

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2024/11/17

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. ジェンスン・フアンCEOとエヌビディアはいかにしてAI革命の先頭に立ったか - How Jensen Huang and Nvidia Led an AI Revolution [カバーストーリー]
独自の企業文化と「意志の力」 P.1
2. インフレ時代の味方、コモディティ投資 - Inflation May Not Be Tamed. Commodities Can Protect You. [フィーチャー]
銅、トウモロコシ、原油でポートフォリオ防衛 P.5
3. 投資家はAIによる生産性向上に注目し始めている - The Age of AI Is Still in the Early Innings. These 3 Stocks Will Keep Winning [ハイテク]
今後も株価が上昇し続ける3つの銘柄とは？ P.8
4. トランプ次期米大統領の貿易戦争で世界経済は混乱へ - Trump's Trade War Would Upend the Global Economy [フィーチャー]
シナリオと経済および市場への影響 P.13
5. 人気のコストコやウォルマート以外にも選好される銘柄 - Costco and Walmart Are Easy to Love. [インタビュー]
コロンビア・スレッドニードル・インベストメンツのショア氏に聞く P.18
6. トランプラリーを阻んだ要因とは？インフレと政治的な不確実性 - What Killed the Trump Rally? Inflation and Political Uncertainties. [コラム]
株式市場を揺るがす要因：トランプ政権の人事と経済の懸念 P.21
7. インフレ懸念はまだ消えていない - Inflation Isn't Dead Yet. The Post-Election Rally Might Be. [米国株式市場]
割高感と金利上昇で選挙以降の上昇相場は一服か P.24
8. 企業行動に変更迫るトランプ関税、米国のGDPへの影響は？ - Trump's Tariff Plans Are Changing Company Behavior. [経済政策]
前倒し発注が経済成長を一時的に押し上げか P.26
9. 時価総額1000億ドルの知られざるAI・ゲーム関連企業 - This Little-Known AI and Games Company Is Worth \$100 Billion. [投資戦略]
われわれはなぜ見過ごしてしまったのか P.27
10. S&P500指数の配当利回り低下: ハイテク株が原因 - The Case of the S&P 500's Shrinking Dividend Yields: Blame the Techs. [経済関連スケジュール]
ハイテク大型株など上位構成銘柄がほぼ無配 P.30

※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。

1. ジェンソン・フアンCEOとエヌビディアはいかにしてAI革命の先頭に立ったか [カバーストーリー]

How Jensen Huang and Nvidia Led an AI Revolution
独自の企業文化と「意志の力」

エヌビディアの象徴はホワイトボード



Illustration by Patrick Leger

筆者が2023年5月初めに半導体大手エヌビディア<NVDA>に関する本の執筆に取り組み始めたころ、人工知能（AI）ブームはまだ初期段階にあった。筆者は半導体セクターとテクノロジー業界全体を長年取材してきた経験から、パーティーは始まったばかりだと確信しており、その中心にいたのがエヌビディアだった。当時、エヌビディアの時価総額は既に7000億ドルに達しており、「1兆ドルクラブ」の仲間入りまであと一歩に見えた。

しかし、その後に起きたことは想像を超えていた。筆者が執筆のための調査を開始してから数週間後、エヌビディアはあるアナリストが「歴史上最大の上振れ」と称した決算を発表し、その後の四半期決算でも連続して3桁の成長率を上げた。エヌビディアほどの規模の企業としては前代未聞だ。現在、あらゆる大手テクノロジー企業がエヌビディアの製品をわれ先にと求めている。エヌビディアの画像処理半導体（GPU）を利用できるかどうかは、世界の超大国にとって国家安全保障上の問題だ。時価総額は3兆6000億ドルで、史上最も価値が高い企業となっている。

筆者は幸運にも、こうした変化を最前線で観察し、エヌビディアの重要なパートナー、経営幹部、そして共同創業者のジェンソン・フアン最高経営責任者（CEO）に取材することができた。フアンCEOは、約30年前に実質的にエヌビディアをこの世に生み出した人物だ。そのストーリーには、すべてのテクノロジー投資家と起業家にとって重要な教訓が詰まっている。

フアンCEOはホワイトボードを好む。フアン氏は多くの会議で、お気に入りのマーカーを手に、問題やアイデアを図解する。また、「教師」と「生徒」の役割を交代することで、従業員が協力して思考を深め、問題を解決する文化を育んでいる。フアン氏のスケッチは非常に正確で、技術文書にそのまま使えるほどだ。複雑な概念をほとんど誰でも分かるように説明できることから、エヌビディアの従業員はフアン氏を「ジェンソン教授」と呼ぶ。

エヌビディアのホワイトボードは単なる会議でのコミュニケーション手段ではない。それは、どんな素晴らしいアイデアもいつかは消去され、新たなアイデアに取って代わられるという信念を体現している。カリフォルニア州サンタクララの2棟の本社ビルでは、すべての会議室にホワイトボードが設置されており、毎日のあらゆるミーティングが新たな機会であること、そしてイノベーションが必須であることを示している。

エヌビディアは1990年代に小さなマイクロチップ設計会社としてスタートした。当時は数十社のGPUメーカーの一社にすぎず、主にシューティングなどのゲームで最高のパフォーマンスを求める熱心な

ゲームファンに知られる存在だった。しかし、今ではAI時代に先進的なプロセッサを提供する主要なサプライヤーに成長した。

エヌビディアのプロセッサの構造は、数学的な演算を複数同時に実行できるという点でAIに適している。この特徴は先進的な大規模言語モデルの訓練と実行に必要不可欠だ。エヌビディアは早くからAIの重要性を認識し、10年以上にわたってハードウェアの機能向上、AIソフトウェアツールの開発、ネットワークキングのパフォーマンス最適化などに投資してきた。その結果、エヌビディアのテクノロジーの枠組みは現在のAIブームの最大の受益者となっている。

2024年6月18日、エヌビディアの時価総額は約3兆3000億ドルに達し、マイクロソフト<MSFT>を抜いて世界で最も価値のある企業となった。株価はそれ以前の12カ月間で3倍に上昇した。

エヌビディアが新規株式公開（IPO）を実施した1999年初めから2023年末までの年率複利リターンは3%で、少なくとも過去20年間の米国株の中で最も高い。投資家が1999年1月22日の上場時にエヌビディアの株式を1万ドル購入した場合、2023年12月31日には1320万ドルだったことになる。

フアンCEOはAIブームの前からちょっとした有名人で、2021年にはタイム誌の世界で最も影響力のある100人に選ばれていた。しかし、エヌビディアの時価総額が1兆ドル、2兆ドル、3兆ドルに達するにつれて、フアン氏の知名度も上がっていった。今では、記事や動画において、フアン氏のトレードマークであるレザージャケットとシンプルな横分けの白髪を目にすることは珍しくない。

半導体業界を長年追っている人にとっては、フアン氏はかなり昔から名が知られている。フアン氏は創業から約30年間ずっとエヌビディアを率いており、現在のテクノロジー企業のCEOの中で最も長く在任している。フアン氏はエヌビディアが半導体業界で生き残るだけでなく、業界内と世界中のあらゆる企業を追い抜く原動力になっている。

過去を振り返らず未来に集中



Courtesy Tae Kim

筆者はキャリアの大部分でエヌビディアを追いつけているが、あくまで外部の観察者にとどまっていた。エヌビディアの成功の秘密を探るには、社内外で多くの人に話を聞く必要があった。また、フアンCEOとも直接話をしなければならなかった。つまり、エヌビディアの従業員と同様に、フアン氏の「生徒」になることだ。

エヌビディアの時価総額が世界最大となる4日前、筆者はそのチャンスを得た。2024年6月のカリフォルニア工科大学（カルテック）の卒業式でフアン氏が講演した直後に、取材の予定を

入れてくれることになったのだ。6月14日、筆者はカルテックのステージの前でフアン氏の講演を聞いた。

フアン氏は講演で、カルテックからの卒業は卒業生にとって人生のピークの一つになるだろうと述

べ、「私と皆さんはどちらもキャリアのピークにある。皆さんの場合、これから幾つものピークが訪れるだろう。私も今日が私自身にとって一番のピークではないことを願っている」と語った。フアン氏は、エヌビディアが今後もより多くのピークを迎えられるように、これまでと変わらず努力することを誓い、これには卒業生も同様に努力すべきであるとの意味が含まれていた。

その後、筆者はケック宇宙研究所でフアン氏と会談した。筆者は、かつて自分がPCゲームオタクで、1990年代から自分でコンピューターを組み立てていたことや、グラフィックカード（PCの画像処理を担当する部品）について調べていた時にエヌビディアを知り、いつもその製品を選んでいたことを伝えた。また、以前ウォール街のファンドに勤めていた時に、エヌビディアへの投資が最初の大きな勝利になったことにも言及した。フアン氏は無表情に「それは良かった。エヌビディアは私にとっても最初の大きな勝利だ」と述べた。

われわれはエヌビディアの歴史について幅広く議論した。フアン氏はエヌビディアの元従業員の多くが創業当初を懐かしんでいることを知っていた。しかし、フアン氏は当時のエヌビディアや自身の失敗について、過度に前向きに捉えることを拒んだ。

フアン氏は「若いころは多くのことに失敗した。エヌビディアは創業1日目から素晴らしい企業だったわけではない。われわれが31年かけて素晴らしい企業にしたのだ。もし最初から優れていたら、NV1やNV2（エヌビディア初期の失敗作で、そのために会社が倒産しそうになった）を生み出したりしない。われわれの最大の敵はわれわれ自身だった」と語った。

エヌビディアは倒れかけるたびに教訓を学んできた。また、ロイヤルティーの高い従業員を中核に保持し、その多くは現在も社内に残っている。もちろん、去った従業員もいたので、新入社員を受け入れることも必要だった。フアン氏は「いつでも誰かが去り、そのたびに立ち上がってきた。会社が存続できるように治療してきた」と述べた。

フアン氏は「エヌビディアの最初の15年間にジェンスン・フアンが関わっていなかったら良かったのに」と言って笑った。つまり、当時の経営や自身の未熟さ、戦略的思考の欠如を恥じていた。筆者は創業者に向かって過去のエヌビディアを擁護するという奇妙な立場に置かれた。初期の経営判断が悪いものばかりではなかったことや、一部の失敗が予測不可能な要因やコントロールできない要因によるものだったことなどを指摘したが、フアン氏は「もう結構だよ。過去のわれわれについて話すのは好きじゃない」と述べた。

筆者は、これがエヌビディアに浸透している考え方であることに気付いた。つまり、成功か失敗にかかわらず、過去を振り返ることを良しとせず、まっさらなホワイトボードのような未来の機会に集中することを重んじる文化だ。しかし、これまでの道のりを知らなければ、現在のエヌビディアを理解することはできない。

■ フアン氏が去った後の姿は不透明

エヌビディアの決定的な特徴は高い技術力や財務的なリソースではない。未来を見通す神秘的な力や運でもない。それは独自の組織設計と企業文化であり、筆者が「エヌビディア・ウェイ」と呼ぶものだ。各従業員は異例の独立性を与えられるとともに、最大の速度で最高の質を実現することが要求される。これにより、フアン氏は戦略家兼実行者として行動し、社内のすべてを見渡すことができる。

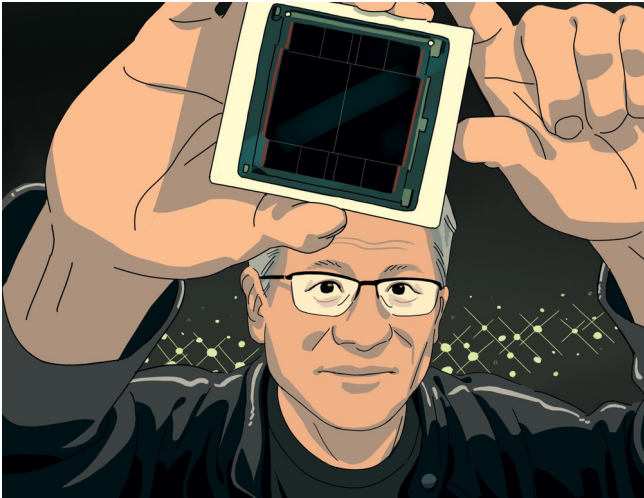


Illustration by Patrick Leger

エヌビディア・ウェイはほとんど超人的な水準の努力と精神的タフさをすべての従業員に要求する。フアン氏のマネジメントのスタイルは、他のいかなる米国企業とも異なっている。

