

## 東海東京 外国株式 MONTHLY

2024年9月号

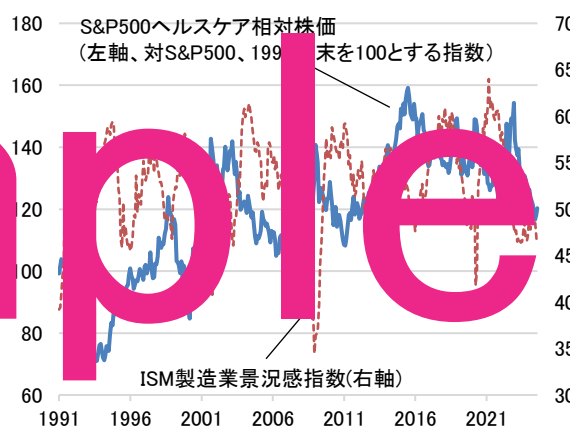
2024年8月30日発行

## 今月の投資戦略

7月のFOMC後の会見で、パウエルFRB議長は9月の利下げ開始の可能性に言及。利下げ開始は相場に既に織り込まれているとみられるが、この先利下げが継続していく中で、米株市場は上昇基調を維持する。一方、8月の「ショッキング」な急激な暴落直しを見せてきた米株市場が、大統領選の年の9-10月相場は波乱をみとめるケースが多く、時には慎重な買入が必要になりそうだ。

とはいえ、米株市場に対する年末に向けての強気姿勢に変わりはない。ハイテク株は引き続き保有銘柄の「コア」としたい。

S&amp;P500ヘルスケアの相対パフォーマンスと景気



出所:ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成

## 投資トピックス

AIシフトで経営最適化が求められるソフトウェア企業

「バフェット」ポートフォリオに異変

## 連載企画

米国株セクター配分の勘どころ②

## 企業研究

インテュイット

バークシャー ハザウェイ クラスB

## 今月のスクリーニング

「低ボラ、高配当」が脚光浴びる

## 今月の注目ポイント

夏場以降、グロース色の強い半導体やAI関連のテクノロジー株が大きく動揺した。2024年は大統領選挙の実施年であり、投票日の秋口に向けて株式市場の変動性が高まるアノマリー（経験則）があり予断は許さない。

今月は注目トピックスとして、顧客企業の慎重慎重姿勢が続く中でAIシフトによる経営最適化が求められるソフトウェア企業の現状と展望についてまとめた。また、直近で大きく動いたバークシャー ハザウェイの株式ポートフォリオについても整理する。連載企画「米国株セクター配分の勘どころ」はヘルスケアセクターにフォーカス、今月のスクリーニングでは大統領選前の不透明な環境下で「低ボラ、高配当」を紹介したい。

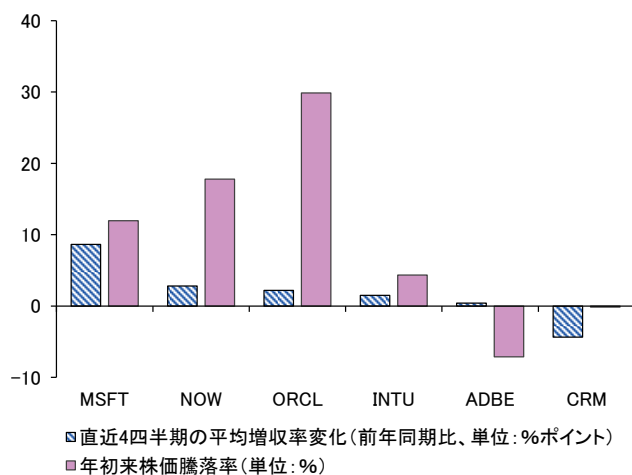
# AIシフトで経営最適化が求められるソフトウェア企業

米ソフトウェア業界は、売上高の勢いが増す企業とそうでない企業で二極化している。AIからの業績寄与拡大が確認されるクラウドインフラの需要回復が鮮明となるのに対し、ソフトウェアへ支出に対して顧客企業は慎重な姿勢を崩しておらず、その使い手となる顧客の従業員数の伸び悩みも逆風となっている。AIの発展に資本集約型投資が必須となるなか、ソフトウェア企業の資本政策も従来とは異なるアプローチが求められているとみられ、経営資源の最適化が急務となろう。

## 1 ソフトウェア企業の売上高成長が再び注視される局面に

米主要ソフトウェア企業の株価は、二極化の様相を呈している。それを生み出している要因の一つには、売上高モメンタム(勢い)の違いが挙げられ、足元の増収率が加速する企業の株価は年初来で上昇基調にある反面、増収率が鈍化する企業の株価は、売り圧力を受け下落傾向にある(図表1)。

図表1: 主要ソフトウェア企業の増収率変化と株価騰落率



出所: 会社資料、ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成

注1: 増収率変化は直近4四半期の平均増収率を前年同期と比較。ORCLは24/5期の増収率を23/5期の増収率(サーナー買収を除いたベース)と比較。年初来株価騰落率は8月15日現在

注2: 米上場ソフトウェア企業のうち直近通期売上高上位6社を表示。MSFTはマイクロソフト、NOWはサービスナウ、ORCLはオラクル、INTUはインテュイット、ADBEはアドビ、CRMはセールスフォース

厳しいマクロ環境を背景に、顧客である企業の抑制的な支出態度が2年近くにわたり継続するなか、ソフトウェア大手は売上高の伸び悩みを、厳格なコスト管理による利益の伸長でカバーしてきた。ただ、利益率の大幅な改善に一巡感が出るなか(図表2)、

売上高成長を重視する姿勢が市場で再び強まった格好とみられる。

図表2: 主要ソフトウェア企業の営業利益率変化(前期比)



出所: 会社資料、ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成

注1: MSFTはGAAPベース、その他はNon-GAAPベース

注2: 米上場ソフトウェア企業で直近通期売上高上位8社のうち、今通期会社計画未提示のオラクル、アドビを除く6社を表示。CRMはセールスフォース、PANWはパロアルト ネットワークス、WDAYはワークデイ、INTUはインテュイット、MSFTはマイクロソフト、NOWはサービスナウ

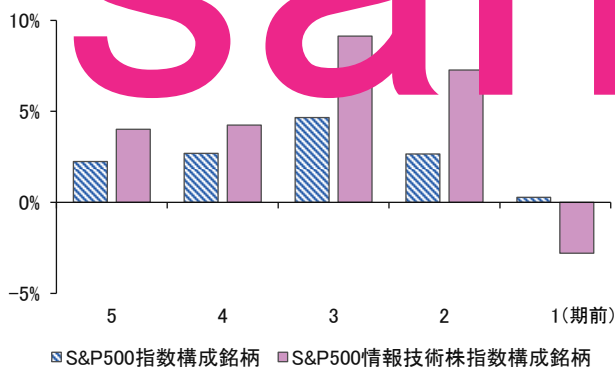
一方で、成長投資への全面的な舵切りを正当化できる需要環境ではないため、ソフトウェア大手は財務規律の強化を通じた高い収益性の維持と、成長投資に見合うリターン獲得の両立を迫られているといえる。とりわけ、AI(人工知能)が呈する潜在的な収益機会を取り込むべく大手IT企業が投じてきた巨額費用が、売上高の拡大に直結するのかを投資家は精査するようになっており、具体的な投資効果を提示できない期間が長引けば、株式市場で厳しい視線に晒されることになりそうだ。

このような見方は、ソフトウェア企業を取り巻く事業環境が短期のうちに好転するとの期待が後退したこ

とで一層増強されているとみられる。直近では、5月後半に大手ソフトウェア企業の一角を占めるセールスフォースが一段の増収率減速を示唆する業績ガイダンスを発表したことや、同時期に同じく大手のワークデイが顧客企業による一段の契約精査に言及したことが影響している。

SaaS(クラウドでソフトウェアを提供するビジネスモデル)では、ユーザー当たり課金が一般的であることから、コスト削減の一環で顧客企業が従業員の採用を抑制している点も(図表3)、ソフトウェア企業の売上高が伸び悩む要因の1つになっていると推察される。

図表3: 米主要企業…従業員…推移(前年対比)

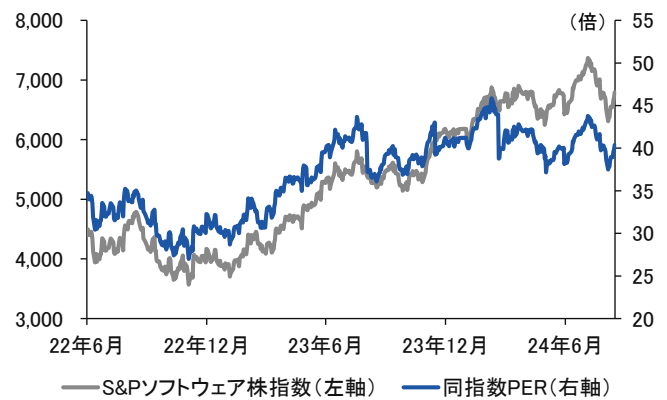


出所: ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成  
注: 各株価指数構成銘柄の決算期ベース、2024年8月15日現在

加えて、かねてより市場で期待されていた生成AI関連の売上高の立ち上がりが緩慢であるため、マクロ要因による売上高成長の減速を十分に相殺しきれないとの見方も強まっている。

S&P500ソフトウェア株指数とそのPER推移は、2023年半ばから後半にソフトウェア各社がリリースした生成AIアプリケーションからの収益化期待を背景に2023年を通じて上昇が続いたが、2024年前半にはそれが早期に実を結ぶとの期待が剥落。株式市場で活発化していた「AIトレード」の巻き戻しも背景に、期待が修正された格好となっている(図表4)。

図表4: S&P500ソフトウェア株指数とPER推移

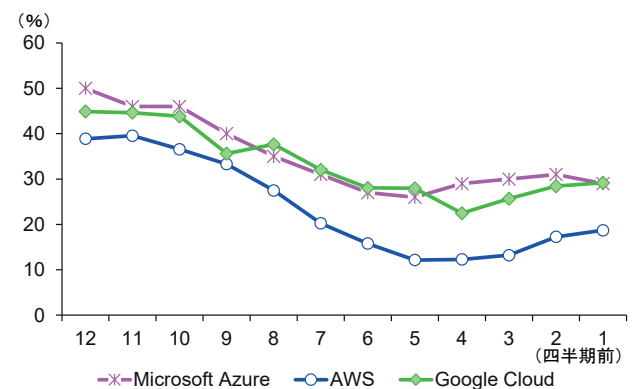


出所: ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成  
注: 2024年8月15日現在

## 2 IaaSの売上高回復を、資本集約投資が支える構図

IaaSの激戦を背景に、売上高成長の勢が増しているのがクラウドでコンピューティングインフラを提供するIaaSだ。IaaSで米3強となるアマゾン・ドット・コムのAWS、マイクロソフトのAzure、アルファベットのGoogle Cloudの直近四半期増収率は加速もしくはは高水準で推移しており、SaaSとの対比で需要の回復が鮮明となっている(図表5)。

図表5: 主要IaaSの増収率推移(前年同期比)



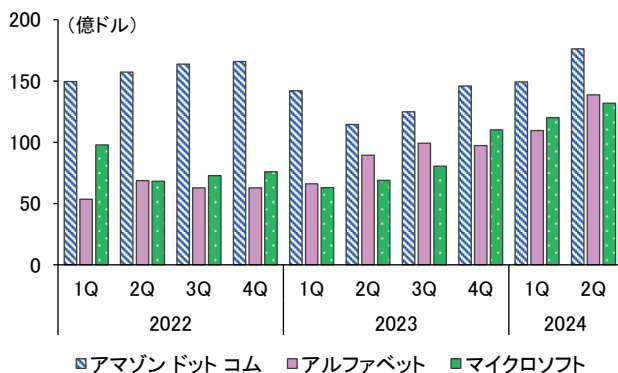
出所: 会社資料より東海東京インテリジェンス・ラボ作成  
注: GAAPベース、2024年8月15日現在

Azureの増収率は、直近の2024年6月期4Q(4-6月)こそ4四半期ぶりに前四半期から鈍化した、これは供給制約が主な背景にあり、需要の減速を示

唆するものではない。通常のクラウドワークロードの回復に加え、AIワークロード(AIの推論・学習やクラウドでのAIモデルへのアクセスなど)の活況が各社サービスの需要を押し上げているとみられ、データ・分析ツール等の利用活性化といった周辺サービスへの波及効果も確認されている。

また、3社の設備投資額の急伸は、クラウド・AI需要の強さの裏付けと捉えられる。3社合計の同費用は2023年後半より拡大し、直近の2024年4-6月期は前年同期比64%増の447億ドルと急伸した(図表6)。3社ともに事業が多角化しており、設備投資の全てがIaaS向けというわけではないが、「そのほぼすべてがクラウドとAI向け」とするマイクロソフトが、これらが急伸の主な理由を物語る。同社は設備投資額の約半は長期視点での投資、残りは需要シグナルをベースにした投資としており、需要次第で機動的に変動する后者が全体の伸びを牽引していると推察されよう。

図表6:IaaS大手の設備投資額の推移



出所: ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成  
注: 有形資産の取得額、暦年ベース

同社のナデラCEOは、AIプラットフォームへのシフトは、これまでのクラウドシフト同様に、「資本集約型投資を伴う」とコメントし、同社に構造転換をもたらさるAIへの積極投資を正当化している。加えて、顧客の需要シグナルとTtV(Time to Value:価値実現までにかかる時間)をベースにコスト構造をダイナミ

ックに管理し、持続的な長期営業レバレッジの確立を目指すとする同社の姿勢は、これからのAI時代を見据えた資本政策の在り方の変化を示唆しているとみられる。従来とは異なるアプローチを求められる資本アロケーションにおいて、企業は難しい舵取りを迫られているといえよう。

## 3

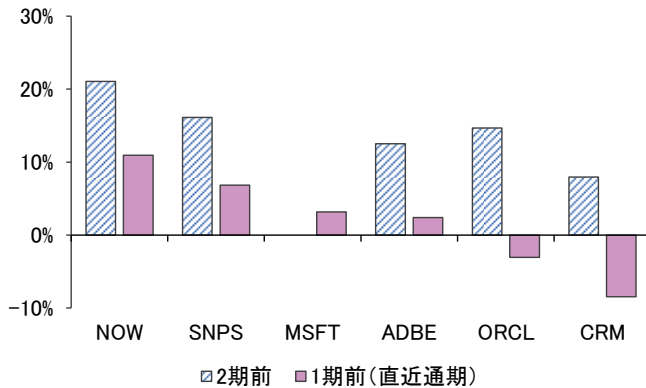
### AI時代を見据えた 経営資源の最適化が急務に

資本集約型投資への偏重に加えて、企業が最適化を迫られているものに、人員構成が挙げられる。ソフトウェア業界において従業員削減の抑制傾向が続く中、一部企業は「みどろ」などの人事政策を実施している。その一例となるインシテイトは今年7月、従業員削減に相当するおおよそ100人を解雇し、多数の人員を製品開発や営業・マーケティング等の戦略的部門で新たに採用する計画を発表した。この決定はコストカットを目的としたものではなく、優先度の高いAI分野での投資拡大戦略の一環であると同社は説明している。米国では、事業再編による余剰人員の再配置やレイオフは一般的であるが、同社のような大胆な人員の入れ替えは珍しいケースとみられ、同様の動きが他企業に広がるかに注目が集まろう。

ソフトウェア業界全体での雇用環境については、採用企業側が有利となる買い手市場にあるとみられる。少数のポジションへの応募者の殺到が複数の企業で確認されており、人員構成の最適化や人員拡充を望む企業にとっては好機となろう。

なお、コロナ禍でのIT特需を背景に拡大路線で横並びだったソフトウェア企業の採用温度感は現在ではまちまちとなっており(図表7)、事業モメンタムの違いが採用意欲の差を生み出す要因の一つになっているとみられる。

図表7: 主要ソフトウェア企業の従業員数変化(前期比)



出所: ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成  
注: 各企業の決算期ベース、2024年8月15日現在

注2: 米上場ソフトウェア企業のうち直近通期従業員数上位6社を表示。NOWはサービスナウ、SNPSはシノプシス、MSFTはマイクロソフト、ADBEはアドビ、ORCLはオラクル、CRMはセールスフォース

一方、ソフトウェアアプリケーションで生成AIからの具体的な業績寄与を明示できている企業は少数に限られることから、現時点の寄与は目立って大きくないものとみられる。ただ、生成AIアプリケーションの採用や売上高は、過去の新製品を上回るペースで拡大しているとの見方を複数のソフトウェア企業が共有していることから、顧客企業にとって優先度の高い支出先であることが窺え、契約成約までの意思決定の高速化や契約額の押し上げにおいて、重要な役割を果たしていると推察される。

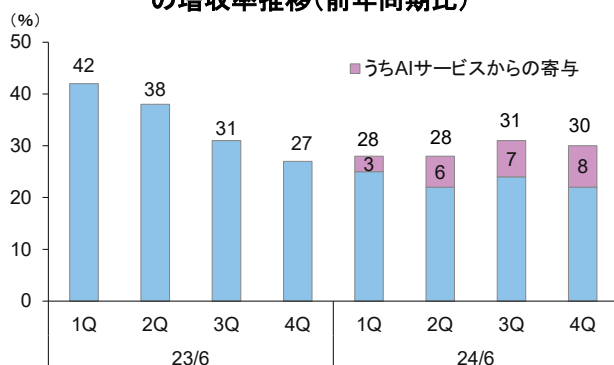
他方、生成AIモデルの開発においては、一層の多角化が進展している。当初開発の中心となったのはCOPROCESSORで表されるLLM(大規模言語モデル)であったが、主要ソフトウェア企業は、特定の用途に特化したSLM(小規模言語モデル)の開発に注力しつつある。SLMは、LLMよりも少量のデータで学習が可能であることから、開発にかかるコストや時間を抑えられると同時に、モデルの稼働に必要な演算能力も小さくて済み、低遅延も叶える。また、AIの学習に質の高いデータを厳選することで、特定のタスクにおいて、LLMと同等かそれ以上のパフォーマンスを上げることも可能となる。広範なタスクに対応できるLLMの利用に平行して、特定のタスクを高い精度でこなすSLMを用途に応じて使い分けるのが主流になりつつあるとみられ、IaaS運営企業によるコンスタントな取扱いAIモデル数の拡充も、このようなニーズと整合的といえよう。

軽量モデルは、マイクロソフト等が推進するAI PCやアップル等が注力するAIスマートフォンとの親和性も高い。これらのデバイスはAIアプリケーションを、動作遅延や多大な電力消費がボトルネックとなりやすいクラウド経由だけではなく、ローカル(デバイス上)でも処理できるものである。ハードとソフトが一体となったAI開発が進展しよう。(小泉)

## 4 生成AIからの業績寄与はインフラサイドで先行

市場で注目度の高いソフトウェア企業における生成AI関連サービスからの業績寄与については、企業により差が開いているものとみられる。最も目立った寄与がみられるのはインフラサイドであり、マイクロソフトはAzureの2024年6月期4Q(4-6月)に前年同期比+30%となった売上高成長率(為替の影響を除く)のうち8%ポイントがAIサービスからもたらされたとした(図表8)。

図表8: マイクロソフト Azure・他のクラウドサービスの増収率推移(前年同期比)



出所: 会社資料より東海東京インテリジェンス・ラボ作成  
注: 為替の影響を除く

# 「バフェット」ポートフォリオに異変

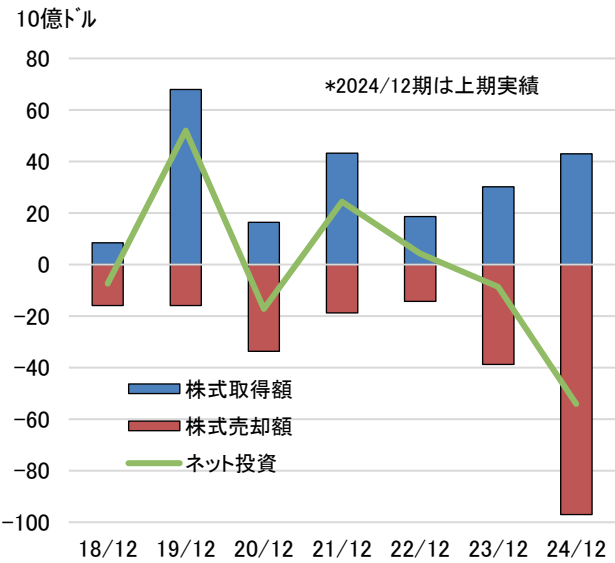
ウォーレン・バフェット会長兼CEOが率いるバークシャー・ハザウェイは、2024年12月期2Qに、株式運用ポートフォリオで最上位のアップル(AAPL)の保有株式数をほぼ半減させた。一方、手元流動性は過去最高の記録的な余剰資金を抱えているが、魅力的な投資機会が乏しい状況下で同社は慎重姿勢である。一方、アップル、アメリカン・エクスプレス、コカ・コーラといった保有企業については長期スタンスの投資であることに変わりはないとしている。

## 1 大幅な売り越しとなったバークシャーの株式投資

ウォーレン・バフェットCEOが率いるバークシャー・ハザウェイ(BRK/B)は、2024年12月期2Q(4-6月)に、株式運用ポートフォリオで最上位のアップル(AAPL)の保有株式数をほぼ半減させた。アップルの保有時価は10月末の154億ドルから2Q末には10億ドルに減少した。株式運用ポートフォリオの時価も10月末の159億ドルから2Q末に29億ドルとなり、アップルのポートフォリオ時価構成比は1Q末の40%から2Q末には30%へと低下した。また、3Q(7-9月)に入ってから、株式運用ポートフォリオで2番目に時価(2Q末時点で411億ドル)が大きいバンク・オブ・アメリカ(BAC)について断続的に保有株式の売却を進めており、「バフェット」ポートフォリオに大きな異変が出ているように映る。

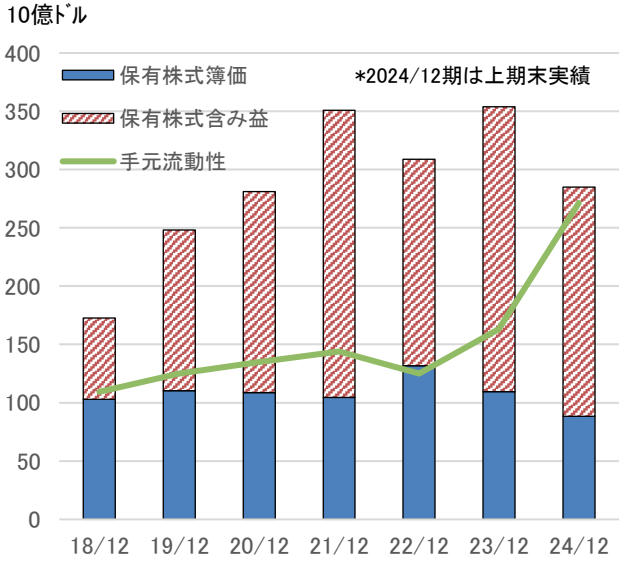
2024年12月期上半期での株式ネット売買は540億ドルの売り越し(取得額430億ドルに対し売却額971億ドル)に達している。その一方で、現金預金と短期有価証券投資(T-Bill、米国財務省短期証券)の合計の手元流動性は10月末で2715億ドルと1Q末から1000億ドル以上増加しており、過去最高の記録的な余剰資金を抱えている。12月の株主総会でバフェット氏は、「この資金を使いたいと思うがリスクがほとんどなく、大きな利益を生むと思えない限りは使わない。また、当社の株式は、株を購入すると価値がわずかに上がる水準にある」としており、「特定の市場状況下では、自社株買いにかなりの資金を投入することができる」と述べている。米国市場はここ数年良好なパフォーマンスを遂げているが、その一方で魅力的な投資機会が無くなっていることを示唆するものである。

図表1: バークシャー・ハザウェイの株式売買



出所:ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成

図表2: バークシャー・ハザウェイの株式投資残高と手元流動性



出所:ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成

## 2 珠玉の長期バリュー投資

この株主総会では、アップルについて、「アップルは当社の最大の投資先だが、現在の状況では現金ポジションを構築することにまったく抵抗はない」。「我々は株式を売却しているが、年末にはアップルが現在同様に我々が保有する最大の普通株になる可能性が非常に高いと思う」としている。また、「本当に特別なことが起こらない限り、我々はアップルとアメリカン エキスプレースとコカ コーラを所有することになる」と長期保有している上位企業に対してのコミットメントを示している。アップル株の売却とポートフォリオに占めるウェイトが小さくなっていったことや売却益課税など財務的 배경もあるが、これらからバフェット氏の企業に対する長期バリュー投資であることが変わりはないことがバフェット氏のコメントからうかがえる。

バフェット、そしてバークシャー ハザウェイの株式投資は長期のバリュー投資を軸に行われてきた。ここで、10年前と現在のポートフォリオ(本マンスリー18～21ページの企業研究「バークシャー ハザウェイ」を参照)を比較してみると、意外にこの期間保有し続けている企業・銘柄は少ないことが確認される。同一ティッカーで現在も市場取引されているのは、さきのコカ コーラ(KO)、アメリカン エキスプレース(AXP)に加えて、ムーディーズ(MCO)、VISA クラスA(V)、マスターカード クラスA(MA)、ベリサイン(VRSN)、チャーター コミュニケーションズ クラスA(CHTR)、ダビータ(DVA)の8件である(次頁にこのうち6銘柄について10年間のパフォーマンスチャートを示す)。これら長期投資対象についても、今後が注目されよう。(中川 雅人)

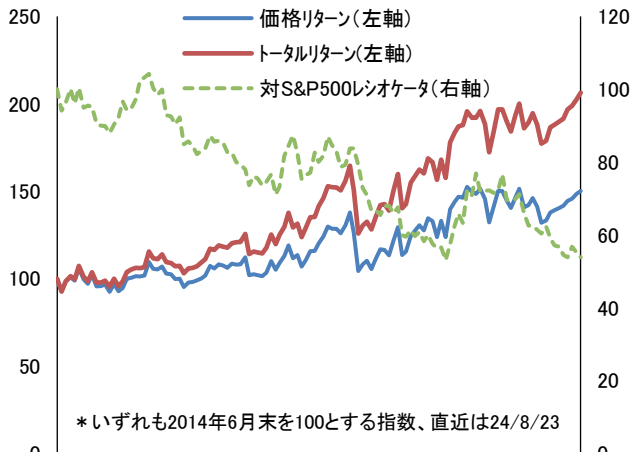
図表3: バークシャーハザウェイの2014年6月末保有株式

| 銘柄名                                | ティッカー | 保有株数<br>(千株) |
|------------------------------------|-------|--------------|
| アメリカン・エキスプレース                      | AXP   | 151,610.7    |
| バンク・オブ・ニューヨーク・ Mellon              | BK    | 24,652.8     |
| チャーター・コミュニケーションズ <sup>*</sup> クラスA | CHTR  | 2,087.8      |
| コノフィリップス                           | COP   | 1,355.2      |
| コストホールセール                          | COST  | 4,333.4      |
| デリア                                | DE    | 3,978.8      |
| Dナウ                                | DNOW  | 1,825.6      |
| ダビータ                               | DVA   | 37,621.2     |
| ゼネラル・エレクトリック                       | GE    | 1,323.2      |
| グラハム・ホールディングス クラスB                 | GHC   | 107.6        |
| グローバルライフ                           | GL    | 6,353.7      |
| ゼネラル・モーターズ <sup>*</sup>            | GM    | 32,960.1     |
| ゴールドマン・サックス・グループ                   | GS    | 12,631.5     |
| IBM                                | IBM   | 70,174.0     |
| ジョンソン・エンド・ジョンソン                    | JNJ   | 327.1        |
| コカ・コーラ                             | KO    | 400,000.0    |
| クラフトフーズ グループ                       | KRET  | 192.7        |
| ライオン・ヘルス クラスA                      | LBTYA | 9,866.5      |
| エンターテインメント・ウエブ                     | LEE   | 8.9          |
| マスターカード                            | MA    | 4,050.0      |
| ムーディーズ                             | MCO   | 24,669.8     |
| モンテリオス・インターナショナル                   | MDLZ  | 578.0        |
| M&Tバンク                             | MTB   | 5,382.0      |
| NOV                                | NOV   | 7,302.3      |
| プレジジョン・キャストパーツ                     | PCP   | 1,876.6      |
| プロクター・アンド・ギャンブル                    | PG    | 52,793.1     |
| フィリップス66                           | PSX   | 6,495.8      |
| サノフィ - ADR                         | SNY   | 3,905.9      |
| サンコア・エナジー                          | SU    | 16,458.3     |
| ユナイテッド・パーセル・サービス クラスB              | UPS   | 59.4         |
| USバンコプ                             | USB   | 80,094.5     |
| VISA クラスA                          | V     | 7,199.0      |
| バイコム クラスB                          | VIAB  | 7,607.2      |
| ベリス・アナリティクス                        | VRSK  | 1,563.4      |
| ベリサイン                              | VRSN  | 12,985.0     |
| ベライゾン・コミュニケーションズ <sup>*</sup>      | VZ    | 15,000.9     |
| ウェルズ・ファーゴ                          | WFC   | 463,458.1    |
| ウォルマート                             | WMT   | 176,391.8    |
| エクソンモービル                           | XOM   | 41,129.6     |
| USG                                | —     | 39,002.0     |
| シカゴ・ブリッジ& アイアン                     | —     | 10,701.1     |
| ディレクTV                             | —     | 23,468.0     |
| メディア・ゼネラル                          | —     | 4,646.2      |
| リパティ・グローバル・ホールディングス シリーズ C         | —     | 7,347.0      |
| リパティ・メディア シリーズ                     | —     | 4,000.0      |
| ワフコ・ホールディングス                       | —     | 4,076.3      |

\* フォーム13Fでの開示対象のみ。クラフトフーズ グループは現在のクラフト ハイツ(KHC)

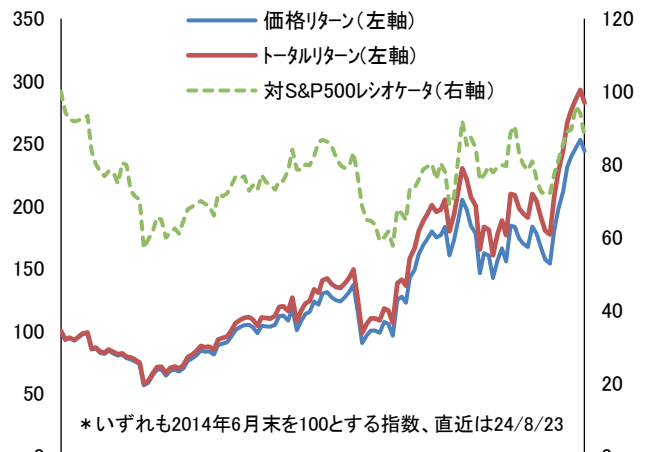
出所: ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成

図表4: コカ コーラ(KO)のパフォーマンス(月次)



出所: ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成

図表5: アメリカン エクスプレス(AXP)のパフォーマンス(月次)



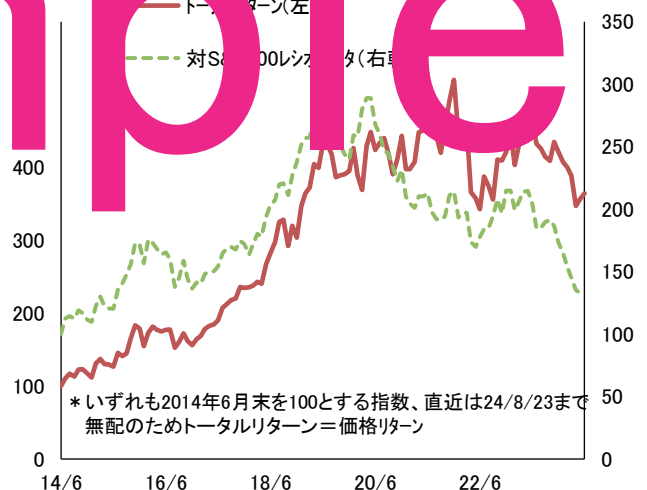
出所: ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成

図表6: モディーズ(MCC)のパフォーマンス(月次)



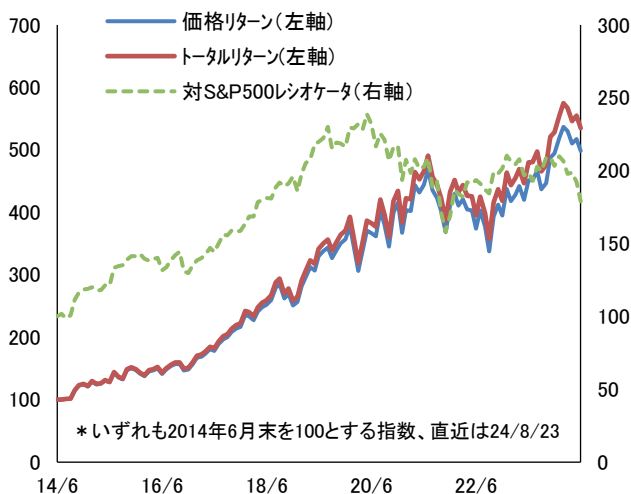
出所: ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成

図表7: ヴィン(VRS)のパフォーマンス(月次)



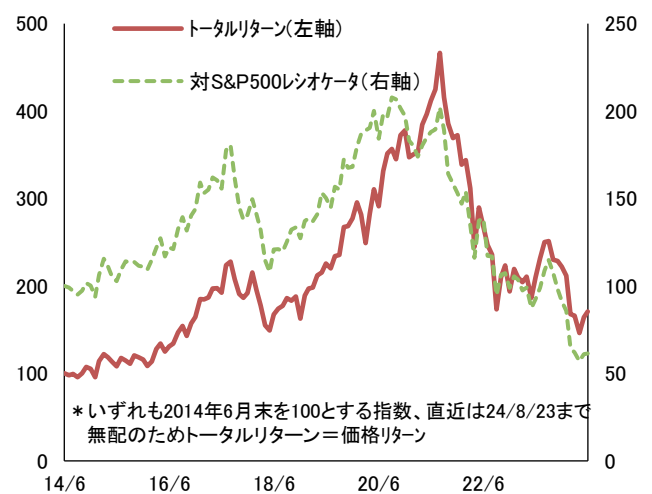
出所: ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成

図表8: VISA クラスA(V)のパフォーマンス(月次)



出所: ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成

図表9: チャーター コミュニケーションズ クラスA(CHTR)のパフォーマンス(月次)



出所: ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成

## 米国株セクター配分の勘どころ②

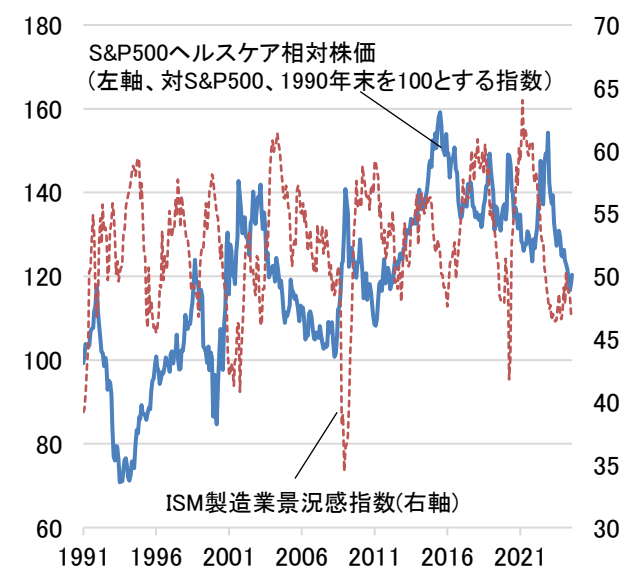
最初に取り上げるセクターは「情報技術」に次いで「金融」と並びウェイトの高い「ヘルスケア」。ディフェンシブセクターの一角とはいえ、この30年弱の長期的なトータルリターンは「情報技術」に次いで高く、市場全体をアウトパフォームしている。10年で見れば市場平均並みのトータルリターンだが、価格変動リスクは市場全体よりも低い特徴がある。リスクとリターンの関係において「ヘルスケア」は米国市場のなかでも良好な立ち位置にあるといえ、一定のセクター配分を検討する価値はあろう。

### 1 「ヘルスケア」セクターはディフェンシブ・グロースの顔を持つ

前号では世界産業分類基準（GICS、Global Industry Classification Standard）に基づくS&P500の11のセクター（GICS1）の概略を示したが、今回から各セクターの業種グループ（GICS2）及び業種（GICS3）からそのセクター特性を見ていくこととする。トップセクターは「情報技術」に次いで「金融」と並びセクターウェイトの高い「ヘルスケア」（足元2022年9月現在のS&P500の時価総額構成比は約12%）である。

「ヘルスケア」は「生活必需品」や「公益事業」となれば、景気動向に左右されにくいディフェンシブセクターの代表格とされている。実際、S&P500に対する相対パフォーマンスは、代表的な景気指標であるISM製造業景況感指数と逆相関の傾向がみられる

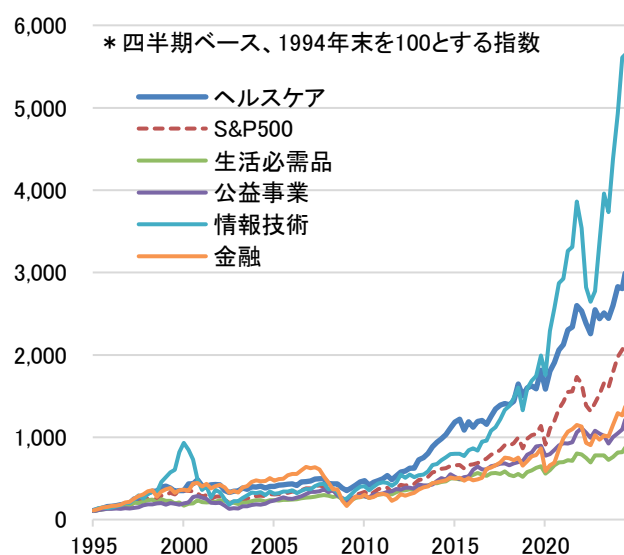
図表1：S&P500ヘルスケアの相対パフォーマンスと景気



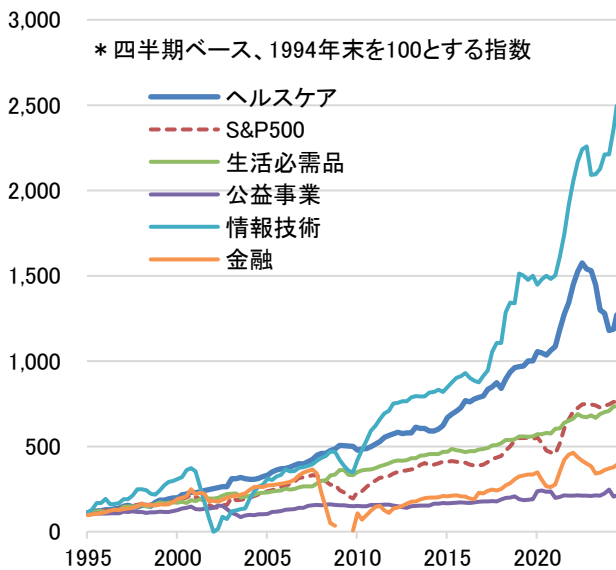
（図表1）。昨今は、「マグニフィセント7」に代表されるテクノロジー超大手への一極集中の動きから、シクリカルな連動性が薄れてはいるが、長期的に見れば景況のピークとボトムは「ヘルスケア」の相対パフォーマンスのボトムとピークに一致することが多い。

ディフェンシブセクターといえば、「生活必需品」「公益事業」の面にも利用成長が緩やかで相対的に低い価格パフォーマンスをインポートしやすいが、長期的な配当率の面では「情報技術」に次いで高く、市場全体を大きくアウトパフォームしている（図表2）。また、「ヘルスケア」セクター全体としてみれば利益成長は「情報技術」に次いで高く、直近のコロナ禍での特需とその反動の影響は大きく見られたが、それを除けばその振れ幅も相対的には小さく（図表3）、リスク/リターンのバランスが他セクターよりも魅力的と言えるだろう。

図表2：S&P500主要セクターのトータルリターン



図表3: S&amp;P500主要セクターのEPS(直近12ヶ月ベース)



出所:ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成

## 2 「ヘルスケア」の多岐多岐メンバー

「ヘルスケア」セクターは、現在は63銘柄で構成されており、「ヘルスケア機器・サービス」(36銘柄)と「医薬品・バイオテクノロジー」(27銘柄)の二つに大きく分けられる(図表4)。

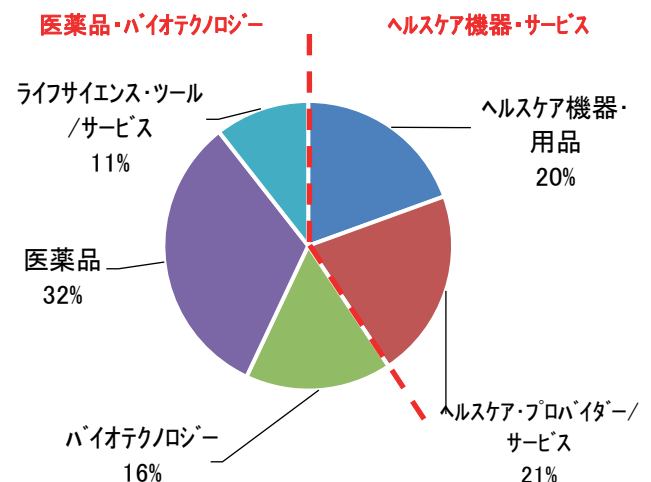
現状でセクター時価総額の約6割を占める「医薬品・バイオテクノロジー」は、メルク(MRK)、ファイザー(PFE)、ジョンソン エンド ジョンソン(JNJ)、イーライ リリー アンド カンパニー(LLY)のような歴史のある世界的なメガファーマが含まれる「医薬品」(8銘柄)が中心となる。一方、「バイオテクノロジー」(8銘柄)は、旧来の化学合成による低分子医薬品とは異なる細胞培養や遺伝子組換えといった新しい創薬(バイオ医薬品)を手掛ける比較的新しい企業で構成され、日本でも有名などころではAIDS治療薬のギリアド サイエンシズ(GILD)やコロナワクチンのモデルナ(MRNA)などが含まれている。また、「ライフサイエンス・ツール/サービス」(11銘柄)は、創薬などの医療分野をはじめとした研究開発のための分析機器などの製品や支援サービスを手掛

ける様々な企業が、サーモ フィッシャー サイエンティフィック(TMO)などを筆頭に、含まれる。

一方、セクター時価総額の約4割を占める「ヘルスケア機器・サービス」は、「ヘルスケア機器・用品」(20銘柄)と「ヘルスケア・プロバイダー/サービス」(16銘柄)に2分される。「ヘルスケア機器・用品」は、GEヘルスケア テクノロジーズ(GEHC)の手掛けるMRI(磁気共鳴画像法)検査のための画像診断装置やインテュイティブ サージカル(ISRG)などが手掛ける手術支援ロボットなどの大型医療機器から、アボット ラボラトリーズ(ABT)などが手掛けるカテーテルやステントをはじめとした手術用器具・用品まで幅広い。また、「ヘルスケア・プロバイダー/サービス」には、CVSヘルス(CVS)などの薬剤供給管理(処方)会社、マクセン(MAX)などの医薬品卸会社もとり、米国に特徴的なHCAヘルスケア(HCA)などの病院経営会社、ユナイテッドヘルス(UNH)などの医療保険会社といった多様なサブ業種の銘柄群で構成される。

なお、30年ほど前(1994年末)のセクター構成銘柄は30であったが、その当時から現在も残っているものは約3分の1に過ぎず、その中身は時代とともに大きく変化している。

図表4: S&amp;P500ヘルスケアの業種ウェイト



\* 8/23時点、浮動株考慮後時価総額ベース

出所:ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成

## 3

ヘルスケア  
業種グループ別のリスク・リターン

この10年(2014年～2023年)でセクターパフォーマンスを見ると(図表5、図表6、次頁以降にセクター一覧表とパフォーマンスチャート)、「ヘルスケア」全体は年平均でトータルリターンが+11%、EPS成長率が+8%となっており、S&P500(それぞれ+12%、+7%)とほぼ同様の水準となっている。一方、価格変動リスクを表す標準偏差が11%とS&P500(16%)よりも低く、リスクとリターンの関係において「ヘルスケア」は米国市場のなかでも良好な立ち位置にあるといえる(11セクターでも「トータルリターン>標準偏差」となっているのは「ヘルスケア」セクターのみである。外国株式インベスリッド3月号参照)。

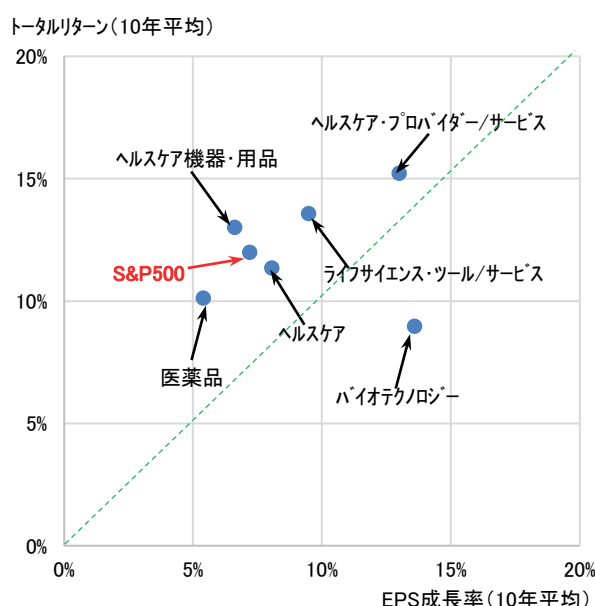
「ヘルスケア」の業種グループに見ると、トータルリターンとEPS成長率の関係では(図表5)、「ヘルスケア・プロバイダー/サービス」、「ライフサイエンス・ツール/サービス」が相対的に高いEPS成長を伴って良好なトータルリターンとなっている。また、

「バイオテクノロジー」を除いては「トータルリターン>EPS成長率」となっている。「バイオテクノロジー」は2012年～2013年にかけての急速なバリュエーション上昇の反動で、EPS成長率を下回るトータルリターンに留まっている。

一方、トータルリターンと標準偏差の関係をみると(図表6)、「トータルリターン>標準偏差」(45度線の左上)となっているのは「ヘルスケア・プロバイダー/サービス」と「医薬品」のみとなっている。これらの業種グループは、「ヘルスケア・プロバイダー/サービス」ではユニテッド・ヘルス(UH)、「医薬品」ではイーライ・リリ・アンド・カンパニー(LLY)が株主価値の変動リスクに比べてトータルリターンが高くなっていることが寄与している。

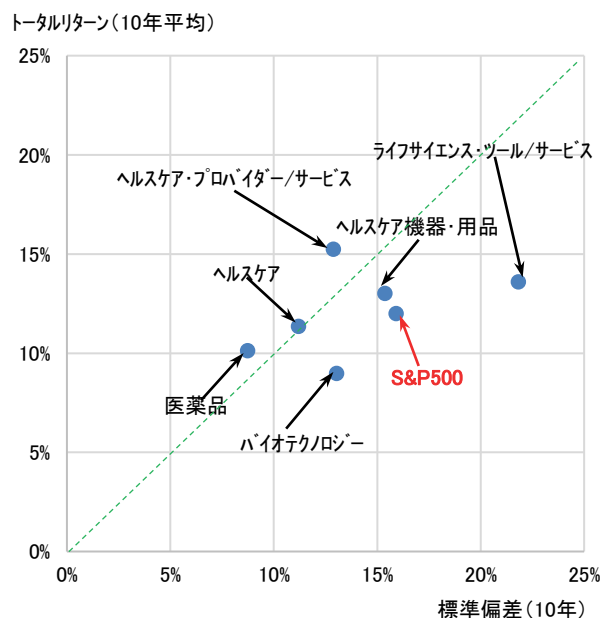
ヘルスケア・プロバイダー/サービス、ライフサイエンス・ツール/サービス、バイオテクノロジーは、短期的にリスクとリターンの関係において魅力的なセクターと考えられ、一定のセクター配分を検討する価値はあろう。ただ、特定銘柄の影響が大きくなっていることも留意したい。(中川 雅人)

図表5: S&amp;P500のセクター別のEPS成長率とリターン



出所:ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成  
\*トータルリターン、標準偏差ともに2014年～2023年(暦年)の10年間で計測。

図表6: S&amp;P500のセクター別のリスク/リターン



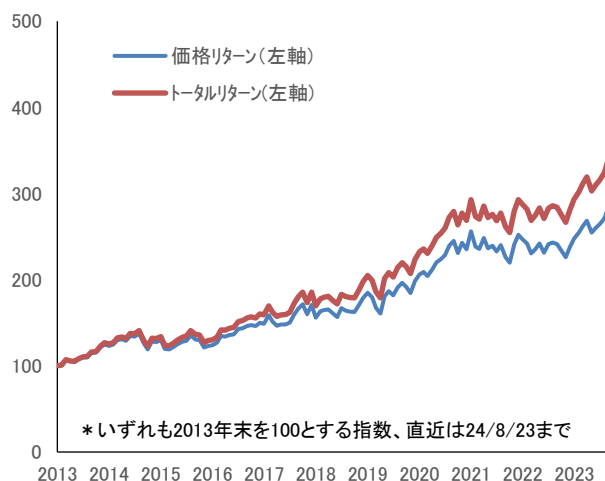
出所:ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成  
\*トータルリターン、標準偏差ともに2014年～2023年(暦年)の10年間で計測。

図表7:S&P500のセクター、サブセクター(産業グループ)のパフォーマンス

| セクター・業種/銘柄名              | ティッカー   | 時価総額<br>(浮動株調整後、<br>10億ドル) | セクター内<br>時価総額シェア | トータルリターン<br>(10年、年平均) | EPS成長率<br>(10年、年平均) | トータルリターン<br>標準偏差<br>(10年) | 対S&P500<br>修正ベータ<br>(10年) |
|--------------------------|---------|----------------------------|------------------|-----------------------|---------------------|---------------------------|---------------------------|
| S&P500 ヘルスケア             | S5HLTH  | 5,738                      | 100.0%           | 11.4%                 | 8.1%                | 11.2%                     | 0.88                      |
| S&P500 ヘルスケア機器・サービス      | S5HCES  | 2,332                      | 40.6%            | 13.9%                 | 10.2%               | 12.6%                     | 0.95                      |
| S&P500 ヘルスケア機器・用品        | S5HCEQ  | 1,116                      | 19.5%            | 13.0%                 | 6.6%                | 15.4%                     | 0.97                      |
| アボット ラボラトリーズ             | ABT     | 193                        | 3.4%             | 13.3%                 | 8.2%                | 22.1%                     | 0.91                      |
| インテューイティブ サージカル          | ISRG    | 172                        | 3.0%             | 23.0%                 | 11.9%               | 25.5%                     | 1.15                      |
| ストライカー                   | SYK     | 121                        | 2.1%             | 16.2%                 | 9.6%                | 15.0%                     | 1.06                      |
| ボストン サイエнтиフィック          | BSX     | 116                        | 2.0%             | 17.0%                 | 16.0%               | 17.7%                     | 1.02                      |
| メドトロニック                  | MDT     | 113                        | 2.0%             | 6.1%                  | 3.1%                | 16.1%                     | 0.95                      |
| ベクトン デッキンソン              | BDX     | 68                         | 1.2%             | 10.1%                 | 7.7%                | 12.8%                     | 0.72                      |
| S&P500 ヘルスケア・プロバイダー/サービス | S5HCPS  | 1,215                      | 21.2%            | 15.2%                 | 13.0%               | 12.9%                     | 0.95                      |
| ユニバーサル グループ              | UNH     | 1,040                      | 8.5%             | 16.4%                 | 16.4%               | 15.1%                     | 0.96                      |
| エリリイ バイオファーマ             | ELV     | 126                        | 1.0%             | 19.3%                 | 14.5%               | 20.4%                     | 0.97                      |
| シグナ グループ                 | CI      | 99                         | 0.9%             | 13.7%                 | 14.0%               | 23.4%                     | 0.94                      |
| CVS ヘルス                  | CVS     | 74                         | 0.7%             | 12.5%                 | 8.2%                | 20.9%                     | 0.91                      |
| HCA ヘルスケア                | HCA     | 72                         | 1.3%             | 19.6%                 | 18.7%               | 22.9%                     | 1.15                      |
| マケッソン                    | MCK     | 70                         | 1.2%             | 12.0%                 | 12.6%               | 27.7%                     | 0.87                      |
| S&P500 医薬品・バイオテクノロジー     | S5PHRM  | 3,406                      | 59.4%            | 9.7%                  | 6.6%                | 10.4%                     | 0.83                      |
| S&P500 バイオテクノロジー         | S5BIOTX | 939                        | 16.4%            | 9.0%                  | 13.6%               | 13.0%                     | 0.85                      |
| アッヴィ                     | ABBV    | 349                        | 6.1%             | 16.0%                 | 13.5%               | 20.7%                     | 0.89                      |
| アムジェン                    | AMGN    | 176                        | 3.1%             | 12.8%                 | 9.4%                | 15.2%                     | 0.86                      |
| リジェネロン ファーマシューティカルズ      | REGN    | 127                        | 2.2%             | 12.3%                 | 27.2%               | 23.1%                     | 0.84                      |
| バーテックス ファーマシューティカルズ      | VRTX    | 124                        | 2.2%             | 18.5%                 | N.A.                | 39.5%                     | 0.85                      |
| ギリアド サイエンス               | GILD    | 95                         | 1.7%             | 3.8%                  | 13.4%               | 17.9%                     | 0.72                      |
| S&P500 医薬品               | S5PHARX | 1,860                      | 32.4%            | 10.1%                 | 5.4%                | 8.7%                      | 0.75                      |
| イーライ リリー アンド カンパニー       | LLY     | 812                        | 14.1%            | 30.4%                 | 4.3%                | 22.2%                     | 0.74                      |
| ジョンソン エンド ジョンソン          | JNJ     | 394                        | 6.9%             | 8.4%                  | 6.0%                | 10.5%                     | 0.72                      |
| メルク                      | MRK     | 294                        | 5.1%             | 12.0%                 | -8.0%               | 19.2%                     | 0.66                      |
| ファイザー                    | PFE     | 162                        | 2.8%             | 3.7%                  | -1.8%               | 27.5%                     | 0.79                      |
| ブリストル マイヤーズ スクイブ         | BMJ     | 97                         | 1.7%             | 2.5%                  | 15.2%               | 17.2%                     | 0.76                      |
| ゾエティス                    | ZTS     | 75                         | 1.3%             | 20.6%                 | 14.1%               | 26.4%                     | 0.98                      |
| S&P500 ライフサイエンス・ツール/サービス | S5LSTSX | 607                        | 10.6%            | 13.6%                 | 9.5%                | 21.8%                     | 0.99                      |
| サーモ フィッシャー サイエнтиフィック    | TMO     | 230                        | 4.0%             | 17.3%                 | 14.8%               | 22.2%                     | 0.92                      |
| ダナハー                     | DHR     | 177                        | 3.1%             | 16.7%                 | 8.3%                | 22.7%                     | 0.94                      |

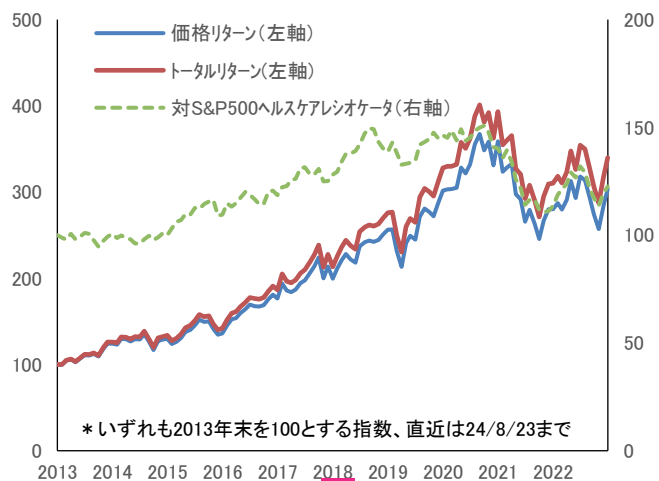
出所:ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成  
\* 時価総額(浮動株調整済)、時価総額シェアは8/23時点。トータルリターン及びEPS成長率は2014年~2023年(暦年)の年平均、標準偏差、対S&P500修正ベータ値は2014年~2023年(暦年)の期間で計測。N.A.は該当データなし。セクター・業種指数はGICSコードの順、業種の主要構成銘柄はセクター内時価総額シェアが1%を超えるものを時価総額順に表示。

図表8: S&amp;P500ヘルスケアのパフォーマンス(月次)



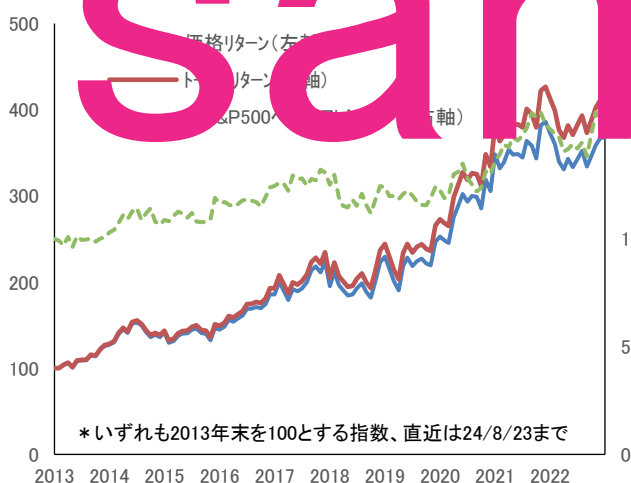
出所: ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成

図表9: S&amp;P500ヘルスケア機器・用品のパフォーマンス(月次)



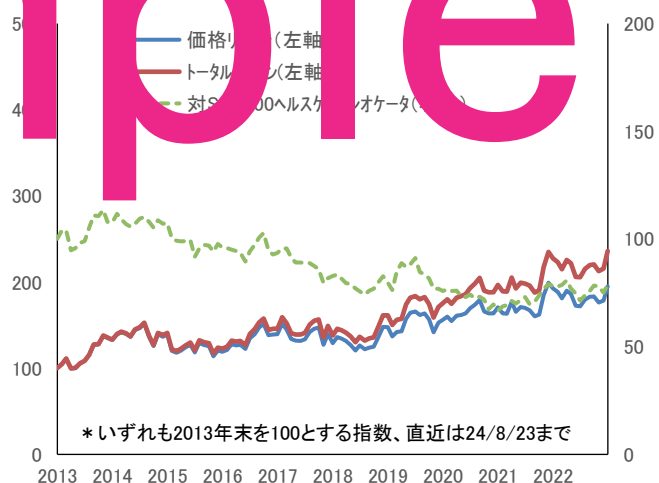
出所: ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成

図表10: S&amp;P500ヘルスケア・プロバイダー(サービス)のパフォーマンス(月次)



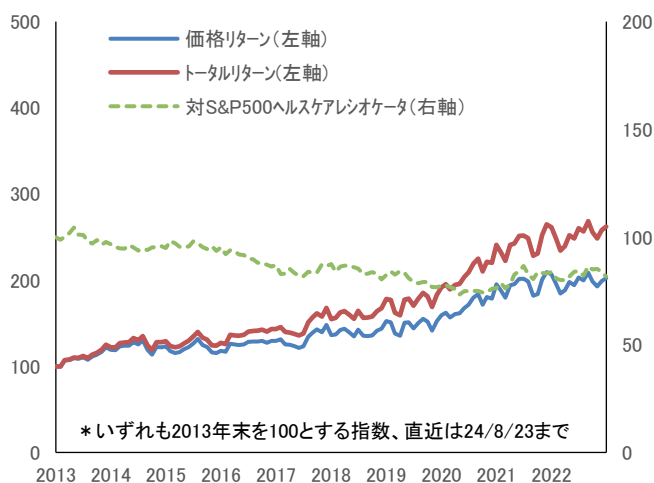
出所: ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成

図表11: S&amp;P500バイオテクノロジーのパフォーマンス(月次)



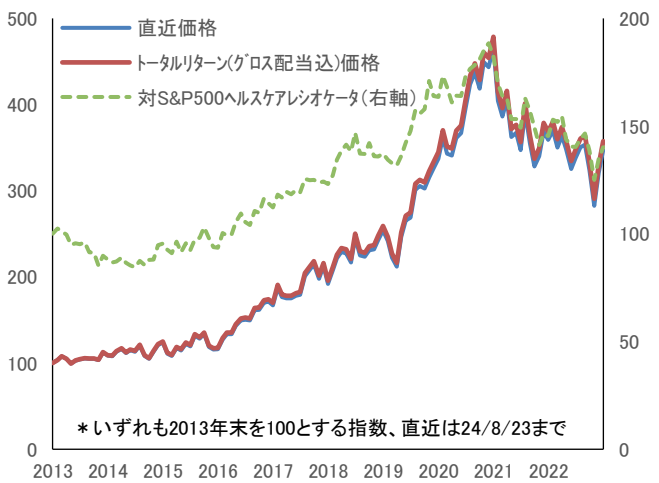
出所: ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成

図表12: S&amp;P500医薬品のパフォーマンス(月次)



出所: ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成

図表13: S&amp;P500ライフサイエンス・ツール/サービスのパフォーマンス(月次)



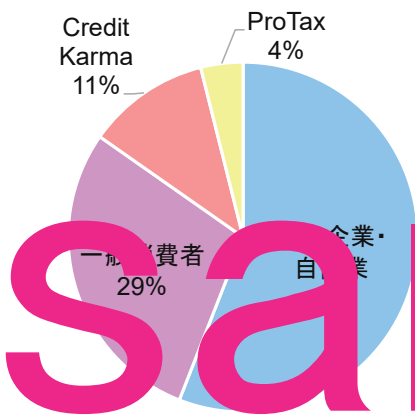
出所: ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成

# インテュイット

市場：米国（NASDAQ：INTU） 銘柄コード：INTU 業種：アプリケーション・ソフトウェア 決算月：7月

一般消費者・個人事業主・中小企業向けに財務関連ソフトを提供。会計ソフト「Quickbooks」やマーケティングツール「Mailchimp」などを提供する中小企業・自営業部門、納税申告書作成ソフト「TurboTax」などを提供する一般消費者部門、融資仲介サービス「Credit Karma」や普通・当座預金口座サービス「Credit Karma Money」を提供するCredit Karma部門、会計士・税理士など専門家向けのソフトウェアを手掛けるProTax部門を展開する。

図表1: セグメント別売上高構成比(2023年7月期)



出所: 会社資料より東海東京インテリジェンス・ラボ作成

図表2: セグメント別売上高変化率(前期比)の推移



出所: 会社資料より東海東京インテリジェンス・ラボ作成  
注: Credit Karmaのデータは23/7期から。会社計画はレンジ中央値。ProTaxの長期会社計画は未提示

## 1 デジタル化を通じ、中小企業の業務効率化を全面支援

1984年に創業されたインテュイット(以下、同社)は、直近通期売上高規模が世界第6位の大手ソフトウェア企業であり、米国を中心に約1億人の顧客を擁する(2023年7月期末時点)。

他の大手ソフトウェア企業が、大企業を主要顧客とするのとは対照的に、同社は一般消費者や個人事業主、中小企業向けビジネスを展開する。同社が提供するソフトウェアは、主に財務・税務等のバックオフィス業務の効率化を支援するものであるが、近年は顧客獲得支援といったフロントオフィス向けにも触手を伸ばし、同社顧客がビジネスを効率的に管理したり、事業を拡大していく上で必要となる多様なデジタルツールをワンストップで提供する。

同社は2019年に、AIドリブンな世界的専門家プラットフォームを目指す戦略を掲げ、5つの戦略的

図表3: 同社が掲げる5つの「Big Bets」

|                         |
|-------------------------|
| ① 恩恵を受けるまでのスピードに革命を起こす  |
| ② 人々を専門家に結び付ける          |
| ③ お金に関する賢い意思決定を支援する     |
| ④ 小規模ビジネスの成長の中核となる      |
| ⑤ 小規模ビジネスのミッドマーケットを変革する |

出所: 会社資料より東海東京インテリジェンス・ラボ作成  
注: 同社のミッドマーケットの定義は従業員数10~100人の企業

取り組み「Big Bets」を提示した(図表3)。①はデータドリブンな洞察の活用で、即時的な価値実現を、②は専門家による助言を提供することで、税申告や会計処理等において顧客が感じる不安の軽減を、③は財務状況の可視化を通じて、顧客の賢い判断を、④は包括的ツールの提供を通じて顧客の事業拡大をそれぞれ目指すものである。⑤は小規模ビジネスのなかでもやや事業規模の大きい企業(従業員数10~100人)に最適化した製品の提供を通じ

て、新規顧客の獲得や契約更新率の向上を狙うものである。

AIへの取り組みにおいて同社は、機械学習や自然言語処理等のAI開発に10年近く従事し、AIを自社製品・サービスに統合してきた実績を持つ。近年は、生成AI機能の導入にも積極的に取り組んでおり、業務の自動化やビジネスの予見性向上、各顧客に最適化された体験の提供を通じて、顧客ビジネスの成功に貢献している。

以下では、同社の主要事業セグメントとなる中小企業・自営業、一般消費者、Credit Karmaについて解説する。

## 2 中小企業・自営業セグメント：包括的なサービスをプラットフォームで提供

中小企業・自営業セグメントで提供する統合プラットフォーム「QuickBooks」では、財務管理、財務データを裏付けとした借入、請求代金等の各種決済、税申告・支払いの自動化、労務管理、従業員向け福利厚生（健康保険、確定拠出年金等）へのアクセスといった様々なサービスを手掛ける（図表4）。また、数十万人規模の会計士ネットワークを有しており、帳簿管理や税務などについて、専門家に相談できるサービスも提供する。

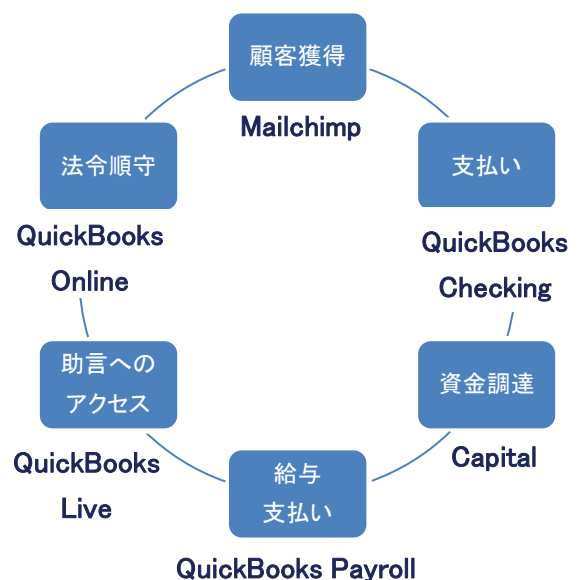
2021年には、The Rocket Science Group LLC社を買収し、EメールやSNS等におけるマーケティングの自動化やCRM（顧客関係管理）ツールを提供するMailchimpを傘下に収めた。同社は「単一の統合プラットフォームで広範に及ぶ顧客ニーズを満たすことで、エコシステムをつなぐ」ことを同セグメントの成長戦略の1つに挙げており、サービスの拡充を通じて顧客の業務プロセス全体を包括的に支援することで、収益機会の拡大を図っているとみられる。

同セグメントにおける注目点には、1)サブスクリプションモデルへのシフト、2)海外展開が挙げられよ

う。1)について同社は、サービスの提供方法をライセンススペースから継続収入が見込まれるサブスクリプションへの転換を目指しており、3年に及ぶ移行計画が2024年に完了する見通しである。サブスクリプションでサービスを提供するオンラインエコシステムの2024年7月期3Q（2-4月）の同セグメントにおける売上高構成比は74%と上昇傾向にあり（図表5）、安定的な業績拡大に貢献するものとみられる。

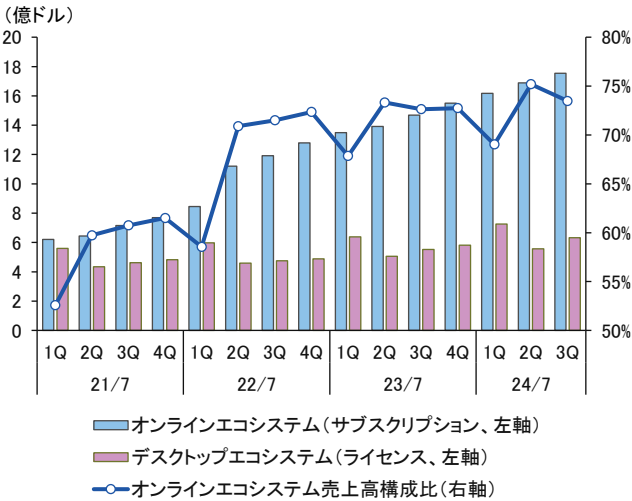
また同セグメントは、2)の海外展開において重要な役割を担うと期待される。同社の海外売上高比率は8%（2023年7月期）と、他の大手ソフトウェア企業に比べ低く、国・地域により異なる税制や会計ルールが同社の海外展開の障害になってきたと推察される。一方で、中小企業や個人事業主が受ける課税はオーダーメイドであり、前述の通り、同社は財務・税・労務に積極的な事業領域を拡大していることから、同セグメントが海外売上高の拡大を主導する余地は大きいとみられよう。なお、2023年7月期の同セグメントにおける海外オンライン売上高は前期比31%増（為替の影響を除くベース）と、同セグメント全体の増収率（前期比24%増、GAAPベース）を上回った。

図表4：中小企業・自営業セグメントで同社が提供する主なサービスと代表製品



出所：会社資料より東海東京インテリジェンス・ラボ作成

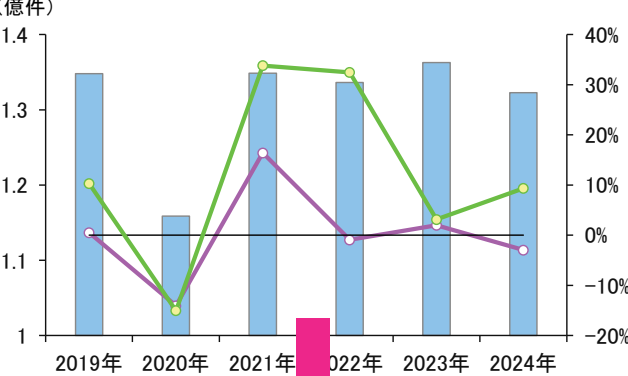
図表5: 中小企業・自営業セグメントの売上高推移



出所: 会社資料より東海東京インテリジェンス・ラボ作成

グメント3Q売上高の大幅な伸びにつながったが、2023年7月期3Qはそれまでの好調の反動から、前年同期比一桁台の増収率にとどまった(図表6)。

図表6: 米・税申告件数の推移と同社一般消費者セグメントにおける売上高変化率の推移



税制優遇を受けるために税申告を行っていた層の一部が、2023年以降は申告を見送ったことも、DIY顧客を主なターゲットとする同社への逆風になったと推察される。また、同社は有料サービスを利用していない、もしくは税申告当たり売上高が低い顧客において、2024年7月期は同社シェアが低下するとの見通しを示しており、ARPC(顧客当たり売上高)の低い層が、無料の他社サービスに流れているとの懸念が強まっている。

このような流れに対抗すべく、同社は高付加価値サービスの提供でARPCの拡大を狙う戦略に舵を切っており、その切り札となるのが専門家への相談サービス「TurboTax Live」となる。TurboTaxの販売件数は2023年7月期に前期比5%減と苦戦を強いられたのに対し、TurboTax Liveの売上高は同17%増となり、2024年7月期も同等の増収率が続くと同社は予想。数量減を顧客単価の上昇で補うことで、2024年7月期の税申告あたりの平均売上高は同約10%増になると同社は予想している。

### 3 一般消費者セグメント：顧客当たり売上高の拡大に注力

一般消費者セグメントでは、一般消費者や小規模企業による所得税(連邦税、州税)の申告準備や電子申告を支援する「TurboTax」を提供する。米内国歳入庁(IRS、日本の国税局に相当)における主要な税申告期間(通常各年の第21週{5月に相当}まで)と重複する3Q(2-4月)が、同セグメントの通期売上高の70~80%台を創出する季節性の強いビジネスとなっている(コロナ禍を除く)。

同セグメントの売上高は主に、①IRSへの税申告件数、②同伴数\*に占めるDIY(Do It Yourself: 専門家の助けを借りず、税申告を自力で行うこと)の比率、③同伴数\*に占めるTurboTaxの市場シェア、④税申告当たり売上高、に左右される(\*は①を指す)。同社は各項目が1%ポイント拡大すること、①と④では1%ポイント、②では2.5%ポイント、③では3.5%ポイントの同セグメント増収率の押し上げにつながると試算する。

2021年7月期~2022年7月期は、パンデミック下における税申告期間の延長(2021年)や税制優遇措置の享受を目的とした税申告が増えたことが、同セ

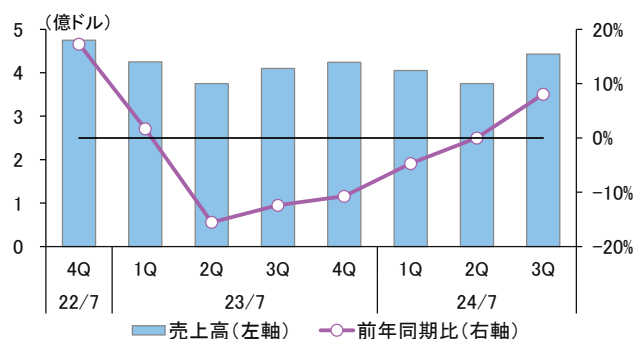
## 4 Credit Karma : 高い潜在成長性に期待

同社が2020年12月に買収したCredit Karmaでは、個人向けに各種金融サービスを展開する。利用者に無料でサービスを提供し、企業から得る広告収入等で稼ぐビジネスモデルとなる。

信用スコア/レポートへのアクセス、クレジットモニタリング、資産管理サービス等を提供するほか、クレジットカード会社や保険会社、金融機関との提携を通じて、各顧客に最適なクレジットカード/住宅・自動車ローン/保険商品などの提案も行う。匿名のCredit Karma会員データを提供する金融機関向けサービスも手掛けており、将来的なデータ分析・機械学習を通じて、クレジットやローンの提供を確約する「Karma Guarantee」を展開する。Credit Karma会員の約6割がKarma Guaranteeオファーの対象となっており(2023年7月期2Q時点)、審査の可視性の高さやスピードが差別化につながっているとみられる。

業績面では、提携金融機関による各種個人向けローンの審査厳格化が響き、2023年7月期に同セグメントは前期比減収となったが、2024年7月期は同+2%への回復を同社は見込んでいる。同社が想定する同セグメントの長期的な売上高成長率は年+20~25%と他のセグメントを上回っており(図表2)、長い目で見た潜在的な成長性が注目される。

図表7: Credit Karmaの売上高推移



出所: 会社資料より東海東京インテリジェンス・ラボ作成

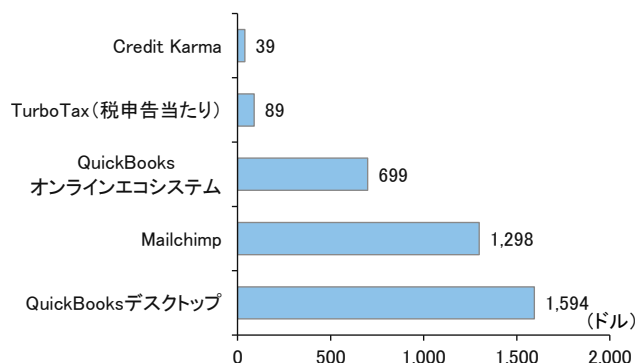
## 5 中小企業のデジタル化ニーズや APRC拡大が業績ドライバーに

同社の中長期的な成長ドライバーとしては、1) 中小企業の業務デジタル化ニーズの高まり、2) 顧客当たり売上高(APRC)の拡大、が挙げられる。

1)について同社は、中小企業のデジタル化需要は強く、顧客行動は景気に左右されないとの見方を示している。中小企業や自営業者は一般的に大企業に比べ景気敏感ではあるが、長い目でコスト削減につながるデジタル化への投資意欲は旺盛であると捉えられよう。また、米国では企業間決済の約7割が小切手と、昔ながらの商習慣が残るなか、同社も注力するビジネス向け電子決済サービスの潜在的な収益機会も大きいとみられる。

2)の成長ドライバー、①で述べたTurboTax Liveを通じてコンプライアンスサービスの提供、②セグメント間の連携強化、③ミッドマーケットへの注力、となる。②においては、TurboTaxとCredit Karmaのシームレスな連携が注力の柱となる。両プラットフォームのデータを統合した税申告準備や、TurboTax経由での税申告で発生した還付金を「Credit Karma Money(普通・当座預金口座サービス)」で早期受領できるサービス等の提供が、顧客数の拡大や収益化を後押ししている。③は、複雑なニーズを持つミッドマーケットに対するクロスセル(複数製品の販売)がAPRCを押し上げると期待されよう。(小泉)

図表8: 主要製品のAPRC(2023年7月期)



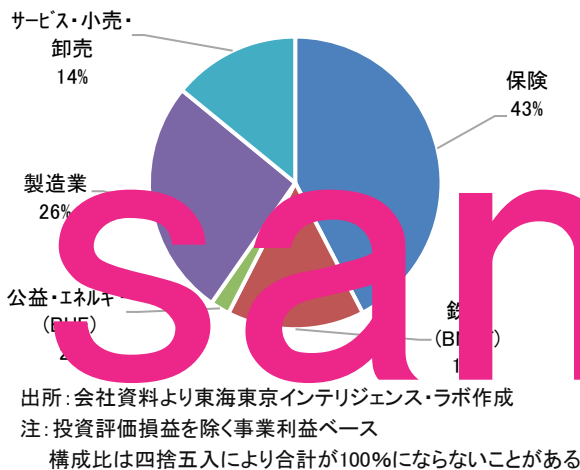
出所: 会社資料より東海東京インテリジェンス・ラボ作成

# バークシャー ハザウェイ クラスB

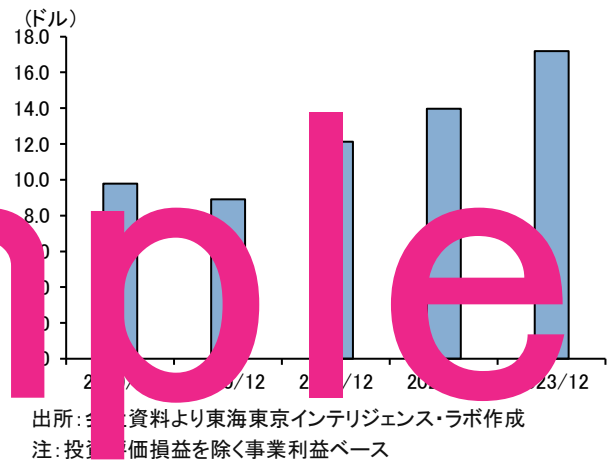
市場：米国（ニューヨーク証券取引所） 銘柄コード：BRK/B 業種：金融 決算月：12月

ウォーレン・バフェットが指揮を執る同社は、投資持株会社の形態をとり事業投資と株式投資を合わせ行っている。昨今はアップル株の保有に代表される通り、保険事業から得られる低コストの資金「フロート」を活用した市場性がある株式への投資の存在感が大きくなってきている。株式ポートフォリオ時価及び株主資本簿価の変化が、同社本源的価値の変化を表しやすくなっているとも考えられよう。

図表1:セグメント別税前利益構成比(2023年12月期)



図表2:EPSの中長期推移



## 1 バークシャーハザウェイという会社

著名投資家と知られ、同社の実質的な創業者であり筆頭株主、会長兼CEOであるウォーレン・バフェットは、年次報告書でその思想などを「株主への手紙」にしたためることが恒例となっている。

「What We Do」は年次報告書の冒頭見出しで、株主から託された「貯蓄」は、①事業投資:通常は100%出資で支配下に置き、経営に関与する、②株式投資:上場株式への投資を行い、経営には口を出さず、受動的に事業持分を所有する、ことを謳っている。そして、「いずれの所有形態においても、我々の目標は、長期にわたる良好な事業特性と信頼できる経営者を兼ね備えたビジネスに意義ある投資を行うことである。

特に、我々が上場株式を保有するのは、その長

期的な業績への期待に基づいており、機動的な売買を行う対象としては見ていないことに留意してほしい。この点は極めて重要で、チャーリー・マンガーと私はストック・ピッカーではなく、ビジネス・ピッカーである」と続けている。

（現在の会計ルールでは保有株式評価差額の変動を損益計算上で反映させる必要があり、その影響を除く）事業利益ベースのセグメント構成は図表1の通りに分散されており、製造業は産業製品（全体に占める比率13%）、建材製品（同10%）、消費者製品（同4%）と、比較的オールドエコノミーの比重が高い。

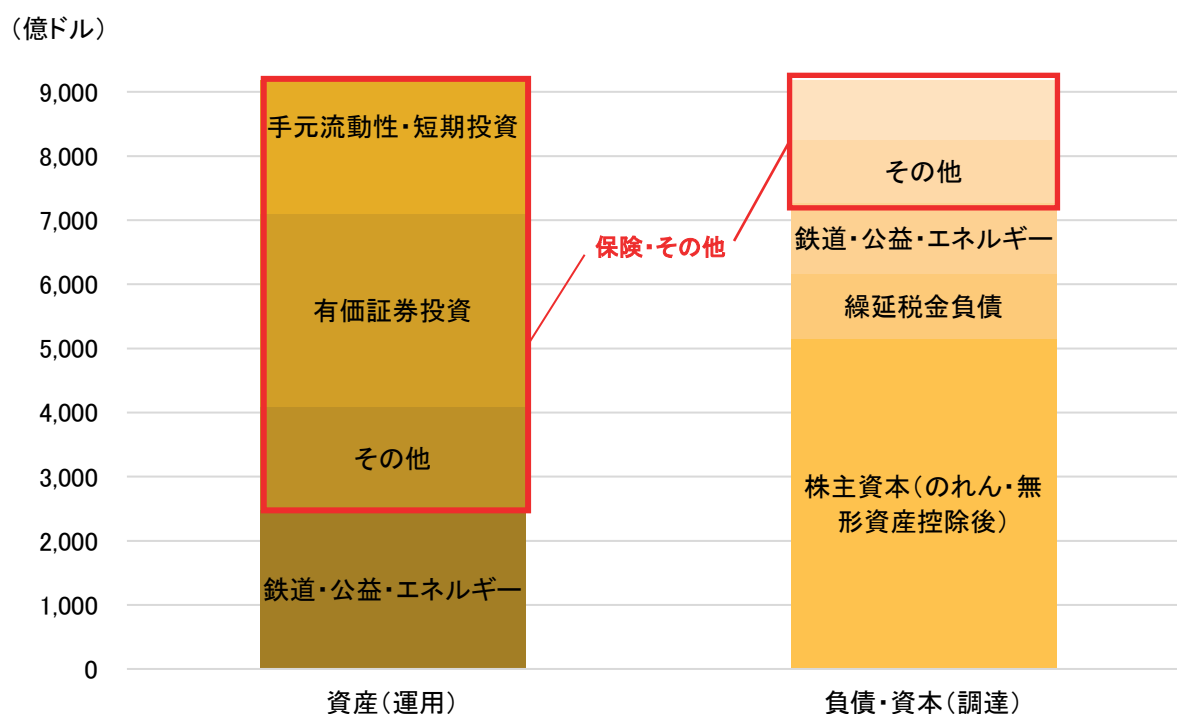
また、投資する株式のポートフォリオ（2023年12月末時価）では、金融が22%、消費者製品が57%、商業・産業その他が21%となっている。

## 2 「バフェット」が築くバランスシート

投資持ち株会社の同社をみるにあたって重要な  
のが、その投資資金はどこから生まれどこに向かっ  
たのか、という調達と運用の関係をあらわす balan  
スシートである(図表3)。2024年6月末において、実  
質的な投下資本をみるために、のれんと無形固定  
資産(925億ドル)を除いた有形(Tangible)ベースで  
バランスシートを再構築すると総資産は1兆163億ド  
ルとなっている。資産は鉄道・公益・エネルギー  
(2,483億ドル)と保険・その他(7,680億ドル)に区分  
されている。後者は、手元流動性・短期投資(2,714  
億ドル)、有価証券(4,966億ドル、株主資本運用  
企業除く)の金融資産が過半を占める。一方、負債  
は鉄道・公益・エネルギー(1,100億ドル)と保険・  
その他(2,483億ドル)で、前者は調達サイドの残り  
繰延税金負債(1,014億ドル)と株主資本及び少数  
株主持分(5,154億ドル、簿価より前述ののれん・無形  
固定資産を減算した計算値)となる。

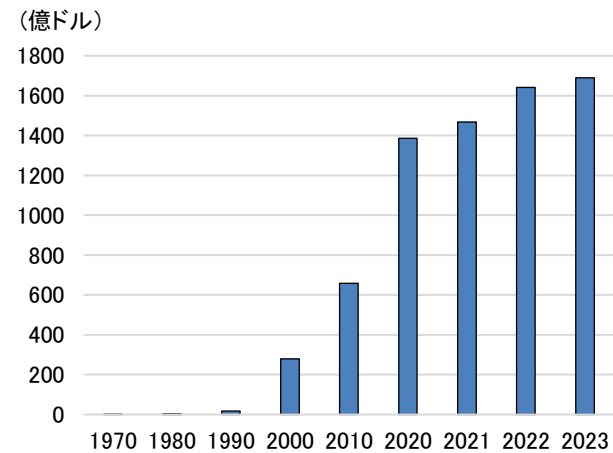
ここで、特徴的なのが保険事業の経過勘定の存在  
である。同社は1967年に損害保険会社の  
National Indemnityを買収し保険事業を拡充させて  
きた。同社が損害保険ビジネスに魅力を感じた理  
由のひとつは、「保険料を前受けし、保険金を後払  
いする」ビジネスモデルであった。これによって調達  
できる資金のことを同社は「フロート(Float)」(次頁  
図表4)と呼び、株主資本とあわせ金融資産での運  
用に振り向けている。2024年6月末時点のフロート  
は(保険事業の経過勘定の負債サイドから資産サイ  
ドを差し引いたネットで計算され)約1,690億ドルと  
開示されている。また、2024年12月期上期における  
保険引当金と、税前損益は黒字でも、フロートに  
よる資金調達のコストは実質的にマイナスとなる。同  
社はフロートの安全性について「当社の保険契約  
の性質上、シュ・リ・リースによる大きな金額  
を即時または短期的に要求されることはない。この  
構造は設計によるものであり、保険会社の比類ない  
財務体質を支える重要な要素である」としている。

図表3: パークシャーハザウェイのバランスシート(2024年12月期2Q末、有形ベース試算)



出所: 会社資料より東海東京インテリジェンス・ラボ作成

図表4:「フロート」の長期推移



出所: 会社資料より東海東京インテリジェンスラボ作成

3

「バリエーション」のポートフォリオ

損害保険業においては、運用の一般化によりリスクの低い高利付け債券にシフトしているが、同業は潤沢な資本とキャッシュ、保険以外の多様な収益源を擁し、柔軟な投資が可能であることをアドバンテージとしている。2024年6月末時点の保険事業における投資資産は5,181億ドルで、うち株式が2,761億ドル、現金預金・短期投資が2,242億ドル、固定満期証券が166億ドルを占めている。

株式ポートフォリオについては、四半期ごとに開示される米国での株式保有報告書「フォーム13F」(図表5)で上場株式の大半が補足されるが、2024年6月末時点では時価2,800億ドルとなっている。このうち、クラフト・ハインツとオキシデンタル・ペトロリアムは持分法適用会社となっており、これらを除いた銘柄合計の2,534億ドルが上記数字に含まれる対象となる(一部は保険事業以外での投資対象となっている可能性もあるとみられる)。

上位5銘柄がこの持分法適用会社を除くフォーム13F開示合計に対する比率は73%に上り、トップのアップルは33%と、特定銘柄への依存度が大きくなっている。

図表5: 保有株式(2024年6月末、フォーム13F開示分)

| 社名                         | ティッカー | 時価<br>(億ドル) | 単価<br>(ドル/株) |
|----------------------------|-------|-------------|--------------|
| アップル                       | AAPL  | 842.5       | 210.62       |
| バンク・オブ・アメリカ                | BAC   | 410.8       | 39.77        |
| アメリカン・エクスプレス               | AXP   | 351.1       | 231.55       |
| コカ・コーラ                     | KO    | 254.6       | 63.65        |
| シェブロン                      | CVX   | 185.5       | 156.42       |
| オキシデンタル・ペトロリアム             | OXY   | 160.9       | 63.03        |
| クラフト・ハインツ                  | KHC   | 104.9       | 32.22        |
| ムーディーズ                     | MCO   | 103.8       | 420.93       |
| チャブ                        | CB    | 69.0        | 255.08       |
| ダビータ                       | DVA   | 50.0        | 138.57       |
| シティグループ                    | C     | 35.1        | 63.46        |
| クロガー                       | KR    | 25.0        | 49.93        |
| ベリサイン                      | VRSN  | 22.8        | 177.80       |
| アマゾン                       | AMZN  | 19.3        | 193.25       |
| マクドナルド                     | MA    | 17.6        | 441.16       |
| リバティ・メディア・リバティ・シリウス XM C   | LSXMK | 15.5        | 22.16        |
| ホールディングス                   | NU    | 12.89       |              |
| キャピタル・ワン・ファイナンシャル          | COF   | 13.6        | 138.45       |
| エーオン                       | AON   | 12.0        | 293.58       |
| アライ・ファイナンシャル               | ALLY  | 11.5        | 39.67        |
| チャーター・コミュニケーションズ クラスA      | CHTR  | 11.4        | 298.96       |
| TMモバイルUS                   | TMUS  | 8.2         | 176.18       |
| リバティ・メディア・リバティ・シリウス XM A   | LSXMA | 7.8         | 22.15        |
| リバティ・メディア・リバティ・フォーミュラ・ワン C | FWONK | 5.5         | 71.84        |
| ルイジアナ・パシフィック               | LPX   | 4.9         | 82.33        |
| リバティ・メディア・リバティ・ライブ クラスC    | LLYVK | 4.2         | 38.27        |
| フロア・アット・デコア・ホールディングス       | FND   | 4.0         | 99.41        |
| シリウスXMホールディングス             | SIRI  | 3.8         | 2.83         |
| アルタ・ビューティー                 | ULTA  | 2.7         | 385.87       |
| リバティ・メディア・リバティ・ライブ クラスA    | CE    | 1.9         | 37.51        |
| ハコ クラスA                    | HEI/A | 1.9         | 177.52       |
| NVR                        | NVR   | 0.8         | 7588.56      |
| ディアジオ ADR                  | DEO   | 0.3         | 126.08       |
| リバティ・ラテンアメリカ クラス A         | LILA  | 0.3         | 9.61         |
| ジェフリー・ファイナンシャルグループ         | JEF   | 0.2         | 49.76        |
| バンガード S&P500 ETF           | VOO   | 0.2         | 500.13       |
| SPDR S&P500 ETF            | SPY   | 0.2         | 544.22       |
| レナー クラスB                   | LEN/B | 0.2         | 139.43       |
| リバティ・ラテンアメリカ クラス C         | LILAK | 0.1         | 9.62         |
| アトランタ・ブレイブス クラスC           | BATRK | 0.1         | 39.44        |
| フォーム 13F 開示分合計             |       | 2,800       |              |

出所: 会社資料、ブルームバーグより東海東京インテリジェンスラボ作成

なお、これ以外に、上位の投資対象となっているものでは、日本企業の大手商社である三菱商事(8058)、三井物産(8031)、住友商事(8053)、伊藤忠商事(8001)、丸紅(8002)が挙げられ、本稿執筆時点でおよそ230億ドルとなっている。

## 4

## パークシャーハザウェイの価値 ‘Intrinsic value’

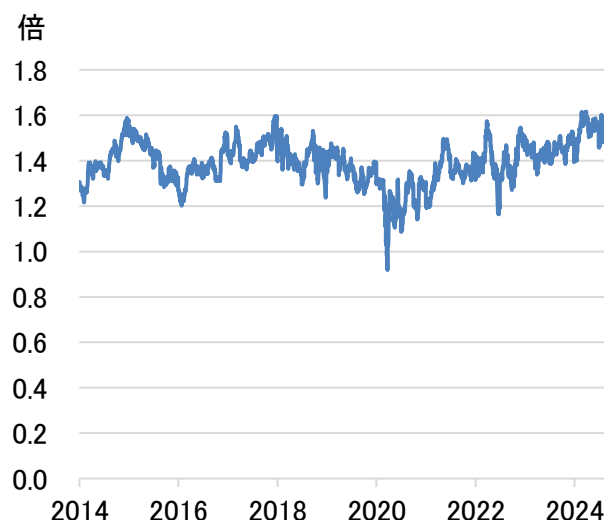
同社の年次報告書では「Intrinsic value(本源的価値)」という言葉が出てくる。同社はこれを説明する補足文書で、「本源的価値は、投資やビジネスの相対的な魅力を評価するための唯一の論理的なアプローチを提供する非常に重要な概念である。本源的価値は簡単に定量化することができ、それは企業の1年以内に事業から出せる現金の割引価値である」としながらも、「本源的価値の計算はそれほど単純ではない」と説明している。

2018年12月期年次報告書の「バフェットからの手紙」において、「30年近くにわたり、冒頭段落ではパークシャーの一株当たり簿価の変化率を取り上げてきた。今こそその習慣を放棄する時である」、「かつてのような関連性を失った指標となった。これは3つの状況がそうさせた」、「まず、パークシャーは資産が市場性の高い株式に集中している企業から、主な価値が事業運営にある企業へと徐々に変貌してきた」、「第二に、当社の保有株式は市場価格で評価されているが、会計規則では、当社の事業集合体は現在価値をはるかに下回る金額で簿価に含めることが求められており、この誤りは近年大きくなっている」、「第三に、時間の経過とともに、パークシャーが自社株の大幅な買い戻し者となる可能性が高く、その取引は簿価を上回るが、当社の推定する本源的価値を下回る価格で行われることになる」と説明している。

とはいえ、さきの補足文書では、いわゆる簿価について「大幅に控えめではあるものの、大まかな、パークシャーの本源的価値を追跡する尺度として今日では役立つ」、「言い換えれば、特定の年の簿価の変化率は、その年の本源的価値の変化にかなり近い可能性がある」とも述べている。有価証券ポートフォリオの価値はバランスシート上で評価差益が決算期ごとに反映される(現在は損益計算書を通して、従前は包括損益計算書を通して、株主資本の簿価を変動させる)。従って、現状の一株当たり株主資本の変化は、同社本源的価値の変化を反映しやすくなっている。見ることも出来るであろう。

2014年以降の過去10年程度の同社簿価ベースの実績をみると、新型コロナウイルス時期に大きく低下する一面はあっても、2010年のこれを除けば、平均値である1.4倍、中心として1.5〜1.6倍レンジに概ね収まってきたことがうかがえる。株式ポートフォリオ時価及び株主資本簿価の変化が同社株を見るうえでは重要となろう。(中川 雅人)

図表6: パークシャー ハザウェイ クラスBの実績PBR(日次)



出所: ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成

## 「低ボラ、高配当」が脚光浴びる

グロース色の強い半導体やAI関連のテクノロジー株が大きく動揺した夏場以降、ディフェンシブで配当利回りの高い銘柄の好パフォーマンスが目立っている。2024年は大統領選挙の実施年であるが、夏場から投票日に向けて株式市場の変動性が高まるアノマリー（経験則）があり、利下げ観測により債券利回り低下への期待も高まっているなかで、より「ボラティリティが低く、配当利回りが高い、ディフェンシブな銘柄群」への物色が継続する可能性はあろう。

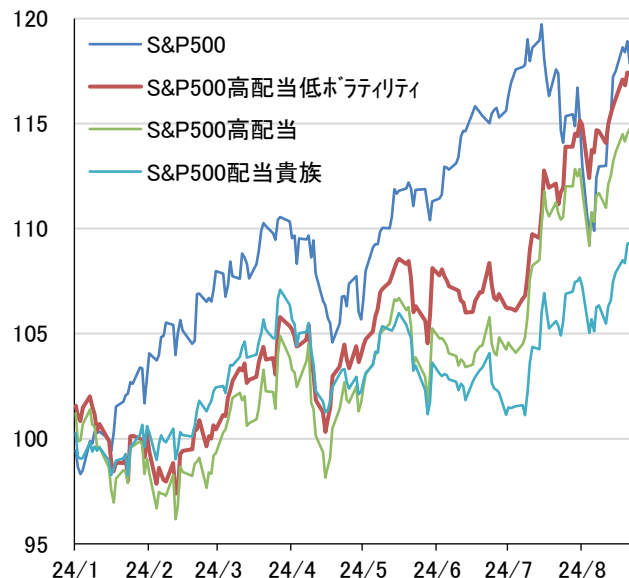
グロース色の強い半導体やAI関連のテクノロジー株が大きく動揺した夏場以降、ディフェンシブで配当利回りの高い銘柄の好パフォーマンスが目立っている。S&P500の配当関連株価指数の（配当込み）トータルリターンをみると、年初来で市場全体をアンダーパフォームしてきたが、7月から急速に逆行高を記録している（図表1）。夏場からは急激な市場変動も目撃されたが、これに落ち着きを取り戻しているなかで、配当利回りが高く、ボラティリティが低い銘柄の好調は続いている。配当関連の中でも相対的により高利回りかつリターンが良好で、とりわけ、高配当でも株価変動率（ボラティリティ）が小さい「S&P500高配当低ボラティリティ」指数は市場全体にキャッチアップする動きとなっている。

今年は大統領選挙の実施年であるが、大統領選挙時のVIX指数（恐怖指数、CBOE グローバル マー

ケッツ傘下のシカゴオプション取引所が算出するS&P500を対象とする市場ボラティリティ指標）の動きを見ると、夏場から投票日（11月の第1月曜日の翌日の火曜日）に向けて上昇する傾向ががうかがえる（図表2）。過去8回（1992～2020年）のうち2008年のリーマンショック時と2020年のコロナショック時は市場変動率が非常に高かったことがわかるが、これに比べ、いずれの大統領選挙年においても市場変動率は程々の差で抑えられている（選挙前3ヵ月では6回平均で約1.5倍の上昇）。

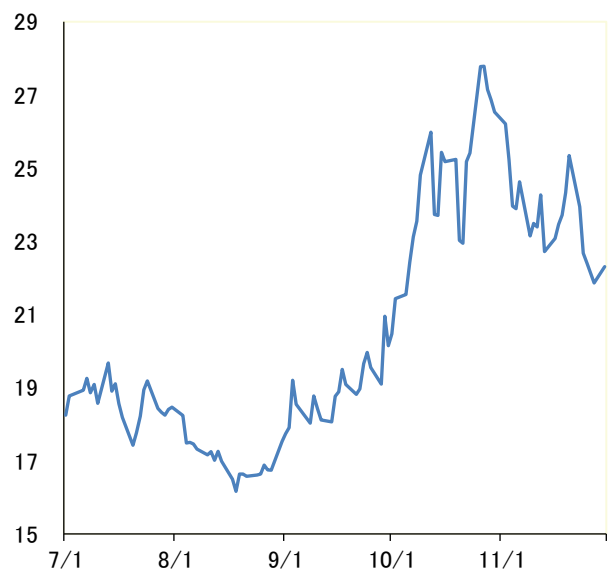
このような大統領選投票日に向けての株式市場のアノマリー（経験則）に加え、利下げ観測により債券利回り低下への期待が高まるなかで、より「ボラティリティが低く、配当利回りが高い、ディフェンシブな銘柄群」への物色が継続する可能性はあろう。

図表1: 年初来のスタイル別株価指数のトータルリターン



出所: ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成  
注: 2023年末を100として指数化、直近は8/22

図表2: 大統領選投票日前後のVIX指数の動き



出所: ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成  
注: 大統領選年過去8回（1992年～2020年）における平均

セクター全体として高配当利回りの傾向がある公益事業、不動産を除いたS&P500の構成銘柄で、「ボラティリティが市場平均を下回り、配当利回り水準が足元の10年国債利回りを上回る」企業をスクリーニングすると(図表3)、①「たばこ」(MO、PM)、②「石油・ガス貯蔵・輸送」(WMB、OKE、KMI)、③「総合電気通信サービス」(T、VZ)といったサブ業種

は属する企業が揃って年初来のトータルリターンがプラス2桁%となっていることが特徴的である。

このような高配当銘柄については、(市況変動や市場競合、規制・訴訟などによるキャッシュフローの変動による)将来的な減配リスクにも留意せねばならないが、足元のファンダメンタルズを確認しつつ選別投資する価値はあろう。(中川 雅人)

図表3:S&P500の主な低ボラ・高配当銘柄(公益事業、不動産を除く)

| 銘柄名                | ティッカー | セクター           | 配当利回り<br>(直近年換算) | ボラティリティ<br>(260日) | 年初来<br>トータルリターン | 直近株価<br>(ドル) | 直近時価総額<br>(億ドル) |
|--------------------|-------|----------------|------------------|-------------------|-----------------|--------------|-----------------|
| アルトリア グループ         | MO    | 生活必需品          | 7.9%             | 19.5              | 34.3%           | 51.83        | 884             |
| フィリップ モリス IN       | PM    | 生活必需品          | 4.1%             | 21.1              | 31.0%           | 120.77       | 1,867           |
| ウィリアムソン            | WMB   | エネルギー          | 4.1%             | 18.3              | 31.0%           | 77.47        | 344             |
| ワンオナー              | OKE   | エネルギー          | 4.1%             | 20.5              | 28.8%           | 80.00        | 311             |
| ダイヤモンド バック エナジー    | FANG  | エネルギー          | 4.9%             | 24.6              | 28.1%           | 191.73       | 342             |
| キンダー モルガン          | KMI   | エネルギー          | 5.5%             | 17.3              | 24.4%           | 21.00        | 466             |
| AT&T               | T     | コミュニケーション サービス | 5.7%             | 21.7              | 22.1%           | 19.51        | 1,399           |
| アムコール              | AMCR  | 素材             | 4.6%             | 22.6              | 16.4%           | 10.93        | 158             |
| ベライゾン コミュニケーションズ   | VZ    | コミュニケーション サービス | 6.5%             | 22.6              | 14.4%           | 40.87        | 1,720           |
| ブルデンシャル ファイナンシャル   | PRU   | 金融             | 4.5%             | 22.2              | 14.1%           | 115.24       | 411             |
| コナグラ ブランズ          | CAG   | 生活必需品          | 4.6%             | 21.4              | 11.0%           | 30.48        | 146             |
| ファイザー              | PFE   | ヘルスケア          | 5.8%             | 25.4              | 5.3%            | 28.78        | 1,631           |
| ライオンデルハゼル インダストリーズ | LYB   | 素材             | 5.6%             | 19.2              | 4.7%            | 96.34        | 313             |
| T ロウ プライス グループ     | TROW  | 金融             | 4.5%             | 24.1              | 3.9%            | 109.23       | 243             |
| シェブロン              | CVX   | エネルギー          | 4.5%             | 20.9              | 0.6%            | 145.73       | 2,665           |
| インターパブリック グループ     | IPG   | コミュニケーション サービス | 4.2%             | 21.8              | -1.0%           | 31.66        | 119             |
| ダウ インク             | DOW   | 素材             | 5.3%             | 19.8              | -1.0%           | 52.56        | 370             |
| デボン エナジー           | DVN   | エネルギー          | 4.0%             | 26.1              | -1.6%           | 43.67        | 273             |
| プリストル マイヤーズ スクイブ   | BMY   | ヘルスケア          | 5.0%             | 26.3              | -1.9%           | 47.62        | 965             |
| クラフト ハイツ           | KHC   | 生活必需品          | 4.5%             | 20.6              | -1.9%           | 35.52        | 429             |
| ギリアド サイエンス         | GILD  | ヘルスケア          | 4.1%             | 24.5              | -5.2%           | 75.90        | 945             |

出所:ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成

\* データはすべて8/22終値時点。配当利回りは直近公表済み配当金の年換算ベース。S&P500構成銘柄のうちで配当利回りが同日時点の米10年国債利回り(3.8512%)を上回り、ボラティリティが構成銘柄平均(27.7)を下回るものを、年初来のトータルリターンが高い順にランキング。

## 東海東京インテリジェンス・ラボからの注意事項

### 【レーティングの定義】

|              |                                                |
|--------------|------------------------------------------------|
| Outperform   | 今後 12 カ月間における投資成果がベンチマークに対して 10%以上上回るとアナリストが予想 |
| Neutral      | 今後 12 カ月間における投資成果がベンチマークに対して±10%未満とアナリストが予想    |
| Underperform | 今後 12 カ月間における投資成果がベンチマークに対して 10%以上下回るとアナリストが予想 |
| NR           | レーティング、目標株価を付与せず                               |
| Suspended    | 一時的に投資判断、目標株価を保留                               |

このレポートは、株式会社東海東京インテリジェンス・ラボ(以下「弊社」)が作成し、弊社の許諾を受けた証券会社、及び情報提供会社等から直接提供する形でのみ配布いたしております。提供されたお客様限りでご利用ください。

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘を目的としたものではありません。このため、各証券会社において取り扱いのない金融商品に言及することがあります。投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されておりますが、弊社は、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された内容は、作成日におけるものであり、予告なく変更する場合があります。このレポートの権利は弊社に帰属しており、いかなる目的であれ、無断で複製又は転送等を行わないようお願いいたします。

レーティング表記は、投資成果がベンチマークに対してOutperform、Neutral、Underperformの3つで区分されます。ベンチマークは、日本株式がTOPIX、外国株式がS&P500です。また、レーティング、目標株価が無い場合はNR(一時的に投資判断、目標株価を保留する場合)とSuspendedと表記しています。対象期間は、レーティングが与された日を起点として、12か月程度を想定しております。

アナリストのレポートにおいて、特定の目標株価に言及した場合、その目標株価は、レポートによる当該企業の業績に基づくもので、期間は12か月程度を想定しております。実際の株価は、当該企業の業績動向や、当該企業に関わる市場や経済環境などのリスク要因により、目標株価に達しない可能性があります。

このレポートで述べられている見解は、当該証券又は発行会社に関する執筆者の意見を正確に反映したものです。執筆者の過去、現在そして将来の報酬のいかなる部分も、直接、間接を問わず、このレポートの投資判断や記述内容に関連するものではありません。

弊社は、このレポートを含め、経済・金融・証券等に関する各種情報を作成し、証券会社等に提供することを主たる事業内容としており、弊社の許諾を受けた証券会社よりこのレポートの対価を得ております。

## 東海東京証券からの注意事項

このレポートは、株式会社東海東京インテリジェンス・ラボが作成し、東海東京証券株式会社が許諾を受けて提供いたしております。投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

### 金融商品取引法に基づきお客様にご留意いただきたい事項を以下に記載させていただきます

#### 東海東京証券の概要

商号等 : 東海東京証券株式会社 金融商品取引業者 東海財務局長(金商)第140号

加入協会 : 日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会  
一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人日本STO協会

### 【リスクについて】

- ◎ 国内外の金融商品取引所に上場されている有価証券(上場有価証券等)の売買等に当たっては、株式相場、金利水準等の変動や、投資信託、投資証券、受益証券発行信託の受益証券等の裏付けとなっている株式、債券、投資信託、不動産、商品等(裏付け資産)の価格や評価額の変動に伴い、上場有価証券等の価格等が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ◎ 上場有価証券等の発行者等の業務や財産の状況等に変化が生じた場合や、裏付け資産の発行者等の業務や財産の状況等に変化が生じた場合、上場有価証券等の価格が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ◎ 新株予約権、取得請求権等が付された上場有価証券等については、これらの権利を行使できる期間に制限がありますので、ご注意ください。

- ◎ 上場有価証券等が外国証券である場合、為替相場(円貨と外貨の交換比率)が変化することにより、為替相場が円高になる過程では外国証券を円貨換算した価値は下落し、逆に円安になる過程では外国証券を円貨換算した価値は上昇することになります。したがって、為替相場の状況によっては為替差損が生じるおそれがあります。
- ◎ 信用取引またはデリバティブ取引を行う場合は、その損失の額がお客様より差入れいただいた委託保証金または証拠金の額を上回るおそれがあります。
- ※ 裏付け資産が、投資信託、投資証券、預託証券、受益証券発行信託の受益証券等である場合には、その最終的な裏付け資産を含みます。
- ※ 新規公開株式、新規公開の投資証券及び非上場債券等についても、上記と同様のリスクがあります。
- ◎ 上記以外の上場有価証券等にも価格等の変動による損失が生じるおそれがありますので、上場有価証券等の取引に際しては、当該商品等の契約締結前交付書面等をよくお読みください。

## 【手数料等諸費用について】

### I. 国内の金融商品取引所に上場されている有価証券等

国内の取引所金融商品市場における上場有価証券等の売買等についてお支払いいただく委託手数料等は、次の通りです。

#### (1) 国内の金融商品取引所に上場されている株券等(新株予約権付社債券を除く)

委託手数料(上限は約定代金の1.265%(税込))がかかります。

#### (2) 国内の金融商品取引所に上場されている新株予約権付社債券

委託手数料(上限は約定代金の1.100%(税込))がかかります。

※上記金額が2,750円(税込)に満たない場合は、2,750円(税込)になります。

※信用取引には、委託手数料に加え、委託保証金を差し入れていただきます。国内取引における信用取引の委託保証金は、売買代金の30%以上で、かつ500万円以上、ダイレクト信用取引の委託保証金は、売買代金の33%以上で、かつ30万円以上が事前が必要です。加えて、買付の場合は金利、売付の場合は貸株料及び品貸料等をいただきます。金利、貸株料、品貸料等の額は、その時々々の金利情勢等に基づき決定されますので、金額等をあらかじめ記載することはできません。

### II. 外国金融商品市場等に上場されている株券等

外国株券等(外国の預託証券、投資信託等を含みます)の取引には、国内の取引所金融商品市場における外国株券等の売買等のほか、外国金融商品市場等における委託取引と国内店頭取引の2通りの方法があります。

#### (1) 外国金融商品市場等における委託取引

##### ① 国内取次ぎ手数料

国内取次ぎ手数料(上限:約定代金の1.430%(税込))がかかります。

##### ② 外国金融商品市場等における委託手数料等

外国株券等の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における委託手数料及び公租公課その他の諸費用が発生します。当該諸費用は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、本書面上その金額等をあらかじめ記載することはできません。

#### (2) 国内店頭取引

お客様に提示する売り・買い参考価格は、直近の外国金融商品市場等における取引価格等を基準に合理的かつ適正な方法で算出した社内価格を仲値として、仲値と売り・買い参考価格との差がそれぞれ原則として1.50%、2.50%(手数料相当額)となるように設定したものです。当該参考価格には手数料相当額が含まれているため、別途手数料は頂戴いたしません。

※外国株券等の売買等にあたり、円貨と外貨を交換する際の為替レートは、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものといたします。

### III. その他

募集、売出し又は相対取引の場合は、購入対価をお支払いいただきます。また、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。

**金融商品等にご投資いただく際のリスク、手数料等は、金融商品等ごとに異なりますので、契約締結前交付書面や上場有価証券等書面または目論見書等をよくお読みください。**