

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/04/20

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 「存続の脅威」に直面するハーバード大 - University Endowments Are Worth \$874 Billion. Trump Is Waging War on Them [カバーストーリー]
P.1
トランプ氏との対立で大学の寄付基金が窮地に
2. 債券が再び「買い」、利回り6%以上を探す - Bonds Are a Buy Again. Where to Find Yields of 6% or More. [フィーチャー]
P.7
今、購入を検討すべきファンド
3. 退職者の皆さん、貿易戦争に備えて、ポートフォリオの守りを固めましょう - The Trade War Is Here. Retirees, It's Time to Protect Your Portfolio. [フィーチャー]
P.12
退職後の数年間のポートフォリオのパフォーマンスが老後に大きな差をもたらす
4. トランプ大統領がパイプライン建設計画を推進 - Trump Is Pushing for This Pipeline. He's in for a Fight. [フィーチャー]
P.14
実現には政治的問題以外に経済的問題も
5. トランプ政策を材料に買われた石油・ガス、状況は大きく変化 - Oil and Gas Once Rallied Around Trump. That May Be Changing [フィーチャー]
P.18
遠ざかる「エネルギー・ドミナンス」
6. ドルの基軸通貨としての地位を脅かす米財政赤字 - U.S. Spending Threatens to Wreck the Dollar's Status. Wake Up, America. [コラム]
P.20
大国の衰退を引き起こす要因とは
7. トランプ減税、4兆ドルの財源はどこから - How to Save \$4 Trillion in Tax Cuts? Fake It. [投資戦略]
P.23
成立ありきに潜む危うさ
8. 悪化する中国リスク、最も影響受ける米ハイテク企業は - Tech's Problems in China Are Getting Worse. [ハイテク]
P.26
対立が半導体、ソフトウェア、スマートフォンに波及
9. 関税政策の不透明感を織り込んで乱高下 - The Market Had Another Rough Week. The Fed's Powell Remains Calm. [米国株式市場]
P.28
パウエル議長に動きは見られず
10. S&P500に「デッドクロス」 — 冷静な対応を - S&P 500 Stocks Just Signaled a Death Cross. Don't Panic. [経済関連スケジュール]
P.30
50日移動平均線が200日移動平均線を下へ突き抜ける

※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。

※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. 「存続の脅威」に直面するハーバード大

[カバーストーリー]

University Endowments Are Worth \$874 Billion. Trump Is Waging War on Them

トランプ氏との対立で大学の寄付基金が窮地に

反ユダヤ主義活動を理由に助成金凍結



Hannah Beier / NYT / Redux

大規模な大学寄付基金の運用は、かつては非常に良い仕事だった。つらいこともあるが、大学の最高クラスの幹部というステータスを得られる一方で、学長のように厳しい視線にさらされることはほとんどない。しかし、今やその仕事は大きく変わった。

ハーバード大で約530億ドルの寄付基金を運用するハーバード・マネジメントのN・P・ナーベカー最高経営責任者（CEO）のケースを考えてみよう。ナーベカー氏はコロンビア大で数十億ドルの寄付基金の運用に成功し、2016年にハーバード大にやって来た。ナーベカー氏は、他大学を下回るパフォーマンスを回復させるため、ポートフォリオの再編に忙しく取り組んでいた。そんな矢先、突然に政治に巻き込まれた。

ハーバード大とナーベカー氏は、「パレスチナの正義を求める学生の会」とその支持者から「イスラエルへの投資を引き揚げよ」という非難と要求を受けた。同時に、保守派の活動家であるクリストファー・ルフォ氏によって、「ハーバード大などの大学は連邦政府の助成金によって寄付基金を肥やしておきながら、（ルフォ氏らが主張するところの）極左的なイデオロギーを流布している」と批判された。

ハーバード大とナーベカー氏は、「パレスチナの正義を求める学生の会」とその支持者から「イスラエルへの投資を引き揚げよ」という非難と要求を受けた。同時に、保守派の活動家であるクリストファー・ルフォ氏によって、「ハーバード大などの大学は連邦政府の助成金によって寄付基金を肥やしておきながら、（ルフォ氏らが主張するところの）極左的なイデオロギーを流布している」と批判された。

2024年2月、ナーベカー氏らは、「ハーバード大の学内における反ユダヤ主義への対応に関する調査」について、米下院教育労働力委員会の召喚を受けた。ハーバード大の寄付基金の資金調達額は急落している。学内新聞のハーバード・クリムゾンは昨年秋、「複数の富裕層の寄付者が、学内の反ユダヤ主義活動を理由にハーバード大との関係を断つことを公表しており、2024年度の慈善寄付額は14%減少した」と報じた。

しかし、先週の出来事に比べれば、上記はいずれも大したことではない。ハーバード大は、大学運営に介入しようとするトランプ政権の要求を拒否した。政権はそれに対して、ハーバード大への複数年にわたる約22億ドルの助成金を凍結すると発表した。連邦政府は他にも数十億ドルの助成金をハーバード大に提供しているが、こちらも保留される可能性がある。さらに、ハーバード大がその他の政府機関から受け取っている数千万ドルの資金も既に削減されたり、リスクにさらされたりしている。

また、ハーバード大やその他の大手寄付基金に対する連邦税率は、大幅に引き上げられる公算が大きい。さらに、ウォール・ストリート・ジャーナルの報道によると、トランプ政権は内国歳入庁（IRS）に対してハーバード大の免税資格の取り消しを要求している。

こうした攻撃を受けて、ハーバード大の損益計算書は劇的に変化しており、寄付基金の投資戦略に疑

間が投げ掛けられている。オバマ元大統領と、ハーバード大の元学長で現教員であるラリー・サマーズ氏は、各大学が予算を補強するために寄付基金に手を付けることを提案した。ハーバード・マネジメントは、予算に約150億ドルを提供できることを示した。

ハーバード大とナーベカー氏の事情は他大学よりも複雑とはいえ、全米の大学の寄付基金は同様の要因による圧力にさらされている。広範囲にわたる私立大学は、寄付基金に対する数千万ドルの増税に直面している。公立大学の寄付基金は税金から守られているが、高等教育系メディア「クロニクル・オブ・ハイアー・エデュケーション」に掲載された新たな調査によると、連邦政府からの数千万ドルの助成金削減によって打撃を受ける可能性がある。

投資銀行グリーンヒルの会長で、ペンシルベニア大評議員会の元会長でもあるスコット・ボク氏は「まさに存続の脅威だ」と指摘する。クロニクル・オブ・ハイアー・エデュケーションは、増税と助成金の削減によって、ペンシルベニア大は年間約4億2000万ドル、学生1人当たり1万6000ドルが必要になると推定されている。ボク氏は、学生支援、雇用、科学研究、国家安全保障研究や、ペンシルベニア大病院の巨大な医療システムに対する深刻なリスクを強調した。

なお、ホワイトハウスのクッシュ・デサイ報道官は「大学は資金凍結の財務的影響に懸念を抱いているが、学内の反ユダヤ主義の高まりに積極的に対処しようとしないうちは、制御不能になっている運営上の無駄を削減することを検討すべきだ」と本誌にコメントした。

■ 税率が10倍以上に上がる可能性も

寄付基金の責任者は、こうした事態から基金を守るために何をしているのだろうか。ある数十億ドルクラスの寄付基金の最高投資責任者（CIO）は「事態を想定し、祈っている」と語った。誤解のないように言うと、このCIOやハーバード・マネジメントのナーベカー氏は、連邦政府への対応のみならず、寄付基金の配当性向を変更することすら決定できない。それを決めるのは学長と理事会である。ただし、戦略の変更が決まれば、それを実行するのは寄付基金の責任者の役割だ。

ボク氏は「（寄付基金の責任者は）今ごろ、来年の数億ドルの納税額をどうやって確保するか考えていることだろう」と語る。例えば、ハーバード大は現在、純投資収入に対して年間4000万～5000万ドルの連邦税を支払っている。税率が現在の1.4%から14%に上昇した場合、税額は約4億～5億ドルになる。

米国には約4000校の大学が存在し、小規模なコミュニティーカレッジから、世界レベルの研究所や病院などを擁する「R1」研究系大学まで多種多様だ。全米大学実務者協会（NACUBO）の年次調査によると、658の大学が合計8737億ドルの寄付基金を運用しており、基金額の中央値は2億4300万ドルである。

寄付基金自体も多様な組織だ。通常は単一のファンドだけではなく、往々にして数百、時には数千の資金プールから構成される。投資は複数のマネーマネジャーに委託されることが多い。業界が目標とするポートフォリオ全体の長期的な年率リターンは約8%で、通常はそのうち4.5～5%が大学の予算に充当される。アナリストのマイケル・マルコフ氏による最近の調査では、アイビーリーグ系の大学とスタンフォード大、マサチューセッツ工科大は昨年、平均で5.02%のリターンを大学に提供した。年間リターンの残りの約3%は、インフレに対応するため、寄付基金に再投資される。

Biggest University Endowments at Risk

U.S. colleges and universities studied by the National Association of College and University Business Officers and Commonfund received \$30 billion from their endowments in the fiscal year ended on June 30, 2024, up 6.4% from a year earlier.

University Endowment	Facing Tax Increase	Estimated AUM (billion)	10-Year Average Return
Regents of the University of California*		\$180	8.1%
University of Texas Investment Management		62	7.7
Harvard Management	X	53	8.0
Yale University Endowment	X	41	9.5
Stanford Management	X	38	8.6
Princeton University Investment	X	34	9.2
Massachusetts Institute of Technology Endowment	X	25	10.5
University of Pennsylvania Endowment	X	22	8.7
University of Notre Dame Endowment	X	20	9.6
University of Michigan Endowment		19	8.7

Note: AUM is through June 30, 2024. Harvard's 10-year average return calculated by Barron's. *Four UC schools face various funding cuts.

Source: PitchBook

ケンブリッジ・アソシエイツの最近の調査によると、調査対象の152校のうち、過去10年間で実際に8%の年率リターンを生み出したのはわずか25%だった。これは、寄付基金が5%のリターンを大学に支払った場合、75%の寄付基金でインフレ調整後の資産額が現在より減少することを意味する。

純投資収入に1.4%の物品税を課しているのは、第1期トランプ政権の2017年減税・雇用法である。これは、学費を支払っている学生数が500人以上で、学生1人当たり資産額が50万ドル以上である私立大学の寄付基金に課税するものだ。2023年は56校がこの要件に該当し、合計3億8000万ドルの税金を支払った。課税額を引き上げ、課税対象を拡大する提案も数多くなされている。その中には、2023年にJ・D・バンス上院議員（現副大統領）が提案した税率35%への引き上げも含まれる。

共和党のトロイ・ネルス下院議員（テキサス州選出）は、寄付基金の税率を連邦法人税率と同等の21%に引き上げることを提案している。ネルス氏は「ハーバード大のように530億ドルもの寄付基金を有する大学が税金を支払わないのは不公平だ」と語る。トランプ大統領の熱心な支持者であるネルス氏は、大学は企業として行動しており、それに応じて課税されるべきだと主張する。税率の引き上げ

が大学への打撃になるのではとの問いには、一言だけ「たわ言だ」と答えた。

大学の資金調達を支援する非営利組織「教育の発展と支援に関する評議会」で戦略的パートナーシップ担当バイスプレジデントを務めるブライアン・フラヘブン氏は、大学は企業ではなく、寄付の48%は学生支援に使用されていると反論する。フラヘブン氏は「現在、寄付基金に対する税金を支払っている大学の多くは、低中所得層の学生に対して特に多額の資金援助を提供している。なぜなら、寄付基金のリソースがあるからだ」と語る。

ネルス氏やトランプ政権は税金を増やすことも狙っている可能性がある。保守派シンクタンクのタックス・ファンデーションは、寄付基金の平均年率リターンを7.5%と想定すると、税率を21%に引き上げた場合、税金は10年間で700億~1120億ドル増加する可能性があるとしている。

大学への増税によって、減税の資金を賄うことも計算のうちだろう。資産運用会社ブラックロックの政府関連業務および公共政策担当責任者、ジョー・ウォール氏は、寄付基金への増税による今後10年間の税金の増加分は、トランプ氏が提案するチップの非課税措置を相殺するために使用される可能性があるとしている。非課税措置は約1000億ドルの税金減につながると思われる。ウォール氏は最近の顧客向けウェブキャストで「大学の税率が上がるのはほぼ確実だろう。しかし、どこまで上がるかは不透明だ」と語った。

留学生数の減少も打撃に

大学への資金提供を減らすという脅しは複数の形態を取っている。これには教育省からの直接的な助成金以外にも、米国立衛生研究所（NIH）や米国立科学財団などの機関からの資金援助が含まれる。少なくとも7校の大学が、教育省からの助成金を削減すると名指しされているが、その数は確実に増えるだろう。

さらに、教育省は「反ユダヤ的ハラスメントと差別に関する公民権法第6章の違反について調査対象となっている大学」60校のリストを公表し、間接的な圧力をかけている。教育省のリンダ・マクマホン長官は、これらの大学宛ての書簡に「米国の大学は巨額の公共投資による恩恵を受けており、その投資は米国の納税者によって賄われている。この特権を享受するには連邦の反差別法を厳格に順守しなければならない」と書いている。

最近、米国の留学生は減少している。これは米国人の学生が減少していること以上に、大学の経営にとって打撃である。資産運用会社コモンファンドの受託運用部門でプレジデント兼CEOを務めるティム・イエーツ氏は「ピーク時には100万人の留学生がおり、その75%は中国を中心とするアジア出身者だった。留学生の多くは学費を全額支払っていた」と語る。足元の留学生と移民に対する締め付けによって、入学者数はさらに落ち込む可能性がある。国土安全保障省は16日、ハーバード大が学生ビザに関する情報を政府と共有しない限り、留学生を受け入れることを禁止すると発表した。

もう一つの頭痛の種は、寄付基金の税率が引き上げられた場合、寄付が減る可能性があることだ。グリーンヒルのボク氏は「自分で資産を持っているよりも、大学に寄付する方が多くの税金がかかるというなら、寄付をする理由がない」と語る。

さらに、今年の市場の混乱によるトラブルを抜きにしても、一部のアイビーリーグ系大学は「エー

ル・モデル」による問題を抱えている。エール・モデルを開発した故デービッド・スウェンセン氏は、1985年から2019年にかけてエール大の寄付基金の責任者を務め、素晴らしい実績を上げた。スウェンセン氏は幅広い分散投資を主張し、債券やキャッシュなどのリターンの低い資産を避け、特にプライベート市場に投資した。

エール・モデルは長年にわたって大きな成果を上げ、広く模倣された。現在の問題は、プライベートエクイティに投資が集中しているという点に集約される。その結果、資産価格が上昇し、高金利と相まってリターンを低下させ、エール・モデルを採用してきた多くのアイビーリーグ系寄付基金に悪影響を及ぼしている。

大学はプライベートエクイティを売却する必要があるが、資本市場の不透明感によって、出口としての役割を果たすはずの新規株式公開（IPO）やM&A（合併・買収）が停止している。さらに、売却に当たっては多額の損失を計上せざるを得ない。そのため、一部のアイビーリーグ系寄付基金はジレンマに陥っている。増税が迫る中、課税対象となる収益のないプライベートエクイティへの投資を増やすのは得策かもしれないが、一方でキャッシュも必要だからだ。

Government Funding of Elite Universities

Top schools depend on federal dollars to varying degrees.

Endowment	Federal Funding (million)	Funding as % of Endowment
Brown	\$254	3.7%
Columbia	1,329	9.1%
Cornell	826	7.9%
Dartmouth	143	1.6%
Harvard	687	1.2%
MIT	648	2.1%
Princeton	455	1.4%
Stanford	1,006	2.0%
University of Pennsylvania	1,058	4.6%
Yale	899	2.0%
Elite Average	\$706	3.9%

Note: Federal funding is for fiscal year 2024.

Source: Markov Processes International

寄付基金の取り崩しは手段の一つだが、容易ではない

大学は資金不足を補うために何をするだろうか。予算の削減を迫られる可能性は高い。ある関係者は、エール大が予算を全体的に15%削減した場合のシミュレーションを実施していると述べた。本誌はエール大にコメントを求めたが、返答はなかった。

大学同士で連帯するという手段もある。ラトガース大学の准教授で、「ビッグテン大学相互防衛協定」の共同スポンサーでもあるデービッド・サラス・デラクルス氏は、相互防衛協定について「北大西洋条約機構（NATO）のような協定で、もし加盟校の1校が政府によって攻撃されたら、お互いに支援することを誓約するものだ」と説明する。

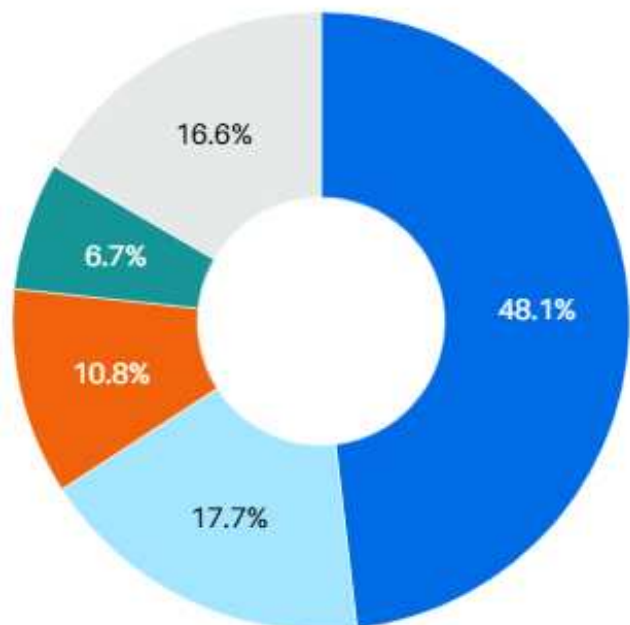
学費の値上げは、現在の環境では可能性が低そうに見える。ただし、裕福な学生により多くの学費を求めることはあり得るだろう。債券を発行することもできるが、発行で得た資金を建設工事以外に使用する場合、課税対象となる。実際、プリンストン大が最近発行した3億2000万ドルの大学債と、ハーバード大が発行を予定している7億5000万ドルの大学債は課税対象となっている。ハーバード大は今年、既に4億5000万ドルの非課税債券を発行しており、7億5000万ドルの債券と合わせると、2024年度末時点で71億ドルだった負債が大幅に増えることになる。

話を寄付に戻そう。大学はオバマ氏とサマーズ氏の助言に従うべきだろうか。オバマ氏はハミルトン大での講演で、脅威を感じている大学は寄付基金を利用すべきであると述べ、当面は寄付基金から研究者に給与を支払い、体育館の拡充などのプロジェクトを延期することを提案した。

オバマ氏の講演と同日、サマーズ氏はニューヨーク・タイムズ紙の論説で「寄付基金は嫉妬や称賛の的となるためにあるのではなく、緊急事態に直面した時に引き出すためにある」と述べ、それには「連邦政府による資金提供の停止をカバーすること」が含まれると主張した。

Where the Money Goes

U.S. college and university endowments studied by the National Association of College and University Business Officers and Commonfund spent \$30 billion in the fiscal year ended on June 30, 2024, up 6.4% from a year earlier.



*Can include community and public service, patient care, and other types of physical or mental health services, and students' needs beyond financial aid or academic expenses.

Source: 2024 NACUBO-Commonfund Study of Endowments

しかし、寄付基金からさらに資金を捻出することは簡単ではない。マルコフ氏の分析によると、ブラウン大、ハーバード大、エール大、プリンストン大などの大学は、プライベートエクイティへのエクスポージャーが大きいこともあり、これ以上の流動性を生み出すのには限界がある。ハーバード大の直近の財務報告では、寄付基金の資産の39%はプライベートエクイティ、32%はヘッジファンド、5%は不動産、3%は実物資産で、キャッシュはわずか3%だ。

寄付基金からの支払いを増やすには、理事会の議決や評議員会の承認なども必要だ。さらに、ほとんどの寄付基金は、奨学金や研究に使用することが法律で制限されている。それでも、サマーズ氏は「寄付金の一部でも使用する方法は見つけられるはずだ」と主張する。

もしかすると、サマーズ氏はハーバード大の直近の財務報告のある記述に言及しているのかもしれない。この記述によると、2024年6月30日時点で、寄付基金のうち寄付者による使途制限がない資金は96億ドルで、ハーバード・マネジメントの承認によって利用できる一般運営勘定の投資額は61億ドルである。150億ドルの資金をクッションとして保有していることは、非常に大きな価値があるだろう。本誌はハーバード大にコメントを求めたが、返答はなかった。

寄付金に手を付けることは今後のトラブルを招く可能性がある。仮に大学がそのような戦略を採用し、期待通りにトランプ政権が去り、民主党が選挙に勝ったとしよう。それでも、次期政権は大学が連邦助成金を必要としなくなったことを喜ぶかもしれない。大学と政府の闘いがどのような結果になるにせよ、確実に言えるのは、かつて寄付基金が提供していた安心感はすぐには戻ってこないということだ。

注記：本誌エディター・アット・ラージ（編集委員）のアンディ・サーワー記者は、ボードイン大の理事、およびコロンビア大ジャーナリズム大学院の非常勤教授を務めている。

By Andy Serwer and Abby Schultz
(Source: Dow Jones)

2. 債券が再び「買い」、利回り6%以上を探す

[フィーチャー]

Bonds Are a Buy Again. Where to Find Yields of 6% or More.
今、購入を検討すべきファンド

債券利回りは魅力的な水準

債券は、落ち込んだ価格と魅力的な利回りで投資家を再び手招きしている。ここ数週間、米国経済がリセッション（景気後退）に向かっているとの懸念もあり、多くの債券は売られた。その結果、地方債、ジャンク債、モーゲージ証券、優先株の利回りは、2025年初頭よりも高くなっている。ジャンク債の利回りは8%、優先株の利回りは7%、連邦政府機関モーゲージ証券の利回りは6%近く、高格付けの長期地方債の利回りは5%近くに達している。米国債の利回りはほとんどが4%を超え、20年債と30年債の利回りは5%近い。

インフレ率が3%を下回る中、これらの利回りは特に魅力的に見える。トランプ大統領の関税政策は一時的に輸入物価とインフレ率を上昇させるかもしれないが、経済成長を鈍化させることで、長期的にはデフレになる可能性がある。投資家は、米連邦準備制度理事会（FRB）が今年の成長鈍化に対応



Illustration by Shayanne Gal/Barron's; Dreamstime (7)

し、フェデラルファンド（FF）金利誘導目標を現在のレンジである4.25～4.5%から、年末までに0.75～1%引き下げると予想している。インフレ見通しにとって好材料の一つは、最近の原油価格の10%下落で、米国産原油は1バレル64ドルで取引されている。

最近ウォール街では、株式と債券を60対40で構成する伝統的なポートフォリオの利点について多くの議論がなされている。アポロ・グローバル・マネジメントのチーフエコノミスト、トーステン・スロック氏は、60対40の組み合わせの

リターンは2022年初頭から年率わずか2%だと指摘している。しかし、債券投資家にとっては、過去のリターンよりも運用開始時の利回りの方がはるかに重要であり、利回りは高ければ高いほど良い。現在の利回りは過去15年間の大半よりも高い。

投資家は、優先株を含む課税対象債券の組み合わせで6%の利回りを獲得することができる。特に確定拠出年金（401k）や個人退職勘定（IRA）のような税制優遇のある口座では、この利回りは株式を補完するものとなるだろう。ここでは五つの債券セクターを詳しく見てみよう。

地方債

本誌は2025年初頭に債券セクターを評価し、地方債を最も魅力のないセクターの一つとした。それが、今年の市場の下落で一変したのだ。ロサンゼルスを拠点とするゲンター・キャピタル・マネジメントの最高経営責任者（CEO）であるダン・ゲンター氏は、「地方債は非常に魅力的になった。課税対象の投資家にとっては、迷うまでもなく、しかも最も税率の高い層でなくてもそうだ」と言う。

ほとんどの投資家は、ミューチュアルファンドやセパレートリー・マネジド・アカウント（SMA）を通じて地方債を購入しており、優れたマネジャーであれば、上場投資信託（ETF）で運用資産390億ドルのiシェアーズ国内地方債ETF＜MUB＞のような大型ETFに比べても、価値を高めることができる。コストは重要であり、それは運用資産770億ドルのバンガード・インターミディエート・ターム・タックス・エグゼンプト＜VWITX＞のようなファンドに有利に働く。モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの地方債部門共同責任者、クレイグ・ブランドン氏は、30年満期のシングルA格およびダブルA格の高格付け債の利回りは5%近く、30年物米国債に匹敵すると指摘し、「これらは2011年以降、われわれが市場で見た中で最も利回りの高い債券の中に入る」と言う。

ゲンター氏によると、4%の地方債利回りは、ニューヨーク州やカリフォルニア州などの最も税率の高い層の個人にとっては、課税対象債券であれば約8%に相当する。地方債は以前から信用力が高いこともプラスの要因だという。地方債には、大量の新規発行や連邦政府が地方債の利子に適用している税控除を縮小する可能性など、幾つかのリスクもある。しかし、そうしたリスクの一部は、現在の地方債利回りに反映されている。

Bargains in Bonds

Most fixed-income categories have sold off recently, offering investors attractive yields.

Treasuries	Recent Price	Current Yield	YTD Return
iShares 20+ Year Treasury Bond / TLT	\$87.82	4.5%	1.9%
Vanguard Intermediate-Term Treasury / VGIT	\$59.24	4.0%	3.5%
Municipals	Recent Price	Current Yield	YTD Return
iShares National Muni Bond	\$103.57	3.2%	-2.0%
Vanguard Intermediate Tax Exempt / VWITX	\$13.25	3.1%	-1.5%
Mortgage Securities	Recent Price	Current Yield	YTD Return
Simplify MBS ETF / MTBA	\$49.90	6.0%	1.9%
DoubleLine Total Return / DBLTX	\$8.76	5.8%	2.3%
Preferred Stock	Recent Price	Current Yield	YTD Return
iShares Preferred and Income / PFF	\$29.32	7.0%	-5.2%
Citigroup 6.75% / 172967PR6	\$95.50	7.1%	-2.3%
Junk Bonds	Recent Price	Current Yield	YTD Return
iShares Broad USD High Yield Corp / USHY	\$36.16	7.7%	0.2%
BlackRock Corporate High Yield / HYT	\$9.17	10.2%	-3.5%

Sources: Bloomberg, company reports

優先株

3000億ドルの優先株市場は、配当が税制上優遇されるため、個人投資家に人気がある。また、優先株は普通株より優先順位が高い。ほとんどの優先株と普通株の配当は、連邦税の最高税率20%で優遇税制が適用される。一方、社債の利息は通常の所得税率で課税される。今年、優先株の利回りは上昇し、価格は下落している。iシェアーズ優先株式&インカム証券ETF<PFF>は配当込みで約5%下落しており、利回りは約7%だ。

多くの投資家は、ニューヨーク証券取引所で株式のように取引される、いわゆる25ドル優先株を選好する。しかし、店頭取引（OTC）され（そして個人投資家も購入できる）、1000ドル建ての額面株式は、より高い利回りを提供することがよくある。シティグループ<C>は過去1年間、一連の1000ドル建ての株式を提供しており、中には現在96ドル前後（額面は100ドル）で取引されている6.75%の利回りのものが含まれ、その実質利回りは7%超となる。

優先株の主要な発行主体は銀行だ。ウェルズ・ファーゴ<WFC>の4.75%利付きの25ドル優先株をはじめとして、多くの銀行が発行する25ドル優先株の利回りのほとんどは、現在6%を上回っている。中でも最も高利回りの部類に属するのが、ソフトウェア会社マイクロストラテジー（現ストラテジー）<MSTR>が最近発行した、年率10%固定配当付きの永久優先株<STRF>で、現在ナスダック市場で89ドル前後、利回り11.25%で取引されている。

モーゲージ証券

住宅ローン市場は、利回りの高さや信用力の高さを兼ね備えている点から、個人投資家にとってより注目に値する分野だ。現在、投資家はETFを通じて、およそ6%の利回りを得ることが可能となっている。代表例が、運用資産20億ドルのシンプリファイMBS ETF<MTBA>で、ファニーメイ（連邦住宅抵当公庫）が発行する30年物エージェンシー・モーゲージ証券を中心にポートフォリオを構成している。これらの証券は、政府による暗黙の信用支援があると広く認識されており、クレジットリスクは極めて低いとされている。シンプリファイETFの現在利回りは、より大型のiシェアーズ米国MBS ETF<MBB>よりも2%ポイント高い。これは、シンプリファイETFが平均5.5%のクーポンを持つ高利回りモーゲージ証券を保有しているのに対し、iシェアーズETFは平均約3%の証券で構成されているためだ。

エージェンシー・モーゲージ証券と米国債とのスプレッド（利回り格差）は、昨年末の1.25%ポイントから1.35%ポイントへと拡大している。ちなみに10年物米国債の現在の利回りは約4.3%の水準だ。重鎮のジェフリー・ガンドラック氏が率いるダブルライン・トータル・リターン・ファンド<DBLTX>は、運用資産額300億ドル規模のうち、その半分をエージェンシー・モーゲージ証券、残り半分を民間発行のクレジットリスクを伴うモーゲージ証券に振り分けている。このファンドも利回りは約6%だ。

ジャンク債

「ハイイールド（高利回り）」の名にふさわしく、現在のジャンク債市場は以前にも増して「ハイ」な様相を呈している。ICE BofAハイイールド指数によれば、ジャンク債と米国債のスプレッドは年初の3%ポイント弱から4%ポイントにまで拡大している。その背景には、米国の消費者および企業の信

頼感の悪化、そして米トランプ政権の相互関税政策によるリセッションやデフォルト（債務不履行）リスク懸念の増加がある。こうした環境下で、投資家は現在、ジャンク債市場において年率8%の利回りを享受することが可能だ。

この分野で代表的なETFは、運用資産200億ドルのiシェアーズ・ブロードUSDハイ・イールド・コーポレート・ボンド<USHY>だ。このETFはICE BofA指数に連動し、経費率は年0.1%未満で、約8%の利回りを誇る。また、クローズドエンド型ファンドのブラックロック・コーポレート・ハイイールド・ファンド<HYT>なども、運用資産の25%近くに相当するレバレッジもあり、利回りは約10%に達する。クローズドエンド型ファンドは、ジャンク債相当の中小企業向けローンに投資するプライベート・クレジット・ファンドと同等の利回りを示すことも多いが、資産運用大手ブラックロック<BLK>が運用するこのファンドは、より低いリスクとレバレッジで、またポートフォリオの流動性にも優れている。

米国債

本来は安定した市場とされる米国債市場が、不安定な値動きを見せている。背景には、外国人投資家がトランプ氏の経済政策に対する不満を示し、米国債を売却しているとの観測が広がっていることがある。もう一つの懸念材料が、米国財政の巨額赤字だ。2025会計年度（9月末まで）の上半期だけで、財政赤字はすでに1兆3000億ドルに達している。それでもなお、米国債は依然として「安心して眠れる」投資先であり、景気後退時のヘッジ手段としても機能する。加えて、州税や地方税が非課税という税制上のメリットも魅力的だ。

現在の30年物米国債の利回りは4.8%で、より短い3年物中期債なども利回りはおおむね4%前後となっている。流動性が高く取引コストも低いETFを介して米国債に投資するのは、理にかなった方法だ。米国債は店頭市場で取引されるため、個人投資家には現物債は取引が分かりにくい場合があるからだ。代表的なETFとしては、iシェアーズ米国債20年超ETF<TLT>があり、現在の利回りはおよそ4.5%。また、バンガード米国中期国債ETF<VGIT>は、経費率が年0.03%と極めて低く、利回りは約4%で平均残存期間は約5年だ。

インフレ指数連動国債（TIPS）もまた、通常の米国債の補完資産として有効だ。TIPSは固定利率（現在は10～30年物で年2%超）に加え、インフレに連動して元本が調整される。TIPSのブレイクイーブン・インフレ率は約2.25%と低水準だ。つまり今後の実際の物価上昇率がこれを上回れば、TIPSの方が米国債よりも高いリターンを提供することになる。代表的なTIPS ETFとしては、iシェアーズ米国物価連動国債ETF<TIP>（平均残存期間7年）や、iシェアーズ米国物価連動国債0-5年ETF<STIP>（平均残存期間2年）などがある。

債券市場全体で利回りが上昇している今、ポートフォリオに債券を加えるには絶好の機会だろう。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

3. 退職者の皆さん、貿易戦争に備えて、ポートフォリオの守りを固めましょう [フィーチャー] The Trade War Is Here. Retirees, It's Time to Protect Your Portfolio. 退職後の数年間のポートフォリオのパフォーマンスが老後に大きな差をもたらす

退職者にとってシークエンス・オブ・リターン・リスクは最大の敵



KIRILL KUDRYAVTSEV/AFP via Getty Images

トランプ大統領が仕掛けている貿易戦争で株式市場が乱高下しているが、投資家にとって重要なのは自分でコントロールできることをすることだ。退職者にとって、それはすなわち、市場のボラティリティーや下落および経済の変動や景気後退から自身のポートフォリオを守ることだ。

過去数週間、トランプ大統領が関税政策を導入したり一時停止したりする中で、株式相場が大きく変動し、不安に感じる時が続いた。退職者はとりわけ気が気でなかったかもしれない。

い。S&P500指数は年初来10.3%下落しているが、短期での利益獲得をもくろむ投資家にとっては心穏やかでない下落率だろう。

最近退職した人は特に、シークエンス・オブ・リターン・リスク（リターンの順番で資産残高が変動するリスク）として知られる現象に対して脆弱（ぜいじゃく）である。シークエンス・オブ・リターン・リスクとは、退職後の初期段階で株式の下落を経験すると、その後に株式の下落を経験するよりはるかに影響が大きいことをいう。モーニングスターは最近発表したりポートで、ポートフォリオを取り崩して引き出す資金が枯渇（こかつ）したケースの約70%は、退職から最初の5年以内に損失が発生したことによるとのシミュレーションの結果を示している。

関税の影響については依然として不明な点が多く、株式市場は不確実性を嫌う。ニュースにいちいち反応する必要はなく、きちんと手順を踏めば、自身のポートフォリオの耐性を高めることができる。オハイオ州エイボンに本拠を置くJLスミス・ホリスティック・ウェルス・マネジメントの社長兼最高財務責任者（CFO）であるブライアン・ビッポ氏は、「退職者は世界貿易の緊張感の高まりをどうすることもできないが、そうしたリスクに対して自身のポートフォリオを備えることはできる」と語る。

ポートフォリオの資産配分を再検討する

60/40ポートフォリオ（株式に60%、債券に40%投資する手法）はまだその役割を終えたわけではないが、期待を裏切っているのも事実だ。アポロ・グローバル・マネジメンツのチーフエコノミスト、トーステン・スロック氏によれば、株式60%、債券40%の古典的な組み合わせは、2022年の年初以来わずか2%の年率リターンを上げているにすぎない。

過去数年は債券にとっては厳しい環境であり、2022年は株式と債券の同時下落が起きた普段は見られない年だった。一方、モーニングスターのパーソナルファイナンスおよび退職プランニングのディレ

クターを務めるクリスティン・ベンツ氏は、債券はリセッション（景気後退）では安全弁を提供してきたと指摘する。JPモルガンが2025年にリセッションに陥る確率を60%とするなど景気後退に入る可能性が高まっており、債券はそうしたシナリオの下では価格が上昇するだろうが、特に米連邦準備制度理事会（FRB）が今年後半に何回か利下げをすればなおさらだ。

債券投資から手を引く代わりに、オルタナティブ資産をポートフォリオに加えることを検討してもよいかもしれない。オルタナティブであれば、株式や債券とリターン特性が異なるからだ。ミシガン州ノースビルのストーンブルック・プライベートの最高投資責任者（CIO）を務めるスペンサー・ニッカーボッカー氏の顧客の中には、資産配分が株式60%、債券30%、金（ゴールド）の上場投資信託（ETF）や、マネジド・フューチャーズ戦略やマーケット・ニュートラル型のミューチュアルファンドなどのオルタナティブ資産10%といったポートフォリオもある。オルタナティブファンドとして検討できるものとして、キャンベル・システマティック・マクロ＜EBSAX＞やブラックロック・グローバル・エクイティ・マーケット・ニュートラル＜BDMAX＞がある。キャンベルは年初来約1%上昇、ブラックロックは4.5%上昇している。

自身のポートフォリオの資産構成にかかわらず、退職者は少なくともポートフォリオから引き出せる1年分相当の生活費を現金で確保すべきだ。これはソーシャルセキュリティ（社会保障）などの収入源を除いた生活費を賄（まかな）うためにポートフォリオから引き出す必要がある金額だ。現金から生活費相当を引き出すことにより、株式を売却して残高を減らすことなく、シークエンス・オブ・リターン・リスクからポートフォリオを守ることができるはずだ。

ディフェンシブなポートフォリオ調整

リセッション懸念が高まる中、ファイナンシャルアドバイザーは株式については優良銘柄、そして債券の重要性を強調している。大型優良株（ブルーチップ）の高配当株は常に堅実な投資であり、ティーン・ロウ・プライス・ディビデンド・グロースETF＜TDVG＞やフランクリン・US低ボラティリティ・ハイ・ディビデンドETF＜LVHD＞を検討してみてもよいだろう。投資のプロの中には、リセッションや関税政策にかかわらず業績を維持できるテクノロジーの分野を選好する人もいる。具体例を挙げると、サイバーセキュリティ関連株のパロアルト・ネットワークス＜PANW＞で、株価は年初来5%下落しているものの、ハイテク株の比率が極めて高いナスダック総合指数は年初来15%下落している。

ウェルス・アドバイザー企業ピトケーンでチーフ・グローバル・ストラテジストを務めるリック・ピトケーン氏は、インフラ株には退職者にとって重要な三つの要素があると語る。低リスクかつ配当も手厚く、価格上昇を通じてインフレヘッジにもなるからだ。ETFでは、iシェアーズ米国インフラETF＜IFRA＞は投資に手ごろだ。年初来約5%下落しているものの市場全体よりは下落率が抑制されており、配当利回りは2%だ。

ニッカーボッカー氏は、債券では現在、非課税の地方債が魅力的に見えると言う。4月7日の週の下落の後で、地方債の利回りは課税後換算で7～8%に相当する。ただし、税率は投資家ごとに連邦税率および州税率の税率区分により異なるため注意が必要だ。投資家の中には、居住地の州や地方自治体の発行する債券への投資を好む人もおり、別の選択肢としてはフィデリティ・タックス・フリー・ボンド＜FTABX＞やバンガード・ハイイールド・タックス・エグゼンプト＜VWAHX＞がある。フィデリティおよびバンガードはいずれもカリフォルニアやニューヨークなど税率の高い州に居住する投資家

向けに州債ファンドを提供している。

自分にとって安心できる資産構成を持っておけば、関税問題の嵐を乗り切る助けになることだろう。ニッカーボッカー氏は「過去を振り返ってみても、市場は下落しても回復してきたし、今後もそうなるだろう」と述べている。

By Elizabeth O'Brien
(Source: Dow Jones)

4. トランプ大統領がパイプライン建設計画を推進 Trump Is Pushing for This Pipeline. He's in for a Fight. 実現には政治的問題以外に経済的問題も

[フィーチャー]

パイプライン建設計画の復活



Charles Mostoller/Bloomberg

ペンシルベニア州からニューヨーク州までの124マイル（200キロ弱）を結ぶ、提案されている天然ガスパイプライン（コンスティチューション・パイプライン）にまつわる摩擦が、初期トランプ政権のエネルギーに関する争点の一つになりつつある。米国に存在する原油および天然ガスの200万マイルに及ぶパイプラインの中で、コンスティチューション・パイプラインは単なる小さなパイプラインにすぎない。しかし、それはトランプ政権による環境規制に対する闘いの主戦場になっており、政権は米国北東部の各州知事、地主および裁判所と対決状態に

ある。

トランプ大統領の言を借りれば、コンスティチューション・パイプラインは事業的に見て純粋に理にかなっている。天然ガスの供給が増えれば、エネルギーコストが高いことで有名なニューヨーク地域において、暖房用コストと電力料金を引き下げることになる。しかしそれは、連邦政府が「掘って、掘って、掘りまくれ」などの、国としてのゴールを達成するために各州の政策に優先するという、より広い意味での理屈に対する試金石でもある。

トランプ大統領は目標達成に向けて、気候変動のペースを遅らせるために化石燃料の使用を制限する各州の法律を標的にしている。トランプ氏は先週の大統領令で、ボンディ司法長官に対して、司法長官が違憲とみなす気候変動に関する各州の法律の執行停止を指示した。トランプ大統領は、エネルギー生産者に対して他州より厳しい措置を適用する各州および各地方政府の政策に対して法的措置を講じる予定であると述べた。

コンスティチューション・パイプラインは、化石燃料の段階的廃止を誓った地域へ化石燃料を輸送することで、こうした考えの物理的な象徴になる可能性がある。コンスティチューションはペンシルベニア州のマーセラス・シェールガス田から、米国北東部の人口密集地へ天然ガスを輸送することにな

る。さらにニューヨーク州のオールバニで、ニューイングランド地方まで伸びる新たなネットワークに接続される。

天然ガス生産者は長年にわたって、このようなパイプラインを望んでおり、その望みがかなえられるところまで来ている。エネルギー大手でパイプラインの大手でもあるウィリアムズ・カンパニーズ<WMB>と3社のパートナーは、コンスティテューション・パイプラインを2012年に初めて提案し、2014年に連邦政府の承認を得た。開発業者は用地の開発に着手し、ペンシルベニア州で経路確保のためにカエデの樹を伐採した。しかし、プロジェクトはニューヨーク州における水利許可を巡る争いの中で身動きがとれなくなり、2020年に断念されて3億ドルを超える費用が損失処理された。

今回は状況が異なっている。トランプ大統領は最近執務室で報道陣に向けて、「パイプラインは建設される予定だ」と語った。大統領は反対にもかかわらず建設を進めさせる予定だ。トランプ氏は、各州が反対した場合には、連邦政府自体がパイプライン・プロジェクトを推進できると語り、「われわれは建設開始から9〜12カ月後の完成を目指してパイプラインを完成させる予定だ」と述べた。ライト・エネルギー長官は、建設を今年中に始められると考えていると語った。

ただトランプ政権が、コンスティテューション・パイプラインの建設をどのようにして迅速に進められるかは依然として謎だ。法廷闘争だけでも、常に数カ月を要する。ホワイトハウスは、詳細に関する質問に対して回答しなかった。

パイプライン実現の可能性にかかわらず、トランプ大統領の発言は、連邦政府が気候変動との闘いを放棄している現状で、各州がその闘いを主導できると期待していた人々を不安にさせている。233の環境団体および地域団体は北東部の各州知事宛てに先週送った書簡で、パイプラインの推進が「州の主権に対する重大な脅威」となったと述べている。

エネルギーコスト削減圧力



The proposed route of the 124-mile Constitution Pipeline. At Albany, it would connect to networks extending into New England. (CONSTITUTION PIPELINE)

Constitution Pipeline

環境保護論者は、トランプ大統領の行動による警告以上に、懸念すべき理由がある。ニューヨーク州とニューイングランド各州の知事は、エネルギーコストを引き下げよう圧力を受けており、新たなパイプラインは一つの解決策になり得る。北東部の各州には独自の天然ガス埋蔵資源がなく、各州はアパラチア地方、メキシコ湾岸およびカナダから天然ガスを運ぶ6本のパイプラインに依存している。そのパイプラインのうちの幾つかの稼働率は100%またはそれ以上で、需要が増加しても供給量を増やせないことを意味している。

例年、ごく一部の非常に寒い日には天然ガス需要が急増して、各州は天然ガスを他州から船で調達するか、高コストで環境負荷の高い石油への切り替えを強いられている。

ニューイングランド地方の電力料金が米国平均の1キロワット時（kWh）当たり16セントを約60%上回っている理由の一つは供給不足だ。政府の推定によると、米国北東部の家庭は暖房用に天然ガスを利用しており、冬場の暖房費用は米国平均より30%高く、その額は気候がさらに寒冷な米国中西部さえも上回っている。

全米商工会議所の支援でS&Pグローバルが実施した調査によれば、天然ガスの十分な供給が確保できれば、年間暖房費用は17~27%下落すると推定している。トランプ大統領は、パイプラインによって家庭が年間5000ドルを節約できる可能性があるとし唆している。その額は、北東部の平均的な家庭の電力料金と暖房費の合計を上回っている。

これまでのところ、暖房料金の上昇は、政策変更を強制するような政治的圧力とはなっていない。ニューイングランドの大半の州では、炭素排出を削減するための強制力のある法律が成立しており、化石燃料から再生可能エネルギーへ置き換えている。ニューヨーク州は、2026年から新規ビルへの天然ガスの供給を禁止した。

しかし、気候変動の目標に向けた各州の進捗（しんちよく）は緩やかで、それは、風力発電用のタービンなどの供給コスト上昇が理由となっている。ニューイングランド各州とニューヨーク州ではいまだに、天然ガスが発電用燃料の約半分を占めている。トランプ大統領は、各州が化石燃料による発電からの移行のためにもくろんでいるオフショア風力発電に対する補助金の支払いの遅延や認可の停止などによって、各州によるクリーン電力への移行をさらに困難にしている。

今や一部の州知事は、新たなインフラに対して門戸を開いているように見える。コネティカット州のネッド・ラモント知事のジュリア・バークマン報道官は本誌向けの声明で、「（知事は）電力料金を引き下げるために、ニューイングランド地方への新たなエネルギー資源の投入を望んでおり、その目標達成のために連邦および地域のパートナーとの連携を望んでいる」と述べている。

マサチューセッツ州のマウラ・ヒーリー知事とニューヨーク州のキャシー・ハウクル知事も、その任期中に天然ガスの幾つかのインフラを認可した。ハウクル知事は先月トランプ大統領と面談し、大統領のパイプライン計画に耳を傾けたが、明言は避けている。ヒーリー知事は、「エネルギーに関するあらゆる提案を、それがコストを引き下げ、エネルギー自立につながるか否かの観点で見直す予定だ」と語っている。とはいえ、パイプラインの認可は、ヒーリー知事にとっての重要な方向転換になるだろう。ヒーリー知事は、2022年の州知事選において、自身がマサチューセッツ州に届く予定であった2本の天然ガスパイプライン計画を阻止したことを称賛した。ヒーリー氏が州法務長官として委託した調査では、マサチューセッツ州に新規パイプラインは必要ないとされていた。

コンスティチューション・パイプラインは、テクニカルにはニューヨーク州の認可だけが必要だが、現実的な観点からは、開発業者はニューイングランド各州による一層広範囲の賛同を望んでいる。コンスティチューションにつながる2本のパイプラインはフル稼働で、天然ガスがオールバニ近郊に到着してもその先へ輸送されないことを意味している。コンスティチューションの価値を高めるためには、ニューヨークを通してニューイングランド地方に届くさらに大規模なネットワークを建設しなければならない、さらなる認可を必要とすることになる。

経済的な問題は残る

政治の風向きが変わったとしても、経済的側面は依然として好ましくない。北東部の他のパイプライン計画は、高い開発コスト、または、天然ガスの長期的な買い手確保の困難さにより断念された。コンスティチューション・パイプラインの現在の建設費用は当時を大幅に上回っており、鉄鋼に対する25%の関税を考慮するとなおさらだ。

ほとんど見返りのないプロジェクトに数億ドルを投入することを懸念して、コンスティチューション・パイプライン・プロジェクト再始動を公に明言しているエネルギー企業はない。業界関係者は、コンスティチューションが進展する公算は小さいと言う。トータス・キャピタルのポートフォリオマネジャーのロブ・サメル氏は、「彼らは、キーストーンXLのような状況を望んでいない」と言う。キーストーンXLは、カナダと米国を結ぶ予定のパイプラインだったが政治的に葬られ、多額の資金が回収不能となった。

ウィリアムズのアラン・アームストロング最高経営責任者（CEO）は、コンスティチューションを建設するトランプ大統領の計画を支持すると述べたが、計画前進のための高い — 恐らくは実行するには高過ぎる — ハードルを設定した。アームストロング氏は本誌のインタビューで、「（北東部の各知事が）レッドカーペットを敷いてわれわれを歓迎しないかぎり、首を突っ込む気はない」と語った。

各知事がレッドカーペットを敷いたと仮定しても、ウィリアムズはその他の障害を乗り越えなければならないだろう。渡河のために連邦政府の水質浄化法の認可が必要になり、民間人の保有する土地を収用するために裁判所の認可が必要になるだろう。トランプ大統領はそのうちの幾つかの障害を打ち砕くだろうが、すべてではない。人々は依然として、自身が所有する土地のために闘うことが許されている。

法的障害が克服されたとしても、財務的な障害は残る。パイプライン建設を有益なものにするためには、発電会社が向こう数年間にわたって天然ガスの購入にコミットしなければならない。ハーバード・ロー・スクールの環境およびエネルギー法プログラムのディレクターであるアリ・ペスコ氏は、ニューイングランド地方の電力市場の構造を考慮すると、発電会社が長期購入をする公算は小さいと言う。

発電会社は一般的に、天然ガスを価格競争のある規制緩和された入札市場において短期契約に基づいて購入しており、数十億ドルのパイプライン投資を正当化するような長期購入契約は結ばない。ペスコ氏は、「発電会社のビジネスモデルは短期的なものなので、パイプラインとの長期契約を結ぶことは望んでいない」と言う。

天然ガス価格は変動が激しく、パイプライン開発業者は保証された需要なしの資本投入に対してますます慎重になっている。米国の天然ガスの指標価格は過去1年間で120%上昇しており、それは電力料金と暖房費用に確実に反映されることになる。

新たなパイプラインに反対する環境団体のフード・アンド・ウォーター・ウォッチの広報担当者であるアレックス・ドム氏は、「再生可能エネルギーのインフラの建設および維持費用は、石油・天然ガスのインフラよりも安く、パイプラインに伴うその他の多くの課題（天然ガス価格の変動、インフラの老朽化、清掃費用）を伴わない。今回のようなプロジェクトは、再生可能エネルギーへの移行を遅

らせるだけだ」と語る。

コンスティチューションが成功すれば、ペンシルベニア州で事業を行うエクスパンド・エナジー<EXE>やコテラ・エナジー<CTRA>といった天然ガス生産会社にとって恩恵になるだろう。しかし当面は、天然ガス生産者は新たなパイプライン建設の準備を進めている兆しはほとんど見られない。コンサルティング会社のRBNエナジーのシニア天然ガスアナリストであるジョン・アベルン氏によると、天然ガスパイプラインの出発地であるペンシルベニア州北東部の天然ガスリグの稼働数は、ピークの77基から現在はわずか4基に減少している。アベルン氏は、「ペンシルベニア州の天然ガス生産会社は、全般的に非常に弱気になっているように見える。生産会社が、コンスティチューション・パイプラインの建設が来年始まると考えるのであれば、生産量を増やしているだろうと考える」と言う。

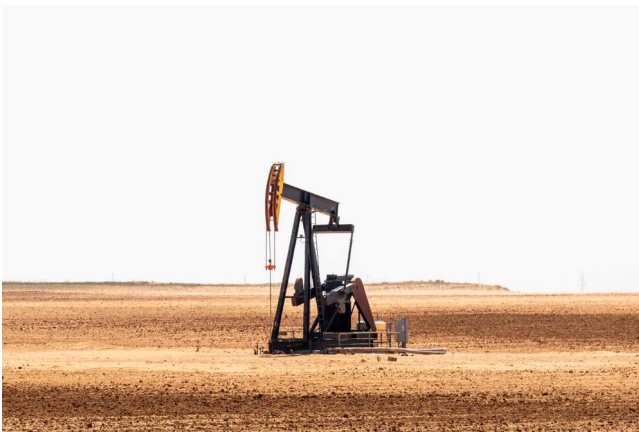
コンスティチューション・パイプラインは、政治的意欲、世間による需要または市場の保証がなく、プロジェクトとしてなお目的を模索している。しかしながら環境保護主義者は、コンスティチューションを打ち負かしてから5年後の今になって再開される可能性を真剣に考えている。コンスティチューションによる収用の脅威にさらされた地主の側に立った弁護士のアン・マリー・ガーティ氏は、今回の戦いを先導するために戻ってきており、「われわれはその戦いの準備が整っている」と語る。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

5. トランプ政策を材料に買われた石油・ガス、状況は大きく変化 Oil and Gas Once Rallied Around Trump. That May Be Changing 遠ざかる「エネルギー・ドミナンス」

[フィーチャー]

原油価格の見通しは暗い



Brandon Bell/Getty Images/Getty Images

米国の石油業界は満足していない。

前バイデン政権から敵意を感じていた数年間を経て、石油企業はトランプ大統領が公有地における新たなライセンスと許可を発行し、天然ガスインフラを拡大し、規制を緩和することを期待していた。しかし、トランプ関税と貿易戦争は、景気後退と長期にわたる原油価格の低迷を引き起こす可能性がある。

新政権が発足して間もなく、トランプ政権関係者が、原油価格低下がもたらすメリットを吹聴

し始め、石油・ガス業界は原油価格が1バレル当たり50ドルでも繁栄できると示唆したところから、混乱は始まった。控えめに見ても、シェール石油・ガス生産企業は同意していない。

3月にヒューストンで開催された、世界のエネルギー関係者が一堂に会するセラウィーク（CERAWeek）エネルギー会議の壇上で、石油・ガス業界幹部はトランプ政権のエネルギー政策への注力と、バイデン政権時代の液化天然ガス（LNG）プロジェクトの認可停止が終了したことを称賛した。しかし、

イベントでの非公式な会話では、潜在的な関税や原油価格の下落リスクに対する弱気な見方が支配的だった。参加者はトランプ氏の行動と、大統領候補時代に主張していた米国産エネルギーの輸出拡大による「エネルギー・ドミナンス（支配）」の確立を結び付けることはできなかった。

原油価格低下でシェール企業の増産は不可能

これはそれほど驚くべきことではないはずである。トランプ氏は国内原油生産の拡大とエネルギーの底価を約束したが、これら二つの目標を同時に実現するのは困難である。トランプ氏は特に、インフレを抑えると約束したことから、多くの前任者と同様にエネルギー価格の低下を優先しているように思われる。しかし、幾つかの課題が待ち受けている。

第一に、大統領が石油生産量を直接コントロールする権限は限られる。確かに、大統領が公有地のリースや許認可方針をコントロールすることは可能だが、公有地での原油生産は米原油生産量の約25%を占めるにすぎない。トランプ氏の「掘って、掘って、掘りまくれ」というスローガンは、業界の現実とはかけ離れている。

数百社におよぶ石油・ガス企業の経営陣は、生産量を決定付ける投資の決定に際し、ホワイトハウスではなくウォール街からシグナルを受け取る。新型コロナ禍による衝撃を経験し、シェール生産企業は支出、債務返済、配当金について規律ある財務アプローチを採用した。投資家は満足し、企業は波風を立てる必要性を感じなかった。シェール業界の統合が進むことで、少数の大手企業が生産量を拡大し、資本規律の維持を促している。

シェール業界は価格面の支援なくして、生産量を増加させることはできない。最近のダラス連銀によるエネルギー調査では新しい油井を掘削して利益を上げるのに、シェール企業が必要とするウェスト・テキサス・インターメディアート（WTI、米国の最も代表的な原油指標）価格を1バレル当たり65ドルと推計している。4月9日にトランプ「相互」関税が90日間、停止された後、WTIは直ちに57ドルから63ドルに上昇した。しかし、厳しい経済状況下では、原油価格がここから上昇する可能性よりも下落する可能性の方が大きい。シェール業界は過去10年間で資本効率を大幅に向上させており、この進化は低価格環境下でも間違いなく維持されるだろう。WTIが60ドル台のレンジにある状況では、増産は実現しそうにない。

OPEC+が仕掛ける増産の可能性

もう一つの懸念材料は、数年間にわたる生産抑制の後、石油輸出国機構（OPEC）加盟国と非加盟の主要生産国で構成されるOPEC+（プラス）がついに、減産を終了すると決定したことである。4月3日、OPEC+は5月から日量41万1000バレルの増産を決定した。この決定には複数の要因が影響している。サウジアラビアや他の生産国はカザフスタンとイラクによる過剰生産に不満を募らせており、違反した両国に懲罰を科したいと考えている可能性がある。しかし、これもまたシェール生産企業を試す取り組みのように思われる。ここ数週間、急激に原油価格が下落する以前から、市場は米国による増産が今年、大幅に減速すると予想していた。サウジアラビアは現在、圧力をかけることに自信を深めているかもしれない。

これは、過去のOPECの決定に類似している。ジャーナリストのハビエル・ブラス氏が先々週、記したように、経済不況に直面する中での増産は、1997年11月にアジア金融危機が加速している中で、サウ

ジアラビアが増産を主張してOPECが決定した「ジャカルタの亡霊」を思い起こさせる。

シェール生産企業は、より最近の出来事を思い出すかもしれない。2014年にサウジアラビアの当時のエネルギー相アリ・アルナイミ氏が米国のシェール業界を試し、OPECの市場シェアを防御するという重大な決定を下して深刻な価格下落をもたらした。今の時代にOPEC+が同様の決定を行う意欲があるかどうかは不明だが、数カ月間、米国のシェール生産企業を「苦しめる」ことで市場の反応を試す価値があると考えている可能性はある。

米国の石油・ガス業界は、守りを固める公算が大きい。シェール企業は行動を先送りし、設備投資を削減し、掘削リグを手放し、コスト削減方法を模索すると予想される。そうした決定の波及効果は、原油生産に関連するサービスセクター全体や地域社会に広がるだろう。

それは試練の時期になるだろう。米国大統領に誰が就こうとも、最終的に力強い需要に依存する複雑な世界市場をコントロールするのは難しいということが思い出される。現時点では、マクロ経済見通しから防御的な対応が必要とされている。「エネルギー・ドミナンス」は遠ざかるだろう。

執筆者のベン・ケーヒル氏は、テキサス大学オースティン校のエネルギー・環境システム分析センターにおいて、エネルギー市場と政策担当ダイレクターを務めている。

By Ben Cahill
(Source: Dow Jones)

6. ドルの基軸通貨としての地位を脅かす米財政赤字

[コラム]

U.S. Spending Threatens to Wreck the Dollar's Status. Wake Up, America.
大国の衰退を引き起こす要因とは

英国の金本位制復帰（結局失敗）の決定から100年



Kirby/Topical Press Agency/Getty Images

今年の4月でF・スコット・フィッツジェラルドの傑作『グレート・ギャツビー』は出版100周年を迎えた。小説の舞台となったロングアイランドは大きな変化を遂げた。クイーンズとの境界を超えてすぐの、それほど高級な地域ではないという設定の架空の村ウエストエッグ（実際の地名はグレートネック）には、今ではマンハセット湾に沿ってギャツビーの邸宅に匹敵するような豪邸が立ち並んでいる。デイジー・ブキャナン邸の栈橋の端に緑色の明かりが輝いていた湾の反対側の（高級住宅地という設定の）イーストエッグでは、「ゴールドコースト」の残

り少ない伝説的な邸宅が公共の博物館や村の施設となっている。グッゲンハイム家やハリマン家、バンダービルト家といったかつての大富豪は、ホームセンターのホーム・デポ<HD>や飲料メーカーのアリゾナ・ビバレッジなどの企業を設立した大金持ちの起業家にとって代わられた。そして「狂騒の1920年代」の享楽主義の舞台は、今日では東のハンプトンズへと移っている。

今月はまた、（あまり記憶されてはいないが）第1次世界大戦前の金本位制に戻るという英国政府の誤った決断も100周年を迎える。この決定によって、1920年後半の英国経済はデフレと不況を余儀なくされた。そして恐らく、当時財務相だったウィンストン・チャーチルの最大の失策として記憶されているはずだが、記憶されているのは、チャーチルが主唱し、連合国軍の惨敗で終わった1915年のガリポリの戦いのほうだ。シティー（ロンドンの金融街）の支配層は金本位制に復帰するという1925年の決定を支持した。数少ない反対者の一人が、英国経済に対するダメージを正確に予測した経済学者のジョン・メイナード・ケインズだった。ポンドは主要準備通貨としての地位を取り戻したかもしれないが、ポンドや英国がかつての栄光を取り戻すことはなかった。

今や、米国も同様の局面を迎えている可能性がある。トランプ政権の政策決定のせいで、ドルの基軸通貨としての地位が疑問視されている。4月2日のいわゆる「解放の日」以降、トランプ氏が発表した関税政策は混乱を招き、株式などのリスク資産の価格が下落しただけでなく、市場変動時には通常安全資産として機能するドルと長期米国債の価格も下落した。

ドルと米国債の挙動については、ヘッジファンドの複雑なポジションの解消によって長期利回りが押し上げられたとか、トレーダーに課された「バリュー・アット・リスク」ルールのおかげでボラティリティが急上昇したため、レバレッジを活用したポジションも縮小を余儀なくされたなど、数多くのテクニカルな説明が提供されている。すべて業界関係者にしか理解できない話なのは確かだ。

根本的な原因は連邦政府の財政赤字

根本的な問題は残されたままだ。米国が貿易赤字の削減に取り組む一方で、その裏側にある外国資本に対するニーズは高まっている。ドイツ銀行のストラテジスト、ジョージ・サラベロス氏は最近の顧客向けレポートで「2国間の貿易不均衡を縮小させるという政策目標は、米国資産に対する需要を低下させることと実質的に同義だ」と書いている。この考え方については、昨年、本コラムで取り上げている。

ニュースの見出しは最近の二転三転する貿易や関税に関する話ばかりだが、貿易不均衡の根本的な原因は巨大かつ継続的な財政赤字にある。国際通貨制度の最も直近の根本的な変化である第2次世界大戦後のブレトンウッズ体制の崩壊（1970年代初頭）は、米国の放漫財政の結果だ。このシステム（ドルの価値を35ドル当たり1オンスの金で裏付けし、各国通貨については日々の対ドル相場を基準相場の一定範囲内に制限する固定相場制）はベトナム戦争と「偉大な社会」政策のための支出による財政的なストレスによって崩壊した。

いわゆる双子の赤字（財政赤字と貿易赤字）の関係は、高等経済学ではなく単純な会計上の問題だ。資産運用会社リサーチ・アフィリエイトの最高経営責任者（CEO）兼最高投資責任者（CIO）のクリス・ブライトマン氏が書いた入門書によれば、米国が所得を上回る消費をすることにより対外（貿易）赤字が発生する。財政赤字のせいで、国内の貯蓄では投資需要を賄えない。このギャップは外国資本で埋める（経常収支のギャップを埋める）必要がある。

問題は、ブライトマン氏によれば、欧州からの投資によって米国の鉄道や産業へ資金が供給された19世紀とは異なり、外国資本が有用な設備投資に向かうのではなく、「消費資金として使用されていることだ。持続的で拡大を続ける連邦政府の財政赤字を中心とするわれわれの財政上の選択が、生産を上回る消費を可能にし、奨励している」。

ブライトマン氏は、関税は根本的な原因であるこの基本的な不均衡を一切是正せず、対症療法に注力するものと主張する。1兆ドルの経常赤字を解消するには、国内の貯蓄で不足分を埋める必要があり、これには年間2兆ドルの財政赤字も含まれる。しかし、現在の計画では、関税収入は2017年税制改革法（第1次トランプ政権時の減税措置）の延長費用などに使用される予定だ。これでは、根本的な問題の解決には一切手を付けず、問題の一部を取り繕うにすぎない。

予算を巡るトリックは途方もないほど複雑だ。同僚のジャック・ハウが「投資戦略」の記事で詳述しているように、共和党は予算の計算に一見技術的な変更を加え、現在の法律では12月31日に期限を迎える2017年税制改革法が「現行政策」として継続されると想定すべきだと主張している。継続には連邦議会の行動が必要だが、恐らく継続されるだろう。技術的な問題に聞こえるかもしれないが、JPモルガンのエコノミストの推計では、継続となれば、今後10年間で財政赤字が7兆ドル上乗せとなる。そして、これはホワイトハウスが追求する「大きな美しい法案」にさまざまな装飾が施される前の数字だ。2017年税制改革法の延長に加え、州・地方税（SALT）税額控除の条件緩和やチップ、残業代、社会保障給付の非課税化を行えば、財政赤字と外国資本に対するニーズはさらに拡大する。

ドルの基軸通貨としての地位の破壊

米国の収支状況については、もう一つあまり注目されていない側面がある。米国は1980年代に対外債務が対外資産を上回り「純債務国」となったが、対外投資のリターンが外国人による対米投資のリターンを上回り、実際には米国側に利益が出ていた。BCAリサーチによれば、これも変わりつつある。BCAは最近の顧客向けレポートで「投資家は、米国に対する債権、特に米国債については、一般的に認識されている安全性と引き換えに、他の国々よりも低いリスク調整後リターンを受け入れていた」と書いている。

しかし、この安全性を前提とした取引は、荒波のような関税によってその基盤が損なわれつつある。輸入関税による供給ショックで米国のインフレ率が押し上げられ、それによって米国債の利回りも押し上げられる可能性が高い。調査会社TSロンバードのフレイヤ・ビーミッシュ氏は、その結果、米国債は株式などのリスク資産の相場下落に対する有効なヘッジとして機能しなくなると書いている。ヘッジ機能を失えば、米国債を保有する大きな理由はなくなる。

世界中の資本を引き寄せてきた主な要因である米国例外主義という考え方は、こうして衰えた。ハイテク株のマグニフィセント・セブン（M7）を購入するのは、ドルを購入することを意味した。同様に、2000年前後のITバブル期も超ドル高だった。コロナ禍の収束後、資産運用会社がパフォーマンスを上げる最良の方法は、これらのハイテク銘柄を中心に、米国株を大量に仕入れることだった。しかし、先週発表された、広く注目されているバンク・オブ・アメリカのグローバル・ファンドマネジャー調査によると、プロの投資家は逆の判断をしており、米国株を売却する意向を示した回答者の数は過去最高に達した。

ビーミッシュ氏によれば、究極的には世界の基軸通貨としてのドルの揺るぎない地位を揺るがす方法は二つある。一つは資本の流入を抑制することだ。これは、海外の公的な債権者に、利付米国債を長期ゼロクーポン債と交換させ、米国政府の利払い費用を削減するといった奇妙なスキームによって実現できるかもしれない。

これによって、連邦政府の利払い費用がメディケア（高齢者向け医療保険制度）と軍事支出の両方を上回っているという、米国のあまり認識されていない財政上の重要問題が解決される可能性がある。以前、本コラムで取り上げたように、経済史家のニール・ファーガソン氏は、大国の衰退は債務履行のための支出が軍事費を上回ったことに起因すると書いている。本誌の元同僚ジム・グラント氏は「ポンドが支配的な地位にあった時期と、英国海軍が長期にわたり優越的な地位にあった時期は重なっている」と書いている。そして、市場はほとんど気付いていないが、「米国海軍は太平洋では中国に次ぐ地位に甘んじている」と付け加える。近年の米海軍と米造船業の縮小を考えれば、このギャップは大統領令やマネーサプライの拡大では縮まらないというのがグラント氏の見方だ。

ビーミッシュ氏の言う、ドルを破壊するもう一つの方法は、米連邦準備制度理事会（FRB）に対する干渉だ。先週、トランプ氏は自身で立ち上げたSNSのトゥルース・ソーシャルに、FRBのパウエル議長の「退任はいくら早くても早過ぎることはない」と投稿した。

米国の貿易赤字と財政赤字に対する解答は明白であり、あらゆる債権者に対する助言と同様に「支出を減らし、貯蓄を増やせ」だ。しかし、われわれは、歳入増につながるもののインフレが加速し、経済成長が鈍化する追加関税を導入し、軍事支出と社会保障支出という真の問題は無視するという、政治的な受けが良い政策パッケージによって財政赤字拡大へと突き進んでいる。

ただし、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズのチーフ・インベストメント・ストラテジスト、マイケル・エロン氏が書いているように、財政赤字が拡大すると株価も上昇してきた。当面は現代のギャツビーのゲストの間でパーティーは続く。フィッツジェラルドの表現を借りれば、われわれはドルの地位も含め、さまざまなものを喜んで破壊する、軽率な人間の集まりなのだ。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. トランプ減税、4兆ドルの財源はどこから How to Save \$4 Trillion in Tax Cuts? Fake It. 成立ありきに潜む危うさ

[投資戦略]

疑わしきスキーム



DREW ANGERER/AFP via Getty Images

米内国歳入庁（IRS）のフォーム14242は、「悪質な租税回避スキームが疑われる場合」に用いる内部告発用の届出書である。これを使って米議会をIRSに告発できるだろうか。問い合わせたいところだが、IRSは現在、大胆な組織スリム化を敢行中で職員の30～40%を削減しようとしている最中だ。電話をかけるのも気が引ける。そもそも電話機すら残っていないかもしれない。

筆者が見つけた「疑わしいスキーム」は、爆発の危険があるごまかしである。超党派の責任あ

る連邦予算委員会（CRFB）が2月、ブログ記事でそのスキームの詳細を明らかにしており、そのタイトルに「ごまかし」と「爆発」が使われていた。それを読めば実行者たちは尻込みしそうなものだが、その様子はなく、「ごまかし」を続けている。そして、筆者が恐れているのは、「爆発」のほうだ。

「財政調整措置」という制度がある。財政に関する重要法案を、上院でのフィリバスター（少数政党による採決妨害）なしで、速やかに通過させるための特別な立法手続きである。かつては与野党が協力して活用していた制度だが、この四半世紀においては、一党が上下院で多数を握っている時に使用されることが多い。「バード・ルール」という規則も存在する。その規則の中には「恒久的に財政赤字を増大させる法案には財政調整措置を適用できない」という一文がある。筆者は最近、このルールが「黄金律」（宗教や道徳などの倫理の教え）のような存在なのではないかと感じ始めていたが、立法の専門家によれば、これは正式な規則である。

上下院で多数を占める共和党は2017年、財政調整措置を使い「減税・雇用法」、いわゆる「トランプ減税」を可決した。財源が完全には確保されていなかったため、法律の一部は時限措置とされ、個人向け減税の大半は2025年に失効を迎える。今回、新たな財政調整措置で減税の延長が試みられており、トランプ大統領が「大きくて美しい法案」と呼ぶ新たな法案をメモリアルデー（5月最終月曜日）までに成立させることが目指されている。ただ、これは非常にタイトなスケジュールだ。

■ 財政・経済・債務・国債への影響

減税による財政への影響を試算するのは容易ではない。というのも、減税は経済成長を刺激するからだ。ペンシルベニア大学のベン・ウォートン予算モデルによると、延長措置のほとんどを2033年末までに失効させる必要がある。それでも、基礎的財政赤字の累積増加額は約5兆1000億ドル、経済成長効果を加味しても約4兆9000億ドルに上る。

トランプ減税が延長されない場合、議会予算局（CBO）の試算によれば、労働供給は多少抑制されるが、財政赤字の縮小が民間投資を押し上げ、両者の相殺効果により「国内総生産（GDP）への影響はごくわずか」とどまるとされる。

議会予算局（CBO）の試算によれば、米国の公的債務の対GDP比が2025年中に100%を超え、2055年には156%に達し、トランプ減税が恒久化すれば、この比率は200%超に跳ね上がるというが、ひとまず脇に置こう。イーロン・マスク氏と彼が率いる政府効率化省（DOGE）が「歳出を1500億ドル削減した」と主張し、ウォール・ストリート・ジャーナルが「1540億ドルの歳出増だ」と試算している点も、気にしないでおう。どちらの数字にしても、年間支出総額6兆8000億ドルの前では微々たる差だ。

ついでに、関税の影響を懸念して株を売った投資家たちが、安全資産として米国債に殺到するのではなく、金に投資している現象も忘れよう。金価格は過去3年間で60%以上上昇しており、JPモルガンはこれを「通貨価値の希薄化トレード」と呼んでいる。

■ 持続可能な繁栄につなげるために

いろいろと言ってきたが、財政赤字を拡大してトランプ減税を延長するのが「良いアイデアかどうか」という議論はやめよう。問題は「どのように延長するか」だ。正しい主張はこうだ「多額の財政赤字を出して時限的な大規模減税を行ったが、同じことをもう一度やりたい」。一方、あまり正しくない主張はこうなる「もともと一時的だったはずの大規模減税にすっかり慣れてしまったので、今となっては恒久的な措置に感じられる。そう考えれば、現状に比べて財政赤字を増やしているわけではない」。

現行法と現行政策という二つの考え方がある。JPモルガンは先週、「政策担当者たちは、トランプ減税延長にあたり、減税の財政インパクトが見えにくくなる『現行政策』基準を採用したがついている」とリポートに書いている。CRFBによれば、この手法を採用（減税延長）すれば、2034会計年度末までに追加の財政赤字が合計で3兆4000億～4兆6000億ドルになるという。これが「爆発」部分に違いないと思ったが、CRFBはさらに、今回の減税延長が将来的に数十兆ドル規模の新たな財政赤字を正当化する危険な前例になると警鐘を鳴らしている。これこそが真の「爆発」部分かもしれない。

米下院議長のマイク・ジョンソン氏は年初、「いま米国にとって最大の脅威は政府債務だ。われわれはこれを大変深刻に受け止めている。議会は何十年にもわたり問題を先送りしてきたが、もはや先送りする余地はない」と訴えた。これは、先送りした距離を「道路法」基準、それとも「道路政策」基準で測るのかによると思うが、筆者は道路工事関係者でも会計士でもないので、判断はつかない。

「現行政策」基準の法案が上院のルール上許容されるかどうかは、筆者には分からない。CRFBは、仮にこれが認められるなら、将来の議会が同様の手法をとる可能性がある、例えば、公的医療保険を国民全員に対して1年間で3兆ドル未満の予算で導入し、その後は将来の歳出を考慮せずに恒久化するといったことも可能になってしまうと警告する。

念のため、読者の皆さまからの怒りのメールを未然に防ぐために言っておくが、私はいかなる政党にも属していない。そもそも、どちらの党も、財政赤字を積み上げてきた責任からは逃れられない。

「大きくて美しい法案」を本当に成立させたいのなら、党派的な対立を避け、持続可能な繁栄への道筋について率直に語ることから始めるべきである。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

8. 悪化する中国リスク、最も影響を受ける米ハイテク企業は Tech's Problems in China Are Getting Worse. 対立が半導体、ソフトウェア、スマートフォンに波及

[ハイテク]

外国企業への依存から脱却目指す中国



CFOTO/Future Publishing via Getty Images

米国の最新の対中国半導体輸出規制により、米半導体大手のエヌビディア<NVDA>と同業のアドバンスド・マイクロ・デバイシズ<AMD>が当四半期に費用計上するとのニュースが先週報じられたことで、より広範な問題に注目が集まった。半導体製造をはじめとするハイテク企業は、米中対立が激化する中でリスクにさらされている。

中国以外のすべての国の半導体メーカーは、中国市場でリスクに直面している。中国政府が外国への技術依存からの脱却を目指しているから

だ。昨年までこの目標はまだ遠い先の話のように見えたが、中国政府が中央省庁と地方政府による新しいPCやサーバーの購入を規制する方針を打ち出したことで移行が始まった。こうした政策転換や米中貿易戦争による巻き添え被害は、半導体メーカーからソフトウェア企業、iPhone（アイフォーン）のようなデバイスの生産に至るまで幅広い分野に及んでいる。

現在、中国政府の認可を受けているCPU（中央演算処理装置）は18種類あるが、半導体大手インテル<INTC>とAMDの製品は含まれていない。認可されているCPUの多くは英半導体設計大手のアーム・ホールディングス<ARM>の知的財産権を使用しているため、今後さらに国内企業優先の規制が進めばこれらも対象となる可能性がある。

米国のソフトウェア企業にとって問題の最前線にあるのは、マイクロソフト<MSFT>のWindowsと法人向けソフトウェア大手のオラクル<ORCL>のデータベースソフトだ。米国製CPUと同様に、中国政府は米国製ソフトウェアの使用も制限しており、政府機関が新規購入するPCやサーバーにはWindowsの代わりに、国産の六つの基本ソフト（OS）のいずれかが搭載されることになる。中国当局が昨年、PCとサーバーの政府調達に規制を課した際には、国産データベース11製品を推奨リストに挙げた。

こうした問題は長期的な影響をもたらす。というのも、ソフトウェアやパソコン、サーバーといった既存のインフラを全国規模で置き換えるには時間がかかるからだ。政府調達から始まったこの移行には、中国としてのサプライチェーン（供給網）の再構築が必要になる。

米国内で半導体を製造するハイテク大手テキサス・インスツルメンツ<TXN>やインテルなどの企業は、中国市場での売り上げが既に危うくなっている。一方、アップル<AAPL>、エヌビディア、半導体大手のクアルコム<QCOM>およびAMDなどが台湾製チップを中国に輸出する場合、125%の報復関税の対象にはならないが、米国製チップに免除は適用されない。現時点では、スマートフォンやPC

を米国に輸入する際に最新の関税は課されていないが、トランプ政権は今後これらの製品に別途関税を課す意向を示している。

最大のリスクを抱えるのはアップル

ハイテク大手の中で、中国リスクが最も大きいのはアップルだ。というのも、製品が中国で生産され、同時に中国国内でも販売されているため、両方で影響を受ける恐れがある。アップルはインドやベトナムに一部の組み立てラインを移しているものの、依然として製品の大部分は中国で製造されている。状況をすぐに変えるのは困難だ。

中国は人件費の安さに加え、大量生産に必要な規模も提供している。また、中国は東アジアのテクノロジーサプライチェーンの中心に位置しており、地理的にも有利だ。規模感で中国に匹敵し得る唯一の国がインドであり、アップルは既にインドでiPhoneの生産を進めている。インドでの生産比率は全体の15～20%と推計されている。ただ、貿易戦争が本格化する以前から、アップルのブランド力は中国で陰りが見え始めていた。2024年9月期の中国と台湾の売上高は前年比8%減少し、総売上高に占める割合は17%だった。

巨大なインド市場は、中国における販売リスクに対する代替市場となっている。インドで全面展開を始めたアップルは2020年にインド向けのオンラインストアを立ち上げ、2023年には小売りの実店舗を設けた。ティム・クック最高経営責任者（CEO）は業績説明会で、インドでの売り上げに頻繁に言及している。しかし、供給網と同様に、莫大（ばくだい）な売り上げの矛先をインドへと転換するにも時間がかかる。

アマゾンが高関税でコスト増に

ハイテク大手の中で2番目に中国リスクが高いのはアマゾン・ドット・コム<AMZN>だろう。現在、中国からの輸入品には少なくとも145%という非常に高い関税が課されている。ゴールドマン・サックスのアナリスト、エリック・シェリダン氏によれば、中国製品はアマゾンが直販する商品にかかるコストの20～40%を占めている。貿易戦争となれば、こうした費用は大きく上昇することになる。

一方、ハイテク大手の中で中国リスクから最も遠いのがアルファベット<GOOGL>とメタ<META>（旧フェイスブック）だ。グーグル検索やフェイスブックなどのサービスは中国で提供されていない。ただし、両社とも世界中のユーザーを対象とした中国企業からの広告収入がある。

貿易戦争が本格化すれば、2024年に全体の11%を占めたメタの中国関連売上高が影響を受ける可能性がある。アルファベットは中国関連売上高を個別に開示していないが、アジア太平洋地域は2024年に総売上高の16%を占めていた。

By Adam Levine
(Source: Dow Jones)

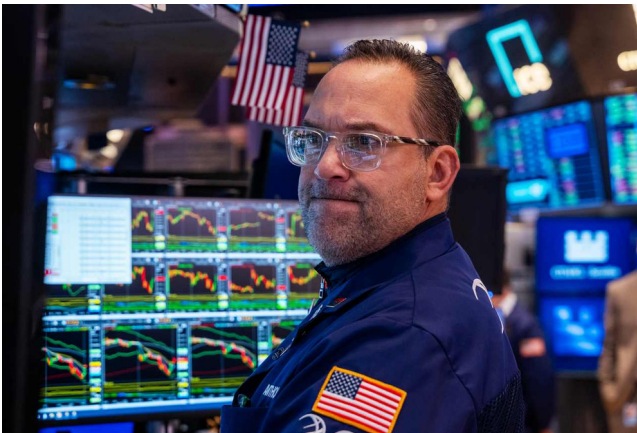
9. 関税政策の不透明感を織り込んで乱高下

[米国株式市場]

The Market Had Another Rough Week. The Fed's Powell Remains Calm.

パウエル議長に動きは見られず

関税政策の不透明感などから主要株価指数は下落



Spencer Platt/Getty Images

米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長もわれわれと同様に、関税政策の変更や貿易戦争に動かされている市場に翻弄（ほんろう）されている。

18日が祝日で休場だった先週の主要株価指数は、貿易問題とFRBに関する懸念を織り込んで大きく動いた市場を反映して、S&P500指数は1.5%安の5282.70、ダウ工業株30種平均は2.7%安の3万9142ドル23セントとなり、ナスダック総合指数は2.6%下落して1万6286.45で引けた。小型株のラッセル2000指数は1.1%上昇し

て、1880.62で週末を迎えた。

トランプ大統領による「解放の日」の関税措置が一時停止される中、投資家は、世界貿易と経済を減速させかねない外国製品に対する最も厳しい課税を回避するために、各国が取引を行うことに警戒と期待を寄せている。

米国の信頼感への打撃

それでも、交渉の余地があるかどうかにかかわらず、中国に対する関税は引き続き難しい局面にある。中国が世界第2位の経済大国であることに加え、人工知能（AI）向け半導体に対する新たな規制が、過去2年間の上昇の大部分を支えて急騰してきたハイテク株に大きな影響があることを考えると、この心配は小さなものではない。

同様に懸念されるのは、高まる一方の緊張と連邦政府による方向性の分からない政策が、中国との関係を独自に築く方向に各企業を向かわせているかもしれないという事実だ。昨年マグニフィセント・セブン（偉大な7銘柄）と呼ばれていた銘柄群の中で最も偉大だった半導体大手エヌビディア<NVDA>のジェンスン・フアン最高経営責任者（CEO）は、業界団体の招待に応じて、先週北京にサプライズで出張した。

デビア・グループのCEOであるナイジェル・グリーン氏は、「これは米国の貿易政策が、金融、経済、政治そして外交において諸外国や企業を中国から離れさせるのではなく、中国に向かわせている事実の厳しい例だ」と語り、エヌビディアが米国の以前の規制を順守するために特に設計したH20チップの輸出を阻止する動きが招いた今回の状況を、「意図せざる結果を生む事例」の典型だと指摘する。

キャピタル・エコノミクスのジョナス・ゴルターマン氏は、「信頼感への打撃、特に米国の資産市場

とドルに対する打撃は、長期化する可能性がある」と指摘する。ゴルターマン氏は、「今のところ」最悪期は脱したかもしれないが、経済成長の鈍化と不確実性の増大は、最も打撃を受けた資産が以前の高値を完全に回復しない可能性を意味すると書いている。ゴルターマン氏は「大局的に見ると、今後の可能性の振れ幅は大きく広がっており、ほんの2、3カ月前と比べた場合、リスク資産、そしておそらく国債市場にとっても、見通しはより厳しくなっている」と書いている。

Market Snapshot



現時点でFRBプットは期待薄

債券がかつてのような安全な避難所として機能していないという事実は、乱気流を乗り切る場所を探している投資家にとって問題を悪化させている。

他のディフェンシブ戦略の選択肢である、上場投資信託（ETF）の公益セレクト・セクターSPDR＜XLU＞や生活必需品セレクト・セクターSPDR＜XLP＞などは、先週や年初来であっても、よく持ちこたえている。金は今年急騰したが、不確実性が覆っている限り失速することはなさそうだ。現金には長期的な競争力はないものの、金利の高い貯蓄性預金やMMF（マネー・マーケット・ファンド）も、現時点では魅力的だ。

いわゆる「FRBプット」に関連して、パウエル議長は16日に、株式市場はもっと大きな値動きは考えられるものの、「想定される状況にある」と述べており、市場を落ち着かせるための介入は急がないようだ。

パウエル議長が「関税がインフレを押し上げることで、中央銀行が成長鈍化に対応することが難しくなる可能性がある」と強調したことで政権はいらだちを増しており、UBSのストラテジストが言うように「FRBが経済を支える能力を阻害されるのではないかという懸念」が再燃した。パウエル議長

は、政策決定者は何らかの変更を行う前に「より明確になるのを待つ」必要があるとも述べた。

ただひとつ確かなことは、誰もが自分の行動に責任を負うということだ。

By Teresa Rivas
(Source: Dow Jones)

10. S&P500に「デッドクロス」 — 冷静な対応を S&P 500 Stocks Just Signaled a Death Cross. Don't Panic. 50日移動平均線が200日移動平均線を下へ突き抜ける

[経済関連スケジュール]

3年前にも発生したデッドクロス



Illustration by Elias Stein

S&P500指数において、先週「デッドクロス」が形成された。これは「悲惨」とまでは言えないものの、好ましくない兆候と捉えられる可能性がある。トレーディング用語で言う「デッドクロス」とは、チャート上で短期移動平均線が長期移動平均線を上から下へ突き抜ける現象のことだ。今回、S&P500指数の50日移動平均線が200日移動平均線を下へ突き抜け、市場の勢いが鈍化していることを示している。

S&P500指数の50日移動平均線は、14日時点で5748まで低下し、200日移動平均線の5754を下回

った。これは2022年3月以来のことだ。当時は米連邦準備制度理事会（FRB）がインフレ抑制のために利上げを開始した時期であり、1カ月後にはS&P500指数が5%、6カ月後には7%下落した。その6カ月間での最大下落率は約12%だった。

その後、2023年2月には50日移動平均線が再び200日線を上へ突き抜け、いわゆる「ゴールデンクロス」が出現した。この時は、S&P500指数が1カ月後に5%、6カ月後に9%上昇している。ただし、株価は直線的に上昇するわけではなく、ゴールデンクロス後の6カ月間にも最大で約8%の下落があった。

遅行指標のデッドクロスに過剰反応は禁物

投資家は過剰に反応すべきではない。チャートスマーター創設者のダグラス・ブッシュ氏は「デッドクロスは、多くの場合、他のテクニカル指標の悪化を受けて後から現れる現象だ。言い換えれば、バックミラーを見ているようなもの」と指摘する。フェアリード・ストラテジーズ創設者のケイティ・ストックトン氏も同様に、デッドクロスは「遅行指標」であり、市場のタイミングを測るツールとしては信頼性が低いと述べている。長期的な視点を持つ投資家にとっては、過去20回のデッドクロスのうち、1年後にS&P500指数が上昇していたケースが全体の80%を占めるというデータ（ダウ・ジョーンズ・マーケット・データ調べ）を念頭に置いておくといえよう。

先週の出来事

市場動向

トランプ米大統領は14日、現時点では、相互関税の対象から一部の消費者向け電子機器を除外し、自動車メーカーが調達する自動車部品への関税には猶予期間を設けると表明。株価は上昇した。中国の1～3月の国内総生産（GDP）は、相互関税前の輸出に後押しされ、市場予想を上回る前年同期比5.4%成長となった。続けてトランプ氏は、ハイエンド（高性能）半導体の対中輸出規制を発表し、連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長はインフレへの警戒感を示した。これを受けて金は上昇し、株式とドルは大きく下げた。トランプ氏はパウエル氏の解任について言及した。祝日で1日短かった先週、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は2.7%下落、S&P500指数は1.5%下落、ナスダック総合指数も2.6%下落した。

企業動向

メタ<META>（旧フェイスブック）に対する反トラスト法（独占禁止法）訴訟が始まった。一方、アルファベット<GOOGL>傘下グーグルのオンライン広告について、米連邦地裁は「故意に独占的地位を確立した」との判決を下した。中国は、米航空機大手ボーイング<BA>の航空機や米国製の航空機部品、および米国産牛肉の輸入を停止した。ハーバード大学の教授グループが、同大学への助成金見直しをめぐってトランプ氏を提訴した。トランプ政権は、ハーバード大学への助成金をさらに23億ドル凍結し、内国歳入庁（IRS）には同大学の非課税資格を停止するよう指示している。ゴールドマン・サックスの株式トレーディング収入が四半期ベースで過去最高となった。高級ブランド大手LVMHモエ・ヘネシー・ルイ・ヴィトン<MC.フランス>は市場予想を上回る売上高の減少を発表した。これに伴い、高級ブランド大手エルメス・インターナショナル<RMS.フランス>は時価総額でわずかにルイ・ヴィトンを上回った。トランプ政権による輸出規制の矛先は、米半導体大手エヌビディア<NVDA>のH20半導体と、米半導体大手アドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>MI308半導体に向けられた。

M&A（合併・買収）など

- ・米ヘッジファンドのエリオット・インベストメント・マネジメントは、IT大手ヒューレット・パカード・エンタープライズ<HPE>の保有株式を15億ドルまで積み増した。また、米著名投資家ビル・アクマン氏が率いる投資会社パーシング・スクエア・キャピタル・マネジメントは、米レンタカー大手ハーツ・グローバル・ホールディングス<HTZ>の株式を20%近く保有していることを明らかにした。
- ・米ホームセンターチェーンのロウズ<LOW>は、インテリアフィニッシュの設計・施工サービスを手がけるアーティザン・デザイン・グループを13億3000万ドルで買収すると発表した。
- ・半導体大手インテル<INTC>は、プログラマブルチップ部門であるアルテラの株式の51%を、プライベートエクイティ投資会社のシルバーレイク・マネジメントに売却すると発表した。アルテラの評価額は87億ドルだった。

今週の予定

4月22日（火）

今週は、S&P500指数構成企業のうち100社以上（全体の22%）が決算を発表する予定で、中でも22日に発表を予定する電気自動車（EV）大手テスラ<TSLA>に注目が集まっている。売上高の減少を背景に、株価は年初から40.2%下落した。第1四半期の自動車販売台数は、前年同期比で13%の減少とな

った。投資家は、イーロン・マスク最高経営責任者（CEO）のトランプ政権での動向、相互関税が販売価格に与える影響、中国と米国における販売動向、ロボタクシーや新たな低価格モデルの開発状況などにも注目している。

4月24日（木）

アルファベットは、24日の引け後に、大手テクノロジー企業の先陣を切って決算を発表する。市場では、1株当たり利益（EPS）が2.01ドル、売上高は893億ドルと予想されている。昨年は、EPSが1.89ドル、売上高が805億ドルだった。先週、連邦地裁はグーグルが反トラスト法に違反しているとの判断を下した。これは、アルファベットにとって昨年8月に続く反トラスト法での敗訴となる。

通信大手TモバイルUS<TMUS>をはじめとする各通信会社は、24日に決算を発表する予定で、その中でアップル<AAPL>への関税の影響について示唆される可能性がある。経営陣は、スマートフォンの価格上昇を見越して顧客が買い替えを急いでいるかどうかについて言及するかもしれない。トランプ政権は最近、iPhone（アイフォーン）を含む一部の消費者向けデバイスに対する関税の一時的な免除を発表した。

統計と数字

1万2000社：プライベート・エクイティ・ファンド業界が過半数を保有する企業の数。そのうち3800社は5年から12年にわたり保有。

900億ドル：ゴールドマン・サックスの予測による、今年米国の旅行業界が被るとされる損失額。国内総生産（GDP）の0.3%に相当。

8%：2025年初来インターコンチネンタル取引所（ICE）のドル指数の下落率。40年の歴史の中で、最悪のスタートとなった。

10兆ドル：連邦政府の債務を埋めるため、今年発行が見込まれる国債の総額。そのうち新規発行が2兆ドル、借り換え発行が8兆ドル。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

『バロonz・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onz・ダイジェスト』 2025/04/20

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