フアン氏がこのようなマネジメント方法を取るのには、エヌビディアの最大の敵は競合他社ではなく、エヌビディア自身だと考えているからだ。より具体的に言えば、成功した企業にまわりつく自己満足である。筆者は記者として、企業が成功し成長するにつれて、主に社内政治によって機能不全に陥りがちであることを見てきた。従業員がイノベーションの推進や顧客へのサービスではなく、自分の上司を出世させる

ことに集中するようになるのだ。フアン氏はそういったものを排除するようにエヌビディアを構築している。

フアン氏は「時とともに、人々がどのように自分の縄張りアイデアを守ろうとするのか分かるようになった。私はよりフラットな組織を作った」と語る。フアン氏が社内政治を防ぐための手段は、公の場で説明責任を持たせることと、必要であれば人前で恥をかかせることだ。フアン氏は「リーダーが他人の成功のために闘わないときや、他人から機会を奪おうとするとき、それを明確に指摘する。私は他人を非難することをいとわない」と話す。

エヌビディアの独自の文化は、テクノロジー業界から見ても奇妙で非常に厳しいものに思えるかもしれない。しかし、筆者が取材したエヌビディアの元従業員の中にそれを批判する者はほとんどいなかった。元従業員は、エヌビディアは大きな組織にありがちな社内政治や優柔不断さとはおおむね無縁だったと語った。またエヌビディアは従業員に力を与えるだけでなく、雇用の必要条件として、職業的使命を全うすることを求めたという。

ある意味では、それこそがエヌビディア・ウェイの最も純粋な形である。自分の仕事に最善を尽くすことで非常に大きな報酬が得られるという確固たる信念が存在し、逆境を耐え抜く原動力になっている。フアン氏が筆者の目を真っすぐ見て述べたように、エヌビディアの成功の秘訣（ひけつ）は「純粋な意志の力」であり、それ以上のものではない。

より正確に言えば、エヌビディアを形成してきたのはフアン氏の個人的な意志だ。フアン氏はエヌビディアの歴史の中でほとんどの重要な意思決定を下してきた。フアン氏が新たなテクノロジーに対して適切かつ大規模に投資できるのは、工学のバックグラウンドに基づく深い技術知識を持っているからだ。筆者は本書でエヌビディア・ウェイを幾つかの原則に落とし込み、誰もがそれを学べるようにすることを試みている。しかし、その背後には、「エヌビディアをCEOと切り離すことはできるのか」という疑問が横たわっている。

本書の執筆時点でフアン氏は61歳で、人生の半分以上の31年にわたってエヌビディアを率いている。エヌビディアはかつてないほど大きく、多くの利益を生み出し、世界経済にとって重要な存在になったが、いまだにフアン氏に依存している。アップル<AAPL>はスティーブ・ジョブズを1985年に追

放した後も、復帰したジョブズが2011年に死去した後も生き延びた。アマゾン・ドット・コム<AMZN>、マイクロソフト、アルファベット<GOOGL>も創業者が去った後に成功を収めた。いつかはエヌビディアも同様の变化に直面する。フアン氏がなくなった後のエヌビディアがどのようなものになるか、その文化と勢いが維持されるかどうかは明確ではない。

結局、ホワイトボードは、マーカーを握る人物より有用であることはなく、天才を映し出すことはできても生み出すことはできない。

本記事は本誌テイ・キム記者の著書『The Nvidia Way: Jensen Huang and the Making of a Tech Giant (エヌビディア・ウェイ：ジェンスン・フアンと巨大テクノロジー企業の成立)』（米国では12月10日出版予定）から出版社の許可を得て抜粋した。

By Tae Kim
(Source: Dow Jones)

2. インフレ時代の味方、コモディティ投資

[フィーチャー]

Inflation May Not Be Tamed. Commodities Can Protect You.
銅、トウモロコシ、原油でポートフォリオ防衛

2年連続で株式をアンダーパフォームしたコモディティ



Rodrigo Buendia/AFP/Getty Images

次期トランプ米政権下でインフレが再燃する可能性がある中、2年連続で株式をアンダーパフォームしている人気のない資産クラス、コモディティに投資する好機が訪れているのかもしれない。

コモディティの主要指標であるブルームバーグ商品指数は、2023年の13%下落に続いて2024年は年初来2%下落している。一方で、S&P500指数はそれぞれ26%、25%の上昇を記録している。

プライベート・エクイティ、不動産、プライベート・クレジットといったいわゆるオルタナティブ投資は富裕層の間でますます人気が高まっているが、個人投資家の多くはコモディティに直接投資することがほとんどない。ゴールドマン・サックスがファミリー・オフィス（超富裕層が自ら資産運用を行う）を対象に実施した調査によれば、プライベート・エクイティへの投資比率が26%であるのに対し、コモディティへの配分はわずか1%だった。

ミューチュアルファンドや上場投資信託（ETF）など、さまざまな戦略で運用されているコモディティ投資資産は2500億ドルと推定されており、50兆ドル以上の時価総額があるS&P 500指数の0.5%にも満たない。しかし、トランプ氏が選挙公約の関税引き上げを実行すれば、物価上昇につながり、コモディティ投資のパフォーマンスが今後改善する可能性があると考えられる。

インフレヘッジとなるコモディティ

Broad Commodity Funds

ETF / Ticker	Recent Price	YTD Return	Total Assets (billion)
Invesco Optimum Yield Diversified Commodity Strategy No K-1 / PDBC	\$13.24	-0.5%	\$4.4
First Trust Global Tactical Commodity Strategy / FTGC	23.25	6.0	2.2
Invesco DB Commodity Index Tracking / DBC	21.93	-0.5	1.4
iShares S&P GSCI Commodity-Indexed Trust / GSG	20.81	3.7	0.9

Fund / Ticker	Recent Price	YTD Return	Total Assets (billion)
Pimco CommodityRealReturn Strategy / PCRIX	\$12.78	1.2%	\$3.6

Single Commodity ETFs

ETF / Ticker	Recent Price	YTD Return	Total Assets (billion)
SPDR Gold Trust / GLD	\$237.01	24.0%	\$71.6
iShares Silver Trust / SLV	27.81	27.7	14.1
United States Oil / USO	71.29	7.0	1.2
United States Natural Gas / UNG	13.15	-35.2	1.0

Source: Bloomberg

インベスコのコモディティ・ストラテジストであるキャシー・クリスキー氏は「コモディティ投資はインフレヘッジであり、分散投資の手段だ。インフレ時代に突入する可能性があり、最も効率的なヘッジ手段だ」と話す。

クリスキー氏のインフレ予測が外れたとしても、コモディティを保有することに意味がある。クリスキー氏が推奨する5%の配分は、S&P500指数が19%下落し、ブルームバーグ商品指数が14%上昇した2022年のような年には有効だった可能性がある。株式と債券を60対40で配分する従来型のポートフ

オリオではなく、コモディティーを含めた60-35-5のポートフォリオが、今後数年間は有効なアプローチとなり得る。

■ 現物、ETF、ミューチュアルファンド、どれに投資すべきか

多くの投資家は、主にエネルギー株などの資源開発銘柄を通じてコモディティーに投資しているが、コモディティーへの直接投資も重要である。例えば、過去5年間では、金現物やSPDRゴールド・トラスト<GLD>のような金ETFを購入する方が、バリック・ゴールド<GOLD>やニューモント<NEM>といった金鉱株を購入するよりも良い結果をもたらした。

投資家は、さまざまなETFやミューチュアルファンドを通じてコモディティーを保有することができる。利点の一つは、こうしたファンドが先物を証拠金で買い、残りの資金を短期国債などの債券に投資し、2%から4%の利回りを投資家に提供できることだ。証拠金は取引金額のわずか10%で済むため、残りの90%を他の投資に回すことができる。

インベスコ・オプティマム・イールド・ダイバーシファイド・コモディティー戦略No K-1<PDBC>は44億ドル規模で、コモディティー関連の最大のETFだ。その名称が示す通り、このETFは税務申告のための書類としてK-1ではなく、一般的なミューチュアルファンドと同様の1099を発行する。K-1は、税務申告の準備に遅延や追加費用が発生する可能性があるため、多くの投資家に敬遠されている。ETFのインベスコDBコモディティー・インデックス・トラッキング<DBC>はK-1を発行する。

ファンドやETFは、それぞれ異なるコモディティー指数に連動しており、個別のコモディティーへのエクスポージャーも異なる。ミューチュアルファンドであるピムコ・コモディティー・リアルリターン・ストラテジー<PCRIX>はブルームバーグ商品指数のエネルギー、農業、貴金属の各セクターにほぼ3分の1ずつ配分している。一方、ETFであるiシェアーズS&P GSCIコモディティー・インデックス・トラスト<GSG>とインベスコの二つのコモディティーETFは、エネルギーに50%以上を配分する指数に連動している。

金は過去25年間でS&P500指数を上回るリターンを上げているが、コモディティーは全体として、高いボラティリティーや株式と比較して低いパフォーマンスが批判されることがある。また、トランプ関税の発動が海外経済に悪影響を及ぼす可能性があり、これがコモディティー市場の先行きを不透明にしている。

■ 織り込まれている悪いニュース

しかし、多くの悪材料は既にコモディティー市場に織り込まれている可能性がある。米国の原油指標であるウエスト・テキサス・インターミディエート（WTI）原油先物価格は今年4%下落し、1バレル70ドルを下回っている。また、天然ガス価格は30%下落し、1000立方フィート当たり3ドルを下回っている。

ピムコのポートフォリオ・マネジャーであるグレッグ・シャレノフ氏は、中国の経済問題が原油を含むコモディティー市場の重荷となっていると指摘する。シャレノフ氏は、中国の経済活性化が成功する「確率が低いと見込む」投資家にはチャンスがあるとみている。

銅は電気自動車（EV）や再生可能エネルギー向けに利用が拡大し、「グリーンメタル」として注目されている。しかし、年初来の価格は1ポンド当たり4ドル強とほとんど上昇していない。特に、世界最大の銅消費国である中国が景気刺激策を継続する場合には、銅投資の好機となる可能性がある。

銀は、ソーラーパネルの構成要素として再生可能エネルギー分野における主要金属の一つである。年間の採掘量は約300億ドル相当で、金の年間採掘価値の約10分の1にとどまる。

トウモロコシと小麦の価格は、数年来の安値水準にあり、生産コストに近づいているため、この先の下落幅が限定的だろう。トウモロコシは1ブッシェル当たり4ドル強、小麦は同5.50ドルで取引されており、2022年のピーク時のほぼ半値だ。穀物ETFを運用するテウクリウムのシニア・ポートフォリオ・ストラテジストであるジェイク・ハンリー氏は、過去5年のうち4年間で小麦の消費量が生産量を上回っていることから、小麦の市況見通しが穀物の中で最も明るい可能性があるとは指摘する。また、地球温暖化の影響にもかかわらず、米中西部では10年以上も干ばつによる穀物収穫量の減少は起きていない。もし2025年に干ばつが発生すれば、穀物価格は急騰する可能性がある。穀物ETFであるテウクリウム・コーン・ファンド<CORN>とテウクリウム・ウィート・ファンド<WEAT>は、52週安値付近で取引されている。

好機が来たコモディティー投資

金や銀をはじめとする多くのコモディティーは、米大統領選挙以来、金利上昇の影響もあり圧力を受けている。ブルームバーグ商品指数は、トランプ氏の勝利以来3%下落している。コモディティー投資ではタイミングが重要であり、今が投資家にとって良い参入タイミングであるように思える。

コモディティーが輝く時が来たのかもしれない。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

3. 投資家はAIによる生産性向上に注目し始めている

[ハイテク]

The Age of AI Is Still in the Early Innings. These 3 Stocks Will Keep Winning
今後も株価が上昇し続ける3つの銘柄とは？

AIを活用した既存ビジネスの変革が始まった

人工知能（AI）革命が始まってから2年が経過し、当初はAIがもたらすメリットに注目していた投資家は今やAIインフラ構築に必要な巨額のコストを気に懸けている。

大手ハイテク企業は今年、データセンターの構築、AIモデルの学習に必要な半導体の購入、電力供給のために合計2000億ドルを超える設備投資を行う。こうした投資が見返りをもたらすことは確実であり、今後数カ月から数年以内に投資家にサプライズを与えるかもしれない。

ハイテクヘッジファンドであるコーチャー・マネジメントの経営者、フィリップ・ラフォン氏は今年7月に開催された自社の年次会議で、「古いインフラを一掃し、新しいインフラを建設しようとしている」と語った。ラフォン氏はこの1年間、ハイテクの枠を超えて公益株や資本財株を購入してきた。AI

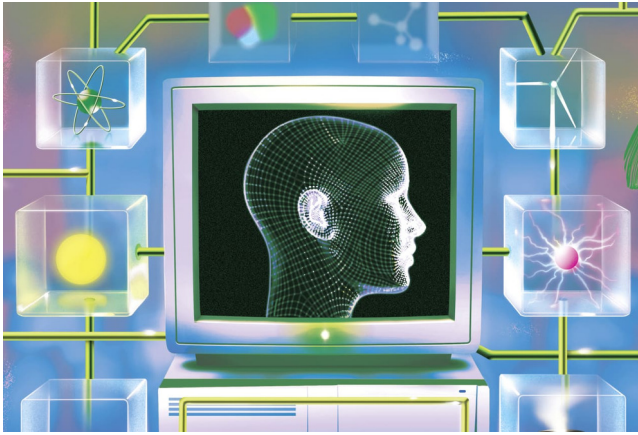


Illustration by Lorenzo Matteucci

が公益事業や資本財事業を長い眠りから揺り起こしている。

本誌はこの記事のために、最高経営責任者（CEO）、最高技術責任者、データセンターアーキテクト、政策の専門家など、十数人の上級管理職にインタビューした。その全員が、AIは既に業務プロセスと知識検索のあり方を変え、従業員の生産性を向上させていると述べ、ハイテク企業による支出の波は必要であり正当化されると指摘した。

AI向けデータセンターは大量の電力を必要とする

AI Casts a Wide Net

Chip makers are not the only winners in this year's AI boom.

Company / Ticker	YTD Change	Industry
Vistra / VST	269%	Utilities
Palantir Technologies / PLTR	254%	Software
Nvidia / NVDA	195%	Semiconductors
Axon Enterprise / AXON	133%	Industrial
Targa Resources / TRGP	122%	Energy
United Airlines Holdings / UAL	118%	Industrial
Howmet Aerospace / HWM	114%	Industrial
Fair Isaac / FICO	102%	Financial Services
Constellation Energy / CEG	93%	Utilities
KKR / KKR	84%	Financial Services

Note: S&P 500 winners as of Nov. 13

Source: FactSet

クラウドコンピューティングを支える現在のデータセンターは通常、約50メガワット（MW）の電力を使用するのに対し、AIデータセンターはその10倍の電力を必要とする。

データセンター向けの電力および冷却インフラ機器大手バーティブ・ホールディングス<VRT>のジョルダーノ・アルベルタッジCEOは、電力容量500MW超のデータセンターを建設する顧客が増えている

ると言う。また、別のある経営幹部は、電力容量が500MWを超えるデータセンタープロジェクトが少なくとも10件あり、そのすべてが今後3年以内に建設されると語っている。

AIモデルの学習に要する費用も飛躍的に増加



Illustration by Lorenzo Matteucci

AIの基盤技術は、AIモデルの学習に使用されるコンピューター的能力とデータの量に応じてAIモデルが改善され続けるという「スケールン則」の恩恵を享受し続けている。

新しいAIモデルを構築するための費用が高騰しているのは確かだ。バーンスタインの試算によると、オープンAIが現在展開しているGPT-4モデルの学習に3億ドルの費用がかかったのに対し、最新の二つのAIモデルではそれぞれ数十億ドルと250億ドル超の費用がかかるという。

イーロン・マスク氏が立ち上げたAIスタートアップxAI（エックスエーアイ）は今年9月初め、米半導体大手のエヌビディア＜NVDA＞製の画像処理半導体（GPU）を10万個あまり導入した。GPUの請求額だけでも数十億ドルに達す

る。xAIは今後数カ月間でGPUの数を約2倍に増やす計画だ。

米法人向けソフトウェア大手のオラクル＜ORCL＞は最近、自社で運営するクラウドコンピューティング向けデータセンターに過去最大規模のGPUクラスターを2025年上半期中に導入すると発表した。具体的には、エヌビディア製のGPUを最大13万1072個配備して顧客のAIワークロードおよび学習需要に応える。一方、メタ＜META＞（旧フェイスブック）のマーク・ザッカーバーグCEOは今年10月、メタは次世代AIモデルLlama（ラマ）4の学習に10万個を超えるエヌビディア製GPUを使用していると述べた。現行AIモデルLlama 3の学習に使用したGPUの数は1万6000個にすぎない。

こうした「他社に一步先んじるための」投資では、AIモデルの世代が変わるたびに学習に使用するGPUの数が10倍に増える。そのため、データセンターに関する現在の予測は陳腐化する可能性がある。バンク・オブ・アメリカ・グローバル・リサーチの予測によると、データセンターの設備投資額は2023年の2150億ドルから年率14%のペースで増加し、2026年には3110億ドルに達する可能性がある。だが、この予測は今後引き上げられると予想される。

AIがもたらす重要なイノベーションとは？

設備投資競争は多くの懐疑論を伴っており、AIインフラがもたらす見返りを疑問視する向きもある。しかし、懐疑論者が過小評価している可能性のある重要なイノベーションが二つある。それは、自然言語による質問内容を理解するAIモデルの能力と、AIコンピューティング能力を適用して企業内の構造化されていない膨大なデータの蓄積の中から知見を導き出す能力である。

社内データベースに隠された適切な情報を迅速かつ簡単に提供することで従業員の生産性を向上させられれば、破壊的な変革につながる。

ハイテクソリューション大手のデル・テクノロジーズ<DELL>のインフラストラクチャ・ソリューション・グループのプレジデント、アーサー・ルイス氏は、「世界のデータの多くが眠ったままだ。現在、企業はそのデータを使ってAIモデルに学習させ、データの価値を最大限に引き出そうとしている」と指摘する。

グーグルのクラウドコンピューティング部門Google Cloud（グーグル・クラウド）のテクニカルフェロー、パーサ・ランガナサン氏は、会話型インターフェースを使用して大量の複雑なデータを合成および分析するためにAIを活用する顧客が増えていると述べている。

ヒューレット・パカード・エンタープライズ<HPE>のアントニオ・ネリCEOは、顧客が大規模言語モデルを選択し、「ユニークで自社のニーズに特化した」独自データを使用してモデルを微調整しているとみている。さらに、「重要なのは、AIはビジネスの生産性を向上させるためのツールだということだ」と言う。

データセンター運営企業エクイニクス<EQIX>のエグゼクティブ・バイスプレジデント、ジョン・リン氏は、「AIの応用分野として有望なのは基礎的な物質の発見、創薬、健康増進だ」と指摘する。

生成AIの成長性は非常に大きい

医薬品のブリストル・マイヤーズ・スクイブ<BMJ>は、1年前に大型のエヌビディア製AIシステムを買い入れたが、既に成果が出ているという。ブリストルのチーフ・デジタル・テクノロジー・オフィサーを務めるグレッグ・マイヤーズ氏は、「当社の新薬開発能力は加速度的に高まっている。治療が極めて困難な疾病に効く新薬を開発するのは、科学的な課題であると同時にコンピューターを駆使して取り組む課題でもある」と語る。

マイヤーズ氏は、AIのおかげで、ブリストルの新薬開発研究者たちは、何度も医薬品の組み合わせを繰り返し、調査できるのだ、と言う。また、AIを活用することで、企業は過去の臨床試験から収集したデータを活用して、将来の臨床試験の設計に生かすことができる。マイヤーズ氏は、「AIを活用することで、結果として、臨床試験のサイクルタイムをおよそ2年短縮できそうだ」と話す。

時価総額の大きなハイテク企業は、AIの新規事業の未曾有の（みぞう）の成長性を喧伝（けんでん）している。アマゾン・ドット・コム<AMZN>のアンディ・ジェシーCEOは最近、投資家に向けて、アマゾンの生成AI事業が年間換算で「数十億ドルの売上高」に向けて順調に進展している、と語った。事業の成長率は前年比2倍以上で、アマゾン・ウェブ・サービス（AWS）のクラウド事業の初期をしのぐ。

マイクロソフト<MSFT>のサティア・ナデラCEOは、同様に、クラウド事業の急成長を強調する。ナデラ氏は先月、10-12月期のAI事業の年間換算売上高が100億ドルを超える見込みだと語り、「マイクロソフトの歴史上、この売上高のマイルストーンを最速で達成する事業になる」と述べた。

9月末で終わる最新の四半期において、アルファベットとマイクロソフト、アマゾンの3社はそれぞれ

れ、前年同期比62%、51%、81%と設備投資額を大幅に増加させた。これら3社にメタを加えた設備投資総額は今年2300億ドルを超える可能性がある。

■ 需要が殺到するNVL72システム

各社の目当ては、ある製品だ。AIサーバーのエヌビディアGB200NVL72システムである。NVL72システムは、横2フィート、縦7フィート、幅4フィート程度のサーバーラック内に72個のGPUが連結されている。この小さなコンピューティングパワーのパッケージこそが、エヌビディアと他社を差別化しているのだ。

顧客がNVL72システムに殺到するのは、先行モデルに比べてはるかに効率的かつ強力で、AIモデルの訓練やクエリー（質問）に費やす費用総額を節約することができるためだ。エヌビディアは、GB200 NVL72システムは、大規模言語モデル推論、すなわち、AIの回答生成過程において、前世代のH100 GPUの最高30倍のパフォーマンスを発揮し、AIモデルの訓練を4倍高速化できると言う。

AIの初期段階の利益が市場で公平に分配されないことは、明らかだろう。AI競争において武器商人が引き続き好機を生かすには最善で、3社の株式が好位置に付けている。エヌビディアとパーティブ、オラクルだ。

エヌビディアは引き続き、インフラ構築の中心的存在だ。ジェンスン・フアンCEOは、業界は1500億ドルから1兆ドルへと拡大するデータセンターのトランスフォーメーションの過程にあり、これが向こう4〜5年かけて起こるのだ、と語った。今のところ、半導体のアドバンスト・マイクロ・デバイセズ<AMD>やインテル<INTC>などのライバル企業は、エヌビディアのデータセンター向け包括的なソリューションに対して、まったく太刀打ちできていない。NVL72の強みを考えれば、来年も恐らくエヌビディアにとっては力強い成長が見られる1年となるだろう。

エヌビディアの株価はこの1年で3倍になり、割安感はないが、将来利益の見通しも大きく上昇していることから、割高ではない。では、投資家はどのようにエヌビディア株を評価したらよいのだろうか。

長期的な成長トレンドの最前線で急速に成長する企業に対する有用なフレームワークがあり、2年先の収益力を予想し、25を掛け合わせるのだ。ローン・パイン・キャピタルの創設者スティーブ・マンデル氏が、長期にわたり優れたトラックレコードを生み出すコツとしてアナリストに語ったものだ。

エヌビディアに当てはめると、ウォール街の2027年の1株当たり利益（EPS）は5.39ドルだが、保守的過ぎるように見える。GPUの供給制約が、エヌビディアの主要な半導体を製造する台湾積体電路製造（TSMC）<TSM>の製造能力増強により緩和されることを前提とすれば、EPS6.50ドルは妥当であろう。それに25を掛けると、エヌビディア株の目標株価は162.50ドルとなり、最近の株価水準を約10%上回る。

パーティブの装置もデータセンター機器市場で、ほぼ代替（だいたい）品が見当たらない。パーティブは、3750人の現場作業員を抱え、液体冷却装置の保守を担当する300のサービスセンターを擁する。エヌビディアの上級管理職であるマーク・ハミルトン氏は本誌に、NVL72システムの当初設計においてはすべて、液体冷却を使用することとしたのは、伝統的な空冷に比べ30%のエネルギー削減ができ

るためだ、と語った。バーティブの2027年のEPSについては、ウォール街の現在のコンセンサス予想を若干上回る5.50ドルは達成可能と見込まれる。これに、25を掛けると、株価は137.50ドルとなり、最近の終値から10%高い水準だ。

オラクルについては、現在の株価から最も上昇余地があるだろう。オラクルは、AIモデル企業がサードパーティー・クラウド・プロバイダーとして選好する企業で、エヌビディアの強力なパートナーである。オラクルのマヘシュ・シャガラジャン氏は、AI大規模言語モデルメーカーの上位5社のうち、4社がオラクルのデータセンターを利用しているという。2027年の予想EPSは10ドルで、目標株価は250ドルとなる。足元では188ドル程度で取引されている。

エヌビディア、バーティブ、オラクルはAIトレンドの唯一の勝ち組ではないが、AI投資を継続したい投資家にとっては成長と株価の面から最適な組み合わせとなる。

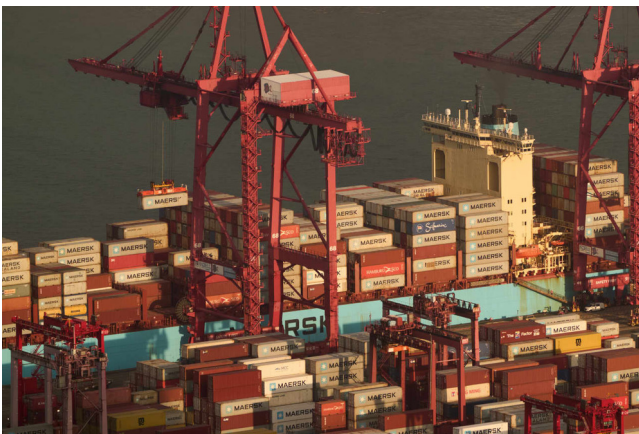
デルのルイス氏が言うように、「生成AIはまだ1回裏の序盤戦にすぎない」のだ。

By Tae Kim
(Source: Dow Jones)

4. トランプ次期米大統領の貿易戦争で世界経済は混乱へ Trump's Trade War Would Upend the Global Economy シナリオと経済および市場への影響

[フィーチャー]

関税がやって来る



Anthony Kwan/Getty Images

範囲、対象、そして最終的な目的さえも不明なままだが、トランプ次期米大統領が1期目の政権で始めた貿易戦争で新たな戦線を開くというのが、大方の予想だ。

トランプ氏は、関税を「辞書にある最も美しい言葉」と表現し、一貫して貴重な武器とみなしてきた。そのため、投資家は中国からの輸入品に60%、それ以外の輸入品に一律10~20%の関税が導入されるリスクを真剣に捉えている。関税には別の目的もある。米国企業が輸入品に対して支払う関税収入を、トランプ氏が公約した

減税の財源に充てることだ。

投資家や貿易相手国、企業の中にはシナリオに基づく対策を真剣に検討し始めたところもある。例えば、化粧品メーカーのelfビューティー<ELF>や工具メーカーのスタンレー・ブラック・アンド・デッカー<SWK>は既に投資家に対し、追加関税が導入された場合の価格上昇と成長鈍化について警告を発している。国際通貨基金（IMF）は、報復関税合戦（全面的な貿易戦争に発展しない場合）によって、2026年の世界経済生産が0.5%押し下げられる可能性があるという警告している。

2018年にトランプ大統領が仕掛けた貿易戦争と、米中関係が悪化する中での報復合戦によるボラティリティーを記憶している投資家は、当時の投資戦略を復活させつつある。一つ楽観材料があるとするれば、それは、中国が幾つかの改革と、航空機エンジン、大豆、およびサービスの購入を約束した見返りとして、一部の関税を撤回する、いわゆる「第1段階」貿易協定にトランプ大統領が合意したところで、市場が落ち着きを取り戻したことだ（その約束を中国は守らなかった）。

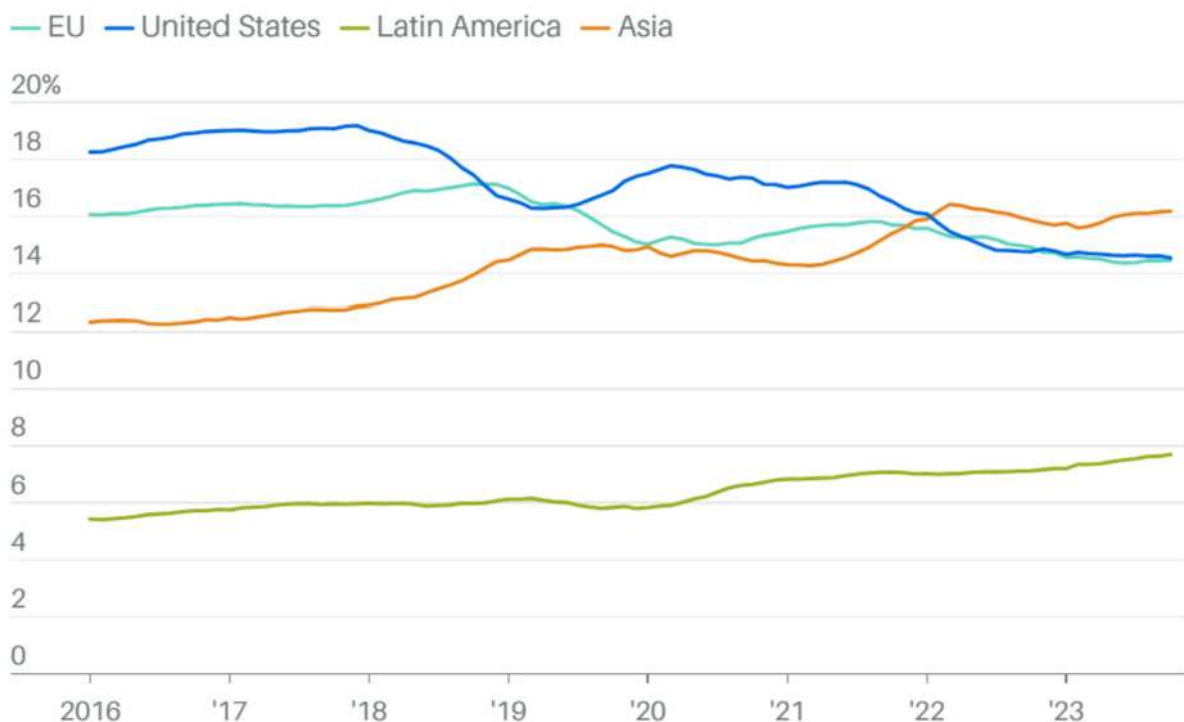
ただ、今回は、高インフレや欧州経済の低迷、中国経済の失速など、前回とは環境が大きく異なる。貿易戦争は、インフレの再燃や世界経済の成長鈍化を引き起こす可能性があり、厄介だ。

世界の貿易が混乱

Flow of Goods

China is selling more to Asia and Latin America as the U.S. share of its exports declines.

Export market share, 12-month rolling average



Source: TS Lombard

貿易パターンも再編されている。中国などは関税回避のため貿易ルートを変更しており、その結果、前回の貿易戦争で恩恵を受けたメキシコなどの国々も、トランプ新政権の標的となり得る。中国は輸出を強化し、電気自動車（EV）、鉄鋼、化学製品などの過剰生産分を海外へ輸出し、その結果、各国は国内メーカー保護のため、関税導入を余儀なくされている。

IMFで中国部門の責任者を務めていたコーネル大学のエスワー・プラサド教授は「世界は保護主義の時代に入りつつある。米国が関税に積極的になり、世界第2の経済大国が輸出拡大に躍起になる状況は、パーフェクトストーム（複合要因による破滅的な災害）を生む」と話す。

どれほどの災害になるかは、米国内外の多くの役者の複雑な絡み合いによって決まる。例えば、新政

権で誰が影響力を持つかだ。対中依存度引き下げを主張し、第1期トランプ政権でも貿易政策を立案したロバート・ライトハイザー氏などの対中強硬派や、EVメーカーテスラ<TSLA>のイーロン・マスク氏、資産運用会社ブラックストーン<BX>のスティーブン・シュワルツマン氏など、中国とのビジネス上のつながりが強い一連の顧問が政権入りする見込みだ。

こうした不安定性（最も極端なシナリオでは1930年代以降で最も危険な関税環境が生まれる）から、多くのストラテジストは、潜在的なシナリオを検討する中、海外で大きなポジションを取ることに慎重となり、米国株へと傾斜している。

トランプ氏が長期的な観点で重視するのは貿易の不均衡であり、中国にスポットライトが当たる。中国の貿易黒字は、低迷する経済を支えるために輸出に頼る中、1兆ドルに迫っている。しかし、貿易黒字が拡大する一方で、米国以外への輸出も増加している。対米貿易黒字は2019年の3430億ドルから昨年は2790ドルに減少した。

それでも、中国が最初の標的になるというのが、大方の予想だ。対中強硬姿勢については超党派的な支持があり、関税導入ルートとして最も障害が少ない。アナリストらは、新政権が早ければ政権発足の初日にも、中国が第1段階貿易協定に違反したと認定し、数カ月以内に関税を課す強制メカニズムを発動すると見ている。

ピーターソン国際経済研究所によると、既に中国からの輸入品の約半分が平均約10%の関税の対象となっている。残る半分、すなわち家電、1ドルショップで販売される日用品、化学製品、その他工業用原材料が追加関税の標的となる。政治コンサルタント会社ベード・パートナーズのヘンリエッタ・トレイズ氏は、「対処できない分野でインフレ圧力が生じ」、中産階級の家計が打撃を受ける可能性が高いと話す。マクロ経済調査会社オックスフォード・エコノミクスは、中国製品に対する60%の追加関税導入で米消費者物価指数（CPI）は最大で0.7%上昇し、一律10%の追加関税導入でさらに0.3%上昇すると予測する。

■ 段階的アプローチ？

追加関税は段階的に実施される可能性がある。ピーターソン国際経済研究所の上級研究員メアリー・ラブリー氏は、新政権が特定の企業やセクター（恐らく消費財関連）を保護するため、適用除外を発表すると予想している。それにより、インフレ圧力が一部緩和される可能性がある。

大半のアナリストは、貿易戦争が分野別に展開されると予想している。対中関税や、欧州連合（EU）、英国、その他の国に対する最大20%の一律関税を一度に実施すれば、企業が輸入品の「安全な」代替調達先を見つけられず、物価を急騰させ、市場を混乱させるリスクがあるからだ。その中で、関税だらけになる。

最も楽観的なシナリオは、まず中国に対して関税の第1弾を発動し、続いて交渉を行うというものだ。米国経済が堅調な一方で、中国経済が問題を抱えていることが、トランプ新政権にとって強い交渉材料となり得る。ラブリー氏は「トランプ氏をなだめる方法を検討している政府は多い。米国経済は成長を続けており、すべての国にとって重要な市場だ」と指摘する。

中国関連の問題について連邦議会に助言を行う米中経済・安全保障調査委員会（USCC）の委員を最近

務めた、アメリカン・エンタープライズ公共政策研究所の特別研究員デレク・シザーズ氏によると、数カ月前から中国高官がワシントンを訪問し、どのような取引が魅力的か見極めようとしている。中国が2000億ドルの追加輸入を行うという約束を守らなかった第1期政権時の教訓から、トランプ新政権は、まず関税（恐らく50%）を発動し、その後に交渉に臨むだろう。

中国経済が問題を抱えているため、中国当局者は交渉を急ぎ、場合によっては、より多額の米国産農産物やエネルギーの購入、さらには雇用を創出する米国内の生産活動への投資を約束する可能性がある。政権入りが予想されるタカ派寄りの候補者らは、中国の対米投資制限を提唱しているが、シザーズ氏は、トランプ氏が投資を歓迎する制限対象外のセクターもあり得ると考えている。

調査会社ロジウム・グループの中国市場調査部門を率いるローガン・ライト氏は、いかなる取引であれ、重要なことは、新政権の目的と中国側の捉え方を評価することだと指摘する。ライト氏は、中国側が関税を対米投資を強制するための「むち」と捉える場合、追加関税がより穏当な、恐らくは一時的なものになると見ている。

中国側の対応

しかし、中国側が自国経済に対する制裁やデカップリング促進の一手法であるとみなす場合、取引成立の可能性は低くなる。そして、報復はより厳しいものとなり、重要な鉱物資源の輸出制限や、原材料に中国自身に関税を賦課することにより中間財の価格を上昇させるなど、米製造業の復活を妨害する措置が取られる可能性もある。より穏やかなシナリオでも、中国は追加関税に対して報復措置（当初はそれほど大きな影響を与えない方法かもしれないが）を取る可能性が高い。農産物が標的となるだろう。

エコノミストの予想では、貿易戦争によって、中国の経済成長率は2%ポイント低下する可能性がある。既に経済成長の安定化に取り組んでいる国にとって、決して好ましい状況ではない。これに対処するため、中国は西側諸国への依存度を引き下げる努力を恐らく倍加するだろう。そして、恐らく財政刺激策を強化し、失業者の増加を防止するため、関税で打撃を受けた輸出業者に補助金を支給する可能性もある。中国政府は影響緩和のため人民元の切り下げを行う可能性もあるが、これはリスクを伴う。プラサド氏は、中国は3~5%の人民元安に耐えられるが、10~15%の切り下げとなると、競争力維持を図る新興国の中で通貨切り下げの波が起きる可能性があり、そうなれば、資本流出や金融不安につながりかねないと指摘する。

米国の追加関税導入後、1、2カ月で取引成立の見通しが立たない場合、米国が対応をエスカレートさせる可能性が高まり、市場は神経質になるだろう。シザーズ氏によれば、米国は追加関税以外にも、関税を回避するためにメキシコなど他の国々で事業を展開する中国企業に対して課税し、あるいは米国企業の対中投資を制限する方法を探る可能性があるという。

市場かく乱の要因は他にもある。米連邦議会では、2000年に中国に認めた恒久的通常貿易関係（PNT R）待遇を撤回する法案が提出される見込みだ。これは、ライトハイザー氏が長年にわたり提唱してきた動きだ。成立すれば、さらに関税が引き上げられ、中国を北朝鮮やロシアと同じ位置付けとすることにより、緊張はさらに高まるだろう。トレイズ氏は法案成立の可能性を40%とし、「米国の貿易に広範で、潜在的に恒久的な、そして極めて劇的な変化をもたらすことになる」と話す。そうなれば、市場は動揺するだろう。ピーターソン国際経済研究所の推計では、本法案に基づく措置と、これに対

する報復措置によって、2025年から2028年にかけて米国のCPIは0.6%上昇し、国内総生産（GDP）は約1600億ドル押し下げられる可能性がある。

一律関税

貿易戦争のもう一つの経路は、全世界からの輸入品に対する最大20%の一律関税だ。ストラテジストらは、これらの一律関税が対中関税と同時に導入された場合、市場ははるかに大きな下落に見舞われ、インフレによる打撃も大きくなると予想する。

現状、トランプ氏が来年後半に国際緊急経済権限法（IEEPA）を発動し、まず10%の関税を導入すると見る向きが多い。米国の欧州向け輸出はそれほど多くはなく、潜在的な報復対象は、ハーレーダビッドソン<HOG>のオートバイやウイスキーなど、一部の品目に限られる。

本シナリオによる、欧州への経済的な打撃は限定的になる可能性がある。経済調査会社キャピタル・エコノミクスの欧州担当チーフエコノミスト、アンドリュー・ケニングラム氏の推計によれば、トランプ氏が10%の一律関税を導入した場合、欧州のGDPは0.2%押し下げられる。

ドイツ自動車業界はより厳しい状況に直面する可能性がある。トランプ氏は、ドイツの巨額の貿易黒字、とりわけ設計と製造をドイツ国内で行い、米国に送って最終組み立てのみを行う傾向にあるドイツ自動車業界を不満としている。ケニングラム氏は、ドイツ自動車業界は10%の関税は乗り切れるかもしれないが、20%の関税を吸収するのは困難だと見る。恐らく値上げが必要となり、その結果、対米販売は50%減少し、ドイツのGDPがさらに0.2%押し下げられる結果となる。

トレイズ氏は、欧州が関税によって打撃を受ければ、恐らく市場が動揺すると指摘する。英国のシンクタンク、パンテオン・マクロエコノミクスのエコノミスト、クロース・ビステイーセン氏は、トランプ新政権の関税戦争の範囲を見極めるため、欧州中央銀行（ECB）は当面の間、利下げ幅を予想よりも縮小すると予想している。

メキシコを巡る状況はさらに厄介だ。トランプ氏はメキシコ製の自動車に対して200%の関税を提案しているが、アナリストらは、第1期トランプ政権の代表的な成果である米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）に米国自身が違反することになると指摘する。

米国企業が生産拠点多様化のため、メキシコに積極的に投資していることも問題だ。関税に反対する強力なロビー活動が展開される可能性がある。アナリストらは、関税導入をちらつかせることで、メキシコのシェインバウム大統領に国境における新たな移民規則の導入を迫り、もう一つのトランプ政策で前進を図ると予想している。

強制送還による失業率の上昇や、メキシコの経済成長の原動力の一つであった中国の投資に対する監視の目が強化されることで、メキシコ経済は厳しい時期を迎える可能性がある。上場投資信託（ETF）のiシェアーズMSCIメキシコETF<EWW>の価格は年初来で25%下落している。

米国教職員退職年金／保険組合（TIAA）の投資部門であるヌビーンのサイラ・マリク最高投資責任者（CIO）は、米国株、特に関税の影響をあまり受けない米国中心の企業を選好しており、海外向けの投資には慎重だ。

慎重な意見はマリク氏に限らない。パンテオン・マクロのチーフエコノミスト、イアン・シェパードソン氏は「待つしかない場合もある。巨大な政策変更になる可能性もあれば、巨大なハッターで終わる可能性もある」と話す。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

5. 人気のコストコやウォルマート以外にも選好される銘柄

[インタビュー]

Costco and Walmart Are Easy to Love.

コロンビア・スレッドニードル・インベストメンツのショア氏に聞く

消費の専門家に聞く



Photograph by Cody O'Loughlin

今年の小売業界に対する投資は厳しかった。インフレと高金利が消費支出に悪影響を及ぼすとの懸念が、会員制倉庫型スーパーのコストコ・ホールセール<COST>や小売り大手のウォルマート<WMT>などの、一握りの急成長銘柄以外の銘柄に対する興味をそいだ。しかし、金利が低下し始め、つまづいた企業が間違いを修正し始めるにつれて、この状況は変化するかもしれない。本誌は来年の勝ち組候補を予測する手掛かりを得るために、コロンビア・スレッドニードル・インベストメンツの消費関連シニア株式アナリストであるマリ・ショア氏に話を聞いた。

いた。

ショア氏は、2003年にコロンビア・スレッドニードル・インベストメンツに入社して、4年後には小売銘柄の担当となった。現在は、消費関連の調査チームを率いて、多くのポートフォリオマネジャーと、マネジャーの戦略や基準に適合する銘柄の発見で協力している。

本誌は10月と11月半ばの二度にわたって、急速に変化している小売業界に対していかに投資するか、および今年のホリデーシーズンに関する予想について話を聞いた。

本誌：コロンビア・スレッドニードルにおける、小売りセクターへの投資戦略を説明してほしい。

ショア氏：当社が保有する小売銘柄は、ウォルマート、コストコ、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アパレル小売りのTJX<TJX>のような、長期的にみた勝者だ。われわれはこれらの勝者にこだわるのに加えて、上値につながる可能性のある、業績好転のストーリーも模索している。この二種類の銘柄で構成されるバスケットの構築を目指している。

Q：現在の小売業界では、何が企業（および銘柄）を勝者にするのか。

A：食品と住宅関連費用の物価上昇が引き続き家計の重しになっているため、バリューと利便性が消費者に訴求している。こうした点は、事業が非常に好調なコストコに加えて、ウォルマートや、TJX、バ

ーリントン・ストアーズ<BURL>、ロス・ストアーズ<ROST>などのディスカウント小売店にも見て取れる。また、商品とマーケティングも重要で、優れた製品がなければ消費者は見向きもしない。

また、特にコロナ禍において、サプライチェーンも重要となった。世界最高の商品を有していても、在庫が多過ぎたり、状況の変化に対応できなかったりすれば大きな問題となる。

■ ホリデーシーズンの見通し

Q：今年のホリデーシーズンにおける勝者は、あなたが小売りセクターで特定した勝者と異なることになるのだろうか。

A：バリューは、ホリデーシーズンには一層強力な訴求効果を持つ。ウォルマート、アマゾン、さらにはディスカウントストアチェーンのターゲット<TGT>のような大手企業は、トレンドの最先端にとどまろうとしている。つまり、企業が顧客獲得のために非合理的な販促を実施しない限り、ホリデーシーズンの勝者に大きな変化はないとみている。

決算発表シーズンが始まって、勝者と敗者の差が拡大していることが確認された。アパレル会社でラングラーやリーなどのブランドを展開するコントロール・ブランズ<KTB>や衣料品・アクセサリーのラルフ・ローレン<RL>の業績は好調だった一方、アパレル/フットウエア企業のヴィ・エフ<VFC>やカナダ・グース・ホールディングス<GOOS>、化粧品大手のエスティローダー<EL>は極めて低調だった。

Q：今年のホリデーシーズンで最も好調が予想されるカテゴリーは。

A：伝統的なアパレルは、贈り物として常に強力なカテゴリーだ。美容関連は依然として消費者、特に若い消費者を引き付けている。家電もホットなカテゴリーだ。

Q：勝ち組銘柄の株価収益率（PER）は比較的高い傾向にある。まだ、買えるか。

A：株価上昇の原動力については、銘柄ごとに議論する必要がある。投資家は依然として、安定性とクオリティーを伴う成長に対してプレミアムを支払う用意がある。変動の激しいマクロ経済と、一部の軟調な一般消費財セクターの状況を考慮すると、安定性に対するプレミアムはさらに上昇している。

その一方で、プレミアムなバリュエーションを下支えする固有の原動力を持つ銘柄もある。好例はウォルマートで、ファンダメンタルズ的には10年前とは異なった企業になっており、真のオムニチャンネル小売会社となっている。アマゾンのように、利益の代替的な原動力を備えており、損益と成長のアルゴリズムを変化させるだろう。ウォルマートのバリュエーションがプレミアムとなっている一因は、その安定性プレミアムだが、事業が変容していることも寄与している。ウォルマートの将来の成長ペースは以前よりも速まるだろう。

■ 業績のけん引役と懸念される分野

Q：業績好転銘柄のバスケットにおける成長のカタリストは。

A：業績好転、または、ほぼ逆張りのバスケットにおける企業の大半は、伝統的なアパレル企業だ。コロナ禍では、スポーツウェアや部屋着が好調だったが、消費者は今や伝統的なアパレルに回帰している。また、複数の企業で経営陣が交代しており、財務および事業に関するしっかりした規律を導入している。大幅な利益率の上昇、利益の成長および株主還元を達成するには、大幅な増収は不要だ。さ

らに、これらの企業の多くはバリュエーションが魅力的だ。例えば、アパレル企業のギャップ<GAP>、ランジェリー小売りのヴィクトリアズ・シークレット<VSCO>、カルバン・クラインの親会社のPVH<PVH>、ライフスタイルアパレル会社のコントロール・ブランズ<KTB>などがある。

Q：懸念している企業またはセグメントは。

A：スポーツウェア需要の正常化と、ある種の事業の執行の問題を注視している。スポーツ用品大手のナイキ<NKE>や運動パフォーマンスアパレルのアンダー・アーマー<UA>のように、シェアを奪っている企業と失っている企業の間には大きな差がある。

また、コロナ禍では好調だった高額商品（テレビ、家電、一部のスポーツ用品、キャンピングカーなど）の需要が低迷している。

最後に、バリュー分野の一部も注視が必要だ。ウォルマート、コストコ、さらにはターゲットでさえシェアを伸ばしており、1ドルショップが犠牲になっているように見える。

Q：百貨店は。

A：百貨店は、事業と在庫の保守的な運営という点では良い仕事をしている。しかし百貨店はコロナ禍以前の状態に戻ったように感じられ、専門小売店や、より優れたバリューや利便性を提供できる規模の大きな小売企業にシェアを奪われている。

Q：年初来の大半において高級品市場は低調だった。ホリデーシーズンの見通しは。

A：現在見られているトレンドの多くは、ホリデーシーズン、さらにはその後も続くだろう。

第一に、消費者はコロナ禍で、他にすることがないために多くの財を購入しており、今や、旅行やコト消費に向かっている。第二に、高級品企業は中国のエクスポージャーが高く、中国事業は大幅に軟化している。第三に、この分野では、人々が考える以上に競争が激化している。第四に、給付金を受け取った消費者はそれによる貯蓄の余裕を食いつぶしており、もはや高級品を買う余裕はない。第五に、ホールセールチャンネルに対するエクスポージャーだ。高級品企業の多くは高級百貨店のエクスポージャーが比較的高いが、その分野は好調ではない。

Q：投資家はどうすべきか。

A：高級品分野でも、勝者と敗者に大きな差があるとみている。高級品メーカーのLVMHモエヘネシー・ルイ・ヴィトン<LVMHF>は、高級品分野で恐らく最も安全な投資先で、それはLVMHが最も多角化した高級品企業で、多くのブランドが好調なためだ。

Q：今年の小売りセクターは、投資家の人気がなかった。上場投資信託（ETF）のSPDR S&PリテールETF<XRT>の上昇率は、S&P500指数を大幅に下回っている。小売りセクターの長期的な見通しは。

A：小売りは1桁台前半成長のカテゴリーで、実際、現状もそうになっている。小売りセクター内では、市場シェアの大幅なシフトがみられる。成長は財よりもサービス、欲しい物よりも必要な物、実店舗よりも電子商取引の方が速い。セクター全般のパフォーマンスはそれほどでもないが、ウォルマートやコストコの株価は年初来で2桁台の上昇となっている。投資は選別が必要だ。現在のトレンドの多くは、2025年も続くだろう。

Q：ホリデーシーズンに関する大半の予想は、売上高の伸び率を2〜3.5%としている。それはあなたに

とって正しいと思えるか。

A：私は、ホリデーシーズンに関して明確な予想を持っていない。消費者がホリデーシーズンに計画している消費について調べるためには、非常に多くの調査が必要だ。

これまでは、選挙や今年のホリデーシーズンの短さに関する懸念があったが、私は、それが大きな逆風にならないとみている。ブラックフライデーとクリスマスは好調になるだろうが、その谷間の期間の売れ行きは落ち込み、11月と12月全体の増収率の重しになるだろう。しかし、小売会社はホリデーシーズンに向けて良い立ち位置にあり、在庫も全般的にみて良好に管理されている。在庫が少ないため、私は積極的な販促や値引きを予想していない。

■ 利下げの影響を語るのは時期尚早

Q：インフレやその他のマクロ経済的要因が、消費者に支出を思いとどまらせるだろうか。

A：インフレ率は低下傾向にあるが、インフレの累積的な効果が消費者の裁量的消費の重しになっており、ホリデーシーズンまで続くだろう。裁量的消費に増加の兆しはみえるものの、高額商品関連の事業は依然として弱い。とはいえ、前向きになれる理由もある。大手銀行の最高経営責任者（CEO）の話を見ると、彼らは消費者は大丈夫だと言っている。雇用は増えており、実質賃金もようやく増加し始めている。

同時に、センチメントはインフレの影響で抑制されている。そのため、消費者が大丈夫だと言っても、消費者は支出に対して選別的になっているように感じられる。

Q：ホリデーシーズンは、消費者が金利低下の影響を感じるには時期尚早か。

A：それは、2025年にかけてわれわれが注視しなければいけないことの一つだ。現状では、利下げが今後数週間の購買行動を変化させるというには時期尚早だ。現時点で、利下げは平均的な消費者よりも市場と投資家にとっての方が重大事だ。

By Sabrina Escobar
(Source: Dow Jones)

6. トランプラリーを阻んだ要因とは？インフレと政治的な不確実性

[コラム]

What Killed the Trump Rally? Inflation and Political Uncertainties.

株式市場を揺るがす要因：トランプ政権の人事と経済の懸念

■ ランプ政権の人事が市場を直撃

「トランプラリー」として知られる株式相場の上昇が先週、次期米大統領の物議を醸す政権の人事により急ブレーキをかけられた。

S&P500指数は11日に6000をわずかに超えて過去最高値をつけた後、週間では2%超下落し、15日の取引では1.3%の下落を記録した。一方、テクノロジー銘柄が中心のナスダック総合指数の下落幅はさらに大きく、週間で3%超下落した。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1.2%の下落にとどまった。

常に鋭い洞察を持つ筆者の同僚であるアンドリュー・バリーによれば、市場に混乱を招いた要因は、



Jabin Botsford / The Washington Post / Getty Images

トランプ次期大統領がフロリダ州下院議員マット・ゲーツ氏を司法長官に、元ハワイ州下院議員トゥルシー・ギャバード氏を情報機関のトップに、そしてロバート・F・ケネディ・ジュニア氏を厚生長官に指名するという、物議を醸す人事案を発表したことにあるという。金融市場の純粋に金銭的なリターンの計算の視点からすれば、これらの人事を巡るほぼ確実な対立により、トランプラリーを支えている成長促進策の推進が妨げられる、もしくは遅れるリスクが生まれている。

「予測可能性」と「安定性」を好む市場

ベテランのワシントン・ウォッチャーでAGFインベストメンツの米国政策担当チーフストラテジストであるグレッグ・バリエール氏は、14日にEメールで「市場は予測可能性と安定性を好むが、トランプ氏はこの24時間でそのどちらも提供していない。最良の人材を探しているのか、それともライバルにメッセージを送ろうとしているのか？もし後者であれば、長い4年が待ち受けているだろう」と述べた。

ゲーツ氏に関する非難の詳細に触れる必要はないが、ゲーツ氏の承認の可能性はすでに低下している。予測市場「ポリマーケット」では、ゲーツ氏の指名が上院で承認される確率はわずか29%にとどまっている。このサイトは、大統領選の結果を予測する上で世論調査よりもはるかに的確だった。

少なくとも市場の感情拔きの視点で、これらのワシントンでの動きから導き出される最重要な結論は、新政権が来年前半に税制関連法案を成立させる能力が脅かされる可能性があるということだ。これは、ストラテガスのダニエル・クリフトン氏率いる米国政策分析チームによるリサーチレポートで指摘されている。

下院の議席喪失と税制法案への影響

レポートでは「フロリダ州のゲーツ氏、国家安全保障担当補佐官に指名されたマイク・ウォルツ下院議員、そして国連大使に指名されたニューヨーク州のエリス・ステファニク下院議員という3人の議員を失うことで、共和党が下院で2議席または3議席の多数派を一時的に失う可能性がある」と述べられている。ストラテガスの同チームによれば、フロリダ州ではゲーツ氏とウォルツ氏の後任を選ぶ特別選挙が5月まで行われない見込みであり、ニューヨーク州では州知事が選挙日程を最大90日間設定する権限を持つという。

ストラテガスのチームは「共和党が税制法案を進めるには、4兆ドル規模のパッケージの各条項に下院の全共和党議員が賛成する必要がある」と述べている。これは、2025年末に期限切れとなる税制改革法案（Tax Cuts and Jobs Act）の延長に関するものだ。共和党は、消費者や企業にとって確実性を維持するため、2025年前半、具体的には1月1日に停止が終了する債務上限の引き上げよりも前に、この法案の延長を成立させたいと考える可能性が高い。

一方で、債券利回りの上昇という、より現実的な要因も株式市場に重くのしかかっている。10年物米国債利回りは15日に4.5%に達し、過去に株式市場を悩ませた水準となった。この利回りは、9月中旬の最近の底から88ベースポイント（bp）上昇している。

債券市場の視点とインフレ進展の停滞

債券市場の視点には二つの大きな変化がある。一つは財政赤字の影響がより強く認識されていることであり、もう一つは経済が堅調である一方、インフレがさらに低下していないことである。アトランタ連銀のGDPナウは、今四半期の実質GDP（国内総生産）成長率を前期比年率2.5%と見積もっており、第3四半期の速報値である同2.8%とほぼ一致している。

一方で、インフレ低下の進展は停滞している。グリーン・キャピタルの経済アドバイザーであるジョン・ライディング氏とコンラッド・デクアドロス氏によれば、変動の大きい食品やエネルギーを除いたコア消費者物価指数（CPI）が10月に前月比0.3%上昇し、3カ月連続で同じ伸びとなった。その結果、前年同月比の上昇率は3.3%と、6月と同水準となり、米連邦準備制度理事会（FRB）のインフレ目標である2%を大きく上回っている。

利下げ見通しの変化と歴史的な教訓

さらに債券利回りを押し上げている要因として、FRBのパウエル議長による14日のコメントがある。パウエル議長はダラス連邦準備銀行のシンポジウムで、「現在の経済の強さから、慎重に政策判断を進める余地がある」と述べ、短期金利の誘導目標の引き下げを急ぐ必要はないとの考えを示した。

これは、9月にFRBが利下げを開始した際の50bpの急速な引き下げや、11月第2週の25bpの引き下げとは対照的である。しかし、12月の利下げの可能性は大幅に低下しており、CMEフェドワオッチによれば、15日には58.4%まで低下し、1週間前の64.6%、1カ月前の85.5%を下回っている。

マクロインテリジェンス2パートナーズのリサーチノートによれば、今回のFRBの緩和策は時期尚早であり、1966～1967年の類似した事例を思い起こさせる。当時、銀行セクターの混乱と株価の下落を受け、FRBはそれまでの積極的な引き締めを反転させた。この緩和政策と、ジョンソン政権による「大砲とバター」政策の財政刺激が相まって、その後の1970年代のインフレの波を引き起こした。

株価と債券利回りの上昇は、株式リスクプレミアムがほぼゼロにまで縮小したことを意味する。ローゼンバーグ・リサーチのレポートによれば、これにより、わずか数週間前の共和党の選挙勝利後に期待されていた政治的安定が揺らぐ中、投資家にとって安全マージンが残されていない状態になっている。

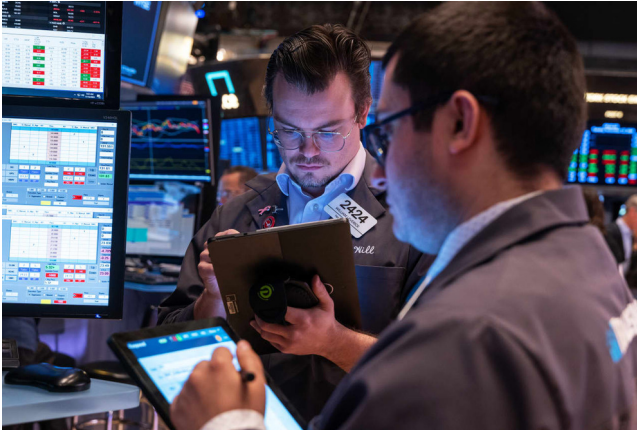
By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. インフレ懸念はまだ消えていない

[米国株式市場]

Inflation Isn't Dead Yet. The Post-Election Rally Might Be.
割高感と金利上昇で選挙以降の上昇相場は一服か

S&P500指数の6000の大台乗せは一瞬



Spencer Platt/Getty Images

11日にS&P500指数が6000の大台を超えた瞬間、投資家が記念に自撮り写真を撮ったことを祈ろう。しかし、その幸せな瞬間は、インフレと金利上昇の可能性が再燃したことで台無しになった。

先週の主要株価指数を見ると、S&P500指数は2.1%安の5870.62となり、今年の9月以降で最も悪い週となった。ダウ工業株30種平均は1.2%安の4万3444ドル99セント、ナスダック総合指数は3.1%安の1万8680.12で引けた。米国債10年物の利回りは週初では4.31%だったが、4.43%

で週を終えた。小型株のラッセル2000指数は4.0%下落して2303.84で週末を迎えた。

好材料を織り込んでいた市場

Market Snapshot



インフレは収まったと思われるかもしれないが、そうではなさそうだ。13日に発表された消費者物価指数（CPI）は前年同月比で2.6%の上昇となり、米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長はCPI発表後の14日に、インフレ率が上昇すれば利下げを一時停止する可能性があると言った。市場で

は12月の利下げはほぼ確実視されていたが、見通しは半々に変わった。

市場は、トランプ次期米政権が行う減税の延長を含め、株価にプラスとなる可能性のある材料もすべて織り込んでいた。しかし関税などの、インフレをさらに加速させる可能性のある次期政権による政策の裏側は忘れていたようだ。

シティグループのストラテジストであるスコット・クロナート氏は、「こうした状況では、特に幸福感に満ちたセンチメントが背景となり、関税の引き上げや、財政赤字の懸念に関連した金利の上昇といったマイナス面が強調される余地はほとんどなかった。トランプ1.0の相場では、貿易戦争の懸念、金利の上昇、予想を下回るマクロ経済指標がセンチメントを悪化させるまで、好調に推移した」と書いている。

そして、こうした市場センチメントを背景にS&P500指数の株価収益率（PER）はアナリストの今後12カ月間の予想利益に対して22.2倍となっている。この水準に達したのは1999年と2021年の2回だけで、データトレック・リサーチの共同設立者であるニコラス・コラス氏は、この2回の翌年の騰落率はマイナスだったと指摘する。

■ 割高なPERと低配当利回りの現状

この問題を指摘しているのはコラス氏だけではない。ゴールドマン・サックスのチーフ・エコノミストであるヤン・ハチウス氏は「異常に高い米国株のバリュエーションは、長期的な期待リターンを低下させるだけでなく、景気低迷に対する反応を増幅させる可能性がある」と書いている。ゴールドマンでは来年も株式は「小幅なプラス・リターンになる」とみているが、今回の急騰で反落のリスクが高まっているという。

加えて、投資家がどうなるか様子見姿勢をとった場合でも、受け取るものは少ない。1970年から1990年の間に平均4%だったS&P500指数の利回りは、11日には1.2%まで低下し、過去20年以上で最低となった。S&P500指数の構成銘柄に占めるハイテク株の割合が大きくなるにつれて配当利回りは低下しており、大手ハイテク銘柄が配当支払いを始めたとしても、例えばアップル<AAPL>の配当利回りが0.4%であるように、あまり助けになっていない。

1940年以降でリターン全体の3分の1を占めてきた配当が、困難な時期に緩衝材となることがもはや期待できないため、買った後は忘れてほっておくといった投資家にとっての懸念ともなっている。

最初の話に戻ると、投資家はこの瞬間も写真に収めた方がいいかもしれない。次に何が起こるかは誰にもわからないのだから。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

8. 企業行動に変更迫るトランプ関税、米国のGDPへの影響は？

[経済政策]

Trump's Tariff Plans Are Changing Company Behavior.

前倒し発注が経済成長を一時的に押し上げか

一部企業は中国製品の発注を早める



Angus Mordant/Bloomberg

ドナルド・トランプ次期米大統領の就任式までまだ2カ月ほどあるが、米国企業は関税が引き上げられる環境に備え先手を打って措置を講じており、これが来年の経済成長に影響を与えそうだ。

トランプ氏は大統領選挙期間中、すべての輸入品に最大10%、そして中国製品には60%の関税を課すと公言した。貿易を規制すること自体は目新しいものではないが、トランプ氏の関税計画は従来の枠を超えたものと言える。

エコノミストは潜在的な関税がもたらすインフレ効果について議論を重ねているが、ビジネス面の課題も考慮する必要がある。RSMのチーフエコノミスト、ジョー・ブルスエラス氏によると、中国から耐久消費財を輸入している企業の中には、関税が新たに適用される可能性のある製品を前倒しで発注する動きが見られる。こうした動きが米国の国内総生産（GDP）の一部を短期的に「押し上げる」可能性があるという。

靴小売りのスティーブマデン<SHOO>の経営陣は先週、事業の約半分が中国からの輸入関税の対象となる可能性があることを踏まえ、商品や在庫の確保を前倒しで進めていると明らかにした。エドワード・ローゼンフェルド最高経営責任者（CEO）は7日の決算説明の電話会議で、「中国から想定以上に速く製品を持ち込まなければならない事態に備えたシナリオを検討してきた。それを実行に移している」と説明した。

ホームセンター大手のホーム・デポ<HD>、家庭用品ブランドのオネスト・カンパニー<HNST>、アウトドア用品メーカーのイエティ・ホールディングス<YETI>なども最近の決算説明会で、潜在的な関税リスクへの対策を講じていることに言及した。

コロンビア大学ビジネススクール経済学部のブレット・ハウス教授は「最も貿易に依存する小売業やその他のセクターは、トランプ関税の影響を軽減するために発注を前倒ししている。また、多くの企業や組織が関税による物価上昇、米連邦準備制度理事会（FRB）による利下げペースの鈍化、長期金利の上昇を見越して、借り入れの返済資金の事前調達や借り換えを進めている」と語る。

アーンスト・アンド・ヤングのチーフエコノミスト、グレゴリー・ダコ氏は「これらが企業による過剰反応とは言えない」と述べ、第一次トランプ政権時代よりも関税がはるかに速いペースで導入されると予想している。その上で、ダコ氏は「政策立案者たちは自分たちが何をすべきか、どのように進めるべきかを正確に理解している」と付け加えた。

キャッシュフローや利益率に影響も

ブルスエラス氏は、マクロ経済データではまだその影響を確認できる段階にないが、特に前倒し発注が早ければ第4四半期の実質GDPの設備投資項目を押し上げる可能性があるとみている。また、企業による関税の影響緩和策は短期的にキャッシュフローの問題を引き起こし、利益率を圧迫する恐れもある。

オックスフォード・エコノミクスのチーフ米国エコノミスト、ライアン・スイート氏によると、発注の変更は四半期ごとの企業在庫にも影響する。仮に第4四半期に在庫が1000億ドル分増加した場合、GDP成長率に中立的な影響を与えるには、2025年第1四半期にも同額以上を増やす必要がある。もし第1四半期の増加額が第4四半期分を下回った場合、GDP成長率の足かせになるという。

この点について、スイート氏は「在庫の前倒し発注が来年初めに起きるのはほぼ確実であり、GDP成長率を一時的に押し上げるが、来年後半にはその影響が薄れるだろう」と指摘した。

米経済分析局（BEA）の最新データによれば、民間在庫は第3四半期に0.2%減少した。ブルスエラス氏は、企業による前倒し発注の影響の一部を反映し、第4四半期の実質GDP成長率を2.4%と予想するとともに、「大規模な関税を課すという脅しだけでも企業の行動を変える力がある」と説明した。

ファクトセットによると、第4四半期の実質GDP成長率のコンセンサス予想は年率換算で前期比1.6%だが、アトランタ連銀の「GDPナウ」では2.5%だ。第4四半期のGDP成長率の速報値は来年1月30日に発表される予定だ。

By Megan Leonhardt
(Source: Dow Jones)

9. 時価総額1000億ドルの知られざるAI・ゲーム関連企業 This Little-Known AI and Games Company Is Worth \$100 Billion. われわれはなぜ見過ごしてしまったのか

[投資戦略]

急騰するアップラビンに注目



Courtesy AppLovin

あるウォール街のアナリストは、マーケティングプラットフォームのアップラビン＜APP＞の株価が11ドルだった昨年初め、「われわれは、短期的なビジネス・ファンダメンタルズと長期的な競争上のポジショニングを慎重にみている」と書いた。そのアナリストはアップラビンの投資判断を「売り」としてカバレッジを始め、7ドルへの下落を予測した。

アップラビンの株価は今、280ドルだ。株の投資判断は誰でも間違えるものだ。ファクトセットによれば、このアナリストは今でも、アップラ

ビンの唯一の弱気派だ。また、このケースでは事態が急速に進行している。100ドル超の株価上昇は今月に入ってからだ。

三つの質問にまず答えてみよう。アップラビンとはどのような銘柄か、そしてなぜ突然時価総額1000億ドルの価値を持つようになったのか。投資家はこの事態を予測できたのだろうか。そして、株価は今どうなっているのか。

アップラビンの歴史は2012年までさかのぼることができる。それは、iPhone（アイフォーン）のSiriが登場した後の話だ。共同創業者で最高経営責任者（CEO）のアダム・フォロギ氏は、「アップラビンという社名は、たまたま8ドルでドメイン名として利用できた、ちょっとした遊び心のあるアイデアだった」という。

アップラビンは、アプリ開発者（主にゲームメーカー）が、アプリをダウンロードして有料顧客となる新規ユーザーを獲得するのを支援するソフトウェア・プラットフォームを持っている。その中核となるのが、Axon（アクソン）と呼ばれる人工知能（AI）を搭載したレコメンドエンジンだ。アップラビンはまた、アプリの所有者がゲーム内の広告収入を増やすのを支援することもできる。また、アップラビンは数百のカジュアルゲームを持っており、収益を上げつつ、貴重なユーザーデータを生成している。

アップラビンのAIはより賢くなっており、顧客により良い結果をもたらし、自社も急成長を遂げている。11月6日に発表された第3四半期決算は、売上高が39%増の12億ドル、調整後利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）は72%増の7億2200万ドルだった。フリーキャッシュフローは182%増の5億4500万ドルだった。その数日前、フォロギ氏が投資家とのトークイベント、ファイヤサイドチャットで説明したように、ベンチャーキャピタルに自身のアイデアを売り込むのに苦労したという。そのためフォロギ氏は起業当初から、売り上げを伸ばすのではなく、フリーキャッシュフローを最大化するようにアップラビンを経営してきた。

投資家はこの値動きを予測できたか

アップラビンは2021年4月に上場し、初日の終値は18%安の65ドルだった。上場するゲームメーカーがパンデミック（世界的大流行）のように過剰となっていた。加えて、アップル<AAPL>のようなアプリのゲートキーパーは、ユーザーのプライバシーに関する新しいルールを展開し、これが、オンライン広告が依存するデータトラッキングへの脅威とされていた。アップラビンは2022年、ツイッター（現X）のマーケティング部門に約10億ドルを支払った。コロナウイルスのパンデミック後のゲームメーカーによる広告支出が低迷する直前の時期だ。アップラビンの株価は年末近くに10ドルを下回った。

2023年初頭、アップラビンはアクソン2.0を発表し、技術の改善内容はブラックボックスだったが、その後のパフォーマンスの改善は明らかで、株価は上昇した。投資家が今、特に楽観的なのは、アップラビンがゲーム以外の電子商取引（eコマース）分野に足を踏み入れていることだ。直近の決算説明会でフォロギ氏は、「これまでわれわれがリリースした中で最高の製品であり、最も急成長している。この事業分野での業績は、来年以降も影響を与えそう」と述べた。そのため、アップラビンをデジタル広告のスペシャリストであるトレードデスク<TTD>と比較する投資家もいるが、時価総額ではアップラビンの方が既に大きい。

投資家は、どうしてアップラビンの株式にすぐに気づくことができたのだろうか。株価のモメンタムに関する定期的な確認が役に立っただろう。こうした動きは9月ごろから出ていた。決算日に業績予想を上回るアウトパフォーマーの確認も役に立ったかもしれない。アップラビンは過去6回の四半期決算報告で業績予想を10%以上上回り、そのうちの5回で株価は2桁台の上昇で反応した。

■ アップラビン株の現状と見通し

前述のウォール街の弱気派のアナリストは、目標株価を66ドルに引き上げたが、「アップラビンはeコマースを成功させるのは難しいだろう。特にアップラビンには、自社で権利を保有することでゲームから得られるファーストパーティーデータ（企業が自社の顧客やユーザーから直接収集したデータ）が欠けているからだ。また、アップルがプライバシーに関する規則をさらに強化し、広告テクノロジーにそれを反映させることが見込まれることもある」と8月に書いている。これは重要なリスクだが、アップラビンは今のところトラッキングの変更を難なく乗り超えている。そしてアップルは、その巨大な市場シェアを利用して、競争を抑圧していると見られることに注意を払わなくてはならない。

UBSのアナリストは9月、アップラビンの目標株価を約116ドルとし、投資判断を「中立」から「買い」に引き上げた。このアナリストは依然強気派で、まだ期待に織り込まれていないことの一つは、広告主向けのセルフサービス・プラットフォームが将来立ち上がる可能性があることだ、と今月書いている。アルジャーのポートフォリオマネジャー、エイミー・チャン氏は、アップラビンを選好銘柄の一つとしている。限界費用がわずかで、売り上げ増の多くがフリーキャッシュフローに変わるという。

ウォール街の最新のコンセンサスでは、アップラビンは2025年に24億ドルのフリーキャッシュフローを生み出すとされている。チャン氏は、そこまではいかないだろうと考えている。チャン氏は、時価総額がアップラビンの半分の、AIデータセンター向けの電力と冷却を行うパーティブ・ホールディングス<VRT>を選好している。パーティブの2025年予想株価フリーキャッシュフロー倍率は35倍程度だ。アップラビンのように昨年初めから2600%も上昇しておらず、パーティブはわずか800%の上昇だ。

ところで、時価総額1000億ドルを達成することは、かつては大変なことだった。ゼネラル・エレクトリック（GE）は1995年に米国で初の時価総額1000億ドル企業となった。今ではS&P500指数の構成銘柄の5分の1がその規模だ。時間の経過とともにその数が増加することは予想されるが、時価総額1000億ドルクラブの中央に位置する企業の今年の予想株価収益率（PER）は25倍だ。もしかしたら、AIがその大半の企業にとって計り知れない新たな富をもたらそうとしているのかもしれない。あるいは、株価が単に割高というだけなのかもしれない。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

10. S&P500指数の配当利回り低下: ハイテク株が原因

[経済関連スケジュール]

The Case of the S&P 500's Shrinking Dividend Yields: Blame the Techs.

ハイテク大型株など上位構成銘柄がほぼ無配

生成人工知能（AI）ブームで躍進、ハイテク株がS&P500指数の約3分の1を占める

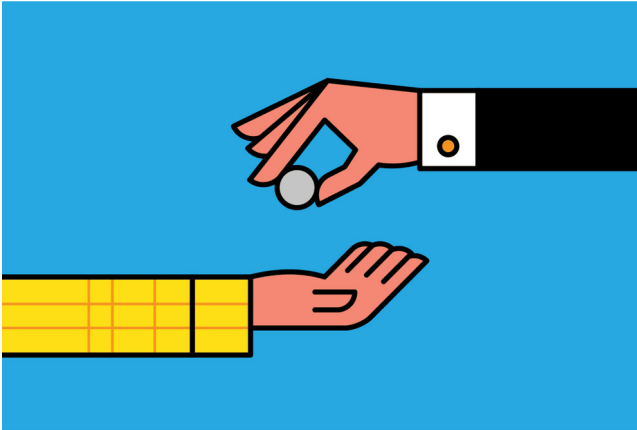


Illustration by Elias Stein

S&P500指数から配当利回り（株価に対する年間配当金額の割合）が急速に消えつつある。その背景には、配当額が株価に比して極めて小さいハイテク関連銘柄が指数に占める割合が、過去最高水準に達していることがある。15日金曜日の取引終了時点で、過去12カ月間の配当を基に算出したS&P500指数の配当利回りは平均1.27%にとどまった。11日月曜日にはS&P500指数は終値で初めて6000台に寄せ、終値ベースで史上最高値を更新した。

この配当利回りは2001年2月12日に記録した1.17%以来の低水準だ。ハイテク株は当時もS&P500指数のかなり大きな部分を占めていた。逆に、2001年以降でS&P500指数の配当利回りが最も高かったのは、2009年3月の4.1%だ。当時、2008～2009年の金融危機の最中で株価は安値を付けていた。

11日の時点で、米半導体大手のエヌビディア<NVDA>、アップル<AAPL>、マイクロソフト<MSFT>を中心としたハイテク株のS&P500指数の構成比率は32%と、2番目に比率の高いセクターである金融株の14%の2倍超を占めた。とりわけ、エヌビディア、アップル、マイクロソフトの3銘柄は、指数全体の20%を占める一方で、それぞれの配当利回りは0.03%、0.5%、0.8%と極めて低水準にとどまる。

また、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（旧フェイスブック）<META>といった他のハイテク関連大手も、配当利回りがほとんどないか、あるいは全くない状態だ。アマゾンは無配で、またハイテク関連以外でも、S&P500指数の上位10銘柄である電気自動車（EV）大手テスラ<TSLA>や米投資会社バークシャー・ハサウェイ<BRK.B>も同様に無配である。

結果として、S&P500指数では、再投資可能な実質的利回りが存在せず、指数を支えるとされる配当サポートが期待できない状況にある。中型株指数であるS&Pミッドキャップ400指数についても同様の状況で、配当利回りはわずか1.1%に過ぎない。

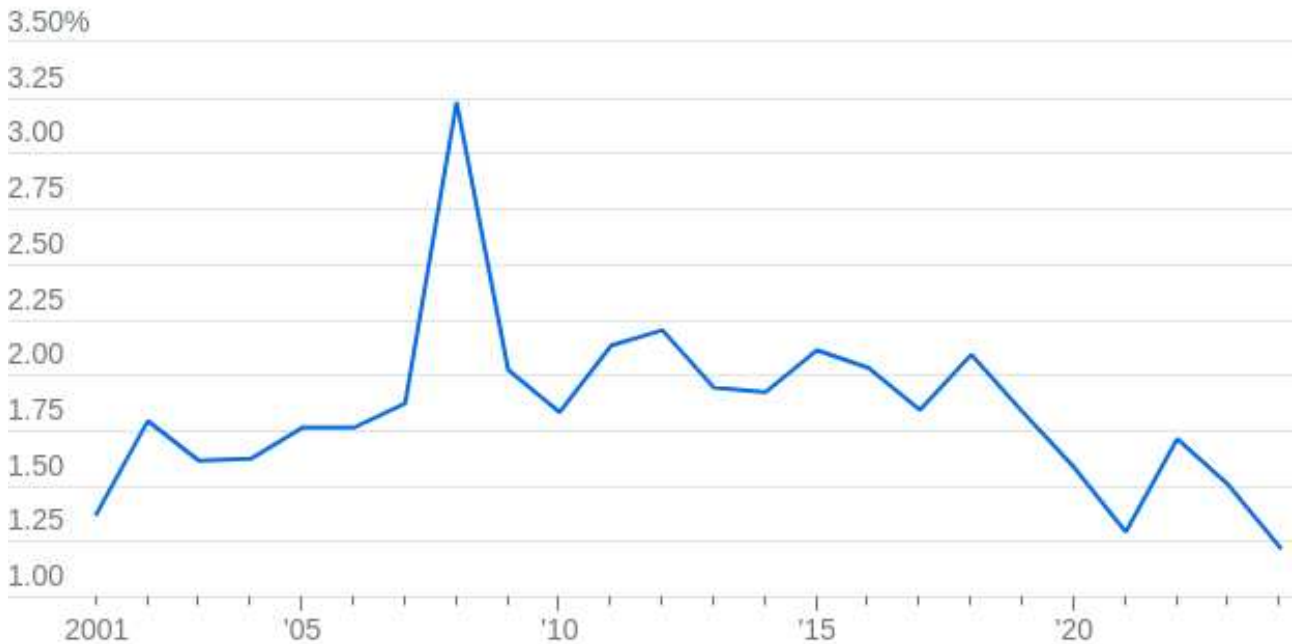
先週の出来事

市場動向

週明け、ビットコイン価格は8万ドルを突破し9万ドルに向けて急騰した。気候サミットは世界的な炭素市場の創設で合意に達した。10月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比で2.6%の上昇、伸びは前月の2.4%から若干拡大した。米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は利下げに慎重な姿勢を

Paltry Payouts

The S&P 500's dividend yield falls as low-dividend sectors, notably tech, dominate.



Note: 2024 data as of Nov. 13.

示し、これを受けてドルと国債利回りは上昇し、株価は下落した。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1.2%下落、S&P500指数は2.1%下落、ナスダック総合指数も3.2%下落した。選挙後の「ハネムーン期間」は終わりを迎えた。

企業動向

- ・破綻した暗号資産（仮想通貨）取引所FTXの破産管財人は、株式取引が不正だったとして、ライバル企業バイナンスとその元最高経営責任者（CEO）に対し18億ドルの損害賠償を求めて提訴した。
- ・中国電子商取引（EC）大手のアリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）＜BABA＞は、中国で「独身の日」のセールが始まる中、過去最高の買い物客数を記録したと発表した。
- ・バイオ医薬品企業アッヴィ＜ABBV＞の統合失調症治療薬は臨床試験で効果が示せなかった。
- ・ドイツ自動車大手フォルクスワーゲン＜VOW3＞は、電気自動車（EV）メーカーのリビアン・オートモーティブ＜RIVN＞との共同事業に対する支援を58億ドルに増額すると発表した。
- ・トランプ次期大統領は、テスラのCEOであるイーロン・マスク氏と、大統領選で共和党の候補者争いをした実業家のビベク・ラマスワミ氏を、「政府効率化省（DOGE）」の責任者に任命、またロバート・ケネディ・ジュニア氏を厚生長官に指名した。
- ・ソフトウェア開発のパランティア・テクノロジー＜PLTR＞は、ニューヨーク証券取引所からナスダック市場への移行した。

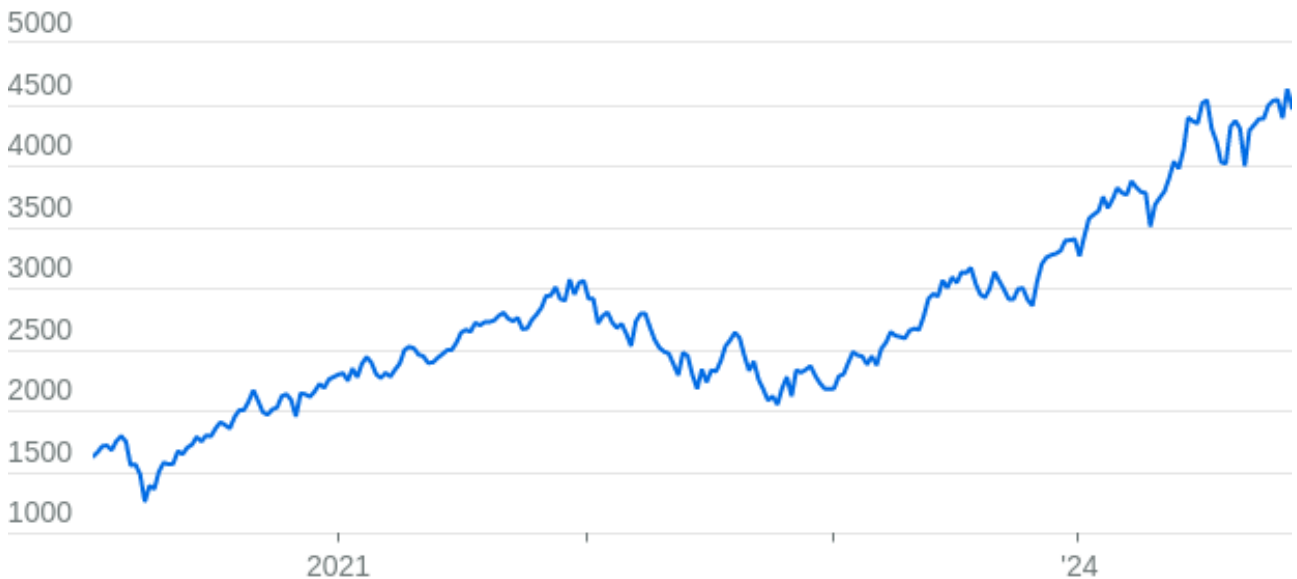
M&A（合併・買収）など

- ・米アクティビスト（物言う投資家）として有名なヘッジファンドのエリオット・マネジメントは、テクノロジー総合事業会社のハネウェル・インターナショナル＜HON＞に対し、会社分割を求めた。
- ・医療保険のシグナ＜CI＞が、同業ヒューマナ＜HUM＞に経営統合を求めないと発表した。
- ・セブン&アイ・ホールディングス＜3382＞はカナダのコンビニ大手アリマントーション・クシュター

It's a Tech World

Energized by artificial intelligence, information technology is now roughly a third of the S&P 500 by weighting.

S&P 500 Information Technology Sector Index



ル<ATD.トロント>と買収協議を開始したが、同時に同チェーンの創業家から580億ドル規模の買収提案が浮上していることを明らかにした。

・欧州のフードデリバリー大手のジャストイート・テイクアウェイ・ドットコム<TKWY>は、米国のフード宅配サービスのグラブハブを、小売り大手のウォルマート<WMT>の元幹部マーク・ロー氏が設立したレストランのワンダーに、6億5000万ドル（負債を含む）で売却することで合意した。ジャストイートは2021年にグラブハブを70億ドルで買収した。

今週の予定

11月18日（月）：住宅市場の現状を示す複数の経済指標が発表される予定。18日、全米住宅建設業者協会（NAHB）が11月の住宅市場指数を発表。19日、国勢調査局が10月の住宅着工件数を発表。エコノミストは、住宅着工件数は季節調整済みの年率換算で134万戸と見込んでおり、これは9月とほぼ同水準。21日、全米不動産協会（NAR）が10月の中古住宅販売戸数を発表。市場予想は季節調整済み年率換算393万戸で、9月をやや上回る。

11月19日（火）：第3四半期の決算発表シーズンは終盤を迎え、S&P500指数構成企業の85%以上がすでに業績を発表している。今週最大の注目は、20日の取引終了後に発表されるエヌビディアの決算発表。19日、ホームセンターのロウズ<LOW>と小売りのウォルマートが決算を発表。20日、ネットワーク・セキュリティ対策ソフト大手のパロアルト・ネットワークス<PANW>、小売り大手のターゲット<TGT>とTJXコス<TJX>が決算発表。21日、米農業機械大手のディア<DE>と事業・財務管理ソフトウェア関連企業イントゥイット<INTU>が、それぞれ四半期業績に関する電話会議を実施する。

11月22日（金）：S&Pグローバルの11月の製造業購買担当者景況指数（PMI）が発表される。

コンセンサス予想は48で、10月の数字から0.5ポイント低下（各セクターのPMIは、50を上回れば景気が上向きで、50を下回る場合は景気が下向きであることを示す。）

統計と数字

4.5%：2023年における世界の石炭消費量の増加率。約6500の石炭火力発電所による消費で、過去最高水準に達した。

2兆4000億ドル：2023年の世界の軍事支出総額。前年比6.8%の増加を記録した。米国は9000億ドル超で世界最大の支出国。

35%：2024年の債券トレーダーのボーナスが、どの程度増加するかの予測。給与コンサルタントのジョンソン・アソシエーツの見通しによる。

6.78%：先週時点の30年固定金利住宅ローンの平均利率。FRBによる利下げにもかかわらず、前週比で0.01%のわずかな低下にとどまった。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

『バロonz・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

時事通信社

編集人

川田 重信（かわた しげのぶ）

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

『バロonz・ダイジェスト』 2024/11/17

THIS WEEK'S MAGAZINE

発行 : Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信 : 時事通信社

編集

THIS WEEK'S MAGAZINE : エグゼトラスト

TODAY'S MAGAZINE : 時事通信社

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

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

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

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

※図・表・データの無断使用を禁止します。

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

Copyright © 2024 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます