

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2024/03/31

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. トランプ氏のSNS企業が上場。投資家と有権者への影響は - Trump's Truth Social Brings Him Billions. What It Means for Investors and Voters [カバーストーリー]
前代未聞の上場が新たな資金調達ルートに P.1
2. トランプ氏のソーシャルメディア企業がトランプ人気の波に乗る - Trump's Media Stock Is Riding a MAGA Wave. How It Could Crash. [フィーチャー]
トランプ人気への賭けのように見え、暴落の可能性もある P.6
3. AIデータセンターで原子力発電事業4銘柄に注目 - AI Is Giving Nuclear Power a Big Lift. 4 Stocks Riding the Trend. [フィーチャー]
政治的支援と最新テクノロジーで収益力環境が激変 P.9
4. バリュー投資の成功の秘訣とプライベート・クレジットの批判 - Quant Investor on Value Investing, Private Credit, and Market Risks [インタビュー]
AQRキャピタル・マネジメントのアスネス氏に聞く P.13
5. ハイテク投資家メアリー・ミーカー氏に聞くAI時代の投資法 - Mary Meeker Turns Her Attention to AI. How She's Investing Today. [ハイテク]
選別基準は「利用者の効率化」に寄与するかどうか P.16
6. 米国の利下げは「1回きり」の可能性も - Don't Bet on Multiple Rate Cuts. The Case for 'One and Done.' [経済政策]
複数回の利下げを妨げる幾つかの要因 P.18
7. ディズニーを巡る委任状争奪戦と見どころ - Peltz vs. Iger at Disney: What to Watch as the Battle Comes to a Close [投資戦略]
決戦の株主総会を控え、注目すべきポイントは何か P.21
8. テスラと相反するトヨタの戦略が奏効 - Toyota Has Become an Anti-Tesla. It's Paying Off [投資戦略]
EVかHVか、株価が示す明暗 P.22
9. 第1四半期の株式市場は好調なスタート - Markets Had a Great Start. What's Next. [米国株式市場]
歴史を振り返ると、年内も上昇が続く可能性が大きい P.24
10. 先週の出来事と今週の予定 - GE Investors Get Some Early Clues to What Vernova Shares Are Worth [経済関連スケジュール]
GE分割で電力会社GEベルノバが誕生、株価の見通しは P.26

※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 © 2024 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. トランプ氏のSNS企業が上場。投資家と有権者への影響は

Trump's Truth Social Brings Him Billions. What It Means for Investors and Voters
前代未聞の上場が新たな資金調達ルートに

[カバーストーリー]

トランプ氏の資産は数日で数十億ドル増加



ILLUSTRATION BY MICHAEL FREIMUTH

先週、トランプ前大統領のソーシャルメディア「トゥルース・ソーシャル」を運営するトランプ・メディア・アンド・テクノロジー・グループ<DJT>が特別買収目的会社（SPAC）との合併を完了し、ナスダック市場に上場した。投資家は新会社を温かく迎え入れたが、この上場はウォール街の狭い領域をはるかに越える影響を及ぼすだろう。

26日に上場したトランプ・メディアの株価は既に24%上昇し、時価総額は84億ドルとなっている。売上高がわずかで、赤字を計上してきたに

もかわらずである。トランプ・メディアは、トランプ氏をはじめとする株主に富をもたらすだけでなく、11月の米大統領選にも影響を与える可能性がある。

トランプ氏は自身の訴訟のために現金を捻出する必要に迫られていたが、急激な株価上昇によってわずか数日間で資産が数十億ドル増加した。上場直後のインサイダー取引制限の都合上、すぐに株式を売却して利益を得ることは困難だが、売却制限は11月の大統領選前に緩和される。

一方で、トランプ氏が上場企業の持ち分を大量に保有していることで、個人、企業、さらには政府までもが大統領選候補者に直接影響を及ぼすことができる新たなルートが生まれた。候補者やその資金調達組織への政治献金を規制するルールは多いが、候補者が支配する企業の株式を購入することに対する規制ははるかに少ない。大統領選候補者が選挙数カ月前に今回のような方法でこれほど短期間に大きな利益を得た事例は、過去に存在しない。

株主はリスクを容認

トランプ・メディアは2021年にSPACのデジタル・ワールド・アクイジション・コーポレーション（DWAC）との合併計画を発表した。2022年にはトゥルース・ソーシャルの運営を開始した。合併は2024年3月25日に完了し、トランプ氏が7880万株（58.2%）の持ち分を保有する支配株主となっている。

合併目論見書のリスク項目が84ページに及ぶことから分かるように、トランプ・メディアは優良株とは言えない。目論見書によると、トランプ・メディアは「財務報告の内部統制における重要な脆弱（ぜいじゃく）性」により、2021年と2022年の財務諸表を再提出しなければならなかった。この脆弱性は「現在も存在する」と記載されている。

2023年6月にはDWACの元取締役がインサイダー取引の疑いで逮捕され、起訴された。元取締役らは無罪を主張している。同年7月、DWACは詐欺の疑いに対する捜査に関して、証券取引委員会（SEC）に

Making the Grade

The new stock has vaulted Donald Trump onto the Bloomberg Billionaire's List. He's in good company.

Rank	Name	Title	Net Worth (billion)
307	George Lucas	Founder, Lucasfilm	\$8.4
330	Charles Liang	CEO, Super Micro Computer	7.9
350	Donald Trump	Former U.S. President	7.5 (up \$4.4 B year to date)
363	Mark Cuban	Owner, Dallas Mavericks and CEO of Axs TV	7.3
372	Giorgio Armani	Founder, Giorgio Armani	7.2

Note: Data as of March 28.

Source: Bloomberg

1800万ドルの和解金を支払うことで同意している。DWACは和解について「DWACを巡る不確実性を解消するものだ」と説明している。

トランプ・メディアの投資家はリスクを承知で投資を続けている。カリフォルニア州選出の元共和党下院議員で現在はトランプ・メディアの最高経営責任者（CEO）を務めるデビン・ニューネス氏は、3月26日のラジオ番組のインタビューで、昨年10月にDWACの株価が12～13ドルに下落した時も株主は気にしなかったと語った。なお、トランプ・メディアはニューネス氏に対する本誌の取材依頼や詳細な質問に返答しなかった。トランプ氏も取材依頼やメールでの質問に回答しなかった。

法律事務所モーゼス・シンガーのパートナーで、元SEC上級検察官のハワード・フィッシャー氏は、トランプ・メディアが非常に多くのリスク要因を開示することで、証券法に違反する危険性を低下させていると指摘する。フィッシャー氏は「仮に株価が下落しても、財務見通しについてミスリードされた投資家はいないと主張できるだろう。それに、投資家が経済的利益ではなくトランプ氏支持を目的としていたならば、トランプ・メディアの責任は問えない」と語る。

上場直後の株価上昇は、投資家の動機が両方にある可能性を示唆している。つまり、トランプ氏を支持しつつ、自分の資産も増やすということだ。フィッシャー氏は「ある人物の政治的利害と経済的利害が今回のように結びつく状況は過去に例がない」と語る。

ビジネスの才覚をアピール



ILLUSTRATION BY MICHAEL FREIMUTH

過去4年間はトランプ氏にとって厳しいものだった。もっとも、苦難のおかげで彼のブランド力は高まったように見える。まずトランプ氏は大統領の地位を失い、バイデン大統領を失職させる試みも失敗した。さらに、一連の起訴や法的決定によって数億ドルの罰金を負った。トランプ氏はこれらの罰金の一部に関して異議を申し立てており、他の案件についても異議を申し立てる予定だと述べている。今後は裁判が待っている。

しかし、トランプ・メディアの上場成功はトランプ氏にとって勝利だ。少なくとも、資産を増やすためのツールを得ることができた。本誌の

分析では、トランプ氏の資産は株価上昇によって34億ドル増加した（ただし、現時点では帳簿上の利益だが）。28日の終値は62ドルで、トランプ氏の持ち分は49億ドル相当だ。

上場によってトランプ氏の資産構成も変化した。以前は大部分が流動性の低い不動産関連資産だったが、取引制限期間が終了すれば比較的容易に換金できる株式が中心となった。上場前のトランプ氏の資産額は23億～31億ドルと推定されていた。

トランプ氏の新たな富は、米国の経済と財政に懸念を抱いている有権者に対してビジネスの才覚をアピールするための政治的資産になるだろう。広報企業ロック・ソリューションズの共同創業者で、共和党の広報ストラテジストを長年務めるロン・ボンジーン氏は「トランプ氏は間違いなく自身の力を表すものとしてトランプ・メディアを活用するだろう。これは大統領選当日にも影響を及ぼす可能性がある」と語る。

トランプ氏は3月25日、ニューヨーク州で不正行為の賠償金支払いを命じられた訴訟をめぐる、保証金を4億5400万ドルから1億7500万ドルに減額することを認められた。この決定後、トランプ氏は記者会見で「トゥルース・ソーシャルは非常にうまくいっている。とても好調で素晴らしい」と語った。しかし、その直後に不満を述べ始めた。

トランプ・メディアはハイテク株中心のナスダックに上場しており、ニューヨーク証券取引所（NYSE）には上場していない。トランプ氏は「ニューヨークではひどい扱いを受けるから、NYSEには上場できない」と主張した。なお、NYSEはトランプ・メディアの上場を歓迎すると述べている。

トランプ氏は株式をいつまで保有するのか

トランプ氏は、政府機関が自分を追及するとき、実際には支持者を追及しているのであって、自分はその間に立っているだけだと何度も発言している。支持者はトランプ・メディアに投資することで、トランプ氏個人やその政治生命と直接の金銭的な利害関係を持つことになる。

The Overseers

Trump Media's board of directors could permit Donald Trump and other insiders to sell shares before the required six-month holding period expires.

Name	Who they are
Devin G. Nunes	CEO, former Republican member, U.S. House. Key role in 2017 tax overhaul.
Eric S. Swider	CEO of predecessor company. Also CEO of Rubidex, a data security firm.
Donald J. Trump Jr.	Son of the ex-president, executive vice president of The Trump Organization.
Kashyap Patel	Founder, Kash Foundation. Senior director, National Security Council, 2019-21.
W. Kyle Green	Lead counsel, law firm W. Kyle Green. Earlier, an assistant district attorney in Louisiana.
Robert Lighthizer	U.S. trade representative, 2017-21. Earlier, partner in Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom.
Linda McMahon	Administrator, U.S. Small Business Administration, 2016-19. Chair, America First Action, 2019-20.

