

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/07/27

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIIJI PRESS



DOW JONES

1. ディズニーの株価は「失われた10年」を経て上昇へ - TV Is Finally Dying. Why That's Actually Good News for Disney [カバーストーリー] P.1
TV事業の低迷は織り込み済み、成長は上向きつつある
2. バフェットプレミアムを失いつつあるパークシャー・ハサウェイ - Berkshire Is Losing Its Buffett Premium. Why It's Time to Buy the Stock. [注目銘柄] P.6
今が買い時
3. スタグフレーション対抗策を備えたFRB、1970年代再来の心配は無用 - The Fed Has the Tools to Fight Stagflation. The 1970s Aren't Coming Back. [フィーチャー] P.9
高インフレ・低成長・高失業率の三重苦に至らない理由
4. プライベートエクイティの巨人、TPGが買い - This Private-Equity Giant Is Expanding. Its Stock Is a Buy. [注目銘柄] P.11
高成長のプライベート市場にアクセスしたい投資家に魅力的な選択肢
5. トランプ要因を脇に置き、株式市場に集中せよ - De-Trumpify Your Thinking and Learn to Love the Stock Market [米国株式市場] P.14
政策に左右されることなく、健全なファンダメンタルズを信じるべき
6. FRBで2人以上の造反派が出る可能性は30年ぶり - The Fed Hasn't Seen a Split Like This in 30 Years [経済政策] P.17
パウエル議長に内部だけでなく外部からも圧力
7. ミーム株、当日オプション、FOMOは相場の天井を示唆 - Meme Stocks, One-Day Options, FOMO Are Symptoms of a Market Top [コラム] P.20
慎重な投資家は取り残される
8. AI研究者の獲得競争が激化 - AI Developers Are Going for \$100 Million. Welcome to the Next AI Race. [ハイテク] P.22
メタがスケールAIに140億ドル出資した目的はCEOの引き抜き
9. 小型株投資を台無しにしたのはインデックスファンド？ - Are Index Funds Ruining Small-Cap Investing? [ファンド] P.24
「メガ企業」を台頭させたパッシブ投資
10. テスラ、時価総額「1兆ドルクラブ」に踏みとどまる - Tesla Clings to the Trillion-Dollar Club. How to Stay In? AI. [経済関連スケジュール] P.26
成長の核心は人工知能（AI）戦略

※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。

Copyright © 2025 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. ディズニーの株価は「失われた10年」を経て上昇へ

[カバーストーリー]

TV Is Finally Dying. Why That's Actually Good News for Disney

TV事業の低迷は織り込み済み、成長は上向きつつある

過去1年間で市場をアウトパフォームし、復活の兆しが見られる



Illustration by Maria Jesus Contreras

ウォルト・ディズニー<DIS>の株主は失われた10年を抜け出しつつある。直近の株価は121ドルで、2015年8月4日と同じだ。その日、ディズニーは傘下のスポーツ専門ケーブルテレビ（CATV）チャンネルであるESPNの契約者数減少を理由に、業績予想を下方修正した。当時、ESPNはディズニー最大の収入源だった。株価は1日で9%下落し、他のメディア企業の株価も下落した。割高なCATVを解約してストリーミングに移行する動き自体は数年前から続いていたが、ESPNも苦しいとなれば、従来型のTV業界全体が苦しいということだからだ。

現在のディズニーは当時より底堅いように見える。それはESPNが縮小を食い止めたからではなく、十分に縮小した結果、これ以上低迷するリスクが小さくなったからだ。もうすぐ新たなESPNのストリーミングサービスも開始される。ディズニーの中核的なストリーミング事業は黒字で、成長している。映画事業は低調だが、今後の公開作には期待できる。テーマパークはおおむね好調だ。ディズニーは再び変革を遂げつつある。モルガン・スタンレーのアナリスト、ベンジャミン・スウィンバーン氏は「かつて、ディズニーはテーマパークを所有するメディア企業だった。現在はメディア資産を所有するテーマパーク企業となっている」と語る。

ウォール街の担当アナリストの4分の3以上は、ディズニーを買い推奨としている。この割合は動画配信大手ネットフリックス<NFLX>よりも高い。ただし、注意が必要だ。10年前のウォール街でも、ディズニーはネットフリックスよりも人気があった。それ以降、ネットフリックスのリターンは955%で、S&P500指数の253%を上回っている。ディズニーのリターンは配当込みでわずか10%だ。

しかし、最近のディズニーの株価には復活の兆しが見られる。過去1年間のリターンは38%で、S&P500指数に対して19%ポイントのアウトパフォームとなっている。本誌が2023年7月のカバーストーリーで特集してからのトータルリターンは45%で、S&P500指数を3%ポイント、アウトパフォームしている。

ディズニー株は特に割安というわけではない。今年度（9月期）予想株価収益率（PER）は21倍で、市場全体を若干下回るにすぎない。しかし、過去何年にもわたる減益を経て、見直しはようやく十分に明るいものとなっている。

ディズニーがストリーミング事業でネットフリックスに追いつくことは当面ないだろう。さらに、長期的には、どちらもアルファベット<GOOGL>傘下のYouTube（ユーチューブ）の脅威にさらされる可能性がある。しかし、ディズニーはテーマパーク事業の好調と、ストリーミング事業の成功のチャンス

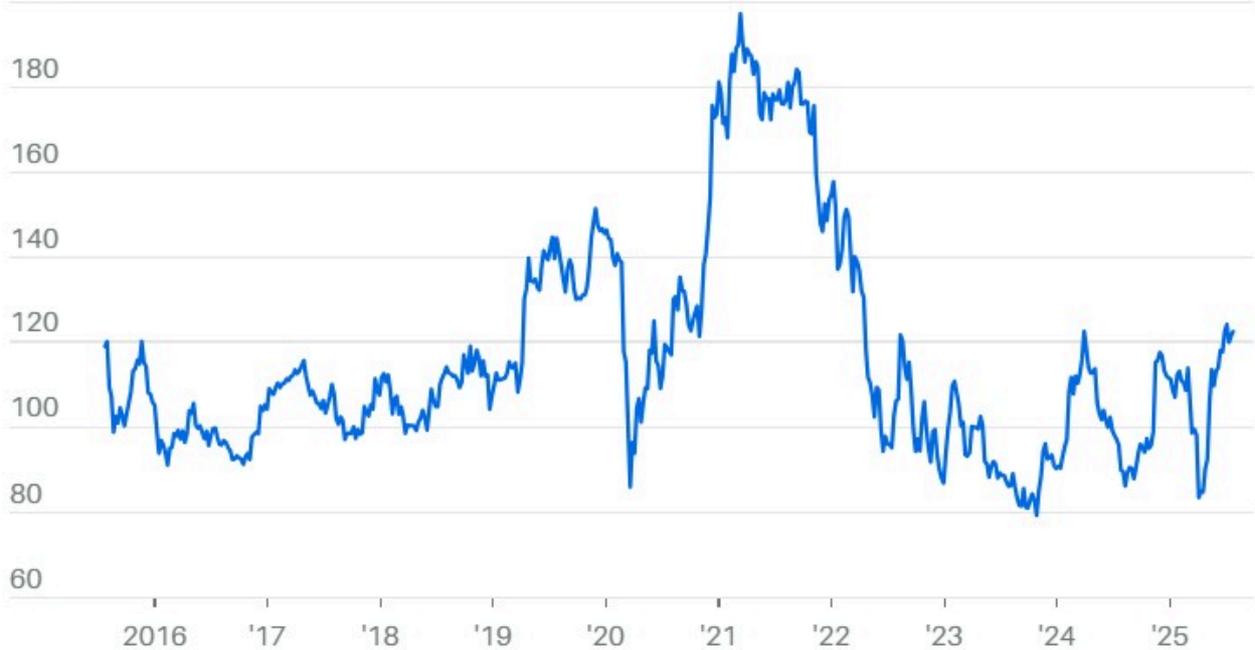
によって、ハリウッドの他の企業よりも良い状況にある。2桁台の年間リターンが続くシナリオも現実的に見える。

■ テーマパークは好調、映画も改善が見込まれる

Walt Disney

DIS / NYSE

\$200



Source: FactSet

ディズニー創業者のウォルト・ディズニーは、ロサンゼルス公園のベンチに座って、幼い娘がメリーゴラウンドで遊んでいるのを見ているときに、ディズニーランドを思いついた。しかし、アニメ映画事業だけでは、最終的に1700万ドルとなる建設費を賄うことはできないと思われた。そこで開園1年前の1954年、ウォルトは当時台頭していた競合先であるTV業界との協定を結んだ。資金調達や宣伝と引き換えに、テレビ局のABCに「ディズニーランド」（後にミッキーマウス・クラブに改題）という番組を提供することにしたのだ。30年後、ディズニーはCATVのディズニー・チャンネルを開設した。1995年にはABCの親会社を190億ドルで買収すると発表し、ESPNの持ち分80%を取得した。ABCのトップのボブ・アイガー氏は、2005年にディズニーの最高経営責任者（CEO）となった。

ディズニーのリニアネットワーク部門（従来型のTV放送とCATV）は、ディズニーの前年度営業利益の22%を占めた。だが、かつては半分近くを占めたこともあった。CATVの視聴者が、番組を見るために料金を払い、そのうえ広告も許容していたことは、経済的な奇跡だったといえる。ESPNの視聴者層は若者が多く、リアルタイムで放送を視聴するため、広告主にとって特に魅力的だ。TV事業者は視聴者ではなくCATV事業者から料金を徴収するので、スポーツを視聴しない世帯も含むすべての家庭がコストを負担する。ESPNはCATVパッケージの中で最も高額なチャンネルになり、ディズニーのTV事業の利益に対して断然大きく貢献した。

キャッシュカウ（金のなる木）は多くの問題を解決する。ESPNの利益は、一連の映画制作スタジオの

買収（2006年のピクサー、2009年のマーベル・エンターテインメント、2012年のルーカスフィルム）のための資金調達に大きな役割を果たした。これは映画部門に過去最大の興行収入をもたらし、テーマパークとのタイアップと拡大を促進した。

現在のキャッシュカウはテーマパークだ。昨年、ディズニーのエクスペリエンス部門（テーマパークなど）は、過去最高となる93億ドルの営業利益を計上した。これはディズニー全体の59%に相当する。今年、エクスペリエンス部門の利益は、新たなクルーズ船2隻の進水などによって8%増加すると予想されている。ディズニーは最近、アラブ首長国連邦に新たなテーマパークを建設する計画を発表しており、中東におけるブランドの後押しとなる可能性がある。

今のところ、仮にテーマパーク部門にとってネガティブな要因（入園料を引き上げ過ぎている、新たなユニバーサルスタジオ・テーマパークに客を奪われている、マクロ経済に対する懸念がバカンス客に打撃となっている、リベラル派企業への反発によって来訪客数が減っているなど）があったとしても、業績には特に現れていない。

しかし、映画部門の利益はごくわずかだ。今年公開された「白雪姫」の実写版リメイクは失敗に終わった。ピクサーが制作した「星つなぎのエリオ」も非常に低調だった。一方、5月に公開された「リロ&スティッチ」の実写版リメイクは大ヒットとなった。スウィンバーン氏は、ディズニーなど各社の興行収入が振るわない理由について、単純に公開作品数が少な過ぎるためだと説明する。

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）によって、映画制作は中断された。その後、映画作品は映画館からストリーミング用に転用された。さらに、2023年にはハリウッドでストライキが起きた。来年の作品数はパンデミック以降で最多となる公算が大きい。スウィンバーン氏は北米の興行収入を2019年とほぼ同等の110億ドルと予想している。今後のディズニーの公開作としては、7月下旬に「ファンタスティック4」、クリスマス前後に「アバター」、来年夏に「トイ・ストーリー」、来年のクリスマスに「アベンジャーズ」の新作が予定されている。

■ 既存のCATV契約者を守りつつ、新たなストリーミングサービスを拡大

ディズニーの営業利益が過去最高だったのは2016年度の157億ドルで、2018年度もほぼ同等だった。これは従来型TVの低迷が加速する前のことだ。その後は2021年に78億ドルで底打ちした。同年はテーマパーク部門がコロナ禍で赤字となり、ストリーミングサービスのディズニープラスの立ち上げによってキャッシュを消費した。昨年、ストリーミング事業が赤字からわずかな黒字に転換したため、営業利益は21%増加して156億ドルとなった。今年、ウォール街は営業利益がさらに12%増加して175億ドルとなり、ついに過去最高を更新すると予想している。今後3年間でディズニーの通期営業利益は50億ドル増加する可能性がある。

営業利益の増加は主に二つの要因による。一つはエクスペリエンス部門の元々大きな利益が安定的に増加すること、もう一つは小規模なダイレクト・トゥー・コンシューマー部門（ストリーミング）が急成長することだ。それでも、ディズニーのストリーミング事業は、今後数年間はNetflixの5分の1の営業利益しか生み出さないだろう。これはNetflixの時価総額がディズニーの2倍以上であることに反映されている。

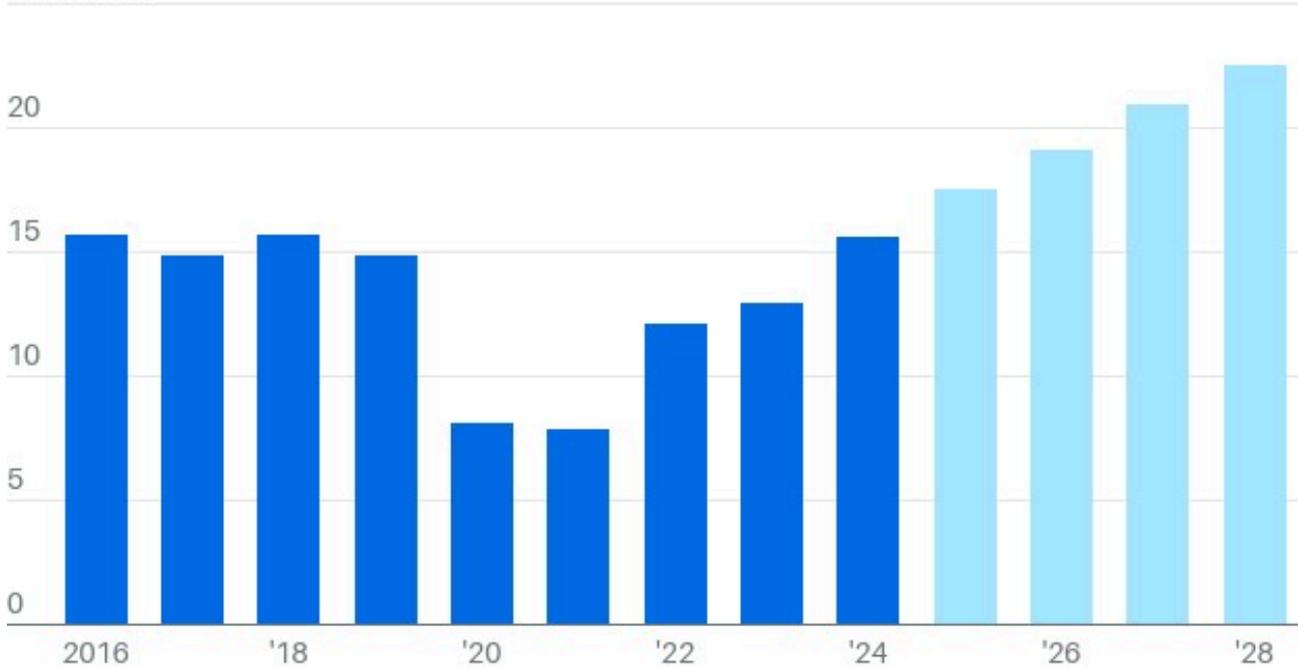
シティグループのアナリスト、ジェイソン・バジネット氏は、ディズニーのストリーミング事業について

The Magic Is Back

After a pandemic lull, Disney's operating profit is growing once again and poised to hit new highs.

Operating Profit

\$25 billion



Note: Fiscal year ends September; 2025 and later are estimates.

Source: Jefferies

て「業界をリードしているわけでも、後れを取っているわけでもない」と指摘する。Netflixは有料プランの日次ユーザー利用率が高く、同じく動画配信サービスのピーコックTVとHBOマックスは低い。ディズニーはちょうどその中間だ。かつて、Netflixは10年にわたってキャッシュを消費していたが、当時の金利は極めて低く、投資家も前向きだった。

ディズニーも、ストリーミングに全力を注ぎ始めた当初は、一時的に同じ恩恵を受けた。利益が急減したにもかかわらず、株価は過去最高値の200ドル超に達した。その後、金利が急上昇し、投資家は利益を求めようになった。Netflixは既に十分成長しており、多額のコンテンツ投資をキャッシュフローで容易に賄うことができた。しかし、他のほとんどの企業は身動きが取りづらくなった。バジネット氏は「多くのストリーミングサービスは草創期にあり、有料TVの代わりになるほど成長していなかった」と語る。

大部分のメディア企業はディズニーより厳しい状況に見える。パラマウント・グローバル<PARA>の株価は過去10年間で70%下落しており、支配株主の一家は反対にもかかわらず売却を目指している。ワーナー・ブラザーズ・ディスカバリー<WBD>は2022年の上場以降、約50%下落しており、CATV事業を、映画制作スタジオおよびストリーミング事業から分離しようとしている。コムキャスト<CMCSA>の過去10年間のリターンは43%だが、その大部分は配当によるものだ。傘下のテーマパーク事業は好調だが、TV事業は苦戦しており、インターネット回線の契約に関して通信会社との競争激化に直面している。今後数年間の営業利益の増加は最小限にとどまる見込みだ。

アイガー氏のCEOとしての任期は2026年末に満了する。後継者はエクスペリエンス部門責任者のジョシュ・ダマロ氏とみられる。その他には、エンターテインメント部門幹部のアラン・バーグマン氏とダナ・ウォルデン氏や、ESPN社長のジェームズ・ピタロ氏の名が挙がっている。

次期CEOは、利益を犠牲にしてもネットフリックスに追い付くことを目指すかどうかを決めなければならない。良いニュースは、ディズニーがストリーミングサービスを成功させ、注目度の高いコンテンツを蓄積するという大仕事を既に済ませていることだ。アナリストによれば、ディズニーに必要なのは、あまり変化のないコンテンツを永続的に生み出し続けることだ。これによって、お気に入りの番組を見つけた視聴者を離さずにいることができる。ストリーミング事業の海外拡大の余地も大きい。

ESPNにもある意味で良いニュースがある。契約者数はピークの1億人超から6500万人に減少した。ディズニー全体の営業利益に対する寄与度は約15%で、ピーク時の推定25%から低下している。利益への寄与度が低下しているため、今年の秋口に予定されているストリーミングへの移行によるリスクも小さくなっている。なお、新サービスは現行のESPNプラス（ESPNの追加コンテンツ）とは別物である。新サービスの名称はシンプルに「ESPN」で、月額料金は29.99ドルだ。

ESPNのストリーミング版は、CATVの解約を加速させる可能性がある。しかし、スポーツ番組はイベント全体の約3分の1しか配信されないので、熱狂的なスポーツファンはCATVのパッケージ契約を維持することも考えられる。CATV版のESPNの契約者は、追加料金なしで新たなESPNのストリーミングサービスを利用できる。ストリーミング版にはスポーツ賭博やファンタジースポーツ（現実のスポーツ選手を使った仮想のチームを作り、成績を競うゲーム）などの機能があるため、既存ユーザーもストリーミング版を利用する可能性がある。これにより、ディズニーは既存のCATV契約を守りつつ、スポーツファンを自社のエコシステムへ密かに引きつけ、視聴データを得ることができる。

YouTubeは視聴者数に関してネットフリックスとディズニーの両方を上回っている。さらに、TVの世界に進出し、生放送のスポーツ番組やオリジナル番組も制作している。ハリウッドは警戒すべきだろう。しかし、今のところ、ディズニーのTV事業が越えるべきハードルは十分に低そうだ。他の事業の見通しが良好なら、再び生まれ変わったディズニーは、失われた10年を永遠に過去のものにできるはずだ。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

2. バフェットプレミアムを失いつつあるバークシャー・ハサウェイ Berkshire Is Losing Its Buffett Premium. Why It's Time to Buy the Stock. 今が買い時

[注目銘柄]

株主総会後の下落で魅力的な株価に

著名投資家ウォーレン・バフェット氏 (94) が率いるバークシャー・ハサウェイ<BRK.A><BRK.B>は、5月3日の年次株主総会でバフェット氏が年末に最高経営責任者 (CEO) の職から退く考えを示して以降、株価が低迷している。その結果、他の投資家が怖気付いている時に買えというバフェット氏のアドバイスを実行に移す機会が生まれている。



Dan Brouillette/Bloomberg

バークシャーの株価は総会以降10%超下落し、年初時点ではアウトパフォームしていたS&P500指数を20%超アンダーパフォームしている。株

価低迷の要因としては、「バフェットプレミアム」の剥落 (はくらく)、損保事業サイクルのピークアウト懸念、新規投資活動の乏しさ、自社株買いが1年以上実施されていないこと、投資資金の流れが最近バークシャーなどのディフェンシブ株以外へとシフトしたことなどが挙げられる。

しかし、バークシャーには引き続き多くの魅力がある。主要事業は依然として各業界のトップに君臨し、株式ポートフォリオもさまざまな企業に分散化され、株式市場減速の際にはこれをアウトパフォームする可能性がある。バランスシートも盤石で、時価総額1兆ドルの3分の1に相当する3300億ドル超の現金を保有し、自社株買いや配当、そして大規模な買収さえ可能だ (鉄道輸送会社CSX<CSX>の買収は現実の可能性の一つ)。投資会社ガムコ・インベスターズのポートフォリオマネジャー、マック・サイクス氏は「ますます魅力的になりつつある」と話す。

株価は割安とは言えないが、株式市場全体のバリュエーションが上昇している中、魅力的に見える。クラスA株<BRK.A>の株価は約72万5000ドル、6月30日現在の1株当たり純資産額 (BPS) のコンセンサス予想46万1140ドルの1.6倍弱と、近年の平均的な水準にある。クラスB株<BRK.B>の株価は約480ドル。2025年予想株価収益率 (PER) は約24倍と、S&P500指数と同等の水準だ。アップル<AAPL>や飲料大手のコカ・コーラ<KO>、金融大手のバンク・オブ・アメリカ<BAC>など、株式ポートフォリオ投資先企業の利益を考慮してバークシャーの利益を上方修正するとPERはさらに低下し、約20倍となる。この一般に認められた会計原則 (GAAP) に基づかない非GAAPベース指標は「ルックスルー利益」と呼ばれ、バフェット氏が推奨している。バークシャーの営業利益は通期で約450億ドル、クラスA株1株当たりの純資産額は2026年末までに52万5000ドルに達すると予想され、予想PBRは1.4倍と妥当な水準にある。

UBSのアナリスト、ブライアン・メレディス氏はクラスA株の投資判断を「買い」、目標株価を89万2120ドル (現在の株価に対し23%の上昇) とし、「先行き不透明な環境下で保有するのに最適な銘柄だ。バークシャーはバフェット氏がCEO退任の意向を示す前の4月の時点から何も変わっていない」と話す。

主要事業は好調

Berkshire Hathaway

(BRK.A / NYSE)

\$900K

800K

700K

600K

500K

400K

300K

Oct. 2022 Jan. 2023 April July Oct. 2024 Jan. April July Oct. 2025 Jan. April July

Source: FactSet

バフェット氏は完全に引退するわけではなく、2026年も会長職にとどまる予定だ。しかし、バフェット氏の役割が何であれ、主要3事業（保険、鉄道、電力）は好調だ。バークシャーは世界最大級の損害保険会社の一つであり、保険料の引き上げは今年鈍化したものの4~5%と今後の業績にとって明るい材料だ。また自動車保険業界3位のガイコも保有している。かつては問題児だったが、テクノロジーの刷新により、今では高い収益性と成長性を手に入れている。

バークシャー・ハサウェイ・エナジーは米国最大級の公益事業で、規制対象となる電力事業や大規模な再生可能エネルギーポートフォリオ、送配電網、複数の天然ガスパイプラインを擁し、数多くのプロジェクトに年間100億ドルの資金を投資しており、人工知能（AI）ブームの恩恵を受ける見通しだ。

バークシャーのバーリントン・ノーザン・サンタフェ鉄道は、ライバルのユニオン・パシフィック<UNP>とともに、米国西部の鉄道貨物輸送を支配している。ユニオン・パシフィックが米国東部の貨物鉄道会社ノーフォーク・サザン<NSC>と合併交渉を行っているが、その結果、バークシャーが東部の別の貨物鉄道会社CSX<CSX>を買収し、大陸横断鉄道を構築する可能性が出てきた。こうした買収（規制当局の厳しい審査が予想される）のコストは、CSXの現在の株価に25%のプレミアムが上乗せされると想定した場合800億ドルを超えるが、UBSのメレディス氏によれば、バークシャーの2026年度の利益も8%上乗せとなる。

もう一つの主要資産である株式ポートフォリオ（3000億ドル）については、今年はクレジットカード大手アメリカン・エクスプレス<AXP>、バンク・オブ・アメリカ、コカ・コーラ、エネルギー大手

シェブロン<CVXS>の株価上昇が最大の投資先であるアップルの株価下落（約15%の下落）で相殺され、恐らく市場をアンダーパフォームしているだろう。

■ 株価反発の要件は

Key Data

Berkshire Hathaway	BRK.A
Recent Price	\$725,700
YTD Change	6.6%
Market Value (trillion)	\$1.0
2025E EPS	\$30,121
2025E P/E	24.1
2026E P/E	24.5
Price/Book Ratio	1.6*
Top Shareholder	Warren Buffett (13.8%)

Note:E=estimate. *P/B ratio using June 30, 2025 consensus book value estimate of \$461,140 per share

Sources: Bloomberg, company reports

とはいえ、バークシャーの株価が再び自力で上昇を始めるには堅調な事業や回復への期待だけでは不十分かもしれない。バフェット氏は、自身が退場した後の経営陣について、投資家の理解を助けるべきだろう。現在公益事業部門を率いているグレッグ・アベル氏がバフェット氏の後任としてCEOに就任した後の経営陣については何も発表されていないし、保険事業部門を率いるアジット・ジェイン氏（73）が会社に残るのか不明だ。バークシャーの株式ポートフォリオの約10%の運用を担当しているトッド・コムズ氏とテッド・ウェシュラー氏の立場も不透明だ。投資調査会社CFRAのアナリスト、キャシー・サイファート氏は「投資家は経営陣の交代に極めて敏感だ。株価からバフェットプレミアムが剥落しつつある。不透明さが足を引っ張っている」と指摘する。

前述のCSXや、あるいはエネルギー大手オクシデンタル・ペトロリアム<OXY>を対象とする大型買収で状況が変わるかもしれない。バフェット氏は、オクシデンタル（現在、バークシャーが27%を保有）の全株式を取得するつもりはないとしているが、後任のアベル氏は違った見方をする可能性がある。オクシデンタルのビッキ・ホルブCEOはバークシャーの傘下に入ることを歓迎すると述べている。買収コストは450億ドルに上る可能性があるが、バークシャーなら無理なく支払えるだろう。

もう一つの可能性は、バークシャーが27%の株式を保有する食品大手のクラフト・ハインツ<KHC>

だ。クラフト・ハインツは5月、戦略的な選択肢を検討中だと発表した。パークシャーは保有株式をクラフト・ハインツの昔からあるハインツブランドの事業と交換する可能性がある。バフェット氏は何と言ってもハインツのケチャップの大ファンだ。

新たな自社株買い計画が発表されれば、パークシャーの株価が魅力的な水準にあるとバフェット氏が判断していることを示唆することになる。パークシャーは2024年5月以降、自社株買いを行っていない。1億6700万ドル相当の株式を保有するアベル氏が個人で大規模な購入を行ったのは、それよりもさらに前のことだ（2023年3月が最後で、当時のクラスA株の株価は約45万ドル）。CEO就任に際して、株主との距離を縮めることは適切なシグナルとなる。配当の支払いを開始することも可能だ。保有する現金や利益の水準を考慮すれば、大半の同規模の企業と同程度の利回り2%の配当も支払える。

これほど多くの選択肢を残しているパークシャーを投資対象から外すべきではない。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

3. スタグフレーション対抗策を備えたFRB、1970年代再来の心配は無用 [フィーチャー]

The Fed Has the Tools to Fight Stagflation. The 1970s Aren't Coming Back.
高インフレ・低成長・高失業率の三重苦に至らない理由

スタグフレーション再発懸念はミスリード



Illustration by Riki Blanco

6月の米雇用統計は、減速する労働市場の最新状況として、緩やかながらも堅調な雇用情勢を示した。ただその一方で、スタグフレーションを巡る議論が過熱しつつある。

関税によって物価上昇が再加速するとの予想が、1970年代のスタグフレーション再発への懸念を想起させているが、このような予想は人々を誤らせるものだ。

スタグフレーションとは、高インフレ、経済の低成長またはゼロ成長、そして高失業率が同時に

存在する状態を指す。今年中に最初の二つが起こる可能性はあるが、三つ目の高失業率はコンセンサス予想に含まれていない。これは決定的な差だ。底堅い労働市場は経済の基盤であり、新型コロナ禍以降に景気後退が迫っているとの警告が続く中、米国経済の成長を支えてきた。

さらに、スタグフレーションは単なる厄介なマクロ経済環境ではない。スタグフレーションの本質は、政策決定の失敗、すなわちコントロールの喪失であるが、これは足元の経済状況には当てはまらない。

1970年代と現状の比較

1970年代のスタグフレーションは、石油輸出国機構（OPEC）による原油の禁輸、ベトナム戦争や「偉大な社会」政策に伴う過剰な財政政策、不適切な金融政策など、各種のマクロ経済的ショックが重なった結果生じた。インフレ率は約10年間5%超で推移し、1980年には15%近くに達した。しかし米連邦準備制度理事会（FRB）は、ホワイトハウスからの政治的圧力もあって、過度に緩和的な政策を取り続けた。FRBの公式記録によると、金融政策担当者は「インフレ問題に正面から取り組むことは、経済と雇用に過度の負担をかけることになる」と明確に認識していた」と言う。

その結果、FRBはインフレを長年放置した。最終的に、ポール・ボルカー元FRB議長による積極的な信認回復政策と痛みを伴う二番底の景気後退を経て、ようやく悪循環が断ち切られた。

現在の金融政策を批判する人は、米国が景気後退の瀬戸際にあり、労働市場の減速そのものが需要抑制を通じてインフレ緩和につながる、と主張する。しかしこのシナリオが実現すると、スタグフレーションの構成要素のうちインフレが消えることになる。

仮にインフレ率と失業率が同時に上昇したとしても、1970年代型のスタグフレーションに対する懸念は行き過ぎだ。現在のFRBは、そうした構造的問題を回避すべく、労働市場が減速を続ける中で政策緩和に忍耐強い姿勢を維持している。

歴史を踏まえれば、FRBの慎重さは理に適っている。インフレ動向は長期的な経済の健全性にとって極めて重要だ。仮に失業率が大幅に上昇することがあっても、FRBはインフレ上昇局面で一部が期待するほど急速には緩和しないだろう。

難しい舵取りをこなしてきたFRB

FRBは、関税による価格圧力が強まる中での拙速な利下げは、インフレ拡大のリスクを伴うことを理解している。この場合、一時的な価格ショックが望ましくない波及効果をもたらす可能性がある。完全雇用と物価安定の追求がFRBの使命だが、完全雇用の前提となるのが物価安定だ。そして、物価安定の前提としてインフレ期待が安定する必要がある。

市場と消費者は、インフレが今後らせん状に上昇するとは予想しておらず、むしろやや低下するとみている。これは、政策当局が数十年にわたりインフレ期待を安定させる努力を続けてきた成果だ。もしインフレ期待の抑制が効かなくなったら危険が生じる。

物価上昇が今後も続くと考え出すと、個人や企業はそれに応じた行動を取る。労働者はコスト上昇に備えるため賃上げを要求し、企業も利益維持のためにあらかじめ価格を引き上げる。これにより、期待インフレ率の上昇が実際のインフレ率の上昇を招くという「自己実現のサイクル」が発生する。

現状、インフレ体制は脅かされていない。今年と来年の経済成長が鈍化する可能性はあるが、コンセンサス予測に高失業率は含まれていない。FRBは、過熱気味の経済を沈没させずに減速させるという難しい任務をうまくこなしている。もし失業率が物価とともに急上昇した場合、FRBのバランス調整はより困難になる。しかし、金融政策当局はインフレ目標を放棄せず、急激な利下げも一部が期待するほど迅速には行われまいだろう。

スタグフレーションを恐れるべきなのは、FRBが独立性を失うか、物価安定に過度に注力するような事態となったときだ。その場合、政策は窮地に陥る。低成長、高インフレ、高失業率が同時に発生し、即効性がある対策がほとんどなくなる。

1970年代のスタグフレーションは一夜にして生じたわけではない。長期的なインフレ容認政策の帰結だった。高インフレと失業率上昇が同時に生じる時期は現在も発生し得る。ただし、そうしたインフレが1970年代のように持続する可能性は、現行のFRBの監督下では低いだろう。

※筆者のマシュー・ジェフリー・ベガリ氏は、投資管理プラットフォームを提供するクリアウォーター・アナリティクスのリサーチ部門責任者。

By Matthew Jeffrey Vegari
(Source: Dow Jones)

4. プライベートエクイティの巨人、TPGが買い

[注目銘柄]

This Private-Equity Giant Is Expanding. Its Stock Is a Buy.

高成長のプライベート市場にアクセスしたい投資家に魅力的な選択肢

注目を集めるTPG

投資会社TPG<TPG>はオルタナティブ投資のプラットフォーム全体で力強い成長を遂げており、堅調な経済環境を背景に今後も恩恵を受ける見込み。

TPGは最近、ペパツリー・キャピタル・マネジメントの買収により、変革的なテクノロジーと高成長デジタルインフラストラクチャーへのエクスポージャーを強化。

多様な投資案件のパイプラインを通じた運用資産を倍増する計画により、TPGの株式は魅力的なトータルリターン投資機会となっている。



David Paul Morris/Bloomberg

オルタナティブ運用会社であるTPGは、ヘルスケアやテクノロジー分野での独自のテーマ投資アプローチを活用し、大きな成長機会を捉えている。

1990年代初頭、小規模なプライベートエクイティ（PE）投資会社として設立されたTPGは、現在では運用資産2580億ドルの世界的な業界トップクラスの企業へと成長した。2022年1月の上場以来、その運用資産額は2倍超に増加。2025年初頭に株価に変動があったものの、TPGの株式は近年良好なパフォーマンスを示しており、拡大する事業プラットフォームと堅調な経済環境から判断すると、投資家にとって依然として有望な銘柄だ。

TPGの戦略は現在、広範な投資手段に及び、長期的な価値創造に焦点を当てている。また、民泊仲介大手のエアビーアンドビー<ABNB>、音楽ストリーミング・サービスのスポティファイ・テクノロジー

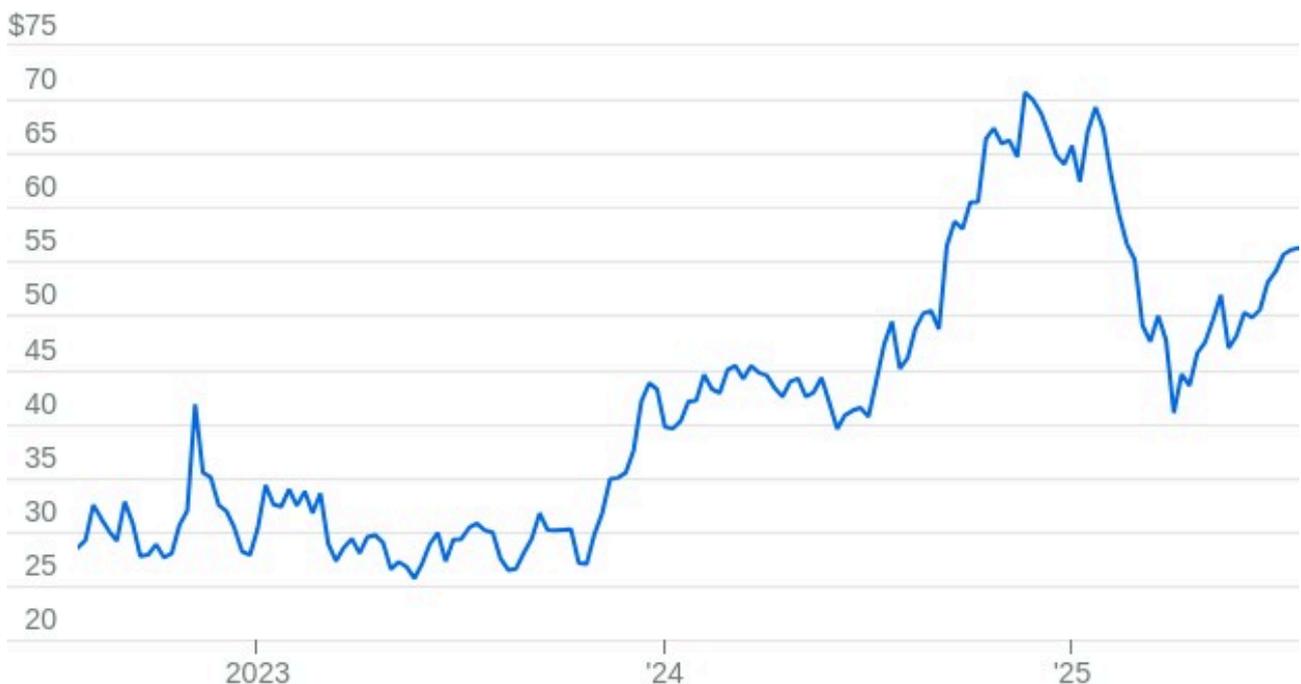
ー<SPOT>、配車サービス大手ウーバー・テクノロジーズ<UBER>への初期投資など、TPGはポートフォリオのリターンにおいて、優れた実績を誇っている。TPGは2016年にライズファンドを立ち上げ、機関投資家向けのインパクト投資を開拓したことで知られている。それ以来、TPGのサステナブルな投資を行う「インパクトプラットフォーム」は同分野における最大規模に成長した。トランプ政権がESG（環境、社会、企業統治）関連規制の撤廃を推進する中、TPGは最新ファンド「ライズ IV」の資金調達を積極的に進めている。

TPGが能力を拡大する上で最も重要な戦略的動きの一つは、2023年11月にクレジットと不動産の投資会社アンジェロ・ゴードンを買収したことだろう。TPGはこの買収により、当時のアンジェロ・ゴードンの運用資産740億ドルを統合するとともに、多角化の新時代を築いた。レバレッジドローン、ストラクチャードクレジット、ダイレクトレンディングなどのクレジット商品を通じて、TPGは新たに大きな成長ドライバーを手に入れた。

TPGの強みを理解する

TPG

(TPG / Nasdaq)



Source: FactSet

ジョン・ウィンケルリード最高経営責任者（CEO）は、TPGはまさに始まったばかりだと自信を示す。今年のアナリスト向けカンファレンスコールで、ウィンケルリード氏は今後数年間でTPGの運用資産を再び倍増させ、5000億ドルにするという野心的な目標を掲げた。この計画は、2024年に確保した300億ドルを大幅に上回る資本を毎年調達する取り組みから始まると述べている。これは株主にとって心強い見通しであり、運用資産基盤を拡大することで、手数料収入と利益が増加し、株価を押し上げることが期待される。

2025年1～3月期末時点でのTPGの運用資産は2510億ドルで、前年同期比12%の増加を記録した。過去12カ月間の税引き後分配可能利益は8億4300万ドルで、2024年同期比24%の増加となった。これは、

堅調な投資パフォーマンスと実現利益の増加によるものだ。

TPGが今年度行った注目すべき保有銘柄の売却には、クルーズ船運営会社のバイキング・ホールディングス<VIK>の13億ドルと、フィットネスクラブ運営のライフ・タイム・グループ・ホールディングス<LTH>の6億ドルの株式売却が挙げられる。TPGは、PE業界全体が実現利益の獲得が困難な時期に直面する中、成功裏に売却する能力を「差別化要因であり、強み」としてしばしば強調している。

同時に、TPGはポートフォリオの拡大に積極的に取り組んでいる。TPGは今年早々、運用資産78億ドルを持ち、米国でデジタルインフラ投資に特化した最大手の専門会社として知られるペパツリー・キャピタル・マネジメントの買収を完了した。この買収により、TPGは重要な通信テクノロジー分野での存在感を大幅に拡大した。ペパツリーの深い専門知識と確立されたポートフォリオを活用できるためだ。このポートフォリオには、携帯電話基地局、関連する周波数帯ライセンス、光ファイバーネットワークを含む1万件を超える無線通信インフラ資産が含まれる。さらに重要なのは、TPGが次世代通信規格「5G」、モノのインターネット（IoT）、そして急成長する人工知能（AI）の需要拡大など、長期的な追い風の恩恵を受ける態勢にあることだ。これらのテーマは、無線通信データ消費の急増を生み出している。多くの点で、ペパツリーの買収はTPGに対する強気の見方を確固たるものとしている。TPGはプラットフォーム全体で有利な投資環境を享受する立場にあり、成長を重視した戦略へのエクスポージャーが長期的な上昇余地を提供しているからだ。

同業他社との比較

Key Data

TPG (TPG / Nasdaq)	Alternative asset manager
Headquarters	Fort Worth, Texas
Recent Price	\$56.27
52-Week Change	14.8%
Market Value (billion)	\$25.8
2026E Sales (billion)	\$2.5
2026E Net Income (billion)	\$1.2
2026E EPS	\$2.89
2026E P/E	19.5
Dividend Yield	2.9%

Note: E=estimate.

Source: Bloomberg

TPGは、PE業界の他社と比べて、専門的なPE企業に匹敵する大胆な戦略的判断を迅速に実行する機動性を示している一方、クレジットや不動産など多岐にわたる分野で分散投資を推進しており、変動する市場環境を乗り切る上で重要な予測可能な手数料収入源を確保している。この組み合わせは、金利が下がれば強力な武器となり、TPGが保有する570億ドルの利用可能資金を新たな確信度の高い投資ア

アイデアに投入できるようになる可能性がある。アナリストの推定によると、TPGのコンセンサス予想の1株当たり利益（EPS）は2ドル04セントで、株価収益率（PER）は約27倍だ。市場全体と比べると割高だが、米大手投資会社のアレス・マネジメント<ARES>、ブラックストーン<BX>、KKR<KKR>などのさらに大きな同業他社のPERは平均で30倍を超えることから、依然割安だ。

2026年を見据えると、この比較はさらに説得力を増す。ウェルズ・ファーゴ証券のアナリスト、マイケル・ブラウン氏は、TPGのEPSが2ドル95セントに加速すると推定している。これにより1年先の予想PERは19.5倍となる。8月6日に予定されているTPGの第2四半期決算発表のプレビューで、ブラウン氏は「第2四半期から第3四半期にかけての資金調達に関するモメンタムは依然として堅調で短期的な株価の動きは経営陣のコメント次第となる可能性がある」と述べている。TPGは強みを持っているものの、広範な市場動向の影響を受けないわけではない。持続的な景気後退が投資先企業の業績を抑制したり、クレジットスプレッドが大幅に拡大したりする状況は、TPGの株価を失速させる可能性がある。

全体として、実績のある質の高い業界リーダーを通じて高成長のプライベート市場にアクセスしたい投資家にとって、TPGは魅力的な選択肢だ。2.9%の魅力的な配当利回りと株価上昇の可能性を兼ね備えるTPGは、ポートフォリオに組み込む価値がある。

テクニカル分析

TPGの株価は、強気の「逆三尊」と呼ばれるパターンを示す52ドル50セントの節目をわずかに上回って推移しており65ドルまで上昇する可能性を示唆している。57ドル22セントの200日移動平均線を突破すれば、上昇はさらに加速する可能性がある。—ダグ・ブッシュ氏

By Dan Victor
(Source: Dow Jones)

5. トランプ要因を脇に置き、株式市場に集中せよ

De-Trumpify Your Thinking and Learn to Love the Stock Market
政策に左右されることなく、健全なファンダメンタルズを信じるべき

[米国株式市場]

好調な市場と投資家の懸念

トランプ大統領は関税を課し、米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長を攻撃し、ビジネス界全体に不快な状況をもたらしている。それなのに株式市場が史上最高値を更新しているのはなぜなのか。それは、トランプ大統領がすべてというわけではないからだ。

先週の主要株価指数を見ると、S&P500指数は1.5%上昇して6388.64と、史上最高値を更新して引けた。ナスダック総合指数も史上最高値を更新して2万1108.32となった。出遅れていたダウ工業株30種平均（NYダウ）は1.3%高の4万490



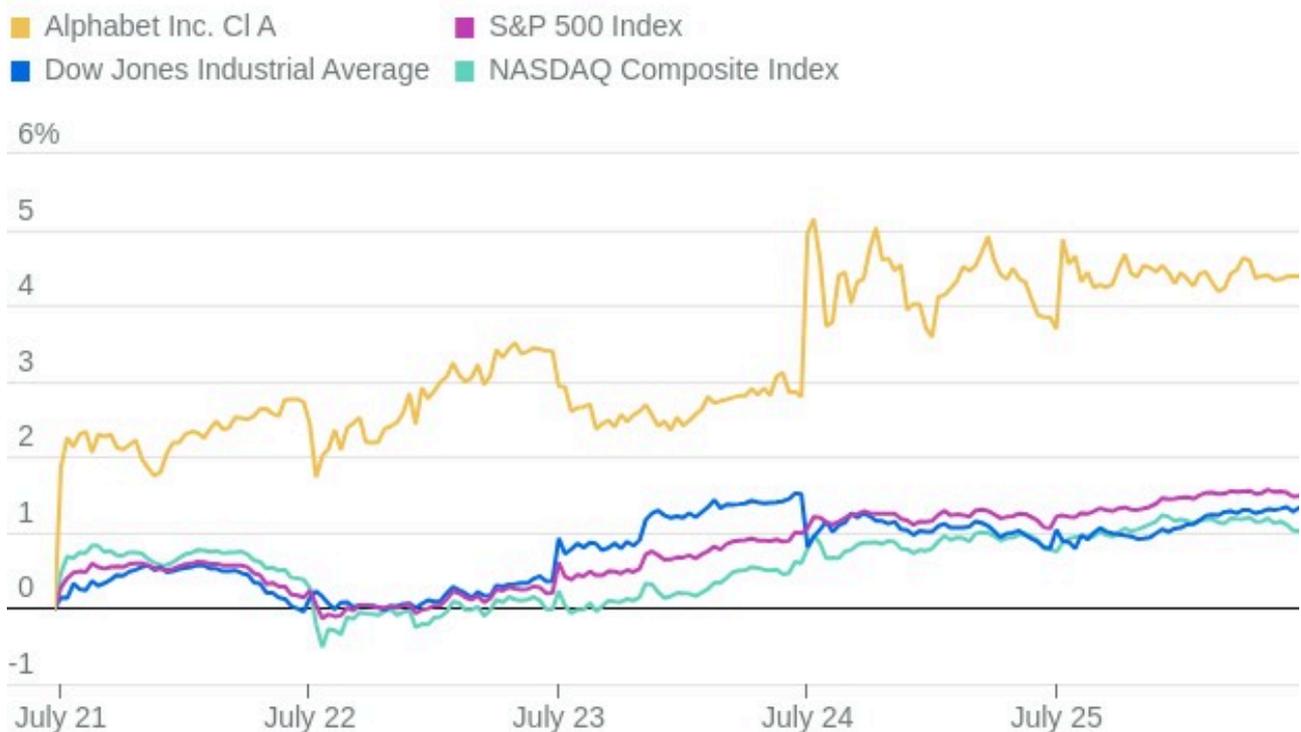
Michael Nagle/Bloomberg

1ドル92セントとなり、過去高値更新まであと113ドルのところまで上昇した。小型株のラッセル2000指数は0.9%高の2261.07で週末を迎えた。

強いパフォーマンスにもかかわらず、ギャラップが最近実施した調査では、投資家10人のうち6人が株式市場について懸念を抱いており、58%が最近の市場のボラティリティーの中で最悪の局面はまだ来ていないと考えている。この懸念の主な理由はトランプ大統領にある。トランプ大統領の脱グローバル化と国内回帰志向の動きは、世代を通じた長期的な経済成長エンジンを根底から覆し、スタグフレーションを招くリスクがあるからだ。とにかく、これは弱気シナリオだが、特に民主党支持者はこの見方を支持しているようで、調査対象のほぼ9割が「最悪の局面がまだ先にある」と回答している。

堅調な雇用と企業業績

Market Snapshot



Source: FactSet

しかし、状況はそれほど深刻ではない。多くの投資家が経済情勢を懸念しているものの、雇用市場は依然として堅調を維持しており、この点は8月1日に発表される7月の雇用統計で確認されそうだ。また、継続して雇用されている労働者の賃金は以前より増加している。労働統計局が集計している平均時給の中央値は、4年前から2年前までは物価上昇率を1%ポイント下回っていたものの、2年前からは物価上昇率をほぼ2%ポイント上回るペースで増えている。自社の上場投資信託（ETF）の一部で株式に対するダウンサイド・プロテクションを提供するヴェスト・フィナンシャルの社長であるジェフ・チャン氏は「賃金の伸びは本当に加速している」と指摘する。

人工知能（AI）は依然として大きな成長要因となりそうだ。大手テクノロジー企業による投資は引き続き活発で、グーグルの親会社であるアルファベット<GOOGL>は2025年上半期に約400億ドルを投資し、前年同期の250億ドルから増加させている。これにより、データセンター内で米半導体大手エヌビディア<NVDA>のチップを接続する製品を製造するTEコネクティビティ<TEL>のような企業も

恩恵を受けている。TEコネクティビティは2025年度にデータセンター事業から約8億ドルの売り上げを見込んでおり、2024年の約3億ドルから増加しそうだ。

アルファベットの株価が業績発表の翌日に上昇したことは、投資家がAI関連支出について過度に懸念していないことを示しており、これは来週業績を発表するマイクロソフト<MSFT>、アマゾン・ドットコム<AMZN>、メタ<META>（旧フェイスブック）にとって好材料だ。

ドットコムバブル時よりも控えめなPER

たしかにリスクは存在する。市場では物色対象が極めて集中しており、エヌビディアは市場全体の構築に不可欠だ。S&P500指数の時価総額上位銘柄の不安定さは指数全体にとって問題となる。現在、S&P500指数の上位10銘柄が全体の時価総額のほぼ40%を占めており、この数値は1999年末のドットコムバブルのピーク時には約20%だった。しかし数字の上では市場は割高にはみえない。S&P500指数の上位10銘柄の今後12カ月の利益に対する株価収益率（PER）は約27倍であり、2000年初めの44倍よりも割安だ。

投資家がトランプ大統領の先を見据えることができれば、好ましいものが見えてくるかもしれない。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

6. FRBで2人以上の造反派が出る可能性は30年ぶり The Fed Hasn't Seen a Split Like This in 30 Years パウエル議長に内部だけでなく外部からも圧力

[経済政策]

パウエル議長が妥協を迫られるケースもありえる

米連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策会合において、2人のFRB理事が金利の決定について異議を唱えたのは、30数年ぶりのことだ。このような内部の意見対立はまれで、市場も注目している。7月29日～30日に開催される米連邦公開市場委員会（FOMC）でも、2人の反対意見が出る恐れがある。クリストファー・ウォラー理事と、ミシェル・ボウマン副議長 — 両氏ともトランプ大統領が指名した — は、次回のFOMCで利下げを支持する意向を公に表明している。仮に、FOMCで大方の予想通り、政策金利であるフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を4.25～4.5%に据え置くことが決定され、ウォラー氏とボウマン氏は引き下げに投票したとすると、1993年以来初めて、2人の理事会メンバーが同じ会議で結束を乱すことになる。



Andrew Harnik/Getty Images

ウォラー氏とボウマン氏の反対意見は、FOMCのハト派による一時的な不満の表れかもしれない。しかし、それはFOMCの重心が変わり始めたことを意味し、9月16日～17日に開催される次々回のFOMCに向けて緊張が高まる可能性がある。パウエル議長とFOMCは、インフレ率が依然としてFRBの目標である年率2%を上回っているため政策緩和に慎重だったとしても、2人の理事によるまれな異議表明は、FRB内部で金利引き下げを急ぐ意見が高まっていることのサインかもしれない。

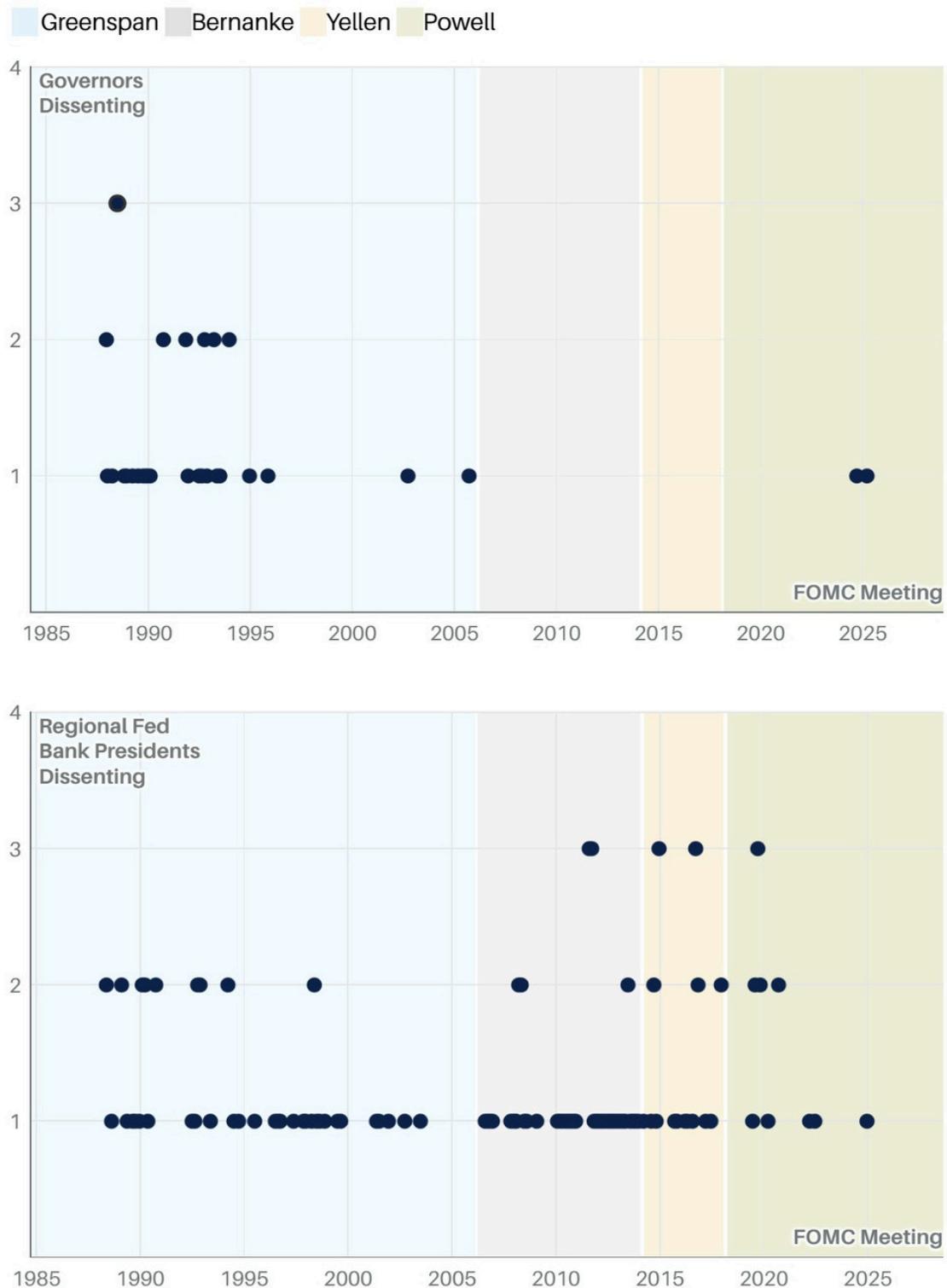
総合金融グループBNYの資産運用部門、BNYインベストメンツのチーフエコノミストで元FRBエコノミストのヴィンセント・ラインハート氏は、議長と理事たちの間で意見が分かれることは滅多にないが、議長の任期終了が近づくにつれて起きることが多い、と述べている。ラインハート氏によると、その理由は、「反抗的な」政策担当者は通常、反対意見を取引材料に使えるためだ。今回のケースでは、パウエル議長がFOMC会合後の記者会見で彼らの意見に同調するか、FOMC声明の文言を多少変更する、あるいは今後の会合で彼らの意見をより一層考慮すると約束するかの点を促す可能性がある。

インフレ警戒感と景気減速の懸念が交錯

ラインハート氏は、FRB議長の任期が終わりに近づくとそのソフトパワーも弱まり始める、と述べている。同様に、FRB理事も公の場で反対意見を述べることを避ける傾向がある。他の委員会メンバーに対する影響力が乏しいと受け止められる恐れがあるためだ。トランプ政権の関税措置を一部要因としてインフレ率（消費者物価指数）が6月に前年同月比2.7%上昇したことが特に影響し、FF金利先物は7月のFOMCで金利が引き下げられる可能性を今のところほぼゼロと織り込んでいる。CMEフェドウォッチによると、9月のFOMCでFFレートが0.25%引き下げられる確率は60%をわずかに上回ると市場はみている。

A History of FOMC Dissents

It is rare for Federal Reserve governors to dissent on the central bank's interest-rate decisions. That is just one reason why the likelihood of two dissents at the Fed's July 29-30 meeting is noteworthy.



Source: Federal Reserve Bank of St. Louis

FRB内部では、パウエル議長が忍耐を訴えている。パウエル議長は、関税措置の影響を見極め、インフレ率が2%に向けて持続的に推移しているとの確信が深まるまで、利下げを控える意向を表明してい

る。一方、ウォラー氏とボウマン氏は、様子見にはリスクが伴うと主張している。ウォラー氏は、関税によるインフレは速やかに経済に波及すると述べ、さらに個人消費の低下や、全米で労働需要が落ち込んでいる兆候があることも、すぐに利下げに踏み切る理由として挙げている。ボウマン氏も最近ウォラー氏の意見に賛同を示し、インフレが引き続き緩和すれば、利下げについて真剣に議論し始めるべきだと述べている。前回、同じ会合で2人のFRB理事が反対を表明したのは、アラン・グリーンズパン氏がFRB議長を務めていた1993年12月のことだ。この時、FRB理事であったウェイン・エンジェル氏とローレンス・リンゼー氏は、共にFRBの金融緩和政策に反対した。現代におけるFOMCではほとんどの場合、全会一致の投票結果をもって終了している。

FOMCにおける反対票の割合

パウエル議長が主宰した60回の会合のうち、反対者が1人以上いた割合は約16%にすぎない。反対者が出る場合はFRB理事ではなく、地区連銀総裁であることが多い。パウエル議長の決定に異を唱えた理事はわずか3%にとどまる。

パウエル議長は、FRBの内部だけでなく、外部からの圧力にもさらされている。トランプ大統領は利下げを要求しただけではない。ワシントンD.C.にあるFRB本部の改修工事の費用が25億ドルと大幅に増加したのは、ずさんな管理によるものだと主張して、パウエル議長解任をちらつかせてきた。トランプ大統領は解任要求の考えを取下げたような素振りを見せつつも、最近記者団に対し、2026年5月に任期満了となるパウエル議長は「いずれにしてもすぐにはなくなる」と語った。

法律の専門家は、改修工事の費用が高額になったことを解任理由にするのは困難だという。最近の裁判所の判断によれば、FRBは他の独立政府機関とは取り扱いが異なるとされたが、独立性がどこまで守られるかについてはあまり試されたことはなかった。強制的な解任を示唆するだけでも投資家を不安に陥れるのに十分で、特にFRBの信認およびインフレ期待を懸念する投資家にとってはなおさらだ。

試練に立たされるパウエル議長

トランプ大統領は公の場でパウエル議長に利下げを強く働きかけ、一度ならずパウエル議長解任を真剣に検討してきた。与党共和党議員にパウエル議長解任を諮ることさえした。強引に押し切らなかったのは、市場リスクを懸念したこともあろうが、メッセージは発信された。こうなると、中央銀行の独立性に対する机上の脅しでは済まされない。現実にある未解決の問題となる。

パウエル議長には組織的な圧力もかかっている。エコノミストのモハメド・エラリアン氏が公の場で2日に、辞任がFRBの独立性を守るための唯一の方法だとして、パウエル議長の辞任を要求した。スコット・ベセント財務長官はパウエル議長の辞任を否定したが、その表現は必ずしも安心できるものではなかった。

ベセント財務長官は、パウエル議長が今辞任すべき「理由」は見当たらないと語り、FRBの全面的な組織改革を求めた。財務省からその種の要求が出ることはこれまでの政権では考えられなかった。そして、中央銀行にとって特に微妙な時期にそのような要求が出てきたのである。パウエル議長にとって任期中最後となるFRB主催の夏恒例の年次行事、ジャクソンホール会議が開催まで数週間に迫っており、現在、次の政策枠組みの見直しが行われている。FRBが金利を据え置いたとしても、パウエル議長の足元は揺らぎつつある。

7月のFOMCは単に金利政策を審議するだけにとどまらない。理事会の反対派や自分の思い通りにFRBを変えようとしている大統領、辞任を要求する外野の声に対して、パウエル議長が阻止できるかの信認を問う場になる。もし、パウエル議長が利下げを示唆すれば、市場はFRBが内部的な圧力、政治的な圧力、あるいはその両方に屈したと見る恐れがある。もし、パウエル議長が金利据え置き姿勢を堅持すれば、トランプ大統領との軋轢（あつれき）が増し、FRB内における自身の孤立感を深めてしまうリスクがある。

依然として、FRBは経済のソフトランディング（軟着陸）に向けて努力を続けている。しかし、パウエル議長の目先の課題は、FRBを空中分解させないことだ。

By Nicole Goodkind
(Source: Dow Jones)

7. ミーム株、当日オプション、FOMOは相場の天井を示唆 Meme Stocks, One-Day Options, FOMO Are Symptoms of a Market Top 慎重な投資家は取り残される

[コラム]

少額の費用でリターンが大きい取引手法



Luke Sharrett/Bloomberg

投資価値が明らかでない企業の株式に対する投機が増加し、多くの空売り投資家を引きつけている。特に、購入当日に満期を迎えるゼロ・デー・オプション（ODTE）の購入が急増している。宝くじのように費用は少額で済むが、大きなリターンを提供する——実際に利益が出ればの話だが。

「今回だけは違う」という考えが広まり、株価は史上最高値を更新し、バリュエーションを過去最高水準に押し上げている。高値で買ってさらに高値で売る。そうしないと、FOMO（取り

残されることへの恐怖）症候群に苦しめられかねないからだ。

株式市場に関連するニュースの見出しは、S&P500指数やナスダック総合指数、ダウ工業株30種平均（NYダウ）など、主要株価指数の最高値更新が中心を占める一方、大きく動いたのはいわゆるミーム株だ。ミーム株には投資価値がほとんどないが、買いが買いを呼ぶ傾向が強い。

ミーム株取引では、投機家は空売り残が厚い銘柄に注目する。こうした銘柄は株価下落に賭ける投機家（ショートセラー）が株を借りて売っていることを意味する。空売りされた銘柄の株価が上昇すると、ショートセラーはその銘柄を買い戻さざるを得なくなる。レバレッジを効かせるのであれば、コールオプションを購入するという方法もある。コールオプションの購入者は、一定期間内にあらかじめ決められた価格で当該銘柄の株を買う権利を得る。費用は現物の株価よりわずかで済むため、別の宝くじのようなものである。

強欲と恐怖が市場を動かす

確かに、市場の強気センチメントは、人工知能（AI）に対する熱狂によって部分的に刺激されている。AIは人々の働き方や生活を変革すると予想されている。AI革命実現に必要な莫大な投資は、ハードウェアからデータセンター向けエネルギーのプロバイダーに至るまで、巨額の利益をもたらすとみられている。

エバーコアISIのチーフ・マーケット・ストラテジスト、ジュリアン・エマニュエル氏は「今回のAIはこれまでとは違う。これまでと同じなのは強欲と恐怖のサイクルであり、これはすべての市場サイクルの一部である。FOMOが一旦現れても、少なくとも初期の段階では、株価を直線的に動かすことはない」と記している。そして、エマニュエル氏はFOMOが現れたと確信している。エマニュエル氏は、ハイテクバブル期に資金を運用していた多くのベテラン投資家から「今回は違うのか」という質問を受けるが、その質問はプロだけに限ったことではないと述べる。

エマニュエル氏は「最近、話した友人はハイテク株を取引するため、1999年に歯科医を辞めた。ハイテクバブル崩壊後の2003年に歯科医に復帰し、それ以降はパッシブインデックスの投資家になると誓ったが、今では治療の合間にビットコインを積極的に取引している」と記す。

いわゆる個人トレーダー、あるいは個人投資家は、取引当日中に満期を迎える0DTEオプションを通じて市場を支配している。これらのオプションは期間が短く、低コストが大きな魅力である。重要なのは、0DTEオプション取引では毎日、新たに利益を得られることだ。つまり、企業業績や金利、関税、財政政策、地政学的紛争に関する詳細といった、ニュースで取り上げられる退屈な話題を心配する必要がない。重要なのは、朝1セントで何かを買って、昼食後にそれを5セントで売れるかどうかだけである。

長期投資などは過去の遺物である。筆者の友人はかつて国内の大手金融機関で何十億ドルも運用していた。ミレニアル世代の息子とその友人から見れば、この退職した運用マネジャーはミーム株やオプション取引、仮想通貨（暗号資産）などで利益を上げる自分たちに比べ、投資市場に全くついていけないと見られている。

投資家は投資利益を現金化せずに活用することもできる。超強気派は、自身の保有資産を担保に融資（マージンローン）を受けることが可能だ。米金融取引業規制機構（FINRA）のデータによれば、マージンローンは市場と足並みを揃えて拡大し、6月には初めて1兆ドルを超えた。

先週、ある証券会社が顧客に魅力的な取引を提示した。それは、500万ドル以下の1年ローンには5.95%の固定金利、500万ドルを超えるローンの金利は5.45%というもので、その証券会社はこの金利水準は他の形式のローン金利よりも低いと指摘した。この低利クレジットは、2件目あるいは3件目の住宅、ボート、クラシックカー向けで、最近の「大きく美しい法案（ビッグ・ビューティフル・ビル）」の下で新たな厳しい学生ローンの条件に直面している学生の助けにもなるかもしれない。

過去に幾度も現れた兆候

合理的であろうとなかろうと、熱狂的な投資が報われる一方、保守的な投資は報われていない。小売り大手のコールズ<KSS>、ドーナツショップのクリスピー・クリーム<DNUT>、ウェアラブルカメラメーカーのゴープロ<GPRO>、ファストフード大手ウェンディーズ<WEN>は、株や関連するオプションのトレーダーを潤している。一方で、ウォーレン・バフェット氏が率いるバークシャー・ハサウェイ<BRK.B>の株価は、5月高値から約10%下落している。

ミーム株を転がすことよりも発想に富むのは、市場の投機熱を利用した資金調達である。ソフトウェア開発会社、マイクロストラテジー<MSTR>は先週、総額25億ドルとなる4回目の優先株式を発行した。マイクロストラテジーはマネーマーケット商品の代わりに、仮想通貨などの投機的資産をバランスシートに載せる「ビットコイン財務政策」を考案し、株価が急上昇した。その流れをさらに一歩進めたのがバイオ医薬品企業クオンタム・バイオフィーマ<QNTM>である。先週、「初代ミーム株」であるゲームソフト販売会社、ゲームストップ<GME>への「戦略的投資」を発表した。

比較的穏やかなクレジット市場でも、極端な動きが見られる。投資適格債とハイイールド債のスプレッドが歴史的水準に縮小する一方、利息を現金ではなく債券を追加して支払う「ペイメント・イン・カインド（PIK）証券」といった特殊なストラクチャーが復活している。また、プライベートクレジット市場はリスク評価が可能な機関投資家以外に、個人の退職金口座にまで拡大している。

これらはすべて、市場が底ではなく天井に届いたことを示す兆候である。そして、幾度も市場サイクルを経験してきた者には、あまりにもお馴染みである。しかし、否定的な態度をとる者は取り残されつつある。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

8. AI研究者の獲得競争が激化

[ハイテク]

AI Developers Are Going for \$100 Million. Welcome to the Next AI Race.
メタがスケールAIに140億ドル出資した目的はCEOの引き抜き

メタが最新のAIモデルの開発で苦戦

大手ハイテク企業が人工知能（AI）開発競争への投資を増やす中、有能なAI研究者の人的資本のコストが急上昇している。中でもトップクラスの研究者の報酬を引き上げているのがメタ<META>（旧フェイスブック）だ。メタの最高経営責任者（CEO）であるマーク・ザッカーバーグ氏にとって、有能な人材を採用できるかは企業の存亡にかかわる大問題の一つとなっている。

ザッカーバーグ氏は、急速に変化するAIの世界でメタの事業を前進させるため、潤沢な営業キャッシュフロー（2024年は910億ドルを創出）を活用している。メタはAIデータセンターを構築するため2025年に約700億ドルを投資する計画だ。この投資額はアマゾン・ドット・コム<AMZN>やマイクロソフト<MSFT>およびアルファベット<GOOGL>よりも少ない。だが、メタがユニークなのは、AIサーバーをクラウド経由で他社に貸与するのではなく、すべてのコンピューティング能力を自社目的で利用している点だ。つまり、メタの個々の研究者が自由に使用できるコンピューティング能力は他の大手

ハイテク企業よりも大きい。

しかし、メタは他にも解決しなければならない課題を抱えている。メタの大規模言語モデル（LLM）であるLlama（ラマ）は当初は好評だったものの、2025年に公開されたLlama 4は問題に直面している。中でもLlama 4の中核モデルであるBehemoth（ベヒモス）は今年4月に公開される予定だったが、いまだに公開されていない。



Drew Angerer/Getty Images

■ 打開策は人材投資

ザッカーバーグ氏の打開策は、人材に投資するというものだ。

具体的には、AI開発のデータラベリングサービス（生成AIモデルをトレーニングするため、画像、テキスト、音声などのデータに意味のあるラベルを付与する作業）を手がけるスタートアップ、スケールAIの株式の49%を140億ドルで取得し、スケールAIのCEO兼創業者だったアレキサンダー・ワン氏を新たに設立したスーパーインテリジェンス部門の責任者に迎えた。スーパーインテリジェンスはあらゆる知的作業を最も優秀な人間と同等以上に実行できる汎用AIであり、汎用AIの開発はAIモデル開発者の究極の目標となっている。

メタによる出資の直後、スケールAIは大規模なレイオフを実施すると発表した。それを受けて、ザッカーバーグ氏がワン氏そのものに興味を持っていたとする見方が強まった。

ザッカーバーグ氏は実質的に140億ドルを投じて1人の従業員を獲得した。さらにザッカーバーグ氏は、世界トップクラスのAI研究者の獲得に着手した。ウォール・ストリート・ジャーナルによると、ワン氏はメタが新たに採用した他の12人の研究者からなるチームを率いる。支払われる報酬は極秘とされているが、グーグルやオープンAIから優秀な人材を引き抜くために決して安くない代償を支払ったはずだ。

■ 欲しい人材に1億ドルの契約金を提示

オープンAIのCEOであるサム・アルトマン氏は、今年6月に公開されたポッドキャストで、メタがオープンAIの従業員に1億ドルの契約金を提示していると述べた。メタは巨額の報酬パッケージに関する報道を否定しているが、ザッカーバーグ氏が会社の将来を危ぶんでいるとすれば、どれだけの報酬を支払ったとしても彼にとっては小さな代償である。

メタの最高技術責任者であるアンドリュー・ボズワース氏は6月20日のCNBCとのインタビューで、「市場は、AI分野の一定レベルの人材に対して高額な報酬を提示している。だがこれは、5、6年前に当時はまだ実証されていなかった（生成AIという）技術に時間を費すと決意し、この技術の先駆者となり、高額な市場プレミアムを要求できる比較的少数の人材プールとしての地位を確立した技術者に対す

る大きな賛辞だ」と述べている。

ボズワース氏は同じインタビューで、オープンAIが一部の人材募集で競合していると指摘した。この発言は問題の核心を突いている。AI研究への参入障壁は既に高かったが、今ではさらに高くなっている可能性がある。アルファベットとマイクロソフトがメタと同様、巨額の資金をAIに投資でき、オープンAIもそれに近い額の資金を投資できることは、AIサイエンティストにとっては恩恵だが、AI分野で事業を展開しようとしているスタートアップには逆風だ。

By Adam Levine
(Source: Dow Jones)

9. 小型株投資を台無しにしたのはインデックスファンド？

[ファンド]

Are Index Funds Ruining Small-Cap Investing?

「メガ企業」を台頭させたパッシブ投資

時価総額加重が超大型株偏重に拍車



John Taggart/Bloomberg

多くの投資家は以前から、インデックスファンドは単に市場に連動しているだけではないのかと疑っていた。実際にはインデックスファンドが市場全体を押し上げ、その影響で小型株は不利な立場に置かれている。

『パッシブ投資とメガ企業の台頭』と題された論文（最新版は2025年3月に公開）で、ハオ・ジャン氏、ディミトリ・バヤノス氏、ルー・ジェン氏の3人の金融学者は、アクティブファンドからパッシブなインデックスファンドへの資金移動がいかんして「メガ企業」と呼ばれる存在

を生み出し、それら超大企業のバリュエーションをゆがめるとともに、市場全体を押し上げる要因であることを明らかにしている。

そうなる理由は、アクティブファンドのマネジャーが割安な小型株を探して買う傾向がある一方、S&P 500指数連動型のインデックスファンドは時価総額加重方式で構成され、最も規模の大きい企業に最も多くの資産を配分する仕組みになっているからだ。この構造的な変化によって小型株には資金がほとんど流入しなくなり、パフォーマンスも低迷するようになった。

ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス（LSE）のバヤノス教授は「投資家は、パッシブ投資は基本的に中立的で、偏りのない投資方法だと考えている。しかし、われわれの研究では、パッシブ投資は中立ではなく、パッシブ投資の拡大によって経済における最大規模の企業の株価が小型株よりも一段と上昇することが分かった。さらに、この効果は非常に強力で、市場全体も押し上げている」と説明した。

金融危機後に進んだパッシブ優位

6 Top Active Small-Cap Funds

Even some of the best active small-cap funds have struggled to beat the S&P 500 over the past decade.

Fund / Ticker	Morningstar Category	1-Yr. Return	3-Yr. Return	5-Yr. Return	10-Yr. Return	Expense Ratio
Aegis Value / AVALX	Small Value	28.9%	20.3%	25.9%	17.3%	1.45%
Applied Finance Explorer / AFDVX	Small Value	0.9	11.7	17.8	10.1	1.08
Meridian Contrarian / MFCIX	Small Blend	16.2	12.1	14.1	10.6	1.21
Thrivent Small Cap Stock / TSCSX	Small Blend	-1.5	8.4	13.7	10.1	0.78
Oberweis Micro-Cap / OBMCX	Small Growth	9.2	18.3	23.9	15.8	1.47
Needham Aggressive Growth / NEAGX	Small Growth	8.9	22.8	18.4	15.0	1.6
Index Funds						
Vanguard S&P 500 / VOO	Large Blend	15.1	18.1	15.2	13.5	0.03
iShares Russell 2000 / IWM	Small Blend	3.8	8.5	10.2	7.3	0.19

Note: Returns are as of July 18; three-, five- and 10-year returns are annualized.
Source: Morningstar Direct

インデックスファンドは今や退職制度の主流で、確定拠出年金（401K）プランへの給与天引きによる自動的な拠出が多い月初めには、パッシブ資金への流入が急増する。前述の論文の筆者らは「われわれのモデルと整合するように、大型株のリターンは月初めにインデックス全体を上回る傾向がある。特に大型株ポートフォリオをメガ企業に限定した場合、この効果が最も顕著に表れる」と記している。

現在、インデックスファンドには数兆ドル規模の資金が投じられており、このトレンドが逆転する可能性は低そうだ。これは、学術的金融理論の基礎である「小型株ファクター」に大きな影響を与えている。ノーベル経済学賞を受賞したユージン・ファーマ氏と研究パートナーのケン・フレンチ氏によれば、小型株には「サイズ・プレミアム」があり、投資家はリスクが高い分だけ長期的には大型株より高いリターンが得られるはずだという。

だが、2008年の金融危機以降、そうした事態は起きていない。上場投資信託（ETF）のiシェアーズ・コアS&P500 ETF<IVV>の2008年12月31日から2025年7月21日までの累計リターンが852%だったのに対し、小型株ファンドのiシェアーズ・ラッセル2000 ETF<IWM>は457%にとどまっている。これは意外な結果と言える。伝統的には、景気後退からの回復局面で市場を主導してきたのは小型株だからだ。

ミシガン州立大学のジャン教授は「投資信託の資金フローを見れば、アクティブからパッシブへの大規模な資金流出が起きたのは2008年以降である」と指摘する。3人の研究が示す大型株への偏りも、金融危機以降に強まっている。

小型株投資は長期的視点で

では、小型株ファクターは終わったのか。それが企業規模だけを基準にした投資戦略であるなら、そうかもしれない。カリフォルニア大学アーバイン校のジェン教授は「インデックス投資への移行が続くなら、近い将来、大型株のリターンがさらに高くなる可能性が高い。インデックス化は、すべての価格のゆがみを増幅させる恐れがある」と語る。

もっとも、低いバリュエーションとキャッシュフローの成長は、企業買収の引き金になる。ジェン教授は、小型株に投資する際にはより慎重に選別し、企業の本質的なビジネス価値を長期的な視点で評価すべきだと提案する。それらの企業が買収されたとしたら、どの程度の価値があるのか考えること

を勧めている。その上で、「大型株を買う際は短期的なリターンを期待しているに違いない。しかし、小型株なら将来のキャッシュフロー分析がいまだに有効かもしれない。ファンダメンタルズはやはり重要だ」と述べた。

小型株ファクターを取り込むためのインデックス運用は、もはや機能しないかもしれない。しかし、買収対象となりそうな銘柄を組み入れたアクティブファンドなら好成績を残せる可能性がある。あるいは、そうした企業を集めた新しいベンチマークを作り、それに連動するファンドがあってもいい。どちらにしても、インデックスに苦しめられてきた小型株投資家にとって一矢報いる手段となるかもしれない。

By Lewis Braham
(Source: Dow Jones)

10. テスラ、時価総額「1兆ドルクラブ」に踏みとどまる

[経済関連スケジュール]

Tesla Clings to the Trillion-Dollar Club. How to Stay In? AI.
成長の核心は人工知能 (AI) 戦略

失望する決算とマスク氏の慎重発言で時価総額縮小

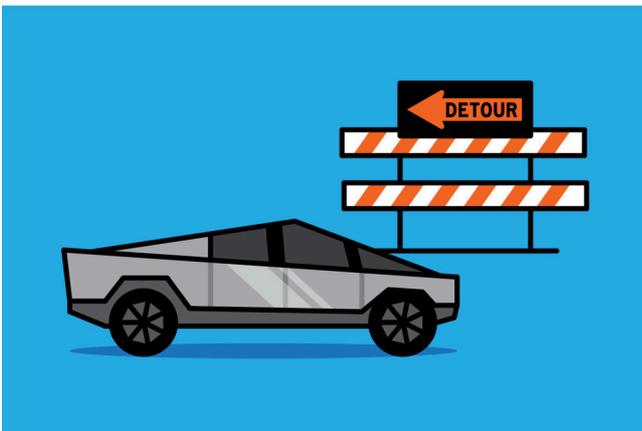


Illustration by Elias Stein

電気自動車 (EV) 大手のテスラ<TSLA>が23日に発表した2025年4~6月期決算は、主要データが市場予想を下回った。加えて、イーロン・マスク最高経営責任者 (CEO) が示した慎重な見通しが投資家心理を冷やし、決算発表直前に1兆700億ドルだった時価総額は、週末には1兆200億ドルまで縮小した。それでもテスラは「1兆ドルクラブ」の一員にたどり着いて踏みとどまった。

現在、この「1兆ドルクラブ」に名を連ねるのは、テスラ以外には、半導体大手エヌビディア<NVDA>、マイクロソフト<MSFT>、アップル<AAPL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、グーグルの親会社アルファベット<GOOGL>、メタ<META> (旧フェイスブック)、半導体大手ブロードコム<AVGO>、そしてパークシャー・ハサウェイ<BRK.B>の8社だ。(なお、半導体受託製造大手の台湾積体電路製造 (TSMC) <2330.台湾>が最近「1兆ドルクラブ」に出入りを繰り返しているものの、定位置を築くには至っていないので、今回は除外する。)

もっとも、テスラは「1兆ドルクラブ」のなかでも、以前から異色の存在である。株価は予想株価収益率 (PER) が182倍と、他の8社平均 (約30倍) を大きく上回る超割高水準にある。テスラを除けば、クラブ内で最もPERが高いのはブロードコムの42倍、最も低いのはアルファベットの19倍だ。また、株主構成も他のクラブ銘柄とは異なる。テスラ株は個人など小口投資家による保有比率が40%超と高く、他8社の平均 (24%) を大幅に上回っている。一般に、個人投資家の比率が高い銘柄は売買が活発になりやすく、機関投資家主体の銘柄に比べて株価の変動が大きくなる傾向がある。実際、テスラ株のボラティリティーは他8社平均の約2.5倍に達している。

テスラは本来、自動車メーカーだ。それにもかかわらず、1兆ドル規模の評価を受けている背景には、人工知能（AI）という成長ストーリーがある。調査会社フューチャラム・グループの首席マーケットストラテジスト、シェイ・ボルア氏によれば、テスラはAI領域で成功するために必要な「四つの要素」をすべて備えているという。すなわち、(1) 中核となるAI技術、(2) 自社の車両や工場から得られるAIモデル訓練用のデータ、(3) 自動運転車を通じてAIを展開・運用できる仕組み、そして(4) 大量のエヌビディア製チップだ。ボルア氏によれば、こうした四つの条件をすべて自社内に備えているのは、テスラとアルファベットの2社だけだという。

先週の出来事

市場動向

日本の参議院選挙では、石破茂首相率いる与党連立が全体の過半数を割り込んだものの、石破氏は続投を表明した。米国向け輸入品を積んだ海上コンテナの数量は2カ月連続で減少し、6月は前年同月比で7.9%の落ち込みとなった。ベセント米財務長官は、連邦準備制度理事会（FRB）について「必要なのは制度全体の検証だ」と述べ、全面的な見直しの必要性に言及した。株式市場は小幅ながら上昇し、S&P500指数とナスダック総合指数はいずれも過去最高値を更新した。ホワイトハウスが日本との関税交渉が合意に達したと発表、日本からの輸入品に課す関税を15%とするほか、日本による5500億ドル規模の対米投資を含む内容。この発表を受けて日本と欧州の自動車メーカーの株価が上昇、いわゆる「ミーム株」も大きく値を上げた。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均は1.3%上昇、S&P500指数は5日連続の高値更新で1.5%上昇、ナスダック総合指数は1.02%上昇し、こちらも過去最高値を更新。

企業動向

フランス検察当局は、イーロン・マスク氏が率いるソーシャルメディアプラットフォーム「X」（旧ツイッター）をめぐる、データ改ざんと詐欺の疑いで捜査を開始した。マイクロソフトは、自社の文書管理ソフト「シェアポイント」がサイバー攻撃を受けているとして警告を発し、中国のハッカーによるものだと非難している。

自動車大手のステランティス<STLA>は、米国の関税政策を理由に1~6月期決算に27億ドルの損失が生じる見通しだと発表。同業のゼネラル・モーターズ<GM>も、4~6月期決算での利益が32%減少し、関税の影響による打撃が11億ドルに上ったことを明らかにした。

フィンテック企業のブロック<XYZ>が、石油大手シェブロン<CVX>によるエネルギー企業ヘス<HES>買収の完了を受け、ヘスに代わってS&P500指数銘柄に採用された。

飲料大手コカ・コーラ<KO>とアルファベットが市場予想を上回る決算を発表した一方、テスラは予想を下回った。ソフトバンクグループ<9984>と、チャットGPTのオープンAIは、共同で進めていた「スターゲート」プロジェクトの当面の取り組み計画を縮小した。

M&A（合併・買収）など

- ・音楽会社のユニバーサル・ミュージック・グループ<UMG>が新規株式公開（IPO）を申請した。
- ・イタリアの銀行ウニクレディト<UCG.イタリア>は、政府の反対を受けてバンコBPM<BAMI.イタリア>への買収提案を取り下げた。
- ・米連邦通信委員会（FCC）が、メディア大手パラマウント・グローバル<PARA>と映画製作会社スカイダンス・メディアによる80億ドル規模での経営統合を承認した。

今週の予定

7月29日（火）

第2四半期の決算シーズンは順調な滑り出しとなっている。S&P500構成銘柄のうち既に3分の1が決算を発表しており、その80%超が一株当たり利益（EPS）で市場予想を上回った。今週は決算発表が最も集中するタイミングで、S&P500企業のおよそ150社が報告を予定している。中でも注目されるのは、いわゆる「マグニフィセント・セブン」のうち4社の決算だ。29日は、家庭用品大手プロクター・アンド・ギャンブル（P&G）〈PG〉、管理医療システムを運営するユナイテッドヘルス・グループ〈UNH〉、クレジットカード会社のビザ〈V〉。30日は、メタとマイクロソフト。31日は、バイオ医薬品会社のアッヴィ〈ABBV〉、アマゾン・ドット・コム、アップル、クレジットカード大手マスターカード〈MA〉。8月1日は、シェブロンと石油大手エクソンモービル〈XOM〉の発表で週を締めくくる。

7月30日（水）

米連邦公開市場委員会（FOMC）が金融政策を発表する。FOMCはフェデラルファンド（FF）金利誘導目標を4.25～4.5%に据え置くとの見方が大勢を占める。市場では、仮に据え置きが決まった場合でも、先日に利下げが妥当と示唆していたクリストファー・ウォラー理事とミシェル・ボウマン副議長が、据え置きに反対するかどうかに関心が高まっている。

8月1日（金）

米労働省労働統計局（BLS）が7月の雇用統計を発表。エコノミスト予想では、非農業部門就業者数は、6月の14万7000人増に続き、7月は10万6000人増の見込み。失業率は6月の4.1%から7月は4.2%に小幅上昇すると予想されている。

統計と数字

464本：今年1月から6月までに米国で新たに設定された上場投資信託（ETF）の本数で過去最多。

3兆4000億ドル：大型減税を含む「大きく美しい（ビッグ・ビューティフル）法案」によって生じる今後10年間の財政赤字について、米議会予算局（CBO）が示した最終的な試算額。

0.1%：カリフォルニア州のハイテク企業が集積する地域「シリコンバレー」において、地域全体の資産の約71%を保有するごく一部の富裕世帯の割合。

5%：今年第2四半期における、主要4社の新規クレジットカード発行件数の減少率。1年超ぶりの減少となった。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

『バロンズ・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

時事通信社

編集人

川田 重信 (かわた しげのぶ)

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

『バロンズ・ダイジェスト』 2025/07/27

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、米バロンズ編集部による記事執筆時点の値である場合があります。

Copyright © 2025 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます