

# バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2024/11/24

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. グーグルは包囲されている。それでもアルファベットが勝つ理由 - Google Is Under Siege. [カバーストーリー]  
Why Alphabet Stock Will Win P.1  
生成AIと事業分割要求を乗り越え、50%上昇の可能性も
2. ホリデー商戦は活況の見込み、割安な小売り銘柄はどこに - Holiday Spending Looks Strong. [フィーチャー]  
Where to Find Bargains in Retail Stocks P.6  
上値余地が大きい5銘柄
3. 株式市場もビットコインのような眠らない市場になるか - Bitcoin Never Sleeps. Stock Markets [フィーチャー]  
May Be Next as Trump Takes Charge. P.10  
トランプ氏の規制緩和で加速の可能性
4. 高級品販売が世界で減速する中で、日本は好調 - Luxury Sales Are Slowing Around the [フィーチャー]  
World. P.14  
円安と観光客が寄与し、資産効果で見通しも明るい
5. DOGEチームの2兆ドル歳出削減計画は実現可能か - DOGE Team's Goal of \$2 Trillion in Spending [コラム]  
Cuts Is Too Tall an Order. P.18  
トランプ次期政権の最優先課題はTCJAの延長
6. 壁に貼られたバナナと、暗号資産で稼ぐソフトウェア企業の高値更新 - A Banana on a Wall And [コラム]  
MicroStrategy Soars. What Can Go Wrong? P.20  
ストラテジストは市場の過熱ぶりに警鐘
7. 2025年中のインフレ目標達成は無理でも、利下げは継続の見込み - Inflation Won't Hit the Fed's [経済政策]  
Target in 2025. P.22  
カギを握るのは家賃の低下
8. エヌビディアの決算発表は市場に影響せず - Why Nvidia's Earnings Weren't All That Great [米国株式市場]  
for Stocks P.25  
物色対象が広がったことは歓迎すべきも、依然残る割高感
9. モバイルと車載向けAIに賭けるクアルコム - How Can Qualcomm Stock Trade More Like Nvidia? [投資戦略]  
エヌビディアとのバリュエーションの大差は縮まるか P.26
10. 億万長者が急増中。ハイテク株の功績が大 - The Ranks of Billionaires Is Booming. [経済関連スケジュール]  
Tech Stocks Get the Credit. P.29  
世界の超富裕者数が過去最高、インド躍進、女性も増加

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

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

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

Copyright © 2024 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

# 1. グーグルは包囲されている。それでもアルファベットが勝つ理由

[カバーストーリー]

Google Is Under Siege. Why Alphabet Stock Will Win

生成AIと事業分割要求を乗り越え、50%上昇の可能性も

## 司法省がクローム売却を要求



Illustration by Barron's

グーグルは攻撃を受けている。それでも親会社のアルファベット<GOOGL>は勝者となるだろう。

先週、米国政府は市場独占の是正策として、グーグルに対して検索事業の分離を要求した。この要求には「クローム」ブラウザとモニタリングデータの売却が含まれており、株価は21日に4.7%下落して167.63ドルとなった。それ以前から、投資家は生成人工知能（AI）の台頭を理由に懸念を抱いていた。生成AIは複雑な質問に対して、多くの場合は平易な言葉で回答でき

る。つまり、チャットGPT、AIスタートアップ企業のパープレキシティ、マイクロソフト<MSFT>などの競合他社が過去にない方法で検索市場に参入できることを意味する。グーグルからユーザーを奪うという点だけでなく、リンクではなく回答を表示するという点も、グーグルの広告事業にとって壊滅的な影響をもたらす可能性がある。検索とそれに伴う広告収入がなければ、アルファベットは倒れ、株価は急落するかもしれない。

しかし、アルファベットは自社の防衛という課題に対して十分以上に対応している。2004年の上場以来、グーグルはデスクトップからモバイルへとといったインターネットの変化に比較的容易に対処してきた。生成AIは、グーグルのAIツール「ジェミニ」が拡大し、より強力になるにつれて、さらなる収入をもたらす可能性がある。政府によるアルファベット分割の試みは重荷となる恐れがあるが、株価には織り込み済みとみられる。アルファベットのバリュエーションはマグニフィセント・セブンの中で最も割安で、S&P500指数よりも割安だ。

過去20年にわたって、アルファベットは勝者であり続けている。アルファベットの広告事業は年間2500億ドル以上の売上高を生み出している。「アンドロイド」は世界で最も人気のあるモバイル基本ソフト（OS）で、ユーザー数はアップル<AAPL>のiPhone（アイフォーン）をはるかに上回る。クラウド事業は来年、580億ドルの売上高を生み出すと予想されている。YouTube（ユーチューブ）は世界第1位のコンテンツ配信プラットフォームとなっており、1日当たりの総視聴時間は10億時間を超える。

上記の事業部門が潤沢なキャッシュ（過去10年間で約4350億ドル）を生み出しているおかげで、グーグルは自動運転のウェイモやブロードバンドインターネットのグーグル・ファイバーなどの「アザーベッツ（その他事業）」に取り組むことが可能になっている。アザーベッツは赤字事業で、投資家からは基本的に無視されている。これらの事業がすべてグーグルの検索エンジンによって束ねられており、強大で必要不可欠な雰囲気をつくり出している。

2022年11月、チャットGPTが公開された。生成AIはネットから情報を収集し、（疑わしい場合もある

が) 平易な回答を提供することができる。これはデータへのアクセスに関する新しい可能性を開くとともに、アルファベットの支配に対する新たな脅威となった。ユーザーはもはやグーグルの検索バーにキーワードを入力し、画面をスクロールする必要はない。質問を入力すれば答えが得られるのだ。調査会社フューチャラム・グループの最高経営責任者（CEO）で技術リサーチャーのダニエル・ニューマン氏は、チャットGPTが公開後わずか2カ月でアクティブユーザー1億人に到達したことに触れ、「史上最速で成長し、最もエキサイティングなアプリだ」と語る。

チャットGPTの1カ月後に公表されたパープレキシティは、月間アクティブユーザー1500万人に成長している。最近発表したショッピング・アシスタントは、ユーザーが入力した質問に対して回答を提供し、取引を実行できる。パープレキシティのディミトリ・シェベレンコ最高ビジネス責任者は、自社のツールを「アンサー・マシーン」と呼び、リンクではなくユーザーが必要な情報を提供すると語る。パープレキシティが過去30日間に回答した質問は約4億2500万件で、1年間で5億件だった2023年から増加している。

## 生成AIはグーグルの検索事業を成長させる

### Beautiful Bargain

Alphabet is the cheapest of the Magnificent Seven.

| Company / Ticker      | Recent Price | Market Value (trillion) | Forward 12-Month P/E | 2025E CapEx (billion) | 2025E Ebitda (billion) |
|-----------------------|--------------|-------------------------|----------------------|-----------------------|------------------------|
| Alphabet / GOOGL      | \$167.63     | \$2.1                   | 19.4                 | \$57                  | \$164                  |
| Amazon.com / AMZN     | 198.38       | 2.1                     | 34.0                 | 85                    | 164                    |
| Apple / AAPL          | 228.52       | 3.5                     | 31.0                 | 12                    | 151                    |
| Meta Platforms / META | 563.09       | 1.4                     | 22.9                 | 51                    | 101                    |
| Microsoft / MSFT      | 412.87       | 3.1                     | 31.1                 | 66                    | 160                    |
| Nvidia / NVDA         | 146.67       | 3.6                     | 37.7                 | 3                     | 127                    |
| Tesla / TSLA          | 339.64       | 1.1                     | 106.4                | 11                    | 20                     |

Note: E=estimate

Sources: Boomborg, FactSet

こうした変化はグーグルにとって不吉に思える。論理的な帰結として、従来型の検索が廃れ、市場が細分化し、AIが生成したカスタムインターフェースを通じてユーザーが端末とやり取りするようになる日を想像するのは難しくない。2月、IT調査会社ガートナーは、検索エンジンの検索件数が2026年までに25%減少するという予想を発表した。

この恐ろしい予測の唯一の問題は、それを裏付けるデータがないことだ。マイクロソフトはいち早くチャットGPTを自社検索エンジンの「ビング」に組み込み、検索市場のシェアを1%獲得することで売上高が20億ドル増加すると主張した。しかし、フューチャラムのニューマン氏は「マイクロソフトはシェアを獲得しなかった」と指摘する。

さらに、アルファベットが10月に発表した7～9月期決算には、検索事業の減速の兆しが見られなかった。利益と売上高は予想を大幅に上回り、クラウド事業の売上高は35%増加した。しかし、最も大きなサプライズだったのは検索事業かもしれない。最近グーグルを利用した人なら誰でも、リンクのリストだけでなく、AIが生成した要約が表示されることが多いと気付いただろう。投資家はAIによってリンクと広告が減るのではないかと懸念していたが、経営陣は検索が利益を生み出す能力について楽観的なようだった。

メリウスのアナリスト、ベン・ライツェス氏は「AIなどのイノベーションがどのように収益化されるのかは依然として不明だが、グーグルの検索事業の成長率は12%と予想をわずかに上回っており、『脅威』（オープンAI、メタAI、パープレキシティなど）が現実のものとなるのは先になるだろう」と語る。

アルファベットにはオープンAIやパープレキシティにはない強みがある。それは黒字だということだ。2社のスタートアップ企業は依然として事業開発の初期段階にあり、まだ利益を生み出していない。両社が最終的に事業をどのように収益化するのか、それが成功するのかは不明だ。またパープレキシティは、コンテンツを許可なく無料で大規模言語モデル（LLM）に使用したとして訴えられており、事業運営の変更を強いられる可能性がある（本誌親会社ダウ・ジョーンズの所有者であるニューズ・コーポレーション＜NWSA＞はオープンAIと提携しており、ダウ・ジョーンズはパープレキシティを訴えている企業の1社である）。

スタートアップ企業が試行錯誤している間にも、検索事業は成長し続けるだろう。メディア投資およびデータサービス会社のグループMは、2025年の検索広告売上高の成長率が2024年の約5%を上回る6%超となり、2020年代末までの年平均成長率が約5%になると予測している。これはAIを利用することで、検索結果が改善し、質問や検索の増加につながるためだ。ニュー・ストリート・リサーチのアナリスト、ダン・サーモン氏は、デスクトップからモバイルのようなパラダイムシフトとは異なり、AI検索は新たな回答形式にすぎない可能性がある」と指摘する。サーモン氏はアルファベットの投資判断を買い、目標株価を213ドルとしている。

AIの登場は、新たなタイプの検索と、新たな利益の獲得方法を生み出す公算が大きい。グーグルが支配する従来の広告付き検索（現在はAIによる要約付き）の他にも、サブスクリプション型の有料ツールが提供されている。個別企業のために開発されたツールも存在する。例えば、航空エンジンメーカーのGEエアロスペース＜GE＞のために開発されたチャットGPT利用ツールの「ウイングメイト」は、LLMを使用して、設計・運用マニュアルに基づいてエンジニアからの質問に回答する。S&P500指数の構成企業すべてが同じことをすると想像してみしてほしい。サーモン氏は「検索は既にサブスクリプションと広告という二つの収益源に移行した」と語る。

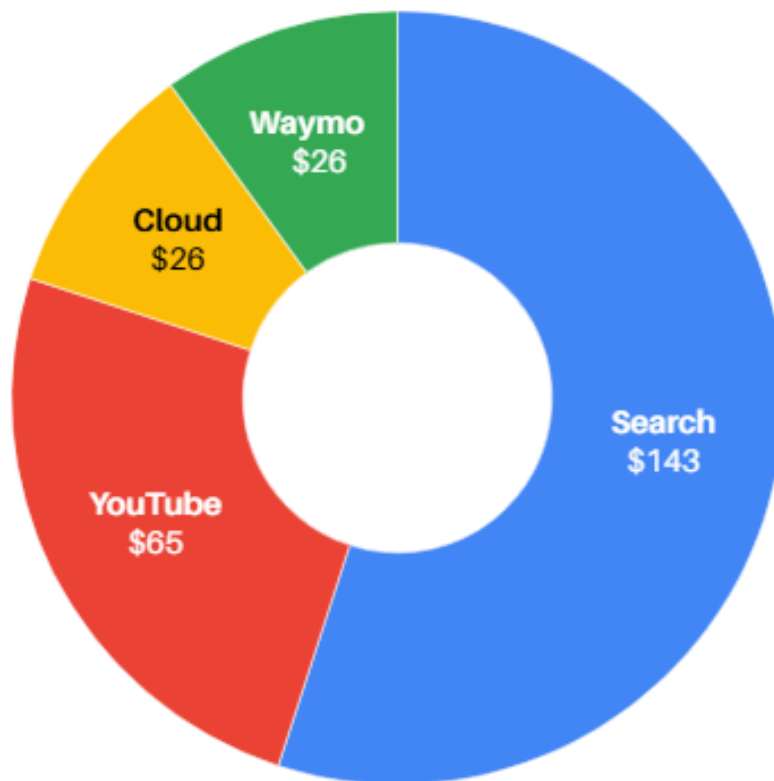
アルファベットは両方の分野で事業を展開している。クラウドサービスのグーグル・ワンは1億人以上の加入者を有し、その有料版では月額20ドルでアルファベットの最高水準のAI機能を利用できる。サーモン氏の推定では、チャットGPTの有料版の加入者数は約1000万人だ。アルファベットにはグーグル・ブレインやディープマインドAIなどのプロジェクトに長年取り組んできた経験の強みがある。また最近、27億ドルでAIチャットサービスのキャラクターAIを買収し、AI関連の取り組みを促進しようとしている。さらに、2025年の営業キャッシュフローは1540億ドルと予想されており、マイクロソフトと同等の590億ドルをAIに投資するための支えになる。

こうした投資は報われるだろう。サーモン氏は、生成AIの要約とサブスクリプションによって、アルファベットのグーグル事業が2027年まで年平均約10%のペースで成長を続けると予想している。ウェドブッシュのアナリスト、ダン・アイブス氏は「新たなAI検索によって、エンゲージメントとユーザー満足度は高まっている」と語り、グーグルの検索市場の支配力に対する構造的リスクは過大評価されていると指摘する。ウェドブッシュはアルファベットの投資判断を買い、目標株価を210ドルとしている。

## 独占禁止法違反の懸念は株価に織り込み済み

### Sum of the Parts

Alphabet's pieces could be worth \$260 per share, more than 50% higher than Thursday's close.



Sources: Company reports, Barron's calculations

AIがグーグルの成長を減速させることはないかもしれないが、先週の株価下落が示す通り、独占禁止法違反のリスクは本物だ。米連邦地方裁判所は8月、グーグルが検索を違法に独占しているとして、司法省に有利な判決を下した。先週、司法省はグーグルに対する是正策を提示した。これにはクロームの売却や、グーグルの中核的な検索インデックス（ウェブページのデータベース）を誰でも望む人に無償で提供することなどが含まれる。

投資銀行ベアードのアナリスト、コリン・セバスチャン氏は「司法省の是正策の多くは、裁判所で承認される可能性が低い。これらの是正策は合理的な要求の範囲を超えており、裁判所の判決から大き

く逸脱している」と指摘する。セバスチャン氏はアルファベットの投資判断を買い、目標株価を205ドルとしている。

アルファベットは控訴しているが、他の裁判も近づいている。その一つは、米国政府が広告事業に対して提起したものだ。上訴の結果、何らかのアクションがあるとしても、早くても2027年になる公算が大きい。次期大統領のドナルド・トランプ氏は10月、グーグルの分割に反対し、より公平な方法があると語っている。

変化の一部は相殺されるだろう。グーグルをデフォルトの検索エンジンにするために、アップルなどの企業に対して料金を支払うことをアルファベットが禁止されれば、市場シェアを失う可能性がある。しかし、アルファベットは検索シェアを獲得するために毎年多額のコストをかけており、裁判資料によると2022年にはアップルに約200億ドルを支払った。ウルフ・リサーチのアナリスト、シュウェタ・カジュリア氏によると、売上高と費用の両方が減少するのであれば、理論上は1株当たり利益（EPS）に軽微な影響しか及ぼさない。

アルファベットの株価は独占禁止法に関する懸念を織り込んでいるようだ。株価収益率（PER）は19.4倍で、S&P500指数の22倍とメタ＜META＞（旧フェイスブック）の22.9倍を下回る。パトナム・インベストメンツのエレン・ヘイゼン氏は「株価は既にリスクを織り込んでいる」として、株価が170ドル近辺に下落した場合は既存ポジションの積み増しを検討すると述べた。

オークマーク・セレクトのポートフォリオマネジャー、ビル・ナイグレン氏は、アルファベット（現在の時価総額は現金と負債を含め2兆1000億ドル）の価値は各事業の合計（サム・オブ・ザ・パーツ＝SOTP＝）を上回ると主張する。ナイグレン氏は「投資家が各事業の価値を認識すれば、株価は上昇するだろう」と語る。

個別事業の分析はこの見解を裏付けている。アルファベットのクラウド事業の価値は、2025年の予想利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）である約200億ドルに、アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞とマイクロソフトと同様の16倍のバリュエーションを適用して3250億ドルと計算される。YouTubeは、EBITDAにメタとネットフリックス＜NFLX＞の平均バリュエーションである22倍を適用すると8000億ドルになる。

ウェイモを評価するのは少し難しい。ライドシェア大手のウーバー・テクノロジーズ＜UBER＞の時価総額は1500億ドルだ。電気自動車（EV）大手テスラ＜TSLA＞の自動運転事業に対するウォール街の評価額は1000億ドルから数兆ドルまで幅がある。ただし、テスラは完全自動運転をまだ一度も実現していない。ウェイモは自動運転タクシーを毎週15万回運行しており、本物の自動運転会社だ。その価値を約3000億ドルと評価するのは妥当だろう。

上記に加え、合計1170億ドルのネットキャッシュと投資を控除すると、検索事業の価値は約5500億ドル、EBITDAの約5倍となる。ナイグレン氏は、ウェイモを考慮に入れず、検索事業の価値を利益の約11倍と計算している。ナイグレン氏の見解では、アルファベットが直面している状況を考慮すると、このバリュエーションには十分な安全マージンがある。

上値余地については、SOTP分析に基づく、株価が260ドルに上昇することは容易に正当化できる。これは21日の終値を55%上回る。市場に対するプレミアムが従来と同様の水準に戻った場合、株価は

利益の約26倍で、直近の株価を約40%上回る約234ドルとなる。

アルファベットにとって、AIは終わりではなく、より明るい未来への次なるステップだ。

By Al Root  
(Source: Dow Jones)

## 2. ホリデー商戦は活況の見込み、割安な小売り銘柄はどこに Holiday Spending Looks Strong. Where to Find Bargains in Retail Stocks 上値余地が大きい5銘柄

[フィーチャー]

### ■ 旺盛な購買意欲を背景に、業績予想を引き上げる小売業者



Illustration by Kaitlin Brito

企業の業績予想や経済予測によれば、米国の小売業にとって素晴らしいホリデーシーズンになりそうだ。というのも、多くの米国の消費者が、1年で最も盛大なバーゲンセールを健全な経済状態で迎えるからだ。

好調な消費が続いていることから、ウォルマート<WMT>、ギャップ<GAP>、TJX<TJX>、ラルフローレン<RL>、BJ'sホールセール・クラブ・ホールディングス<BJ>、ホーム・デポ<HD>、elfビューティー<ELF>など、少なくとも10社の小売り企業が最近、今年度の売

り上げ予想や利益予想を引き上げた。米国の化粧品ブランド、elfビューティーの最高経営責任者（CEO）であるタラン・アミン氏は、本誌との電話インタビューで「当社の業績予想が示すように、われわれはこのホリデーシーズンとそれ以降の見通しに自信を持っている」と述べた。elfビューティーの7～9月期の売り上げは40%増と大幅に伸長している。

全米小売業連盟（NRF）は今年早い時点で、11～12月の売り上げは前年比2.5～3.5%増で、5年平均の6.7%増、昨年の3.9%増をいずれも下回ると予測したが、その予測は今では控えめ過ぎるように見える。

米国はいまだにインフレと高金利に悩まされている。さらに、今年の感謝祭（第4木曜日）は11月28日で、ホリデー商戦が例年に比べて5日ほど短い。

しかし、インフレ調整後の実質賃金は上昇しており、消費者の購買力を押し上げている。そして、個人消費の大部分を占める富裕層は、株価上昇や住宅価格の高止まりの恩恵を受けている。

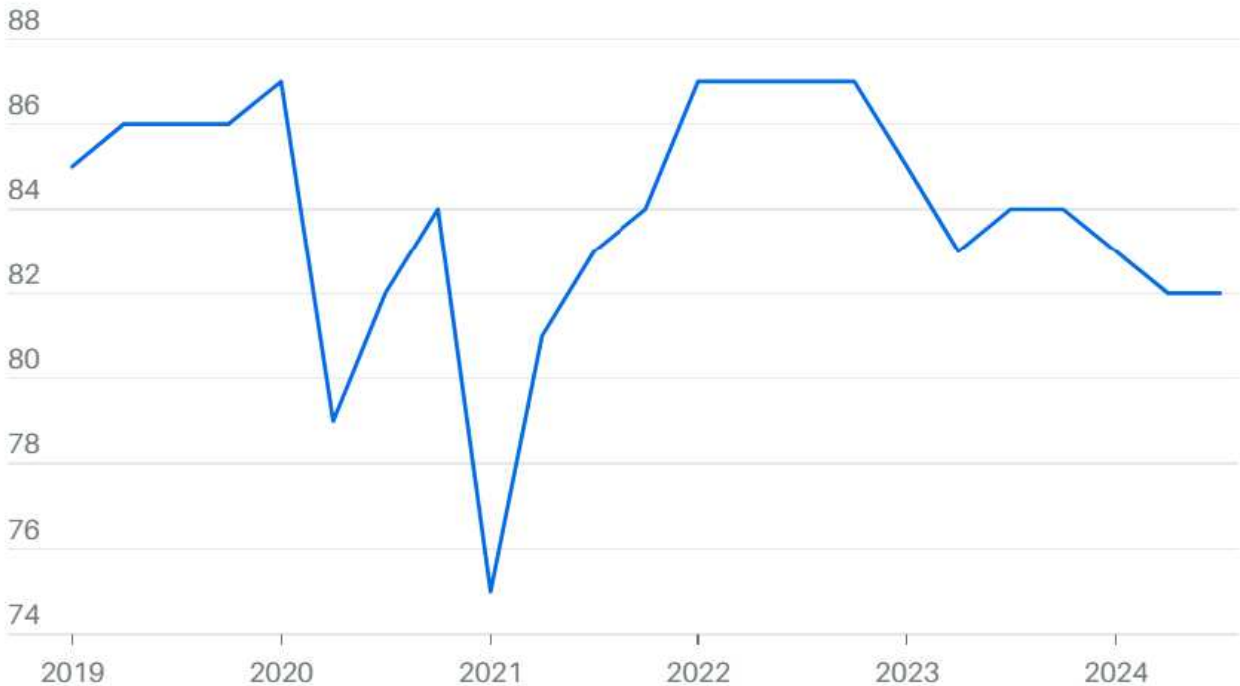
ビーオブエー・セキュリティーズの米国シニアエコノミスト、スティーブン・ジュノー氏は、「今年のホリデーシーズンを迎える消費者にとって、プラスの家計収入効果と資産効果がうまく働いている」と述べた。

## 株と住宅高でセンチメント改善

### Dry Powder

Americans' household debt equals 82% of income, the lowest level in two decades excluding the pandemic era. That should provide plenty of spending power for the holiday season.

— Debt-to-Income Ratio



Sources: New York Fed Consumer Credit Panel / Equifax, Bureau of Economic Analysis

一つははっきりしているのは、米国人の経済に対する信頼感がようやく改善し始めていることだ。コンファレンス・ボードの消費者信頼感指数は、最近、2021年3月以降で最大となる上昇幅を記録した。一方、ミシガン大学が22日に発表した最新の消費者景況感指数（確報値）は、7カ月ぶりの高水準に達した。

一般的に、ポジティブなセンチメントは支出性向と相関する。過去2年間は例外で、センチメント指数がインフレに対する悲観的な見方によって数十年ぶりの低水準だったにもかかわらず、消費者はホリデーシーズンに支出を増やした。

今年は、センチメントと支出がより一致する可能性がある。資産運用会社グローバル Xの投資戦略責任者であるスコット・ヘルフスタイン氏は「センチメントの改善が本当に健全な支出を伴うのであれば、それは火をつけるようなものだ」と述べる。

ミシガン大学の消費者調査担当ディレクターであるジョアン・シュウ氏によれば、センチメントが最も大幅に改善したのは、最高値を更新する株式市場と住宅価格の上昇の恩恵を受けた高所得者層だ。富裕層世帯は裁量的支出の大部分をけん引する傾向があり、感謝祭とクリスマスの間に活発に買い物をするだろう。

米信用情報機関トランスユニオン社が米国人3000人を対象に行った調査では、高所得層の買い物客の73%が、今年のホリデーシーズンに昨年と同じかそれ以上の出費を計画していることがわかった。米連邦準備制度理事会（FRB）の最新の消費者金融調査によると、「富」は2019年から2022年にかけて37%増加した。クレジットカード会社のビザ<V>のチーフエコノミストであるウェイン・ベスト氏は、これは過去数十年で最も急速な富の蓄積の一つだと指摘する。富の増加に大きく関係したのは好調な株式市場と住宅市場だが、所得の伸びも貢献しており、今後も続くことが見込まれる、と語った。

今年の第3四半期には、実質個人可処分所得（DPI）は前年同期比1.6%増、貯蓄率は4.8%となった。さらに重要なのは、米商務省経済分析局が最近、第1四半期と第2四半期のデータを上方修正したことだ。これは消費者の経済的基盤が年初にエコノミストが予想していたよりも堅固であることを示唆している。第1四半期の実質DPIは4.3%ポイント（約2250億ドル）上方修正され、前年同期比5.6%増となった。これらの修正によって、一部のエコノミストは迅速にホリデー商戦の予測を引き上げた。ベスト氏は10月にビザのホリデーシーズンの見通しを、従来の3.8%増から4%増に修正している。

## インフレの影響なお続く

### Shopping for Value

These retail stocks rallied sharply in the past year, but still sport low valuations compared with peers and the S&P 500 Index.

| Company/ Ticker             | Recent Price | YTD Change | Forward 12-Month P/E | 2025E EPS Growth |
|-----------------------------|--------------|------------|----------------------|------------------|
| Abercrombie & Fitch / ANF   | \$141.57     | 60%        | 13.2                 | 67%              |
| Dick's Sporting Goods / DKS | 201.63       | 37         | 13.7                 | 8                |
| Nordstrom / JWN             | 22.37        | 21         | 11.5                 | -9               |
| Ralph Lauren / RL           | 207.12       | 44         | 16.0                 | 14*              |
| Tapestry / TPR              | 55.41        | 53         | 11.7                 | 7**              |

Note: E=estimate; estimates fiscal year ending Jan. 2025; \*estimate for fiscal year ending March 2025; \*\*estimate for fiscal year ending June 2025.

Source: FactSet

ベスト氏は、「今年前半の消費の強さを理解することが難しかったが、最近になって政府が可処分所得のデータを名目値、実質値ともに大幅に修正した。これは近年で目にした最大級の修正であり、これでようやく理解できた」と語る。

確かに、多くの消費者にとってインフレの影響は依然として大きい。10月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比2.6%上昇しており、2019年比では20%超も上昇している。

コロラド州コロラドスプリングスに住むバリスタのビクトリア・ハリスさんにとって、インフレと高金利が年末の計画に影を落とす。幼い子ども2人にちょっとぜいたくなプレゼントを贈りたいと考えているものの、食料品の価格高騰や自動車ローン返済の負担により予算が削られてしまい、今年の予算を200ドルに抑えざるを得ない。

ハリスさんは、「欲しいものが買えないと知りながらクリスマスシーズンを迎えるのはつらい」と肩を落とす。

## 延滞率増加もやや強気な消費者も

家計債務の増加も懸念材料だ。ニューヨーク連銀によれば、第3四半期の家計債務は17兆9000億ドルに達した。特に低所得者層や若年層での返済延滞が増加傾向にあり、延滞状態にあるローンの割合は第2四半期の3.2%から第3四半期には3.5%へと若干上昇した。

2025年には延滞率がさらに上昇する可能性がある。2020年から一時的に猶予されていた学生ローンの返済が10月に再開され、信用情報機関が延滞報告を再び始めるためだ。

さらに、労働市場の冷え込みが続けば、消費者の懸念を増幅させる恐れがある。この秋の雇用ペースは鈍化し、10月の失業率は4.1%と昨年の最低水準3.4%から上昇した。

ただし、多くのエコノミストは雇用市場が大きく悪化するとは見ていない。これまでのところ、所得の伸びは債務の増加を大きく上回っており、第3四半期の家計債務の所得に対する比率は82%で、2019年よりも低い水準にある。

経済データが米国消費者全体の傾向を示す一方で、個々の消費者行動には微妙な側面がある。

デジタルマーケティングのパートタイム労働者であるレイシー・マコーマックさんは、カンザス州カンザスシティに新しい家を購入するための貯金を優先しており、今年のホリデーショッピングには慎重なアプローチを取るという。支出をシーズン全体に分散させ、割り引きセールを利用し、買い物リストを縮小する計画だ。

とは言え、マコーマックさんはホリデーシーズンにはまとまった金額を使う予定で、息子、夫、親族へのプレゼントを含めると予算は850ドルから1125ドルに上る見込みだそうだ。

## 注目のホリデー関連銘柄

マコーマックさんのように、値段が合えばホリデーシーズンに買い物を楽しもうとする消費者は何百万人もいる。アナリストらによれば、価値や利便性を重視した需要に応える企業が優位に立つ可能性が高いという。

投資銀行ウィリアム・ブレアのアナリスト、シャロン・ザックフィア氏は、「今年もオフプライスチャンネル、会員制クラブモデル、アマゾン・ドット・コム<AMZN>らが持つ、強大な競争力に注目している。いずれも十年単位の長期的な成長トレンドの途上にあると考えている」との見解を示した。

ザックフィア氏のチームは585人に買い物アンケート調査を実施し、ギフト購入に最適な小売業者として、約3分の1が小売り大手のウォルマート<WMT>を選び、次いでアマゾン（25%）、会員制倉庫型スーパーのコストコ・ホールセール<COST>（21%）が挙げられた。また、TJXコス、百貨店のロス・ストアーズ<ROST>、衣料小売会社バーリントン・ストアーズ<BURL>といったオフプライス業者も人気を集めた。

しかし、投資家にとって問題となるのは、これらの企業の株価が割安でないことだ。いずれの銘柄も、来年の利益予想に対する株価収益率（PER）が20倍以上となっており、小売りセクターの指標である上場投資信託（ETF）のSPDR S&PリテールETF<XRT>の平均PER約14倍を、大幅に上回っている。強気筋は、これらの企業が好調を維持していることが、このプレミアムを正当化するとしている。

より割安な投資機会を求める投資家には、もっとバリュエーションが低い傾向にある小型株や中型株が魅力的な選択肢になるかもしれない。テルシー・アドバイザリー・グループのダナ・テルシー氏CEOは、スポーツ用品販売大手ディックス・スポーティング・グッズ<DKS>、衣料品のラルフローレン<RL>、高級ブランドを傘下に有するタペストリー<TPR>、百貨店大手のノードストローム<JWN>、アパレル小売りのアバクロンビー&フィッチ<ANF>を推奨銘柄に挙げている。これら5社は直近四半期で安定した売り上げと利益の成長を遂げており、2025年もその傾向が続くと見られる。また、これらの企業のPERは20倍未満だ。

テルシー氏は、「独自性や差別化された商品をお値打価格で提供する小売業者は、消費者が支出に慎重な状況でも、良好なトレンドと集客を維持できる可能性がある」との見方を示した。

ホリデーシーズンが、商戦最中の小売り業者にとっても皆様にとっても、喜ばしいものになることを願いたい。

By Sabrina Escobar  
(Source: Dow Jones)

### 3. 株式市場もビットコインのような眠らない市場になるか

[フィーチャー]

Bitcoin Never Sleeps. Stock Markets May Be Next as Trump Takes Charge.

トランプ氏の規制緩和で加速の可能性

#### 拡大が続く時間外取引

冷えたピザの賞味期限は短い。宅配ピザチェーンのドミノ・ピザ<DPZ>のトレーダーに聞けば分かる。先日、ウォーレン・バフェット氏率いるバークシャー・ハサウェイ<BRK.A><BRK.B>が5億5000万ドルに上る株式を取得したという情報を受け、ドミノの株価は時間外取引で8%上昇したが、一夜明けると落ち着きを取り戻し、終値は前日比1%の下落となった。前日の夜、熱々の（ドミノ）ピザを注文したトレーダーには後味の悪さだけが残った。

時間外取引にはこうしたリスクが伴う。しかし、暗号資産（仮想通貨）やスポーツ、次期大統領について夜通し賭けをできるのであれば、株式でもできないはずはない。そうした考えがウォール街で支



Illustration by Raven Jiang

持を集めつつある。証券会社や証券取引所は、24時間365日取引に向け、取引時間を着実に延長しつつある。新興ハイテク企業は、新たな24時間取引市場開設の認可を求めている。トランプ次期政権では規制当局も前向きな姿勢を見せる可能性がある。特に、米証券取引委員会（SEC）については、トランプ氏はゲイリー・ゲンスラー現委員長よりもウォール街に好意的な人物を委員長に指名する可能性が高い。

規制緩和がなくとも、証券会社は株式取引を深夜へ着実に拡大してきた。今では、ネット証券

のチャールズ・シュワブ<SCHW>やインタラクティブ・ブローカーズ・グループ<IBKR>、個人向け金融サービスプラットフォームのロビンフッド・マーケットズ<HOOD>やウィブル、さらにはムーム・テクノロジーなどの新興企業が、さまざまなレベルの24時間365日取引プラットフォームを提供している。今年株価が急騰しているロビンフッドの場合、午前3時にビットコインやアップル<AAPL>をスマートフォンでシームレスに取引でき、時間外取引の対象は900銘柄まで増加している。2023年にサービスが開始されて以降の累積取引額は400億ドルに達しており、まだ規模は小さいが着実に成長している。

取引所大手も時間外取引を強化する方針だ。10月下旬、ニューヨーク証券取引所（NYSE）を保有するインターコンチネンタル取引所<ICE>は、電子取引プラットフォームNYSE Arcaの取引時間を週5日、午前1時30分から午後11時30分まで（米東部時間）の1日22時間に拡大すると発表した。SECの承認はまだ行われていないが、共和党主導になれば、承認される可能性は高い。NYSEによれば、時間外取引はコロナ禍の時期に増加し始め、その後も急速に増加を続けている。1日の出来高に占める時間外取引の比率は、2019年が5.5%であったのに対し、今年は8.7%で推移しており、時間外取引の出来高は2023年の約7億6000万株から10億株超へ増加している。売買代金の比率も6.7%から8%へ上昇している。

## 成長の原動力

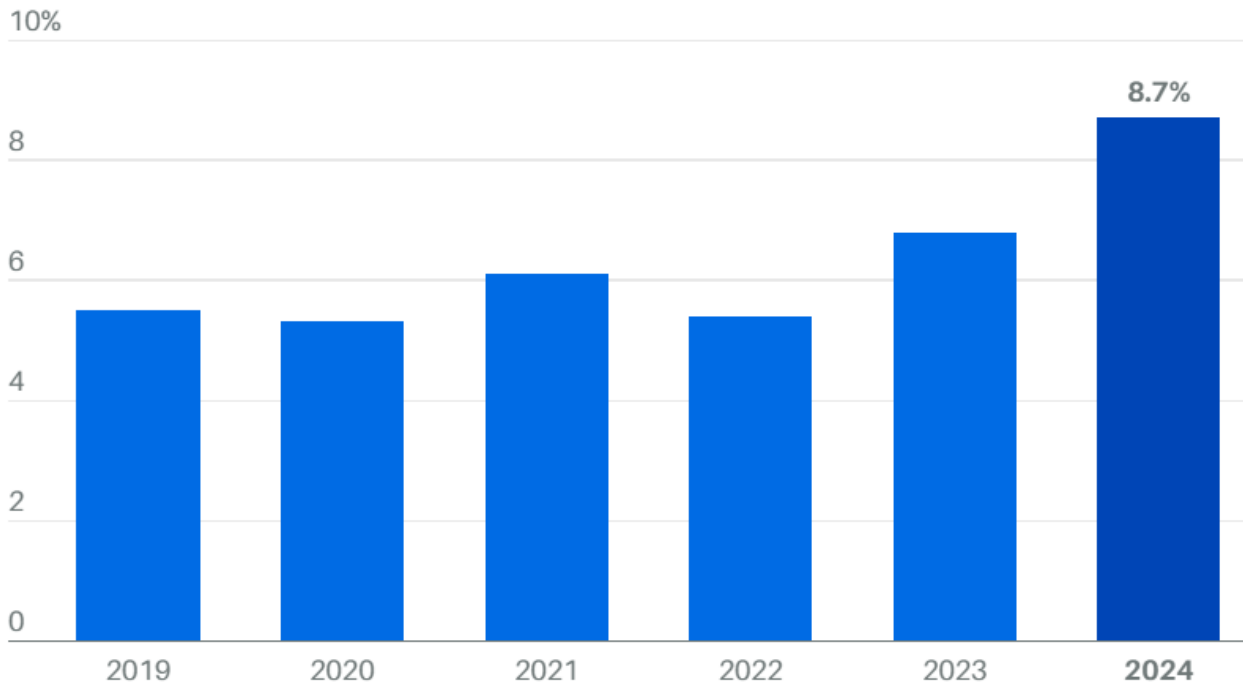
成長の大きな原動力の一つとなっているのが、業務時間中に米国株へのアクセスを求めるアジアのトレーダーだ。ウィブルは5月、アジア市場向けに週5日24時間取引を開始し、その後米国の顧客にも拡大した。別の証券会社テイスティトレードも2025年初頭に24時間取引を始める計画だ。

あらゆるものを24時間365日、好きな時に購入することに慣れている若い米国人も成長を支えている。2023年に取引時間を週5日24時間に拡大したロビンフッドのスティーブ・クワーク最高ブローカレッジ責任者は「24時間機能しない電子取引所は、閉店中のアマゾンのようなものだ。ロビンフッドの顧客は市場に対する考え方が。取引開始時間や終了時間など念頭にない」と話す。

現在、プレマーケットとアフターマーケットの総出来高は、NYSEとナスダック市場の立会時間内の平均出来高113億株の10%を下回っている。7億株に上る時間外取引も相対的に見れば少数であり、夜が更けるとともに出来高は減少する。

## Markets Never Sleep

Off-hours trading volume as a percentage of daily trading is up sharply since 2019.



Note: 2024 data through Nov. 19

Source: NYSE

時間外取引の多くが四半期決算発表の前後に集中し、ボラティリティーが高まりつつある。ゴールドマン・サックスによれば、今四半期の決算発表日の株価の変動は平均でプラスマイナス5%、と過去15年間で最大となった。今期は株価の上昇幅が大きく、過去平均の3.7%を大幅に上回っている。しかし、出来高が少ないため取引は不安定で、午後8時以降の延長セッションではさらにリスクが高まる。決算発表を受けて株価が乱高下する場合もあるが、一過性の反応になることが多い。これは、翌日全トレーダーが参戦した場合に比べ、（半導体大手のエヌビディア<NVDA>の場合でさえ）時間外取引は商いが薄いことが原因だ。

### デメリットと課題

取引手数料は昼夜を問わず同一の場合が多い。しかし、ビッド・アスク・スプレッドは時間外取引の方が大きく、流動性が高い銘柄であっても最良の市場価格で取引することはできない。

もう一つ奇妙な点は、大半の証券会社で時間外取引は指値注文しかできないことだ。流動性が低くボラティリティーが高い市場ではメリットもあり得るが、株価が指値に達しない場合は全く成約せず、あるいは部分的にしか成約しない可能性がある。証券会社は小口投資家を保護するためだとする。2022年に時間外取引の提供を始めたインタラクティブ・ブローカーズでマーケティングと商品開発の責任者を務めるスティーブ・サンダース氏は「個人投資家は、流動性が低い時間帯に取引をする場合、大手投資家に狙われ易い」と指摘する。時間外取引市場での取引はサメが泳ぐプール（ヘッジファンド、銀行の自己勘定トレーダー、アルゴリズム投資家、米国以外のトレーダーが優勢になる）に飛び込むようなものだ。断片的な情報が朝の冷たい光の中では見られないほど増幅され、通常の立会時間

## Trading Boom

Robinhood is powering ahead in crypto and 24-hour stock trading, fueling gains in its shares.



Source: Bloomberg

中のような適切な価格形成が行われない。

ボラティリティーを糧とする証券会社や証券取引所は、当然ながら、どのような状況でも利益を得る。サメが泳ぐ「暗闇のプール」を運営する企業も同様だ。ICEやマーケットメーカーのシタデル・セキュリティーズ、金融サービス大手のサスケハナ、シカゴ・オプション取引所（CBOE）グローバル・マーケットなどの企業はすべてが取引時間拡大の恩恵を受ける既得権益者だ。

より幅広い、厚みのある時間外市場にはメリットがあるだろう。出来高が増え、ビッド・アスク・スプレッドが縮小し、より厚みのあるトレーダー層によって情報が咀嚼（そしゃく）され、より適正な価格形成につながることを望ましい。

時間外取引の欠点の一つだったシステムダウンのリスクも減少するかもしれない。例えば、日銀の利上げを懸念し米国市場で先物が急落したことが引き金となり、8月5日の早朝、証券会社のために取引の執行を行う代替取引プラットフォームを運営する新興企業ブルー・オーシャンのシステム

がダウンした。その結果、ロビンフッドが24時間取引サービスの一時停止に追い込まれたほか、他の証券会社にも影響が及んだ。ブルー・オーシャンのブライアン・ヒンドマン最高経営責任者（CEO）はソフトウェア更新中に取引ボリュームが急増し、システム障害を起こしたと責任を認め、既に対策済みであると述べた。

暗号資産と同様に株式取引を24時間365日行う方向性について一つ障害があるとすれば、それはウォール街で実際に働く人々があまり歓迎していない可能性があることだ。トレーダーや投資銀行家、セールス担当者は、午後4時の取引終了で外に出て、顧客と雑談したり、バーやステーキハウスで商談をまとめたりしようと待ち構えている。ウィブルのグループ社長、アンソニー・デニアー氏は「ニューヨーク市では24時間営業を求める声は聞かれない。眠る時間がなくなるし、既に十分に働いている。証券会社は人件費を増やして増員する必要がある」と指摘する。

慎重な証券会社もある。シュワブが24時間取引を認めているのはS&P500指数とナスダック100指数の構成銘柄および上場投資信託（ETF）の指値注文のみで、ゲーム販売会社のゲームストップ＜GME＞や映画館チェーン大手のAMCエンターテインメント・ホールディングス＜AMC＞などのミーム株は含まれない。投資顧問業者ベターメントは、顧客ポートフォリオについて24時間365日取引を一切認めていない。時間外取引、特にスマートフォンで行う取引では衝動的な判断が増えるというのがその理由だ。

技術的なハードルとしては、清算サービスや決済サービスが取引処理のため、サービス停止を必要とする場合があることが挙げられる。株式の決済を行うデポジタリー・トラスト・アンド・クリアリング・コーポレーション（DTCC）は本誌に対し、証券会社や証券取引所と「積極的な取り組みを行っている」と説明したが、時間外取引拡大のためのサービス拡大に関する公式発表は一切行っていない。

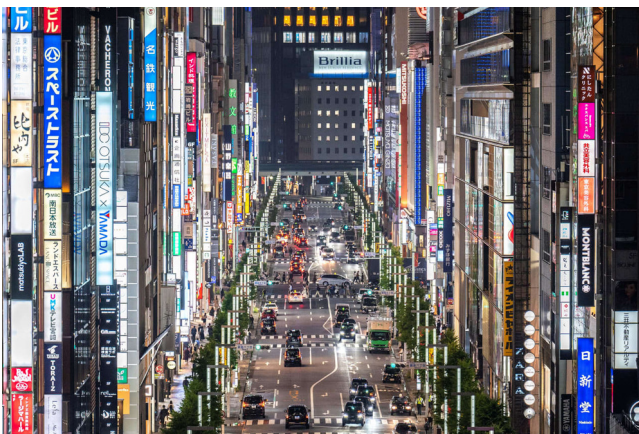
トランプ氏の規制緩和政策を目前に控え、24時間365日取引の世界における証券会社、証券取引所、新興企業の受注競争はまだ始まったばかりなのかもしれない。ロビンフッドのクワーク氏は「暗号資産市場は眠らない。われわれは5年後、なぜ株式市場が開いていない時間帯があったのか不思議に思うだろうと確信している」と話す。ただし、株式が暗号資産と同じ道をたどるべきかどうかは、全く別の問題だ。

By Paul R. La Monica  
(Source: Dow Jones)

#### 4. 高級品販売が世界で減速する中で、日本は好調 Luxury Sales Are Slowing Around the World. 円安と観光客が寄与し、資産効果で見通しも明るい

[フィーチャー]

##### 日本が重要な市場



Charly TRIBALLEAU/AFP via Getty Images

高価なデザイナーブランドの購入が世界的に減少している中で、日本は依然として高級品企業にとって上昇機運の国となっている。複数のアナリストは、日本の国内需要は、実質賃金と株価の上昇が消費を促進しているため、過去数年並みに期待が持てると語っている。今年初めの日本の高級品市場は円安と大勢の中国人観光客に後押しされたが、その両方の傾向はそれ以降反転している。フランスの高級ブランド大手のLVMHモエ・ヘネシー・ルイ・ヴィトン<MC.フランス>は、第3四半期における2%減収の理由を日本における成長減速にあるとし、フラン

スの高級品メーカーのケリング<KER.フランス>は第3四半期の売上高の減速の要因として、全般的にはアジア太平洋を挙げ、中でも日本を挙げた。

とはいえ、日本市場は不振から立ち直りつつあり、高級品メーカーが日本以外の主要市場の活性化手段を見いだすにつれて、着実な売り上げにつながる可能性がある。高級品メーカーのプラダ<1913.香港>の最高経営責任者（CEO）であるアンドレア・ゲラ氏は、「主要市場の一つである日本は7月末からやや減速していたが、依然として素晴らしい場所だ」と語っている。

##### 高級品のホットスポット

日本は高級品にとって、東アジアの中でのホットスポットとなってきた。ラグジュアリートラベル専門の旅行会社であるラーティゼンによると、東京にあるデザイナーショップの数は世界の都市の中で最も多い。そしてその数には、若い世代によるサステナブルファッションの需要増加に応じて現れた準高級品ショップは含まれていない。

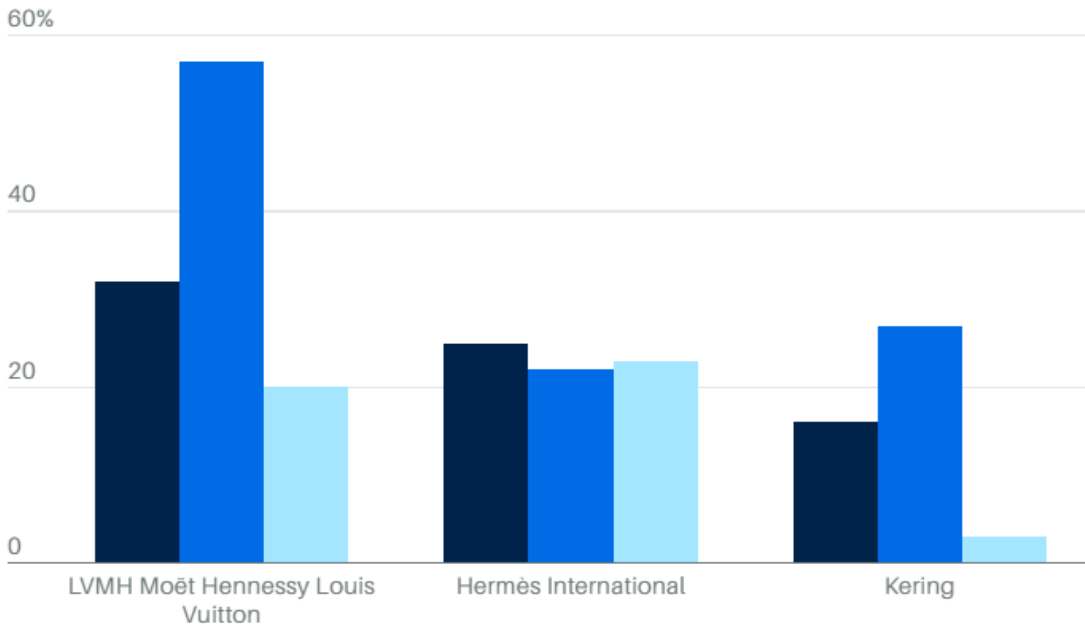
2024年の前半には、円が他国通貨に対して安くなって日本市場が一層魅力的になり、自国の景気低迷

## Rising Fortunes

Japan accounts for just under 10% of the global luxury market. Sales rose sharply earlier this year due to the yen's depreciation and a surge of tourists, although the local market remains strong.

Sales in Japan (% change, 2024)\*

■ Q1 ■ Q2 ■ Q3



\*In constant currency

Sources: company reports, earnings calls

と闘う、デザイナーブランドを愛する中国人にとってはなおさらだった。買い物客にとっては、有利な為替レートによって日本での買い物予算が増加した。例えば、ルイ・ヴィトンの財布であるジッピーの価格は、7月半ば時点で日本のルイ・ヴィトンのウェブサイトでは11万4400円（約780ドル）だったが、同時点で米国では865ドル、中国では約970ドルだった。

日本政府観光局によると、1～9月に日本を訪れた中国人観光客は前年比230%弱と急増した。それはひいては、日本に大きなプレゼンスを持つ高級品メーカーの販売額を押し上げた。LVMHとケリングの日本における第2四半期（4～6月期）の売上高は、為替変動の影響を除いたベースでそれぞれ57%と22%増加した。高級品における日本の売上高シェアも増加しており、LVMHの売上高におけるシェアは昨年の7%から9%へ上昇している。

観光客ブームは秋になって収まっており、それは、第3四半期の円高が一因となっている。日銀は最近、政策金利をゼロから0.25%へ引き上げており、植田総裁は声明で、円高誘導が利上げの動機の一部だったと述べている。その後、円は7月初めの水準まで下落したが、円高に関するメッセージが観光客の訪日意欲を削いだ可能性はある。

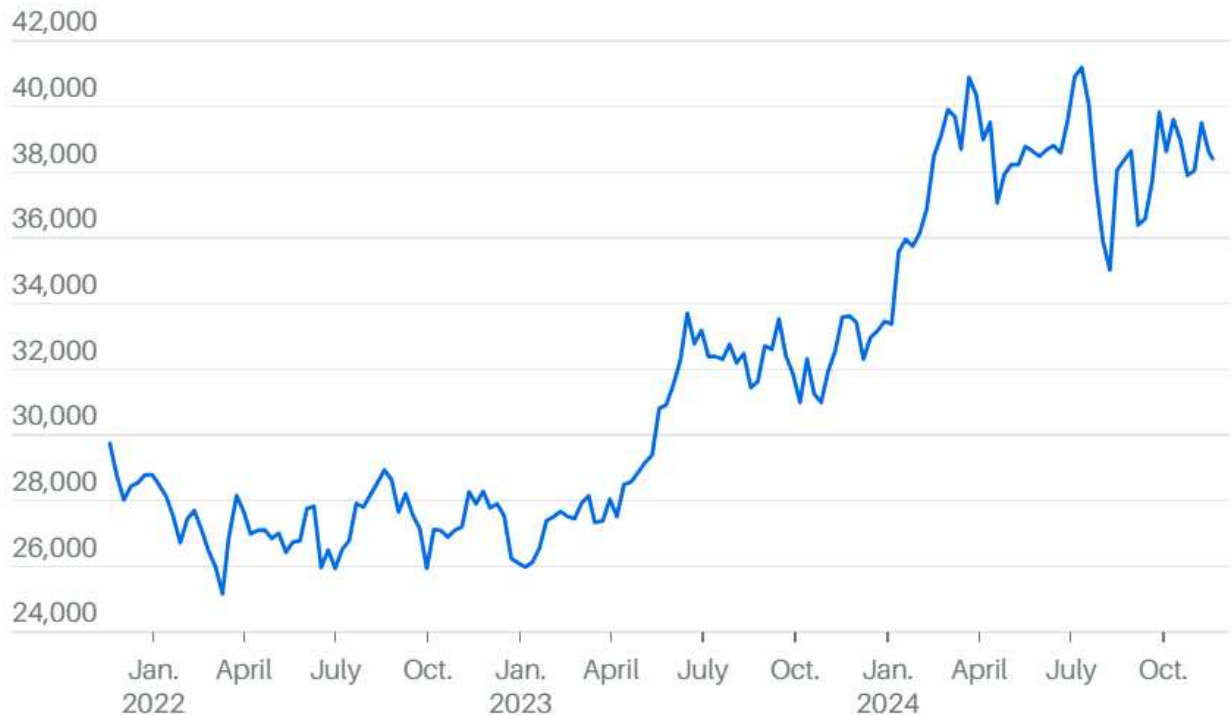
なお、高級品メーカーは、円をユーロに換算する際の為替差損を穴埋めするために価格を引き上げた。例えば、高級品メーカーのエルメス<RMS.パリ>は、為替変動によって第2四半期の売上高に1億ユーロの悪影響があり、その大半が円の下落に関連するものだった。値上げは為替差損やその他の要

因に伴う損失の相殺に貢献するものの、見込み客を遠ざける可能性もある。実際米国では、企業がコロナ禍で大幅に値上げした結果としてそのような状況がみられた。日本では、顧客を怯えさせないように価格が比較的安く抑えられてきたが、その状況は変わりつつある。ケリングの最高財務責任者（CFO）であるアルメル・プルー氏は、「日本と他国の価格差の魅力は、徐々に薄れている」と語る。

## 日本の次の展開は

### Back From the Dead

Japan's benchmark Nikkei 225 made a new high this year for the first time since 1989. Rising stock prices are spurring more spending on luxury and other goods.



Source: FactSet

しかし、価格差は日本の購買者にとっては問題ではない可能性がある。UBSのグローバル・ウェルス・レポートによると、2023年に日本のミリオネア（資産100万ドル超）は300万人で、その数は世界第5位だった。UBSは、ミリオネアの数が2028年までに28%増加すると予想している。

富裕層の購買者が、高級品ブランドに対する顧客基盤を提供している。日本に拠点を置く小売業コンサルティング会社であるシノベイトのティモシー・コーナーCEOは、「日本の消費者を顧客として獲得することは非常に困難だが、獲得してしまえば、ロイヤルティーが非常に高く、恐らく世界で最も高い。顧客となった日本人はブランドの店舗で毎シーズン購入する」と語る。

日本の高級品購買意欲は日本の小売統計に明確に表れている。高級品消費の代理変数とみなされる百貨店売上高は、日本百貨店協会によると31カ月連続で増加している。エルメスは、第3四半期における日本の前年同期比23%増収（為替変動がないとして試算）の原因を「日本の顧客のロイヤリティ」であるとしている。ちなみに、第2四半期まで前年同期比20%超の増収が9四半期続いていた。ケリングも、第3四半期には観光客を要因とする増収が減速したものの、日本の基調的な需要は第2四半期比で

改善したと述べている。

日本の株式市場の回復も、ここ数年の高級品購入を促してきた。日経平均株価は過去5年間で66%上昇し、年初来では約15%上昇して、1989年以来の史上最高値を更新した。日経平均株価は、トヨタ自動車<7203>やソニーグループ<6758>など、円安時に海外の業績が押し上げられて利益が増加する企業の比重が高い。

直近の円高で株主リターンが低下したように、日銀による利上げは将来の株価上昇を抑制する可能性がある。また、数十年にわたって停滞してきた日本経済の健全性に関する懸念は根強く、最近では物価上昇に対する懸念もある。経済に対する不満によって、自民党は直近の衆院選で10年以上ぶりに過半数を割った。選挙結果は、日銀の金融引き締めに対する一層の反発の可能性を含め、日本経済の行方に恐らく影響を及ぼすだろう。

しかし日本の株式市場には上昇の余地があり、それは富裕層の消費を持続させるだろう。ファクトセットによると、日経平均株価の2025年末目標の中央値は4万6086円で、現在の水準からの20%弱のリターンと示唆される。オックスフォード・エコノミクスの日本担当シニア・エコノミストの山口範大氏は、「高額所得者の消費は、賃金上昇と資産効果によって堅調を維持する公算が大きい」と語る。

最近では、消費需要がより広範囲にわたって改善している兆候がある。日本の第3四半期の国民経済計算によると、実質賃金の上昇によって個人消費は前年同期比3.6%増加した。再び円高になれば国内の購買力は一段と押し上げられ、高級品市場を準富裕層へ開放する可能性がある。日本は、高級品企業を取り巻く世界的な混乱にとっての万能薬にはならないかもしれない。しかし、日本市場は底堅いと証明され、より多くの顧客と良いニュースが必要な業界にとって引き続き明るい材料である。

By Sabrina Escobar  
(Source: Dow Jones)

## 5. DOGEチームの2兆ドル歳出削減計画は実現可能か DOGE Team's Goal of \$2 Trillion in Spending Cuts Is Too Tall an Order. トランプ次期政権の最優先課題はTCJAの延長

[コラム]

### DOGEチームの歳出削減計画



Anna Moneymaker/Getty Images

イーロン・マスク氏にできないことなどあるのだろうか。マスク氏は200万台のテスラ車を売ることも、ロケットを打ち上げて宇宙から回収することもできないと言う懐疑論者を覆してきたのだから、連邦予算から年間2兆ドルを削減することはとても簡単なはずだ、とマスク氏の支持者は言う。

マスク氏とビベク・ラマスワミ氏は、新たに設立された政府効率化省（DOGE）の責任者として、連邦政府の支出を2兆ドル削減を目指している。問題は、連邦政府の年間支出6兆1000億

ドルのうち、裁量で削減可能な支出は1兆7000億ドルにすぎないということだ。さらに大きな問題は、非裁量支出、特に負債の利払いが急増していることで、この両氏でさえ、どうすることもできない。

マクロ・メーバンズのステファニー・ポンボイ氏は、「現実には、マスク氏とラマスワミ氏ができる削減は、もはや手に負えない財政を少しでも改善するために必要な削減よりもはるかに少ないだろう。政府職員の給与削減というマスク氏の一手についても、政府の給与総額は年間8000億ドルをわずかに上回る程度の規模でしかない」と書いている。

過去1年半の間に本誌で何度も強調してきたように、その程度の削減では意義が薄い。少なくとも債券市場にとってはそうだ。空前絶後の1%以下の利回りで発行された米国債は、償還期限を迎えると4%台の通常の利回りの米国債に入れ替わる。ポンボイ氏は、「こうして米国政府の金利負担は、2023年の6280億ドルから2024年には9000億ドル弱に増加し、現在は年間1兆2000億ドルに達している」と言う。

ポンボイ氏は、「給付金の削減（誰も言及していない）がない限り、マスク氏、そして米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長の努力にもかかわらず、金利は長期的に上昇する」と結論付ける。

### 経済政策上の最優先課題とその影響

トランプ次期政権の経済政策上の最優先課題は、2兆ドルの歳出削減という幻想とは程遠く、トランプ第1次政権で成立させた2025年末に失効を迎える減税・雇用法（TCJA）の延長である。ピーター・G・ピーターソン財団によれば、この延長には今後10年間で4兆ドルの歳出増が見込まれ、これは同法案成立当初1兆6000億ドルとされたコストの2.5倍になるという。

だからといって、歳出削減が行われないということではない。責任ある連邦予算委員会（CRFB）は先週、今後10年間の「7000億ドルの容易な赤字削減」をリストアップした。削減額のうち500億ドル程度

は、電気自動車（EV）クレジット・リースの法の抜け穴をふさぐことによってもたらされる。この法の抜け穴は、生産地や購入者の所得によって異なるが、EV購入に対する7500ドルの連邦税額控除の制限を回避するものだ。

マスク氏はまた、EV税額控除に反対の声を上げており、それは主にゼネラル・モーターズ（GM）＜GM＞やフォード・モーター＜F＞といった、マスク氏が最高経営責任者（CEO）を務めるテスラ＜TSLA＞の競合他社を助けるものと述べている。そしてマスク氏は、政府の効率性を高めるために人工知能（AI）の利用を支持する傾向がある。マッコーリーのストラテジストであるティエリー・ウィズマン氏とガレス・ベリー氏は、定型的な行政業務を自動化することで、米国政府の生産性を年間5190億ドル向上させ、10年間で計5兆2000億ドルを節約できるという試算を紹介している。

ウィズマン氏とベリー氏は、AIはこれ以外にも、脱税を検知し、税務調査の対象となる申告書の選別を改善することで、財政赤字を削減することができると付言した。コンプライアンスが向上すれば、税率を上げなくても10年間で4兆8000億ドルの税収増が見込めるといふ。

ウィズマン氏とベリー氏はさらに、トランプ次期大統領が選好する10～20%の関税は、10年間で2兆ドルから3兆3000億ドルの税収をもたらすと推定する「静的」分析を指摘している。しかし、ウィズマン氏とベリー氏は、貿易相手国からの報復の可能性を考えると、関税は政府歳入を増やす方法としてはリスクが高いと付け加え、経済への悪影響によってむしろ財政収入全体が減少する可能性があるというタックス・ファウンデーションの分析に注目しているという。

## 選挙公約がすべて実現されるとドル高を招く

マスク氏とラマスワミ氏が追求する年間2兆ドルの歳出削減には、どの対策も及ばない。一方、ピーターソン国際経済研究所に寄稿した国際通貨基金（IMF）の元チーフエコノミスト、オリビエ・ブランシャール氏は、「トランプ次期大統領が掲げるTCJAの延長、さらに社会保障と半導体に対する課税の廃止、州および地方の税控除の上限引き上げ、製造業の法人税率を21%から15%への引き下げという選挙公約がすべて実現した場合、国内総生産（GDP）の6.5%という既に巨額の連邦赤字はさらに拡大するだろう」と指摘する。

ブランシャール氏は、「トランプ次期大統領が提案した対策をすべて実行に移した場合、投資家が米国債の無リスクの地位に疑問を抱くまで何年かかるかが問題となるだろう。しかし、このリスクの問題はさておき、完全雇用に近い経済状態からさらに財政を拡大すれば、インフレを引き起こす可能性が高い。そしてそれは、FRBが利上げし、ドル高になるということを暗に示している。このシナリオは再び、政府とFRBとの潜在的な対立を引き起こすだろう」と書いている。

ブランシャール氏によれば、もしFRBがその義務を忠実に遂行すれば、トランプ次期大統領の政策目標の幾つかを阻むことになり、景気過熱を抑えるために利上げをせざるを得なくなり、ドル高を招くことになる。筆者が先週書いたように、リスクとなるのは、FRBが政策変更してインフレ率の上昇を許容し、債務の増加と同等のペースで経済が急拡大することである。最近の債券利回りの上昇がそれを示唆している。

By Randall W. Forsyth  
(Source: Dow Jones)

## 6. 壁に貼られたバナナと、暗号資産で稼ぐソフトウェア企業の高値更新

[コラム]

A Banana on a Wall And MicroStrategy Soars. What Can Go Wrong?

ストラテジストは市場の過熱ぶりに警鐘

### ビットコインが生み出した富と狂騒



Courtesy Sotheby's

バナナを銀色のダクトテープで壁に貼り付けたアート作品が先週、620万ドルで落札されたことが話題になった。買い手は暗号資産（仮想通貨）のオペレーターで、ビットコインが10万ドルの大台に迫る中、大金が転がり込んでいると考えて間違いないだろう。

これが非合理的な熱狂の極みであるなら、ソフトウェア会社でビットコインの大口保有者でもあるマイクロストラテジー<MSTR>は再びそれを最大限に利用した。名目上はソフトウェア企業だが、ビットコインを着実に蓄積してきた

ことが名声と富の主な源であり、株価は2年強で16倍に上昇した。マイクロストラテジーはその株式を元手にさらにビットコインを購入しているが、そこで巧妙な金融工学を駆使している。

マイクロストラテジーは先週、利回り0%の5年物転換社債30億ドルを発行した。転換価格は672ドルと、価格決定当時の株価を約55%上回っている。これを分解すると、マイクロストラテジーは価格の高い（つまり利回りの低い）債券を売り、それに高値の普通株を買うための高値のコールオプションを付与し、得られた資金をビットコインに投資し、そのモメンタムを受けてビットコインの価格は上昇し続ける。お見事な手法だ。

それに比べれば、予想株価予想収益率（PER）が22倍のS&P500指数は法外な高さには見えない。BCAリサーチでチーフ・ストラテジストを務めるピーター・ベレジン氏によると、このPERは2015～2019年の平均を31%上回る。なお、当時の10年物米国債利回りは概ね2～3%台であり、現在のベンチマーク利回り4.4%と比較してリスク資産にとってのハードルははるかに低かった。

### 過去の株価急落前と重なる市場環境

ソシエテ・ジェネラルのアルバート・エドワーズ氏によると、現在のようなPERが高い環境では、利回りの急上昇は問題を引き起こす可能性がある。エドワーズ氏は顧客向けレポートで（自身が恒常的な弱気派であることを認めつつ）、「これは伸びきった輪ゴムがついに切れるようなケースで、1987年の株式暴落が良い例だ」と書いている。当時、30年物米国債の利回りが10%に達し、それが1987年10月19日のブラックマンデーと呼ばれるダウ工業株30種平均（NYダウ）の1日で22.6%という暴落につながった。

エドワーズ氏は、2018年にも株価は当初、債券利回りの上昇をはねのけていたと指摘する。当時、PERは債券利回りの上昇にもかかわらず上昇を続けたが、やがて限界を迎えた。S&P500指数は2018年12月24日に急落し、弱気相場と認定される直近の高値からの20%下落にあと一步のところまで迫った。

エドワーズ氏は「高い企業利益は高いPERを正当化されているが、期待値は今や1株当たり利益（EPS）の現実のはるか先を行っている。しかし、私がこの業界にいた42年間で目撃したあらゆるバブル現象と同様、投資家の過熱ぶりを説明づける一見もっともらしく説得力のあるストーリーが常に存在する」と述べる。

そのストーリーを提供するのが人工知能（AI）の可能性だ。特に米半導体大手のエヌビディア（NVDA）は、世界で最も価値の高い企業となり、英国株式市場全体の価値を上回っている。

## 第2次トランプ政権に向けた期待と警戒感

米大統領選挙後、多くの市場ストラテジストが「トランプ・プット」に言及するようになった。1期目のトランプ政権は、株式市場のパフォーマンスを成功の指標として喧伝した。強気派は次期政権の政策によって株価上昇が続くことを期待している（バイデン大統領の場合、国民が株価よりも食料品や家賃の高騰に注目する中、市場の最高値更新を宣伝しなかったと思われる）。

マッコーリーでグローバル・ストラテジストを務めるビクター・シュベツ氏とカイル・リュウ氏は、顧客向けレポートで「資本市場は間違いなく、破壊的あるいは不合理な政策に対する最強のガードレールだ。リスクプレミアや住宅ローン金利が大幅に上昇したり、米国株が大幅に下落したりすれば、米政権は急いで退却する可能性が高い。移民を巡るロビイングの力や商業・企業利益についても同様である」と書いている。

ソシエテ・ジェネラルのエドワーズ氏は、バリュエーションが上昇している理由として、豊富な流動性を指摘している。これは株式に限らずクレジットにも言えることで、スプレッド（リスクフリーの国債に対して社債に上乘せされる利回り）は過去最低水準にあるし、暗号資産や壁に貼られた果物のような「アート」に高値が付くのもその兆候だ。

BCAのベレジン氏によると、BCAの顧客はこのトレンドが自分たちの味方だと主張している。シティグループの元最高経営責任者（CEO）チャック・プリンス氏が、「音楽が流れている限り、立ち上がって踊るしかない」と言ったのは、金融危機が起こる直前の2007年のことだった。ベレジン氏は、「その後どうなったかは言うまでもない」と言う。

By Randall W. Forsyth  
(Source: Dow Jones)

## 7. 2025年中のインフレ目標達成は無理でも、利下げは継続の見込み Inflation Won't Hit the Fed's Target in 2025. カギを握るのは家賃の低下

[経済政策]

### パウエル議長は目標達成に自信示すが



Dreamstime

米国のインフレが2025年に米連邦準備制度理事会（FRB）の目標である年率2%に低下する可能性は極めて小さいが、このことがFRBの利下げ軌道をそらせるものではない。

インフレは過去4年間、その大半の期間にわたりFRBを最も悩ませてきたが、改善してきた。FRBがインフレ指標として重視する個人消費支出（PCE）物価指数の上昇率は、2022年6月のピーク時には前年同月比7%を超えていたのだ。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）により経済が停止状態に陥り早々に

急速な利下げを実施した後、（インフレが高進したのは）FRBがほぼゼロ金利から利上げを開始して間もない時期のことだった。

当初に急速な改善が見られた。1年後の2023年6月には、PCE物価指数の上昇率はわずか年率3.3%まで鈍化した。誘導目標であるフェデラルファンド（FF）金利はその1カ月後に過去20年で最も高い水準まで上昇し、誘導目標は5.25%～5.5%となった。

それ以降、インフレは断続的な動きを繰り返し、2023年後半にはさらに低下し、今年の年初に再び上昇した。夏にかけて、ディスインフレの傾向が見られた後、2024年後半には再びインフレ低下のペースが鈍化した。価格変動が大きい食品とエネルギーを除くコアPCE物価指数上昇率は過去6カ月間、2.7%近辺に張り付いている。

FRBのジェローム・パウエル議長は11月14日に講演会で、「インフレは引き続き目標である2%に向けて低下する見込みだ。ただし、時に上昇することも含め一直線に、というわけには行かないかもしれない」と語った。

インフレは依然として目標を超えたままであるにもかかわらず、政策当局者が「ミッション（任務）完了」を宣言しがっているのはどういうことだろうか？ インフレ指数の上辺だけを見ていても、それは分からない。

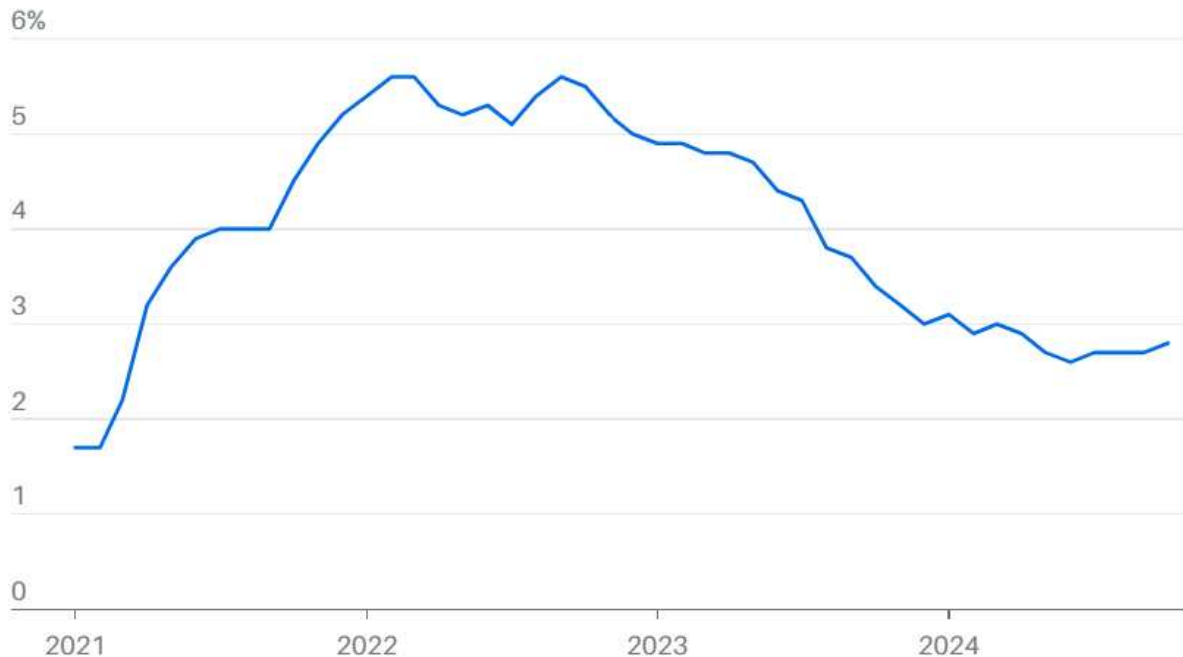
### インフレ指標の再検討

インフレ指数の大まかな3つの価格項目を見てみよう。モノ、住宅、非住宅のサービスだ。2022年のパンデミック後のインフレ急上昇期には、3項目全てで急激な価格上昇が見られた。モノの価格はサプライチェーン（供給網）の混乱や在宅によってオンラインショッピングブームが起きた影響を受けた。米国人がリモートワーク時代の住居の必要性を見直した結果、家賃や住宅価格は多くの地域で急騰し

## A Bumpy Road

Fast-rising housing costs are complicating the last mile of the Federal Reserve's inflation fight.

### Year-over-year change in core personal-consumption expenditures price index



Note: Core PCE price index excludes food and energy components; \*estimate.

Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis, FactSet

た。賃金と密接に連動するサービスの価格は、労働力不足に見舞われた時期に急上昇した。

現在、モノのインフレは落ち着いてきており、サービスのインフレは労働市場の減速に合わせて緩和方向に動いている。依然として問題なのは住宅価格のインフレだ。

住宅価格には、家主に支払う家賃と住宅所有者が仮に自宅を借りとした場合に支払うことになる費用見込み、すなわち帰属家賃が含まれる。公共料金も含まれる。住宅は消費者物価指数（CPI）の約3分の1を占め、PCE物価指数の約16%を占める。

PCE物価指数の内、住宅と公共料金は昨年9月から5%上昇している。ピーク時の2022年半ばには8%を超えていた。一方、非住宅のサービスの価格は9月に前年同月比3.3%上昇し、モノの価格は1.2%下落した。

### 根強い住宅インフレ

定義では住宅は、物価上昇率が緩やかに変化する分類項目で、FRBが主たる政策手段である金利変更により加速化させる余地はない。賃貸借契約は年に一度更新され、住宅の売却頻度はそれよりはるかに低い。FRBの職員が出掛けて行って、住宅を建設して供給を増やしたり、借主に賃貸契約の更新時期を早めさせたりすることもできないのだ。

その代わりに、FRBが注目しているのが、既存の賃貸ではなく、新規の賃貸で、前月比の変化率に注目している。インフレ指標に反映されるのにかなり時間がかかるが、進展が見られる点は朗報だ。

ボストン連銀のスーザン・コリンズ総裁は11月20日の講演で、「住宅インフレが高水準なのは、既存の家賃がまだ過去の上昇分に追いついていないからだ。過去の上昇分を埋める動きは引き続き鈍化しつつも、ばらつきが継続するが、インフレが2%に向けて低下する軌道が揺らぐことを心配してはいない。ただし、新規の賃貸契約のインフレが落ち着き、世の中のインフレ期待が安定すればの話だが」と語った。

クリーブランド連銀の最近の研究によれば、依然として多くの値上げ余地が残されている。同連銀のモデルによる計算結果では、家賃のインフレが2020年以前の年率平均3.5%以下に低下するのは2026年半ばまでではないと予想されている。

これはすべて、新たな議会と新政権の新規成長政策が実施されるより前の話だ。新政権の下で、関税強化を通じてモノのインフレは高まり、(移民規制による)労働力不足を通じてサービスインフレは上昇し、世の中の需要は減税を通じて高まる可能性がある。

10月のPCE物価指数は11月27日に発表予定で、エコノミストのコンセンサス予想は前月比0.2%上昇、コア指数で同0.3%上昇、いずれも9月から横ばいである。この結果、同指数は前年同月比2.3%上昇、コアは2.8%上昇が見込まれる。

## 注目は雇用統計とCPI

ビーオブエー・セキュリティーズのエコノミストは、「2カ月連続で前月比0.3%上昇となれば、FRBの高官は確実に、インフレと政策の見通しを再評価することになるだろう。とはいえ、当社は、12月にFRBによる0.25%の利下げを見込んでいる。ただ、経済活動は底堅く、インフレがなかなか低下しないため、リスクは利下げサイクルのペースが鈍化する方向に傾いているように見える」とレポートに記した。

12月17～18日の連邦公開市場委員会（FOMC）までの間に発表される主要な経済指標は、12月6日に発表される11月の雇用統計と12月11日の11月のCPIの二つだけだ。予想を上回るインフレが示されれば、FOMCでは据え置きを支持する声上がるかもしれないが、一方で雇用統計が弱ければ利下げ継続の材料になる。11月21日の先物市場では、利下げの織り込みの確率は五分五分だ。

FRB高官は、現在の金利水準が引き締め的だと確信しており、経済に悪影響を及ぼす前に中立金利に近づけておきたいと考えている。

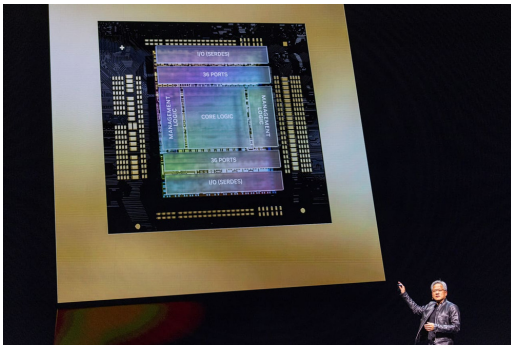
長期間にわたり目標を上回るインフレを受け入れるか、インフレ目標達成のためにもっと思い切って景気を減速させるかの選択を迫られるのは居心地の良いものではないが、FRB高官は2025年中のインフレ2%達成は難しそうだという事実は受け入れているようだ。

By Nicholas Jasinski  
(Source: Dow Jones)

## 8. エヌビディアの決算発表は市場に影響せず Why Nvidia's Earnings Weren't All That Great for Stocks 物色対象が広がったことは歓迎すべきも、依然残る割高感

[米国株式市場]

### エヌビディアやハイテク株以外が買われる



Annabelle Chih/Bloomberg

半導体大手エヌビディア<NVDA>の決算発表は、先週の株式市場で大きな材料として取り上げられるはずだった。確かに材料視されたが、皆が考えていたような材料にはなかった。

投資家はエヌビディアに大きな期待を寄せていたし、少なくとも株価が大きく振れると考えていた。20日の決算発表前の段階で、オプション市場では発表後に株価が上下に8.6%動くと思われていた。これは過去4回の決算発表後の株価の動きにほぼ沿ったものだ。しかし株価はほとんど

動かず、21日に0.5%上昇しただけで、週間ベースではほぼ変わらずとなった。このような控えめな商いは他の大型ハイテク株にも伝播し、上場投資信託（ETF）のラウンドヒル・マグニフィセント・セブン<MAGS>は、週間でわずか1.1%の上昇にとどまった。

しかし株式市場全体の上昇にエヌビディアの勢いは必要なかった。主要株価指数の先週の動きを見ると、S&P500指数は1.7%高の5969.34、ナスダック総合指数は1.7%高の1万9003.65となった。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は2.0%上昇して4万4296ドル51セントと史上最高値を更新して引けた。しかし、主要株価指数の上昇率でさえも、株式市場の強さを覆い隠している。先週、S&P500指数採用銘柄のうち425銘柄が上昇し、S&P500均等加重指数に連動するETFであるインベスコS&P500イコール・ウェイト<RSP>は2.1%上昇した。また、小型株のラッセル2000指数は4.5%高の2406.67で週末を迎えた。

### エヌビディアの割高感と好決算銘柄

エヌビディア株が全体の上昇に追随していない点は気になる。半導体株の上昇はこれまでのS&P500指数のパフォーマンスに欠かせない存在であり、人工知能（AI）の急成長がすぐに市場の上昇につながらないとすると、他に何らかの相場の柱が必要となるはずだ。エヌビディアは年初来約3倍に上昇しており、現在のバリュエーションに難色を示す投資家もいる。実際、年初に24倍だった12カ月先予想利益に対する株価収益率（PER）は、32.2倍に拡大している。エヌビディアはこれまでと同様に利益を計上しており、今年の株価上昇は利益ではなくPERの拡大でももたらされている。グレート・ヒル・キャピタルのトム・ヘイズ氏は「当社がこの銘柄を買い入れることは100%ない」と語る。

幸いにも、他にも買うべき銘柄はたくさんあった。衣料品大手のギャップ<GAP>は予想を上回る決算を発表して9.8%急騰し、農機具大手のディア<DE>は利益率が底打ちしたとの期待を背景に11%急伸した。IT大手のIBM<IBM>、ヘルスケア大手のCVSヘルス<CVS>、小売り大手のウォルマート<WMT>も、S&P500指数構成銘柄の中で7%以上上昇した。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、「我々が予想した、決算が市場予想を上回り、株価が高値を維持する

とのシナリオは、ほぼ実現した。景気敏感株の利益見通しに若干の引き下げがあったものの、全体の増益基調は続いている」と書いている。

## 割高感が残る市場での物色対象

それでも、上昇銘柄数が増えても株価の割高感は隠せない。S&P500指数は12カ月先の予想利益に対して22.1倍の水準となっており、これは22.9倍を記録した2020年以来の高水準だ。ここからPERが一段と拡大するには、25倍を超えていたドットコムバブルの時代までさかのぼる必要がある。ウェルズ・ファーゴの株式戦略責任者であるクリス・ハーベイ氏は「短期的なPERの拡大を正当化するのは非常に難しい」と話す

これが、市場がマグニフィセント・セブン以外の銘柄に目を向け始めた理由の一つかもしれない。インベスコの均等加重指数ETFは2020年にPERが約22倍となった後、現在は17.6倍となっている。また、構成銘柄に赤字企業がないS&P600小型株指数のPERは16.7倍だ。11月、ルーソルド・グループの最高投資責任者（CIO）であるダグ・ラムジー氏は、S&P600指数は現在のバリュエーション水準から考えると、今後5年間は年率で10～11%のリターンを上げる可能性がある」と指摘した。ラムジー氏は「まだ長期的にバリュエーションを重要視する投資家には、銘柄の時価総額の目線を引き下げることがを勧める」と記している。

少なくとも、エヌビディアの株価が再び上昇するまでは。

By Jacob Sonenshine  
(Source: Dow Jones)

## 9. モバイルと車載向けAIに賭けるクアルコム How Can Qualcomm Stock Trade More Like Nvidia? エヌビディアとのバリュエーションの大差は縮まるか

[投資戦略]

### 主力のモバイル事業は市場が飽和



I-Hwa Cheng/AFP/Getty Images

クリスティアーノ・アモン氏のひげは、半導体大手のクアルコム<QCOM>の最高経営責任者（CEO）に就任した3年前の夏当時には顎を覆う程度だったが、最近の本誌の取材時には頬まで広がっていた。今後、自社の株価を引き上げるためには、ひげと同様に、事業を新たな領域へ拡大することが必要だ。しかし、どれだけ素早くそれを実現できるかは、今はまだ曖昧だ。

昨今の半導体業界はウォール街の花形だが、その恩恵の大半は人工知能（AI）で世界を席卷し、株価が今年だけで185%上昇している半導

体大手エヌビディア<NVDA>に関連している。実際、エヌビディアだけでなく、より一般的な用途の半導体製造を手掛ける企業も含まれるフィラデルフィア半導体株指数は、S&P500指数をアンダーパ

フォームしている。その中でもワースト1はかつての王者インテル<INTC>で、データセンターとPCの両方でシェアを失い、株価は年初来で51%下落している。

中間の位置につけるクアルコムの株価は年初来で10%上昇、アモン氏のCEO就任後で17%上昇しているが、これらの数字もS&P500指数には及ばない。アモン氏は「わが社の売り上げの大部分はモバイル向けであるため、株価バリュエーションはモバイル事業が基準になる。世界最大級の家電市場でありながら、飽和状態で成長がない市場だ」と語る。

しかし問題はそれだけではない。現在、クアルコムは売り上げの約75%を中央演算処理装置（CPU）や「コネクテッド」用半導体などの携帯電話端末向け製品から得ている。予想株価収益率（PER）でエヌビディアが50倍超であるのに対し、クアルコムが15倍を下回っているのは、この市場の成長の停滞が一因だ。別の問題としては、アップル<AAPL>やサムスン電子<005930.韓国>のような携帯電話メーカーに、部品の内製化をさらに進める余力が財務面でも製造面でも十分にあることだ。来年、アップルはiPhone（アイフォーン）の新モデル2機種に搭載する第5世代通信規格「5G」用半導体でクアルコム製を外す予定でいる。

## ■ エッジ・コンピューティングでAI押し

オープンハイマーのアナリストでクアルコムの投資判断を「中立」とするリック・シェーファー氏は、「アップルやサムスンにおけるシェアの喪失による減収額は150億ドルを超えると予想しており、今後3年間の売り上げ成長の見通しを立てることが難しい」と書いている。アモン氏はこれに対し、「サムスンのシェアを失ってはいないし、アップルに関しては、もう何年も減収予想を覆してきた。現在はアップルからの受注が減少したとしても成長が可能な位置につけている」と反論する。

まさしく、先週のクアルコムの投資家向け説明会のテーマと合致する。スライド資料には「インテリジェント・コンピューティングをどこでも可能に」という見出しが付けられていた。もし筆者が株主向けに、収益率関連の記載に小見出しをつけるとすれば、「株式にAIっぽさをまとうせる」といったところだろうか。

携帯端末でクアルコムは、CPU、コネクティビティ、ローカルでのAI処理などを単一の低消費電力半導体に統合したプラットフォーム「スナップドラゴン」で成功を収めている。最新バージョンの貢献でアンドロイド端末からの売り上げは前年比20%増を記録した。現在の目標は、携帯電話端末以外の売り上げを伸ばし、2030年までに携帯電話端末の売り上げ比率を総売上高の50%まで下げることだ。

その最大の機会には自動車にある。搭載したスナップドラゴンで情報や娯楽などの車内エンターテインメント、コネクティビティ、アクティブセーフティ（安全運転サポート）機能を実行し、必要に応じてAIを活用するというものだ。クアルコムの経営陣は車載製品で450億ドル規模のデザインウィン（半導体部品の採用が決定した段階）案件があると主張しているが、2024年9月期の総売上高が390億ドル弱（前年比9%増）の企業には大きな額と言える。しかし、それらの案件すべてがすぐに売上高に反映されるわけではない。予想では、車載関連売上高は2026年度に40億ドル強、2029年度に80億ドルに増加する見通しである。

## 大規模なアップグレードサイクルに期待

その時までには、経営陣は自社でIoT（モノのインターネット）と呼ぶ分野の売上高が現在の54億ドルから140億ドルに増加すると予想している。これにはPC、工場用ロボット、複合現実ヘッドセット、イヤホン、無線LANルーターなどが含まれるが、AIの高度化でエッジ・コンピューティングのニーズが拡大し、クラウドではなくローカル端末上でより多くの難しい思考が行われるようになることを前提としている。アモン氏は、マイクロソフト<MSFT>のCopilot（コパイロット）と、PCユーザーがスクリーン上のあらゆる過去のアクティビティをスナップショットで見つけることができる新機能のRecall（リコール）を例に挙げている。

アモン氏によれば、携帯電話の端末上でAIが常に動作しているということは、コンピューターが人間の言葉を理解することを意味する。アモン氏は「アプリケーションとは何かという根本的な考え方を変えるものだ。例えば銀行アプリなら、ユーザーの認証情報をAIが知っていれば『残高があるのはどの銀行ですか。この請求書の写真に沿って支払いを済ませてください』と指示すればいい」と説明する。エッジ・コンピューティングの将来性についてアモン氏が正しければ、PCや携帯電話は今後、大規模なアップグレードサイクルに向かう可能性がある。しかし、それがいつになるのかは強気派でさえ確信がない。

ビーオブエー・セキュリティーズのアナリスト、タル・リアーニ氏は「まずクアルコムがこれらの市場でシェアを獲得する必要がある、これらの市場はクアルコムの長期目標を手助けできるよう発展する必要があるが、そのペースや規模は不確定だ」と指摘する。しかし、リアーニ氏はクアルコム株の投資評価を「買い」とし、目標株価を直近の水準より56%も高い245ドルとしている。この目標株価を基準に計算すると予想PERは22倍となるが、クアルコムがコネクティビティ技術から得る安定的で利ざやの大きなロイヤルティーや、エッジ・コンピューティングへのシフトが潜在的に追い風になることを考えれば妥当な評価だとリアーニ氏は考えている。

リアーニ氏が考えるAIにフォーカスした序列では、クアルコム株はインテルに対してかなりプレミアムで取引されるに値する。電力効率に優れたアームベースの半導体は特にエッジ・コンピューティングに適しているからだ。しかし、アドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>やブロードコム<AVGO>、そしてもちろんエヌビディアなど、AIデータセンター向けで強みを持つ半導体企業と同等の高いバリュエーションの価値はない。

アモン氏は携帯電話、自動車、スマートグラスが今後もたらずであろう、新しく素晴らしい変化について「私は今が転換点だと確信している」と評価する。株価は投資家向け説明会の後、6%下落したが、これは一部の投資家はさらなる確信を求めていることを示唆している。

By Jack Hough  
(Source: Dow Jones)

## 10. 億万長者が急増中。ハイテク株の功績が大

The Ranks of Billionaires Is Booming. Tech Stocks Get the Credit.  
世界の超富裕者数が過去最高、インド躍進、女性も増加

[経済関連スケジュール]

### 増加の一途をたどる超富裕層だが、ここでも格差は見られる



Illustration by Elias Stein

億万長者（10億米ドル以上の純資産を持つ人）は富を増し、その数は増えている。地球上で最も裕福な18人は、一人当たり少なくとも500億ドルの資産を持ち、資産の合計額は2兆ドル弱に達している。英調査会社アルトラタの報告によると、彼らは億万長者全体の16%を占めており、これは10年前の4倍だ。2023年の世界の億万長者人口は前年比4%増の3323人で、総資産は9%増加し、過去最高の12兆1000億ドルを記録した。

世界の富裕層のデータを収集するアルトラタの調査機関ウェルス-Xは、超富裕層の間ですら、富は均等に分配されていないことを指摘している。億万長者のおよそ84%は10億ドルから50億ドルの資産を保有する人々で、億万長者全体の富の42%に相当する。富の41%は、全体の6%に当たる純資産100億ドル以上の194人が占めている。報告書によると、2023年は北米の億万長者が9.9%増の1111人と最も好調で、株高が富を15.7%押し上げた。主な要因は超大型ハイテク株だ。億万長者の割合が最も急増したのはインドで、16人増の131人となり、米国、中国、ドイツに次いで第4位だった。中国の億万長者は、経済の低迷を受けて15%近く減少し、304人となった。

依然として男性が圧倒的に多いが、女性も徐々に増えている。昨年の女性億万長者は431人で、全体の13%を占めた。38%近くは富を継承した人々で、世界最大のスーパーマーケットチェーン、ウォルマート<WMT>創業者の長女アリス・ウォルトン氏（世界で最も裕福な女性）や、仏化粧品大手ロレアル<OR>の創業者ウジェーヌ・シュレー氏の孫娘フランソワーズ・ベッテンクール・マイヤーズ氏などがいる。

### 先週の出来事

#### 株式市場

週明けは、金利が再び主役となり、トランプ・トレードは巻き戻された。バイデン大統領はウクライナが米国のミサイルを使ってロシアを攻撃することを許可し、これに対してロシアのプーチン大統領は核兵器使用の可能性を示唆したことから、投資家は資産の逃避先を求め、米国債、金、米ドルが上昇した。米半導体大手のエヌビディア<NVDA>の2024年8～10月期決算は大幅な増収増益予想を上回る内容だったが、株式市場が上昇する中でもエヌビディア株は下落した。ビットコインの価格は10万ドルに接近した。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1.96%上昇し最高値を更新、S&P500指数は1.7%、ナスダック総合指数は1.7%上昇し、株価が躍進した週となった。

#### 企業動向

## Rich, Richer, Richest

A degree of relative inequality exists even among billionaires.

| Wealth Tier            | Number of Billionaires | Combined Wealth (trillion) |
|------------------------|------------------------|----------------------------|
| \$50 Billion and Above | 18                     | \$1.97                     |
| \$10B to \$50B         | 176                    | \$2.94                     |
| \$5B to \$10B          | 351                    | \$2.16                     |
| \$2B to \$5B           | 1,092                  | \$2.98                     |
| \$1B to \$2B           | 1,687                  | \$2.06                     |

Source: Altrata

- ・ウォール・ストリート・ジャーナルは、米メディア大手ワーナー・ブラザース・ディスカバリー<WBD>が、米プロバスケットボールの組織であるNBAと今後10年間ビジネスを継続できる和解案に合意したと報じた。
- ・問題を抱えるサーバーソリューションプロバイダー、スーパー・マイクロ・コンピューター<SMCI>は、ナスダック上場を継続するためのコンプライアンス計画をナスダックに提出した。
- ・米商務省は、半導体受託生産大手の台湾積体回路製造（TSMC）<TSM>によるアリゾナ州での650億ドルの半導体工場建設に対する66億ドルの助成を最終決定した。
- ・米司法省は、アルファベット<GOOGL>に対するブラウザー（閲覧ソフト）「クローム」の売却命令を求める是正案を裁判所に提出した。
- ・米検察当局は、2億5000万ドルの贈賄容疑でインドの億万長者ゴータム・アダニ氏を起訴した。

### M&A（合併・買収）など

- ・米格安航空会社（LCC）のスピリット航空は連邦破産法第11条の適用を申請。
- ・米投資会社ブラックストーン<BX>は、米サンドイッチチェーンのジャージー・マイクス株式の過半数を取得することで合意した。ジャージー・マイクスは負債を含め、80億ドルと評価されている。
- ・英経済紙フィナンシャル・タイムズによると、次期米大統領ドナルド・トランプ氏のソーシャルメディア企業、トランプ・メディア・アンド・テクノロジー・グループ<DJT>は暗号資産取引会社バックス<BKKT>を買収するための交渉を行っている。
- ・米メディア大手コムキャスト<CMCSA>は、MSNBC、CNBC、USAネットワーク、E!などのケーブルテレビ局事業を切り離すと発表。
- ・無人航空機システム開発・製造大手のエアロバイロンメント<AVAV>は、宇宙・防衛エンジニアリングのスタートアップ企業ブルーハロを41億ドルの全株取引により、買収することで合意。
- ・米衛星放送大手ディレクTVは、主要な社債保有者の同意を得られなかったため、同業のディッシュ・ネットワーク<DISH>の買収を中止。

## ■ 今週の予定

11月25日（月）：今週の決算発表カレンダーは週前半に集中し閑散となる。大型株企業の決算発表は僅かだ。月曜日には化学分析機器大手のアジレント・テクノロジー<A>と、ウェブ会議サービスを提供するズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>が、火曜日には半導体製造大手アナログ・デバイセズ<ADI>、図面作成ソフトウェアを提供するオートデスク<ADSK>、サイバーセキュリティ大手のクラウドストライク・ホールディングス<CRWD>、コンピューターテクノロジー企業のデル・テクノロジーズ<DELL>、パソコン大手のHP<HPQ>、管理ソフトベンダーのワークデイ<WDAY>が決算を発表する。

11月26日（火）：米連邦公開市場委員会（FOMC）は11月上旬に行われた金融政策決定会合の議事要旨を発表する。

11月27日（水）：米商務省経済分析局が10月の個人消費支出（PCE）物価指数を発表する。コンセンサス予想は前年同月比2.3%の上昇で、9月より0.2%ポイントの上昇。変動の大きい食品・エネルギー価格を除いたコアPCE物価指数は、前月の2.7%上昇に続き2.8%上昇と予想される。

11月28日（木）：株式・債券市場は感謝祭祝日のため休場。ナスダックとニューヨーク証券取引所は11月29日（金）の取引時間を短縮し、午前9時30分から午後1時（東部標準時）までとする

## ■ 統計と数字

260億ドル：2023年に米国のベンチャー企業が投資家に還元した金額。2011年以来、最も少ない。

1兆1700億ドル：第3四半期末の米国クレジットカード残高。過去最高を更新し、前年同期比8.1%増。

8兆7000億ドル：9月の米国債の外国人保有高。5カ月連続で増加し、過去最高を記録。

50%：世界の研究成果を収めたデータベース、ネイチャー・インデックスによる2023年の世界「科学研究」都市トップ20のうち、中国が占める割合。1位は北京。

By Abby Schultz  
(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』 2024/11/24

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](mailto: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