トランプ・メディアの取締役7人の中には、トランプ氏の政治的盟友が含まれている。ニューネス氏、トランプ政権で通商代表だったロバート・ライトハイザー氏、米国家安全保障会議の元高官であるカッシュ・パテル氏、米中小企業庁の元長官であるリンダ・マクマホン氏だ。息子のドナルド・トランプ・ジュニア氏も取締役の一人である。

トランプ氏がトランプ・メディア株をいつまで保有するかをめぐっては、憶測が飛び交っている。トランプ氏などの初期投資家は、SPACとの合併完了後6カ月にわたって持ち分の売却や貸し出しを禁止されている。取締役会はこの期間を変更することができるが、法的にも政治的にもハードルがある。

フィッシャー氏は、取締役会がトランプ氏に早期の株式売却を認めた場合、トランプ氏との以前からの関係上、法的責任が生じる可能性がある」と指摘する。フィッシャー氏は「売却を認めたのは株主にとって最善の利益になるからか、それともトランプ氏にとって最善の利益になるからか、という疑問が生まれる」と語る。

ニューヨーク州に納付する保証金が減額されたため、トランプ氏はすぐには現金を必要としないかもしれない。それでも9月に取引制限期間が満了すれば、トランプ氏らは株式売却を認められる。彼らが売却を開始し、株価が下落すれば、有権者も気がつくだろう。しかし、ボンジーン氏は問題にならないとみており、「トランプ・メディアの株価が6カ月後に下落した場合、トランプ氏は大手機関投資家が個人投資家を食い物にしていると言って責任を負わせるだろう」と語る。

トランプ氏は11月の選挙までの間、選挙集会やメディア出演の場でトランプ・メディアを宣伝する機会がある。元SEC検察官のフィッシャー氏によれば、宣伝は法的に認められている。しかし、トランプ・メディアの業績は低調だ。昨年1～9月の売上高はわずか340万ドルで、大部分は広告によるものだった。これは同期間の営業費用1060万ドルと利息費用3800万ドルを賄うには全く足りない。

海外投資家による関与のリスクも

これまで、多くの候補者が大統領就任時に民間企業との利害関係を持っていた。個人としてのブランドから利益を得る機会を享受してきた大統領もいる。例えば、オバマ元大統領の著書がベストセラーとなったことが挙げられる（ただし、オバマ氏は在任期間中に受け取った収入の大部分を慈善団体に寄付した）。それでも、選挙数カ月前に主要候補者の名を冠する企業が上場したのは初めてだ。

一部の倫理監視団体は、大統領選候補者が自身のブランドと結びついた上場企業株式の過半を保有していることを問題視している。市民団体「ワシントンの責任と倫理を求める市民（CREW）」の最高倫理顧問を務めるバージニア・キャンター氏もその一人だ。キャンター氏は、株式購入を通じて候補者に接近したい投資家が候補者の「ポケットにお金を入れている」と述べ、選挙運動への寄付よりもはるかに直接的だと指摘する。

CREWは、トランプ氏は外国政府から支払いを受けたことがあり、これは公職者が外国から支払いを受けることを禁じた合衆国憲法に違反しているとして、トランプ政権に対する訴訟を提起した。最高裁は2021年、トランプ氏が既に大統領ではないことを理由に訴えを棄却した。

規制当局への提出文書によると、共和党の大口献金者、ジェフ・ヤス氏が共同創業者の投資ファンド、サスケハナ・インターナショナル・グループは、12月時点でDWACの持ち分約2%を保有していた。サスケハナは、中国系動画投稿アプリTikTok（ティックトック）の親会社、バイトダンス（字節跳動）にも投資している。トランプ氏は大統領在任中にティックトックを禁止しようとしていたが、最近になって禁止を支持しないと発言した。

これらの動向に関係があるという証拠はない。サスケハナはニューヨーク・タイムズ紙に対し、同社がトランプ・メディアにおいて果たす役割は、マーケットメーカーとしてのものだとして述べ、長期投資の対象としていないことを示唆した。サスケハナが現在もトランプ・メディア株を保有しているかは不明だ。サスケハナは本誌のコメント依頼に回答しなかった。

個人の政治献金者や関連企業がトランプ・メディアの株式を購入するかは分らない。ニューネス氏はトランプ・メディアの個人株主の人数を40万人としている。政府系ファンドなどの海外投資家は米国株式市場でおおむね自由に取引をすることができる。海外投資家が特定の株式に関与した場合、数カ月後に開示される可能性がある。

非営利組織「選挙法務センター」で選挙資金担当の上級法務顧問を務めるシャナ・ポーツ氏は、トランプ支持者による株式購入が選挙資金法に違反していると主張するのは困難だとみている。ポーツ氏は、トランプ・メディアの投資家が「投資機会を見いだしたからではなく、トランプ氏を大統領選で支持するために投資していると証明するのは難しい」と語る。

トランプ氏はかつて、自身の資産額が自分の気分次第で増減すると発言したことがある。今ではトランプ・メディア株に関する気分もそれに含まれるだろう。選挙ラリー（集会）が株式のラリー（上昇）をけん引し、トランプ氏の資産額を増やすかもしれない。

By Matt Peterson
(Source: Dow Jones)

2. トランプ氏のソーシャルメディア企業がトランプ人気の波に乗る

[フィーチャー]

Trump's Media Stock Is Riding a MAGA Wave. How It Could Crash.

トランプ人気への賭けのように見え、暴落の可能性もある

堅調なTMTG株



ANTHONY BEHAR/ SIPA USA VIA AP

トランプ前大統領は、自身のソーシャルメディア企業であるトランプ・メディア・アンド・テクノロジー・グループ（TMTG）＜DJT＞の上場により、50億ドル近い大金を手にするかもしれない。問題は、MAGA（トランプ前大統領の標語「メイク・アメリカ・グレート・アゲイン（Make America Great Again）」の頭文字）ブームに乗る投資家が、暴落を引き起こしかねない勢力に逆らい、株価を支え続けられるかどうかだ。

今のところ、MAGAブームに乗る投資家は勝利している。TMTGの株価は、特別買収目的会社（SPAC）デジタル・ワールド・アクイジション・コーポレーション（DWAC）との合併後に市場での取引を開始した3月22日以降、約65%上昇している。現在DJTというティッカーシンボルで取引されているDWACの株価上昇率は、年初来では250%近くに達した。

トランプ氏はTMTG株の58%を所有し、およそ7900万株（直近の株価62ドルで評価すると48億ドル相当）を支配している。トランプ氏はTMTGの会長でもあり、TMTGの取締役会はトランプ氏の友人、政治関係者、そして息子のドナルド・トランプ・ジュニア氏で占められている。

当面は、この会社とトップであるトランプ氏を切り離そうとしても無駄なようだ。合併目論見書にあるように、TMTGの成功はトランプ氏の人気と結びついている。トランプ氏がアイオワ州党員集会で勝利した後、DWACの株価は30%近く上昇した。調査会社ファクトセットによれば、時価総額94億ドルに急上昇したTMTG株にとって、こうしたトランプ氏とのつながりは十分な燃料となっているようだ。

TMTG株を支える共和党支持層

インタラクティブ・ブローカーズのチーフ・ストラテジスト、スティーブ・ソスニック氏は、「トランプ氏の政治的支持者の熱狂を疑うことはできない。トランプ支持者の多くは、TMTG株をMAGAブームのコールオプションと見ている」と言う。

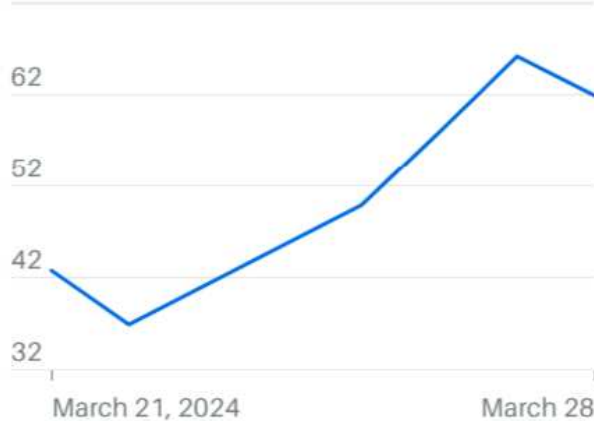
共和党を支持する傾向がある、いわゆる「赤い州」の投資家が主導権を握っているようだ。300万人超のユーザーを持つオンライン証券会社、パブリックによると、アイダホ州、ワイオミング州、サウスダコタ州、オクラホマ州、フロリダ州といった、トランプ氏や共和党を支持する州の顧客からのTMTG株への需要が急増しているという。そしてニューヨーク州やカリフォルニア州のようなリベラルな州の顧客からはそれほど買い注文はないという。

Fountain of Wealth

As Trump Media's stock has climbed, Donald Trump's net worth has soared.

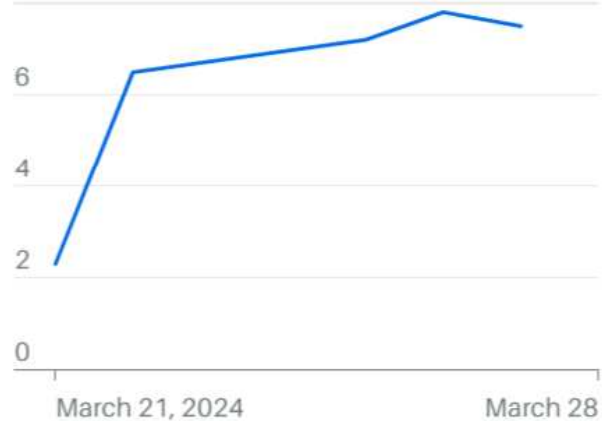
DJT Stock Price*

\$72



Trump Net Worth (billion)

\$8



*Includes price history of DWAC before merger with Trump Media & Technology Group

Source: Bloomberg

パブリックのブローカレッジ担当ゼネラルマネジャーであるサム・ノフジンガー氏は、「TMTGへの投資家の関心が、過去の数サイクルの選挙地図と似ているのは明らかだ。TMTGへの関心は政治的に右傾化している州に集中しているようだ」と話す。

TMTGのバリュエーション

A Minnow in the Sea

Despite its lofty market value, Trump Media's business is tiny compared with rivals.

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (billion)	Revenue (million)**	Price/Sales
Trump Media & Technology Group / DJT	\$66.22	\$9.0	\$3.6	2,512
Meta Platforms / META	493.86	1,259	134,902	9.3
Pinterest / PINS	34.88	23.7	3,055	7.8
Reddit / RDDT	57.75	9.4	804	11.7
Snap / SNAP	11.45	18.9	4,606	4.1
X (formerly Twitter)*	54.20	44.0	5,229	8.4

*Twitter data as of Oct. 2022 when it was taken private at \$54.20 per share; **Trailing 12-month revenue of reported financials

Sources: Bloomberg, company reports

時価総額で見ると、TMTGはニューヨーク・タイムズ<NYT>よりも価値があることになる。しかし、売上高や利益などを考えると、TMTGのバリュエーションを正当化するのは難しい。直近の決算によると、TMTGの2023年1～9月の売上高は340万ドルで、5000万ドル近い純損失を計上した。

メタ<META>（旧フェイスブック）やスナップ<SNAP>のようなソーシャルメディア企業にとってみれば、この程度の売上高は四捨五入による誤差のレベルである。現在Xと呼ばれるツイッターは、イーロン・マスク氏が2022年10月に非公開化する前の2022年上半期に24億ドルの売上高を計上した。

TMTGを支持する人は、TMTGは初期段階のソーシャルメディア企業であり、直近の売上高で判断すべきではないと主張する。しかし、TMTGのバリュエーションは驚異的な成長を示唆している。仮にTMTGの2023年の年間売上高が、1～9月実績の2倍である680万ドルで終わったと仮定すると、株価売上高倍率（PSR）は1200倍超となる。これに対して、2023年売上高に基づくメタのPSRは9倍で、スナップは4倍だ。

タトル・キャピタル・マネジメントのマシュー・タトル最高経営責任者（CEO）は「TMTG株は完璧なミーム株だ。長期的なバイ・アンド・ホールドに適した株ではない」と語る。

流動性が低いTMTG株



SCOTT OLSON/GETTY IMAGES

TMTGの広報担当者は、自社の今後の計画についてコメントを拒否した。デビン・ニューネス CEO（元共和党下院議員）はプレスリリースの中で、「上場企業となったトゥルース・ソーシャルは、表現の自由のためのデジタル空間を維持し、強く擁護することに引き続きコミットしていく」と表明している。

TMTGはユーザーベースや広告収入、成長予測に関する数字を公表していない。そのため、デジタル空間で表現の自由を守ることがどのように収益に結びつくかは不明だ。

おそらく目先の最大のリスクは、大量の株式が市場で流通して価格が下がることだろう。トランプ氏や他の関係者は、6カ月間のロックアップ期間に入っている。しかし、彼らは取締役会に早期解除の承認を求めることが可能だ。トランプ氏は、資産価値を偽り不当な利益を得たなどとして総額5億4700万ドルの支払いを命じられており、訴訟費用や負債を賄うために保有株を現金化する必要があるかもしれない。

市場に出回っているTMTG株は、発行済み株式全体のわずか28%だ。TMTGはまた、1株11.50ドルの行使価格で普通株に転換できる6500万ドル相当の転換社債の発行を計画している。

株式市場で選挙に参加するようなもの

空売りは魅力的だが、リスクも高い。TMTG株の約12%が空売りされているため、ショートスクイーズ（踏み上げ）の影響を受けやすい。調査会社S3パートナーズによると、DWAC／TMTG株を空売りしたトレーダーは、3月の9300万ドルを含めて今年これまでに1億5800万ドルの損失を出している。

タトル・キャピタル・マネジメントのタトル氏は、空売り対象としてはリスクが高過ぎると指摘。その上で「私がトランプ氏の負けに賭けることはない。DWACはリスクが高過ぎるため、当社の上場投資信託（ETF）であるSPACアンド・ニュー・イシューETF＜SPCX＞に組み入れなかった」と付け加えた。

トランプ氏の熱狂的支持者はもちろん、前大統領への賭けとしてTMTG株を買い続けるかもしれない。パブリックのノフジンガー氏は「株式市場で選挙に参加するようなものだ。TMTG株は11月まで値動きが非常に大きくなるだろう」と予想している。

アドバイザーの中にはTMTG株を買わない者もいる。運用資産7億ドル超のプライベート・アドバイザー会社ストラテジー・アセット・マネージャーズのトム・ヒューリックCEOは、「われわれはTMTGを追いかけるつもりはない。TMTGは純粋にモメンタム株であり、優良銘柄の特徴を満たしていない」と述べている。

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

3. AIデータセンターで原子力発電事業4銘柄に注目 AI Is Giving Nuclear Power a Big Lift. 4 Stocks Riding the Trend. 政治的支援と最新テクノロジーで収益力環境が激変

[フィーチャー]

長年にわたる逆風



COURTESY CONSTELLATION ENERGY

この数カ月、原子力発電所を保有する少数の企業の株価が米半導体大手エヌビディア＜NVDA＞のような勢いで急騰している。これは何年にもわたり好材料に乏しかった業界のほとんど知られていないルネッサンス（復活劇）の一部であり、その背景には人工知能（AI）の存在がある。

AI向けのデータセンターが必要とする膨大な電力の供給には、原子力発電が極めて適していることが分かった。その結果、原子力発電事業者のコンステレーション・エナジー＜CEG＞、ビ

ストラ＜VST＞、タレン・エナジー＜TLNE＞の株価はいずれも、過去1年間で90%超上昇している。さらに上昇する十分な可能性がある。コンステレーションのジョー・ドミンゲス最高経営責任者（CEO）は「世界が原子力発電に向かっているのは明らかだ」と話す。

何年にもわたり、世界の大方は逆の方向へと動いていた。その背景には2011年に起きた福島での惨事のような原発事故への恐怖もあったが、経済的な側面もあった。原発の運営はこれまで、政府の補助金がなければほとんど採算が取れないひどいビジネスだった。米国のシェールガス革命で天然ガスの価格が下落したため、原発の発電コストは、天然ガス火力発電よりも割高となることがしばしばだ。再生可能エネルギーの増加も状況をさらに複雑にしている。テキサスで強風が吹けば風力による発電量が急増し、電力価格はマイナスになる可能性がある。

米国で2000年以降に建設された原子力発電所はわずか2カ所にすぎない。2023年にジョージア州で稼働した最新の原発は当初予定から7年遅れた上、コストは倍増した。米国の発電設備量に占める原子力の割合は18%だが、再生可能エネルギーの拡大に伴い、今後数年は低下が続く見込みだ。世界原子力産業現状報告（WNISR）2021によると、2022年の世界全体での比率は9.2%と過去40年間で最低となっている。

データセンター向け電力供給に最適

Burst of Energy

Stocks of some nuclear power suppliers have soared.

Company/ Ticker	Recent Price	YTD Change	Market Value (billion)	2024E EV/Ebitda*
Constellation Energy / CEG	\$185.41	59%	\$58.4	15.7
Public Service Enterprise Group / PEG	65.51	7	32.7	12.8
Talen Energy / TLNE	90.90	42	5.4	11.0
Vistra / VST	67.89	76	23.6	8.4

*Enterprise value/earnings before interest, taxes, depreciation and amortization; E=estimate

Source: Bloomberg

最近、原発業界が息を吹き返した背景には、政治的な支援とテクノロジー面での変化という二つの要因がある。気候変動を遅らせるための世界的な取り組みは、電力の拡大に依存している。米国の電力需要は10年以上にわたりほぼ横ばいで推移してきたが、電気自動車（EV）やヒートポンプを利用した家電製品の利用増加に伴い、今後急速に増加する見通しだ。企業の電力需要も急増が見込まれる。

新たな電力需要の中で最大の用途の一つがAIシステムの運用を目的として建設が進んでいるデータセンターで、1カ所で数万世帯に匹敵する電力を毎日消費する。ボストン・コンサルティング・グループによれば、電力需要に占めるデータセンターの割合は現在約2.5%だが、2030年までに7.5%に達する

可能性がある。最も多くのデータセンターを建設しているのは、アルファベット<GOOGL>、マイクロソフト<MSFT>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>などの大手ハイテク企業だが、こうした企業のすべてがクリーンエネルギーで電力を賄うことを約束している。マイクロソフトは2030年までに排出量を上回る二酸化炭素を大気中から回収できるようにする方針を打ち出している。

こうした意欲的な目標を掲げる企業が求める条件にピッタリなのが原子力発電だ。石炭や天然ガスを使用する火力発電所のように二酸化炭素を排出せず、太陽光発電や風力発電のようなクリーン電力とは異なり、安定した発電量を維持できる優位性がある。太陽光発電や風力発電に付随する蓄電池技術は急速に発展しつつあるが、まだ再生可能エネルギーが原子力に匹敵する信頼性を獲得できるほどのバックアップ電力を供給できる域には達していない。石炭、最終的には天然ガスが再生可能エネルギーに市場シェアを奪われるにつれ、24時間365日供給を期待できる電力の割合は低下するだろう。

リープス・アセット・マネジメントの原子力担当アナリスト、ロドニー・レベロ氏は「電力需要の増加と信頼できる電力供給の減少が見込まれる。毎日24時間稼働するベースロード電源であり、地球温暖化ガス排出の点でもクリーンという原発の特徴は、24時間稼働するデータセンターの電力需要に実によくマッチしている」と話す。リープスはクローズドエンド型のユーティリティ・インカム・ファンドと上場投資信託（ETF）のバーティス・ユーティリティーズETF<UTES>を通じてコンステレーション・エナジーとビストラを保有している。

政治・規制面の追い風

すべての原発保有企業がこうした変化の恩恵を受けているわけではないことには注意が必要だ。独立系の電力会社は自由競争市場で電力を販売し、価格が上昇すれば利益を得るが、原発を保有するデューク・エナジー<DUK>などの公益企業は規制当局に利益率を制限されているため苦戦している。デュークの株価はこの1年間で1%下落した。米国の原子力発電所の約6割は当局の規制を受ける公益企業が保有しており、規制が足かせとなっている。

米国最大の独立系原子力発電事業者であるコンステレーションの株価は同時期に150%上昇した。厳しい時期を経た後の大転換だった。コンステレーションはイリノイ州の公益企業エクセロン<EXC>から2022年にスピノフされたが、その前年にはエクセロンの原子力発電所2カ所が操業継続のためイリノイ州による救済を余儀なくされていた。スピノフ後、エクセロンには当局の規制を受ける公益事業と送電事業が、コンステレーションには原子力発電所資産が残った。両社の株価はそれ以降乖離（かいり）している。金利の上昇や会社固有の問題により公益事業セクターの株価は大きな下押し圧力にさらされており、エクセロンの株価は過去1年間で9%下落した。昨年、イリノイ州規制当局は消費者向け電力料金を引き上げ、会社の利益率改善することになったはずのエクセロンの資本計画を却下した。

エクセロンやデュークとは異なり、コンステレーションの料金引き上げに規制当局の承認は不要だ。電力を販売する大西洋岸と中西部の自由競争市場では電力需要が増加して価格が上昇している。さらに、大手ハイテク企業への直販も行っており、例えばマイクロソフトは、自社のデータセンター向けの電力がカーボンフリーであるという証明と引き換えに料金を上乗せすることに前向きだ。

政治的な支援の恩恵も受けている。再生可能エネルギーと化石燃料を巡っては政治的な対立がある一方で、原子力については超党派的な支持がある。直近の決算説明で、コンステレーションはバイデン

大統領とトランプ前大統領の原子力支持発言を引用している。インフレ抑制法（IRA）の恩恵も大きい。IRAは、原子力発電所に税額控除を認め、実質的に電力価格に原子力発電所が採算を確保できるメガワット（MW）時当たり約43ドルという下限を設定している。

■ ビハインド・ザ・メーター取引

下限が設定されただけではなく、上限も上昇していると投資家は見ている。3月、アマゾン は昨年破産法の適用を解除されたばかりのヒューストンを拠点とする企業タレン・エナジーと「ビハインド・ザ・メーター」として知られる異例の取引を新たに締結した。アマゾンはペンシルベニア州にあるタレンの原子力発電所の隣地を6億5000万ドルで購入し、大規模送配電網に接続するのではなく発電所から直接電力を受領する予定だ。アマゾンはデータセンターを段階的に設置し、最終的には総発電設備容量2.2ギガワット（GW）のうち最大960MWを使用する。アナリストの推計によれば、タレンが発電する電力の本取引における価格はMW時当たり約75ドルと、送配電網経由の平均市場価格を大幅に上回る。

アナリストはタレンの取引を他の原発会社にも適用している。最も大きな恩恵を受けるのは、恐らく最も多くの原子力発電所を保有するコンステレーションだろう。1株当たり利益（EPS）は今年33%増加する見込みであり、コンステレーションは基礎収益が主としてデータセンター需要により、2020年代末まで年率10%以上で成長を続けるとしている。モルガン・スタンレーのアナリスト、デービッド・アーカロ氏は、コンステレーションは原発設備容量の約4分の1までタレン方式の契約を締結可能であるとみており、目標株価を3月25日に166ドルから193ドルに引き上げた。

独立系原子力発電事業第2位のビストラも恩恵を受ける可能性がある。昨年、市場が好転し始めたタイミングで3カ所の原子力発電所（計4GW）を買収するという先見性のある決断を下した。この1年間で株価は190%上昇しているが、アーカロ氏は上値余地ありと見ており、目標株価を62ドルから78ドルに引き上げた。

ニュージャージー州の多角的エネルギー企業で、原子力発電所も保有するパブリック・サービス・エンタープライズ・グループ<PEG>はこれまでのところ原発セクターの株価急騰の恩恵を受けていないが、アーカロ氏は原発設備容量のうち1GWをデータセンター取引に割り当て可能と見ており、目標株価を61ドルから70ドルに引き上げた。

短期的には、原子力発電所を保有するこれら一握りの企業にとって新たな競合相手が登場する懸念はないが、いずれは新規参入者が業界を揺るがすことになるだろう。その中で、マイクロソフトの共同創業者ビル・ゲイツ氏やオープンAIのサム・アルトマンCEOなどの大物投資家が支援する幾つかの企業は、現在使用されている大型の原子炉ではなく、はるかに短期間で建設が可能で、例えばアマゾン が建設中のデータセンターのすぐ隣に設置できるような小型モジュール炉に注力している。そうした小型炉で実際に建設されたものは皆無で、業界は幾つか挫折も経験している。最も先行していた小型原子炉メーカーのニュースケールは、昨年、コスト増を主な理由として自社初の原子炉の建設計画を打ち切ると発表した。レベロ氏は今後3年以内に稼働する小型炉はないと予想するが、小型炉もいずれはデータセンター急増の恩恵を受けるとみており、「アマゾンとの取引は原発がデータセンターの確固たるパートナーであることの証左であり、小型炉の実現を促進するだろう」と語る。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

4. バリューストック投資の成功の秘訣とプライベート・クレジットの批判 Quant Investor on Value Investing, Private Credit, and Market Risks AQRキャピタル・マネジメントのアスネス氏に聞く

[インタビュー]

ファンドのパフォーマンスが改善



Photograph by Frankie Alduino

世界有数規模のクオンツ運用会社、AQRキャピタル・マネジメントで最高投資責任者（CIO）を務めるクリフ・アスネス氏は最近、報われたと感じている。AQRの運用資産は1030億ドルで、市場のさまざまなファクターに賭けるためにアナリティカル・ストラテジーを利用している。最近ではそのストラテジーのリターンが好調だ。

とはいえ、しばらく前には、AQRの25年の歴史の中で最大規模の損失を計上し、運用資産は2018年に2260億ドルでピークを打った後、50%超減少していた。2018年から2020年にかけてバリューとグロースのリターンの差が過去最大まで広がったために、AQRは他のクオンツ・ファンドと同様に大きな打撃を受けた。

アスネス氏は、「バリューが低迷するというばかげた状況はいずれ変わると予想していて、実

際に変った場合、報われたと感じない人はいないだろう」と語る。

AQRの象徴的なマルチ・ストラテジー・ヘッジファンドの「AQRエーベックス・ストラテジー」は、2023年に16%上昇し、今年も2月末までに6.2%上昇している。モーニングスターによると、運用資産7億2030万ドルで、AQRのオルタナティブ資産ストラテジーのうちの6種類を組み合わせたアクティブ運用のマルチ・ストラテジー・ミューチュアルファンド、「AQRダイバーシファイイング・ストラテジーズ<QDSNX>」は、2020年の設定以来3年間で年率12.3%のリターンを上げて、マルチ・ストラテジーの分野で上位9%に位置する。特筆すべきは、株式市場が売られた2022年にも、14.5%のリターンを上げたことだ。

ノーベル賞を受賞したシカゴ大学のエコノミストで、特定のリターンドライバーを追求することを目指す投資アプローチ「ファクター投資」の父、ユージン・ファーマ氏にアスネス氏は師事し、ファーマ氏の助手を務めたこともある。

バリュー投資について

本誌：バリュー投資に対するAQRのアプローチを説明してほしい。

アスネス氏：バリュエーションが低い銘柄が、相対的に優れた企業であるということではない。バリュエーションが低い企業はグロース企業に劣っており、それが必要以上に株価に反映されて低過ぎる株価水準という結果となる。一方で割高なグロース企業は一般的に、執行、市場および成長性において比較的優れた企業だが、市場はそのような企業を一般的に割高に評価している。バリュエーションは高くても低くても、正当化できない。

例えば、テクノロジーと繊維のバリュエーションを比較することは困難なため、弊社は業種ごとのバイアスも排除する。業種ごとのティルトを排除するために、われわれは企業のバリュエーションを同業他社とだけ比較して、その結果に基づいて、各業種内でそれぞれ同規模のロングとショートを実施する。クオンツ投資全体のプロセスは、ベンジャミン・グラハム氏とデービッド・ドッド氏のバリュー投資とは極めて異なっている。クオンツ投資は、個別の企業ではなく物事の平均的な傾向に賭けているが、最近の大半のファクター・クオンツ投資が求めているものは、伝統的なバリュー投資が求めているものと似ている。

Q：2018～2020年を振り返ると、何がうまくいかなかったのか、そして、どのような洞察を得たのか。

A：AQRを1998年の半ばに創業したが、それはハイテクバブルが頂点に達する18カ月前だった。もしハイテクバブル後に、バリュエーションがハイテクバブルの時よりも大幅にゆがむ可能性はあるかと尋ねられたとしたら、私はその可能性は非常に低いと答えただろう。ところが2020年末の時点で、バリュー指標の観点では、株価のゆがみはハイテクバブルの時よりも極端だった。最大の教訓は、私が考える以上に世界が狂っている、ということだった。

株式市場は新型コロナウイルス前に、ハイテクバブルに近い水準に達した。パンデミック（世界的大流行）によってハイテクバブル超えは妨げられ、インタラクティブなフィットネス・プロバイダーのペロトン・インタラクティブ<PTON>や電気自動車（EV）メーカーのテスラ<TSLA>だけが保有すべき銘柄として残された。投資の観点では、何か劇的に違ったことが実行可能だったかどうか、私には定かではない。

Q：最近のパフォーマンスに寄与したものは。

A：われわれのバリュー投資対象は、昨年好調だった。われわれは業界に賭けていないため、マグニフィセント・セブンを大幅にショートしていなかった。マグニフィセント・セブンの中の数銘柄をロングしていたが、具体的にどの銘柄か覚えていない。私は世界を、そのようには見ていないからだ。

われわれは、時価総額で加重しない、1000銘柄のロングと1000銘柄のショートで構成されるアクティブ運用のポートフォリオを運用している。2023年は、業種に対して賭けず、時価総額の大きい銘柄をショートしなかったために、ウエートが非常に重要となった。外国のバリュー投資の成果も良好だった。米国を除くほぼ世界全体でバリュー株が好調であるという事実は、往々にして見逃されている。その他にも、弊社のようなクオンツ投資家が好んでいる、クオリティーや低リスクなどの全てが好調だった。

Q：パフォーマンスが改善傾向にあるが、投資フローも改善傾向か。

A：われわれは転換点に差し掛かりつつあるが、それは私が予想していたよりも遅かった。人々は直前数年間のパフォーマンスを見て行動するために、時間がかかる。別件だが、非公開資産に投資するプライベート投資運用会社が、世界の大量のオルタナティブ投資資金を吸い上げている。

Q：バリュー株にはまだ上昇の余地があるか。

A：2020年末のバリュー株とグロース株のリターン格差は、私の経験の中で最も大きかったが、それは着実に縮小している。バリュー株は、3年から5年の投資期間でみると通常よりも割安になっている。私は依然として、平均以上にバリュー株を好んでいる。

Q：他に好調なファクターは。

A：年初来では、モメンタムが好調だ。クオリティーは、過去3年または4年でみると好調だった。クオリティーについては、一つまたは二つの条件で考えることが可能だ。つまり、企業利益は増加しているか、または、利益率が上昇しているか、ということだ。また、低ボラティリティー株は、リスクの高いカウンターパーティーと同様に推移する傾向がある。

Q：AQRは分散を提唱しているが、平均的な投資家の投資は米国株式、特に大型株に大きく偏っており、それが投資家にとって有利に働いている。なぜ変更する必要があるのか。

A：1990年代初頭以降に米国株が外国株をアウトパフォームした理由の約80%は、株価収益率（PER）が相対的に上昇したことだった。当時の米国株は割安だったが現在では割高になっている。割高であること自体は正当化できるだろう。つまり、米国のハイテク企業の優位性などは本物だろう。しかし、正当化できることは再現性を意味していない。正当化できるということはせいぜい、盛大に反転しないことを意味しているだけだ。

将来を見ると、米国株式のリターンが永久に比較的高くなるだろうという主張は支持できない。たとえ米国企業にその価値があったとしても、既にそれを織り込んだ株価形成となっている。

投資家としてさらに改善を試みることには、幾つかの理由がある。短期的にも長期的にも弱気相場になる可能性はある。株式および債券と相関性のないリターンの源は、ポートフォリオを常にさらに良質なものに作る。

Q：何が投資家にとってリスクになるとみているのか。

A：市場は全体的に、依然として過去と比較して割高だ。私のパートナーであるアンティ・イルマネン氏が書いた著書『期待リターン〈2〉低リターン環境下での投資戦略』では、1900年から2020年にかけての株式と債券の10年移動リターンに注目している。株式60%、債券40%のグローバルポートフォリオは、約100年にわたってインフレ率を約4.5%ポイント上回るリターンを上げた。4.5%ポイントは低く聞こえるが、ポートフォリオの40%は債券であり、リターンはインフレ率を上回っている。

イルマネン氏は2023年末時点で、60：40のポートフォリオの向こう5年から10年の実質リターンを2.9%と予想していた。それは、過去のリターンを下回っている。人々が20世紀の投資リターンが繰り返されると想定しているのであれば、イルマネン氏はそれを楽観的だと言うだろう。

プライベート・エクイティについて批判的

Q：あなたはプライベート・エクイティについて、それが透明性を欠いていること、具体的にはプライベート・エクイティ・ファンドが保有対象を時価評価しないことを理由に批判的だった。人気が高まっているプライベート・クレジットについての考えは。

A：まずプライベート・エクイティについて述べたい。プライベート・エクイティ・ファンドの投資は負債のある少数の企業に集中している。プライベート・エクイティ・ファンドが、保有対象の価値を報告しなければならない時期を除けばリスクが低いという指摘はばかげている。プライベート・エクイティのマネジャーは、保有対象の価値が分からないと言うが、彼らは投資した時には価値を推定したはずだ。優秀なマネジャーであれば、市場が半値に下落した場合に新たな推定価値を評価することは困難ではないだろう。

プライベート・エクイティの投資家は折に触れて、「プライベート・エクイティ・ファンドの投資家であることで、投資が長期間固定されているために保有株を売れず、株価を毎日は見られないため、より良い投資家にならざるを得ない」と言うだろう。また、私の批判は、職業上の嫉妬を反映していることも認める。つまり、自分と同じ報告義務を負っていない人々と競争するのはいまいましい。

プライベート・クレジットは、プライベート・エクイティと同じ特徴と問題を抱えている。保有銘柄は売れず、投資内容は見られない。プライベート・クレジット・ファンドはハイイールド債に投資して、満期まで保有する。長期的な弱気相場となった場合、投資家はリスク資産が想定より50%も多いことなど知りたくないだろう。

By Debbie Carlson
(Source: Dow Jones)

5. ハイテク投資家メアリー・ミーカー氏に聞くAI時代の投資法

[ハイテク]

Mary Meeker Turns Her Attention to AI. How She's Investing Today.
選別基準は「利用者の効率化」に寄与するかどうか

最大の関心はインターネット技術からAIへ移行



BRANDON MCGANTY/KLEINER PERKINS

メアリー・ミーカー氏は過去40年にわたり大きな影響力を持ち続けてきたハイテク投資家だ。1990年代はモルガン・スタンレーのアナリストとしてアマゾン・ドット・コム<AMZN>、マイクロソフト<MSFT>、アップル<AAPL>、PC大手のデル・テクノロジーズ<DELL>などの銘柄への投資を呼びかけて市場を動かし、本誌は25年前のカバーストーリーでミーカー氏を「インターネットの女王」と呼んだ。

ミーカー氏は2010年にベンチャーキャピタルに転じ、宿泊仲介サイト運営のエアビーアンドビー<ABNB>、ライドシェアサービスのウーバー・テクノロジーズ<UBER>などへの投資を主導し

た。その後、自身が経営するベンチャーキャピタル企業、ボンド・キャピタルを立ち上げ、オーストラリアのグラフィックソフトウェア企業キャンバなど新世代のテクノロジーリーダーへの投資を続けている。

本誌が2年前にミーカー氏にインタビューしたときは暗号資産（仮想通貨）、ブロックチェーン技術、非代替性トークン（NFT）の分野での投資の検討に多くの時間を費やしていた。ミーカー氏は現在もこれらの技術に将来性があるとみているが、今はとりわけ人工知能（AI）に関心を寄せていると言う。

最近行った電子メールでのインタビューで、ミーカー氏はベンチャーキャピタル、テクノロジー投資、そして世界全体に関する洞察について話してくれた。

多彩なAI関連企業に投資

本誌：ボンド・キャピタルのこれまでの投資先を教えてください。

ミーカー氏：多くのAI関連企業に投資している。機械学習を活用した鉱業探査サービスを行うコボルド・メタルズ、北アフリカの消費者および金融サービス向けアプリを提供するヤッシール、市場情報および検索プラットフォームのアルファセンス、AIを活用した企業向ストレージおよびデータコンピューティングプラットフォームのバスト・データ、クリエイター向けプラットフォーム運営のパシズ、自動車向けAIソフトウェア開発のアプライド・インチュイションなどだ。

これらの企業の新しい製品やサービスを利用すると、手作業や反復的な業務よりも優先度の高い業務に集中できるようになる。そうした利用者の効率化を進める機会がわれわれの投資を後押ししている。また、インフラ関連の投資先の選別に際しては、世界中のエンジニアを引きつける基盤的なビジネスソリューションに的を絞っている。

SaaS、マーケットプレイス、フィンテックは依然として有望な投資先

Q：AI以外にどのような投資先が有望とみているのか？

A：AIへの熱狂の背景にあるのは、他の分野に対する投資家の関心の低さだ。われわれは過去2年間、サービスとしてのソフトウェア（SaaS）、マーケットプレイス、フィンテックに投資するとともに、説得力のあるビジネスモデルと資本の規律を備え、長期的な視野に立って思考する人材を発掘し続けている。われわれはAIの将来性を確信しているが、投資機会は他にもある。

Q：新規株式公開（IPO）の見通しは？

A：優れた企業はいつでも上場できるが、上場市場の不確実性やバリュエーションを巡る発行体の受け止め方の違いによっては6カ月から18カ月の期間を要する。現実には、最近の特別買収目的会社（SPAC）ブームで明らかになった市場の陶酔感はやや冷めている。大半の企業は上場すべきでない。

Q：M&A（合併・買収）についてはどうみているのか？

A：通常、新しい市場が出現すると、既存の企業は不意を突かれ、スタートアップ企業はチャンスをつかむ。目下のAIの急激な（そして極めて資本集約的な）成長がそれと異なる点は、時価総額が1兆ドルを超えるハイテク企業の大半が関与していることだ。大手ハイテク企業のそれぞれがAI分野でグローバル市場の主導権を取ろうと積極的に戦っている。最近のマイクロソフトとAI開発企業のオープンAI

およびインフレクションAIとの協業や、クラウドコンピューティングサービスAzure（アジュール）を巡る動きは、何に投資すべきかを明確に示している。これらの企業は今後、M&Aに積極的に取り組むようになると予想している。また、それに追いつこうとする企業や事業変革に取り組んでいる企業がM&Aをいっそう活発化させる可能性は高い。

暗号資産は通貨下落に対するヘッジ手段

Q：暗号資産に対する強気な見方は今も維持しているのか？

A：世界各国の政府はマネーサプライの抑制という問題に直面している。消費者は物価上昇を通じてますますその必要性を感じるようになってきている。世界がデジタル化されるのに伴い、透明性と効率性（良い面と悪い面の両方がある）が高まった。多くの人々は、ビットコインのデジタル基盤と供給量に上限があることに魅力を感じ、ビットコインを貨幣価値下落に対するヘッジ手段とみなしている。暗号資産取引所のクリプト・ドットコムによると、世界で暗号資産を保有する人の割合は7%に達している可能性がある。

米国の強さがサプライズをもたらす

Q：あなたは前回のインタビューでマクロ環境に関する懸念を指摘した。世界はまだ混乱している。

A：戦争、地政学、債務水準の上昇、分断、脆弱な教育制度、弱いリーダーシップ、ソーシャルメディアや常時接続がもたらした社会問題などの深刻な問題が世界に課題を突き付けている。

Q：それにもかかわらず、あなたは強気だ。

A：S&P500指数は米国の大手ハイテク企業にけん引されて大幅に上昇している。確かに、この状況が新たなバブルにつながる可能性がある。また、AI関連の競争は始まったばかりなのに積極的な（そして不幸な）規制が敷かれる可能性を含め、懸念すべきことも多い。とはいえ、市場は不安の壁を乗り越える。米国のAIイノベーション、創造性の高まり、抑止力強化を背景とした防衛産業の勢いが、米国の民主的で起業家的かつ資本主義的な制度と相まってサプライズを生む可能性がある。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

6. 米国の利下げは「1回きり」の可能性も

[経済政策]

Don't Bet on Multiple Rate Cuts. The Case for 'One and Done.'

複数回の利下げを妨げる幾つかの要因

起伏の多いインフレ率

次の四つのうち、仲間外れはどれだろうか。物価安定目標を上回るインフレ率、堅調な労働市場、株式市場の活況、米連邦準備制度理事会（FRB）による金利引き下げ。

コンセンサスはこれら四つのすべてを、この上なく素晴らしい強気市場の一部とみているが、経済学者と投資の専門家の中には、最後の要因に異議を唱える少数派もいる。市場は、年末までに0.25%の利下げを3回行うという現在の連邦公開市場委員会（FOMC）予測の中央値に同調しているが、最初の三つの要因は利下げ回数が減ることや、利下げが実施されない可能性すらあることを示唆している。



MARK WILSON/GETTY IMAGES

29日に公表されたFRBが重視するインフレ指標である個人消費支出（PCE）価格指数では、2月のコア価格指数（食料とエネルギーを除く）が市場の予想通り、前月比0.3%上昇した。

PCEの前年同月比の上昇率は2.8%と、パンデミック後の急上昇のピークから減速し、わずか半年前の3%台半ばのレンジから下がっている。コアPCEはFOMCの2024年末の予測である年間2.6%上昇に近づき、来年末までに2.2%、2026年までに長期目標である2%を実現する軌道に

乗った。

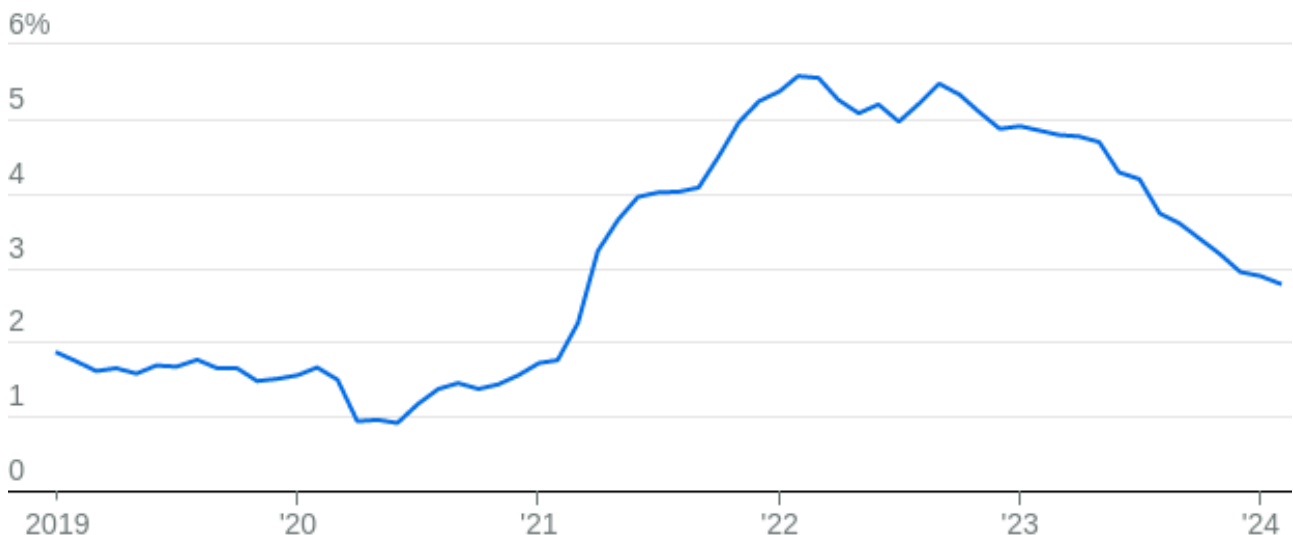
少なくとも今のところ、これ以上良くなることはないかもしれない。アドバイザリーサービスを提供するフリー・マーケット・インクを率いるマイケル・ルイス氏は29日に、「関連するニュースとして、最近のインフレデータは上昇している」と顧客向けノートに記した。コアPCE上昇率は2023年後半の前年比2.5%未満から、最近3カ月間のトレンドは同3.5%まで反発しているという。

資産市場は活況

As Good as It Gets?

The Fed's preferred inflation gauge has eased from its postpandemic peak. But shorter-term trends show no further improvement.

Personal consumption expenditures price index, excluding food and energy; change from year earlier.



一方、個人所得は0.3%増にとどまったものの、支出は2月に0.8%急増した。2月の貯蓄率が前月の4.1%（上方修正後）から3.6%に低下し、旺盛な支出が所得の伸びを上回ったことで、消費者のバランスシートに対する懸念が浮上した。

しかし、アポロ・グローバル・マネジメントのチーフエコノミスト、トルステン・スローク氏が強調し続けるように、強気相場は資産サイドが活況を呈していることを意味する。スローク氏は、将来の利下げの議論が始まった11月のFOMC会合以降、米国の株式市場の価値は10兆9000億ドル増加、債券市場は2兆6000億ドル成長して、合計13兆5000億ドルの富を得たのに対し、2023年の個人消費は総額19兆ドルだったと指摘する。

株式市場や暗号資産（仮想通貨）市場の資産価値が何兆ドルも増加する中で、インフレを抑制できるのか。JPモルガンのグローバル市場戦略チームの責任者、マルコ・コラノヴィッチ氏はそう問いかける。さらに、米財務省が財務省短期証券（TB）を選好し中期債と長期債の発行を減らしたことで、FRBの量的引き締めが側面が無効化された。

コラノヴィッチ氏は先週、「過去において、このような緩やかな金融情勢は（消費者物価指数）を上昇させる大きな原動力となっている」と顧客向けノートに記し、投資家は高金利がより長く続くことに備えるべきだと結論づけている。

CMEフェドワッチが示すように、一部の市場参加者は、現在のフェデラルファンド（FF）金利誘導目標である5.25～5.50%からの利下げ回数が少なくなるとみている。投資顧問のエバーグリーン・ゲイブカルの最高投資責任者（CIO）であるデービッド・ヘイ氏は「利下げは1回きりかもしれない。その1回についても確信はない」と語る。エバーグリーンのチーフエコノミストであるルイス・ビンセント・ゲイブ氏は、先週のコラム記事で、FRBの利下げの根拠は、予想を上回るインフレ率、ガソリン価格の上昇、金価格の史上最高値更新、暗号資産と株式市場の一部における「熱狂的な投機」、債券利回りの上昇、ドルの「ロールオーバー」によって損なわれていると書いた。

ヘイ氏とゲイブ氏は多くの市場観測者と同様に、FRBは大統領選挙の前に利下げを行うかもしれないとみており、その時期を6月と推定している。しかし、ビスポーク・インベストメント・グループによれば、FRBが政策変更を公表し始めた1994年以降の大統領選挙の年には、FOMCは71.2%の割合で金利を安定的に維持し、15.3%の割合で利上げを行っている。利下げの割合は13.6%で、行われたのは金融危機の2008年と、コロナ禍の2020年だ。

カギを握る労働市場

FRBのパウエル議長は29日、サンフランシスコ連銀主催のイベントで、利下げを促す要因の一つは労働市場の軟化であると語り、3月20日のFOMC会合後に行った自らの発言を繰り返した。パウエル議長は労働市場が軟化せず、インフレが「起伏の多い」道を進んでいる間は金融緩和を急ぐ必要はないと断言した。

雇用が悪化していることを示す兆候は乏しい。新規失業保険申請件数は過去最低に近い週21万件にとどまっている。バンガードグループが独自に作成した新たな指標によれば、確定拠出年金（401k）退職制度への加入人数が示すように、雇用は最近、実際に増加している。バンガードグループはまた、レイオフの発表については、特にテクノロジー分野の高所得者は新しい仕事を迅速に見つけることができているようだと言っている。

今後1週間に発表される労働市場統計は注目の的だ。2日には2月の求人離職統計（JOLTS）、5日には3

月の雇用統計が発表される。ファクトセットがまとめたコンセンサス予想では、非農業部門就業者数は18万人増と、2月の27万5000人増から減少する見通しだ。2月の非農業部門就業者数の発表時には、過去2カ月分の雇用の増加数が合計16万7000人下方修正された。

これらすべてを考慮すると、インフレの底入れ、堅調な雇用市場、S&P500指数が2019年以降で最高の第1四半期となったことに代表される超緩和的な金融状況といういずれも、FRBによる複数回の利下げというコンセンサス予想の根拠を弱めている。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. ディズニーを巡る委任状争奪戦と見どころ

[投資戦略]

Peltz vs. Iger at Disney: What to Watch as the Battle Comes to a Close
決戦の株主総会を控え、注目すべきポイントは何か

アクティビストよりもテーマパークがかぎ握る



IAN LANGSDON/ AFP VIA GETTY IMAGES

金融大手UBSの最新の分析によると、米娯楽・メディア大手ウォルト・ディズニー<DIS>の次の株価上昇を後押しするのは、「物言う株主」として知られるネルソン・ペルツ氏ではなくテーマパークである。

来週のディズニーの株主総会で、ペルツ氏とペルツ氏率いる投資会社トライアン・パートナーズが、要求している2名の取締役の席を獲得するかどうかが決まる。フリーキャッシュフロー増加を求めるペルツ氏に対し、ディズニーは、復帰したボブ・アイガー最高経営責任者（CE

O）が既にそれを実行していると反論する。直近の株価は122ドル前後で、ウォール街の業績予想も急上昇している。

ディズニーの2024年9月期のフリーキャッシュフローは、前年比68%増の82億ドルと予想されている。1年前の予想では64億ドルだった。UBSは実際には90億ドルに達する可能性が高く、その後2年間で140億ドルまで増加すると見込んでいる。

UBSでアナリストを務めるジョン・ホデュリック氏は、ディズニーをめぐる委任状争奪戦に言及する中で、「われわれの考える最大のリスクは、アクティビストが取締役推薦に成功し、経営陣が入れ替わることだ。アイガーCEOの直近の在任期間における成果が定着し始めた矢先に、株価の下落を引き起こす可能性がある」と指摘する。

ホデュリック氏は、昨年のディズニー・ワールド50周年のお祭り騒ぎの後も、米国の入場者数が好調で、また入場者1人当たりの支出が増加していることを理由に、テーマパーク部門の営業利益予想を引き上げた。今後10年間に予定されている設備投資600億ドルのうち、テーマパークとリゾートに300億

ドル、クルーズに120億ドルと、7割が好調な事業の拡大に充てられる。これらの事業の最近の投下資本利益率は約20%となっている。

赤字続くストリーミング事業の見通し

ディズニーが近年多額の損失を計上しているストリーミング事業については、ホデュリック氏は、今年度損益分岐点に近づき、2026年度までに30億ドル強の利益を上げると予想している。ディズニーは動画配信サービスの「Hulu（フールー）」を「ディズニー+（プラス）」に統合し始めており、最終的に単一サービスとなる可能性がある。そうなれば、コンテンツ支出が削減でき、ディズニーは一部タイトルのサードパーティへのライセンス供与を再開でき、両プラットフォーム上で過ごす時間を消費者に意識させることで、解約率の低下も期待できる。

現在フールーとディズニープラスのバンドルで消費者にかかるコストは、広告なしで1時間視聴すると共に40セント。価値は動画配信大手のネットフリックス<NFLX>の32セントに次いで2位だが、マックスとパラマウントプラスの80セント強よりも大きく先行している。広告が入るとコストは約半分になるが関係性は同様だ。

スポーツ専門局「ESPN」については、ディズニーは今年、パートナーであるフォックスとワーナー・ブラザーズ・ディスカバリーと共同でスポーツの統合サービスである「スキニーバンドル」の開始を予定している。スポーツファンが新しいバンドルに移行した場合、従来のケーブルの解約が加速する可能性があるが、ディズニーは3社の中で最も影響が少ないかもしれない。ディズニーの全ケーブルネットワーク収益の8割がスポーツバンドルに含まれるからだ。

UBSのホデュリック氏によると、ディズニーが収益水準を維持するためには、従来のケーブルから移行する3.5世帯につき未利用の1世帯をスポーツバンドルに誘致する必要がある。ホデュリック氏はディズニーを買い推奨としており、目標株価を120ドルから140ドルに引き上げている。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

8. テスラと相反するトヨタの戦略が奏効 Toyota Has Become an Anti-Tesla. It's Paying Off EVかHVか、株価が示す明暗

[投資戦略]

EV減速でテスラの株価は振るわず

トヨタ自動車<7203>の株価は過去1年間で電気自動車（EV）メーカーのテスラ<TSLA>を90%ポイントアウトパフォームしている。信じ難いがこれは事実だ。順を追って説明しよう。

テスラの株価は長期的な下落傾向にあり、過去2年間で46%、過去1年間では6%下落した。EVはその注目を失いつつある。みずほ証券は最近、2024年のEV市場の成長率予想を25%から15%に引き下げた。在庫がだぶついている模様で、「手の届く価格帯」という課題も解消できていないと指摘する。

新しもの好きな消費者層はEVを既に購入しており、後に続く購入者層はコスト意識が強い。安価なEV



Photo by Kazuhiro Nogi/AFP via Getty Images

では中国がリードしており、テスラは販売台数で最近、中国のBYD（比亞迪）＜1211.香港＞に抜かれた。テスラも価格を引き下げているが、現行のモデルで可能なコスト削減は限界に達しつつあるという。2025年半ばには小型のスポーツ用多目的車（SUV）を投入する予定だが、売れ筋のモデル3の発売が2017年、モデルYが2020年、そこからエアポケットのように成長の空白が生じている。

ウォール街の現在のテスラの2024年予想販売台数は、前年比12%増の200万台だ。2年前のコンセンサス予想では270万台だった。2024年のフリーキャッシュフロー予想は前年比4%増の45億ドル、2022年後半時点の予想は170億ドル超だった。みずほ証券は最近、テスラ株の投資判断を「買い」から「中立」に引き下げた。テスラをカバーしているアナリストのうち、強気の見方を維持しているのはわずか3分の1だ。

HV戦略に追い風

テスラの予想株価収益率（PER）は60倍を超えている。一方トヨタは、過去1年で株価が115%上昇（日本市場）した後であるにもかかわらず、11倍に留まっている。円が対米ドルで34年ぶりの円安水準にあることも影響し、米国預託証券（ADR）の過去1年の上昇率は84%となっている。

トヨタは結果的にテスラとは相反する道を進んできた。早くからハイブリッド車（HV）に取り組み、プリウスブランドは20年以上にわたって黒字を維持してきた。他の自動車メーカーがテスラを追って野心的なEV戦略に何十億ドルもの投資をしても、トヨタはハイブリッド戦略に固執し続けたが、今になってそれが功を奏しているようだ。JPモルガン証券のアナリスト、岸本章氏によれば、潮目が変わりHVが今やEVをしのぐ勢いだという。特にトヨタのRAV4が独占的な位置を占める小型SUVが牽引している。

トヨタ自動車が開発する「トヨタ」、「レクサス」の両ブランドともに、ハイブリッド車が売上高の3分の1以上を占めており、EVの割合はわずかに過ぎない。トヨタは今年、米国でミドルセダンの「カムリ」の新型モデルを投入するが、全モデルがハイブリッド仕様だ。燃費性能は1ガロン当たり50マイルを超えると予想される。これはプラグイン・ハイブリッド車推進派からすればほど遠い水準だが、それ以外から見れば十分な水準だ。トヨタにとっては先行投資による赤字も不確かなコスト回収期間も不要で、HVによる利益は内燃機関車より多い。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

9. 第1四半期の株式市場は好調なスタート

[米国株式市場]

Markets Had a Great Start. What's Next.

歴史を振り返ると、年内も上昇が続く可能性が大きい

S&P500指数は第1四半期に大幅高



JOHN MOORE/GETTY IMAGES

2024年の市場は素晴らしいスタートを切った。歴史は、2024年が総じて竜頭蛇尾ではなく、盛大に幕を閉じるであろうことを示唆している。

週末が聖金曜日で短かった先週のS&P500指数の動きを見ると、わずか0.4%高の5254.35で引けたが、第1四半期としてのパフォーマンスは記録的なものとなった。S&P500指数が引け値で史上最高値を記録した回数は年初来で22回で、これは第1四半期としては1998年以降で最多だった。

先週の他の主要株価指数は、ダウ工業株30種平均が0.8%高の3万9807ドル37セントとなったが、ナスダック総合指数は0.3%下落して1万6379.46で引けた。小型株のラッセル2000指数は2.5%上昇して2124.55で週末を迎えた。

S&P500指数は2024年の年初3カ月で10.2%上昇した。年初の3カ月で8%以上の上昇を記録したのは2012年の12%、2013年の10%、2019年の13.1%に次いで、21世紀に入ってから4回目だ。

ダウ・ジョーンズ・マーケット・データによると、2012年以前にS&P500指数が第1四半期に8%以上の上昇となったのはドットコム・バブル崩壊前の1998年にさかのぼる。1950年以降でも今回を入れて17回だけだ。

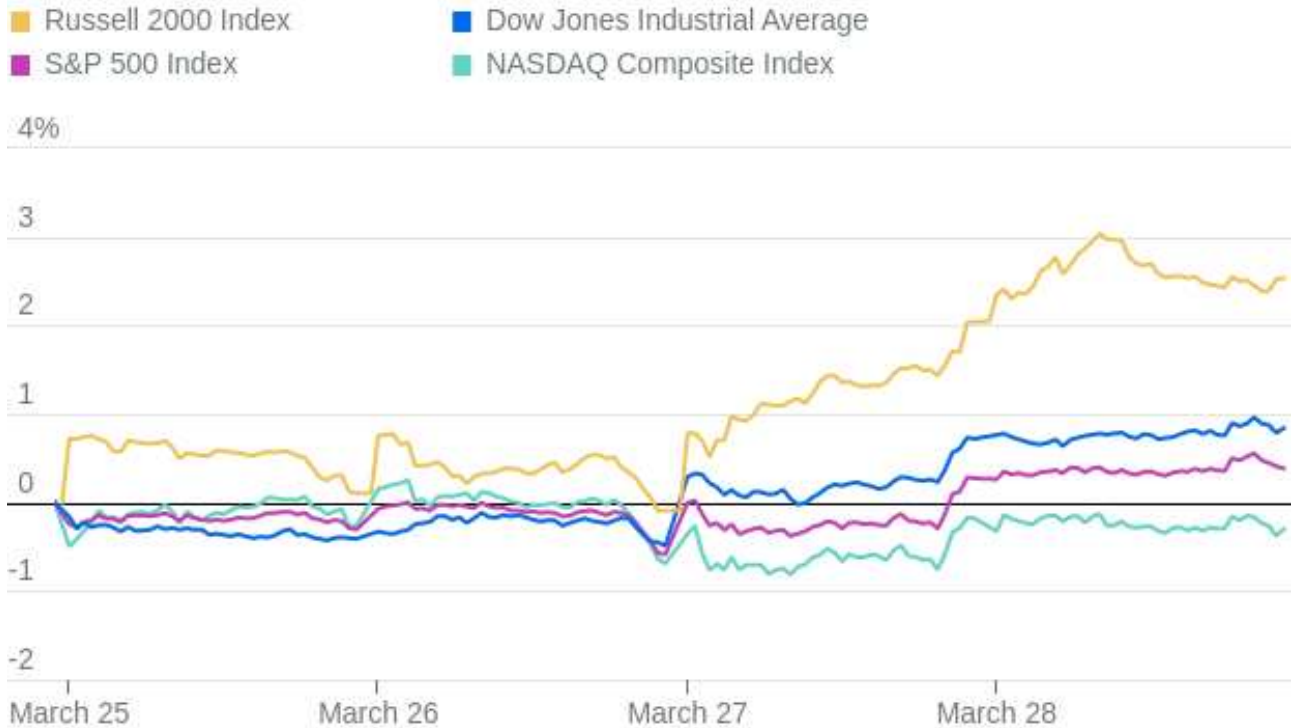
弱気派と強気派の根拠

S&P500指数の今年第1四半期の上昇は昨年の24%の急上昇に続くものであるため、市場は行き過ぎていると考える懐疑論者もいる。人工知能（AI）への熱狂がいまだに市場をけん引しているという事実は、ハイテクバブルの再来ではないかというここ数四半期の懸念をほとんど和らげるには至っていない。他の慎重派は、「（上昇相場を）取り逃がすことへの恐れ（FOMO＝Fear of Missing Out）」が市場に資金を呼び込む現実的な要因であると指摘する。

しかし、継続的な上昇を支持する強力な論拠がある。半導体大手のエヌビディア<NVDA>の直近の業績は、AI楽観論が単なる誇大広告でないことを示している。また、2023年とは異なり、今年はハイテク以外の銘柄も市場をけん引している。S&P500指数のヘルスケア・セクター指数と生活必需品セクター指数は、1四半期としては2022年第4四半期以降で最高のパフォーマンスとなった。また、3月末時点で金融セクターと生活必需品セクターは5カ月連続で上昇しており、2018年以降で最高だった。

強気派に対する支援材料はまだある。1950年から2023年まで、S&P500指数が第1四半期に8%以上の

Market Snapshot



上昇となったのは16回あるが、その後3四半期でマイナスとなったのは1回だけであり、それはブラックマンデーの暴落があった1987年だけだ。それ以外の15回は、その後の3四半期の上昇率が平均で9.7%となった。言い換えると、過去約75年でS&P500指数が第1四半期に8%以上上昇した場合、ほぼ94%の確率でさらに上昇していることになる。

第2四半期以降も上昇の勢いが続く見方

全体としては、2024年はこの勢いが続くことを示唆している。ただし、残りの年内の上昇が第1四半期に及ばない可能性も十分にある。

前述した15回（1987年を除いたもの）のうち10回で、第1四半期の上昇率がその年の残りの期間の上昇率を上回った。これには2012年のように、第1四半期の上昇率が12%だったが、それ以降の上昇率が1.3%にとどまった場合も含まれる。

そうした事実の一方で、2013年と2019年の場合は、S&P500指数は第1四半期よりも残りの3四半期の上昇率の方が大きかった。

肝心なのは、2024年のように好調に始まる年は、「ブラックスワン（予期せぬ極端な事象）」的なイベントが起きなければ投資家を失望させることはほとんどないという点だ。

その点からも、今回の第1四半期のパフォーマンスが市場参加者をいらだたせるとは考えていない。

By Teresa Rivas
(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]

GE Investors Get Some Early Clues to What Vernova Shares Are Worth

GE分割で電力会社GEベルノバが誕生、株価の見通しは

先週ニューヨーク証券取引所に上場したGEベルノバ、株価好調



ILLUSTRATION BY ELIAS STEIN

複合企業ゼネラル・エレクトリック（GE）

＜GE＞からスピノフして誕生する電力会社GEベルノバ＜GEV＞の株式取引が27日に始まった。ベルノバのスピノフ自体は4月2日に完了する予定で、完了に先立ち売買が開始された。スピノフする会社の株式は、実際のスピノフ前に取引されることがあり、投資家にバリュエーションの手掛かりを与える。

ベルノバ株は予想に近い115ドルで取引を開始し、28日には136.75ドルまで上昇した。27日に、ウェルズ・ファーゴのアナリスト、マシュー・エイカーズ氏はGEの目標株価を177ドルから200ドルに引き上げた。これにはベルノバの34ドルが含まれる。GEの株主は、GE株4株につきベルノバ1株を取得する。それに基づくと、エイカーズ氏はベルノバの目標株価をウォール街の評価の上限に近い136ドルとしていることを意味する。

ベルノバの株価を136ドルとすると、2025年予想の株価／EBITDA（利払い・税引き・償却前利益）倍率は12倍となる。これはシーメンス・エナジー＜ENR＞、ハッベル＜HUBB＞、ベスタス・ウインド・システムズ＜VWS＞、シュナイダー・エレクトリック＜SU＞などの同業他社平均と比べると少々高い。しかし、各社のEBITDA倍率はばらけており、シュナイダーは15倍、シーメンスは4倍となっている。

ベルノバには、赤字の風力発電部門と、より安定したガスタービン発電部門が存在している。利益率は今後の改善が予想されているため、2024年や2025年の予想EBITDAで判断するのは用心が必要だ。ベルノバのGE株1株当たりの価値を34ドルとすると、残るGEエアロスペースの価値は約141ドルとなる。エイカーズ氏によると、GEエアロスペース単独の、2025年予想で5.50ドルの1株当たり利益（EPS）に基づく株価収益率（PER）は26倍で、S&P500指数の19倍を上回っている。

先週の出来事

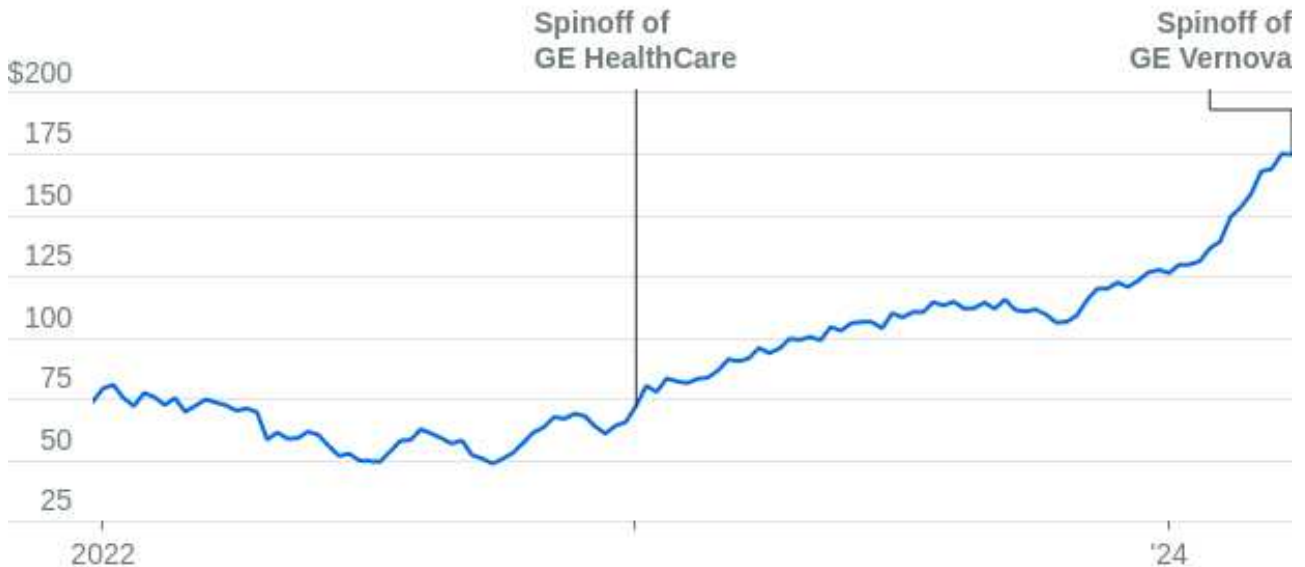
株式市場

株価のボラティリティーは前週の急騰後、低下した。決算発表のシーズンは終わりに近づき、暗号資産（仮想通貨）ビットコインの価格は7万ドルを超えた。円は対ドルで34年ぶりの安値をつけ、介入を求める声が高まった。ダウ工業株30種平均（NYダウ）とS&P500指数が最高値を更新して好調な四半期を締めくくった。第1四半期に、NYダウは5.6%上昇、S&P500指数は10.2%上昇、ナスダック総合指数も9.1%上昇した。グッドフライデー（イースターの前の聖金曜日）に発表された2月の個人消費支出（PCE）指数は前月比0.3%上昇した。

Less Is More

General Electric stock has risen over the last few years even as it spins off businesses like GE HealthCare and GE Vernova.

General Electric



企業動向

米航空機大手ボーイング<BA>のデビッド・カルフーン最高経営責任者（CEO）が2024年末に退任する意向を明らかにした。安全上の問題に直面する経営陣の大幅な刷新の一環で、会長も再選をとりやめ退任、また民間航空機部門のトップも同様に退任する。新会長には、米半導体大手クアルコム<QCOM>の最高経営責任者（CEO）を務めた経験を持つスティーブ・モレンコフ氏が就任する。世界最大の資産運用会社ブラックロック<BLK>のCEOラリー・フィンク氏は、米国に迫り来る退職危機について警告した。コンテナ1隻がメリーランド州ボルティモアの連絡橋に衝突し、橋が崩落した。暗号資産取引所大手だったFTXの創設者サム・バンクマン・フリード被告に対して、FTX破綻に関する詐欺罪で25年禁錮刑の判決が下された。

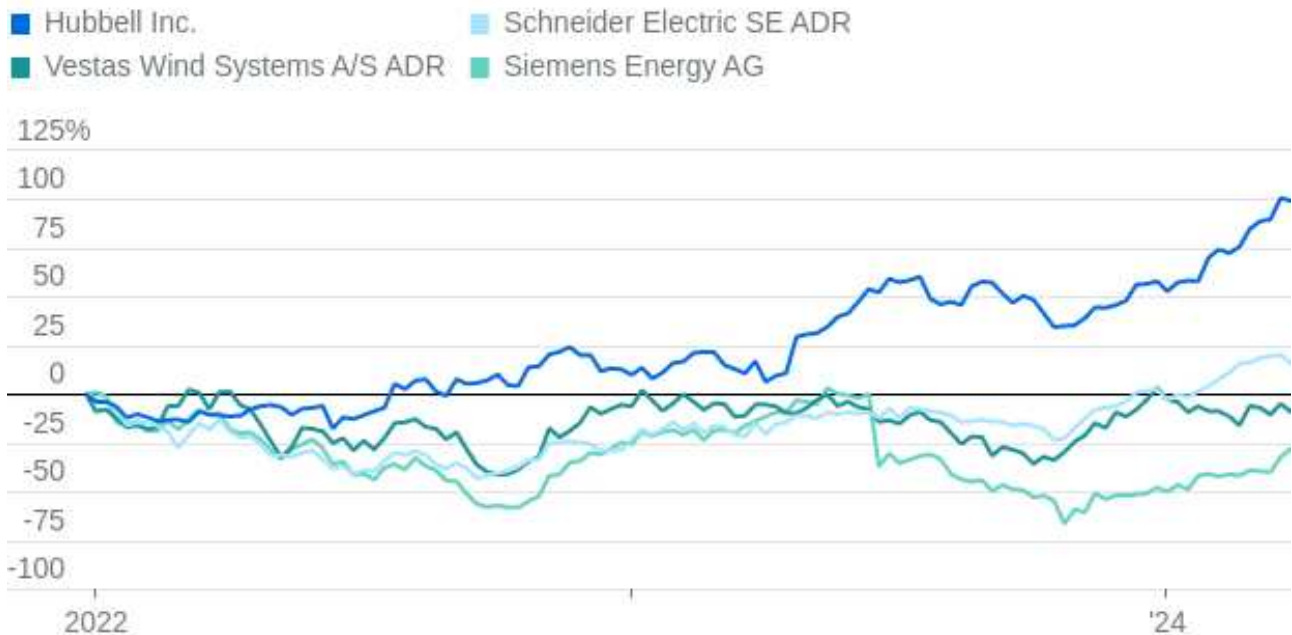
M&A（合併・買収）等

- ・経営再建中のコワーキングスペース運営会社、ウィーワーク<WEWKQ>の共同創業者でCEOだったアダム・ニューマン氏が、ウィーワークを5億ドル超で買い戻す入札案を提示した。
- ・特別買収目的会社（SPAC）のデジタル・ワールド・アクイジションは、トランプ前米大統領のソーシャルメディアであるトゥルース・ソーシャルを運営する旧トランプ・メディア・アンド・テクノロジー・グループとの合併を完了し、社名をトランプ・メディア・アンド・テクノロジー・グループ<DJT>へ変更して取引を開始、時価総額は68億ドルだった。50ドルでデビューした株価は跳ね上がり、28日の終値は62ドルだった。
- ・化学・電気素材メーカーのスリーエム（3M）<MMM>からスピンオフされるヘルスケア会社ソルベンタム<SOLV-W>は、1株80ドルで取引が始まった。スピンオフは4月1日に完了する予定で、完了に先立ち売買が開始された。GEがスピンオフする電力会社GEベルノバは115ドルで取引を開始し、スピンオフは4月2日に完了する予定。

今週の予定

A New Peer Group

GE Vernova will be directly competing against power generators with a wide range of performance.



4月1日（月）

米サプライ管理協会（ISM）が3月の購買担当者景況指数（PMI）につき、製造業PMIとサービス業PMIをそれぞれ発表する。1日に発表される製造業PMIのコンセンサス予想は48.5で、2月より1ポイント近く上昇する。3日に発表されるサービス業PMIは52.5で、前回とほぼ同水準になると予想されている。新型コロナウイルス感染症によるパンデミック（世界的大流行）後に経済が完全に再開してからの約3年間、サービス業PMIが製造業PMIを上回っている。

4月2日（火）

米労働省労働統計局（BLS）が3月の求人離職統計（JOLTS）を発表。エコノミスト予想によると、2月最終営業日時点の求人件数は870万件で、1月同時点と比べて16万3000件少ない。現在、求職中の失業者1人あたりに1.4件の求人があり、2022年3月のピーク時の2件から減少している。

4月5日（金）

BLSが3月の雇用統計を発表。コンセンサス予想では、非農業部門就業者数の増加数は2月の27万5000人増に続き、18万人増になると見込まれている。失業率は横ばいの3.9%と予想される。失業率が2年連続で4%を下回ったのは、1960年代後半以来のことだ。

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』 2024/03/31

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 © 2024 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます