

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2024/12/22

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. テクノロジー進で買い物依存が問題に - She Blew Her Life Savings. How Tech Hooks Shoppers [カバーストーリー]
ソーシャルメディアが誘惑 P.1
2. 割高なコストコ株、売るのが正解 - Sell Costco Stock. It's No Bargain [フィーチャー]
S&P500上位20社でテスラに次ぐP E R P.5
3. 不安定な2025年への備え方 - How to Prepare Your Portfolio for a Bumpy 2025. [フィーチャー]
規律あるポートフォリオの適正化を P.9
4. 超富裕層ニッチ投資、リターン20%狙う - The Super-Rich Invest in Some Wild Things. A [フィーチャー]
20% Return Is Very Real. P.11
プライベート・エクイティに代替、その現場とは
5. 2025年のヘルスケア投資アイデアとは - A Veteran Healthcare Analyst Shares His Top [インタビュー]
Investment Ideas for 2025 P.15
ゴールドマン・サックスのハイダー氏に聞く
6. 調整必要だった米株式市場 - The Stock Market Needed a Washout. What Sentiment Says About [コラム]
What Comes Next. P.19
投資家心理が示す市場の行方
7. F R B利下げ予想減で株価急落 - The Fed Crushed the Stock Market. Where to Find the Best [米国株式市場]
Value Now. P.21
バリュー株、押し目買いの好機か
8. ナイキが再建計画を発表 - Nike Unveils Its New CEO's Turnaround Plan. Can It Get Its Mojo [投資戦略]
Back? P.23
新CEOの下、活力を取り戻せるか
9. エヌビディア株、下落基調続くか - Nvidia Stock Looks Dead in the Water. How It Comes [米国株式市場]
Back to Life. P.25
20日移動平均回復が買いの好機に
10. M&Aブーム再来か - An M&A Boom May Be Coming. Investors, Beware. [経済関連スケジュール]
M&Aの7割、効果は期待外れとの研究も P.27

※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. テクノロジー進化で買い物依存が問題に She Blew Her Life Savings. How Tech Hooks Shoppers ソーシャルメディアが誘惑

[カバーストーリー]

不安と購買意欲あおるソーシャルメディア



Illustration by Saratta Chuengsatiansup

米国の原動力はショッピングであり、散財したいという衝動こそが経済を動かし続けている。しかし、この方程式には暗い側面もある。たとえばホリデーシーズンであってもだ。

40歳のゾーイさんは、成人してからほぼずっと衝動買いに苦しんできた。自分が使うはずではなかった3万ドルをわずか数カ月で浪費してしまったことで、依存症の治療を受けるべきだと気付いた。

3万ドルは交通事故の保険金と、ゾーイさんの夫の確定拠出年金（401k）を取り崩したもので、夫が学校で再び勉強するために貯蓄していた。しかし、ゾーイさんはそのほとんどを、買ったかどうかすら覚えていない細々とした物に費やしてしまった。ゾーイさんはたびたび、午前4時に半分眠りながらオンラインショッピングをしたり、地元の1ドルショップであるダラーツリー<DLTR>の店舗で散財したりした。その結果、結婚生活に問題が生じ、ゾーイさんの人生は永久に変わってしまったという。

ゾーイさんは「自分は不要なものを買ひ、質よりも量を求めている。皆は大したことじゃないというが、実際は違う」と語る。

ゾーイさんのような人は珍しくない。2024年の米国の小売売上高は5兆2800億ドルと予想されている。個人消費は米国の国内総生産（GDP）の約3分の2を占める。消費者の力強さと消費意欲の旺盛さは、米国がほとんどの国と異なる点だ。

ショッピングはかつてないほど簡単になっているが、それによって問題が生まれる可能性がある。小売業者は衝動買いの欲求を満たす新たな方法を発見し続けている。消費者をターゲティングするアフィリエイトマーケティング（第三者が手数料と引き換えに商品を宣伝する手法）とアルゴリズム、可能な限りスムーズな買い物を実現する「今すぐ買う」ボタンや、メールやテキストといった昔ながらの手法が常に消費を誘っている。インスタグラム、TikTok（ティックトック）などのソーシャルメディアは、完璧な商品が完璧な人生をもたらすという夢を売る。この問題はZ世代とミレニアル世代にとって特に深刻で、市場調査会社クアルトリクスが金融サービス会社イントゥイット・クレジット・カルマのために今年実施したアンケートでは、回答者の3分の1が買い物依存であることを認めている。

その結果、本来使うべきでない現金を使い切ってしまう人が増えている。これは経済にとっては良いことかもしれないが（11月の小売売上高は予想を上回る前月比0.7%増だった）、既にインフレと債務の増加に苦しんでいる数百万人の米国人の家計をさらに危うくする。

心理学者でDCサイコロジカル・ウェルネス・グループ創設者のモニーク・ムーア氏は「新型コロナウ

イルスのパンデミック（世界的大流行）以降、衝動買いは年々増えている。ソーシャルメディアは人々に不安を与え、『解決策』を売っている」と指摘する。

消費者と小売企業の関係「ダビデと巨人ゴリアテ」

Consumption Junction

The U.S. has always been a nation of shoppers, and never more so than after the pandemic.

Consumer spending as a percentage of U.S. GDP



Source: U.S. Bureau of Economic Analysis

買い物依存は、「心理的および金銭的に深刻な結果を招くにもかかわらず、過剰で制御不能な買い物をしてしまうこと」と定義される。今のところは正式な診断名ではないが、精神科医は、買い物依存は一般的な精神疾患であり、摂食障害などの依存症と多くの共通点があると認識している。正式に疾患として分類されていないのは、他の疾患との重複や研究不足が原因かもしれない。本誌が取材した専門家はいずれも研究が不十分であると指摘した。

精神科医で研究者のドナルド・ブラック氏は2022年、買い物依存の患者数について、保守的に見積もって人口の約5%と推定している。これはギャンブル依存の1%より多く、アルコール依存の10%より少ない。しかし、従来の調査法では若い消費者を効果的に把握できず、パンデミックの間に衝動買いが増えたことを考えると、実際の患者数はもっと多い可能性がある。

仮に患者数が米国の成人の5%だとしても、約1300万人が買い物依存に苦しんでいることになる。さらに、ムーア氏などの専門家は、アルゴリズムの影響によって衝動買いが近年大幅に増えていると指摘する。これはZ世代で特に顕著な傾向で、市場調査会社イーマーケットによると、Z世代の39%はアフ

ィリエイトマーケティングが買い物に少なくとも中程度の影響を及ぼしていると回答した。ミレニアル世代は35%、X世代は25%、ベビーブーム世代は16%だった。

衝動買いは金融リテラシーの欠如とお粗末な選択の結果にすぎないと主張する向きもあるだろう。しかし、実際には、消費者と小売企業の戦いはもはや公平ではなくなっている。ショッピングサイトにはクレジットカード情報が保存されており、ワンクリックで入力できる。さらに、より多くのショッピングがスマートフォン上で行われるようになっている。研究によると、スマートフォンでは衝動のコントロールが弱くなる。ソーシャルメディアのアルゴリズムは常に改善されており、ユーザーが画面をスクロールする時間を長くし、依存心を高め、買い物の衝動にあらがうことが今まで以上に難しくなるように仕組まれている。つまり、ダビデと巨人ゴリアテの戦いのような状況で、巨人がますます強くなっているのだ。

ムーア氏は「こうしたプラットフォームは、人々が落ち込み、不安である時に買い物を促すのがうまくなっており、最も弱っている時につけ込んでくる。私たちは自分をコントロールできていると思っているが、実はそうではない」と説明する。

さらに、経済全体の負担も考える必要がある。Z世代は既に老後の貯蓄に関して大きな障害に直面している。社会保障給付が今後10年間で不足すると予測される中、衝動買いの増加は数百万人の米国人の経済的安全を脅かす可能性がある。今年第3四半期、ローンの滞納件数の割合は第2四半期の3.2%から3.5%へ上昇し、家計債務は1470億ドル増の17兆9000億ドルとなり、クレジットカード残高は240億ドル増の1兆1700億ドルと急増した。ムーア氏は衝動買いがこうした問題に拍車を掛けていると指摘する。

これまでのところ、小売企業が技術的ツールを利用することへの批判はほとんどない。「今すぐ買う」ボタンによって、買い物はかつてないほど簡単になっている。さらに、後払い決済（BNPL）企業の台頭によって（アドビ・アナリティクスはBNPLのホリデーシーズンの売上高が11%以上増加し、過去最高の185億ドルに達すると予想）、クレジットカードの限度額や信用調査を気にせずに「ツケ」で買い物ができる。学術研究によると、アマゾン・プライムの会員であることさえ衝動買いの増加につながるという。

カンザス州立大学助教のミーガン・マッコイ氏は「世界全体が衝動買いを促す仕組みになっている」と指摘する。

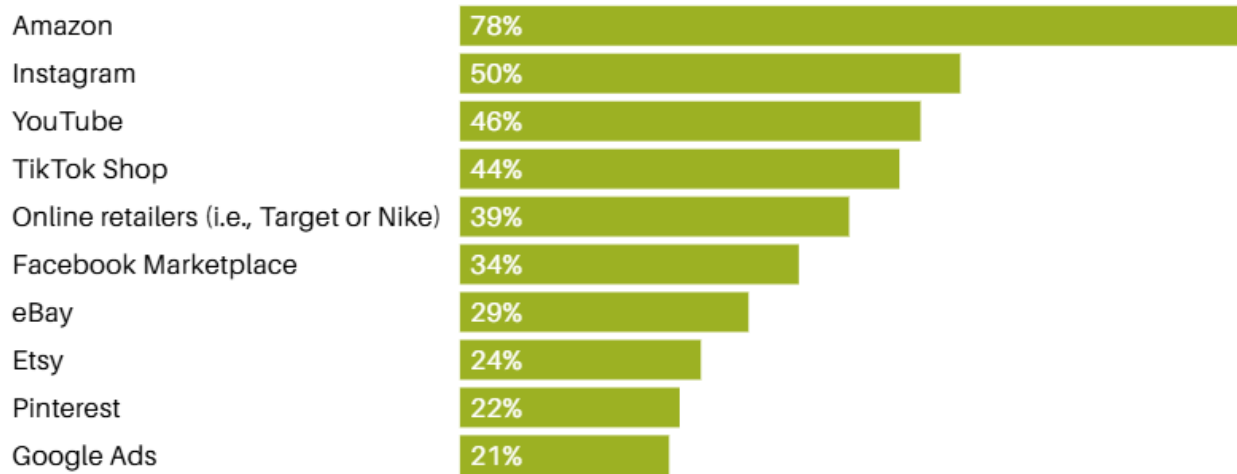
衝動買い減でも景気悪化の可能性低い

さらに、アフィリエイトマーケティングだ。イーマーカーはアフィリエイトマーケティングへの支出が今年の約110億ドルから2028年までに160億ドルへ急増すると予想している。アフィリエイトマーケティングはメディア企業にとって急成長する収益源にもなっている。ニューヨーク・タイムズ<NYT>は第3四半期の決算説明会で、傘下の製品レビューサイト「ワイヤーカッター」のアフィリエイト売上高が「引き続き成長の強力なけん引役になる」として、「その他売上高」が11~13%増加すると予想した。BMOキャピタル・マーケットのシニアアナリスト、シメオン・シーゲル氏は、消費者へのダイレクトマーケティングのみに頼ることが非常に困難かつ高コストになる中で、アフィリエイトマーケティングは小売企業にとってブランド認知度を高めるツールとしてますます重要になっていると語る。

Shop Till You Drop

Online retailers and social media help fuel compulsive buying in 12- to 43-year-olds.

Percent of respondents citing the platform as fueling shopping addiction



Source: Intuit Credit Karma

心理学者のムーア氏は、アフィリエイトマーケティングという強力なツールが、売り上げの拡大を主な目的とする企業ばかりに使われていることを懸念している。ムーア氏は「小売企業は膨大なデータを蓄積し、買い物の心理に関する理解を深めているが、そのデータは医療の専門家やショッピングサイトの個人ユーザーには共有されない。私たちは、私たち自身について企業が知っていること、つまり企業の予測アルゴリズムや、私たちがどのように行動すると予測されているのかを知らない」と指摘する。

ショッピングアプリや小売企業も衝動買いを止めようとしめない。衝動買いを発見するのは難しく、止める法的義務もないからだ。小売り大手のウォルマート<WMT>とターゲット<TGT>は、本誌の取材に対策を取っていないと答えた。後払い決済企業のアファーム・ホールディングス<AFRM>は「個別の取引レベルでリスクを評価」しており、同業のクラーナは「責任ある支出と貸し付けのための施策を実施している」という。アマゾン・ドット・コム<AMZN>と、フェイスブックやインスタグラムの親会社であるメタ<META>（旧フェイスブック）からの回答はなかった。

米連邦取引委員会（FTC）は、オンラインの出版物がアフィリエイトリンクを使用する場合はその開示を義務付けているが、ギャンブル関係のウェブサイトと同様に依存症対策のための情報を掲載することは求めている。さらに、資産運用会社グラタス・キャピタルのファイナンシャルプランニング担当ディレクター、ミシェル・クルーガー氏は、助けを求めている買い物客さえ必要な支援を得られない可能性が高いと語る。クルーガー氏は「衝動買いに苦しむ人はファイナンシャルプランナーが必要だと思われるかもしれないが、プランナーは恐らく事態に対処できない。しかし、メンタルヘルスの専門家にお金の悩みを持ち出すとしても、『私には多額の借金がある』などという話になり、専門家は自分が解決できるとは思わないだろう」と指摘する。

他の研究は、衝動買いは性別にはあまり関係ないが、遺伝的要因や世代をまたぐトラウマに関係する可能性があることを明らかにしている。カンザス州立大学のマッコイ氏は「衝動買いは、人が苦しみに対処するための戦略が買い物しかない場合に起きる。また禁酒後に衝動買いを始めるケースのよう

に、依存先が変わる場合にも発生する可能性がある」と語る。

衝動買いをしやすい人にとって役立つ戦略としては、スマートフォンからクレジットカード情報を消去、ショッピングアプリのアンインストール、位置情報の無効化、メール配信の停止などがある。あるウェルスマネジャーは、ボードゲーム「モノポリー」の紙幣をテーブルに並べて自分の支出パターンやリソース配分を物理的に視覚化することを提案している。

しかし、こうした手法は、現実には衝動買いに苦しんでいる人にとってあまり効果的ではないだろう。ムーア氏は、買い物依存専用の標準的な治療法は存在せず、多くの臨床医は以前有効だった手法が短命になったと感じていると語る。抗生物質の耐性のように、アルゴリズムとメンタルヘルスの「軍拡競争」はエスカレートしている。ムーア氏は「実績ある治療法が以前ほど持続的でなくなっている。その理由はテクノロジーだと思う」と話す。

一方で、投資家はこうした技術の進歩を歓迎しており、ソーシャルメディアによるコンテンツの収益化や、小売業者が人工知能（AI）を導入してカスタマイズ広告を提供することを好感している。GDPの観点から見れば、売上高が増えるのはすべて良いニュースだ。しかし、衝動買いが減っても、景気が大幅に悪化する可能性は低い。より理性的な買い物をすることは、消費者が去ることを意味しない。むしろ、消費者と買い物との関係はより正常なものになるのだ。

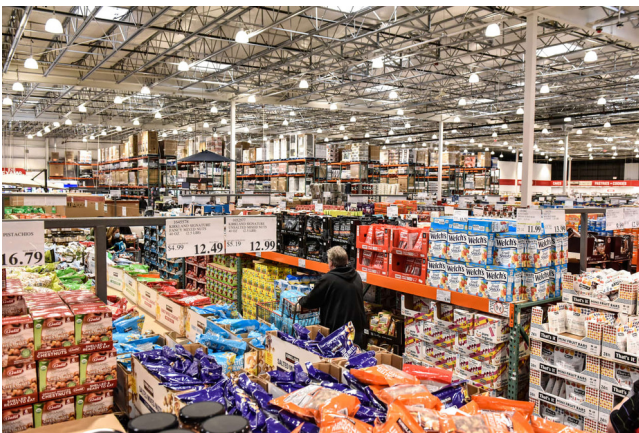
グラタスのクルーガー氏は「衝動買いに苦しむ買い物客を支援しても、売上高全体に大きな影響はないはずだ。ただし、私たちは誰でも衝動買いをする傾向があるので、仮に衝動買いが完全になくなったとしたら、経済全体に非常に大きな影響をもたらすだろう」と語る。

By Teresa Rivas
(Source: Dow Jones)

2. 割高なコストコ株、売るのが正解 Sell Costco Stock. It's No Bargain S&P500上位20社で特斯拉に次ぐP E R

[フィーチャー]

大手他社比、自社実績比で割高



Stephanie Keith/Bloomberg

会員制倉庫型スーパー大手のコストコ・ホールセール<COST>は、小売業界におけるパランティア・テクノロジーズ<PLTR>（米国政府を最大の顧客とする人工知能＝AI＝ソフトウェア企業）のような存在となり、パランティアと同様、極めて高いバリュエーションとカルト的な投資家を獲得している。

事業そのものに問題はない。引き続き、7700万人に上る世界各国の会員に価値を提供し、一貫して堅調な業績で、米国と海外の両方で事業基盤を着実に拡大している。会員は、ローストチ

キン（4ドル99セント）や40年前から値段が変わらないホットドッグとドリンクのセット（1ドル50セント）など、業界で最もお買い得な商品を求めて来店し、混雑やレジの長い列も我慢する。そのおかげでコストコの売上高と利益は一貫して成長し、莫大（ばくだい）なりターンを生んだ。1985年の新規株式公開（IPO）時に1.67ドルだった株価（株式分割考慮後）は約600倍になった。定例配当の利回りは0.5%と低く、時折特別配当が支払われる（直近では2023年末の1株当たり15ドル）。

コストコ株は、投資家が割高な価格を進んで支払うタイプの株式だが、恐らく割高過ぎる。株価は962ドルと年初来で45%上昇し、2025年8月期の予想1株当たり利益（EPS）18.12ドルに対する株価収益率（PER）は53倍に達している。S&P500指数構成銘柄の時価総額上位20社の中で、2025年予想PERがコストコ（時価総額4300億ドル、全構成銘柄中18位）に匹敵する水準にあるのは、電気自動車（EV）大手のテスラ＜TSLA＞（PER 100倍超）だけだ。

コストコは、グロース株として人気の高いアップル＜AAPL＞や、マイクロソフト＜MSFT＞、米半導体大手のエヌビディア＜NVDA＞、決済サービス大手のマスターカード＜MA＞（予想PER30倍前後）、小売り大手のウォルマート＜WMT＞やアマゾン・ドット・コム＜AMZN＞（予想PER35倍前後）と比べると割高に見える。しかし、コストコにはこの割高なバリュエーションの裏付けとなるような成長はない。今後数年の予想EPS成長率は年約10%と、上記銘柄のうち幾つかを下回っている。PEGレシオ（PERを利益成長率で割った比率）も大半のグロース株が2～3であるのに対し約5と、より割高であることを示している。

また、コストコの過去の水準と比べても割高だ。証券会社エドワード・ジョーンズの小売り業界アナリスト、ブライアン・ヤーボロー氏は、2024年初頭のコストコの予想PERは40倍、コロナ禍前は30倍だったと指摘する。つまり、株価は利益が追い付けば頭打ちとなり、市場の急落あるいは業績の予想未達起きた場合、15～20%下落する可能性があるということだ。ヤーボロー氏は「今後、3～4年間はアウトパフォームするのは困難だろう」と話す。

調査会社トライバリエート・リサーチによれば、PERが初めて50倍を超えた企業は、1年後に40倍を下回る場合が多く、その後3年にわたり市場をアンダーパフォームする傾向にあるという。2年前、PERが現在の半分以下の頃、本誌はコストコに好意的な記事を掲載した。2025年予想PERが40倍になるとしたら、株価は20%超下落し、725ドルとなる。トライバリエートのアナリストは「コストコのユニークなビジネスモデルには多くの強みがあるのは確かだが、売上高の成長が従来と実質的に変わらない企業としては、バリュエーションの上昇が急過ぎる」と書いている。

強気派の視点

事業の成長自体に問題はない。今年度の売上高は7%で成長しており、2024年8月期も同水準の成長率だった。ファクトセットによれば、EPS成長率は2024年9～11月期が一過性の税務要因調整後で10%で、通期（2025年8月期）では9%となる見込み。重要指標である既存店売上高は、過去2年間で5～6%増加している。店舗数（現在約900店舗、米国内616店舗）も年25～30店舗のペースで増加している。

強気派の見方はどうか。JPモルガンのアナリスト、クリストファー・ホーバーズ氏は「事業を展開したすべての国で成功した小売り企業は他にない」とし、コストコの会員制ビジネスモデルを小売り業界最高のモデルと評する。コストコは、全店舗の約3分の1が海外店舗で、海外で新規店舗がオープン

Costco Wholesale

(COST / Nasdaq)

\$1,000

900

800

700

600

500

400

300

200

100

0

Jan.
2022

April
2022

July
2022

Oct.
2022

Jan.
2023

April
2023

July
2023

Oct.
2023

Jan.
2024

April
2024

July
2024

Oct.
2024

Source: FactSet

する際は、しばしば長蛇の列ができる。モルガン・スタンレーのアナリスト、シメオン・ガットマン氏は、成長が加速しているとみており、投資判断をオーバーウエート、目標株価を1150ドルとしている。

コストコのファンは、独特なビジネスモデル、特に営業利益の約半分を占める会員費に注目する。9月に年会費を7年ぶりに値上げ（5ドル）し、65ドルとしたことはプラス要因だ。もう一つのプラス要因は、会員の約半数が年会費130ドルのエグゼクティブ会員を選択していることだ。この会員費（更新率は90%を超える）によって、コストコは動画配信大手のネットフリックス<NFLX>と同様の収益の質を実現しており、極めて高水準のPERに値する、というのが強気派の主張だ。

唯一の欠点が株価

しかし、ヤーボロー氏は、会員費を小売り事業の利益から切り離して評価するのは無理があると指摘する。コストコのビジネスモデルは会員に価値を提供することで成り立っており、それが純利益率が3%と低い水準にある理由の一つだ。会員費をより強気の水準に設定すれば、利益率を改善し、混雑も緩和できるだろう。商品を若干値上げしても、最安値水準の維持が可能だろう。しかし、コストコは低価格の維持に誇りを持ち、いかなる商品も仕入れ価格に15%以上上乗せしてはいない。そうすることで、最安値の地位を守っている。それがコストコの商売のやり方だ。今から10年ほど前、長年最高経営責任者（CEO）を務めたジェームズ・シネガル氏は、後任のクレイグ・ジェリネック氏に「ホットドッグを値上げしたら殺す」と語ったという。

会員制モデルには、大量購入や恐らく大手小売り業者で最低の万引き率（売上高のわずか0.1%）な

Sticker Shock

Costco is a pricey stock—even compared to some tech giants.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	Market Value (billion)	2025E EPS	2025E P/E
Costco Wholesale / COST*	\$964.74	46.2%	\$428	\$18.12	53.2
Amazon.com / AMZN	220.52	45.1	2,319	7.03	35.4
Apple / AAPL**	248.05	28.8	3,750	7.36	33.7
Walmart / WMT***	93.55	78.0	752	2.77	33.7
Microsoft / MSFT****	437.39	16.3	3,252	13.08	33.4
Nvidia / NVDA***	128.91	160.3	3,157	4.36	29.6
Home Depot / HD***	393.82	13.6	391	15.75	25.0

Note: E=estimate. *Fiscal year ends in August. **Fiscal year ends in September. ***Estimates for fiscal year ending January 2026. ****Fiscal year ends in June.

Source: Bloomberg

ど、他にも強みがある。そして、17歳でフォークリフトの運転手から始めたロン・バクリスCEO（59）を含め、社内で昇進を重ねてきた生え抜きが多い、小売り業界屈指の経営陣も強みだ。

しかし、品ぞろえが豊富になりつつあるとはいえ、食品や生活必需品を会員に低価格で提供するという点では、20年前から基本的に変わってはいない。食品が売上高の約半分を占め、ネット販売は売上高の10%未満だ。売上高の約3分の1を占める「カーランド」を含め、プライベートブランドの比重が大きい。ワイン、衣服、旅行、眼鏡類、金の延べ棒でも成功を収め、薬局事業も伸びている。だが、米国の店舗数増加には限界があるだろう。

資産運用会社スミード・バリュー・ファンドの最高投資責任者（CIO）で創業者のビル・スミード氏は、コストコの規模（売上高2500億ドル超）を考えれば、従来のような成長率を維持することは困難だと指摘する。そして、コストコは、「優れた競争優位性（ワイド・モート）を有する大型株」であり、そうした銘柄のバリュエーションがとてつもない水準まで押し上げられた1970年代の「ニフティ・フィフティ（素晴らしい50銘柄）」をほうふつとさせると語る。ニフティ・フィフティ銘柄は、その後10年にわたりアンダーパフォームした。

コストコは魅力にあふれた企業だ。株式が例外なだけだ。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

3. 不安定な2025年への備え方

[フィーチャー]

How to Prepare Your Portfolio for a Bumpy 2025.
規律あるポートフォリオの適正化を

好調な1年の終わりに高まる不確実性



Michael Nagle/Bloomberg

市場は波乱の年末を迎える可能性があり、不安を引き起こしている。18日には米連邦準備制度理事会（FRB）が利下げを決める一方、2025年の追加利下げについては控えめな見通しを示したことを受け、株式は大きく売られ、債券も打撃を受けた。

現在の問いは、2025年に相場が再び上昇するのか、そしてトランプ次期大統領の政策がその後押しとなるか、それとも妨げになるかである。

多くの投資家は、2期目のトランプ政権は1期目とは異なるものになると予想している。トランプ氏の2期目のアジェンダは、2016年に掲げていた1期目の内容よりも野心的だ。しかし、UMBバンクのエリック・ケリー最高投資責任者（CIO）によると、次期大統領が同じ行動指針に従ったとしても、経済と市場の状況は前回と異なる。

結果として、投資家はここ数年を上回る水準の不確実性に直面している。S&P500指数が年初来23%上昇し、確定拠出年金（401k）の残高は増加したが、この先市場がどこに向かうかは誰にも分からない。

目標に沿った資産の適正配分を

良いニュースは、ポートフォリオを準備するのに未来のことを知る必要はないということだ。投資家が今検討すべき動きは、市場のパフォーマンスを巡るものがほとんどで、誰が大統領になるかはそこまで関係がない。トランプ次期大統領が計画している関税や規制緩和が特定のセクターに与え得る影響に基づいて多少調整を行うことはあるかもしれないが、年末にかけて主に取り組むべきは通常のポートフォリオのメンテナンスである。

市場は民主党政権下でも共和党政権下でも同様のパフォーマンスを示す傾向がある。リタイアメント・リサーチによると、1926年から2023年までの期間で、共和党が政権と議会を掌握した場合のS&P500指数の年平均リターンは14.5%、民主党の同リターンは14.0%であった。

臆測で大きな動きを目論むよりも、株式と債券の配分が自分の目標に合っていることを確認しよう。株価の大幅上昇によって、当初想定していたよりも株式への資産配分割合が高くなっている可能性がある。2023年にS&P500指数が24%上昇した後に何も手を加えなかった場合はなおさらだ。

具体的には、S&P500指数の時価総額の3分の1近くに相当するビッグテックに投資し過ぎている可能性がある。いわゆるマグニフィセント・セブンは、過去数年間市場をけん引してきたし、人工知能（A

I) が拡大を続ける中、今後もその傾向が続くかもしれない。

そのため、ポジションは保持しつつ、規模の適正化を図ることが妥当だ。例えば、株式の目標比率は6割だが実際の比率は65～70%になっているという場合、値上がりした銘柄の一部を売却し、得られた資金を相対的に人気の低い銘柄に振り向けることを検討しよう（課税対象の証券口座で値上がりした証券を売却すると、キャピタル・ゲイン課税がかかる点に留意する必要がある）。

保有銘柄がすべて大型グロース株なら、小型株の購入を検討しよう。ビラリー・アンド・カンパニーのパートナー兼ポートフォリオマネジャーのラマ・ビラリー氏は、トランプ政権下でのM&A（合併・買収）の増加や規制緩和により、小型株は好転する可能性があると言う。

2025年には規律ある投資行動必要か

債券に資金を振り向けるのも手だ。18日の0.25%を含む利下げにもかかわらず、債券はこのところ低迷してきたが、現在の利回りはより魅力的になっており、予想インフレ率をわずかに上回る収入が得られる。10年物米国債利回りは4.5%まで回復しており、より長期の国債利回りはもう少し高い。

多くの専門家が再来を予想している高いボラティリティーを乗り切るには、バランスの取れたポートフォリオが最善の策だ。8月の一時的な下落を除けば、投資家は18日まで非常にスムーズな1年を過ごした。しかし変動は普通の現象であり、新たな政策や経済の動向に消費者や企業が対応していく中で、ボラティリティーは今後さらに高まる可能性が高い。

納得のいく資産配分を確保していれば、波乱の兆しが見えた途端に慌てて現金化に走る可能性ははるかに低くなるだろう。UMBのケリー氏は、「来年は、規律ある行動が本当に求められる年になるかもしれない」と話す。

By Elizabeth O'Brien
(Source: Dow Jones)

4. 超富裕層ニッチ投資、リターン20%狙う

[フィーチャー]

The Super-Rich Invest in Some Wild Things. A 20% Return Is Very Real.

プライベート・エクイティに代替、その現場とは

ウイスキー樽やマリナーなど一味違う投資先



Illustration by Eduardo Ramón Trejo

カリフォルニア州に拠点を置くファミリーオフィス（富裕層の一族が保有する資産を管理・運用する組織）の一つ、ホロウィッツ・グループは、ある富裕層ファミリーが既製コンクリート事業で築いた富を基盤に、その資産運用としてプライベート投資を行っている。ホロウィッツの最高投資責任者（CIO）、マット・コーニュー氏による投資戦略の一例は、固定資産税などの延滞債権を買い取るディストレスト資産管理会社への投資だ。

その投資先であるラム・ファイナンシャル・グループは、自治体に対し公共サービス運営のための資金を提供し、その見返りとして、住宅所有者が延滞税金を支払うまでの間に発生する税担保権に関連する手数料や延滞利息を（先取特権として）受け取る。この仕組みによって生じるキャッシュフローは、投資が清算されるまでの間、都度に投資家に還元される。従来のプライベート・エクイティ・ファンドの多くは、投資家の資金を最長10年間拘束し、投資先企業が売却や株式公開を果たすまで運用するのが一般的だが、この投資はそのような長期拘束を伴わないことが特徴だ。

近年、プライベート・エクイティ・ファンドが従来型の投資と類似した性格を帯びる中で、優位性を追求するファミリーオフィスは、より主流から外れた資産クラスへと関心を寄せる傾向が強まっている。

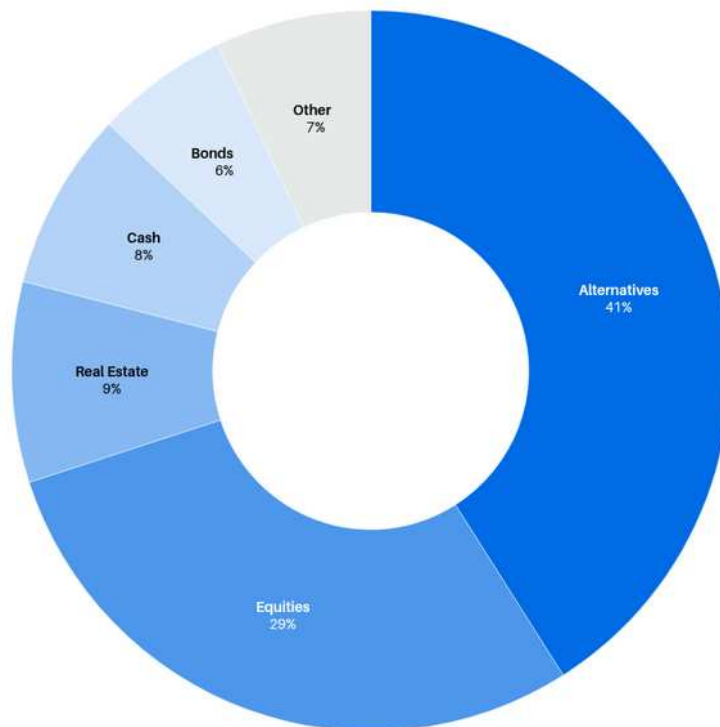
例えば、小型ボートなどを保管するマリナー、ウイスキー樽（だる）、周波数割り当ての許認可といった「超オルタナティブ」なニッチ資産への投資だ。これらのニッチ資産は、株式や債券とは相関しないパフォーマンスを発揮することが多く、これらニッチ資産よりも市場規模が大きい公開市場や非公開市場に連動しないリターンを投資家にもたらす可能性が高い。この投資の特性について、ファミリーオフィスに投資サービスを提供するグローバル企業のパートナーズ・キャピタルで無相関型戦略投資を担当するエマ・ビューリー氏は、これらの投資先は広範な金融市場の動きに影響されることが少ないためだと説明する。

ファミリーオフィスは富裕層の資産運用や資産管理を担当し、また予算管理、税務計画、保険などのサポートも行うことが多い。上述のコーニュー氏は、こうした非効率で競争の少ない市場への投資は近頃のプライベート・エクイティ・ファンド投資よりも有利であると考えている。同様の資産クラスには、油井や製薬会社からのロイヤルティーなどがある。

低リスク・高リターン追求の無相関型投資

Casting a Wider Net

Family offices with more than \$50 million in assets favor alternative investments in private markets.



Note: Alternatives include private equity, private debt, venture capital, and hedge funds. The "other" category includes crypto, art, and more offbeat assets. Data as of June 2024.
Source: Addepar

この投資戦略からホロウィッツ・グループが得ている投資リターンは、プライベート・マーケットの水準と同様の14〜20%程度だ。だがコーニュー氏は、「リスクはプライベート・エクイティやベンチャーキャピタルよりはるかに小さい。クレジット投資程度リスク負担で株式投資と同程度のリターンを得られている」と語る。

しかし、この投資戦略は一般的な個人投資家には向いていない。理由は、投資先の選定とその内容を理解するためには多くの時間を要すること、さらに、最低投資額が25万ドルから数百万ドルと高額であるため、資本力がない投資家には基本的に手が届かないことだ。規模の大きい機関投資家でさえも、実績のない戦略に資金を投入することに慎重で、ニッチな投資分野には距離を置いている。また、ニッチなオルタナティブ投資を行うファンドのほとんどは小規模であり、資産総額が1億ドル以下のケースが多い。年金基金や寄付基金は、通常、もっと規模の大きいファンドを好む。

ニューヨークを拠点とするポートフォリオ技術およびデータプラットフォーム企業、アデパーのインサイツ・アナリティクス部門責任者であるダン・ゴロソフカー氏は、「富裕層ファミリーがみなニッチ資産への投資を好むわけではない」と述べる。一部の富裕層ファミリーはニッチ資産に精通し積極的に投資を行う一方で、他のファミリーは長期的なアプローチや、家族に安定した収入を提供する戦略を重視する傾向があるという。

アデパーのデータによると、2024年6月時点で、ファミリーオフィスは投資資産の41%をプライベート・エクイティやプライベート・デットを含むオルタナティブ投資に割り当てている。また、7%は美術品ファンドや暗号資産（仮想通貨）を含むニッチなプライベート戦略に割り当てられている。

ホロウィッツ一族は、1990年にカリフォルニア州で経営していた既製コンクリート事業「スタンダード・コンクリート・プロダクツ」を売却し、その資本を基に、現在は投資を展開している。コーニュー氏は、従来のプライベート市場は競争が過熱しており、リスクに見合う超過収益を生み出すのが困難だとし、その代替となる投資機会を模索している。さらに同氏は、年金基金や寄付基金のような規模の大きい機関投資家は1億ドル以上を単一ファンドに投入する必要がある、このためカーライル・グループ<CG>、アポロ・グローバル・マネジメント<APO>、KKR<KKR>といった超大型プライベート・マネジャーが互いに投資家を奪い合う構図が形成されていると説明する。

差別化された投資資産を探せ

コーニュー氏は「バイアウトファンドがS&P500指数をアウトパフォームできないと言っているわけではない。だが、競合他社とどうやって差別化するのか」と疑問を投げ掛ける。（バイアウトファンドは、事業を改善して転売する意図を持って、企業の支配持ち分を取得するが）それとは異なり、ホロウィッツ・グループの戦略は「『そもそも小規模で、大規模な資本の注意を引かない』資産クラスを探す」ことを目指す。

プライベート市場がコモディティー化しつつあるとみているファミリーオフィスはホロウィッツだけではない。バーンスタイン・プライベート・ウェルス・マネジメントのシニア・ナショナル・マネジング・ディレクターを務めるディーコン・ターナー氏は「ファミリーオフィスは、差別化された資産クラスを見つけ出そうと躍起になっている」と語る。

その結果、一連の一般的ではない、一度限りの投資を行うのだ。他の例としては、不妊治療院や炭素資産、エンターテインメントのロイヤルティーなどが含まれる。サンフランシスコに本拠を置き、17億ドルの預かり資産残高を管理するコルディエラ・インベストメント・パートナーズは、一般的ではない資産を専門にしており、データセンター用地や無線周波数帯の免許、熟成ウイスキーなどに投資する。

共同創業者兼共同マネージング・パートナーであるクリス・ヘラー氏は「世界がまだ気付いていない資産を見いだして、いち早く投資しようと努めている。もし世界が気づいたら、先に動いて、次の投資対象を見つけるだけだ」と話す。

コルディエラは大まかに二つの分野に集中している。スペシャルティ・ファイナンスとマリーナのようになんかなり細分化された小規模な事業だ。今年1月に、コルディエラは6200万ドルのスペシャルティ・ファイナンス・ファンドの資金調達を完了した。このファンドはウイスキーの樽を契約先の蒸留所から買い取り、少なくとも4年間熟成させるのだ。ヘラー氏は、コルディエラは熟成酒をクラフト・バーボンのメーカーへ売却し、メーカーはビン詰めにして販売するのだ、と言う。コルディエラが樽を長期間所有すればするほど、ウイスキーの利益率は高くなる。

表面的には、家内事業的なマリーナに投資することは、歯科医院のような小規模な事業をたくさん買い集めるプライベート・エクイティの戦略と似ているように見える。しかし、マリーナは個人が所有する事業で、マリーナのレンタル収益は景気サイクルの影響を受けない。（もしボートが銀行の担保実行で差し押さえられたとしても、銀行はボートをどこかに係留しておく必要がある）

ヘラー氏は、コルディエラのウイスキー・オポチュニティーズ・ファンドは一つの独立したファンドだが、投資資産のほとんどはおそらく12程度の無関連の資産クラスに分散投資されている、と語る。

■ 法外な手数料にうんざり

これらの無関連戦略の多くは、2021年以前の世界の金利がゼロ近辺で推移し、投資家が利回りを生み出す資産を求めた期間が長引いたため、生まれた戦略と言えるだろう。代表的な例として、新たに登場してきた音楽の著作権に投資するファンドや訴訟金融（訴訟で勝訴すれば利益の一部を受け取ることができる）に投資するファンドを挙げることができる。

無関連のリターンを求めることとは別に、多くの富裕な個人やファミリーは、標準的なプライベート・マーケットのファンドに法外な手数料を支払うことにうんざりしている。年率2%の管理手数料と閾値（いきち）を超えたファンドの利益に対して20%の成功報酬がかかることが一般的だ。ターナー氏は、そのため、多くのファミリーは事業に直接投資したり、「できるだけ直接投資に近い形態で」投資を行ったりするのだ、と説明する。

こうしたアプローチにより投資手法はさらに深化する。手数料を減額あるいは撤廃し、投資対象に対する知識を深めることができるためだ。ターナー氏は、そうした専門知識は「四半期報告書や業界のカンファレンスコールの先に行く。そうした投資家は、学びに貪欲で、真に専門知識を渴望している」と語る。

By Abby Schulz
(Source: Dow Jones)

5. 2025年のヘルスケア投資アイデアとは

[インタビュー]

A Veteran Healthcare Analyst Shares His Top Investment Ideas for 2025

ゴールドマン・サックスのハイダー氏に聞く

ヘルスケア・セクターの株価は低迷



PHOTOGRAPH BY LANNA APISUKH

製薬会社、医療保険会社および病院運営会社は過去1カ月間にニュースの見出しを飾ったが、内容は良いニュースではなかった。まず、トランプ次期大統領による厚生省次期長官の指名が型破りだった。次に、医療保険最大手のユニテッドヘルス・グループ<UNH>の幹部殺害の容疑者が社会的に受け入れられ、医療制度に対する不満があらわになった。

ヘルスケア株は過去数年にわたってファンがない状態だ。2023年の上昇率は、S&P500指数の27.6%に対して上場投資信託（ETF）のヘル

スケア・セレクト・セクターSPDR<XLV>はわずか2%だった。年初来ではそれぞれ29%と4.5%となっている。

業界と投資家にとって、この先どのくらいの期間にわたって痛みが続くのだろうか。本誌は最近、ゴールドマン・サックスのグローバル・インベストメント・リサーチでヘルスケアチームを率いるアサド・ハイダー氏にその答えを求めた。ハイダー氏は、2009年からゴールドマン・サックスに勤務するヘルスケア・セクターのストラテジストだ。政策の不透明感、ヘルスケア・セクターにおける将来の合併の動き、肥満治療薬の見通しなどについての見解を共有してくれた。

ファンダメンタルズが株価不振の原因

本誌：ヘルスケア株の過去2年間のパフォーマンスは低調だった。トランプ次期大統領は厚生省次期長官にロバート・F・ケネディ・ジュニア氏を指名しており、ヘルスケア業界に多大な不確実性が生じる可能性がある。来年のヘルスケア株のパフォーマンスはどのようになると予想しているか。

ハイダー氏：政策の不確実性についてはテレビで大きく報道されたが、それはアンダーパフォームの理由ではない。ヘルスケア株は、大統領選挙にかけて9週間連続でアンダーパフォームしており、その理由はケネディ氏やトランプ氏とは無関係だった。政策の不確実性は投資家に対して、セクターから乗り換える新たな理由を与えたことになる。

企業のファンダメンタルズに対して疑念があることが真の問題だ。今年はセクターの多くの企業で、業績予想が下方修正されている。それを、来年の見通しを考える出発点とすべきだ。

Q：ヘルスケア株が2025年にS&P500指数をアウトパフォームするためには何が必要か。

A：三点ある。第一に、ハードランディングカリセクションなどのマクロ的ショックが必要だ。それは当社の見解ではない。そのような事態となれば、平均回帰の取引となって、ヘルスケア株が上昇することになると予想している。

第二に、ある程度の政策の確実性が必要だ。現状は、わずかな情報で結論を導き出している。私が話をするヘルスケアに関するすべての専門家は、口先だけの政治ストラテジストになっている。政策の確実性が役に立つだろう。

第三に、そして最も重要なことに、企業のファンダメンタルズが前向きになる必要がある。業績予想が上方修正される必要がある。セクター全体としてS&P500指数をアウトパフォームするためのハードルは高い。

とはいえ、われわれは適切な銘柄選択から報酬をもらっている。業界サブセクターの中でもパフォーマンスは大幅に乖離（かいり）している。製薬企業では、イーライ・リリー<LLY>とファイザー<PFE>を対比してみよう。

Q：今年は、イーライ・リリーが34%上昇してファイザーが11%下落している。そのことか。

A：そうだ。そのようなパフォーマンスの乖離は、ヘルスケアのすべてのサブセクターで見られる。セクター全体でアウトパフォームするためのハードルは高いが、個別銘柄レベルでは多くの投資機会がある。

Q：机上の分析の明確な限界を示してくれたが、それを少し進めてみよう。ケネディ氏やトランプ氏が、他の銘柄にどのように影響すると考えるか。

A：出発点として、彼らはヘルスケアにとってデフレ的影響を及ぼすだろう。デフレ的というのは、薬価改定から給付金削減まであらゆる可能性がある。メディケイド（低所得者医療保険制度）が標的とみられ、それは病院運営会社や医療プロバイダーの株価に表れている。医療プロバイダーでは、医療保険制度改革法の行方が明確になるまでは重しを払拭するのは困難だろう。トランプ氏は、薬価に関して推察すべき情報をあまり与えてくれない。

Q：しかし、政策の影響はサブセクターごとに異なるのでは。

A：まさにその通りだ。現状では、メドテックが受益者で、政策変更の影響を比較的受けないと指摘できることが理由だ。しかし、メディケイドの大幅削減と、医療保険制度改革法の補助金の失効が病院の収入に及ぼす圧力について議論しようとする、副次的効果を通して考えなければならない。病院の収入が圧迫されたらどうなるだろうか。それは、手術件数にとって何を意味するのだろうか。株式市場は、まだそこまで到達していない。2025年のどこかの時点で、川下に対する影響を考えなければならないだろう。

■ M&Aの動向予想

Q：ヘルスケア業界では、2024年は大規模なM&A（合併・買収）は多くなかった。来年はより大規模なM&Aが起こるか。

A：M&Aの前提条件は変わっていない。われわれは、医薬品の特許の崖に前よりも1年近づいている。そのような企業には、M&Aを行う莫大な能力がある。技術革新は中小企業で行われている。それでも、M&Aが起こらない理由は何だろうか。

企業は、潜在的に魅力的な資産は、M&Aのオプション性を既に織り込んでいると言う。また、潜在的買い手が、メディケアの薬価交渉の結果を確認することを望んでいるとも聞く。

トランプ政権では、連邦取引委員会（FTC）の態度がより寛容になるとの見方もあるが、それはまだ明らかではない。FTCのリナ・カーン委員長の計画（カーン氏の下でFTCは、多くのM&Aの阻止を模索した）が、退任後も存続する可能性がある。M&Aは来年のどこかの時点で勢いを増すだろう。ボルトオン買収（大企業が戦略的な目的で比較的小規模な企業を買収すること）は続くだろう。

肥満治療薬関連の動向

Q：イーライ・リリーと製薬企業のノボ・ノルディスク<NVO>による新たな肥満治療薬は、過去数年間のヘルスケア業界における支配的なテーマだった。肥満治療薬企業とその株価に、来年何が起こるだろうか。

A：少なくとも、肥満治療薬に関する来年の取引は、これまでを支配してきた2銘柄主体の取引よりもはるかに複雑になることで意見は一致するだろう。どの企業が新薬サイクルで上振れ余地があるかに賭ける必要がある。イーライ・リリーが先頭に立っていると考えるのは合理的で、その状況は変わらないと考えている。

ノボは若干不確実だ。肥満治療薬のカグリセマの結果は成功か失敗かのどちらかとなり、誰もが神経質に見守っている。治験結果発表に向けて、誰もがショートにするか、アンダーウエートしているようにみえる。

肥満治療薬関連の小型株が、大手に買収されていない理由を、われわれは自問している。

Q：製薬会社のメルク<MRK>が、肥満治療薬に焦点を当てたバイオテクノロジー企業を買収するとの臆測がある。

A：私は最近、ある大手投資家と昼食を共にして、その質問を投げてみた。彼は、すべての企業が参入を望んでいる、と言った。大手企業が先頭にいる時に、なぜ参入を望むのだろうか。先に述べたように、肥満治療薬関連の取引は一層複雑になるだろう（今回のインタビュー後の12月18日に、メルクは中国の製薬企業から、臨床初期段階の肥満治療薬（錠剤）のライセンスを取得したと発表）。

メディケア・アドバンテージへの進出

Q：大手保険会社による、メディケア・アドバンテージ市場への殺到は、間違いだったかもしれないと感じ始めている。投資家はそれについて、何を間違えたのだろうか。

A：皆が間違えたことは、新型コロナウイルス後の、高齢者によるヘルスケアの活用の回復の速度と程度だ。パンデミック（世界的大流行）時に治療を先送りした高齢者は、今や以前よりも健康で、医療措置を受けられることに確信を深めている。それが、投資家が間違えたことだ。

企業は、その回復を価格に織り込む段階で間違えた。回復は予想が困難で、見通しも悪い。

では、投資家は何をしているのだろうか。投資家は次のように言っている。ユナイテッドヘルス・グループは、長期間にわたって成長してきており、事業は最も多様化している。損益と事業執行を十分に相殺できる経営陣に賭けるとしたら、それはユナイテッドヘルスだ。

バイオテクノロジー

Q：バイオテクノロジー企業が好調だった年は、はるか昔のことだ。また、好調になることはあるのだろうか。

A：バイオテクノロジー企業に対する、ゼネラリスト投資家からの新規需要はない。年初には、長年のアンダーパフォームの後で今年は好転するという期待があった。2023年末に見られたすべてのM&A案件が、バイオテックへの資本の再展開につながるという話があったが、誤った出足だった。

金利が安定する必要がある。M&Aも実施されるだろうが、どれも、セクターレベルの心理を変化させるには不十分だろう。バイオテクノロジーでは、銘柄を正しく選択すれば機会は大きいだろう。

来年に向けた選好銘柄

Q：来年に向けた選好銘柄はあるか。

A：メドテックでは、外科手術システムのインテュイティブ・サージカル<ISRG>と医療機器メーカーのボストン・サイエンティフィック<BSX>に、製品サイクルが要因となる上値余地がある。われわれはイーライ・リリーの投資判断を中立としているが、投資機会はあるだろう。

サブセクターでは、医薬品と医療用品の販売会社 — センコラ<COR>、カーディナル・ヘルス<CAH>、マケッソン<MCK> — の株価は最近上昇している。ヘルスケアのポートフォリオに、それら企業が入る場所があるだろう。医薬品と医療用品の販売は、業績予想の上方修正を私が確認している唯一のサブセクターだ。中型バイオテクノロジー株では、マドリガル・ファーマシューティカルズ<MDGL>、インスメッド<INSM>、アルジェン<ARGX>を選好する。

マネジドケアは複雑だが、ポートフォリオに何らかの形で含めるべきという主張に同意する。ユナイテッドヘルスは好例だ。私は、ヘルスケア・プロバイダーは苦戦すると予想する。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

6. 調整必要だった米株式市場

[コラム]

The Stock Market Needed a Washout. What Sentiment Says About What Comes Next.

投資家心理が示す市場の行方

サプライズだったFOMC声明



Andrew Caballero-Reynolds / AFP / Getty Images

どんなパーティーにも中だるみが訪れる。その後は再び盛り上がるか、そのまま終わって解散するかのどちらかだ。米株式市場も先週、そのような局面を迎えた。

S&P500指数が2年連続で20%超上昇する見通しの中で、年末に向けての市場心理は例年通り、重要な関心事となっていた。投資家はポートフォリオに満足し、ウォール街は極めて好調で、誰もがアニマルスピリットの復活について語っていた。

しかし、誰もが好調を実感している時こそ、予想されていたことでさえ人々を驚かせることがある。18日の米連邦準備制度理事会（FRB）の発表がまさにそうだった。FRBは、フェデラルファンド（FF）金利先物市場の予測通りFF金利を0.25%引き下げることを決定したが、ドットチャート（政策金利見通し）では2025年の利下げ回数がわずかに2回と示された。

これは、市場関係者が最近警告していた「タカ派的利下げ」だった。S&P500指数は18日、2.94%下落し、FRBの政策発表当日としては2001年以来最悪の下落幅となった。一方、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1974年以来となる10営業日続落を記録した。

セブンス・リポートのトム・エッセイ氏は、この株価下落は特に二つの要因によるものだと指摘する。第一は、2025年の利下げ回数が減ることで株式市場への好影響が弱まると受け止められたこと。第二に、声明文の文言が変更され、来年の利下げが完全に棚上げされる可能性さえ示唆されたことである。エッセイ氏は「結論として、FRBは本物のサプライズを提供した」と述べた。

タカ派的利下げが投資家心理に与えた影響

しかし、投資家がそもそもそれほど強気でなかったなら、この二つの要因は問題を引き起こさなかったかもしれない。エッセイ氏は、連邦公開市場委員会（FOMC）会合前のS&P500指数は6000ポイントを超え、市場は12カ月予想株価収益率（PER）が22.7倍と完璧な状態を織り込んでおり、少しでもタカ派的なFRBの姿勢が完璧なものでなかったのは確かだと説明する。また、投資家の多くは、いわゆるサンタクロース・ラリーもあり、年末にはS&P500指数が年初来25%の上昇からさらに値を上げると見込んでいたため、その逆の展開には備えていなかったとも指摘した。

統計データもこの指摘を裏付けている。バンク・オブ・アメリカのセルサイド・インジケーター（バランス型ファンドにおける株式保有割合の推奨平均値）は12月初め時点で56.7%にとどまり、買いより売りに近い中立的な水準だった。シカゴ・オプション取引所（CBOE）のトータル・プット・コールレシオ（プット・オプションとコール・オプションの比率）でもFOMC会合前には弱気はほとんど見

られなかった。

ほとんどの人がリスクをあまり意識していない時こそ、市場が人々にリスクを思い出させる絶好のタイミングだ。今後数週間のうちに、これらの短期センチメント指標はより弱気な心理を反映したものになるだろう。

短期的なセンチメントの悪化は、おそらく株式にとって好材料となるだろう。強気相場の株価上昇は悲観の中から生まれるものであり、今週の株価下落が悲観をさらに高めるほど、より強固な基盤が築かれることになる。逆に、強気相場は陶酔の中で終わりを迎えるが、最近の株価下落は、長期的な投資家心理に大きな変化をもたらすほどのものではなかった可能性が高い。

投資家心理と今後の株式市場の行方

そして、シティグループのレフコビッチ指数も同様の結果を示している。この指数はかつてパニック・ユーフォリア（恐慌・陶酔）指数として知られていたが、2021年に悲劇的な死を遂げた考案者のトビアス・レフコビッチ氏をたたえ、名称が変更された。レフコビッチ氏は、10のセンチメント要因に基づいて12カ月後のS&P500指数を予測する手段として、この指標を考案した。この指標がパニック領域にある場合、通常は1年後の株式相場が上昇することを意味する。一方、この指標が陶酔領域にある場合、通常は12カ月後に株式相場は下落する。

シティの米国株式ストラテジストとしてレフコビッチ氏の後任を務めるスコット・クロナート氏によれば、この指標に幾つかの変更がレフコビッチ氏の死後に加えられたものの、その目的は変わらないという。この指数は12月20日時点で、2021年以来の最高水準付近に達し、S&P500が今後1年で6.3%下落する可能性を示唆している。ただし、この指数が陶酔領域にとどまり、さらには上昇することもあり得る。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）後やITバブルの時期にそのような状態が見られた。クロナート氏は「陶酔の状態は、何かが変わるような出来事やショックが起こるまで続くことがある」と語る。

今回のFOMCがそのショックとなるかどうかは、まだ分からないが、エッセイ氏はショックになるとは考えていない。エッセイ氏は、FRBに対する懸念はあるものの、米経済と企業業績が成長を続ける一方で、インフレ率は2%に向かい緩やかに低下し続けるとみられるため、政策金利はなお利下げ方向にあると考えており、「結論として、2025年の株式市場のボラティリティはさらに高まるだろうが、中期および長期的な相場の上昇傾向は変わらないはずだ」と述べる。

パーティーは続く。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

7. FRB利下げ予想減で株価急落

[米国株式市場]

The Fed Crushed the Stock Market. Where to Find the Best Value Now.

バリュー株、押し目買いの好機か

10日続落は1974年以来の事態



Michael Nagle/Bloomberg

ひどい急落だったが、押し目買いのタイミングだ。

先週の株式市場は荒れ模様だった。S&P500指数は2.0%安の5930.85となり、ナスダック総合指数は1.8%安の1万9572.60で引けた。特にひどかったのはダウ工業株30種平均（NYダウ）だ。NYダウはナスダック総合指数が史上最高値を更新する中、週明け16日に8営業日連続の下落となっていた。続落期間は10営業日に伸び、1974年以降で最長を記録。ようやく19日の木曜日に15.37ドル反発して続落に終わりを告げた。

結局、先週のNYダウは2.3%安の4万2840ドル26セントとなった。小型株のラッセル2000指数は4.5%安の2242.37で週末を迎えた。

最近、半導体大手のエヌビディア<NVDA>が加わったが、NYダウの構成銘柄はバリュー株に偏っている。NYダウは市場全体よりもバリューエーションの低い銘柄を選好しているが、市場ではバリュー株の苦境が続いている。上場投資信託（ETF）のインベスコS&P500ピュア・バリューETF<RPV>には自動車大手のゼネラル・モーターズ<GM>と大手銀行のシティグループ<C>が上位10銘柄に入っているが、先週は3.1%、12月に入ってから6.8%下落しており、12月の下落率はS&P500指数の1.7%よりはるかに大きい。

バリュー株は悪材料を織り込み済み

それには理由がある。バリュー株は景気動向に敏感な傾向があるため、成長株よりもマクロ的な要因を織り込みやすい。市場はすでに、米連邦準備制度理事会（FRB）が2025年にハト派的な姿勢を弱めることを想定していたが、FRBは18日の連邦公開市場委員会（FOMC）で来年は2回しか利下げを行わないことを示唆（9月時点では4回の利下げ）することで、予想以上にタカ派的な姿勢に傾いた。利下げ回数が少ないということは経済成長の鈍化を意味し、バリュー株のリターンが低下する可能性がある。政府機関閉鎖の可能性も追い打ちをかける。

しかし、バリュー株は潜在的な悪材料を徹底的に織り込んだようだ。ピュア・バリューETFの今後12カ月の予想利益に対する株価収益率（PER）はわずか10.1倍であり、S&P500指数の21.6倍や、インベスコS&P500ピュア・グロースETF<RPG>の23.8倍を大きく下回っている。

今こそキャッチアップの時かもしれない。センチメントレーダーのシニア・アナリストであるジェイソン・ゲファート氏が追跡している幅広いバリュー株のグループは、成長株に対して過去20年以上で最も割安な水準に近い。相対価値が前回この水準だったのは2000年代初頭で、その後の数年間、バリ

Market Snapshot



ユー株は成長株に対してアウトパフォームとなった。

ゲファート氏は「現在、成長株路線からバリュー株路線への傾斜が、以前よりも理にかなっていることを示す根拠が増えている」と書いている。

専門家、バリュー株のアウトパフォーム予想

経済がまだ1桁台前半で成長していること、そしてFRBが来年ももう少し追加利下げを考えていることを念頭に置けば、なおさらだ。多少のインフレはあっても、それほど大きくなければ、企業の売り上げは来年も1桁台半ばの伸びが可能だろう。また、コストが急上昇しなければ利益率は拡大するはずだ。そうなればピュア・バリューETFの来年の増益率は17%に達するはずで、結果としてバリュー株の増益率が成長株に追い付く可能性がある。ピュア・グロースETFの増益率は2024年の22%から2025年は17%になるとみられている。

企業業績、バリュエーション、長期的なアンダーパフォームといった点を総合すると、今こそバリュー株にもう少し資金を振り向ける好機と言えそうだ。GMOのアセット・アロケーション部門の共同責任者であるベン・インカー氏は、「米国の大型バリュー株は現在、非常に魅力的だ。我々は、大型バリュー株はアウトパフォームすると信じている」と書いている。

もし今でないとと言うなら、いつなのだろう。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

8. ナイキが再建計画を発表

[投資戦略]

Nike Unveils Its New CEO's Turnaround Plan. Can It Get Its Mojo Back?

新CEOの下、活力を取り戻せるか

ヒル氏がCEOに復帰



Justin Sullivan/Getty Images

スポーツ用品大手ナイキ<NKE>が何か良くないことに足を踏み入れたようだ。今や悪臭を放っている。数十年にわたり輝かしい売り上げと株価を誇ってきたナイキは、今や衰退の一途をたどっている。わずか3年前に175ドル超とピークに達したナイキの株価は、77ドルまで暴落した。

ブランドの熱を測るのは難しいが、熱狂的なコレクターを生み出したスニーカーヘッズ文化の台頭のおかげで、取引サイトの流通価格データがヒントを与えてくれる。投資銀行UBSのアナ

リスト、ジェイ・ソール氏は、「ナイキのセカンドデリバティブの悪化はマイナスだ」と書いている。これはアナリスト用語で、価格下落が加速していることを意味し、問題だ。ナイキブランドの全商品の流通価格は、10月の4%下落に対し、11月は8%下落した。ナイキのジョーダンブランドについては、さらに悪い結果となった。

ナイキは12月19日、長年経営に携わっていたエリオット・ヒル氏が10月に最高経営責任者（CEO）に復帰して以降、初めての決算説明会を開催した。ヒル氏は、「私が唯一注力するのは、勝利を取り戻す軌道に乗せることだ」と語り、小売業者との対話、スポーツに向けた再編成、新モデルのパイプラインについて概説した。しかし、決算内容は売上高が8%減、利益が24%減だった。BMOキャピタル・マーケットのアナリスト、シメオン・シーゲル氏は強気派の一人で、ナイキは「説得力のあるストーリーテリング」を含め、「ナイキを特別な存在にしていたものへの回帰の真っ只中にある」とみている。しかし、ジェフリーズのアナリスト、ランダル・コニック氏は、ナイキには「切り倒すべき木がたくさんある」とし、市場シェアは「『パックマン』のように食われる」と指摘する。

他ブランド台頭の影響

もし、ナイキが抱える問題のほとんどが他のブランドの成功に関係しているとしたらどうだろうか。ナイキとドイツのスポーツ用品大手アディダス<ADSGn. ドイツ独>に次ぐ世界第3位のシューズブランドから始めよう。筆者は5年前のこのコラムで「スケッチャーズはクールだ。そして、株価はナイキと比べても良い」と宣言した。

その後の株式市場のブームは、シューズではなく半導体と人工知能（AI）がけん引した。シューズメーカーのスケッチャーズUSA<SKX>のその間のリターンは66%だが、S&P500指数には36%ポイント後れを取っているものの、ナイキを82%ポイント上回っている。筆者の主張の残りの部分については、分からない。筆者は最近、10代の娘にスケッチャーズはクールかと尋ねたところ、答えは「いいえ」だった。だが、娘は「でも、パパにとってはそうでもない」と付け加えた。

というのも、筆者は初めてスケッチャーズを買ったばかりだからだ。100ドル未満で、洗濯機で洗える、編み上げ靴に見えるがスリッピンするだけのスニーカーローファーモデル。困ったことにすぐに気に入ってしまった。今までずっと靴ひもに手を伸ばしていたなんて信じられないことだ。しかし今では、家の外に出かけるたびに、出くわす可能性のある人たちが、筆者がホカやニューバランスのひもを結ぶことを正当化するほどブランド志向なのか、それともスケッチャーズでもいいのか、という葛藤から始まる。時間が経てば、もっとブランドを気にしない友人を作るつもりだ。

重要なのは、スケッチャーズはカジュアルウエアの分野で大もうけしているということだ。そしてパフォーマンスランニングシューズの分野では、16カ月前に本誌で書いた「ホカ」と「オン」がすべてだ。それ以降、ホカの親会社であるデッカーズ・アウトドア<DECK>の株価は116%上昇し、スイスのランニングシューズ・メーカー、オン・ホールディング<ONON>の株価も81%上昇し、ナイキを圧倒している。これらのシューズは、熱心なランナーの間で人気を博したマシュマロ状の厚底のもので、今では、グランドセントラル駅の47丁目出口と、48丁目と6番街の角にあるニューズ・コーポレーション本社を隔てる、煙の立ち込めるダイヤモンド街を駆け回るのが主な有酸素運動というマシュマロ状の人々が履いている。ちなみにこの2ブロックの道のりにホカの米国初の旗艦店がある。

筆者はホカへの好奇心からもっとファッショナブルなもの（と筆者は思っていた）に乗り換えるまでは、長年ニューバランスを愛用していた。今年、業界誌「ブランド・ビジョン」に掲載された記事によると、筆者がしばらく目を離していた間に、中高年男性向けブランドのニューバランスは突然「ダサイ」から「好ましい」、そして「ストリートウエアのアイコン」へと変貌を遂げた。その過程では、アベイシングエイプ、あるいはバイブと呼ばれるようなニッチなアパレルブランドとのコラボレーションや、プロバスケットボールのスター、カワイ・レナード選手や大学バスケットボールの新人で将来を囑望されるクーパー・フラッグ選手のようなタイムリーな推奨もあった。

これらのブランドの台頭や復活は、ナイキが販売努力を店舗パートナーではなく、独自の小売りチャンネルにシフトすることを選択した時期と重なり、その結果、卸売り関係や店頭在庫に長期にわたるダメージを与えた。しかし、直販も惨たんたる状況であり、ナイキは在庫を一掃するために値引きを行っている。

■ 広告戦略の失敗などに懸念材料

広告は助けになる。しかし、ナイキが最近行った「勝利の栄光を知る一握り（Winning Isn't for Everyone.）」キャンペーンは、注目を集める叫びのように感じられなかった。「俺は悪者なのか？（Am I a Bad Person?）」と題されたあるCMでは、俳優のウィレム・デフォーがスパイダーマンの悪役グリーン・ゴブリン以来の狂気じみた声を披露した。「俺は共感できない。俺はお前に敬意を抱いていない。お前のものを奪って、決して返さない」。デフォーが筆者のスケッチャーズのことを言っていないことを願う。

ナイキは他にも戦術的な失策を犯している。ジェフリーズのコニック氏によれば、その一つは、エアジョーダン1、ダンク、エアフォース1と呼ばれる三つのモデルに成長を大きく委ね過ぎたことだ。これらはライフスタイルシューズであり、その方向に注力し過ぎたことで、ナイキはライフスタイルシューズの重鎮であるアディダスとの競争に門戸を開いてしまった。一方で、パフォーマンスシューズを軽視した結果、ホカとオンの台頭を招いた。

中国の購買層が地元ブランドにシフトし、ナイキはコスト削減から事業転換のための投資に切り替える必要があるなど、懸念材料は他にもある。株価は大きく下落しており、まだ明らかに割安ではない。ナイキの2025年5月期の予想株価収益率（PER）は29倍だ。

ナイキが1980年代に顧客に呼び掛けた「Just Do it（とにかくやってみよう）」は有名だ。ナイキ株についてそのアドバイスを受けようと考えている投資家は、あまり知られていない、このスローガンの由来を考えてみるべきだ。このスローガンの広告担当役員は、10年前に銃殺刑に処されたユタ州の殺人犯が最後に発した言葉にヒントを得たと語ったことがある。

新CEOが今後の四半期決算で業績を数度上げるまで、何もしないのもいいかもしれない。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

9. エヌビディア株、下落基調続くか

[米国株式市場]

Nvidia Stock Looks Dead in the Water. How It Comes Back to Life.
20日移動平均回復が買いの好機に

株価の急上昇が止まる



Akio Kon/Bloomberg

これほどうまくいっている株について意見を述べるのは簡単ではない。米半導体大手エヌビディア<NVDA>の株価は、2022年後半に底値の11ドル強（株式分割調整後）を付けた後、2024年11月には日中最高値の153ドル近くまで上昇した。この間の上昇幅は14倍で、人工知能（AI）用途でエヌビディア製半導体への需要が急激に高まったことを踏まえると、当然と言える。

現在、エヌビディアの株価の急上昇は止まっている。当初、問題はそれほど深刻ではないように見えた。市場が大幅な株価上昇を消化するの

に時間を要することがあるからだ。12月17日の終値は130ドルで、最高値からの下落率は約15%だった（S&P500指数は同じ期間に約2%上昇）。翌18日の取引序盤に3%反発して134.24ドルを付けた。

他の半導体株は上昇

一方、他の半導体メーカーの株価は上昇している。過去1カ月間でエヌビディア株が8%下落したのに対し、上場投資信託（ETF）のiシェアーズ・セミコンダクターETF<SOXX>は5.7%の上昇、ブロードコム<AVGO>は47%の上昇、マーベル・テクノロジー・グループ<MRVL>は29%の上昇だった。

投資家が他の半導体株を購入している理由は正当なものだ。例えばブロードコムの2024年通年のAI関

連売上高は前年比3倍超増加して122億ドルとなった。ブロードコムによると、好調な増収の一因は、顧客によるAI向けのカスタム半導体（XPU）の採用だ。みずほ証券のトレーディングアナリスト、ダン・オリーガン氏は、最近のブロードコムの株価上昇は「恐らく（エヌビディアの）小さな犠牲を伴っている」と指摘する。

市場シェア喪失懸念は行き過ぎ

だが、エヌビディアがノックアウトされたわけではない。エヌビディアのデータセンター部門の2024年の売上高は約1077億ドルと予想されており、その大半がAI半導体によるものだ。米半導体大手アドバンスト・マイクロ・デバイシズ＜AMD＞は直近の決算発表説明会で、AI半導体への支出総額は今後数年で5000億ドルに達する可能性があると言った。つまり、ブロードコムやAMDがAIビジネスを積極的に成長させたとしても、市場予想を上回るペースで成長し続けてきたエヌビディアから数十億ドル相当のシェアを奪うにすぎない。

では、エヌビディアの株価はどこまで下落するのだろうか。株価の200日移動平均線は115ドル前後で、2023年1月以降、株価はこの水準を上回り続けている。下げ足が速まれば200日移動平均線を下抜けて90ドル台前半に向かう可能性はある。

だが本誌は115ドルの水準を維持すると考えている。この水準は200日移動平均であるだけでなく、12カ月予想株価収益率（PER）の27倍に相当する。この予想PERは、急上昇が始まって以降のレンジの下限に近い。しかも、S&P500指数の予想PERの22.5倍と比べてさほど割高ではない。売上高と利益はエヌビディアの方がはるかに速いペースで成長しているからだ。

1月のファンCEO事業説明に注目

エヌビディアの最高経営責任者（CEO）であるジェンスン・ファン氏は、1月6日からラスベガスで開催される世界最大級の家電IT見本市「CES」の基調講演で事業の最新情報を説明する予定だ。これは株価下落を食い止めるチャンスである。フェアリード・ストラテジーズのケイティ・ストックトン氏は、投資家はそれまでの間、20日移動平均に強含む兆しがないかどうかを注視すべきだと指摘する。「20日移動平均が強含む始めると、買いの好機が到来していることが多い」からだ。

投資家はもうしばらく待つ必要がある。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

10. M&Aブーム再来か An M&A Boom May Be Coming. Investors, Beware. M&Aの7割、効果は期待外れとの研究も

[経済関連スケジュール]

トランプ氏再選で企業に期待感



Illustration by Elias Stein

ビットコインに続いて注目を集めるのはM&A（合併・買収）だ。市場の高揚感もM&A復活への期待を再燃させている。2024年の案件の総額予想は前年の2兆4000億ドルを辛うじて上回り、2021年の5兆2000億ドルの半分ほどにもかかわらずである。12月10日付のフィナンシャル・タイムズ紙の見出しがこのムードを代弁している。『Merger Monday' buying spree signals deals revival since Trump election win.（月曜日に発表された買収意欲の高まりは、米大統領選でのトランプ氏再選以降のM&A復活を示唆）』。12月9日月曜日に明らかにされた案

件は4件で総額350億ドルに達した。

月曜日に公表された数件の取引が何かを予言するわけではないが、金利が低下し、トランプ次期米大統領が規制緩和や減税に重点を置く姿勢を示す中、M&Aアドバイザー、弁護士、コンサルタントや企業の経営陣はサイクルが変わったとして目まがいするほど強気の様相だ。

これは投資家にとって歓迎すべきことなのかどうか。この議論は研究者の間でも長く繰り広げられてきた。M&Aの長期的な効果に関する研究は、1980年代のF.M.シェラー氏とデービッド・レーベックラフト氏による研究にまでさかのぼる。その後の研究では数字に差異があるものの、「ほとんどの取引の効果は期待値以下」という大筋のコンセンサスは変わらない。最近出版されたバルク・レブ氏とフェン・グー氏による『The M&A Failure Trap（M&Aの失敗の罠）』という書籍では、40年間の4万件の取引を分析した結果、70～75%が失敗だったと結論付けており、この結論は「われわれに限ったものではない」としている。

議論はさらに続き、M&Aコンサルタント会社のベインは、企業がM&Aによって経営を改善させている点を指摘する。しかし、より規模の大きい企業がより規模の小さいM&Aを数多く行う傾向にあること、景気後退期のM&Aが最も効果が高いという二つの大きな教訓が特に目を引く。われわれが今迎えるようとする時代のように聞こえないからだ。

先週の出来事

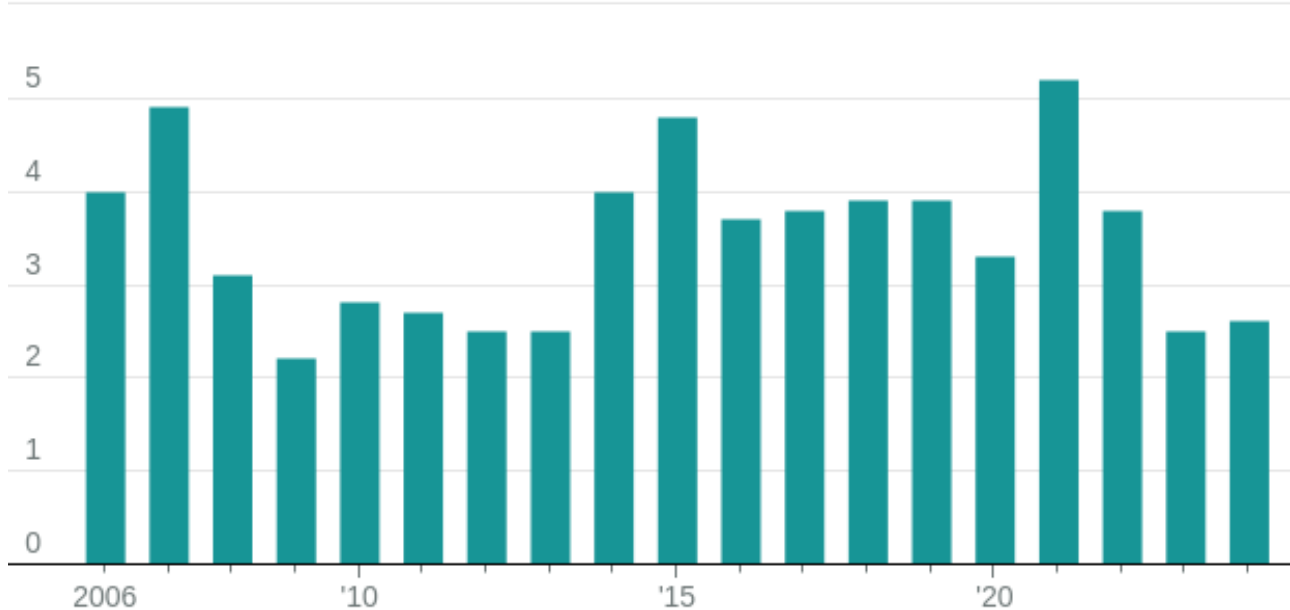
市場動向

韓国では尹錫悦（ユン・ソンニョル）大統領の弾劾案が国会で可決され、フランス国債は信用格付け引き下げ後に売られた。ドイツではシュルツ首相の信任投票が否決され来年2月に解散・総選挙が行われる。米連邦準備制度理事会（FRB）は0.25%の利下げを決定したが、2025年中の利下げを2回にとどめることを示唆し、これを受け株式市場とビットコイン価格は急落した。政府閉鎖を回避するため米

Time to Buy?

M&A activity has a clear cyclical element. Since 2022 it's been in a downtrend.

\$6 trillion



Note: *Estimate

Source: Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances

下院でようやく、つなぎ予算法案が可決され、20日夜に上院に送られた。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は10営業日続落の後上昇したが、週間では2.3%下落。S&P500指数は週間ベースで2%下落、ナスダック総合指数は同1.8%下落した。

企業動向

- ・12月恒例のナスダック100指数銘柄入れ替えで防衛ソフトウェアのパランティア・テクノロジーズ<PLTR>、ビットコイン開発のマイクロストラテジー<MSTR>、法執行技術ソリューションのアクソン・エンタープライズ<AXON>が加わることが正式に発表された。ヘルスケアのイルミナ<ILMN>、バイオ医薬のモデルナ<MRNA>、ITソリューションのスーパー・マイクロ・コンピューター<SMCI>と入れ替わる。
- ・フランスのメディア・通信企業ビベンディ<VIV.仏>からのスピンオフが完了した3社（テレビ局のカナル+<CAN.英国>、広告会社のハバス<HAVAS>、出版社のレイ・アシェット<ALHG.フランス>）が欧州市場で取引開始。
- ・ソフトバンクグループ<9984>の孫正義社長がトランプ次期大統領と会見、人工知能（AI）分野で米国に1000億ドルを投資すると発表。
- ・デンマークの製薬企業ノボノルディスク<NVO>の新薬の臨床試験による減量効果は期待に届かなかった。

M&A（合併・買収）など

- ・米財務省は日本製鉄<5401>による米総合製鉄会社USスチール<X>の買収計画を巡り、安全保障上の問題を審査する対米外国投資委員会（CFIUS）の中で合意に至らなかったと伝えた。話し合いは継続。
- ・デンマークのビール大手、カールスバーグ<CARL.A>による英清涼飲料メーカー大手のブリトビック<BVIC>買収計画を英国、欧州連合（EU）両当局が承認。買収額は42億ドル。

- ・自動車大手の日産自動車<7201>とホンダ<7267>が経営統合に向け協議を進めていることを発表。ブルームバーグはアップルの受託製造で知られるフォックスコン・テクノロジー（鴻海精密工業）<2317.台湾>が日産株主のルノーと株式取得について協議中と報道後、協議を保留と伝えた。
- ・イタリアの銀行ユニクレディト<UCG.イタリア>は、ドイツのコメルツ銀行<CBK.ドイツ>への出資比率を約28%に引き上げたことを発表。

今週の予定

What's Hot, What's Not

In the first halves of 2023 and 2024, tech, media, and telecom have led in deals, while consumer and industrials lag.



Sources: Refinitiv, Boston Consulting Group

12月23日（月）：

- ・コンファレンス・ボードが12月の消費者信頼感指数を発表。コンセンサス予想は113で、2023年7月以来の最高水準を示した11月の数値から1.3ポイント上昇。
- ・米国勢調査局が11月の耐久財受注を発表。受注額のエコノミスト予想は前月比0.3%減の2857億ドル。輸送用機器を除く予想は同0.3%増。10月は同0.2%増だった。
- ・米国勢調査局が新築住宅販売件数を発表。11月の戸建て住宅販売戸数のエコノミスト予想は季節調整済み年率換算で66万5000戸と前月比約9%増。10月の新築住宅販売価格の中央値は43万7300ドルで、2022年10月に記録した過去最高の46万300ドルから約5%低い水準。

12月25日（水）：米株式・債券市場はクリスマス休暇のため休場。24日のクリスマスイブは取引時間を短縮。ナスダックとニューヨーク証券取引所は東部時間午後1時、債券市場は同2時に取引を終了。

統計と数字

88社：2024年にロンドン証券取引所から上場廃止または主な上場先を移転した企業数（2009年以来の最高水準）。ロンドン市場に上場した企業は18社。

48万5000：マイクロソフト<MSFT>による半導体大手エヌビディア<NVDA>の画像処理半導体（GPU）ホッパーの2024年購入数は48万5000個で競合AI企業の2倍超。

7.5%：米国の2023年の医療費の伸び率。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）に伴う助成金が終了し民間医療保険の費用が増加、前年の伸び率4.6%を上回った。

By Robert Teitelman
(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』 2024/12/22

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