

# バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2024/01/07

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIIJI PRESS



DOW JONES

- 1. 変わる電力網、電力会社への影響は - The Power Grid Is Changing. What It Means for Utility Stocks** [カバーストーリー] P.1  
電気機器メーカーやソフトウェア開発会社にも恩恵
- 2. 注目集まる日本株。投資に最適のファンドは - Japan Is Hot. Here Are the Best Funds to Play It** [ファンド] P.6  
インデックスファンドに人気集中
- 3. アマゾンとエヌビディアの今後に多大な成長余地 - Amazon and Nvidia Stock Have a Lot More Growth Ahead** [インタビュー] P.8  
バロン・キャピタルのリッパート氏に聞く
- 4. 落日のUSスチール、日本製鉄による買収で再び脚光 - The Nippon Steel Purchase Puts U.S. Steel Back in the Spotlight** [フィーチャー] P.12  
米政府が買収許可なら世界2位の鉄鋼メーカー誕生
- 5. 株式市場は低調な年明け。次に来るのは - Stock Market Starts Year With a Whimper. What Comes Next?** [米国株式市場] P.15  
決算発表シーズンでの2024年の見通しが重要に
- 6. 世界最大のハイテクイベント「CES 2024」の注目点 - CES Is Back. Expect Big News in AI, AI, and AI-and a Few Cars** [ハイテク] P.17  
AIと自動車分野でビッグニュース発表の見込み
- 7. 米財務省が株式と債券の大幅高に貢献。ただし繰り返しなし - The U.S. Treasury Helped Fuel a Massive Stock and Bond Rally** [コラム] P.18  
市場上昇の貢献要因が反転へ
- 8. ディズニー対アクティビスト、それでもディズニーの未来は明るい - As Disney Beats Back Activist Investors, Its Future Looks Brighter** [米国株式市場] P.20  
コンテンツ優位性から上値期待
- 9. AIによる生産性向上をどう見るか - AI's Productivity Boost Is 'a Little Overhyped** [経済政策] P.22  
やや誇張され過ぎていると考える理由
- 10. 先週の出来事と今週の予定 - The Runup to a Bitcoin ETF: Fees, Updates, and Predictions** [経済関連スケジュール] P.24  
ビットコイン現物ETFの承認間近か

※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。

## 1. 変わる電力網、電力会社への影響は

[カバーストーリー]

The Power Grid Is Changing. What It Means for Utility Stocks

電気機器メーカーやソフトウェア開発会社にも恩恵

## 2051年の未来予想



Illustration by Matt Chinworth

2051年、31歳のオリビアは結婚して初めて住宅を購入した。今、彼女は車で職場へ向かっている。

午前6時45分、オリビアはオフィスビルに電気自動車（EV）を駐車する。プラグを差し込んでおけば、仕事中に無料で充電ができる。ランチの直後、EVが充電されていないというアラートがスマートフォンに届く。7月の猛暑により、電力会社が冷房のピーク需要に対応するための

エネルギーを必要としているのだ。オリビアは状況を理解し、アプリの「売電」ボタンをタップする。すると、EVがビルのバッテリーへ放電を開始する。これにより、ピーク時の照明や空調のための電力が供給され、ビルの運営コストを引き下げることができる。

オリビアにも見返りがある。退勤する頃にはEVが約40マイル分の電力を放電しており、今月の電気代は3ドル安くなる。もっと売電することもできたが、帰り道のために十分な電力を残しておきたかった。

熱波に対応しているのは車だけではない。オリビアが郊外に買った寝室2部屋付きの平屋建て住宅は、冷房のためにヒートポンプを利用している。別のアプリのアラートで、オリビアは電力会社が午前中に部屋の設定温度を20度に下げ、ピーク需要に備えて前もって部屋を冷やしていたと知る。午後の設定温度は24度で、オリビアが帰宅する1時間前に22度になったという。

オリビアは驚かない。電気代が安くなるように、電力会社が室温を変更できる家を自分で選んだのだ。オリビアは最近、電力需要が最も大きい時に売電できるように、太陽光パネルとバッテリーストレージ（蓄電池）を自宅に設置することを検討している。初期費用はかかるが、電気代はさらに安くなるだろう。

もちろん、こうした仕組みは複雑だ。オリビア自身、アラートを頻繁に送ってくるアプリをうっとうしいと思うこともある。しかし、そのおかげで、親世代よりも光熱費を節約できるのだ。これが未来のグリッド（電力網）である。

このような未来に達するのは簡単ではない。グリッドは発電から蓄電、送電、配電、消費までを包含し、大きな変化に向かっている。電力を大量消費するデータセンターやEVの普及、住宅の電化により、発電量の増加が求められている。これらの電力の電源は太陽光や風力といった再生可能エネルギーにシフトし、バッテリーなどのストレージや、より強固な送電線が必要になる。その背後では、ソフトウェアや人工知能（AI）が全体の調整に利用されるだろう。

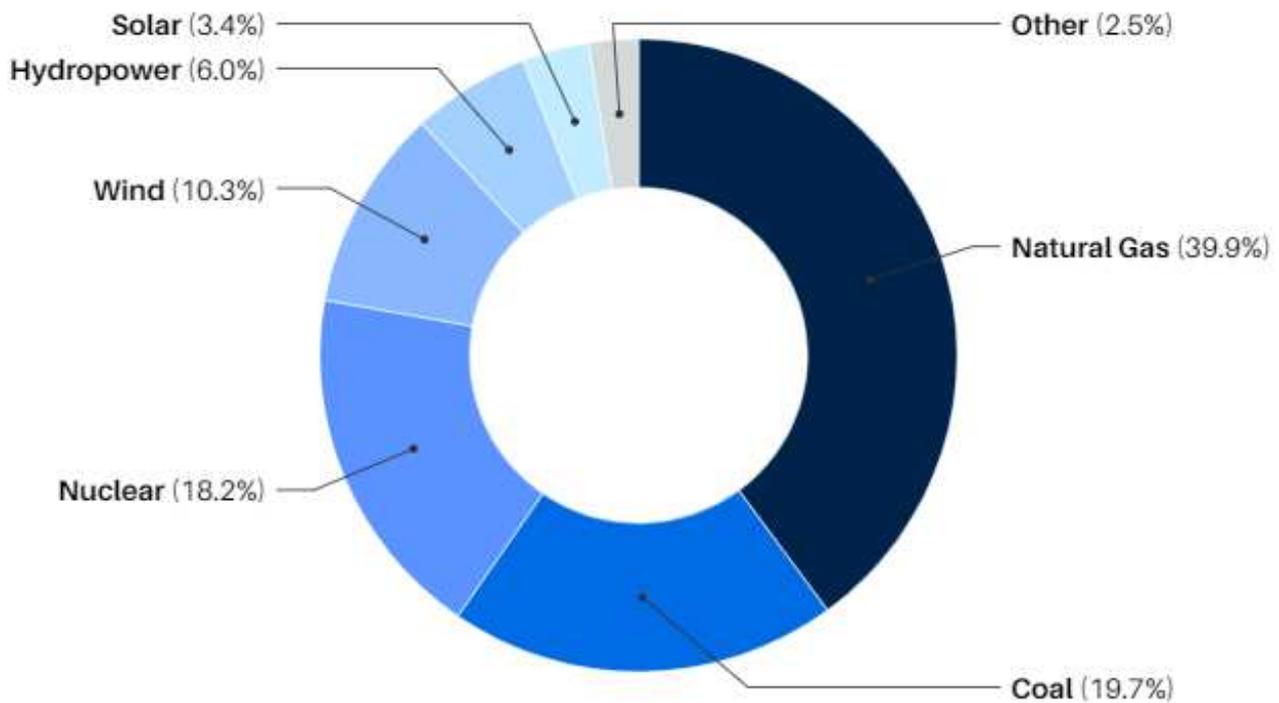
こうした変化は、住宅所有者にとっては複雑性が高まる代わりに光熱費が安くなることを意味し、電力会社にとっては成長を意味する。グリッドインフラ、電力ハードウェア、それらをコントロールするソフトウェアを開発する企業にとっては、大きな成長のチャンスだ。

電力需要の増大と発電の分散化が進む

## Burning Up

As of 2022, about 60% of electricity in the U.S. came from fossil fuels and 40% came from renewable energy sources, including nuclear.

Electricity generated in the U.S.



Source: U.S. Energy Information Administration

過去20年間、グリッドに大きな変化はなかった。米国は2022年に過去最大となる約4兆2000億キロワット時の電力を消費したが、全体的な需要に勢いはなく、2000年以降の伸びはわずか年平均0.4%となっている。

需要の伸びが乏しいため、業界は未来のための投資ではなく、既存資産のメンテナンスに重点を置いている。住宅やオフィスで利用されている変圧器は20年前のものほとんど同じだ。エジソン電力研究所によると、上場電力会社は2兆ドルの設備をメンテナンスするために平均で年間約1340億ドルを費やしている。

このようなやり方は、今後は通用しないだろう。データのクラウドへの移行に伴い、データセンターが成長している。AIコンピューターは以前のコンピューターの5~6倍の電力を消費する。さらに、ヒートポンプが従来の冷房や暖房に取って代わりつつあり、天然ガスや暖房油から電力へ需要が移っている。内燃機関車からEVへの移行には一部の予想より時間がかかっているが、移行自体は進んでいる。現在、EVが電力需要全体に占める割合は1%未満だが、EVの普及ペースによっては2050年までに

5~15%となり得る。全体として、消費電力は今後10年間に年2%のペースで増加する可能性がある。

需要だけではなく、発電方法も変化している。従来は石炭や天然ガスの火力発電所を必要に応じて稼働させていた。ほとんどの場合はそれで間に合っていたが、状況が変わりつつある。新たな発電能力が強く必要とされているのだ。エネルギー省は、今後20年間の発電能力の伸び率を年平均2.6%と予想している。これは1990年以降の約2倍のペースで、グリッドは70%拡大する見込みだ。電源の約70%は、化石燃料より天候の影響を受けやすい再生可能エネルギーになるだろう。

発電の分散化も進むとみられる。電力の大部分を発電しているのは依然として電力会社だが、小売店の屋上の太陽光パネルや、EV所有者のバックアップ用のバッテリー、住宅所有者の緊急用の発電機なども電力を供給するだろう。これらはすべて、需要がピークに達した際にグリッドへ送電できる可能性がある発電設備だ。

こうした取り組みはまだまだ発展途上だ。地方の電力料金の値上げに不満が出ることはあるが、米国のグリッドは極めて信頼性が高い。米国の年間の平均停電時間は約6~7時間だ。しかし、電源が分散化すれば、価格はより変動しやすくなり、グリッドの信頼性も低下する可能性がある。

最悪の場合、2021年2月のテキサス州の大寒波による停電のように、何百万人が電気なしで4日間も過ごさなければならなくなるかもしれない。当時は天然ガス発電と風力発電がいずれも機能せず、特に天然ガス発電の不足が停電の主な要因になった。

問題の一部は、高容量のケーブルや、需要の増減に対応できるハードウェアなど、より良いインフラを開発することで解決できるだろう。テキサス州は停電後も再生可能エネルギーを放棄せず、設備の余裕度を見直し、予測や電力融通の手法を更新した。

## 電力会社にとっては成長のチャンス

産業機器メーカーのイトン<ETN>でエネルギー・オートメーション・ソリューション部門のゼネラルマネジャーを務めるティエリー・ゴダート氏は、「グリッドは、わずかに拡大するとともに、はるかにスマートになる必要がある」と語る。ゴダート氏の部門はスマート電力計、自動化、予測分析などのハードウェアとソフトウェアを販売している。

業界では、未来のグリッドを管理するために必要なソフトウェアとして「DROMS」、「DERMS」、「VPP」などのソフトウェアが導入されている。DROMは「Demand Response Optimization and Management Systems」（需要応答の最適化および管理システム）の頭文字を取ったもので、電力需要に対応するために住宅の設定温度を変更できる。

DERMSは「Distributed Energy Resource Management Systems」（分散型エネルギー資源管理システム）の略で、屋根の太陽光パネル、企業が所有する発電機、バッテリーストレージなどの分散された電源を調整することが可能だ。VPPは「Virtual Power Plant」（バーチャル発電所）を指し、小売店屋上の太陽光パネルなどが発電したメガワット単位の電力を集約し、電力会社に売却する。

今後30年間で、発電および送配電設備の拡大や、住宅のスマートメーターやコネクテッド・サーモスタットなどの更新に約9兆ドル（年平均約3000億ドル）が費やされる見込みだ。こうした機器は、企業

## Feeling Electric

The electrification of everything means big business for utilities and other stocks.

Company/Ticker	Recent Price	52-Wk Change	Market Value (billion)	2024E P/E	Description
American Electric Power / AEP	\$82.98	-15%	\$43.6	14.5	Serves states with growing populations
Eaton / ETN	237.84	55	95.0	24.2	Sells hardware and software to make the grid work
Edison International / EIX	72.13	10	27.6	13.9	Benefits from California's embrace of EVs and the increased demand for power it brings
Hubbell / HUBB	324.80	40	17.4	20.2	Invented the plug in the 1800s, now provides electrical components for utilities
NextEra Energy / NEE	61.53	-27	125.9	17.8	Largest generator of renewable power in the U.S.
Quanta Services / PWR	208.63	53	30.3	25.9	Builds electrical infrastructure in the U.S.
Schneider Electric / SBGSY	39.06	38	112.4	21.5	Develops software and systems for managing electricity at the home and at the utility
Sterling Infrastructure / STRL	83.95	178	2.6	18.7	Constructs data centers and other infrastructure in the U.S.

Note: E=estimate

Sources: FactSet, company reports

が電気代を節約したり、住宅所有者が屋上の太陽光パネル、バッテリー、バックアップ用発電機を設置したりするのに使われるだろう。費用の大部分は既存の公益電力会社や独立系の電力会社に支払われる。

電力会社にとって未来のグリッドは、近年よりも多くの電力が発電、送電、配電、管理され、より速く成長できることを意味する。規制当局は、電力会社が設備投資によるリターンを得ることを許可し、売上高と利益が増加するだろう。電力会社ネクステラ・エナジー<NEE>は、クリーンエネルギーによる約34ギガワットの発電能力を有する米国最大の大規模再生可能エネルギー発電会社である。ネクステラの発電能力は、米国全体の原子力を除く再生可能エネルギー発電能力の約10%に相当する。

投資家にとって重要なのは、ネクステラの過去3年間の利益成長率が年平均約11%であることだ。ウォール街は今後3年間の利益成長率が年平均約7%に低下すると予想しているが、これは株価に織り込み済みかもしれない。2024年予想株価収益率（PER）は18倍で、過去3年間の平均である約26倍を下回っている。

電力会社エジソン・インターナショナル<EIX>は、再生可能エネルギーを早期に導入したカリフォルニア州に本社を置いていることによる恩恵を受ける見込みだ。カリフォルニア州には山火事のリスクがあり、同州の電力会社のバリュエーションに対する重荷となっている。しかし、2023年1～9月にカリフォルニア州で販売された自動車の20%超はEVであり、電力需要が高まる見込みだ。エジソンの今後3年間の利益成長率は年平均8%と予想されており、過去3年間の同1%を上回る。PERは約14倍と過去の平均並みの水準にある。

米国最大の電力会社の一つであるアメリカン・エレクトリック・パワー<AEP>は、オクラホマ州、テキサス州、テネシー州などの11の州で500万以上の顧客に電力を供給している。これらの州の成長率

は非常に高く、人口とともに電力需要が伸びている。これが後押しとなり、AEPの今後3年間の成長率は年平均6%（過去3年間と同じ）と予想されている。2024年予想PERは15倍で、過去平均の18倍を下回る。

## 過小評価されているサプライヤー

ハッベル<HUBB>、イートン、シュナイダー・エレクトリック<SBGSY>など、電気部品やソフトウェアの大手サプライヤーには既に成長の兆しが見られ、株価にも反映されつつある。電力会社向け送配電機器の主要サプライヤーであるハッベルの過去3年間（2023年第4四半期の予測値を含む）の利益成長率は年平均約26%だが、今後3年間の成長率はわずか同8%と予想されている。

これは恐らく保守的な見方だろう。みずほ証券のアナリストであるブレット・リンゼイ氏はハッベルの投資判断を「買い」、目標株価を370ドルとしている。リンゼイ氏は、2023年の販売数量に対する打撃となった在庫調整が第4四半期に正常化し、業績がコンセンサス予想を上回ると予想している。シュナイダー（過去3年間の利益成長率は年平均約22%、今後3年間の予想成長率は同10%）とイートン（同29%、9%）も同様の恩恵を受けると見込まれる。

グリッドを建設するインフラ企業の成長が正常な水準に回帰するという予想は現実になりつつある。インフラサービス会社クアンタ・サービズ<PWR>の過去3年間の利益成長率は年平均約23%だが、アナリストが予想する今後3年間の利益成長率は同16%だ。クアンタの堅調な成長は株価に反映されており、2024年予想PERは約24倍だ。建設会社スターリング・インフラストラクチャー<STRL>は、データセンター、輸送、エネルギー業界などの顧客に建設関連サービスを提供する。過去3年間の利益成長率は年平均40%だが、ウォール街が予想する今後3年間の利益成長率は同約12%だ。株価は過去12カ月で120%上昇しているが、2024年予想PERは17倍弱となっている。

ウォール街は、ハッベル、イートン、シュナイダー、クアンタ、スターリングの利益成長率が鈍化すると予想している。これは業績がピークに達したわけではなく、単に良い時期が永遠に続くとは予想することをアナリストが嫌い、将来的に業績が正常化すると予測する傾向があるためだ。

屋上用の太陽光発電システムを手掛けるサンパワー<SPWR>やサンノバ・エナジー・インターナショナル<NOVA>などは、未来のグリッドによって特に大きな恩恵を受けるとは見られていない。米国の小規模太陽光発電による発電能力は約40～50ギガワットで、米国の発電能力全体の約3%に相当する。2024年の予想売上高は27億ドルで、グリッドの成長と維持に費やされる数千億ドルのごく一部にすぎない。さらに、どちらの企業も黒字ではなく、フリーキャッシュフローも赤字だ。成長資金の調達、グリッドだけでなく、金利や資本市場の状況にも左右される。

一方、ファースト・ソーラー<FSLR>は大規模太陽光発電用機器のリーダーだ。時価総額は約180億ドルで、業績は黒字だ。今後3年間の売上高と利益の年平均成長率はそれぞれ約25%と60%と予想されている。売上高と利益が景気変動の影響を受けやすく、政策に左右される傾向があるため、2024年予想PERはわずか13倍である。

By Al Root  
(Source: Dow Jones)

## 2. 注目集まる日本株。投資に最適のファンドは Japan Is Hot. Here Are the Best Funds to Play It インデックスファンドに人気集中

[ファンド]

### 2023年が大きな転換点に

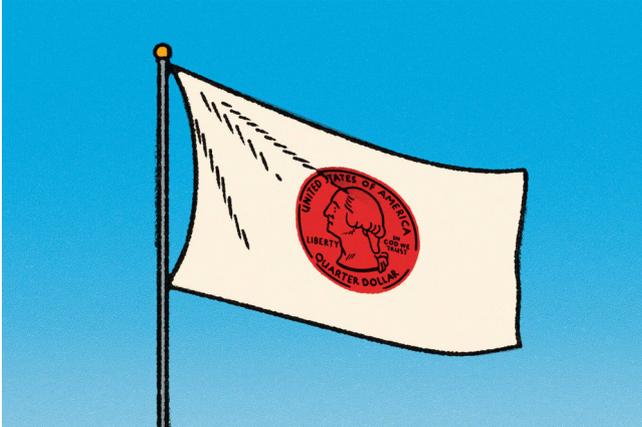


Illustration by Alberto Miranda

日本株が大幅な復活を見せている。2023年の日経平均株価の上昇率は28%とS&P500指数の24%を上回り、2022年の低迷や過去10年間の比較的低調な状態から大きな転換を遂げた。日本株には、この10年間の一連の構造改革によって日本は長年のデフレ問題を解決しつつあり、企業統治が改善し、株主重視の姿勢が強まっているという見方を含め、株価をけん引するさまざまなカタリストがある。そして、日本銀行が近く債券利回りに対するコントロールを緩和するという期待によって、日本の資産の魅力はさらに高まっている。

こうした諸々の理由から、米国のファンド投資家にとって、今が日本に対するエクスポージャーの積み増しを検討する良い時期と思われる。米国の投資家は日本企業の米国預託証券（ADR）を購入することも可能だが、個別株よりもミューチュアルファンドの方が利便性が高く、分散投資が容易である。

GMOのポートフォリオマネジャー兼日本バリューストック部門責任者、ドリュー・エドワーズ氏は「しばらく前から変化は起きていたが、2023年に大きく加速した」と話す。ブラックロック・グローバル・アロケーション・ファンド<MDLOX>のポートフォリオマネジャー、ラス・ケステリッチ氏は「依然として、極めて割安な市場だ。多くの銘柄がバリュエーションに関し、特に米国株と比較した場合に極めて得点が高くなる」と語る。マッシュューズ・ジャパン・ファンド<MJFOX>のマネジャー、竹内俊太郎氏は、MSCIジャパン指数の12カ月予想利益に基づく株価収益率（PER）は14.6倍と、過去10年間のレンジの中間にあると指摘し、もう一つの明るい材料として「日本株の配当や自社株買いはこの10年間で着実に改善してきたが、依然として他の先進国市場の後塵（こうじん）を拝している」ことを挙げる。

### 投資手段はパッシブ中心

米国のファンド投資家が日本に投資するには、さまざまな方法がある。一つの選択肢は、より広く投資を行う国際ファンドだ。例えば上場投資信託（ETF）のバンガードFTSE先進国市場ETF<VEA>（運用資産1230億ドル）は、9月30日現在、日本が22%と最大のウェイトを占める。しかし、アクティブ運用、パッシブ運用ともに、日本に焦点を当てたさまざまなファンドを探すことも可能だ。

モーニングスターが最近本誌に提供したリストには26本のオープンエンド型日本株ファンドがあり、うち11本がアクティブ運用、残りがインデックス運用だ。最大のファンドは運用資産140億ドルのiシェアーズMSCIジャパンETF<EWJ>で、モーニングスターの調査アナリスト、ザカリー・イーブンス

## Rising Sums

These 10 U.S. funds focus on the Japanese stock market and had a strong showing in 2023.

Fund / Ticker	1-Year Return	3-Year Return	5-Year Return	Expense Ratio	Assets	Index Fund
iShares MSCI Japan / EWJ	20	0	7	1	\$14.0 billion	Yes
JPMorgan BetaBuilders Japan / BBJP	21	0	7	0	9.7	Yes
WisdomTree Japan Hedged Equity / DXJ	42	21	17	0	2.9	Yes
Franklin FTSE Japan / FLJP	20	0	7	0	1.6	Yes
Matthews Japan / MJFOX	17	-6	7	1	\$639 million	No
Fidelity Japan / FJPNX	15	-3	8	1	623	No
Fidelity SAI Japan Stock Index / FSJPX	20	N/A	N/A	0	566	Yes
Fidelity Japan Smaller Companies / FJSCX	15	-1	5	1	464	No
Hennessy Japan / HJPIX	22	-6	5	1	332	No
T. Rowe Price Japan / PRJPX	2	-13	2	1	322	No

Note: Data as of Dec. 29; three- and five-year returns are annualized. N/A=not applicable  
Source: Morningstar Direct

氏によれば、日本の株式市場の約85%をカバーしており、「全銘柄ではないが、日本の株式市場をかなりの程度フルカバーしており、投資先にはトヨタ自動車<7203>、ソニーグループ<6758>、三菱UFJフィナンシャル・グループ<8306>、日立製作所<6501>などが含まれる」という。

iシェアーズMSCIジャパンETFをはじめとする幾つかの大型インデックスファンドが、最近のファンド流入資金の大半を占めており、iシェアーズMSCIジャパンETFだけでも、11月30日までの12カ月間で27億ドルの純増となっている。ブラックロックのiシェアーズ部門で上級投資ストラテジストを務めるクリスティー・アクーリアン氏は、ETFは「個人投資家に極めて多く使用され、機関投資家の取引も多い」と語る。しかし、モーニングスターがフォローするアクティブ運用型日本株ファンドの多くは、日本株が好調な時期でも資金が流出している。イーブンス氏は、投資家は「間違いなくパッシブ運用の、そして低コストのファンドを選好している」と言う。経費率は、日本の株式市場全体と連動するiシェアーズMSCIジャパンETFが0.50%であるのに対し、同カテゴリーのアクティブ運用型ポートフォリオの多くは1%前後だ。

## 為替ヘッジの有無

もう一つ、米国の投資家が考慮しなければならないのは、為替リスクをヘッジするファンドを選択することだ。昨年の日経平均株価の円ベースのリターンは31%と、ドルベースのリターン（22%）を大幅に上回っている。円は11月中旬に対ドルで数十年ぶりの安値を付けたが、米連邦準備制度理事会（FRB）が今年利下げを行う可能性が高い一方で、日銀が利上げに踏み切る可能性が高まっていることをトレーダーが織り込んだため、値を戻しつつある（元日の能登半島地震を受け、円相場は若干下げている）。イーブンス氏は、考慮すべき重要な点は、ファンドによるヘッジの有無と投資期間の長さの二つであり、「投資期間が長いほど、ファンドのパフォーマンスに対する為替の影響は小さくなる」と指摘する。

iシェアーズ米ドルヘッジMSCIジャパンETF<HEWJ>は、iシェアーズMSCIジャパンETFと極めて似ているが、名称が示す通りヘッジを行っている。運用資産は2億ドル程度と、ヘッジなしの姉妹ファンドと比べ、極めて小規模だが、過去5年間のパフォーマンスは年率のリターンが14.5%と、ヘッジなしバージョンの6.6%を大幅に上回っている。経費率は両ファンドとも0.50%だ。イーブンス氏は「パフォーマンスの良さには通常、資金の流入が伴うはずであり、ヘッジありバージョンの運用資産の少なさには理解できないものがある」と話す。逆に、ヘッジありバージョンは11月30日までの12カ月間で約270万ドルの純減となっている。

iシェアーズのアクーリアン氏は「大半の個人投資家は海外投資における為替リスクのことをそれほど考えているとは思えない。海外向けのエクスポージャーを全体として見渡した場合、ヘッジありよりもヘッジなしに向かう資金の方がはるかに多い」と話す。モーニングスターがフォローする26本の日本株ファンドの中で、実際にヘッジを行っているのは4本にすぎない。

運用資産6億4000万ドルでアクティブ運用型日本株ファンドでは最大のマシューズ・ジャパンはヘッジを行っていない。ファンドマネジャーの一人、竹内氏は「私の仕事は優れた投資結果をもたらす企業に投資することであり、為替の判断をすることではない」と語る。

マシューズ・ジャパン・ファンドの2023年のリターンは配当込みで18%だった。5年間のリターンは年率6.5%で、モーニングスターの日本株カテゴリーで上位50%に入る。竹内氏は、投資家は過去10年間の日本株のリターンに気付かないことがあり、2014年の年初から2023年11月30日までのMSCIジャパン指数のリターンが年率4.9%だったのに対し、MSCI欧州指数は4.2%、MSCI新興国指数は2.6%だったと指摘する。同期間のS&P500指数のリターンは年率11.6%だった。

日本に変化の兆しがあるのは確かであり、米国のファンド投資家には、少なくともその一部を味わってみるための選択肢が豊富にある。ウィリアム・ブレアのポートフォリオマネジャーで、長年日本で投資を行ってきたサイモン・フェネル氏は「日本に高い関心が寄せられているのは確かだ。投資家は、常に変化とそれが起こる可能性に注目しているからだ」と語る。

By Lawrence C. Strauss  
(Source: Dow Jones)

### 3. アマゾンとエヌビディアの今後に多大な成長余地 Amazon and Nvidia Stock Have a Lot More Growth Ahead バロン・キャピタルのリッパート氏に聞く

[インタビュー]

#### グロース銘柄投資

資産運用会社バロン・キャピタルの大半のポートフォリオマネジャーと同様に、マイケル・リッパート氏は競争優位性を持続できるグロース株に投資する。リッパート氏は、今後長年にわたって展開されることになる長期的なトレンドによって形成されている企業を探している。

それは、リッパート氏にとって勝利を生む投資戦略で、2006年に率いることになったバロン・オポチュニティー・ファンド<BIOPX>（運用資産は11億ドル）の過去15年間の年平均リターンは17.6%で、モーニングスターの大型グロース株ファンド・カテゴリーの中で93%のファンドを上回ってい



Photograph by Winnie Au

る。

バロン・オポチュニティーはあらゆる時価総額の銘柄に投資可能だが、保有上位5銘柄はマイクロソフト<MSFT>、半導体大手のエヌビディア<NVDA>、電気自動車（EV）メーカーのテスラ<TSLA>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>およびメタ<META>（旧フェイスブック）といった超大型株だ。しかし、ITサービス関連企業のガートナー<IT>、商業不動産業界向けにサービスを提供するコスター・グループ<CSGP>、バイオ医薬品会社のロケット

・ファーマシューティカルズ<RCKT>、ソフトウェア開発企業のガイドワイア・ソフトウェア<GWRE>、広告データ企業のトレード・デスク<TTD>などもリターンをけん引している。

本誌はリッパート氏に、投資哲学、持続的な成長のトレンド、アマゾンやエヌビディアなどの保有銘柄の見通しに関してインタビューした。

本誌：投資に対するアプローチを説明してほしい。

リッパート氏：われわれは長期志向の投資家で、循環的な成長ではなく、私が持続的な成長と呼ぶものに投資する。これらは経済、産業および地政学的なサイクルの上下動とは別の、より大きなトレンドまたはテーマだ。

私はそのようなトレンドを、一世一代の地殻変動的なシフトと呼んでいる。それらは否定しようがなく、非常に長期間にわたって展開されることになる。成功の原動力は、そのようなテーマの中での銘柄選択と、ポートフォリオ内でテーマにウエートを付けることだ。

Q：例えばどのようなテーマがあるのか。

A：クラウドコンピューティング、ソフトウェア・アズ・ア・サービス（SaaS）、人工知能（AI）、サイバーセキュリティ、自動運転、ゲノミクス、遺伝子医学、デジタル・メディア、コネクテッドTVなどがある。AIは多くの人々にとって目新しいもので、生成AIはチャットGPTがわずか1年前に表舞台に登場して初めて有名になった。しかし、われわれは長年にわたってAI関連銘柄に投資してきた。それはこれまではビッグデータと呼ばれており、過去1年間の最大の転換点は生成AIだった。

## アマゾン・ドット・コム

Q：企業には何を求めているのか。

A：バロン・オポチュニティーは確信が高い銘柄に投資するファンドで、保有銘柄は50社に満たない。世界最高の企業、そして投資に最適な企業は、成長が比較的長期にわたって他社を凌駕（りょうが）する企業だと考えている。

重要な特徴は、企業が永続的な競争優位性を備えているか否かだ。また企業は、適切な経営陣を擁していなければならない。そのような企業には、アマゾン・ドット・コム、アルファベット<GOOGL>のグーグル、マイクロソフト、アップル<AAPL>などがある。

アマゾン、オンラインの書店として始まり、オンラインであらゆる物を販売するまでにかなりの期間を要した。その後、品揃えや価格だけではなく、物流や配送でも他社との差別化を推進した。米国では半数の世帯が、アマゾン・プライムの会員となっている。現在、アマゾンの価値の半分超をクラウドのアマゾン・ウェブ・サービス（AWS）が占めている。アマゾンは今や、クラウドコンピューティングで世界をリードするプロバイダーで、ITの分野において影響力が最も高い企業の一社だ。

われわれは、複数のことができる企業を選好している。一の矢は、単一の製品またはサービスかもしれないが、それが優れている必要がある。しかし最高の企業には二の矢、三の矢がある。

Q：アマゾンの株価は、2023年に80%超上昇して約150ドルになっている。その株価上昇に乗れなかった投資家にとって、現在は良好な買い場か。

A：今後3～4年間の堅調なリターンが重要だ。われわれはアマゾン、米国会計基準（GAAP）による利益、フリーキャッシュフローから借り入れ元本の返済を控除した額、広告やAWSを含むサム・オブ・ザ・パーツ分析という、三つの手法で評価している。2024年末にかけて、1桁半ばのリターンを予想しているが、長期的なリターンは15%弱だ。

## ■ コスター・グループ

Q：あなたが保有しているが、一般的に有名ではない、二の矢・三の矢を持つ企業の具体例は。

A：コスター・グループに20年以上にわたって投資している。私がバロン・キャピタルに入社した際に、分析するように言われた企業の一つがコスターだった。コスターは、既にポートフォリオに含まれており、現在でも保有上位10銘柄に入っている。コスターへの投資の年率リターンは約20%だ。

コスターは二の矢・三の矢およびそれ以上の矢を持つ典型的企業だ。コスターは、商業用不動産における情報（ビッグデータ）を販売していた。その後、不動産の他の分野の情報提供に参入し、事業をマーケティングへ拡大した。現在は、apartments.comで不動産賃貸事業に関わっており、homes.comで住宅用不動産に参入している。アンディ・フローレンス最高経営責任者（CEO）は、次の機会に焦点を当てている。

Q：2023年に株価は大幅に変動した。理由は。

A：株価は時に乱高下するが、長期的には右肩上がりだ。フローレンス氏と経営陣が新規投資を発表するたびに株価は下落してきた。投資家は、短期的に利益を犠牲にする可能性に対して過剰に反応するが、実際にはその投資は長期的な利益を最大化しつつある。獲得可能な最大市場で評価すると、今後5年間、恐らくはそれ以上にわたって10%台半ばから後半以上の増収が続く。

将来の利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）マージンは、40%台半ばに達するだろう。事業の資本集約度が低いため、EBITDAの大半はフリーキャッシュフローとなる。バランスシートも健全だ。いずれかの時点で買収の必要がなくなれば、キャッシュフローの相当部分を株主還元で充当できることになる。そのような状況の好例はアップルで、一貫して自社株買いを実施している。

## アップルとネットフリックス売却の理由

Q：アップルは、時価総額が初めて3兆ドルを超えた企業だ。あなたはアップルを2018年に売却して、現在は保有していない。後悔しているか。

A：後悔するとすれば、アップルが創造してきたリターンだ。私はアップルがもはや技術革新のリーダーではない地点に到達し、成長をリードする企業ではなくなったものの、漸進的なイノベーションを続けながら成長率が低下すると考えた。一方で、バランスシートとフリーキャッシュフローを活用して莫大（ばくだい）な量の自社株買いを実施してきた機会は逃した。

アップルはもはや、特に技術革新的な企業ではない。しかし最も重要なプラットフォームを有しており、プラットフォームのすべてを支配して、ハードウェアとソフトウェアを販売している。エコシステムは成長しているが、成長は減速している。大半の人々はアップル製品を買い替えており、新型Mac（マック）や新型iPhone（アイフォーン）を買っている。しかしアップルはモバイルのエコシステムにおける重要な技術革新の大半を取りこぼしており、例えば、音楽はストリーミング・プロバイダーのスポティファイ・テクノロジー<SPOT>が支配している。

Q：動画配信大手のネットフリックス<NFLX>も連勝を続けてきたが、あなたは保有していない。理由は。

A：私はネットフリックスを長期間保有しており、動画ストリーミングと自社番組の制作に移行した後に堅調なリターンを上げた。私は2022年4月に売却した。動画ストリーミングは勝利を収めたが、皆がストリーミングに参入してきたために競争環境が変化したと考えた。

アップルとアマゾン法外な額をメディア事業に費やしているが、そこで利益を生み出す必要はなく、（客寄せの）ロスリーダーとしてメディアを運営できる。ネットフリックスは、動画ストリーミングで勝者になるだろうが、成長は従来よりも大幅に減速するだろう。

Q：それでも、株価は2023年に70%近く上昇した。

A：ネットフリックスは、米国の加入者向けのアカウント共有で素晴らしい仕事をした。しかし、アカウント共有は1回限りの変更と見られており、次の一手は何になるだろうか。

ネットフリックスのコンセンサス予想に基づくバリュエーションは、2024年予想の企業価値（EV）／フリーキャッシュフロー倍率が37倍、非GAAPベースの株価収益率（PER）が31倍と、割安ではない。持続的な成長と成長率が比較的高い企業に焦点を当てるバロン・オポチュニティー以外のファンドを運用していれば、ネットフリックスやアップルの保有を検討するだろう。バロン・テクノロジー・ファンド<BTEEX>ではアップルを保有している。

## エヌビディア、ガイドワイヤにも強気

Q：エヌビディアは保有2位の銘柄で、株価は2023年に240%上昇した。まだ強気か。

A：間違いなく強気だ。1年先の予想PERは20倍台半ばで、割高な銘柄ではない。事業は爆発的に拡大しており、誰もが新規事業の持続可能性に焦点を当てようとしている。AIはハイプ・サイクルを描くことはないと思われる。コンピューティングの方法とデータのさらなる活用のための生成AIの活用手段に、根本的な変化が起こっている。われわれは2018年からエヌビディアに投資している。

Q：他に好んでいる銘柄は。

A：ガイドワイヤ・ソフトウェアに、2012年の新規株式公開（IPO）の際に投資した。不動産業界と損害保険業界向けのソフトウェアのリーディング・プロバイダーだ。

ガイドワイヤは公開時点でスタンドアローンのソフトウェアを販売しており、多くの損害保険会社の旧来のソフトウェアを置き換えた。その後、ガイドワイヤはクラウドへ移行しなければならないと認識し、移行には予想以上の時間がかかったものの、現在はクラウドによるソフトウェア・ベンダーとなっている。クラウド・ベンダー数社がプライベートエクイティに買収されており、競争環境はガイドワイヤに有利になっている。今後3年から5年の株価の年率リターンは、10%台後半から20%台前半になると考えている。

By Lauren Foster  
(Source: Dow Jones)

#### 4. 落日のUSスチール、日本製鉄による買収で再び脚光

[フィーチャー]

The Nippon Steel Purchase Puts U.S. Steel Back in the Spotlight  
米政府が買収許可なら世界2位の鉄鋼メーカー誕生

##### 半世紀にわたる衰退



PHOTO: COURTESY OF NUCOR

USスチール<X>がその輝かしい名前にふさわしい存在でなくなってから久しい。

かつて世界最大の企業であり、真の巨大企業であったUSスチールは、半世紀以上にわたって衰退を食い止めることができなかった。1970年に世界トップの鉄鋼メーカーの座を追われ、1991年にはダウ工業株30種平均（NYダウ）の構成銘柄から外され、2014年にはS&P中型株400指数の構成銘柄に降格された。

USスチールは2022年までに、世界の粗鋼生産量で27位に転落し、世界的にはほとんど存在感がない。1449万トンの生産量は、現在世界1位の中国宝武鋼鉄集団の9分の1にすぎない。米国内においても、生産量では他の鉄鋼会社2社の後塵（こうじん）を拝している。しかし、12月18日に141億ドルで日本製鉄への売却に合意すると、反対の声が上がり、再び注目を集めることになった。

##### J.P.モルガン氏による3社合併で設立

USスチールの物語は、多くの米企業と同様、ジョン・P・モルガン氏に始まる。1901年、モルガン氏はカーネギー・スチールを含む全米の大手鉄鋼メーカー3社を合併させ、活況を呈する米国市場の3分の2を支配する巨大企業を設立した。社名をUSスチールとし、鉱山、鉄道、五大湖の海運を所有して、その支配力を強めた。



PHOTO: BETTMANN ARCHIVE/GETTY IMAGES

1911年、反トラスト法の適用が試みられ、ケンタッキー州選出の民主党議員オーガスタス・オウスレー・スタンレー氏率いる下院の調査が行われた。しかし、公聴会に召喚された証人は積極的ではなかった。ピッツバーグを鉄鋼の街にした、鉄鋼王の異名を持つアンドリュー・カーネギー氏は1912年1月11日の公聴会で「会社の詳細については『知らない』と明言した」とニューヨーク・タイムズ紙は報じている。

しかし、カーネギー氏はモルガン氏にだまされたことを十分に理解しており、「たった4億200

0万ドルで自分の会社をUSスチールに売り渡した私は、なんと愚かだったか」と悔やんだ（カーネギー氏は後日、交通費と1日2ドルの証人費用として28ドルの請求書を調査委員会に送ったが、却下された）。

### 労働者、投資家軽視の傍若無人な経営

USスチールは、1911年に規制当局によって解体されたスタンダード・オイルと同じ運命を免れたが、強硬手段で敵を作りながら、傍若無人な経営を続けた。

U.S.スチールは当初から労働組合を敵視していた。1919年、約35万人による全国鉄鋼ストライキに屈することなく、12時間労働制の廃止要求を退けた。鉄鋼業界はこの後15年間、組合のない状態が続いた。

投資家もまた不満を持っていた。USスチールが配当を拒否したことが特に問題だった。そのため、クラレンス・バロン氏は1926年に「USスチールはあらゆる利害関係者に対して配慮するが、株主だけにはそうしない」と本誌に書いている。

### ヤンキースとUSスチールのサポーターは同類

USスチールに対する大衆の受け止め方を最も端的に示す言葉は、20世紀半ばによく言われた「ヤンキースを応援するのはUSスチールを応援するようなものさ」だろう。ヤンキースもUSスチールも勝ち組だが、愛すべき存在ではない。

U.S.スチールの勢力と名声がピークに達したのは、1940年代から50年代にかけてのことで、第二次世界大戦では米国の戦争兵器の製造に貢献し、その後、戦争で荒廃したヨーロッパの再建を支援した。

## 日本勢の台頭

しかし、世界の鉄鋼生産量が急増していたにもかかわらず、USスチールの生産量は約3500万トンを一歩に頭打ちとなった。そして1970年、かつては考えられなかったことが起こった。1970年9月14日付の本誌は、「今や新日本製鉄（当時、現日本製鉄）が『一番』、すなわち粗鋼生産の世界的リーダーであることは明らかなようだ」と報じている。

日本製鉄は、現在USスチールの買収を提案している会社であり、当時の日本鉄鋼メーカー上位2社の合併によって誕生した。その歴史は、急速に工業化が進んだかつての大日本帝国が八幡に最初の近代的高炉を設置した1901年にさかのぼる。ウォール・ストリート・ジャーナル紙に「日本のピッツバーグ」と称された八幡は、やがて日本国内の鉄鋼の90%を生産するようになり、その多くは第二次世界大戦における日本の近代的な西洋式軍隊の装備のために使われた。日本の産業は戦後荒廃したが、近代化かつ効率的な技術によって再建を果たした。本誌によれば、1950年から1970年にかけて日本の製鉄能力は、米国およびカナダの年率2.2%と比べて、年率15%の成長を遂げた。

## 米国内の競争も激化

U.S.スチールの悩みは外国との競争にとどまらなかった。1969年、元自動車会社から原子力サービス会社に転身したある企業が、USスチールのような従来の高炉に代わる、小規模で安価な電気炉を購入し、ノースカロライナ州で金属スクラップから鉄鋼の生産を開始した。利益は急増し、数年のうちに社名をニューコア<NUE>に変更した。低コストの技術を武器に、ニューコアは現在米国最大の鉄鋼メーカーとなり、2022年の生産量は2060万トンで世界16位である。鉄鋼メーカーのクリーブランド・クリフス<CLF>はUSスチールを巡り日本製鉄に競り負けたが、1680万トンで国内2位である。

## USスチールの今後：応援はしやすくなったが…

日本製鉄は、USスチールの生産量1449万トンから2000万トンに引き上げることが可能としており、両社合わせて1億トンを目指している。となれば、この日本企業は欧州・インドの鉄鋼メーカー、アルセロール・ミタル<MT>（6889万トン）を抜いて世界2位となり、業界トップの中国宝武鉄鋼集団（1億3184万トン）にも肉薄する。

しかし、この買収は確実なものではない。バイデン政権は取引の精査を要求しており、かつての米国の傍若無人な企業に対する、政治家や評論家の突然の賛美の歌声に加わっている。USスチールを応援するのは、今ではずっと簡単なことのようにだ。

By Kenneth G. Pringle  
(Source: Dow Jones)

## 5. 株式市場は低調な年明け。次に来るのは Stock Market Starts Year With a Whimper. What Comes Next? 決算発表シーズンでの2024年の見通しが重要に

[米国株式市場]

### アップル先頭に反落



Michael Nagle/Bloomberg

2023年末が市場にとってパーティーだったとすれば、2024年の最初の数日は確かに二日酔いのようだった。この頭痛が、投資家がこれまでの決断を見直し、今後はもっとしっかり考えようと計画した結果だとすれば、まったく悪いことではないのかもしれない。

このような再評価は、今年最初の4日間の取引の大半を説明しているはずだ。いわゆるマグニフィセント・セブンがニュースの見出しとポートフォリオの話題の大半を占めた2023年が終わり、ハイテク株の多いナスダック総合指数は週

間で3.2%下落して1万4524.07で引けた。アナリストが投資判断を引き下げたアップル<AAPL>は5.9%の下落と、特に不調だった。

他の主要株価指数を見ると、アップルのウエートが小さい他の指数の落ち込みは、痛みは残るものの、より穏やかだった。S&P500指数は1.5%安の4697.24となり、ダウ工業株30種平均は0.6%安の3万7466ドル11セントで引けた。小型株のラッセル2000指数は3.7%の下落となり、1951.14で週末を迎えた。

### 雇用統計受けて金利上昇

昨年、債券利回りの低下が株式市場の上昇に貢献したとすれば、先週の利回りの上昇は助けにはならなかったはずだ。例えば、5日に発表された米雇用統計の非農業部門就業者数を受け、市場関係者が米連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策の先行きを見極めようとしたことで、米10年物国債の利回りは4%を超えた。

一見したところ12月の雇用統計は好調で、就業者数は前月比21万6000人の増加と、市場予想である17万3000人の増加を上回った。失業率も3.7%と安定していた。しかし、水面下では弱点が見えてくる。10月と11月の雇用者数は合わせて7万1000人下方修正された。これらのデータが異なるシグナルを出していたため、FRBが過熱し過ぎた景気を抑えるために金利をより長く据え置くのか、それとも労働市場の亀裂が広がる前に経済をソフトランディングさせるために金利を引き下げるのか、市場には判断がつかなかった。

この不透明感から、投資家は年初の数週間は大きな動きを控えるかもしれない。R.F.ラファティ・アンド・カンパニーのシニアテクニカルアナリストであるガイ・オートマン氏は、「チャート上もデータ上も、市場の調整が終わったことを示唆するものは何もない。さらなる下落の可能性があるため、引き続き警戒が必要だ」と書いている。

## Market Snapshot

■ Dow Jones Industrial Average    ■ SPDR S&P Bank ETF  
■ S&P 500 Index                      ■ NASDAQ Composite Index



### 2024年の業績見通しが重要

しかし、年初の低迷が通年の低迷を暗示するわけではない。先週の株式市場ではS&P500指数が年初の4営業日すべてで下落することは何とか避けられた。そうしたことは1928年以降で2回起きているが、その両年とも通年では上昇で終わった。

1月12日の金曜日からの決算発表シーズンは、大手銀行、航空会社、ヘルスケア企業から始まるが、そこで下落基調が続くかどうかが決まるかもしれない。特に市場が2024年の利益成長率を11.6%と予想している現状においては、昨年第4四半期の数字よりも2024年について各社の最高経営責任者（CEO）が何を語るかの方が重要になりそうだ。

幸運であれば、その頃には二日酔いも治っているだろう。

By Carleton English  
(Source: Dow Jones)

## 6. 世界最大のハイテクイベント「CES 2024」の注目点 CES Is Back. Expect Big News in AI, AI, and AI-and a Few Cars AIと自動車分野でビッグニュース発表の見込み

[ハイテク]

### 今年の出展社数は4000を超える



Ethan Miller/Getty Images

1月9日に開幕する世界最大のハイテクイベント「CES 2024」の出展社数は4000を超え、来場者数は13万人を上回る見通しだ。

CESはこれまで、デジタル時計やビデオカメラ、さらにはDVDプレーヤーなどが初めて披露される場となってきた。一方で3Dテレビやスマートフォン向け動画配信サービスQuibi（クイビィ）のようにCESで脚光を浴びながら失速した製品やサービスもあった。今年は急激に台頭する人工知能（AI）向けのソフトウェアとハードウェアが話題をさらうだろう。以下、CES 20

24の注目点を紹介する。

### 基調講演にインテルやクアルコムCEOら登壇

今年のCESの基調講演予定者には多くの著名人が名前を連ねている。1月9日にはインテル<INTC>の最高経営責任者（CEO）であるパット・ゲルシンガー氏、10日には半導体大手のクアルコム<QCOM>のCEOであるクリスティアーノ・アモン氏が登壇する。総合電機大手のシーメンス<SIE.ドイツ>のCEOであるローランド・ブッシュ氏は8日夜に登壇し、マイクロソフト<MSFT>の創業者であるビル・ゲイツ氏が12年連続で務めたオープニング基調講演を行う。

一方、基調講演予定者の中に自動車メーカー、インターネット企業、マグニフィセント・セブン（超大型7銘柄）からの顔触れは見当たらない。CESは巨大な展示会だが、アップル<AAPL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、メタ<META>（旧フェイスブック）、アルファベット<GOOGL>、マイクロソフト、半導体大手のエヌビディア<NVDA>、電気自動車（EV）メーカーのテスラ<TSLA>であれば基調講演で注目を集めなくても話題をさらうことは可能だ（エヌビディアは8日に独自のバーチャルイベントを開催し、「AI PC」や自動車などのトピックについて説明する予定）。

### PC関連では「エッジAI」を巡る動きに注目

今年は展示会場のいたるところでAI関連の技術が披露されることは間違いない。AIは、CESを主催する業界団体である全米民生技術協会が提示した四つのテーマのうちの一つである。ちなみに、その他の三つのテーマはモビリティ、持続可能性、そして「万人のための人間の安全保障」だ。

半導体メーカーではインテル、アドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>、アーム・ホールディングス<ARM>、クアルコムが出展し、AI向けのプロセッサを搭載したAI PCなどについて説明する予定だ。HP<HPQ>やデル<DELL>などのコンピューターメーカーも出展する。

半導体メーカーとPCメーカーは「エッジAI」の可能性を追求している。エッジAIは、AIソフトウェアのワークロードはノートPCや携帯電話で処理することが可能で、すべてのワークロードをクラウドで実行する必要はないという考え方に基づいている。ヒューマンインターフェース技術のシナプティクス<SYNA>、半導体メーカーのシリコン・ラボラトリーズ<SLAB>、先進運転支援システム（ADAS）開発のモービルアイ<MBLY>なども参加してAIについて語る。

## 自動車関連でも多彩な新技術が発表される

今年のCESには自動車、ボート、トラクター、自転車、トラックなどさまざまな車両メーカーが参加する。主催者によると、モビリティカテゴリーにはメルセデス<MBG.ドイツ>、ビンファスト<VFS>、BMW<BMW.ドイツ>、ホンダ<7267>、起亜<000270.韓国>、フォルクスワーゲン<VOW.ドイツ>など250社を超える企業が出展し、EVや自動運転車、個人が移動するために使用するパーソナルトランスポートを披露する。また、ソフトウェア・デファインド・ビークル（自動車と外部との間の双方向通信機能を使って自動車を制御するソフトウェアを更新し、販売後も機能を増やしたり性能を高めたりできる自動車）に関する最新情報も数多く発表される。

車載AIについてはインテル、アーム、エヌビディアなどから発表がある。自動車メーカーは、サブスクリプション契約の下でさまざまなプレミアムサービスを車内で利用できるようにし、自動車をアップグレード可能なプラットフォームにする取り組みを行っている。背景には、自動車のコックピット操作の主導権をアップルとグーグルから奪い返すという狙いがある。半導体メーカー3社が発表する内容はいずれもそうした取り組みの一翼を担うものだ。

By Eric J. Savitz  
(Source: Dow Jones)

## 7. 米財務省が株式と債券の大幅高に貢献。ただし繰り返しなし

[コラム]

The U.S. Treasury Helped Fuel a Massive Stock and Bond Rally  
市場上昇の貢献要因が反転へ

### 財務省の資金調達が生市場の変動要因

ほとんど目立たないが、2023年末の株式と債券の上昇に貢献した重要な要因の反転が始まっている。

投資家がパウエル議長をはじめとする米連邦準備制度理事会（FRB）高官の発言の詳細を追い掛ける一方、巨額の財政赤字を賄うために財務省が行う資金調達の影響は国民の目に触れることはほとんどない。しかし、これは昨年夏の終わりから秋にかけて債券利回りが急上昇し、その結果株式が下落した大きな要因であり、11月から12月にかけて債券と株式市場が反発したあまり評価されていない要因だ。

ダニエル・クリフトン氏率いる米投資調査会社ストラテガスのワシントン政策チームが新年にかけて書いたレポートによると、市場の大きな反転の理由が一つの要因に絞れることはまれだ。しかし、財務省が過去3年間で初めて長期債発行額を増やす決定を昨年8月に行ったことは、金融状況の急激な引き締めにつながり、債券利回りとおドルの上昇、そして株式下落をもたらした。



Jemal Countess/Getty Images for the Peter G. Peterson Foundation

財務省が11月1日に長期債発行額を削減するとその流れは反転したが、それはFRBの短期金利引き上げは終わったろうとパウエル議長が認めたからだ。

注目すべきことは、政府債務残高は34兆ドルに達し、9月半ば以降で1兆ドルも増加した。この金額は米経済規模の120%に達し、完全雇用かつ戦時下ではない時期に起きたのだが、そのような時期は財政均衡や財政黒字を伴うものであり、それが最後に起きたのは2000年初頭のドットコムバブルの後だった。

しかし、巨額の財政赤字は夏の盛りには債券と株式市場を恐怖に陥れたが、市場の関心は急激に薄れてしまった。財務省が資金調達を短期債にシフトすると決めたことがほぼ間違いなくその理由だろう。思い返せばイエレン財務長官は前FRB議長であり、市場感覚があるのかもしれない。

政府が巨額の資金調達を適切に行える実際の金融市場の仕組みよりも興味深いのは、長期債から短期債への資金調達のシフトが株式や債券市場の下落を止めただけでなく年末の大幅高につながったことや、この反転が2024年の大統領選の1年ほど前に起きていて、金融環境の緩和が経済に有益な影響を与え得る時期であることだ。これが関連していると考えるのは皮肉屋だけかもしれないが。

## 財務省の資金調達シフトには限りがある

しかし、MUFGセキュリティーズ・アメリカで米国マクロ戦略を統括するジョージ・ゴンカルブス氏は、このようなテクニックを使うには限りがあると語る。このシフトで財務省は時間を稼ぐことができたが、何兆ドルもの国債発行のためにはFRBが金利を引き下げて「ポジティブキャリー」を提供する必要がある。言い換えると国債購入に必要な借入コストより国債利回りが高くなることだ。

ビスポーク・インベストメント・グループの先週の顧客向けレポートによると、最近の資金調達コストの上昇は、マネーマーケットファンドがFRBのリバースレポ（RRP）に置いていた過剰流動性のかなりの金額を短期国債入札に向けているからだという。過剰流動性の減少はディーラーの資金調達コストも押し上げ、そのため保有国債利回りはディーラーの資金調達コストを1.45%ポイント下回っている。

以前こんな話は債券オタクの内輪話だったが、巨額の財政赤字でより重要になった。ウェルズ・ファーゴのエコノミストの先月のレポートによると、国債市場規模は米銀行システムの規模の114%に達している。2006年にはこの比率は44%にすぎなかった。国債市場規模の拡大は金融システムがこの借入れを全て吸収する能力を圧迫している。

FRBの保有有価証券削減は流動性を引き締めている。先週公表されたFRBの12月連邦公開市場委員会（FOMC）議事要旨によると、保有有価証券の満期償還時のランオフ（償還時の償還金を有価証券に再投資せずに保有有価証券残高を削減する）のペースをスローダウンして、市場に事前にガイダンス

を提供する事を議論すべきだと考える当局者が何人かいたことを示した。ゴンカルブス氏はまた、昨年シリコンバレー銀行をはじめとする銀行が破綻した際に困窮する銀行に流動性を供給するために設定された銀行タムファンディングプログラム（BTFF）が3月に終了する予定だと指摘した。貸付残高は1月3日現在1410億ドルで、このプログラムで過去最高の残高だ。

結論として、第4四半期の債券と株式の上昇は財務省の借入内訳の短期債へのシフトに助けられた。この短期債はマネーマーケットファンドが飲み込んだが、それは大手銀行の預金金利がほとんどゼロだったのに対して、マネーマーケットファンドの利回りが5%超と2007年以来的の水準となる中で、投資家が6兆ドル近い記録的な資金をつぎ込んだからだ。

この過剰流動性は吸収される兆候を示しており、前述のディーラーの資金調達コスト上昇がそれを示唆する。ドイツ銀行のストラテジストは先週の顧客向けレポートで、FRBが「大幅な」失業増加に対応して利下げを始めるとともに、6月に量的引き締め（QT）の段階的終了に着手すると予想した。そうなった場合、FRBの金融緩和を待ち望む向きは何を願っているのか気を付けた方がいい。

By Randall W. Forsyth  
(Source: Dow Jones)

## 8. ディズニー対アクティビスト、それでもディズニーの未来は明るい As Disney Beats Back Activist Investors, Its Future Looks Brighter コンテンツ優位性から上値期待

[米国株式市場]

### アクティビストとの戦い



Alamy

ウォルト・ディズニー<DIS>は複数のアクティビスト（物言う株主）投資家と泥仕合を演じている。誰が勝者になろうと株主にとって損はないだろう。

現状、ディズニーに照準を合わせているアクティビスト投資家は4者を下らない。ディズニー株が2021年3月に史上最高値を付けて以降、株価は半値以下になっているが、驚くには当たらない。とは言え、必ずしも紛糾一辺倒というわけでもない。新年早々の1月3日、ディズニーは同社の取締役候補選任支持を表明しているアク

ティビストのバリューアクト・キャピタルと情報共有契約を締結した。ライバルのブラックウェルズ・キャピタルはディズニーの経営陣に同情的ではあるものの、独自の取締役候補3名を推薦した。

トライアン・ファンド・マネジメントが最も好戦的で、取締役会の2議席を要求し、ディズニーの「継続的な不振」を激しく非難し、アンコラ・ホールディングスと共同歩調を取っている。

アメリカン・コミック『マーベル・コミック』のスーパーヒーローの映画化作品を扱う「マーベル・シネマティック・ユニバース」を展開するエンターテインメント大手企業のディズニーにとっても大

したドラマだ。向こう数カ月にわたり中傷合戦に拍車がかかる見込みである。特に複数の登場人物が絡む委任状争奪戦は多額の費用を要し、経営陣にとっても注意が削がれる。しかし、これこそまさにディズニーが必要としていたものである。

ディズニーは既にアクティビストの圧力に応じている。昨年初め、トライアンからの最初の攻撃を受ける中、ディズニーは55億ドルのコスト削減を発表した。トライアンのネルソン・ペルツ氏を寄せ付けないのに十分な規模であったが、その後も不振から脱却できず、ディズニーは昨年11月に20億ドルの追加のコスト削減と配当復活の発表を余儀なくされた。トライアンは依然として満足していないが、この発表後株価は6.9%上昇した。

トライアンが要求したように、取締役の入れ替えや後継者育成計画の改善、あるいは業績連動型役員報酬など当面、変化はやみそうもない。ミッキーマウスの著作権が失効し公的財産となってしまったが、ディズニーがどの道筋をたどろうと、良いニュースであることに違いはない。

## ■ コンテンツがカギを握るディズニー株の動向

グッゲンハイム・パートナーズのアナリスト、マイケル・モリス氏は「経営陣は、注意が削がれることと追加的な圧力がかけられることのバランスを取る必要がある。建設的なアクティビストのパートナーと手を組むのは良いことだ」と語る。モリス氏はディズニー株の目標株価を1月4日終値から27%高い115ドルとしている。

モリス氏はディズニーの株価上昇は保有するコンテンツの有効活用次第だと見る。他のメディア企業同様、ディズニーはストーリーミング事業の成功を追求し、採算度外視で事業拡大を目指す中で、初期段階で顧客に「過剰なサービス」をしてきた。しかしながら、最近の脚本家のストライキによりすべてのプロバイダーに公平な競争環境が用意され、制作費が高騰する中、予算の使い方に規律を迫ることとなった。ディズニーの抱える映画は、親が喜んでお金を出す種類の映画であり、競合他社がうらやむ映画の宝庫を抱える点に優位性がある。

モリス氏は「ディズニーには他社にはまねのできない知的財産とフランチャイズがある」と語る。個人的な経験からして、確かにその通りだろう。ある雨の日に郷愁を感じながら、17.99ドルを支払い、ディズニークラシックの『ベッドかざりとほうき』をアマゾン・プライムで視聴した。もう少し抜け目がなかったら、ディズニー+（プラス）で1カ月13.99ドルを支払い、『星の国から来た仲間』や1970年代、80年代の古典的名作も視聴したことだろう。

ディズニー株のバリュエーションも妥当に思える。予想株価収益率（PER）は19.8倍で、S&P500指数とほぼ同等のバリュエーションであり、5年平均のPER29.4倍を大幅に下回る（この水準へ回帰すると考えるのは希望的観測だが）。それでも、ファクトセット調査によるアナリスト予想の平均によれば、ディズニー株には12.5%の上昇余地があり、目標株価は103.08ドルであるが、恐らく保守的な見立てであろう。

委任状争奪戦が始まるが、ディズニーの未来の戦いを制するのが誰になるかは予断を許さない。マジック・キングダムへの帰還はまだ始まったばかりだ。

By Carleton English  
(Source: Dow Jones)

## 9. AIによる生産性向上をどう見るか AI's Productivity Boost Is 'a Little Overhyped' やや誇張され過ぎていると考える理由

[経済政策]

### AIの可能性は限りなく大きい、時間を要する

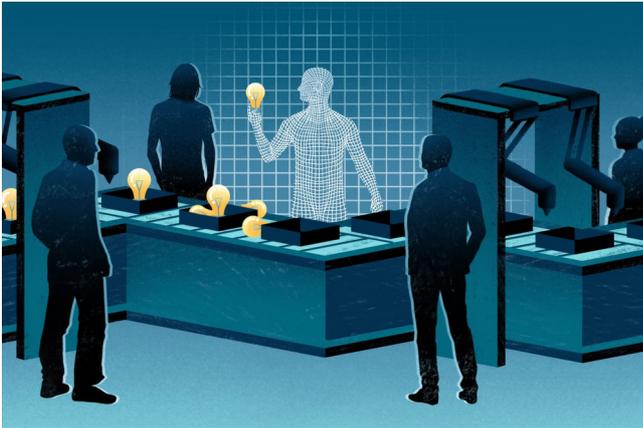


Illustration by Allison Vu

人工知能（AI）は株式市場を押し上げ、このテクノロジーがもたらすかもしれない新たな飛躍について多くの話題を呼ぶなどうまく立ち上がった。半導体大手のエヌビディア<NVDA>、マイクロソフト<MSFT>、データ分析企業パランティア・テクノロジーズ<PLTR>などの銘柄のバリュエーションはAIで大幅に引き上げられている。

しかし、AIが大きな効果を発揮するには、間違いなく長い時間がかかる分野がある。それは経済だ。このテクノロジーは少なくともあと数年、

経済全体の生産性を向上させるほど広く使われることはないだろう。

コンサルティング会社マッキンゼーでロンドンのリサーチ&エコノミクス部門ディレクターを務めるテラ・アラス氏は、「可能性は限りなく大きい。現在われわれが行っている仕事の60~70%は、現行のテクノロジーで既に自動化できるだろう。しかし、経済全体のレベルでは、少し誇張され過ぎている。本当に未知数なのはAIの普及だ」と言う。

マッキンゼーなどは、AIが生産性と経済成長を長期的にどの程度押し上げるかについて試算を発表している。マッキンゼーは、AIは毎年0.1~0.6%ポイントずつ生産性を向上させ、経済成長率も同程度向上させることができると考えている。ゴールドマン・サックスでは、AIが最大限に活用された場合、経済成長に対するその効果は1.5%ポイントに達する可能性があるとしている。しかし現実的には、今後10年間の平均で0.4%ポイントというところだろう。そして、そのような状況になるにはしばらく時間がかかり、経済成長に対する効果はかなり低い水準で始まり、やがてその平均値に達するだろう。

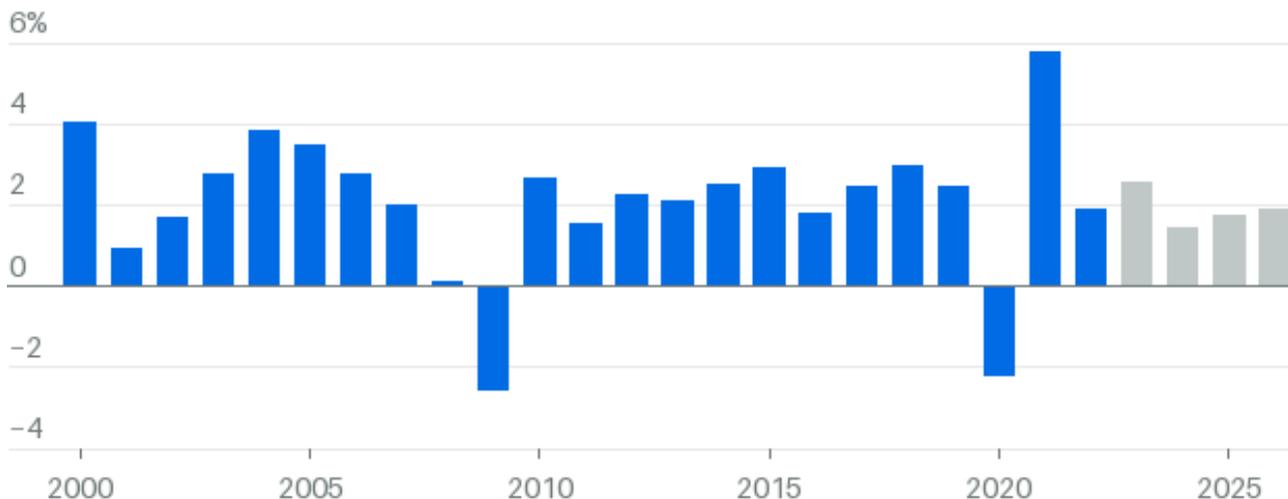
不運なことに、経済成長の見通しは現在、特に厳しい。米連邦準備制度理事会（FRB）は昨年12月の経済見通し（SEP）で、経済成長率は2023年の2.6%から2024年は1.4%へと冷え込むと指摘した。その後も緩やかな回復にとどまり、2025年と2026年には2%を下回ると見ている。米国の経済成長率の長期平均は3%前後だ。

ゴールドマン・サックスのジョセフ・ブリッグス氏は、「今後2年間は、生成AIによる国内総生産（GDP）成長率の押し上げはそれほど期待できない。少なくともマクロ経済の観点では、それは2020年代後半から2030年代にかけての話だ」と言う。

## 生産性向上が経済成長の原動力

**Slow GDP Growth**

U.S. GDP growth is expected to stay below 2% in 2024, 2025, and 2026, suggesting that any economic boost from AI may be limited in the medium term. Data from 2023 onward are projections.



Source: Commerce Department via St. Louis Fed, U.S. Federal Open Market Committee via St. Louis Fed

AIへの経済的期待は、GDP成長の原動力となる生産性を高めることだ。ノーベル経済学賞受賞者のポール・クルーグマン氏がよく言うように、生産性はすべてではないが、長期的にはほぼすべてだ。経済規模を考える一つの方法は、労働者1人当たりの生産量に労働者数を掛けたものだ。労働者数はゆくりと変化する傾向がある。憂慮すべきことは、高齢化が進む米国やその他の先進国で、生産年齢人口の割合がほとんど伸びていないか、あるいは下がっていることだ。

マッキンゼーのアナリストによれば、過去30年間、生産性は経済成長の主たる原動力であった。しかし、2012年以降、生産性の伸びは大幅に鈍化している。

過去の生産性ブームは経済成長の大きな原動力であった。例えば、蒸気機関の導入や電気の使用などだ。最近では、インターネットの出現が大きかった。アラン・グリーンSPANFRB元議長の最大の功績は恐らく、1990年代に生産性が上昇していることを認識し、インフレを引き起こすことなく経済成長を加速させることができたため、異例の低金利を維持することができたことであろう。

マッキンゼーとゴールドマン・サックスによれば、AIがもたらす利益は、これまでの大きな進歩と同じような規模になるだろうという。しかし、その恩恵は各業界に不均等に広がるだろう。まず恩恵を受けるのはテクノロジー企業だ。エヌビディアはAIに必要な高速半導体の製造によって、マイクロソフトはオープンAIのチャットGPTの開発と導入の支援によって、それぞれ利益を得ている。次に恩恵を受けるのは、コンピューター・プログラミングから法律サービスまで、反復作業を伴うホワイトカラーの事務職だろう。

## AI普及は業種によりばらつき

最終的には、小売業やレストランなどのサービス業でAIが重要な役割を果たすことになるだろう。ファストフード大手のマクドナルド<MCD>は昨年12月、2024年に生成AIのオペレーションへの適用を開始すると発表し、より多くの店舗におけるオーダーを自動化し、フードデリバリーを最適化できるようになるとした。

しかし、例えば建設業や造園業など、多くの手作業を必要とする業界がAIから恩恵を受けるには、もっと時間がかかるだろう。これらの分野が技術の進歩から取り残されるというわけではない。専門家は、経済のあらゆる部分が影響を受けるだろうと見ている。しかし、AIを効果的に導入するためのタイムラインは長くなる。

大手会計・コンサルティング会社プライスウォーターハウスクーパース (PwC) のグローバルAI・アンド・イノベーション・テクノロジー部門責任者であるスコット・ライケンズ氏は、「今、われわれが目にしてるのは最初の波にすぎない。生成AIが大量に受け入れられ、大量に導入されることで、この曲線はより鮮明になっていくだろう」と言う。

AIがすぐにGDPを大きく押し上げることにはならない根本的な理由は、その導入が遅々として進まず、そしてばらつきがあるからだ。その上、AIがどの程度役立つかを正確に予測することは難しく、マッキンゼーやゴールドマン・サックスが予測する幅は大きい。具体的な成長効果を得るには、生成AIのようなブレークスルーがさらに必要になるかもしれない。

キャピタル・エコノミクスのチーフ・エコノミストを務めるニール・シェアリング氏は、「生産性はよく理解されていないし、測定も難しい。こうしたものの予測に対しては、健全に懐疑的に見たい。2024年の米国の成長率にアップサイドのサプライズがあるとすれば、それは米国の消費者が予想以上に強いからということだろう」と言う。

By Brian Swint  
(Source: Dow Jones)

## 10. 先週の出来事と今週の予定

[経済関連スケジュール]

The Runup to a Bitcoin ETF: Fees, Updates, and Predictions  
ビットコイン現物ETFの承認間近か

### ビットコイン現物ETF、承認申請から分かること

暗号資産（仮想通貨）ビットコイン<BTCUSD>の現物に投資する初の上場投資信託（ETF）を1月8日からの週にも米証券取引委員会（SEC）が承認すると予想される中、運用報酬など経費率の競争が始まった。資産運用会社のフィデリティや同業のインベスコが提出した申請書類によれば、待望のビットコイン現物ETFではあるが、当該商品を提供する側にとっては、直ちに大儲けできる材料になりそうにないことを示している。

フィデリティは自社のワイズ・オリジン・ビットコインETFの経費率が年0.39%という低率であることを明らかにした。インベスコと米大手仮想通貨投資企業ギャラクシー・デジタルはインベスコ・ギ



Illustration by Elias Stein

チャクシー・ビットコインETFの経費率を年0.59%に設定する予定だが、当初の運用資産50億ドルに対しては報酬を6カ月間免除すると発表した。

規模が最大のビットコイン投資ファンドは、運用資産260億ドルのグレースケール・ビットコイン・トラスト<GBTC>だ。クローズドエンド型ファンドのように取引され、年間手数料は運用資産時価の2%、すなわち5億2000万ドルに設定されている。グレースケールは、ETFへの転換が承認されれば手数料を引き下げると表明

している。他の12社近くの競争相手は沈黙を守っている。

ビットコイン現物ETFは、ビットコインの現物を保有することになる。SECは何年もの間、ビットコイン現物ETFの申請を却下してきたが、2023年に米連邦控訴裁判所は、SECによる申請却下は恣意（しい）的で気まぐれだと判断した。SECは裁判所の判断に抵抗する可能性があるものの、SECの担当部署は複数のETF申請企業に申請書類の更新やその他の情報を求めており、承認が間近に迫っている可能性を示唆している。

ビットコイン現物ETFはビットコインへのアクセスを容易にし、価格を押し上げるはずだ。そうした期待により、ビットコインの価格は1月5日までの週に4万5000ドルの天井を突破して上昇した。バーンスタイン・リサーチは、ビットコインの時価総額は2025年の半ばまでに3倍以上の3兆ドルに達する可能性があるという顧客向けノートで述べている。

## 先週の出来事

### 株式市場

新年を迎え、ビットコイン現物ETF登場の期待からビットコインの価格は4万6000ドル近くまで上昇した後、下落した。株価は2023年の上昇ラリーから横ばいとなり、半導体大手のエヌビディア<NVDA>やマイクロソフト<MSFT>などが売られた。米連邦準備制度理事会（FRB）が米連邦公開市場委員会（FOMC）の議事要旨を公開し、政策金利の早期引き下げについて可能性が低いことを示唆した。米労働省労働統計局（BLS）が発表した2023年12月の雇用統計は、非農業部門就業者数が前月比21万6000人増となり予想を上回った。週間ベースでは、取引日数が少ない週となり、ダウ工業株30種平均は0.6%下落、S&P500指数は1.5%下落、ナスダック総合指数も3.2%下落した。

### 企業動向

船舶を攻撃していたイエメンの親イラン武装組織フーシ派のボート3隻を米軍ヘリコプターが撃沈した後、イランが紅海に軍艦を派遣。デンマークの海運大手APモラー・マースク<MAERSK.B>は再び紅海を迂回（うかい）する措置を取った。オランダの半導体製造装置大手ASMLホールディング<ASML>の中国向け輸出について、オランダ政府は輸出許可を取り消した。電気自動車（EV）大手の中国BYD（比亞迪）<BYDDY>は、2023年第4四半期のEV販売台数でテスラ<TSLA>を抑えて世界最大のEVメーカーとなった。米娯楽・メディア大手ウォルト・ディズニー<DIS>の取締役選任を巡り、アクティビスト（物言う株主）として知られる米バリューアクト・キャピタルと米ブラックウ

## A Wild Ride

Since 2022, Bitcoin has seen highs and lows. How high will an ETF send it?

\$50 thousand



エルズ・キャピタルがウォルト・ディズニー側を支持し、別のアクティビストとして知られるネルソン・ペルツ氏率いる米投資会社トライアン・ファンド・マネジメントが推す取締役候補に反対した。

### M&A (合併・買収) 等

- ・スペインの電力大手イベルドロラ<IBE.スペイン>が同業の米PNMリソースズ<PNM>に対する83億ドルでの買収を断念した。ニューメキシコ州の裁判所の承認を得られなかったため。イベルドロラは再生可能エネルギー分野で米国内大手となることを目指していた。
- ・中国のインターネット検索大手バイドゥ (百度) <BIDU>は、中国ライブ配信大手のジョイ (欢聚集团) <YY>のライブストリーミング事業を36億ドルで買収する計画を中止した。この買収は4年前に発表されていた。
- ・ウォール・ストリート・ジャーナル紙は、米プライベートエクイティ企業のアドVENT・インターナショナルが米資産管理会社フィッシャー・インベストメンツと買収交渉を行っていることを報じた。フィッシャー側はこれを否定。
- ・ブルームバーグの報道によれば、カナダの金採掘会社バリック・ゴールド<ABX>がカナダ資源開発大手ファースト・クオンタム・ミネラルズ<FQVLF>の投資家と買収について協議。パナマ政府がクオンタム最大の銅採掘鉱山を閉鎖したことに関連するもの。

### 今週の予定

1月11日 (木)

米労働省労働統計局 (BLS) が12月の消費者物価指数 (CPI) を発表する。エコノミストのコンセンサス予想では前年同月比3.2%上昇となり、11月に比べて0.1%ポイント上昇。また変動の大きい食品とエネルギー価格を除いたコアCPIは、11月の前年同月比4.0%上昇に対し、3.8%の上昇と予想される。CPIの前年同月上昇率は2021年3月以来の低水準に近いことから、市場参加者は米連邦公開市場委員

## A Crypto Scrum

A dozen or so companies have applied to the SEC to offer spot Bitcoin ETFs. Competition may be fierce.

Company	Bitcoin ETF ticker
Fidelity Investments	FBTC
Invesco/Galaxy Digital Holdings	BITO
Grayscale Bitcoin Trust	GBTC
BlackRock	IBIT
WisdomTree	BTCW
VanEck	XBTF
Valkyrie Investments	BTF
Bitwise Asset Management	BITB
ARK Invest	ARKB
Hashdex	DEFI
21Shares	TBD
Global X	BITS

Source: Nasdaq

会（FOMC）が早ければ3月にもフェデラルファンド（FF）金利の引き下げを開始すると見ている。

1月12日（金）

第4四半期決算シーズンが本格的に始まり、資産規模において米国最大級の大手4行が決算を発表。バンク・オブ・アメリカ<BAC>、シティグループ<C>、JPモルガン・チェース<JPM>、ウェルズ・ファーゴ<WFC>の4行が、いずれも寄り付き前に発表する。2023年の株価は、JPモルガンが4行中で最も良いパフォーマンスの30.6%上昇となり、4行の中で唯一S&P500指数の上昇率24.2%を上回った。一方、バンク・オブ・アメリカの株価は、大規模な債券ポートフォリオの含み損を懸念し低迷した。

BLSが12月の卸売物価指数（PPI）を発表する。エコノミスト予想では、PPIが前年同月比1.3%上昇、コアPPIが同1.9%上昇。11月の上昇率はそれぞれ0.9%、2.0%だった。

By Joe Light  
(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』 2024/01/07

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](mailto: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 © 2024 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます