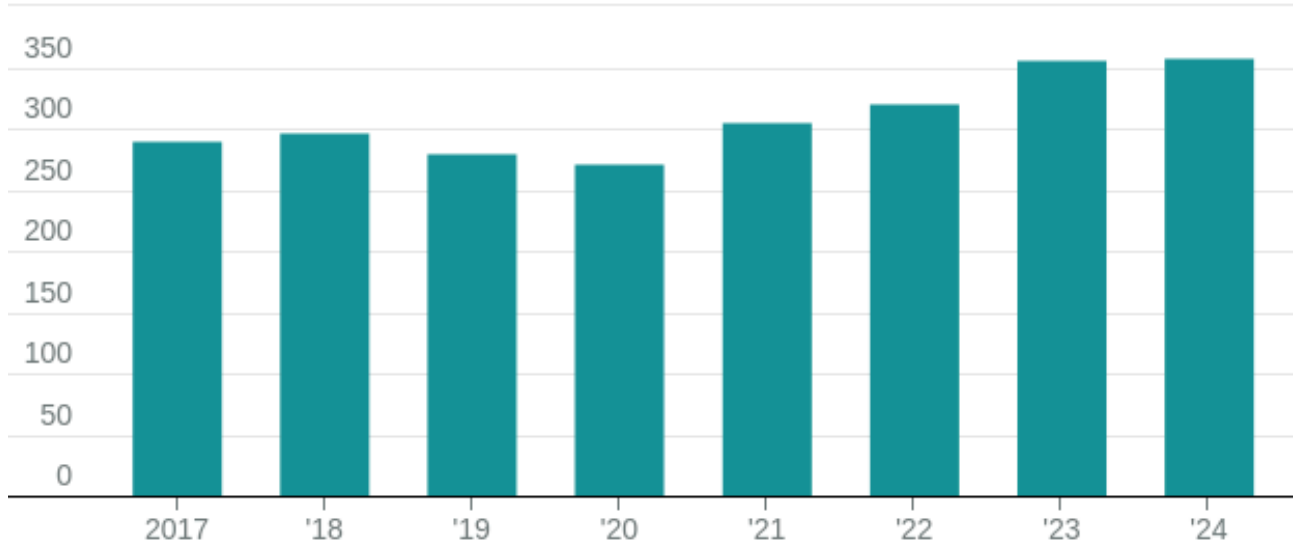
米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長が、カンザスシティ連銀主催の年次経済シンポジウム

## Sticker Shock

Growth in spending on fast food last year was slower than any year since the pandemic. One reason: higher prices.

### Consumer Spending

\$400 billion



Source: Statista

「ジャクソンホール会議」で講演する。本年の会議テーマは「転換期にある労働市場：人口動態、生産性、マクロ経済政策」で、会期は21～23日。

### 統計と数字

1兆1000億ドル：2025年の米企業による自社株買い予想額。1982年以来の高水準となる見込み。

110億ドル：ソフトバンクグループ<9434>の孫正義会長の資産増加額（8月最初の2週間）。背景はAI関連。

54%：ギャラップ調査で飲酒すると答えた米国人の割合で、過去90年で最低水準。共和党支持層では46%に落ち込んだ。

101万TEU：ロサンゼルス港が7月に処理したコンテナ換算量（TEU=20フィートコンテナ換算）。2021年5月を上回り、過去最高を記録した。

By Evie Liu  
(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』 2025/08/17

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