

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/02/16

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 酒類業界、不振の理由は - Warning Labels Aren't the Only Threat to the Alcohol Industry [カバーストーリー]
業界は斜陽でも勝ち組は存在する P.1
2. 米富裕層が資産を海外移転、新政権下でリスクヘッジ - The Rich Are Moving Assets Abroad. What's Prompting the Shift. [フィーチャー]
海外への資産移転と二重国籍取得、政治情勢への懸念と経済弱体化に備え P.8
3. JPモルガンのダイモン氏、在宅勤務や官僚主義に不満 - Jamie Dimon Sounds Off on Remote Work, Bureaucracy, 'Pablum and Bulls' [銀行]
社内のタウンホールミーティングで発言 P.11
4. 市場はいかにして心配をやめ関税を愛するようになったか - How the Market Learned to Stop Worrying and Love Tariffs [コラム]
かつては核兵器、今では関税が究極の兵器 P.13
5. データに依存するFRB、判断に遅れはないか - Will Data Dependence Leave the Fed Behind the Curve? [経済政策]
問題は過去の数字に基づく政策決定 P.15
6. トランプ氏、半導体への関税示唆 - Trump's Proposed Chip Tariffs Threaten AI—and the Entire Stock Market [ハイテク]
発動されれば米国のAI競争力と株式市場全体への脅威 P.17
7. インフレ指標受けた混乱回避も上値追い切れず - The Stock Market Survived Inflation Data. Cracks Are Emerging. [米国株式市場]
ボックス圏からの素早い上抜けがなければ下値模索も P.19
8. ITバブル崩壊から25年、次はAIバブルが崩壊か - The Dot-Com Bubble Burst 25 Years Ago. AI Could Be Next. [コラム]
マクロ環境は異なっても、景気サイクルの流れはいつも同じ P.21
9. どのS&P500指数連動型ETFがベストか - In Search of the Best S&P 500 ETF [ファンド]
目的に応じて使い分けるべし P.23
10. 昨年度の米大学基金の運用良好、2年前の不調が難点 - Endowments in 2024 Got a Good Grade. The Flaw: A Lousy 2022. [経済関連スケジュール]
2024年度は11.2%上昇も、2022年度の8%下落が尾を引く P.25

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

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

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

Copyright © 2025 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. 酒類業界、不振の理由は

[カバーストーリー]

Warning Labels Aren't the Only Threat to the Alcohol Industry
業界は斜陽でも勝ち組は存在する

■ ブームが去って株価下落

「ドライ・ジャニュアリー」（1月の禁酒キャンペーン）は終わったが、酒類メーカーは乾杯ムードではない。アルコール離れは1年を通じたトレンドになっており、特に若年層の間でその傾向が強い。年長の飲酒者があまり飲まない若者に入れ替わることで、アルコール飲料の売り上げが落ち込む見通しは高まっている。



Illustration by Alvaro Dominguez

かつては生活必需品銘柄と見なされていた酒類メーカーの株価は下落している。ビールメーカーのアンハイザー・ブッシュ・インベブ<BUD>やモルソン・クアーズ・ビバレッジ

<TAP>は、ここ数年間でクラフトビールやカクテルと競っていたこともあり、10年近く低迷が続けている。他の企業は、2023年まではカクテルブームの波に乗っていたが、同年に米国の蒸留酒の売上高は30年ぶりの減少に転じた。「ジョニーウォーカー」などのスコッチウイスキーで有名なディアジオ<DGE>の株価は過去2年間で36%下落し、「ジャックダニエル」などのテネシーウイスキーを生産するブラウン・フォーマン<BF.B>は50%超の下落となっている。

10年前にボストン・ビール<SAM>の株式を購入した投資家は、暗号資産（仮想通貨）やミーム株のような乱高下を経験することになった。2021年春までに株価は4倍に上昇したが、現在のリターンはマイナス24%に転じている。ボストン・ビールはハードセルツァー（アルコール入り炭酸飲料）ブームの中心的な存在だったが、その後、大手ビールブランドがこぞって参入し、同時に一部の消費者はレディ・トゥ・ドリンク（RTD、すぐ飲める容器入り飲料）の瓶や缶のカクテルに流れていった。

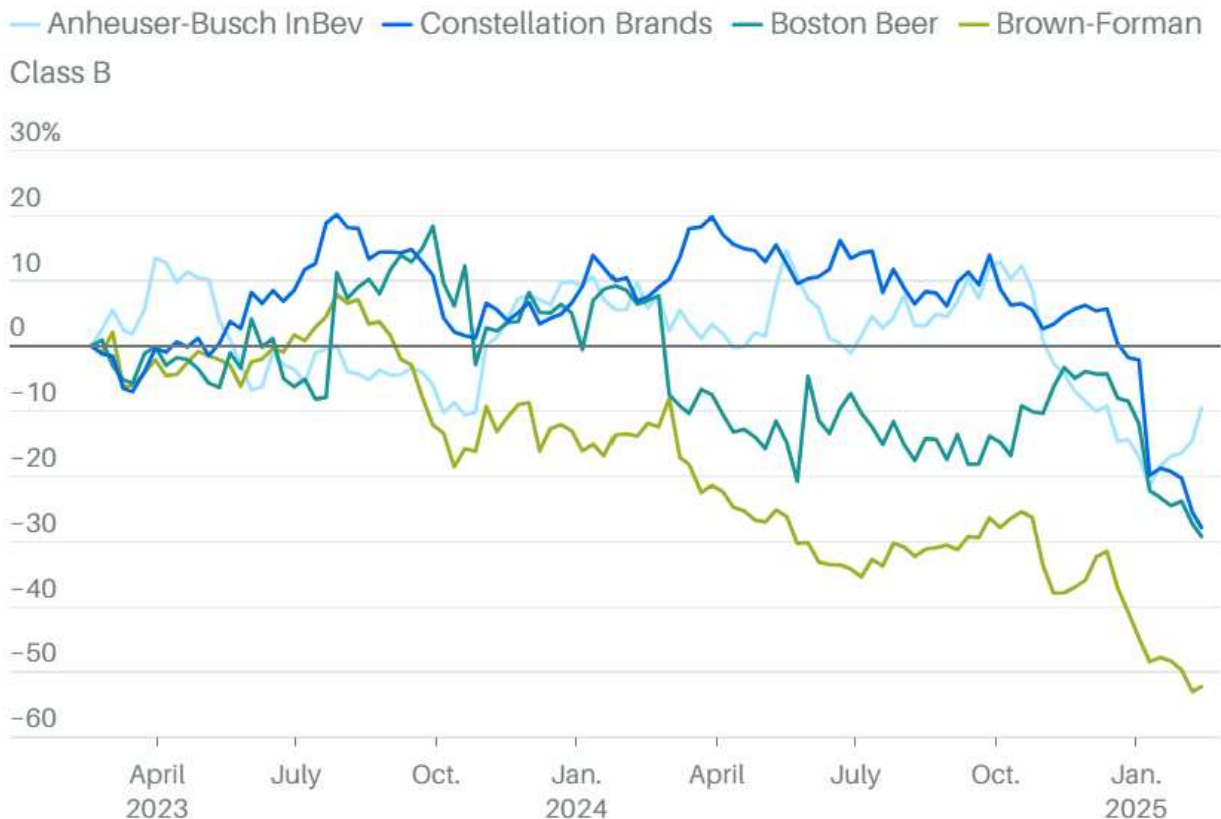
一方、米国で「コロナビール」や「モデロビール」を販売するコンステレーション・ブランズ<STZ>は成長を維持していたが、直近の四半期決算では売上高が横ばいだったと発表し、株価は1日で17%下落した。過去1年間では31%の下落となっている。市場関係者の中には、アルコール飲料銘柄の選別買いの好機とみる者もいれば、回避を推奨する者もいる。

アルコール飲料の消費が減少している理由は、政府が最近、発がんリスクを警告したからではない。減量薬の影響も、あったとしてもわずかだ。物価上昇や懐具合、それにノンアルコールのビールと蒸留酒の台頭の方が重要だろう。しかし、最も大きな要因は、業界にとって特に心配なものかもしれない。現在の20代の若者は、アルコールがそれほど好きではなさそうだ。

若者のアルコール離れ

Low Spirits

Investors in shares of beer, wine, and liquor companies are underperforming the market.



Source: FactSet

この冬、オハイオ州立大学のコロンバス・キャンパス中心部に位置するバー「エチル・アンド・タンク」は、ほとんどの学内バーよりもおいしい思いをした。アメリカンフットボール部の「バックアイズ」が全米大学フットボール選手権で優勝したからだ。プレーオフの制度上、勝者ほど試合数が多くなり、ファンがバーに集まり、ビールの売り上げも増える。

しかし、ここでも全体的な傾向は明白だ。共同マネジャーのナンディ・アニンウェゼ氏は「コロナ禍以降、どのバーも打撃を受けた」と語る。一部の学生は、ストレスのたまる時期に週1〜2回バーに通うが、健康を理由に酒をやめる。SNSで流行している自己啓発プログラムに基づいて禁酒する学生もいる。多くの学生は酒より大麻を好む。酒を飲む学生もいるが、SNSに動画が流出して将来が傷つくのを恐れて泥酔はせず、午前0時か1時までには帰宅する。

アニンウェゼ氏は「夜が明ける頃には、店は空っぽになっている。以前は学生を無理やり追い返さなければならなかったものだ」と語る。

調査会社ニールセンIQによると、昨年のアルコール飲料の売上高は1%減の1120億ドルとなった。販売数量の落ち込みはさらに大きく、ビール、蒸留酒、ワインと幅広い分野で減少した。堅調な分野はほとんどなかった。飲料業界専門の調査会社IWSRの調べでは、RTDの缶カクテルの売り上げは元々少な

いため、依然として全米で増加しているものの、販売数量は横ばいで、ニューヨーク州とフロリダ州では減少しつつあるという。

売上高はアンケート結果とも整合的だ。調査会社ギャラップは、2001年から米国人の適切な飲酒に関する意識を調査している。昨年の調査では日に1〜2杯の飲酒を不健康と考える人が過去最高の45%に上った。前年比で6%ポイント、2018年比で17%ポイントの上昇だ。約55%の回答者は、平均的な飲酒者でも酒を減らすべきだと述べ、22%は禁酒すべきだとした。18〜34歳の若年層ではそれぞれ67%と23%だった。

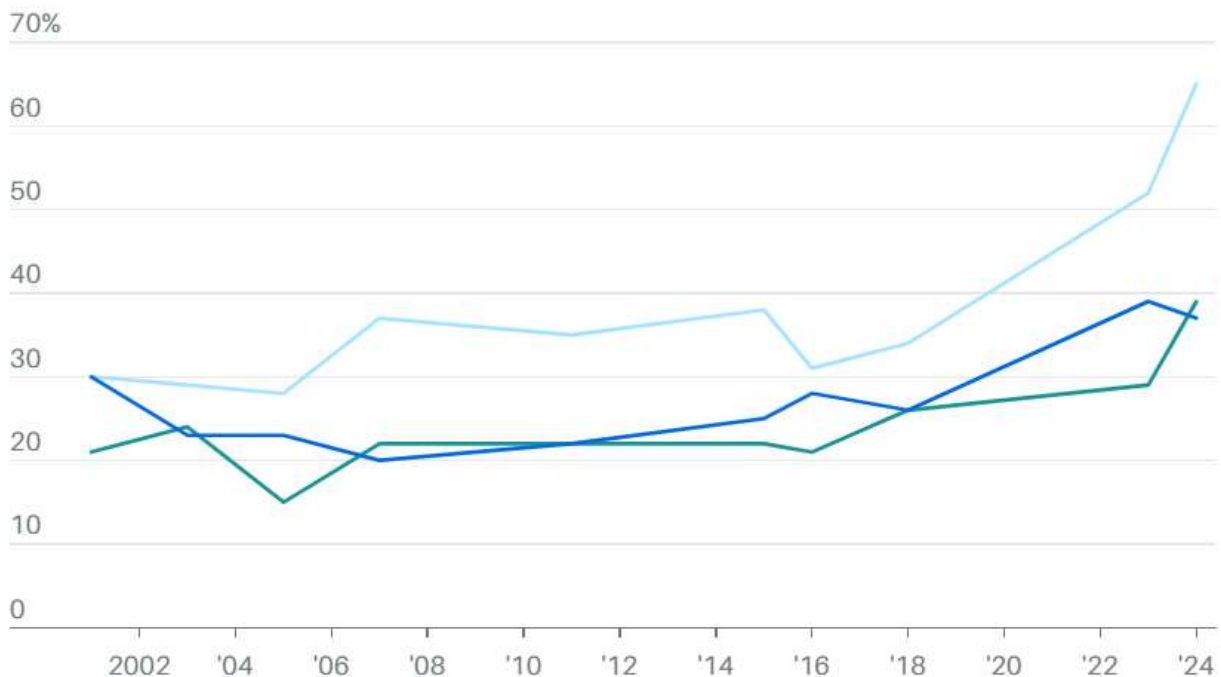
蒸留酒メーカーの低迷

Thumbs Down

A growing number of Americans think even moderate drinking is bad for your health.

% Bad for your health

— 18 to 34 — 35 to 54 — 55 and older



Note: Responses to the question "Do you, personally, think drinking in moderation—that is, one or two drinks a day—is good for your health, makes no difference, or is bad for your health?" Those who said it is good for your health or makes no difference aren't shown.

Source: Gallup

一部の酒類メーカーは他社に先駆けて対応している。1920年代と30年代の禁酒法時代を乗り切ったブラウン・フォーマンは先月、従業員の12%を一時解雇し、ケンタッキー州の樽工場を閉鎖すると発表した。ブラウンの株価は、三つの明確な理由と、一つの憶測上の理由によって、他社よりも大きな打撃を受けている。第一に、ウイスキーが絶好調だった時期に株価が割高だったため、投資家の失望に弱い。第二に、ウイスキーは通常、その場で消費されずに樽の中で熟成されるため、過剰在庫の影響が長引きやすい。

第三の潜在的な課題は関税だ。トランプ大統領はさまざまな形で、中国、カナダ、メキシコなど世界各国の商品に高額で幅広い関税を課すと脅しを掛けている。報復関税の対象として、熱心な共和党支持者が多いテネシー州のウイスキーやケンタッキー州のバーボンほど象徴的な意味でぴったりの商品は少ない。

トゥルーイスト・セキュリティーズのアナリストで、最近ブラウンの投資判断を買いから中立に引き下げたビル・チャップル氏の見解では、株価下落にはブラウンに固有の四つ目の要因がある。ブラウンが以前発売した、はちみつフレーバー付きのジャックダニエルなどの商品が、高級ブランドとしてのステータスを損なったというのだ。とはいえ、今や高級品を販売していても成長する保証はない。高級酒メーカーのペルノ・リカール<RI.フランス>、ダビデ・カンパリ・ミラノ<CPR.イタリア>、レミー・コアントロー<RCO.フランス>は、いずれも売上高が減少し、株価が急落している。本誌はブラウンにコメントを求めたが、返答はなかった。

2018年農業法には麻の栽培支援が盛り込まれ、大麻入り飲料への扉が開かれた。麻は産業用繊維の製造に使用され、テトラヒドロカンナビノール（THC）というごく微量の向精神薬成分を含む。しかし、蒸留酒の製造の要となる蒸留技術があれば、THCの濃度を高めることができる。大麻入り飲料は酒類メーカーにとって良い投資先に思えたが、アンハイザーとコンステレーションはこの分野で痛手を負った。その理由は、現在の不透明な販売規制や、大麻を常用している消費者がTHC飲料ではなく従来のグミや乾燥大麻にこだわる傾向があることだ。

ノンアルコールの台頭



Illustration by Alvaro Dominguez

ディアジオは異なるアプローチを取っている。同社は昨年9月、ノンアルコール蒸留酒メーカーのリチュアル・ゼロ・プルーフを買収した。IWSRによると、ノンアルコール蒸留酒の売上高は過去5年間で年平均60%のペースで成長している。

元ヘッジファンドトレーダーで起業家のビル・シュフェルト氏は、以前のノンアルコールは禁酒法の時代からほとんど進化していなかったと語る。2017年、シュフェルト氏は醸造パートナーのジョン・ウォーカー氏とともにノンアルコールビール会社アスレチック・ブリューイングを創業した。シュフェルト氏は「われわれは単にビールを置き換えるのではなく、ビールへの愛からスタートした」と話す。現在はペールエール、ホワイトビールなどの幅広い商品を販売しており、ビール愛好家からも好評を得ている。

昨年、アスレチックは1億缶を「優に超える」ノンアルコールビールを売り上げ、他のあらゆるクラフトビールブランド（アルコールの有無を問わない）を上回る売り上げの伸びを記録した。一部の食料販売店チェーンでは、アスレチックの製品はビール系飲料全体の売り上げの10%以上に上り、大手スーパーマーケットのホールフーズでは15%超だ。

アスレチックは、アルコール離れの恩恵を受けているのか、それともその原因になっているのか。シュフェルト氏は両方だと指摘し、「アスレチックはノンアルビールのイメージを変え、偏見を解消したが、10年前だったらうまくいかなかっただろう。情報化や健康志向のトレンドなど、すべてのタイミングが良かった。25年後に振り返ったら、大きな変化だったと思うはずだ」と語る。

アルコール飲料に対する世論の変化

Pour Loser

Overall alcohol sales fell 0.8%, to \$112 billion, last year. Pockets of growth, like ready-to-drink cocktails, weren't large enough to offset volume and dollar declines in core categories.

■ Value (\$) ■ Volume



Note: *Excludes ready-to-drink beverages, like canned cocktails; 52 weeks ended 12/28/2024 vs. year ago.

Source: NIQ

米国人のアルコール飲料に対する見方は過去50年間で何度も変わった。1978年、フォード大統領は「スリー・マティーニ・ランチ（アルコールを飲みながらのビジネスランチ）は米国の効率性の象徴だ。一度に耳と腹を満たし、酔うこともできる」と述べた。しかし、飲酒しながらランチをする習慣は廃れ、1980年代初めには米国の1人当たりアルコール消費量は減少し始めた。

1991年、ニュース記者のモーリー・セーファー氏はフランス・リヨンのビストロを訪れ、フランス人が脂肪を多く摂取しているのに心臓病による死亡率が低い理由について議論した。その結論は、フランスがワインを愛しているからではないか、ということになった。ワインはすぐにブームとなり、あらゆる米国人がワイン用のブドウ品種である「cabernet」（カベルネ）という単語の読み方を知った。

しかし、その後の研究はアルコールの健康上のメリットを証明できておらず、保健当局はそのリスクを声高に主張するようになっていく。米国の公衆衛生政策を指揮する医務総監が1月に発表した報告書は、がんの予防可能な原因の第1位にアルコール飲料の消費を挙げた。報告書では、酒類のパッケージに新たな警告を表示し、現行の政府ガイドライン（1日の飲酒量は、男性は2杯以内、女性は1杯以内とすることが望ましい）の改正を勧告している。これを受けて、投資銀行のアライアンス・グローバル・パートナーズはあるグラフを公表した。それは、米国の1人当たりたばこ消費量が、1964年に医務総監が初めてたばこの発がんリスクを警告した頃にピークを打ち、その後数十年にわたって、広告の禁止、たばこ税の増税、訴訟を通じて減少していったというものだ。

アルコール飲料とたばこには重要な違いがある。酒類業界は生産と販売の面でたばこ業界よりもかなり細分化されており、雇用もはるかに多い。ロス・キャピタル・パートナーズのアナリスト、ビル・カーク氏は「地域社会の中で大きな存在である酒類のラベルを変えることは、議会にとっては難しいだろう」と指摘する。

■ コンステレーションとボストン・ビールを选好

蒸留酒に関しては、カーク氏は最も得をするのは投資家ではなく、商品が値下げされて喜ぶ消費者だろうと語る。カーク氏が投資判断を買いとするのはビールメーカーが中心だ。カーク氏は、ビールは節酒の傾向に適しており、企業は値上げによって販売数量の減少を相殺できていると考えている。トップピックはコンステレーション、次いでボストン・ビールだ。

2012年、アンハイザーはメキシコのビール会社グルボ・モデロを買収したが、規制当局を納得させるために、モデロの米国販売部門を売却しなければならなかった。買い手となったのはコンステレーションだった。過去10年間でマーケティングと販売に投資した結果、米国のヒスパニック系人口の増加もあり、コロナビールとモデロは強力な成長のけん引役になった。

コンステレーションが1月に発表した四半期決算は予想を下回り、株価は急落した。経営陣は、アナリスト説明会でアルコール飲料に対する長期的な逆風について問われ、経済に原因があると述べた。ウィリアム・ニューランズ最高経営責任者（CEO）は「消費者の支出に占めるアルコール飲料の割合は変わっていないが、支出額全体が縮小した」と語った。投資銀行のジェフリーズとJPモルガンはこの説明に納得せず、投資判断を引き下げた。しかし、カーク氏は同四半期にビールの売り上げが3%増加したと指摘する。

ボストン・ビールは名前を変えた方がよいかもしれない。売上高の約85%はハードサイダー（りんごの発泡酒）、ハードセルツァー、ハードティー（紅茶系のアルコール飲料）によるものだ。カーク氏は最近のハードティーの成長を好感している。

■ 酒の歴史は終わるのか？

斜陽の業界にも勝ち組は生まれる。経済学者のジェレミー・シーゲル氏は、著書「株式投資」において、S&P500指数の構成銘柄の中で1925年から2007年にかけて最も高いパフォーマンスを上げたのは、たばこ会社のフィリップ・モリス（現アルトリア・グループ<MO>）だったと述べた。同社はその後市場をアウトパフォームし続けている。広告規制はコスト削減に寄与した。高い税率は値上げの隠れみになった。しかし、少なくとも現時点では、最も大きな要因は割安なバリュエーションと

多額の配当の組み合わせだ。直近の株価収益率（PER）は10倍で、配当利回りは7.7%である。一方で、ギャラップの調査によると、喫煙率は80年ぶりの低さとなっている。

PER12倍のコンステレーションや22倍のボストン・ビールにとって、ハードルはそこまで低くはない。ブラウンは約17倍、アンハイザーは14倍、モルソン・クアーズは9倍だ。慎重な投資家は、株価がさらに下落するか、需要が安定化する兆しが現れるまで投資を待つべきかもしれない。

アルコール飲料の販売の低迷には、他にも原因があり得る。政府の物価データによると、家庭で消費するアルコール飲料のコストは過去5年間で12%上昇している（それ以前の5年間は4%）。飲食店のアルコール飲料の価格も同期間に21%上昇した（同9%）。若い消費者には、合法のスポーツ賭博などの新たな所得の使い道があり、酒と競合している。富裕層の人口の伸びは鈍化している。食欲を抑制するという新たな肥満治療薬は、飲酒の欲求も低下させると考えられている。

ロスのカーク氏は最近、2025年の酒類業界について、可能性は低いがあり得るシナリオのリストを公表した。コンステレーションはワインと蒸留酒の事業を創業家に売却し、ビールに注力する可能性がある。大手小売店は、ドラッグストアがたばこの販売をやめたのと同様に、アルコール飲料の販売をやめるかもしれない。蒸留酒メーカーは、過剰在庫を解消するために、よりアルコール度数の高い製品を発売することが考えられる。

シュフェルト氏は、ノンアルビールがビール全体の売り上げの最大20%に達する可能性があると言っている（現在は1.5%）。この予想が実現するには、アルコール飲料の消費が急減する必要はないとシュフェルト氏は語る。これは飲酒の機会が増えることを意味する可能性がある。アスレチックの顧客の約80%はアルコール飲料も消費している。

シュフェルト氏は「アルコール飲料は約5000年前から存在する。どんな形にせよ、急に終わりを迎えると予想するのは時期尚早だろう。少なくとも、われわれはそれを全く望んでいない」と語る。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

2. 米富裕層が資産を海外移転、新政権下でリスクヘッジ The Rich Are Moving Assets Abroad. What's Prompting the Shift. 海外への資産移転と二重国籍取得、政治情勢への懸念と経済弱体化に備え

[フィーチャー]

富裕層が警戒、資産移転と国外居住権取得へ



Illustration by Weston Wei

第2期トランプ政権の政策に対し、多くの富裕層は概ね満足している。バイデン政権時代に提案されていた超富裕層を対象とする新税、いわゆる「億万長者税」の実現が見送られたことに、安堵（あんど）している。しかし、一部の富裕層は依然として警戒を解いておらず、彼らは第2期トランプ政権が経済、市場、そして自身の生活に与える影響を、黙って見守るつもりはないようだ。

移民専門弁護士や富裕層向け資産管理者によれば、そうした富裕層の一部は、資産や投資を海

外に移すだけでなく、さらに他国での居住権や市民権の取得も検討しているという。富裕層がスイス、シンガポール、アラブ首長国連邦（UAE）など、他の地域に資金を移す理由は幾つかあるが、その一つとして、トランプ新政権によって不正行為者と見なされることを恐れる層が、万が一に備え、資産を国外へ移動させる動きがある。

口座凍結の懸念とその対策

移民専門弁護士のデビッド・レスペランス氏によれば、今後ターゲットにされる可能性のある富裕層は、特に新政権による銀行口座や証券口座の凍結を警戒しているという。レスペランス氏は本誌に対し、「お金を持っているということは、それだけ多くの手段を持っていることを意味する。しかし、ターゲットにされるリスクも高まり、打撃を受ける可能性も大きくなる」と語った。レスペランス氏のクライアントのうち、かつて「トランプ氏を法で裁こうとする有名な取り組み」に関わっていた人物は、トランプ氏とその支持者たちが敵対者に対して「報復」する傾向があることを踏まえ、自身と家族を米国から移住させたいと考えているという。レスペランス氏は、新政権からの報復を懸念する顧客が取るべき行動をまとめたメモを作成した。

ステップ1：米国のパスポートは政府から予告なしに無効にされる可能性があるため、米国以外のパスポートも確保すること。

ステップ2：米国以外の銀行および証券口座を「できるだけ早く」開設し、口座に資金を準備しておくこと。

レスペランス氏は、「不当な民事および刑事上の政府による嫌がらせは、経済的にも精神的にも壊滅的なダメージがあるだろう」とし、さらに「これは、クライアントの同僚たちの間で、政府内外を問わず、現在深刻な話題となっている」と話している。

富裕層のリスクヘッジと資産移転の動きの例

スイスの独立系資産運用アドバイザー、フィリップ・ヘンスラー氏によると、米大統領の政権交代で政党が変わるたびに、資産を海外に移すことへの関心が高まるという。「大統領がバイデン氏かトランプ氏かに関係なく、一般的に不確実性が高まれば、富裕層はリスクヘッジを試みるものだ」と述べている。一方で、首都ワシントンのマクダーモット・ウィル・アンド・エメリー法律事務所のパートナーで、富裕層個人、家族、ファミリーオフィスに税金や遺産計画のアドバイスをしているスコット・ボウマン氏によると、米国から国外へ移住する人の数は、大統領選の時期に増えることが多いものの、2024年の選挙に向けての懸念の度合いは、過去の選挙の年よりも大きかったと述べている。

また、移民専門のヘンリー・アンド・パートナーズ法律事務所でプライベート・クライアント部門グローバル責任者を務めるドミニク・ボレック氏は本誌に対して、同事務所に相談している顧客のほとんどは「民主党寄り」とであると語る。しかし、民主党のカマラ・ハリス候補が当選した場合に資産にどのような影響が出るか不安を感じ、選挙前に同事務所に相談したクライアントもいたという。ボレック氏によると、クライアントの中には、4年後に民主党が再び政権を握った場合に備えて、保険として二重国籍を取得しようとしている人もいる。

多くの人が政治とは関係のない懸念を抱いている。前述のボウマン氏は「中には、インフレ、高水準の政府支出、そして公的債務による潜在的な経済の『破滅シナリオ』をヘッジし、または少なくとも『備え』をしたい人もいる」との見方を示した。

富裕層は資産の米国外への移転を模索

ボウマン氏の顧客のほとんどが純資産1億ドル以上だが、ボウマン氏が司法管轄区の多様化について書いた論文の草稿によると、世界の国内総生産（GDP）に占める米国の相対的な割合が低下する中、「世界の基軸通貨としての米ドルの有効性継続」を巡る懸念もある。富裕層はこうした懸念が「最大規模の火災」となるまでは考えていないが、自分が創り出した、あるいは受け継いだ富を将来の世代に引き継ぐ責任があるため、「一つの司法管轄区に高度に集中している場合、法的、経済的、政治的リスクを分散させる何らかの戦略が必要ではないか」と考えている。

英国を拠点とするウェルスマネジメント会社ロンドン・アンド・キャピタルのエグゼクティブ・ディレクター、トッド・コーワン氏によると、顧客が資産の移動や移住を選択する主な理由は、保有資産を地理的に分散させたいという願望から、2022年に米連邦最高裁が下した「ロー対ウェイド判決」（人工妊娠中絶を憲法上の権利として認めたもの）を覆す判断が、いずれ同性婚に影響を与えるのではないかという懸念へと、年々変化しているという。また、政治だけでなく、医療費の高騰や米国での銃による暴力などもその理由に挙げられている。

コーワン氏は電子メールで、「政治情勢の変化や潜在的な政策変更（トランプ大統領からバイデン大統領へ、そして現在は再びトランプ大統領へ）に対する懸念は、ある顧客にとっては話題の一部ではないが、顧客によっては移住の主要な動機となっている。こうした懸念は通常、移住にあたって個人的、あるいは財政的に検討すべき事項の一部であり、それが第一の原動力となることはない」と述べた。

個人からの他国への資本移動に関する包括的なデータはない。しかし、米財務省の金融犯罪取締ネッ

トワーク（FinCEN）部門の広報担当者によれば、米国政府が追跡している外国銀行口座および金融口座は、2020会計年度（10月1日開始）以降、ほぼ毎年増加しており、2024会計年度には前年度の160万件以下から8.8%近く急増し、170万件を超えたという。ボウマン氏によると、これまでは米国市民は納税を免れるために資産を海外に移転していたかもしれないが、米国政府は2008年から、納税を免れるようとする米国市民を援助した疑いがあるとして、外国の金融機関への取り締まりを強化した。

ウィザーズワールドワイドのニューヨーク州の移民弁護士であるリアズ・ジャフリ氏は本誌に、「今日、海外に資金を移動させようとする米国市民は、租税回避が目的ではない。米国市民は、全世界での自身の所得が報告され、米国で課税されること、そして持っている海外の銀行口座が米内国歳入庁（IRS）に報告されることを理解している」と語った。

■ 富裕層は居住権の選択肢を可能な限り多く持つべきだ

海外での居住権や市民権の確保は、資産を海外に分散させたい、また時には家を買いたいという個人にとって、しばしばパッケージの一部となる。2024年の大統領選をきっかけに、他国への移住を促進する法律事務所や専門家への問い合わせが急増したが、その後、資格のある人たちの多くが海外での居住権や市民権の取得を申請するようになった。

レスペランス氏に居住権や市民権、デジタルノマドビザ（リモートワークしながら滞在できるビザ）の申請を依頼した顧客の数は、通常のペースから400%超増加しているという。デジタルノマドビザを取得すれば、国にもよるが、1年以上海外に住んで働くことができ、長期的な解決策を完成させるまでの時間を稼ぐことができる。バイデン前大統領の2024年度予算案に1億ドル以上の資産家に対する25%の「超富裕層ミニマム税」が盛り込まれた後の「ちょっとした上昇」に比べれば、今の増加ペースは「津波」だとレスペランス氏は言う。

投資による居住権と市民権取得を専門とする法律事務所、ラティテュードのマネジング・パートナーであるクリストファー・ウィリス氏によると、2024年第3四半期から、ラティテュードには「より強い意思と、より早く準備が整った経済的に適格な個人」からの問い合わせが増えた。経済的に適格であると判断された人からの問い合わせのうち、約16%が顧客になったという。

すべての問い合わせが申し込みになったわけではない。投資による居住権と市民権取得を専門とするアートン・キャピタルでは、問い合わせがあったうち5%が手続きを開始し、他の15%は選択肢を模索し続けている。アーマンド・アートン最高経営責任者（CEO）は本誌に、5分の1が手続きに進むと予想しており、その他の人たちは、資格が得られなかったり、移住の必要性を感じなくなったりするなど、さまざまな理由で手続きを取りやめると語っている。ボレック氏は「十分な資産を持っている人たちにとって、第二の市民権はヘッジであって、確実な解決策ではない。経済的な余裕があるのであれば、居住権はどこであっても完全ではなく、可能な限り多様な居住権の選択肢を持つべきだ」と言う。

By Abby Schultz
(Source: Dow Jones)

3. JPモルガンのダイモン氏、在宅勤務や官僚主義に不満

Jamie Dimon Sounds Off on Remote Work, Bureaucracy, 'Pablum and Bulls'
社内のタウンホールミーティングで発言

[銀行]

ダイモン氏を悩ます従業員の不満



Hollie Adams/Bloomberg

大手銀行のJPモルガン・チェース<JPM>の最高経営責任者（CEO）であるジェイミー・ダイモン氏には気掛かりなことが多い。本誌が入手した録音によると、ダイモン氏は12日にオハイオ州で開催された社内のタウンホールミーティングで、JPモルガンが最近どのように事業を行ってきたかについて、率直な考え方を長々と述べた。ダイモン氏はJPモルガンが一段と迅速に行動することを望んでおり、最近では各部門のマネジャーに対して、効率性を10%改善するよう要請している。

ダイモン氏はまた、タウンホールに参加した従業員が採用削減について語ったことを受けて、採用凍結に言及した。JPモルガンの広報担当者はミーティング後に声明を出し、「ダイモン氏の採用凍結の発言は、従業員数を横ばいで維持することを意味しており、採用凍結を意味していない。当社は必要に応じて専門家を引き続き採用する予定で、現在は1万4000人分のポジションで空席がある」と述べた。

ダイモン氏は、時間のかかる意思決定と何層にもおよぶ承認プロセスが自社に染み付いていると表現した。また、従業員の業績評価が「ゴミ箱行きになるような陳腐ででたらめな考え方」で埋め尽くされていると不満を漏らした。ダイモン氏は、法律とコンプライアンスに関する研修に時間を費やし過ぎているのではないかと考えており、官僚的体質を改善する手段についてのアイデアを従業員から募集した。

ダイモン氏は、JPモルガンには「互いに親切的な」従業員が多いものの、コラボレーションでは恐らく行き過ぎではないかと考えている。そして在宅勤務にとりかからせないようにしようとしている。ダイモン氏は「私はコロナ禍以降に週7日働いている。ところが、出社しても誰もいない」と言う。そしてダイモン氏は、在宅勤務の人気の高い金曜日に人々と連絡できないことを本当に嫌っており、「金曜日の在宅勤務がうまくいくという意見はいらない。金曜日に多くの人に連絡するが、連絡が取れる人は一人もいない」と語る。

ダイモン氏の発言は従業員からの二つの質問に対する回答の一部であり、JPモルガンにおいて勤務方針を巡る不安が広がっている中で発せられたものである。社内では、週5日の出社義務という新方針や、過去最高益を受けての報酬に対する不満、レイオフをきっかけに従業員が抱える不安や不透明感について、激しい議論が交わされている。本誌は12日、JPモルガンが2025年に計画されているレイオフを2月に開始したと報じた。12日の本誌より前にロイターは、週5日の出社義務付けに対する従業員からの嘆願書に関するものを含むダイモン氏の発言の一部を報道した。ロイターによるとダイモン氏

は、「嘆願書に何人の従業員が署名したかには関心がない」と述べた。以下は、ダイモン氏を悩ませている幾つかの問題で、ダイモン氏の実際の発言を載せている。

■ オフィス復帰への不満に対しダイモン氏が考えを変えない理由

コロナ禍でも、米国人の約60%が毎日出勤しており、人々はさまざまな場所で働いていた。皆さんの多くは出勤せざるを得ず、そのため、誰もが在宅勤務しており在宅勤務が素晴らしいという意見は真実ではない。われわれは常に在宅勤務を実施していた。私自身は在宅勤務に反対ではない。従業員の10%、主に住宅ローン関連や特定のコールセンターのスタッフは在宅で働いている。われわれはデトロイトにバーチャル・コールセンターを開設し、現在ではボルチモアでも運営しているが、それは非常に効率的だ。それがどの程度効率的かは、非常に具体的な手段で追跡可能だ。そして、皆さんが在宅勤務可能な企業を望むのであれば、それは構わない。

それでも在宅勤務に問題はある。若い社員は在宅勤務によって被害を被っている。彼らは社会的に、またはアイデアや人との出会いにおいて取り残されている。実際、大半の皆さんは、この部屋よりも多様性が少ないコミュニティで暮らしているのではないかと私は考えている。そしてそれがこのような影響をもたらしている。われわれは、他の子供らが徐々に取り残されているとみており、私はさらに幼い子供らにそのような仕打ちをする気はない。

皆さんの多くがズームを利用した会議で、同時に次のようなことをしていた。電子メール閲覧、他人の悪口を互いに送り合う、会議に関心を払わない、資料を読んでいない、などだ。皆さんが、ズームが効率性や創造性を損ね、行儀を悪くすると考えていなくとも、実際はそうなっている。皆さんがズームの会議で行っていることを、私とのミーティングでは行っていない。皆さんが私との会議に出席すれば、私の関心をひく。私はスマートフォンを持ち込まず、人々にメッセージを送らない。単に、それは機能しないからだ。それは、創造性に貢献せず、意思決定を遅らせる。

■ 最近の採用について

従業員は過去4〜5年で5万人増えているが、そのすべてが必要なわけではない。そのために採用した業務に人々が就いてないためさらに人員を投入してきた。それは単に機能しない。私は、そのような企業に対して責任を負う気はない。皆さんには選択肢があり、JPモルガンで働く必然性もない。この会社で働くことを望まない人がいても、私には問題はない。

採用凍結について話そう。説明のためのメモを皆さんに送付すべきだった。それは、怒りが原因ではなく、間違ったことをしたためでもない。オフィス復帰は理由ではないが、一因ではある。わたしは、出勤によって効率が大幅に改善するのではないかと考えている。本当の理由は、過去4年間に差し引きで5万人を採用したためだ。そして、効率性が低下し、官僚主義が蔓延（まんえん）したことも分かっている。それは私の懸念が理由だが、それについては後回しにしよう。現状に慣れよう。従業員に頼んでもう一つのことは、10%の効率性改善だ。これは自分自身と他の人々に課すことの両方においてだ。

私が100人の部署を管理しているとしたら、私が望めば確実に90人で業務を行って効率性を高められる。官僚主義により、より多くの人員が必要だという意見は受け入れられない。われわれは、不要な要求を提案している。われわれは素晴らしく、コラボレーションもうまくできており、互いに親切

だ。ただ、コラボレーションは行き過ぎだ。

ウェルス・マネジメントで何かの承認を得るために、14の委員会を経由する必要があると言った人がいる。私は14の委員会の名前を死ぬほど知りたいし、14人の委員長を解任したい気分だ。わたしにはこれ以上は耐えられない。私はそのような状況を当社から排除したい。とはいえ、それが会社に浸透しており、私がボスである以上は私の過ちでもある。そして、会社が多額の利益を上げていることは、それと何の関係もない。

■ 官僚主義とそれに対する不満

もう一つ浸透が進んでいることがある。私が官僚主義を嫌っていることは、皆さんご存知だ。官僚主義排除の動きを覚えているだろうが、それは止められない。私にも責任はある。あなた方のうち何人が自身で時間の無駄と考える研修を受けているのだろうか。コンプライアンス研修は時間の無駄と、何人が考えているだろうか。複数の承認を得るための複数の委員会がある。官僚主義について何かしなければならぬと、何人が考えているだろうか。官僚主義は、中央集権化の行き過ぎにつながる。あらゆることが過剰な文書を要求する。当社は今後、成長し、拡大し、投資し、従業員の面倒を見ていく。エクササイズとほうれん草を食べることに、若干の規律を導入していく予定だ。

By Rebecca Ungarino
(Source: Dow Jones)

4. 市場はいかにして心配をやめ関税を愛するようになったか How the Market Learned to Stop Worrying and Love Tariffs かつては核兵器、今では関税が究極の兵器

[コラム]

■ ストレンジブル博士の出番か

「私はいかにして心配するのをやめて関税を愛するようになったか」。独立系調査会社TSロンバードのリサーチ部門責任者アンドレ・シシオーニ氏のこの簡潔なタイトルの顧客向けレポートは、S&P500指数が先週、過去最高値更新の一手手前まで上昇した理由を説明するのに役立つ。

スタンリー・キューブリック監督の東西冷戦を題材にした名作映画「博士の異常な愛情 または私は如何にして心配するのを止めて水爆を愛するようになったか」（登場する政府や軍上層部のほぼ全員が異常者。米空軍幹部が勝手にソ連に対する核攻撃を発令、これを阻止しようとドタバタが繰り返されるが、人類破滅を止められないというブラック・コメディ。主人公のストレンジラブ博士は米大統領の科学顧問）を彷彿（ほうふつ）とさせるタイトルを冠したこのレポートで、シシオーニ氏は、市場はトランプ大統領の関税戦略が「相互確証破壊（MAD）にはつながらぬ」と信じているが、投資家は関税リスクについて「むしろ無関心」であり、「最悪の事態はこれから来る」との見



John Springer Collection/Corbis/Getty Images

解を示した。

関税はこれまでのところ、主として地政学的な目標を達成するために利用されているが、トランプ大統領は消費者に対する直接的な影響を抑制すべく、慎重な配慮を行っている。カナダに対する関税案では、エネルギーについて部分的な除外に言及し、鉄鋼とアルミニウムについては消費者に直接的な影響を及ぼさないとしている。

市場は好意的だが

先週、相互関税導入案が公表されると、債券市場と株式市場は好意的な反応を示した。経済調査会社キャピタル・エコノミクス市場アナリスト、ヒューバート・デバロチェス氏によれば、この直感に反する反応は、関税が交渉戦術として使われているという見方を反映している可能性がある。さらにデバロチェス氏は顧客向けレポートで、相互関税について側近から報告が返ってくるには6週間かかり、それまでにトランプ大統領が考えを変える可能性があると付け加えている。デバロチェス氏は、全面的な関税に比べれば相互関税の方がまだましだと投資家は安心するかもしれないと述べている。しかし、キャピタル・エコノミクスが立てている仮説は依然、トランプ大統領が最終的に公約通り大幅な関税引き上げを実施し、株式と債券の両方にとって重しになるというものだ。

また、イーロン・マスク氏が率いる政府効率化省（DOGE）が財政赤字削減を建前に大なたを振りかざしても、市場に動揺は見られなかった。調査会社ネッド・デービス・リサーチのベネタ・ディミトロバ氏とロンドン・ストックトン氏はレポートに、早期退職勧奨を受け入れたとされる連邦政府の7万5000人の職員は全職員の約2.5%で、6500億ドルに上る職員給与のうち約150億ドルの削減に相当するが、「連邦政府の総支出額が7兆ドルであることを踏まえれば、焼け石に水だ」と記した。

マッコーリーのエコノミスト、デービッド・ドイル氏、チナラ・アジゾバ氏、リック・デバレル氏の分析によると、年間1000億ドル（マスク氏が喧伝した1兆ドルのコスト削減の1割）を削減するためには、連邦政府職員の4分の1に相当する75万人を解雇する必要がある。1兆ドルの目標を達成するには、国防費以外の支出（社会保障、メディケア＝高齢者向け医療保険制度＝、メディケイド＝低所得者向け医療保険制度＝などによる給付は除く）を30%、国防支出を15%、社会保障などの給付を15%削減する必要がある。マッコーリーのエコノミストらはまた、米会計検査院（GAO）が、2018年から2022年にかけて、コロナ禍関連の支出を含め、年間2330億～4210億ドルが不正行為によって失われたと推計していると指摘する。

関税については、ドイツ銀行のエコノミスト、マシュー・ルゼッティ氏、ブレット・ライアン氏、ジャスティン・ワイドナー氏、エイミー・ヤング氏が、最良シナリオの場合、年間2000億ドルの歳入増になると主張している。基本シナリオ（最悪シナリオでもある）の場合は半分の約1000億ドルだ。

最大の問題は国債利払い費

以前指摘した通り、連邦政府債務の利払い費が政府予算の中で最も厄介な支出項目で、現在年間1兆ドル超に達しており、かつて発行された超低利回りの国債が満期を迎えるにつれ、増加しつつある。調査会社エバーコアISIのアナリスト、スタン・シプリー氏は現在3.28%の米国債平均利回りが2028年末までに20%上昇し3.9%になると見ている。2020年代初めのかつてない低金利体制の下では2%を下回っていた。

トランプ大統領とベッセント財務長官が10年債利回りを重視するのも当然だ。ドイツ銀行のルゼッティ氏と同僚のストラテジスト、マシュー・ラスキン氏およびスティーブン・ゼン氏は、10年債利回りが上昇の影響を回避する方策を幾つか提起している。このうち、調達に短期債へのシフトは、前任者のジャネット・イエレン氏が使用した時にベッセント氏が批判した手法だ。可能性は低い、さらに挑発的なのは、米連邦準備制度理事会（FRB）が1オンス当たり42.22ドルという現実から乖離（かいり）した公式価格でバランスシートに計上している金を再評価することだ。これにより、7500億ドルを追加調達できる可能性がある。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

5. データに依存するFRB、判断に遅れはないか

Will Data Dependence Leave the Fed Behind the Curve?
問題は過去の数字に基づく政策決定

[経済政策]

予測を避けるFRB高官



Tierney L. Cross/Bloomberg

米連邦準備制度理事会（FRB）の当局者に、経済成長やインフレ、金利の行方について尋ねても、答えを得ることは難しいだろう。FRBはデータに依存しながら様子見の姿勢を取っており、当局者は予測と受け取られかねない踏み込んだ見解を示すのを避けようとしている。

こうした姿勢は世界の不確実性を反映しているからなのか、それとも最近の予測ミスに苦しめられたFRBが経済の見通しを語ることを避けているからなのか。FRBウォッチャーの多くは後者の理由を恐れており、過去のデータにこだわる

ことでFRBが一步後れを取るリスクを懸念している。ヤルデニ・リサーチのエド・ヤルデニ社長は「データ依存がFRBを近視眼的にしているのではないか」と語る。データに依存することで、FRB当局者は昨日までのデータに振り回され、頻繁な政策変更を余儀なくされかねない。それにより経済の不確実性が高まり、市場に混乱を招くことになる。

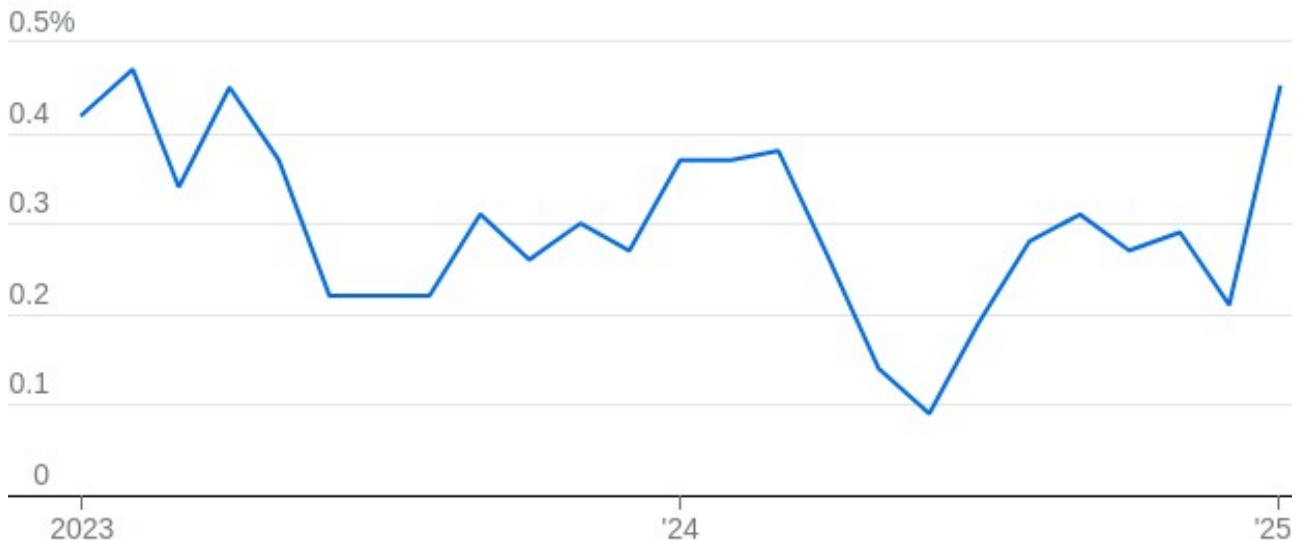
最近の予測回避の姿勢は、FRBが近年示していた行動とは対照的だ。以前は当局者が経済の流れをより積極的に予測し、政策の見通しを示すことで、市場が今後の展開を予見することを容易にしていた。例えば、2020年9月の米連邦公開市場委員会（FOMC）後の声明には、「最大雇用と年率2%のインフレを達成するまで、金融政策の緩和的な姿勢を維持する」と書かれていた。その1年後、当局者らはインフレが「一時的」なものだと強調していた。当時の主流派経済学者の大半もこの見方を支持していたが、振り返れば誤りだったように見える。

政策の不確実性が一因

Waves of Inflation

Monthly inflation has come in waves over the past two years, making it risky to trust short-term swings in the data.

Monthly % Change in core CPI



Note: Seasonally adjusted, excludes food and energy components

Source: Bureau of Labor Statistics

パウエル議長とFRB高官は現在、最大限に柔軟であることを伝えており、具体的な見通しを示すことを避けている。政府の政策の不確実性が一因だ。トランプ大統領や実業家のイーロン・マスク氏が次に何をするかを予測できるモデルは存在しない。パウエル議長らFRB高官は、貿易政策、移民、規制緩和、税制の不確実性に言及している。その時期や規模、優先順位は、経済成長や雇用、インフレに影響を及ぼすが、現時点では答えよりも疑問の方が多い。

次回のFOMCは3月18～19日と、2月の雇用統計やインフレ指標の発表後に開かれる。金利先物市場のデータによると、2月14日時点で3月の利下げ確率は3%未満だ。FRBは3月の会合で四半期ごとの「ドット・チャート」を更新する。昨年12月時点では中央値で2025年に0.25%の利下げを2回行うとの見通しだったが、市場は現在、2025年の利下げは1回だけになる可能性が最も高いと織り込んでいる。パウエル議長はドット・チャートの重要性を過大視しない姿勢を示し、予測と具体的なプランは異なることを強調するだろう。

しかし、過去のデータに基づいて政策決定を行うことには問題がある。後になって統計が修正されることがあるためだ。米労働省労働統計局（BLS）は、1月のインフレデータを発表した際に季節調整の内容を更新した。同様の修正は2月7日に発表された1月の雇用統計でもあった。こうした調整の影響で、1月のインフレ率は特に高く見える。食品とエネルギーを除いたコア消費者物価指数（CPI）は前月比0.4%上昇し、1年超ぶりの大幅な伸びを記録した。2025年1月のCPIの前年比上昇率は9カ月ぶりの大きさだった。

インフレ率は前年比に注目すべきだ

BofAセキュリティーズのエコノミストは「季節要因で1月のインフレが毎年押し上げられているのであれば、他の月のインフレは抑えられていることになる。そのため、年後半の3カ月や6カ月のインフレ率を用いて安心するのではなく、前年比のインフレ率に注目すべきだ」と指摘した。実際、年後半のインフレデータは誤解を招くことがある。市場は2024年初め、2023年終盤の前月比でのインフレ減速を受けてFRBによる利下げを期待した。しかし、その後インフレが再加速し、利下げは先送りされた。

2024年夏の終わりには、前月比のCPI上昇率が落ち着きを見せたことを受け、FOMCは9月に0.5%、11月に0.25%の利下げを実施し、さらなる利下げを示唆した。しかし、インフレ率がそれ以上低下しなかったため、12月の会合ではFRBの姿勢が変化し、利下げペースの鈍化が示唆された。今年1月には利下げを停止した。わずか5カ月で大きく方向転換したことになるが、債券市場はFRBの動きに応じなかった。FRBが2024年後半に短期金利を1%引き下げたにもかかわらず、10年物米国債利回りはほぼ同じ率だけ上昇した。

金利の方向を決める二者のうち、正しいのは一方だけ。しかし、それがFRBとは限らない。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

6. トランプ氏、半導体への関税示唆

[ハイテク]

Trump's Proposed Chip Tariffs Threaten AI—and the Entire Stock Market
発動されれば米国のAI競争力と株式市場全体への脅威

トランプ大統領、半導体輸入に25～100%の関税を課すと発言



Aaron Schwartz/CNP/Bloomberg

米国は人工知能（AI）を巡る中国との競争に勝つ態勢を整えている。必要な要素はすべて揃っている。

米国の半導体企業とAIモデルの急速な革新が続いており、2025年は機能とハードウェアが大幅に進歩する見込みだ。トランプ政権は賢明にもエネルギー規制を緩和し、米国での大規模AIデータセンター建設の大きな障害となっているエネルギー供給のボトルネックを軽減するため、規制を緩和しようとしている。

ところが、一つの重大な脅威が差し迫っている。それは関税だ。トランプ大統領が半導体への関税に固執すれば、中国に対する勝利を目前に逆転負けする可能性がある。

トランプ氏は1月27日に行った下院共和党議員に向けた演説で、米国内での半導体生産を増やすため、輸入される半導体製品に25%、50%、さらには100%の関税を課すと述べた。米半導体大手エヌビディ

ア＜NVDA＞の最高経営責任者（CEO）ジェンスン・フアン氏との1月31日の会談後、トランプ氏は「良い話し合いだった」と述べたものの、「最終的には半導体に輸入関税を課すつもりだ」と付け加えた。

半導体生産増でなくハイテク企業のコスト増につながる

大規模関税が先端半導体の国内生産を促すという主張は一見、論理的に思えるかもしれない。しかし高度な半導体工場をいきなり建設することはできない。

新しい半導体工場の建設には、100億～200億ドルの費用と約4年の歳月がかかるし、技術的な専門知識も必要だ。エヌビディアやアップル＜AAPL＞などが設計した最先端半導体を製造できるのは台湾積体回路製造（TSMC）＜TSM＞だけであることは証明されている。

TSMCは、米半導体補助金法に基づく資金提供を受けてアリゾナ州内に幾つかの半導体工場を建設し、2030年まで稼働させることで合意している。しかし、これらの工場はTSMCの世界的な生産能力のごく一部にすぎないうえ、台湾から米国に派遣されたエンジニアが建設を支援している。

米半導体大手のインテル＜INTC＞も半導体受託製造を手掛けているが、これまでのところ成功しているとは言い難い。受託製造部門であるインテル・ファウンドリーの直近四半期の売上高は前年同期比13%減の45億ドルで、23億ドルの損失を計上した。

半導体輸入に高い関税率が課せられた場合、それを最終的に負担するのは米国の顧客企業だ。その結果、大規模なAIインフラプロジェクトの資金が削減されるか、プロジェクトそのものが撤回されるだろう。

関税によるコスト増が米国のAIインフラ投資を圧迫

トランプ氏は、AI開発企業のオープンAI、IT大手のオラクル＜ORCL＞、ソフトバンクグループ＜9984＞の経営幹部とともに、米国におけるAIインフラの構築に今後4年間で5000億ドルを投資するスターゲート・プロジェクトを発足させると発表した。

スイスの金融大手UBSの推計によると、データセンター投資の40%がAIサーバー向けとなる見通し。つまり、関税率が50%の場合、スターゲート・プロジェクトのコストは1000億ドル増加する。全体的な投資計画が圧迫され、プロジェクトの資金調達が不可能になる恐れさえある。

AIに積極投資している大手ハイテク企業も投資の中止または増額を余儀なくされるだろう。マイクロソフト＜MSFT＞、アルファベット＜GOOGL＞、メタ＜FB＞（旧フェイスブック）、アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞は直近の決算発表で2025年の設備投資を大幅に増やす計画を発表した。コンセンサス予想によると、これら4社の2025年の設備投資合計額は3350億ドルとなる見込みで、数週間前のコンセンサス予想から16%増加している。

AI関連銘柄の取引が米株高のけん引役となっていることを踏まえると、トランプ氏が半導体輸入に高関税を適用した場合、株価は暴落すると思われる。そうなれば政権は半導体関税を撤廃する可能性が高く、市場はそれを受けて反発するだろう。これと似たような話は前にもあった。投資家は二度と経

験したくないと考えているに違いない。

(編集注：こちらの記事は2月13日配信の「AIと市場を脅かす半導体関税案」のアップデート版となります。)

By Tae Kim
(Source: Dow Jones)

7. インフレ指標を受けた混乱回避も上値追い切れず The Stock Market Survived Inflation Data. Cracks Are Emerging. ボックス圏からの素早い上抜けがなければ下値模索も

[米国株式市場]

高値を一時更新したものの



Michael Nagle/Bloomberg

先週の株式市場は、過熱したインフレ指標をうまく乗り切ったように見えた。しかし細かく見ると、より厄介な状況が浮かび上がってくる。

先週の主要株価指数を見ると、ナスダック総合指数は2.6%高の2万0026.77となり、ダウ工業株30種平均は0.5%高の4万4546ドル08セントとなった。S&P500指数は1.5%上昇して6114.63で引けたが、一時は終値での史上最高値の6118を上回った（取引時間中の史上最高値は6128で、それには及ばなかった）。小型株のラッセル2000指数は0.1%未満のわずかな上昇とな

り、2279.98で週末を迎えた。

指数の高値更新は素晴らしいことだが、今回は見た目ほど良いニュースではないかもしれない。S&P500指数は過去4週間、下値が5920、上値が6120を大きく抜けることはなく、レンジ相場にとどまっているという厳しい現実がある。取引時間中に終値での史上最高値を上回ったことさえも、強さではなく弱さの表れと見ることができる。14日の高値は前日終値からコンマ数%の上昇にとどまっており、納得のいく上昇はできなかった。

カップシーシスのフランク・カッペレリ氏は「最初の高値更新は暫定的なもので、それを維持するには二の矢が必要だ」と書いている。

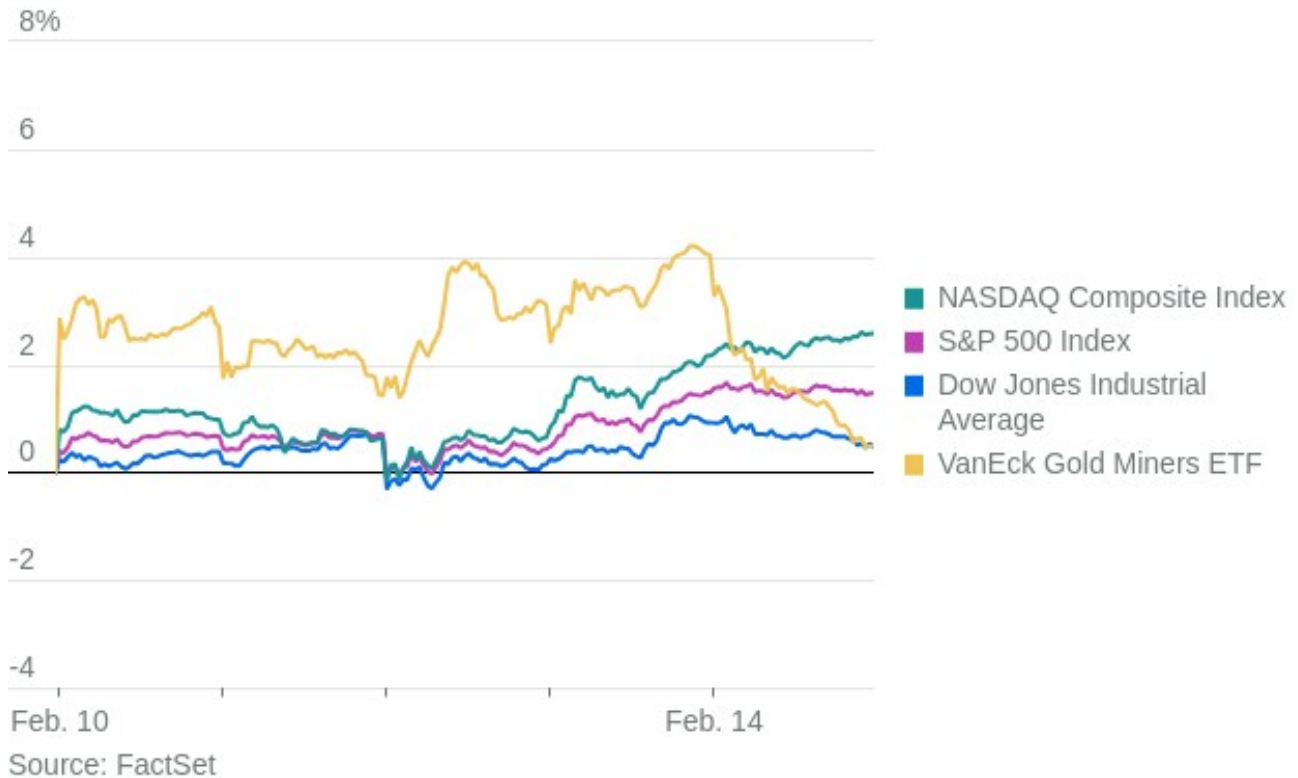
政治とインフレという不安材料

こうした市場の状況は誰にとっても快適というものではない。トランプ大統領の当選は首都ワシントンに混乱をもたらし、投資家はどの関税がいつ導入されるのか把握しようと躍起になっている。この状況は、政府効率化省（DOGE）が連邦政府の官僚機構を混乱させることで、政府からの支出の受け手である企業の利益にどのような影響を与えるのかに関しても同様だ。

ただし、不安感を生み出しているのは政治だけではない。1月の消費者物価指数（CPI）は、市場予想を0.1%ポイント上回り、米連邦準備制度理事会（FRB）の目標値である2%を大幅に上回る、前年同月比3%の上昇となった。FRBによる利下げの可能性が低くなっただけでなく、FRBが再び利下げに動いた場合、インフレがより大きな問題になりかねないという懸念が高まった。

アポロ・グローバル・マネージメントのチーフエコノミストであるトルステン・スロック氏は「FRBの利下げが早過ぎれば、1970年代の再来となる可能性が高まる」と書いている。

Market Snapshot



景気敏感株も頭打ちで下値を試す展開か

軌を一にして、ほとんどの銘柄の株価が頭打ちの兆しを見せている。S&P500均等加重指数に連動する上場投資信託（ETF）のインベスコS&P500イコール・ウェイト＜RSP＞は12日の安値時点では前日比で1%下落し、時価総額加重型のS&P500指数の0.8%を超える下落率となり、その後の戻りも鈍かった。イコール・ウェイトの先週の上昇率はわずか0.7%と、S&P500指数の上昇率の約半分となり、景気敏感銘柄のパフォーマンスが優れなかったことを反映している。つまり、好景気という最近の状況の多くがすでに織り込まれている可能性があり、経済が期待外れとなった場合のリスクが高いことを示している。

調査会社クオンツ・インサイトのアナリストは「市場のシナリオは経済成長の下振れリスクにシフトしている」と書いている。

S&P500指数は、この不安の壁を越えるどころか、泥沼にはまり込んでいるように見える。すぐに上値を本格的に抜けなければ、素直に下方に向かうかもしれない。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、S&P500指数が下落した場合、200日移動平均線の5680が支持線になるかも

しれないと指摘する。

この水準は、S&P500指数が7%下落することを意味する。関税に関する現在の懸念を超えるようなショックが経済や企業業績になれば、痛みは伴うにせよ許容範囲の下落だ。ストックトン氏は「現在は新たな買い手にとって、リスク・リターンを考慮すると状況はよくない」と述べる。

このような要因で、われわれは躊躇することになる。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

8. ITバブル崩壊から25年、次はAIバブルが崩壊か The Dot-Com Bubble Burst 25 Years Ago. AI Could Be Next. マクロ環境は異なっても、景気サイクルの流れはいつも同じ

[コラム]

現在のAIへの熱狂と25年前のITバブルとの類似性



Chris Hondros/Newsmakers/Getty Images

25周年というものは通常、喜ばしい節目だ。しかし、ベテラン投資家にとって今回の25周年はほろ苦いものとなっている。今から四半世紀前、熱狂に包まれたインターネットの強気相場はピークを迎え、苦痛を伴う弱気相場へと突入した。そして、米経済を10年以上続いた景気拡大からリセッションへと引きずり込んだ。

ダウ工業株30種平均（NYダウ）が当時のピークを迎えたのは2000年1月で、S&P500指数とナスダック総合指数は2カ月後の3月にピークを記録した。本誌2000年3月20日号に歴史的なカバ

ーストーリーが掲載されたのは、後者二つのピークの間だった。ドットコム業界の神童たちが、根拠なき熱狂に駆られた投資家（より正確に言えば投機家）によって投じられた資金を驚異的なペースで燃やし尽くしているという内容だった。

雑誌のカバーストーリー記事は侮りがたい逆張り指標だ、という皮肉めいた言葉があるが、このときは見事に的中した。数十億ドルがオンライン・ベンチャーに投資されたものの、それらの企業も資金も消えてなくなった。まさに、本誌記事の予見通りの展開となった。

この出来事が、いま強烈なデジャブ（既視感）を呼び起こしている。本誌の元記者であるジェームズ・グラント氏はグラント・インタレスト・レート・オブザーバーの最新号で「ある年代以上の読者なら、2000年前後の光ファイバー・通信業界の崩壊を思い出すだろう。1998年から2002年にかけてのように、現在のテクノロジー企業は過剰な熱狂、過剰発注、そして過剰投資の大きなリスクに直面している」と指摘する。

AIモデル開発とデータセンターへの巨額投資、不透明なリターン

巨額のフリーキャッシュフローを生み出してきた米国の超大型ハイテク株、マグニフィセント・セブン（M7）は、いま人工知能（AI）への投資に数十億ドルをつぎ込んでいる。アンドリュー・ベアリー記者が先週このコラムで指摘したように、メタ<META>（旧フェイスブック）、マイクロソフト<MSFT>、グーグルの親会社アルファベット<GOOGL>の3社だけで、2025年のAI関連投資は2000億ドルに達すると見込まれている。その額は、これらの企業の年間売上高の約4分の1に相当する。しかし、中国のAI開発企業ディープシークが、米国のAI企業に比べわずかなコストでAIモデルを開発できると報じられており、米国例外主義の正当性を揺るがしている。いずれにせよ、米国のテクノロジー大手がAIに投入している数十億ドルの投資が、どれほどのリターンを生むのかは不透明だ。

グラント氏は、政府がAIに全力を注ぎ込んでいることも、特に巨額の資金がデータセンターへの投資に向かっていることも、危険信号の一つだと付け加える。バイデン前政権は、国防総省とエネルギー省に対し、連邦政府の土地をリースし、新たなデータセンター建設の許可手続きを迅速化するように指示した。トランプ政権もこれを引き継ぐ形で、ソフトバンクグループ<9984>、チャットGPTを開発したオープンAI、法人向けソフトウェア大手のオラクル<ORCL>による1000億～5000億ドル規模の投資計画、スターゲート・プロジェクトを発表した。2023年初め以降に発表された新規データセンター建設計画の電力需要は、米国の全原子炉94基分の発電量に相当するが、今回のプロジェクトで、さらに電力需要は高まる。グラント氏は、このAIブームの先にある崩壊が、データセンター企業だけでなく、テクノロジー業界全体、さらには信用市場にまで波及する可能性があるかと警告する。

先月は、かつてネット接続サービス大手だったアメリカ・オンライン（AOL）とメディア大手だったタイム・ワーナーの3500億ドル規模の合併発表から25年という節目でもあった。この合併は、ITバブルのピークを象徴する出来事であり、ビジネス史上、最も株主価値を破壊した合併とも称された。

グラント氏の同僚であるエバン・ローレンツ氏は、イーロン・マスク氏が先週提示した974億ドルのオープンAIに対する買収意向と、かつてのAOLとタイム・ワーナーの合併との類似性を指摘する。ローレンツ氏は、マスク氏が買収提示額を3倍に引き上げる必要があるかもしれないと述べた。なぜなら、ソフトバンクグループによる400億ドルの出資計画が実現すれば、オープンAIの推定企業価値が3000億ドルに達する可能性があるためだ。ローレンツ氏は「経済の最も成長著しい分野でのメガディールは、景気サイクルの底では成立しないことは言うまでもない」と皮肉交じりに付け加えた。

1920年代にもあったバブル

ITバブルとその崩壊以外にも、現在のテクノロジー業界に通じる歴史的な前例がある。通信・放送分野のパイオニアだったラジオ・コーポレーション・オブ・アメリカ（RCA）は、「狂騒の20年代」と言われる1920年代における最も象徴的なテクノロジー株だった。データ会社フィナエオンのチーフエコノミストであるブライアン・テイラー氏は2023年のコラム記事で「1920年代、企業名に『ラジオ』を含めさえすれば、たとえ事業の実態がほとんどなくても株価は急騰した」と記している。RCAの株価は1920年代に200倍に上昇したが、結局、1929年のピークから1932年までに98%暴落した。

複合企業ゼネラル・エレクトリック（GE）は1986年、RCAを1929年の株価を72%上回る価格で買収した。しかし、その間に消費者物価は500%以上上昇しており、1920年代に「ラジオ」として知られたRCA株は、実質ベースでは数十年のスパンで見れば負け組となった。もっとも、ラジオ技術、そしてR

CAが開発したテレビ技術は、狂騒の20年代の強気派が想像していた以上の進化を遂げるようになった。

マクロ経済状況は異なっても、景気サイクルの流れはいつも同じ

確かに、25年前のマクロ経済環境は現在とは大きく異なっていた。グラント氏は、当時の世界は米国債が不足することを懸念していたと指摘する。当時、米連邦政府の財政は黒字だった。しかし、現在の状況はまるで異なる。中東での二つの戦争、2007～2009年の金融危機、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）、さらには「オバマケア」などの国内政策拡大によって、米政府の財政赤字は戦時を除けば前例のない水準にまで膨らんでいる。

今後、債券市場には米財政赤字の穴埋めのために、多額の国債が供給される見通しだ。米議会予算局（CBO）の予測によれば、今後10年間の財政赤字は年平均約2兆ドルで、これは2025年の国内総生産（GDP）の6.2%に相当する。つまり、今後の資本市場では、AI関連投資と米政府が資金を奪い合うことになる。赤字の主因は、支払い金利（国債の利払い）で、CBOの試算によれば、GDPの3.2%に達している。いわゆる「基礎的財政収支（プライマリーバランス）」の赤字（3.0%）を上回る見込みだ。金利は、経費削減を主目的とする政府効率化省（DOGE）の取り組みでは対処できない領域だ。グラント氏はインタビューの中で、状況は変わるものの、どの景気サイクルも結果は驚くほど似ていると語った。それでは、25周年おめでとう。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

9. どのS&P500指数連動型ETFがベストか In Search of the Best S&P 500 ETF 目的に応じて使い分けるべし

[ファンド]

SPDR S&P500はETFの代名詞

数十年にわたり、運用資産残高6310億ドルを擁する上場投資信託（ETF）のSPDR S&P500 ETFトラスト<SPY>は、ETFの世界で着実な地歩を築いてきた。SPDR S&P500は、ETFの運用資産総額が今や数兆ドルに達し、何千銘柄というETFが存在する競争の激しい分野で、最古かつ最大のETFとして業界に君臨してきた。

それも2025年のどこかの時点で過去のものになる可能性が高い。長年にわたり、投資業界の大手バンガードやiシェアーズのS&P500指数連動型競合商品がSPDR S&P500を上回るペースで投資家の資金を集めており、今や1993年に取引が開始された伝説の巨人に追いつく勢いである。



Leif Skoogfors/Getty Images

S&P500指数に連動する商品間の違いが小さいことは傾向として確かだ。だが同時に、S&P500指数連

動型ファンドは、多くの投資家の株式および債券のポートフォリオの中心に据えられている。投資家はいったん購入すると数十年にわたり保有し続けることも珍しくないため、慎重に商品選定をすべきだ。モーニングスターのアナリスト、ダニエル・ソティロフ氏は、SPDR S&P500は依然として投資家に「きわめて優れた取引を提供している。ただし、今日では他の選択肢が存在するため、最適な解決策とは言えない」と語る。

それではなぜ、投資家は急速に成長してきた後発のファンドを選好するようになったのか。ETFには多くの場合当てはまるが、結局はコストだ。SPDR S&P500の経費率は0.09%で、どの基準で見ても低い。もはや投資家が求め得る最低水準ではない。競合商品の運用資産残高6260億ドルのバンガードS&P500 ETF<VOO>や運用資産残高6030億ドルのiシェアーズ・コアS&P500 ETF<IVV>はいずれもコスト削減を進めてきており、経費率はわずか0.03%だ（バンガードは2月3日に複数のファンドの経費率の引き下げを発表したがバンガードS&P500は対象外とされた）。

SPDRブランドを展開するステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズは経費率に差があることを認めている。低コストに対する懸念を解消するため、元々のSPDRに類似のファンドも提供している。運用資産残高590億ドルのSPDRポートフォリオS&P500 ETF<SPLG>がそれで、経費率はわずか0.02%だ。SPDRアメリカズETFリサーチの責任者、マット・バルトリーニ氏は「同じ指数を参照する2本のファンドで、ステート・ストリートは全ての投資家ニーズを満たすことができる。弊社は1カ所ですべてがそろそろワンストップ・ショップなのだ」と本誌に語る。

コストは重要だが他の要素にも注意

Neck and Neck

How four S&P 500 Index ETFs compare.

Fund / Ticker	Assets (billion)	10-Yr Annualized Return	Expense Ratio
SPDR S&P 500 Trust / SPY	\$631	13.01%	0.09%
Vanguard S&P 500 / VOO	626	13.06	0.03
iShares Core S&P 500 / IVV	603	13.06	0.03
SPDR Portfolio S&P 500 / SPLG	59	13.04*	0.02

Note: Total return through Dec. 31, 2024; *Prior to 2020 SPLG tracked a different index

Source: Morningstar

時間の経過とともに、低コストはファンドの幾つかの些細な違いとともに、投資家のリターンに小さいながらも明らかな影響をもたらす。モーニングスターによれば、1月1日までの10年間で、SPDR S&P500の年平均リターンは13.01%、それに対してバンガードとiシェアーズはいずれも13.06%だった。10万ドルを投資した場合、その差は約1900ドルだ。さらに、SPDR S&P500は運用資産総額で最大とい

う称号を失うかもしれないが、それでファンドがどうなるわけでもない。出来高の観点からは、SPDR S&P500は引き続きS&P500指数連動型ETFとして圧倒的に最大の規模を誇る。日次平均出来高は約4800万株で、2本のライバルETFはいずれも700万株以下にとどまる。

結果的に、ビッド・アスク・スプレッドが小さいので流動性が高い。この特性は、大手機関投資家や短期売買を行うデイトレーダーにとっては運用報酬よりはるかに重要だ。オプション取引の大口取引プールで参照証券として使われることから、オプションを取引する投資家もSPDR S&P500を選好する可能性が高い。フロリダ州スチュアートに本拠を置くファイナンシャルアドバイザー、W.マイケル・ロフリー氏は「頻繁に取引をするならSPDR S&P500を選んだ方がよい」と語る。

もちろん、ファンド投資を行う場合に、そもそもS&P500指数連動ファンドを買う必要があるか考えるべきだ。この知名度の高い株価指数はニュース報道で引用されることが多いが、故ジョン・ボーグル氏が1976年に設定した最初の個人投資家向け指数連動型ミューチュアルファンドがターゲットにしたものだ。そのファンドはバンガードS&P500指数ファンドで、現在資産残高1兆4000億ドルを誇り、SPDRでさえ小規模に見えてしまうほどだ。

伝説のベンチマークでも市場の時価総額上位500社をカバーするにすぎないので、全米株式に対するエクスポージャーを保有したい投資家はS&P中型株400指数やS&P小型株600指数のような株価指数に連動するファンドを追加で取得する必要がある。対照的に、バンガード・トータル・ストック・マーケットETF<VTI>あるいはiシェアーズ・コア・S&Pトータル米国株式市場ETF<ITOT>のように、より幅広い市場全体を対象とするファンドであれば、これ1本で間に合う。

米調査会社CFRAのETFリサーチ責任者アニケット・ウラル氏は「もし対象を絞りたければ、S&Pの各株価指数が適切だ。もし1本のファンドですべてを賄いたいのであれば、市場全体を投資対象とするファンドを選ぶべきだ」と語る。

By Ian Salisbury
(Source: Dow Jones)

10. 昨年度の米大学基金の運用良好、2年前の不調が難点

[経済関連スケジュール]

Endowments in 2024 Got a Good Grade. The Flaw: A Lousy 2022.
2024年度は11.2%上昇も、2022年度の8%下落が尾を引く

2022年は大学基金にとって厄年

エンダウメント（米国の大学基金）の運用成績には、不振の1年がつきまとう。米国の大学基金は、2024年6月30日までの12カ月間で平均11.2%上昇し、好調な1年となった。しかし、2022年は株式市場の下落によって打撃を受け、平均8%の下落となった。これが足かせとなり、3年間の平均上昇率は3.4%にとどまっている。資産運用会社コモンファンドのマーク・アンソン最高経営責任者（CEO）は「2022年度の結果は当面つきまとう。いずれは収束するが、まだ1年と3年のパフォーマンスには大きな差がある」と述べている。

コモンファンドと全米大学実務者協会（NACUBO）が12日に発表した年次報告書には米国の大学658校が含まれ、基金の資産総額は8737億ドルに上る。基金の支出は前年比6.4%増の300億ドルとなり、



Illustration by Elias Stein

使途は学資援助、教職員の給与、施設維持、その他経費となっている。小規模基金は2年連続で大規模基金をアウトパフォームした。小規模基金はポートフォリオの上場株式への投資比率が高く、これが大きな利益をもたらした。大規模基金は通常、プライベートエクイティ、ベンチャーキャピタル、ヘッジファンドなどのプライベート投資をより多く保有している。これらの比較的流動性の低い資産のリターンはプラスであったが、相対ベースでは後塵を拝する結果となった。

先週の出来事

株式市場

トランプ政権は米国が輸入する鉄鋼・アルミニウムに対し25%の関税（3月4日発効）を発動すると発表し、金属価格は上昇し株価は下落。さらに4月に「相互」関税を導入すると警告した。トランプ大統領はロシアのプーチン大統領と会談し、ウクライナ戦争終結を約束した。一方、ヘグセス国防長官は、もはや米国は欧州の安全保障を優先事項としないと発言。パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長は議会証言で「データを注視する」というメッセージを繰り返した。1月の消費者物価指数（CPI）は予想を上回る前年同月比3%の上昇、中でも卵の価格上昇が顕著だった。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は0.5%上昇し、S&P500指数は1.5%、ナスダック総合指数は2.6%上昇した。

企業動向

- ・トランプ大統領は海外腐敗行為防止法（FCPA）の執行を今後6カ月間停止し、さらに起業家のイーロン・マスク氏が率いる政府効率化省（DOGE）に米政府全体の雇用と解雇の監督権を付与した。
- ・米司法省はアップル＜AAPL＞とアルファベット＜GOOGL＞傘下のグーグルに対し、中国系動画投稿アプリ「TikTok（ティックトック）」をそれぞれのアプリストアに戻しても訴追されないと伝えた。
- ・ウォール・ストリート・ジャーナルは、トランプ政権が連邦預金保険公社（FDIC）を財務省に統合することを検討していると報じた。
- ・メタ＜META＞（旧フェイスブック）の株価は20営業日連続で上昇し、ソフトウェアのアップラビン＜APP＞は週間で約36%上昇した。

M&A（合併・買収）など

- ・マスク氏は、人工知能（AI）開発企業オープンAIを管理する非営利団体が営利企業に転換する計画をやめれば、非営利団体を974億ドルで買収する提案を取り下げると述べた。
- ・米投資ファンドのエリオット・マネジメントは、英石油大手BP＜BP＞と米石油精製・販売大手のフィリップス66の株式を、それぞれ47億ドル、25億ドル取得。
- ・台湾に本拠を置く電子機器製造大手の鴻海（ホンハイ）精密工業は日産自動車＜7201＞との提携交渉を開始。
- ・米格安航空会社（LCC）のスピリット航空＜SEVEQ＞は、競合のフロンティア・グループ

<ULCC>が直近に示した22億ドルの買収提案を拒否。

・英国の食品・家庭用品大手ユニリーバ<UNA>は、アイスクリーム事業ベン&ジェリーズの上場先をアムステルダムにすると発表。

■ 今週の予定

2月17日（月）：株式・債券市場は大統領の日のため休場。

2月18日（火）：S&P500指数構成企業約40社が決算を発表する。ネットワーク機器メーカー、アリスタ・ネットワークス<ANET>と半導体開発用ソフトウェア企業ケイデンス・デザイン・システムズ<CDNS>は18日、半導体製造大手アナログ・デバイセズ<ADI>は19日、テクノロジープラットフォームを提供するブロック<XYZ>、旅行関連オンラインサービスのブッキング・ホールディングス<BKNG>、世界最大のスーパーマーケットチェーン、ウォルマート<WMT>は20日に、それぞれ決算を発表する。

2月19日（水）：米連邦公開市場委員会（FOMC）は1月下旬に行われた金融政策決定会合の議事要旨を公表する。

2月21日（金）：S&Pグローバルが2月の製造業およびサービス業購買担当者景況指数（PMI）を発表する。コンセンサス予想では、製造業PMIが51.1、サービス業PMIが53と見込まれている。1月は製造業PMIが51.2、サービス業PMIが52.9だった。

全米不動産協会が1月の中古住宅販売件数を発表する。エコノミストの予想による季節調整済み年間販売件数は413万戸で、12月より約10万戸少ない。2024年の中古住宅販売件数は1995年以来の低水準だった。

■ 統計と数字

610万件：中国の2024年の婚姻件数。前年比20.5%減少し、1986年以来最低。

1600億ドル：中国における不動産の不良債権総額。世界最大で、増加の一途。

1億2600万人：スーパーボウルの視聴者数、過去最高。ご存じでない方へ、フィラデルフィア・イーグルスがカンザスシティ・チーフスに圧勝。

64%：12月に米国で買い手が見つからないため、市場から取り下げられた持ち家件数の対前年比増加率。

By Mary Romano
(Source: Dow Jones)

『バロonz・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

時事通信社

編集人

川田 重信（かわた しげのぶ）

大和証券入社後1986年から米国株式を中心に外国株式の営業活動に従事。ペインウェバー（現UBS）証券を経て2000年にエグゼトラストを設立。神戸大学経営学部卒業 米国ロチェスター大学MBA。

『バロonz・ダイジェスト』 2025/02/16

THIS WEEK'S MAGAZINE

発行 : Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信 : 時事通信社

編集

THIS WEEK'S MAGAZINE : エグゼトラスト

TODAY'S MAGAZINE : 時事通信社

お問い合わせ先（法人・個人の購読契約者様） : barrons@grp.jiji.co.jp

（ネット証券様の会員サイトで閲覧されているお客様は、ご契約先のネット証券様へお問い合わせください）

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

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

※図・表・データの無断使用を禁止します。

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

Copyright © 2025 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます