

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2024/12/15

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 2025年の株価はさらに20%上昇する可能性あり - Stocks Could Gain Another 20% in 2025. Embrace the Bubble [カバーストーリー]
投資家はバブルを受け入れるべきだ P.1
2. 2025年の米経済とFRBは輝くか？すべてはインフレ次第 - The Economy and the Fed Could Shine in 2025. It All Depends on Inflation. [フィーチャー]
成功の要諦は景気後退を回避し、インフレを抑制すること P.6
3. 2025年に向けて買うべき10銘柄 - Alphabet and 9 More Stocks to Buy for 2025 [フィーチャー]
アルファベット除くマグニフィセント・セブン以外に目を向ける P.12
4. マイホーム購入に恐怖を覚えるミレニアル世代 - Millennials Are Scared of Buying a Home. They Might Have a Point. [フィーチャー]
経済格差の拡大と政治の二極化が進む恐れ P.19
5. 勝ち組銘柄と負け組銘柄の溝が拡大している - The Gulf Between Stock Market Winners and Losers Is Widening. [米国株式市場]
一部銘柄だけが上昇しているが、年内はラリーが続くとの見方も P.23
6. 量子コンピューティングの革新がもたらすもの - Here's How to Pretend You Understand Quantum Computing. [投資戦略]
いかにして内容を理解したふりをするか P.25
7. 暗号資産、株式、ETFの狂乱相場。トラumptレードは織り込み済み - Crypto, Stocks, and Wacky ETFs Are Going Wild. Why Reality Will Return [コラム]
投資家の信頼感が強気相場をけん引 P.27
8. 12月のFOMCの利下げは確実視されるが、2025年は予断を許さず - The Fed Is Poised to Cut Rates Next Week. But 2025 Is Another Matter. [経済政策]
インフレの伸びは鈍化しているが、来年の緩和ペースは予測が難しい P.29
9. 2025年はAI銘柄にとり新たな試練に - AI Stocks Face a New Test in 2025. [ハイテク]
焦点はサブスクリプション売上高、広告収入、生産性向上 P.31
10. iシェアーズがビットコインETFでシェア首位に - How iShares Came to Dominate Bitcoin ETFs [経済関連スケジュール]
運用資産額でiシェアーズが2位以下を大きく引き離す P.33

※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. 2025年の株価はさらに20%上昇する可能性あり Stocks Could Gain Another 20% in 2025. Embrace the Bubble 投資家はバブルを受け入れるべきだ

[カバーストーリー]

規制緩和とAIが推進役

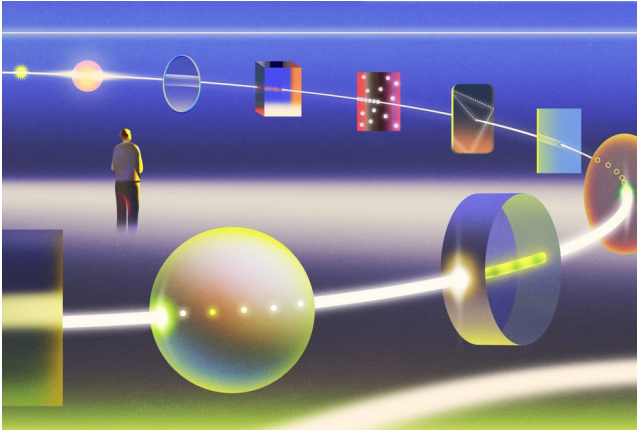


Illustration by Ibrahim Rayintakath

年末が近づく中、株式市場は急上昇しており、2025年に減速する兆しもない。投資家はバブルの拡大を受け入れるべきだ。

今年の投資は恐らく簡単過ぎた。8月上旬の一時的な急落を除けば、下落局面は極めて少なく、しかも押し目買いの機会として最適だった。米大統領選、海外の紛争激化、インフレ動向と米連邦準備制度理事会（FRB）による利下げ見通しの不透明感など、市場を震撼（しんかん）させるはずだったイベントはあっさりと受け流された。

半導体大手エヌビディア<NVDA>、アップル<AAPL>など、下半期にみられたビッグテックの相対的な軟調も、それ以外の忘れられていた銘柄が注目され上昇する機会にしかならなかった。その結果、S&P500指数は年間で30%近く上昇する見込みで、テクノロジー株中心のナスダック総合指数も年初来で約35%上昇している。

2024年初めにはこうした活況は考えにくかった。当時、株式のバリュエーションは比較的低く、エコノミストはリセッション（景気後退）の兆候を注視しており、投資家のセンチメントは慎重で、FRBはまだ利下げを開始していなかった。

しかし、現在はこのような良い環境では全くない。S&P500指数の2025年予想株価収益率（PER）は約22倍で、バブルに近づいている。経済と市場に対する前向きなセンチメントは、株式からビットコイン、芸術作品に至るまで、アニマルスピリットの高まりに拍車を掛けている。FRBに関する話題の焦点は、もはやいつ利下げをするかではなく、インフレが再燃した場合にいつ利下げを止めるかに移っている。

株式市場が予測可能な存在ならば、市場は急落するはずだ。しかし、株価は2025年もさらに上昇するとみられる。ただし、変動は非常に大きくなる可能性がある。

S&P500指数は、次期トランプ政権の規制緩和と人工知能（AI）の進歩が継続することにより、ウォール街の予想よりはるかに大きく上昇する可能性が大いにある。どちらの要因も単独で市場を押し上げるのに十分だ。二つが合わされば、ロケットが成層圏に上がるように株価は15~25%も急上昇する可能性がある。

しかし、今年に加えて、来年も株価がこれだけ上昇した場合、投資家は難しい決断を迫られる。すなわち、株式の保有を継続して上昇相場に乗るべきか、それとも上昇が続いているうちに利益を確定す

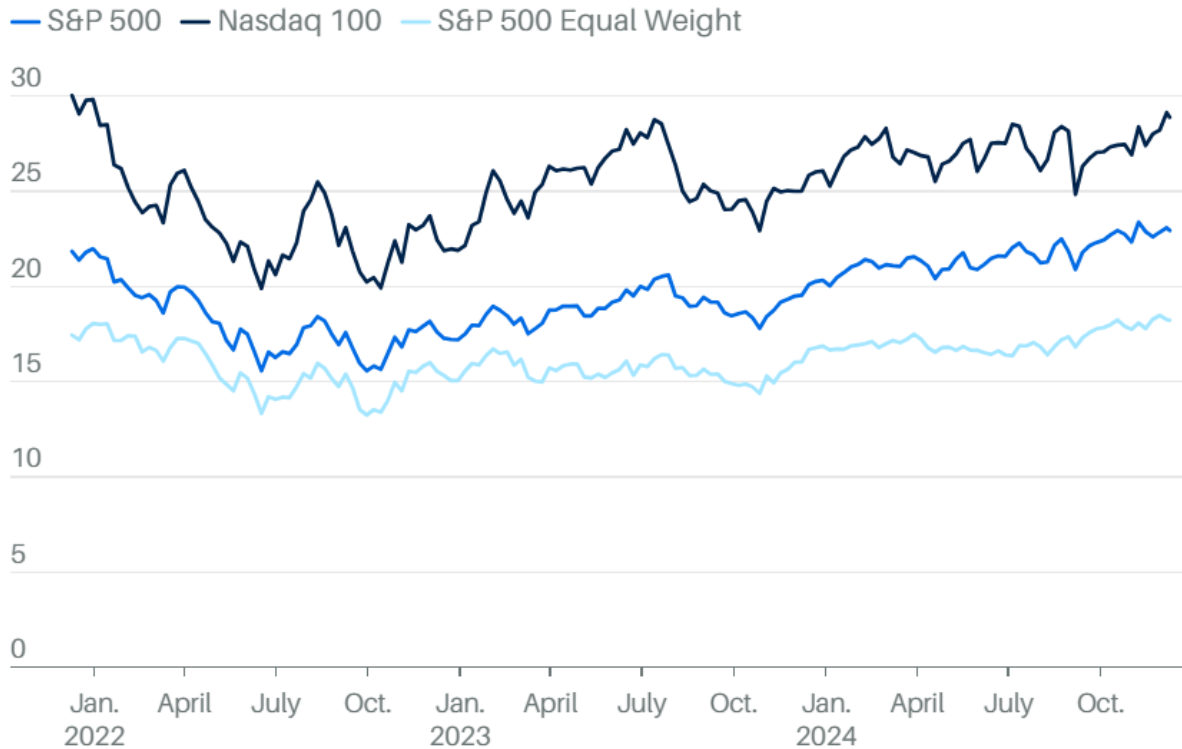
べきかということだ。ビーオブエー・セキュリティーズのグローバル株式デリバティブリサーチ責任者、ベンジャミン・ボウラー氏は「バブルが一層拡大する可能性はあるが、その分、崩壊したときの影響も大きくなる」と語る。

ハイテクバブルの再来？

A Rising Tide

The stock market's broad rally has brought valuations back to levels last seen in 2022.

Forward P/E Ratio



Source: Bloomberg

ウォール街は2025年の堅調なパフォーマンスを予想している。ブルームバーグによると、市場ストラテジストによる2025年末のS&P500指数予想の平均は6500付近で、直近の数値を約7%上回る。半数以上のストラテジストが目標値を6500～6700としている。

現在の業績予想に基づくと、S&P500指数のコンセンサス予想は妥当にみえる。ファクトセットによると、ウォール街は2025年のS&P500指数の1株当たり利益（EPS）を15%増の273.25ドルと予想している。2026年のEPSが13%増の309.37ドルで、PERが0.5ポイント低下した場合、S&P500指数は6700強となり、11日の終値を10%上回る。

しかし、過去の市場が合理的であったことはめったにない。ドイツ銀行のデータによると、過去100年間では、株式市場の年間パフォーマンスがプラス0～10%だった年よりもプラス10～20%だった年の方が多い。全体として、株価が20%以上上昇した年の割合は39%で、下落した年は26%だった。アナリストが予想しているような平均的なリターンの年はそれほど多くない。

20%以上の上昇が連続することも少ない。S&P500指数が2年以上連続で20%以上上昇したのは歴史上わずか3回だけだ。最初の事例は1935年と1936年だが、結局1937年に39%急落した。これはFRBの利上げと財政支出削減のタイミングが悪く、世界恐慌を長引かせたためだった。

1954年と1955年の事例はそれよりましで、S&P500指数は1956年に2.6%上昇した。直近の事例は1990年代半ばだ。株価は1995～98年に4年連続で20%以上上昇し、1999年も20%近く上昇した。結局、この上昇相場は2000年のハイテクバブルの崩壊とともに終了し、2002年に市場が底打ちするまでに、S&P500指数の下落率は約50%となった。

ハイテクバブルとその崩壊は繰り返されるのだろうか。その可能性はある。オープンハイマー・アセット・マネジメントのチーフ投資ストラテジスト、ジョン・ストルツファス氏は12月9日、2025年末のS&P500指数をウォール街で最も高い7100と予想した。その大きな理由はAIテクノロジーの発展だ。ストルツファス氏はAIを1920年代の（大衆向け）自動車の登場になぞらえ、AIが自動車と同様に経済全体の生産性を改善すると予想している。

また、現在の市場にはハイテクバブル当時にはないものがある。それは規制緩和と減税の可能性だ。トランプ次期大統領は、1月下旬から始まる任期中、新たな規制を1件制定したら10件の規制を撤廃すると公約している。この公約を守るのは難しいかもしれないが、特に政府効率化省（DOGE）の設立もあり、規制緩和の推進は次期政権の大きなテーマとなるだろう。

ソシエテ・ジェネラルの米国株戦略責任者、マニシュ・カブラ氏は、金融、製造業、エネルギーがトランプ政権の規制緩和の中心になる公算が大きいと語る。規制が削減されれば、米国の製造業セクターが過去15年にわたって苦しんでいた生産性の低迷から脱する助けになり得る。トランプ氏が第1次政権時と同様に二酸化炭素排出量に関する規制を撤廃すれば、原油関連のエネルギー企業の業績にとって追い風となる可能性がある。金融機関は後払い決済、クレジットカード手数料、大手銀行などのさまざまな規制の緩和によって最大の受益者となるかもしれない。

法人税率の引き下げも助けになるはずだ。税率が21%から15%に低下すれば、EPSは2～3%増加するだろう。カブラ氏は「中小型株は米国内へのエクスポージャーが大きいため有利だろう。当社は中小型株、特に金融と資本財にエクスポージャーを有する銘柄がアウトパフォームすると予想している」と語る。

AIと規制緩和の組み合わせは、利益率と利益を押し上げ、株価を現在のストラテジストの予想よりも大幅に上昇させる可能性がある。カブラ氏は2025年末のS&P500指数を6750と予想しているが、7500に上昇する可能性もあると指摘する。さらに、米国が建国250周年を迎える2026年7月4日には8000に達しているかもしれないと言う。

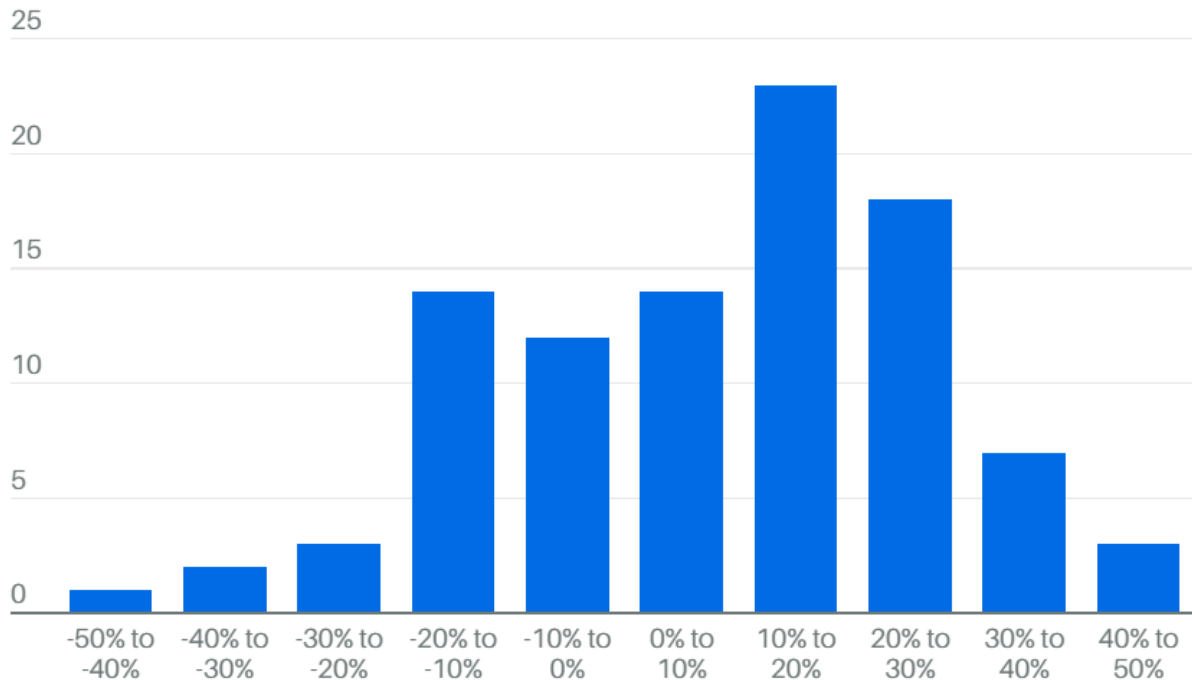
■ インフレ再燃の可能性とFRBの手綱さばき

しかし、そう簡単に全てがうまくいくことはないだろう。減税と規制緩和の恩恵は関税と移民の強制送還によって相殺され、差し引きではマイナスとなる可能性がある。カブラ氏は関税によってS&P500指数のEPSが2～3%減少する可能性があるかと推定する。

Upward Bias

The S&P 500 gained 10% or more—often, a lot more—in 51 of the past 97 years.

Number of years the S&P 500 returned...



Notes: Includes 2024 YTD return of 30.9% through Dec. 11. Prior to 1957, there were less than 500 stocks in the index.

Source: Dow Jones Market Data

インフレが進めば、FRBは利下げを停止し、利上げに転じざるを得ないだろう。さらに、リセッションに陥る恐れもある。失業率が上昇し、他にも景気減速の兆しが現れているにもかかわらず、投資家はリセッションの可能性を忘れてしまったかのようだ。

BCAリサーチのチーフグローバルストラテジスト、ピーター・ベレジン氏は、トランプ減税は第1次政権下で設備投資の増加につながらなかったと指摘し、第2次政権下でも同じだろうと予想している。さらに、貿易戦争の可能性は企業の支出を減らし、消費者にとって強い打撃になるかもしれない。ベレジン氏は「どちらにせよ、われわれはリセッションに向かっている」と語り、2025年末のS&P500指数の目標値をウォール街で最も低い4450としている。

投資家はFRBにも注意する必要がある。FRBは12月に利下げを行い、来年も3回の利下げを行うと予想されている。FRBのパウエル議長は、経済を成長させつつ、インフレ率を低下させるという微妙なバランスを取ることを強いられている。インフレが再燃した場合、利下げとそれに伴う上昇相場はリスクにさらされるだろう。

しかし、FRBが政策を誤り、インフレ率の上昇にもかかわらず利下げを継続し、株価の上昇が促進される可能性もある。調査会社ヤルデニ・リサーチのエドワード・ヤルデニ社長は、「8月のジャクソンホール会議以降、ハト派的な姿勢を維持しているパウエル議長が、12月（18日）の記者会見で非常にタカ派的な姿勢に転じない限り、利下げによって株価は一段と上昇し得る。これは来年初めに株式市

場が調整する可能性と、景気が過熱するリスクの可能性を高める」と語る。

バリュエーションも割高に見えるが、見た目ほどリスクは大きくないかもしれない。PERは、コロナ禍からの回復後のピークである2022年とハイテクバブルを除き、史上最も高い水準にある。しかし、調査会社トライバリエート・リサーチの創業者、アダム・パーカー氏は、割高なPERはS&P500指数の構成要素の変化も反映しているという。例えば、以前のS&P500指数は製造業のウエートが大きかったが、現在はテクノロジーとその隣接業界の企業が大半を占めている。収益性も向上しており、利益率が60%超の指数構成企業は36%に上る。

パーカー氏は、AIによって利益が増加すれば、現在のバリュエーションが割安に見える可能性がある」と指摘する。さらに、バリュエーションは市場のタイミングを計るツールとしては不便である。バリュエーションの水準は、長期的なリターンを予測するのには役立つが、12カ月後のパフォーマンスとはほとんど相関性がない。

しかし、割高なバリュエーションは不安なものであり、投資家は2025年を通してある程度の居心地の悪さを受け入れる必要があるだろう。ビーオブエーのボウラー氏は、1920年代以来、規制緩和と技術革新が収れんしたことはない」と指摘する。両者が同時に起きることで、すでに割高な市場のバリュエーションはさらに上昇する可能性がある。

ボウラー氏によると、ボラティリティーは通常、バブル期に上昇する。そのため、第1次トランプ政権1年目の2017年のように、来年のシカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティー指数（VIX指数）が10を下回って推移する可能性は低い。その代わり、ハイテクバブルの後半と同様に、ボラティリティーは株価と共に上昇するだろう。ボウラー氏は「歴史的にみて、バリュエーションがこれほど割高なときはリスクが上昇する傾向があり、市場の方向性にかかわらず株価のボラティリティーは高まるはずだ」と語り、下振れリスクをヘッジするために、現在割安に見えるオプション戦略を利用することを推奨している。

攻めの姿勢が重要



Illustration by Ibrahim Rayintakath

しかし、ディフェンシブな姿勢では、投資家が望む成果を得られる可能性は低い。モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントのシニアポートフォリオマネジャー、アンドリュー・スリモン氏は、生活必需品やヘルスケアなどのディフェンシブなセクターが年初来でアンダーパフォームしていると指摘する。上場投資信託（ETF）の生活必需品セレクト・セクターSPDR ETF<XLP>とヘルスケア・セレクト・セクターSPDR ETF<XLV>の上昇幅はそれぞれわずか15%と5.7%だ。2025年も投資家がリスクの高いセクターを追いかけ、ディフェンシブ株のアンダーパフォームが続く可能性がある。

スリモン氏は、安定的に成長しており、バリュエーションが割高な銘柄についても、同じ理由で来

年、困難に直面する可能性がある」と懸念している。スリモン氏は「市場は楽観的な段階に入っており、2025年もそれが続くだろう。特にFRBの利下げが見込まれるのでなおさらだ」と語る。

ドイツ銀行のストラテジスト、ビンキー・チャドハ氏は、アニマルスピリッツが戻ってきたことを踏まえ、景気循環の影響を受けやすいセクターへの投資を続けることを推奨している。チャドハ氏は一般消費財、素材、金融をオーバーウエート、生活必需品、ヘルスケア、通信などのディフェンシブセクターをアンダーウエートとする。金融セクターは貸し付けの伸びとM&A（合併・買収）案件の増加から恩恵を受けるだろう。素材セクターは十分に割安であり、経済活動が世界的に加速し、ドル高が後退すれば反発が見込まれる。

2025年に成長と安全の最良の組み合わせを提供するのは大型ハイテク株かもしれない。ウルフ・リサーチのチーフ投資ストラテジスト、クリス・セニエック氏は、マグニフィセント・セブン（M7。グーグルの親会社アルファベット<GOOGL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アップル、メタ<META>（旧フェイスブック）、エヌビディア、マイクロソフト<MSFT>、電気自動車メーカーのテスラ<TSLA>）には来年、投資家が求めるものがすべてそろっていると主張する。これらの企業はAIへのシフトから恩恵を受けており、利益成長も依然として力強い。

M7はボラティリティーが再び上昇した場合に役立つディフェンシブな性質も持っている。セニエック氏はエヌビディア、アマゾン、テスラ、メタを選好する。その理由は、景気の影響をより受けやすく、米国の経済成長率が上向くことで恩恵を受けると見込まれるからだ。セニエック氏は「M7は、ファンダメンタルズが今後数四半期にわたって堅調である限り、アウトパフォームを続けるだろう。AIへの熱狂がかなり冷めるなど、『何か』によってミニバブルが弾けるまで、この動向は変わらないとみている」と語る。その「何か」を懸念するのは2026年のことになるだろう。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

2. 2025年の米経済とFRBは輝くか？すべてはインフレ次第

[フィーチャー]

The Economy and the Fed Could Shine in 2025. It All Depends on Inflation.

成功の要諦は景気後退を回避し、インフレを抑制すること

米国経済は2025年も隆盛が続く

米国経済は2024年を好調さを維持したまま終えつつあり、2025年も期待できそうだ。今年の実質国内総生産（GDP）成長率は、個人消費と生産性の伸びを下支えに2.7%増のペースとなっており、エコノミストたちは来年も2%台半ばの伸びを見込んでいる。一年前はあれほど喧伝（けんでん）された景気後退の話はほとんど聞かれず、活況を呈する金融市場は景気減速の兆候を全く織り込んでいない。それどころか、トランプ次期政権がさらなる成長を呼び起こす政策を推し進めることで、想定外かつ急激に価格が上昇するメルトアップの可能性の方が高そうだ。リスクは、これらの要因にはインフレをあおる可能性もあるため、企業や消費者が打撃を受けるだけでなく、米連邦準備制度理事会（FRB）が予想より早く利下げを中止することだ。その場合、借入コストが長期にわたって高止まりし、株式市場は急落する可能性がある。

しかし、少なくとも当面は、経済成長の継続と今後数カ月の追加利下げが予想される。特に、パウエ



Kyodo News/Getty Images

ルFRB議長は、まだ施行されていない財政政策に先手を打って対応するという考え方を退けていることから、その可能性は高い。労働市場も、2023年よりは軟化しているものの、楽観的な見方が可能な理由を示している。失業率は4.2%と低く、賃金上昇率は過去1年間インフレ率を上回っている。米国人の平均時給は11月に前年同月比4%増となったが、これは新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）以前の10年間の平均伸び率の2.4%と比べても遜色はない。株式から不動産、ビットコインに至るまで資産価格は過去最高を記録し、社債の信用ス

プレッドはこれ以上ないほど縮小した。いわゆる資産効果は、消費者が躊躇（ちゅうちょ）せずに支出することを後押ししている。

以下、2025年に経済がソフトランディング（軟着陸）するか、あるいはノーランディングとなるかを左右し得る、いくつかの要因について詳しく見てみよう。

インフレ圧力再燃の恐れも

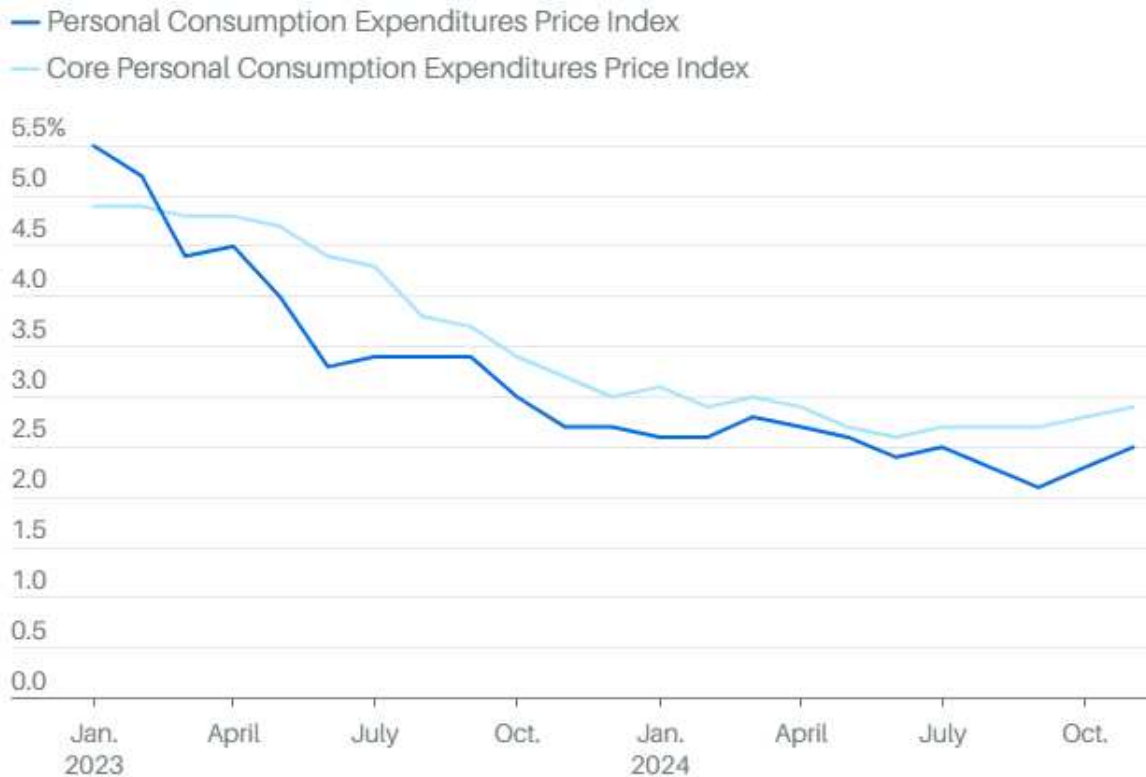
消費者物価指数（CPI）の前年比上昇率は、2022年6月に1970年代以来の高水準となる9%を超えてピークに達したが、それ以降、インフレ率は急低下している。しかし、インフレ率はFRBが目標とする年率2%まで低下しておらず、ここ数カ月は物価上昇圧力が再燃している。インフレ沈静化に向けたさらなる改善は2025年に失速する可能性がある。FRBがインフレ指標として重視するコア個人消費支出（PCE）価格指数は過去6カ月間2.7%前後で推移しており、直近の報告月である10月には2.8%まで上昇した。コアインフレ率は食品価格とエネルギー価格を除いたものである。12月11日に発表された11月のCPIは、過熱気味のトレンドが変わらないままであることを示している。パウエル議長は、インフレの先行きが低下傾向であることに繰り返し自信を表明しており、11月14日には「インフレ率は、時にでこぼこ道をたどることはあっても、目標である2%に向かって低下し続けるであろう」と述べている。

数名のFRB高官は疑問を呈しており、連邦公開市場委員会（FOMC）が9月に政策金利目標であるフェデラルファンド（FF）金利の0.5%ポイント引き下げを決定した際、ただ一人反対したミシェル・ボウマン理事もその一人である。ボウマン理事は最近、追加利下げはインフレを再燃させる恐れがあると懸念を表明した。今年後半にインフレを高止まりさせている最大の要因は住居費である。住居費は物価指数において最大のウェイトを占めており、大半の米国人にとって最大の月間の支出項目でもある。変化は遅く、クリーブランド連銀の研究者による調査では、家賃インフレ率は2026年半ば頃まで、2020年以前の年平均3.5%を下回ることはないと予測されている。ウォール街のコンセンサスでは、2025年のコアPCEインフレ率は2%台半ばを維持するとみられている。

Stalling Out?

The so-called last mile of the Federal Reserve's inflation fight has been bumpy, with price growth remaining stubbornly above the Fed's 2% annual target.

Year-over-year change



Note: Nov. 24 are estimates; core PCE price index excludes food and energy components.

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

「トランプノミクス」

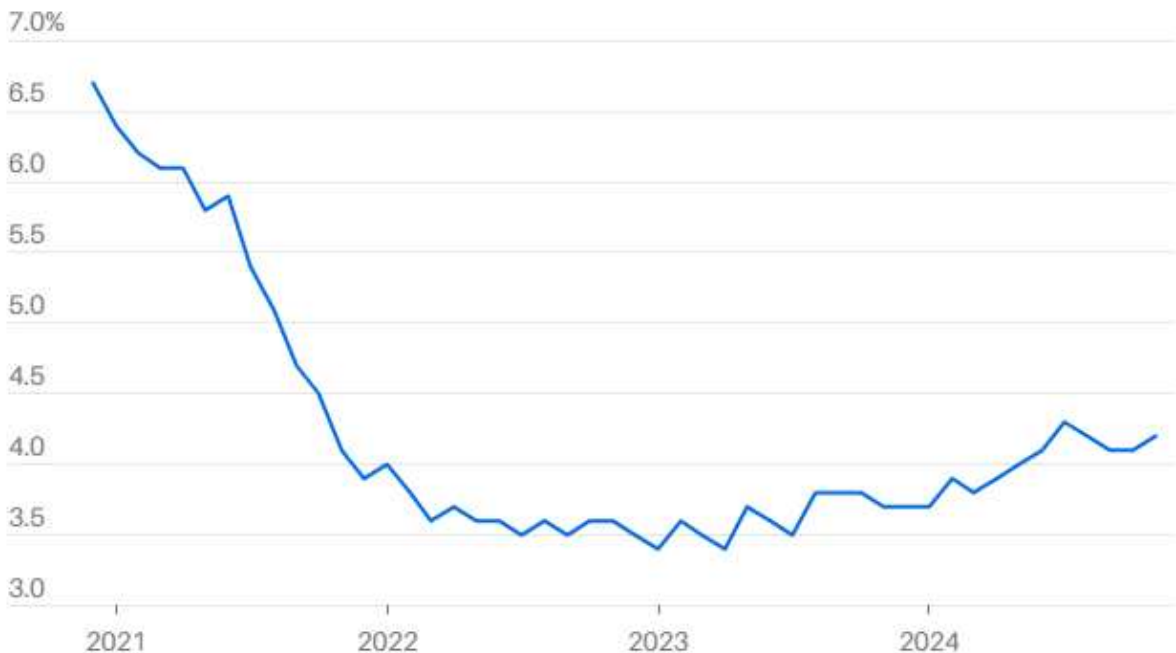
トランプ次期政権が提案し、議会が可決する法案については、まだほとんど確実性がみられない。また、公約である大統領令の時期を予測することもできない。それでも、エコノミストやストラテジストは、さまざまなシナリオに沿って数値化することを止めない。トランプ次期大統領は、中国からの輸入品に60%、メキシコとカナダからの輸入品に25%の関税をかけ、その他全ての国からの輸入品には一律10%の関税をかけると威嚇している。格付け会社フィッチ・レーティングスの米国経済調査責任者であるオル・ソノラ氏によれば、これらが実施された場合、米国の実効関税率は約7倍の21%に上昇する。これは（関税引き上げ競争があった）1930年代以来の高水準だ。米大手投資銀行ゴールドマン・サックスのエコノミストは、この程度の関税が課された場合、2026年初頭までにコアPCEインフレ率は3.1%に上昇する可能性があるとして試算している。大統領選挙前の予測では2026年初頭までにコアインフレ率は2%になるとされていた。

FRB当局者は、関税が一過性の物価上昇にとどまるのか、それともインフレ上昇圧力の持続的な要因として作用するのかを見極めなければならない。これは、米国の貿易相手国がどう反応するかに大きく左右される。関税報復合戦は段階的スパイラルへとつながる恐れがあり、その結果インフレは持続

On Firm Footing

The labor market has cooled from the overheated levels of the postpandemic recovery. But the employment rate, which has ticked up this year, remains near historic lows.

Unemployment rate



Source: U.S. Bureau of Labor Statistics

し、極めて重要なインフレ期待に反映されることになる。トランプ次期大統領はさらに、不法な移民の流入を取り締まり、不法移民を強制送還すると明言している。どちらの動きも、失業率がすでに低く、米国生まれの労働人口がほとんど増えていない米労働市場には供給サイドのショックとなる可能性がある。

供給サイドの政策リスク

バンガードのグローバルチーフエコノミストであるジョー・デビス氏は、これまでのソフトランディングの背景には、経済の供給サイドにおけるポジティブな展開があると指摘する。その主な要因として、労働者の生産性向上と移民による労働力の拡大が挙げられる。この結果、労働市場は緩やかに調整し、大規模なレイオフを伴うことなくインフレ率を低下させることができた。

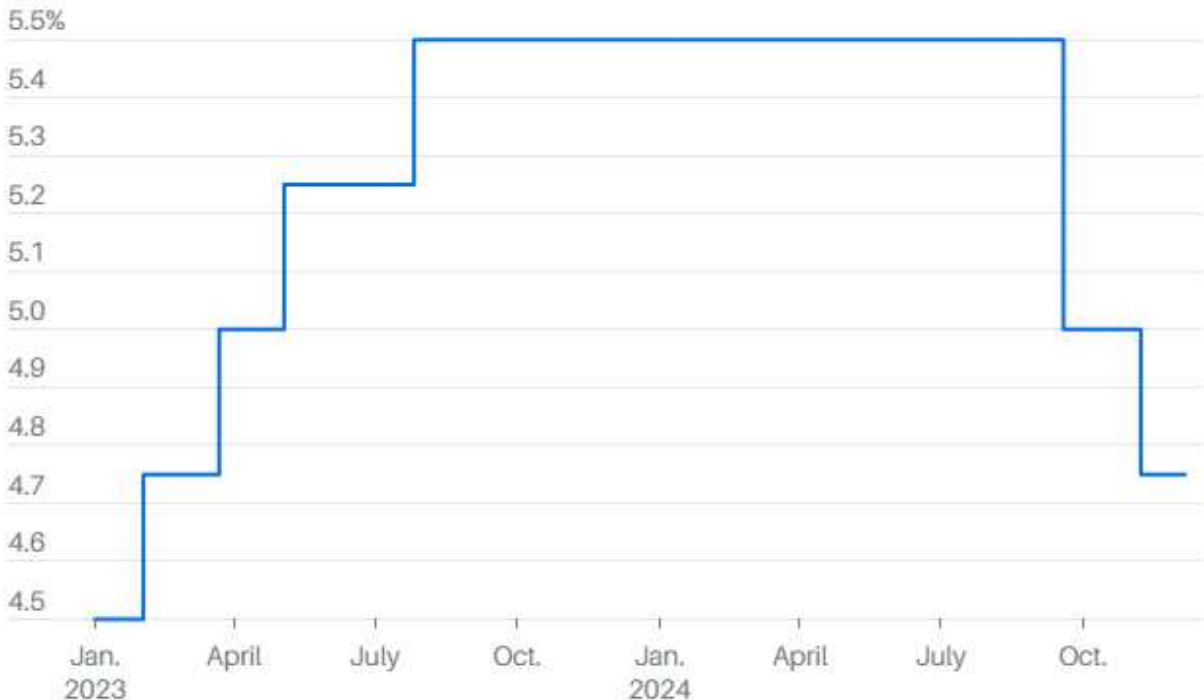
デビス氏は、「生産量の増加とインフレ率の低下は、供給サイドが主導する状況でのみ共存可能である」と述べている。そして、「2025年にはこの供給サイドの成長要因が継続する可能性がある一方で、貿易関税や移民政策の厳格化といった新たな政策リスクが成長率の上昇を相殺する可能性がある」と警告する。

米議会予算局（CBO）の推計では、2024年の米国の成人人口は380万人増加すると予想され、そのうち330万人を移民が占めるとされている。労働力の供給の追い風は、トランプ政権が移民対策を厳格化すれば2025年には逆風に転じる可能性がある。特に、建設業、農業、レジャー・ホスピタリティ業といった分野で労働力不足が深刻化し、一部の業界ではすでに人材確保が困難になりつつある。この状

Recalibration

Markets are expecting another interest-rate cut in December after Federal Reserve officials began lowering their target in September.

Target federal-funds rate (upper bound)



Source: Federal Reserve

況が進むと、潜在成長率の低下や賃金と密接に結びつくサービスインフレ率の加速が懸念される。

一方、トランプ氏が提案する政策には、個人および企業向けの減税や広範な規制緩和が含まれ、これらは需要を押し上げる可能性がある。こうした見通しを受け、市場ではすでに「アニマル・スピリット」（訳注: 経済活動にしばしば見られる主観的で非合理的な動機や行動）と呼ばれる動きが観察されている。

ただし、実際の政策実行段階では、最終的な政策が当初案から修正される可能性も否定できない。アムンディUSの債券部門責任者であるジョナサン・デュエンシング氏は、「財政赤字を拡大させる予算案や他の有害な政策案に対して、債券市場や株式市場が強く反応すれば、トランプ氏と議会は敏感に対応するだろう」と述べ、「トランプ氏が第1次政権時代に経済と市場の安定を重視していたことは明らかだ」と付け加えた。

利下げはインフレ動向が左右

FRBによる金融政策の見通しに関しては、2025年も利下げに向かう動きが続くとみられる。現時点でFOMCには、多くの当局者が金利を「景気抑制的な水準」と見なすレベルに維持し続ける意欲は乏しいようだ。インフレ率を2%に引き下げることが目的に労働市場を必要以上に軟化させるリスクを冒すことを望んでいないからだ。

とはいえ、利下げの先行きは、インフレ低下の進展次第だ。12月17～18日に開催されるFOMCでは、FF金利の誘導目標を0.25%引き下げて4.25～4.50%のレンジとする可能性が高い。この場合、年末までの4カ月間で合計1%の利下げとなるが、2025年初めの数カ月間でさらに1%の引き下げが行われることは期待しない方がよい。むしろ、FRB当局者は最新の経済データを分析するとともに、トランプ新政権の政策評価を進める中で、2025年前半に利下げペースを緩める可能性が高い。

来年後半の見通しはさらに不透明だ。当局者は9月時点で、成長鈍化、労働市場の軟化、インフレ低下を前提に、2025年には金利を更に1%引き下げると予想している。しかし、インフレがより深刻な問題となった場合、FRBは利下げ幅を縮小する可能性がある。逆に、インフレが再加速する場合、年末までに利上げに転じる可能性もある。

JPモルガンのチーフ米国エコノミストであるマイケル・フェローリ氏は、「ディスインフレの鈍化と雇用リスクの低下を踏まえると、FRBは利下げサイクルを四半期に1回に減速し、来年9月のFOMC会合で3.5～3.75%の目標レンジに達した後、無期限に停止する可能性がある」と述べている。また、12月12日木曜日時点の金利先物市場の動向を見る限り、2025年夏までに0.5%の利下げが実施される可能性が最も高いと市場は織り込んでいる。このシナリオでは、フェローリ氏の予測よりも利下げの回数が少なくなる。

今週、FRBは四半期ごとの経済見通しを更新する予定だ。1四半期前の予測と比較して経済成長とインフレが加速し、利下げ回数が減少する見通しが発表されても驚くには当たらない。

■ 退任間近いパウエルFRB議長

2025年には、もう一つ注目点がある。2025年は、パウエルFRB議長が任期の最後の年となることだ。議長の任期は2026年5月に満期となる。トランプ氏は最近、パウエル氏を早期に退任させるつもりはないと述べたが、2025年が進むにつれて次期FRB議長指名を巡る議論が活発化することは間違いない。

さらに、2025年にはFRBは金融政策の戦略、ツール、コミュニケーションのレビューを行う予定である。FRBは5月に外部の意見を取り入れるためにワシントンD.C.で研究会議を開催する。その成果は、8月にワイオミング州ジャクソンホールで開催されるカンザスシティ連銀の経済政策シンポジウムで発表される可能性がある。

パウエル氏の評価は、経済パフォーマンス、特にリセッション（景気後退）を伴わずにインフレを抑制するFRBの能力と密接に結びついている。予想通り2025年も好景気が続くならば、パウエル氏はヒーローとしてその任を終えることになるだろう。これまでは良好だった。しかし、現時点ではミッションはまだ完了していない。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

3. 2025年に向けて買うべき10銘柄

[フィーチャー]

Alphabet and 9 More Stocks to Buy for 2025

アルファベット除くマグニフィセント・セブン以外に目を向ける

本誌が選ぶ有望10銘柄

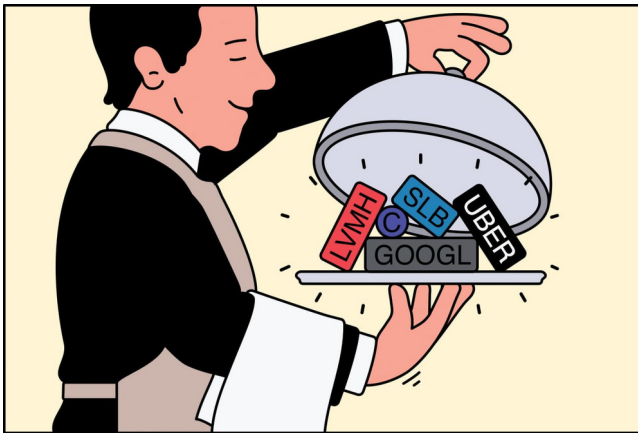


Illustration by Albert Tercero

2024年は巨大IT企業群「マグニフィセント・セブン」(M7)が株式市場を席巻したが、2025年に投資すべき場所はそれだけではないかもしれない。

マグニフィセント・セブンを構成するグーグル親会社のアルファベット<GOOGL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アップル<AAPL>、メタ<META>(旧フェイスブック)、マイクロソフト<MSFT>、米半導体大手のエヌビディア<NVIDIA>および電気自動車(EV)メーカーのテスラ<TSLA>の勢いは止

めようもなく、ウェドブッシュのテクノロジー・ストラテジスト、ダン・アイブス氏のような強気派は、その好調が続くと見ている。アイブス氏は、アップル、マイクロソフトおよびエヌビディアの現在3兆ドル超の時価総額は2025年に4兆ドルに達するだろうし、テスラの時価総額は自動運転技術によって2倍近くになる可能性があると言う。

本誌は違った道を歩みたい。本誌が選んだ2025年の10銘柄は、マグニフィセント・セブン以外にも投資機会が存在する一方で、S&P500指数の2年連続25%超上昇を受けて市場全体のリターンが低下するという予想を反映している。

10銘柄は、マグニフィセント・セブンから1銘柄(アルファベット)、海外の大手テクノロジー2銘柄(オランダの半導体製造装置会社ASMLホールディング<ASML>と中国の電子商取引大手のアリババ・グループ・ホールディング(阿里巴巴集団)<BABA>)を含んでいる。また、ライドシェアサービスのウーバー・テクノロジーズ<UBER>は人気急速に低下しているが、ロボタクシーを自社の配車サービスのネットワークに組み込めるだろう。その他、パークシャー・ハサウェイ<BRK.B>のような難攻不落の銘柄や、大手銀行のシティグループ<C>と保険会社のエベレスト・グループ<EG>のような業績好転銘柄がある。残りは、バイオテクノロジー会社のモデルナ<MRNA>、油田サービス業界のリーダーであるSLB<SLB>(旧シュルンベルジェ)、高級品メーカーのLVMHモエヘネシー・ルイヴィトン<LVMH>だ。

本誌が選択した銘柄のパフォーマンスは、2023年にはS&P500指数を上回ったが、2024年は冴えなかった。レンタカー事業の持ち株会社であるハーツ・グローバル・ホールディングス<HTZ>の株価が、保有していたテスラ車の売却に伴う損失によって暴落したためだ。アルファベット、プロスポーツチームを保有するマディソン・スクエア・ガーデン・スポーツ<MSG<MSG>、アリババ、パークシャーなどの株価は好調だったが、食品・飲料メーカーのペプシコ<PEP>や金および銅の生産会社であるバリック・ゴールド<GOLD>など、かなり多くの銘柄がアンダーパフォームとなった。バリックについては、金価格が30%上昇したにもかかわらずアンダーパフォームだった。

アリババ・グループ・ホールディング

If at First...

Our 10 favorite stocks for 2024 trailed the market. A big loss with Hertz Global overwhelmed gains from Alphabet and Madison Square Garden Sports.

Company / Ticker	Price 12/15/23	Price 12/11/24	Total Return
Alibaba Group Holding / BABA	\$74.51	\$88.98	23.7%
Alphabet / GOOGL	132.60	195.40	47.9
Barrick Gold / GOLD	17.51	17.63	3.1
Berkshire Hathaway / BRK.B	356.50	461.39	29.4
BioNTech / BNTX	102.20	119.34	16.8
Chevron / CVX	149.35	156.21	9.0
Hertz Global Holdings / HTZ	10.03	4.44	-55.7
Madison Square Garden Sports / MSGS	173.78	233.01	34.5
PepsiCo / PEP	167.00	156.77	-3.1
U-Haul Holding / UHAL.B	62.75	67.55	7.9
Average			11.4%
S&P 500			30.7%

Source: Bloomberg

アリババは、世界で最も割安な電子商取引およびクラウドコンピューティングの投資対象かもしれない。約89ドルの株価に対する今期予想株価収益率（PER）はわずか10倍で、アマゾンの45倍をはるかに下回っている。ネットキャッシュは500億ドルに達し、時価総額の約25%に相当する。

問題は、中国の経済的苦境と、国内で成長したテクノロジー企業に対する中国政府の気まぐれな態度だ。トランプ次期大統領による中国に対する厳しいスタンスと、中国の景気刺激策の有効性に対する疑問も株価の重しとなっている。株価は、9月の高値の117ドルから反落している。

ヘッジファンド界のスーパースターで、アパルーサ・マネジメントを経営するデービッド・テッパ

氏はアリババのファンの一人で、第3四半期に持ち分を減らしたとはいえアリババは最大の保有銘柄である。NFJインベストメント・グループのシニア・ポートフォリオ・マネジャーのバーンズ・マッキニー氏は、「アリババは、過去の株価水準や同業他社と比べて割安で、多額の現金を抱えており、多くの逆風が追い風に転じつつある」と語る。

低迷する中国株式市場に投資家が引き寄せられれば、アリババの株価は2025年に50%上昇する可能性がある。

■ アルファベット

アルファベットは、世界で支配的な検索エンジンを稼働させているが、人工知能（AI）を背景とした競争と、アルファベットの分割を目指す政府の取り組みが影を落としている。

アルファベットは競争上および規制上の課題を一蹴できるだろう。アルファベットが先週、莫大（ばくだい）な計算能力を持つ量子コンピューティング半導体の開発を発表したことで株価は上昇した。投資家のビル・アックマン氏は最近アルファベットのことを、「世界で最も優れた企業の一社だ」と評した。

195ドルの株価は、マグニフィセント・セブンの中で最も割安だ。2025年予想PERは21倍だが、対してメタは25倍、アップルとマイクロソフトは30倍だ。

アルファベットはまた、検索事業、ユーチューブ、クラウドコンピューティング、基本ソフト（OS）の 안드로이드 の各部門をそれぞれ評価して合算するサム・オブ・ザ・パーツ分析でも割安だ。また、「その他」部門には、ロボタクシーを4都市で稼働させている自動運転のリーダーであるウェイモがある。サム・オブ・ザ・パーツ分析によると株価は250ドル超と評価される。

オークマーク・ファンドのマネジャーであるビル・ナイグレン氏は、「アルファベットを、高バリュエーションが妥当なテクノロジー銘柄と考えているが、株価はそうには評価されていない」と語る。

...Try, Try Again

In an expensive market, *Barron's* is keying in on stocks that trade near or below a market multiple for our 2025 picks.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	Market Value (billion)	2025E P/E	Dividend Yield
Alibaba Group Holding / BABA	\$88.98	15.8%	\$212	10.2*	1.1%
Alphabet / GOOGL	195.40	39.9	2,400	21.6	0.4
ASML Holding / ASML	714.43	-5.6	285	28.1	0.9
Berkshire Hathaway / BRK.B	461.39	29.4	994	23.1	None
Citigroup / C	71.96	39.9	136	9.8	3.1
Everest Group / EG	362.35	2.5	16	5.6	2.2
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton / LVMUY	135.65	-16.5	339	22.5	1.7
Moderna / MRNA	42.86	-56.9	16	N/A	None
SLB / SLB	41.56	-20.1	59	11.3	2.6
Uber Technologies / UBER	61.18	-0.6	129	24.9	None

Note: *Fiscal year ends March. E=estimate. N/A=not applicable

Source: Bloomberg

ASMLホールディング

半導体業界にとって、ASMLほど重要な企業は他にない。ASMLは、スマートフォン、PCおよびデータセンターで使われる高性能半導体の製造を可能にする露光装置を製造している。露光装置の価格は2億ドル以上だ。

ASMLは、ハイエンドの極紫外線（EUV）露光装置では競争相手がおらず、欧州のテクノロジー企業としてはドイツの総合基幹業務システム（ERP）ソフトウェア大手のSAP<SAP>に次ぐ2番手となっている。715ドルの株価の2025年予想PERは28倍だ。2025年売上高ガイダンス引き下げを受けた10月の20%の株価下落の後では割安にみえる。

ASMLは、露光装置に対する半導体業界の投資が2030年に向けて年率10～20%のペースで増加し、最近の予想の中央値では550億ドルに達すると予想する。ちなみに今年の投資額は320億ドルだ。

JPモルガンのアナリスト、サンディーブ・デシュパンデ氏は、ASMLの目標株価を約1150ドルとしており、長期業績予想と比較してこれほど割安なことは滅多にないと述べている。ヴォントベルのアナリスト、ダビット・ハチャトゥリアン氏は、「ASMLは、独占的な立場と強力な長期トレンドによって、半導体サプライチェーンの中でも中核的な投資対象である。バリュエーションは魅力的だ」と語る。

■ バークシャー・ハサウェイ

ウォーレン・バフェット最高経営責任者（CEO）は今年、幾つかの間違いを犯した。バークシャーが持つアップル株の3分の2を売却して手元現預金が約3000億ドルになった一方で、多額の税金の支払い義務も発生した。一方で過去2年間に、株式にほとんど投資していない。また、バフェット氏が8月に94歳になってキーマンリスクも高まっている。

これらの懸念にもかかわらず、クラスA株は約69万5000ドルで、2024年の株価パフォーマンスはS&P500指数と同程度となっている。その背景は、世界最大の損害保険会社、BNSF鉄道、米国有数規模の電力会社であるバークシャー・ハサウェイ・エナジーが生み出す潤沢な利益である。2024年の営業利益は、2023年比10%超増加して450億ドルに達すると見込まれる。

UBSのアナリストのブライアン・メレディス氏は、バークシャーのクラスA株の投資判断を「買い」、目標株価を80万ドル弱としており、バークシャーのことを、「不確実な経済環境の中で、保険事業の良好なファンダメンタルズを伴う魅力的な投資対象」と評する。

バークシャーの保有現金は米国企業の中で最大の3100億ドルで、大型株の中で最もディフェンシブかもしれない。株価が下落すれば、バフェット氏は待ち望んでいた大型買収を実施するかもしれない。

■ シティグループ

シティグループは、ジェーン・フレイザーCEOによる一連のリストラを受けて、復活の用意が整っているようにみえる。フレイザー氏は、5部門に注力する一方で、14カ国で個人向け事業から撤退した。

シティの復活はまだ取るに足らないが、ウェルズ・ファーゴの銀行アナリスト、マイク・メイヨー氏は、シティが財務目標を達成し、有形資本利益率を今年これまでの7%から、2026年には11～12%へ引き上げるとみている。メイヨー氏は、「シティは、2025年の圧倒的なトップピックだ。追随できる銀行はない」と言う。

シティは今や、収益の約80%を、業界トップに位置する3事業から得ている。グローバル・サービス

は、業界トップの企業向け国際的決済事業を含む。投資銀行としては5本の指に入り、クレジットカード企業としては大手3社の一角を占める。

株価は約72ドルで年初から40%上昇しているが、上昇率は同業他社数社と同程度だ。一方で、株価が1株当たり有形純資産（約90ドル）を下回っている唯一の大手銀行だ。ちなみに、JPモルガン・チェース<JPM>の株価有形純資産倍率は2.5倍となっている。

難点は、シティが恒久的にアンダーパフォームしていることだ。ただ、メイヨー氏は状況が変化しつつあると指摘する。メイヨー氏は、予想1株当たり利益（EPS）が2025年の7ドルから2026年には10ドルに増加し、株価が今後3年間で2倍に上昇すると考えている。

■ エベレスト・グループ

エベレストの2025年予想PERはわずか6倍で、S&P500指数構成企業の中で最も割安な銘柄の一つだ。低いPERは往々にして問題を抱えた企業に与えられるが、エベレストは世界第4位の再保険会社で、収益性は高く、近年の成長は印象的だ。

株価は362ドルで、年初来の上昇率は2%だ。上昇率は、38%上昇している同業他社のルネサンスリー・ホールディングス<RNR>を下回っている。投資家はエベレストが、2025年早々の第4四半期決算発表で、潜在的な損失に対する引当金を積み増すのではないかと懸念している。KBWのアナリスト、メイヤー・シールズ氏は、引当金是对処可能な3億ドル、言い換えれば自己資本の2%になる可能性があり、保険会社が引当金を計上して引当金が十分であることを投資家に納得させられれば株価は往々にして上昇すると言う。

エベレストは、2026年までに年間で17%の株主還元達成を目指している。それが達成されれば、株価は今後2年間で50%上昇する可能性がある。また、バリュエーションが低く、時価総額も160億ドルと小さいために買収される可能性もある。

デルファイ・インベストメンツの創業者兼社長のスコット・ブラック氏は、「6倍のPERは永遠には続かない」と語る。

■ LVMHモエヘネシー・ルイヴィトン

世界の富裕層はかつてないほど裕福になっているが、世界最高的高级品企業のLVMHはその機に乗じることができていない。1〜9月期の売上高は前年比横ばいで、最も重要な市場である中国の不振という打撃を受けた。

2025年には状況が変化して、年初来で17%下落して135ドルになった米国上場のLVMH<LVMUC>の株価を押し上げる可能性がある。来期予想PERは約23倍で割安にみえる。

LVMHは、高級品の復活と中国の回復に関連した投資対象だ。HSBCのアナリストは最近、投資判断をホールドから買いへ引き上げており、その理由として、ますます好調になる米国市場に対する同業他社よりも高いエクスポージャーと、来年に4%が見込まれる内部成長率を挙げた。

CEO兼支配的株主であるベルナール・アルノー氏もLVMHの信奉者で、過去2カ月間で自社株買いに1億ドル超を注ぎ込んでいる。

モデルナ

モデルナの株価は43ドルで、年初来で50%超下落しており、S&P500指数構成企業の中でもパフォーマンスは最悪の部類となっている。新型コロナウイルスワクチンの期待外れの売り上げ、多額の赤字（2024年予想は1株当たり9ドル）、予想される黒字化のタイミングを経営陣が2026年から2028年へ先送りしたことが、株価にとっての打撃となった。

しかしモデルナは多くのバイオテクノロジー企業とは異なり、年間約30億ドルという売り上げを持つ。また、製薬大手のメルク<MRK>と共同開発の抗がん剤や、呼吸器疾患用ワクチンなどの広範囲のパイプライン（次期商品群）もある。年末の保有現預金は90億ドルと予想されており、160億ドルの時価総額の半分強に相当する。

問題もある。モデルナは研究開発(R&D)に年間40億ドル超を投じており、その額は売上高が10倍のバイオ製薬会社のアムジェン<AMGN>の投資に匹敵する。また、モデルナに対する買収の関心が生じる可能性もあり、がん分野の共同研究相手のメルクが検討する可能性もある。

ウォール街のアナリストは全般的に否定的だが、HSBCのアナリストのイフェン・リウ氏は最近、投資判断をホールドから買いへ引き上げており、理由として、「現在よりも一層の注目に値するパイプライン」を挙げた。目標株価は58ドルとしている。

SLB

石油・天然ガス業界は、今世紀末まで世界のエネルギー需要の大半を供給する公算が大きく、SLBはその業界にサービスするポジションにある。SLBは100カ国以上で事業を展開しており、低迷する株価はその収益性を反映していない。上場投資信託（ETF）のエネルギー・セレクト・セクターSPDR<XLE>が年初来で10%弱上昇しているのに対して、SLBの株価は20%下落の41ドルとなっている。2025年予想PERは11倍で、過去5年平均の25倍超をはるかに下回っている。配当利回りは3%弱だ。

SLBには強力な企業文化があり、サービス業界の代表とみなされている。また、エネルギー企業の事業効率改善に貢献するための、クラウドコンピューティングを利用した高成長・高採算のデジタル事業もある。70ドル割れの原油価格がサービス需要を減らしている米国に対するエクスポージャーが低い一方で、アフリカおよび南米沖の深海油田や中東といった好調な市場に対するエクスポージャーが高い。

JPモルガンのアナリストのアラン・ジャヤラム氏は、「SLBの海外拠点、プロジェクトを統合する能力、および強力なデジタル化の推進が、キャッシュフローの力強い成長をけん引する態勢にあると考える」と書いており、投資判断をオーバーウエイト、目標株価を55ドルとしている。

ウーバー・テクノロジーズ

ウーバーの株価は、10月のピークから最近の62ドルまで30%下落している。自動運転をリードするアルファベットのウェイモが、モビリティのパートナーなしで2026年にマイアミで自動運転車サービスを開始すると述べたことを受けて、投資家がロボタクシーがウーバーのネットワークを迂回（うかい）する可能性を懸念したためだ。

そのような懸念は行き過ぎとみられる。ウーバーは依然として、配車サービスおよび食事配達サービス（1億5000万人超のユーザー）において支配的で、ロボタクシー事業者に莫大な顧客基盤へのアクセスを提供している。ビーオブエー・セキュリティーズのアナリスト、ジャスティン・ポスト氏は、ウーバーの「多くの都市において確立されたポジション」がウーバーを、ロボタクシーの魅力的なパートナーにしている、と書いている。

ボヤール・リサーチの社長であるジョン・ボヤール氏は、ロボタクシーは「大規模で事業展開するには費用がかかり過ぎ」、市場でそれなりの規模を確立するためには数年を要する可能性があると言う。ウーバーは、自社プラットフォームにおける自動運転とヒトによる運転の統合は強力な組み合わせであり、その信頼性が向上すればユーザーに恩恵があると主張する。

株価は反落して年初の水準へ戻っており、PERは2025年予想に対して30倍弱、2026年予想に対して20倍弱となっている。ボヤール氏は、反落したことによって、投資家が「急成長している素晴らしい事業に、妥当な価格で投資」できると述べている。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

4. マイホーム購入に恐怖を感じるミレニアル世代 Millennials Are Scared of Buying a Home. They Might Have a Point. 経済格差の拡大と政治の二極化が進む恐れ

[フィーチャー]

金融危機とコロナ禍が連続する中で成人



Illustration by Van Santen and Bolleurs

1981年から1996年の間に生まれた「ミレニアル世代」が成人した時期は、2006年に崩壊が始まった住宅バブルと2020年に始まったコロナ禍という二つの極めて重大な出来事に挟まれた時期だった。金融危機と続く景気後退で、価格の急落と迅速な売却の困難さというマイホーム所有に伴う幾つかのリスクが明らかとなり、一方コロナ禍では住宅価格が急騰し、価格変動の激しさが再認識されるとともに、マイホームは多くの人にとって手が届かないものとなった。この二つの歴史的危機から、ミレニアル世代のマイホーム所有に関する新たな態度が形成された。

彼らの親世代は最初の家を徐々に価値が上昇する低リスク投資と考えていたが、若い世代は、価格が乱高下し、所有者を裕福にすることも、また時期を誤れば破産させることもある、はるかに危険で投機的な資産とみている。その結果、若い世代の多くが、親が同世代だった頃よりもマイホームの購入に消極的になっている。例えば、オンライン仲介業者レッドフィン<RDFN>による政府データの分析によれば、30歳時点のマイホーム所有率はベビーブーム世代が52%だったのに対し、現在は43%だ。全米不動産業者協会（NAR）によると、今年、住宅の一次取得者の年齢の中央値が過去最高となる38歳に上昇した。

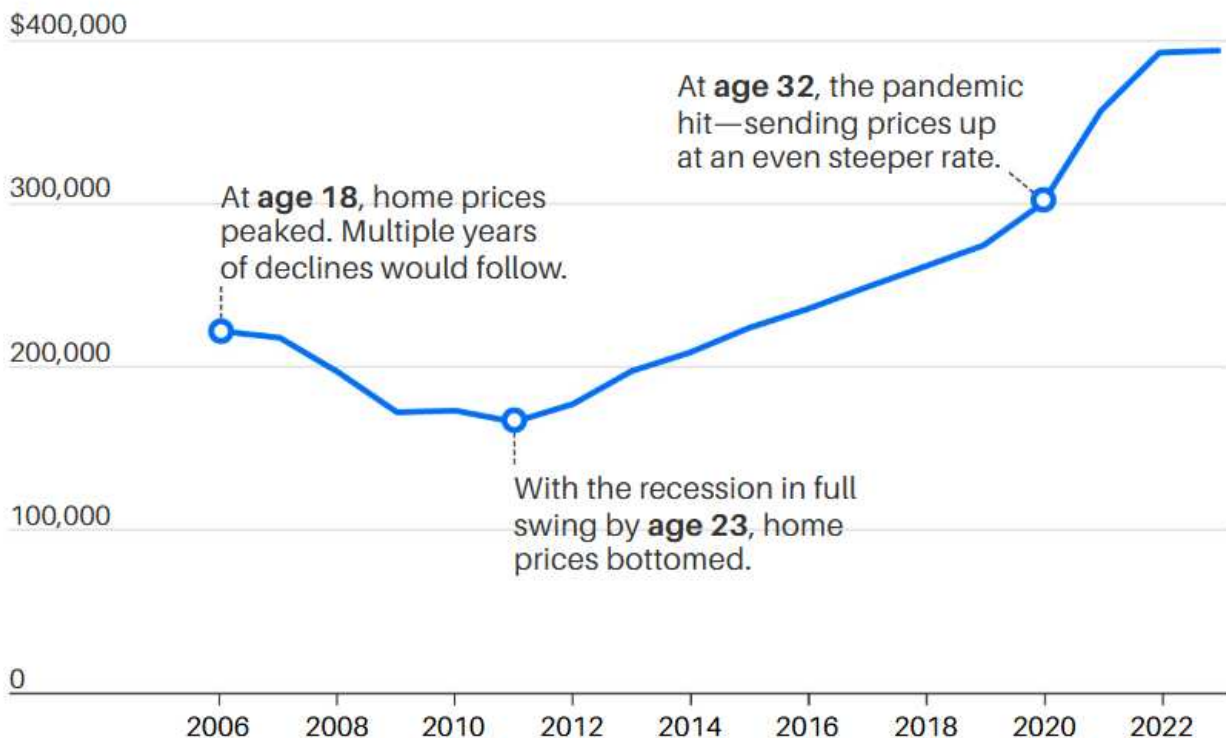
住宅購入に踏み切る場合も、ミレニアル世代は異常なほど価格にうるさい。ニューヨーク市を本拠とする不動産仲介業者コンパスのジャック・エリオット・ハード氏は「ミレニアル世代は購入タイミングの見極めに固執している。常に底値で買い、高値で売ろうとする」と話す。もちろん、掘り出し物を見つけるのは、これまで以上に困難だ。金融危機後、建設業者が何年にもわたり事業を縮小したため、供給の制約と価格高騰を招いた。

ネットを最大限活用

Formidable Obstacles

Millennials faced two historic crises in their pursuit of homeownership.

Median single-family existing-home prices



Note: Peak age based on generational midpoint.
Source: National Association of Realtors

同じ世代に属していても、マクロ経済上の出来事に対して、さまざまな異なる反応と決断を示す場合があるという。コロナ禍が始まった時、ミレニアル世代にも住宅購入を急いだ者と、そうしなかった者がいた。住宅価格の上昇によりホーム・エクイティが大幅に増加する一方で、賃料が上昇したた

め、その時の決断がこの世代の経済的な格差を固定化した。

ミレニアル世代が不動産購入をギャンブルと見なすようになるのに、危機で家を失う経験をする必要はなかった。映画『マネー・ショート 華麗なる大逆転』が2008～2009年の景気後退で急増した住宅の差し押さえを描き、テレビ番組では競売物件を購入し、改修して儲ける投資家が描かれたいた。

コロラド州在住のクレイグ・キュアロップ氏（32）のように、住宅投資に全力を挙げるミレニアル世代もいる。2017年に24歳で複数の家を購入し、個々の部屋を賃貸し始め、今では「早くに努力をしたおかげで、ちょっとした贅沢と自由を手に入れた」と話す。キュアロップ氏は、不動産投資のオンラインコミュニティ「ビッガーポケッツ」を見つけるまで、自分を不動産投資家として捉えたことはなかったと語る。インターネットには他にも、住宅情報サイトを運営するジロー<Z>の極めて風変わりな売り物件を紹介する「ゴーン・ワイルド」や、迫り来る住宅バブルの崩壊に関する予測から、購入か賃貸かを巡る選択に関するアドバイスまで、さまざまな話題を提供するレディットのアカウントやYouTubeの動画などがある。

ミレニアル世代は、すぐに入手可能な情報の増加とともに成長してきた。ネット検索すれば、株価を確認する場合と同様に、物件記録、推定価格、現地動向、お買い得物件を見つけ、家の価値を計算することが可能だ。コロナ禍中に最初の家を購入したニューヨーク州ロングアイランド在住のピア・レビン氏（33）は、引越しの予定はないが、ジローのサイトに掲載された売り物件のチェックを続けているという。レビン氏の夫は、同サイトをデートアプリになぞらえ「住宅版ティンダー」と呼んでいる。

経済格差の原因に

躊躇（ちゅうちょ）する組の中には、恐らく住宅市場の崩壊が今も記憶に残り、マイホーム所有を過剰なリスクと捉える者もいる。ファニーメイ（連邦住宅抵当公庫）の11月の調査によれば、若い世代は1年後の住宅価格の上昇について年配の世代ほど楽観的ではないという。

また、単なる重荷と捉える者もいる。ダラス地域で20年近く家を売ってきた不動産仲介業者リ・マックスのトッド・ルオン氏は、若い顧客に家は負債だと言われ、ショックを受けたと語る。実際、金融大手のサンタンドールが最近実施したアンケートで、マイホームの所有には、それに伴う困難に見合う価値がないと答えた回答者の比率がミレニアル世代とZ世代（1990年代後半～2010年代前半生まれ）では約半数に上り、X世代（1965～80年生まれ）とベビーブーム世代（1946～64年生まれ）の27%を大幅に上回った。

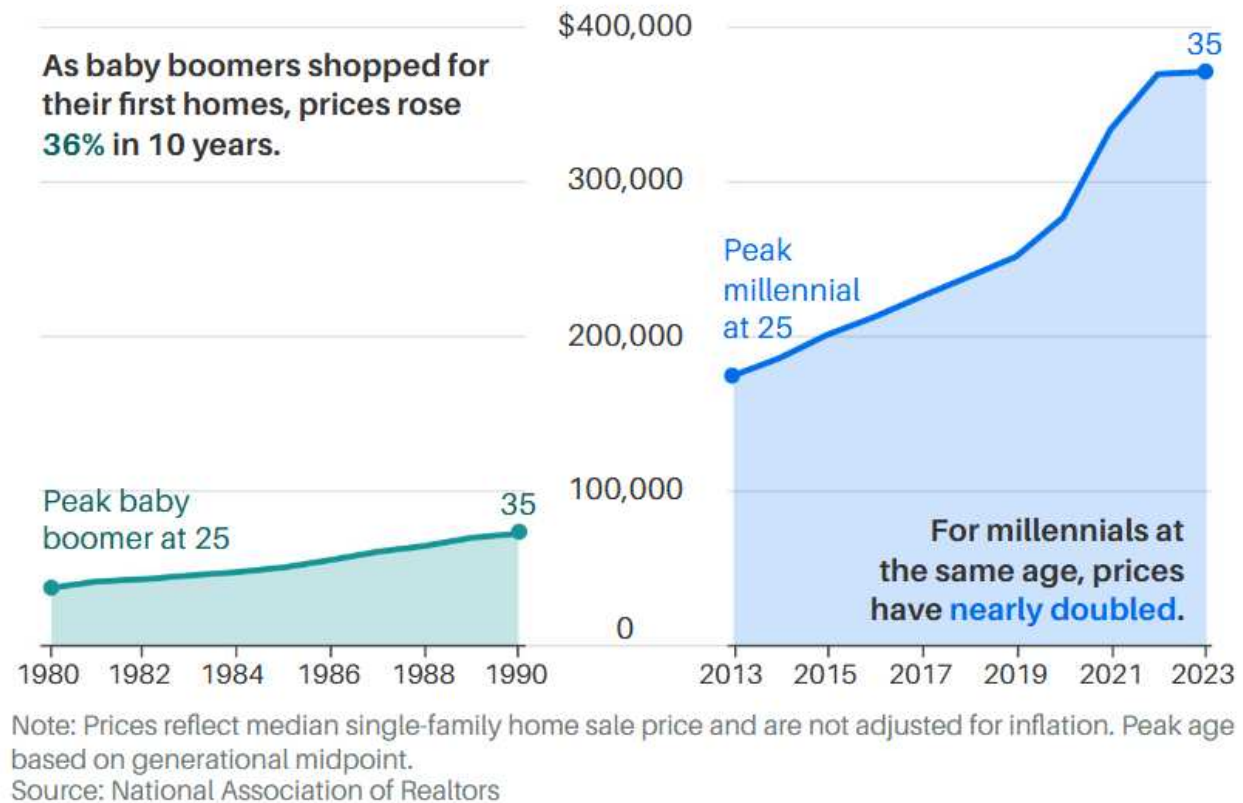
グーグルトレンドによると、2020年の春、「住宅バブル崩壊」という単語のネット検索件数が数年ぶりの高さを記録した。最悪の事態に身構える買い手がいる一方で、購入を急ぐ者もいた。

購入に踏み切った強気組は躊躇組に対しておおむね勝利を収めている。資産価値が高まり、富を蓄え、より上の物件への買い替えを準備しており、不動産情報会社ブライトMLSのアンケートによると、30代、40代のマイホーム所有者は、ベビーブーム世代よりも今後1年間で買い替えをする可能性が高い。

コロナ禍中に家を購入したグループはインフレの最も根強い要因の一つである賃料の上昇から保護さ

A Tale of Two Markets

Millennials have faced a dramatically different housing market than their parents did.



れている。11月までの12カ月間で主たる住居の賃料水準は4.4%上昇し、物価全体の上昇率の約2倍となった。2020年1月以降では26%上昇している。

その結果、若い世代のマイホーム所有者に経済的な安心感が広がっている。9月にレッドフィンに対し、4年前よりも裕福になったと回答した比率は、Z世代とミレニアル世代ではマイホーム組が賃貸組を17ポイント上回り、X世代とベビーブーム世代よりも差が大幅に拡大している。米連邦準備制度理事会（FRB）の個人向け金融に関する最新の調査によると、2022年現在、マイホーム所有者の純資産は賃貸組の約40倍に達している。国際通貨基金（IMF）によると、格差は政治の二極化を加速させ、経済成長の妨げとなる。

こうした状況は、マイホームの所有が資産構築への道であるという考え方にとって脅威だ。住宅を購入できないミレニアル世代は富の蓄積から脱落し、他の投資選択肢を探す者も出てくる。NRAの最新の年次調査によれば、最近のマイホーム購入者のうち、住宅の方が株式よりも投資として優れていると回答した割合は2006年以降で最低を記録した。

価格が現在のように高騰した状況では、家の購入は格差縮小のための容易な解決策にはなり得ず、ミレニアル世代は待機を続けざるを得ない。しかし、住宅市場の状況が緩和されれば、認識が変わる可能性もある。住宅ローン金利が予想よりも早く低下すれば、時期の見極めを図っていたミレニアル世代の購入希望者が参入し、競争が激化し、住宅価格が上昇する可能性がある。コンパスのハード氏は「彼らが再び市場に戻る決心をした時、間違いなく状況は大きく変わるだろう」と話す。

By Shaina Mishkin
(Source: Dow Jones)

5. 勝ち組銘柄と負け組銘柄の溝が拡大している

[米国株式市場]

The Gulf Between Stock Market Winners and Losers Is Widening.
一部銘柄だけが上昇しているが、年内はラリーが続くとの見方も

ハイテク銘柄がけん引しナスダック総合指数大台乗せ



Michael Nagle/Bloomberg

先週は、株価指数の大台乗せが好きな投資家にとっては素晴らしいものとなったが、現実のリターンを愛する投資家にとっては必ずしもそうではなかった。

ナスダック総合指数は11日に史上初めて2万の大台を突破した。これは1万を突破してから5年足らず、S&P500指数が史上初めて6000を上回ってからわずか数週間後のことだ。しかし、その興奮もすぐに消えた。ナスダック総合指数は節目を迎えた後すぐに上げ幅を縮め、わずか0.3%高の1万9926.72で週を終えた。S&P500指数

は0.6%安の6051.09となった。ダウ工業株30種平均は7営業日連続で下落し、週間では1.8%安の4万3828ドル06セントで引けた。小型株のラッセル2000指数は2.6%安の2346.90で週末を迎えた。

ナスダック総合指数の上昇は、電気自動車大手のテスラ<TSLA>やグーグルの親会社アルファベット<GOOGL>といった一部の大手ハイテク株にけん引されたものであり、これらの銘柄の上昇が市場に広がる全体的な弱さを覆い隠しているのかもしれない。

バリュー株の厳しい現実

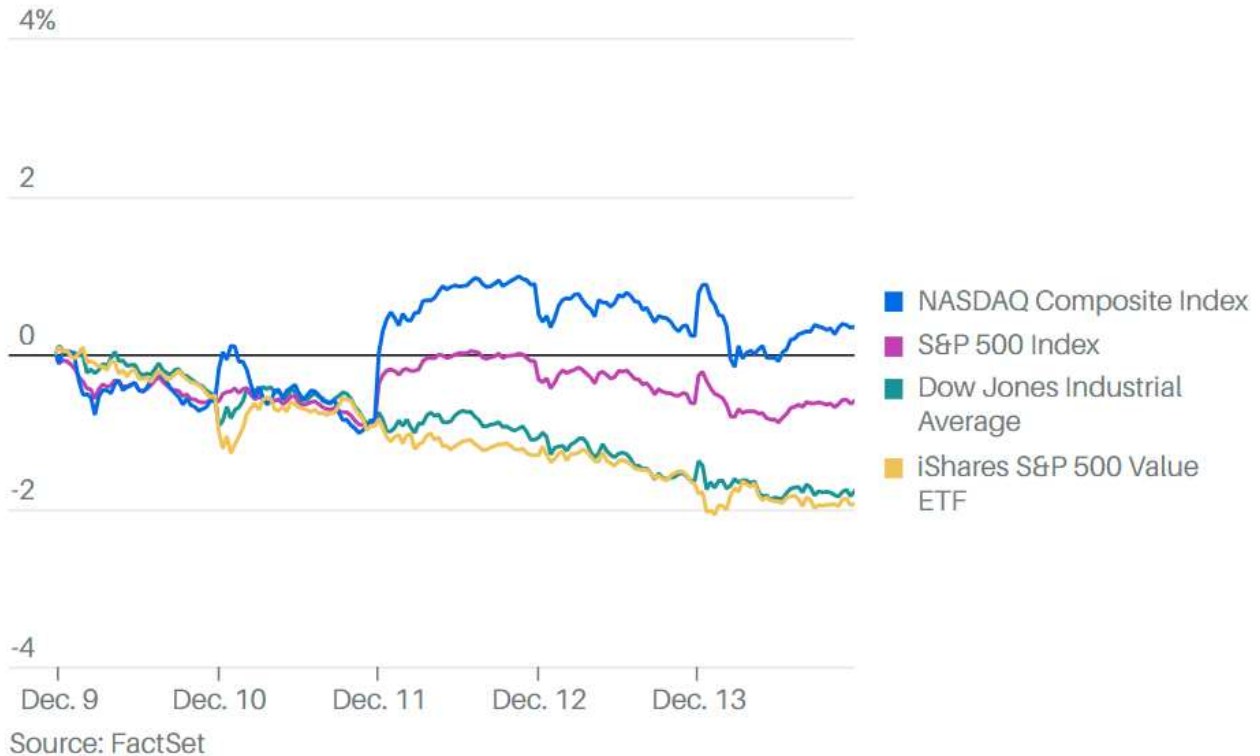
現実として、ハイテク以外の大半の銘柄は緩やかではあるが売りが続いている。ダウ・ジョーンズ・マーケット・データによれば、S&P500指数の構成銘柄の動きを個別に見ると、13日まで10日連続で下落銘柄数が上昇銘柄数を上回った。これは2000年以降で最長だ。

割安に見える銘柄はさらに安くなっている。上場投資信託（ETF）のiシェアーズS&P500バリューETF<IVE>は10日連続で下落しており、これは2000年の運用開始以降で最悪の長さだ。日々下落率はそれほど大きくはなく2週間で約4%だが、この下落を見ると、最近の上昇がいかにも値がさ株によってもたらされたものなのかが分かる。

バリュー志向の投資家にとって、どれほど過酷な状況なのだろうか。例として、先週、オークマーク・ファンドのマネジャーであるビル・ニグレン氏が買い物をしていたところ、テレビで同氏を知っていたドラッグストアの店員から次のように声をかけられたエピソードが挙げられる。

店員は「あなたのポートフォリオは私のよりも上がってないはずですね。私は資産の全てをビットコ

Market Snapshot



インに投資しているのだから」と声をかけた。実際、ニグレン氏のポートフォリオは店員の資産ほどは上昇しておらず、店員の言っていることは正しかった。

ニグレン氏はデジタル通貨に投資していないものの、ベンチマークとの相対比較では好調だった。12日時点でニグレン氏のファンドのリターンは20%で、これに対してiシェアーズ・バリュエETFは17%、S&P500指数は29%だった。こうした実績のあるニグレン氏は「私たちの理解の範疇（はんちゅう）を越えたもので儲けている人たちは常にいます」と答えて、店員との話を終わりにした。

実際、ニグレン氏の銘柄選択には幾つもの当たりがあった。その一つが自動車大手のゼネラル・モーターズ<GM>だ。GMは市場全体で自社株の売りが広まった時期に積極的に自社株を買い戻し、これは成功だった。ニグレン氏は、GMは「フラストレーションのたまる」銘柄から今年46%上昇したトップクラスの成果を上げる銘柄になったと指摘する。

それでもパーティーは当面続きそう

ニグレン氏はGMの戦略を、ビットコインを購入するために新株を発行したソフトウェア会社のマイクロストラテジー<MSTR>の戦略と対比させた。通常、企業のこうした動きは株主に優しいとは考えられないが、それにもかかわらず同社の株価は上昇し、先週の4%近い上昇を含めて今年約500%上昇している。しかしニグレン氏は、ある時点で潮目が変わるかもしれないと指摘し、「確かに、当社の投資手法ではバリュエーションの乖離を市場がいつ修正するのかは分からない。これが、バリュエ投資家にこうした忍耐が必要な理由だ」と述べる。

一方で、上昇銘柄数と下落銘柄数の差が悪化していることはノイズかもしれない、投資家はこれを心配すべきではないだろう。インタラクティブ・ブローカーズのチーフ・ストラテジストであるスティ

ーブ・ソスニック氏は、「銘柄が幅広く上昇する相場の方が良いと教えられてきたが、少なくともS&P500指数の採用銘柄の範囲内では、明らかにこうした状況ではない。これが意味のあるシグナルだと決め打ちできればいいのだが、単に統計的に特異な状況だけなのかもしれない」と書いている。

つまり投資家は、ホリデーシーズンに入るにあたって比較的安心して株式を持っていられるはずであり、ソスニック氏は「パーティーは続き、サンタは大そりか利下げに乗ってやってくる」としている。ただし「賢明な投資家は、少なくとも市場全体の健全性に関する幾つかの警告サインに注意を払うべきだ」とも書いている。

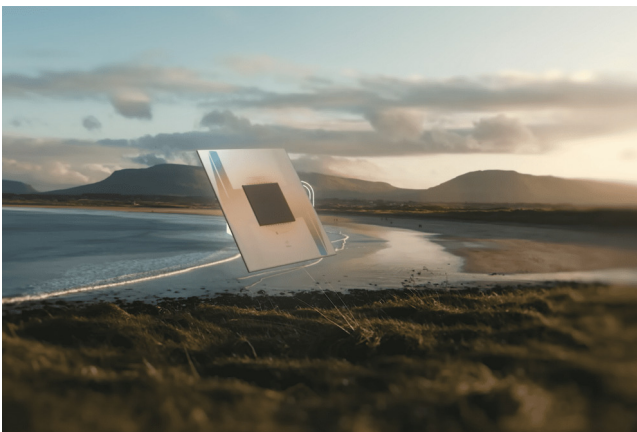
やはり、パーティーの後に二日酔いはつきものなのだ。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

6. 量子コンピューティングの革新がもたらすもの Here's How to Pretend You Understand Quantum Computing. いかにして内容を理解したふりをするか

[投資戦略]

グーグルが量子コンピューティング半導体を発表



Courtesy Google

スーパーコンピューターにとって、なんとも恥ずかしい1週間となった。スーパーコンピューターとは、多数のプロセッサを接続し、天候のモデル化やコアラの絵文字の作成など、複雑な仕事をこなす機械のことだ。そして、高速化することがスーパーコンピューターの使命のようなものだ。しかし、あるソフトウェア会社がこの業界全体に一撃を放った。グーグルは、「ウィロー」と呼ばれる新しい「量子コンピューティング」半導体を開発し、現在の最速のスーパーコンピューターが宇宙の年齢よりも長い時間を要する計算を5分未満で実行できると発

表した。

ウインドブレーカーにスニーカー姿の科学者は、「われわれの論理量子ビット（キュービット）は現在、量子エラー訂正が限界値未満となる状況で作動している」と説明する。連鎖幾何学的な株価上昇という点では重要な進展だ。つまり、あの科学者が話していたことが何であれ、グーグルの親会社アルファベット<GOOGL>の株価を12月10日と11日の2日間で5%超上昇させたということだ。

筆者が最初に考えたのは、量子コンピューティングが創薬のような分野で役立つ可能性が、暗号解読やサイバー戦争に利用される危険性を上回るかどうかということだった。しかし、さらにそれよりも先に考えたのは、この分野の上場投資信託（ETF）があるのかということだった。ディファイアンス・クオンタム<QTUM>は年初来38%上昇しているのに対し、グローバルXアーティフィシャル・インテリジェンス・アンド・テクノロジーETF<AIQ>は29%上昇している。

■ 分かったふりをするためのガイド

量子コンピューティングと人工知能（AI）は代替的なものではなく、むしろ補完するもので、そうではないと主張することは、筆者の量子コンピューティングに対する理解に疑問を投げかけることに等しい。量子コンピューティングは、既に一般的なオフィスのウオータークーラー・カンパセーション（井戸端会議）に登場するようになっている。つまり急いで理解する必要があるということだ。本当に必要なのは、量子コンピューティングを理解したふりをするためのガイドだ。筆者はその手助けができると思う。

最初のステップは、間違いなく感心している見物人に、古典的なコンピューティングはビットに基づいており、ビットは0か1の二つの可能な状態で保存されていると説明することだ。「だからビットと呼ぶ。これは2進数（binary digits）を元にした造語だ」と必ず言い、ここで聴衆が感嘆して頷くための間をとる。

次に、量子コンピューティングはキュービット（qubits）と呼ばれるものに基づいていることを説明する。qから始まる単語であることを説明しないと、同僚は立方体（cubits）やノアの方舟を思い浮かべるだろう。キュービットとは、複数の可能な状態の重ね合わせと呼ばれるものに基づく測定の単位だ。これを理解するのは難しい。量子力学、つまり素粒子の挙動に由来するもので、われわれの身の回りの物体の挙動とは全く異なるからだ。

量子力学では、粒子は観測されるまで二つの状態で同時に存在することができる。かつてオーストリアの物理学者シュレーディンガーがこれを次のように普通の人に説明しようとした。架空の猫を崩壊するかもしれない分からない不安定な放射性物質が入った箱に閉じ込め、ガイガー計数管が原子崩壊を検知し作動すると、毒が放出されるという仕掛けにすると、箱を開けるまで猫が死んだかどうか分からない。これを量子力学では、箱の中では箱を開けてそれを確認するまで猫は生きており同時に死んでおり、その両方の重ね合わせの状態にあるとし、それぞれの状態が一定の確率で存在するとする。

量子コンピューティングを説明するときは、重ね合わせは省略するのがベストだが、量子のもつれ、デコヒーレンス、干渉とともに、この専門用語も覚えておいてほしい。同僚がこれらのどれかを口にしたら、それは彼らがあなたより量子コンピューティングに詳しいということだ。

結局のところ、古典的なビットベースのコンピューターは決定論的であり、解決策を一つずつ順番に試していくことで問題を解決する。しかし、量子コンピューターは確率論的であり、超並列的であるため、その思考はより人間的だと言えるかもしれない。

聴衆が処理できる以上のものを与えてはいけない。最後はこう締めくくる。「素粒子の挙動が宇宙の基礎を形成している以上、従来のコンピューターを含め、すべてのシステムは事実上、量子システムの上に構築されている。従来のコンピューターはまだ量子特性を計算に使っていないだけだ」。IBMのブログからの受け売りとは絶対に言うてはならない。

量子コンピューティングに投資する方法

ここで一つの投資戦略を紹介しよう。それは、クオンタムという言葉が入っているものなら何でも買う、というものだ。クオンタム・コンピューティング<QUBT>は年初来で584%、ディーウエーブ・クオンタム<QBTS>は344%、クオンタム<QMCO>は154%それぞれ上昇している。しかしその投資戦略は、不利な名前の人気プレーヤーを見逃すリスクがある。量子コンピューティング専門の新興上場企業リゲッティ・コンピューティング<RGTI>は年初来で547%、イオンキュー<IONQ>は148%それぞれ上昇している。われわれが今、サイクルのどのあたりにいるかということ、フリーキャッシュフローが生じるには少なくとも5年早過ぎ、株価の上昇益を簡単に得るには5週間ほど遅過ぎると感じるが、それは誰にも分からない。

ところで、グーグルがウィローで成し遂げたブレークスルーは、これまでシステムが拡大するにつれてエラーが増えていたこととは反対に、エラーが指数関数的に減ることだ。ビーオブエー・セキュリティーズのアナリスト、ジャスティン・ポスト氏は、商用利用は数年先になるかもしれないが、この量子コンピューティングにおける革新は既にアルファベットにとって重要な技術的な堀を築いており、それは株式のバリュエーションには反映されていないと考えている。

総合金融サービス会社D.A.デビッドソンは年初、5年から10年後には、最も要求水準の厳しいコンピューティングは既に量子マシンで行われているかもしれないと予測し、その場合、米半導体大手のエヌビディア<NVDA>は脆弱となる可能性がある、と書いている。しかし、エヌビディアの株価は年初来179%上昇している。コンピューター科学者によれば、量子システムは従来のコンピューターとハイブリッドで、一部の仕事にのみ使われる可能性が高いという。エヌビディアは、量子ブレークスルーを起こすために自社の半導体を使用する提携を発表している。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

7. 暗号資産、株式、ETFの狂乱相場。トランプトレードは織り込み済み Crypto, Stocks, and Wacky ETFs Are Going Wild. Why Reality Will Return 投資家の信頼感が強気相場をけん引

[コラム]

トランプ氏勝利と強気相場の正当化現象

「強気の見方が正当化された」一。特にトランプ氏が大統領選で勝利して以降、株式市場の強気筋はそう感じている。主要株価指数が大台を超えて上昇し、この1週間にナスダック総合指数が2万を超え、ビットコインは10万ドルを回復した。

ニュースレターの「ファイナンシャルインサイト」を執筆し、ウィリアム・アンド・メアリー大学で経済学の非常勤教授を務めているピーター・アトウォーター氏は、投資家の信頼感がいかに値動きに影響を与え、しばしば合理的な水準を超えた上昇や下落を引き起こしているかに注目している。アトウォーター氏によれば、自分の信念が立証された人々には、安心感、確信、エンパワーメントがもたらされる。

アトウォーター氏によれば、私たちが政治面と市場において目にしているのは、正しさを立証する膨



NYSE

大な取引だという。いわゆるアニマルスピリットは選挙結果とともに突然現れたのではなく、それによって解き放たれたのである。アトウォーター氏は「暗号資産（仮想通貨）の分野が震源地だろうが、（近く誕生する）トランプ政権と心理的に近い関係にあるものなら何でも見ることができる」と語る。

選挙日の11月5日から来年1月20日の大統領就任式までの期間は、一部の投資家が今後を想像する期間である。アトウォーター氏によれば、そのような投資家は「大きな試合を前にしたスポーツ

ーツギャンブラーの群衆のようなものだ。お互いに会話して、どんな展開になるかを妄想している。だから制約がない」。

自分たちの正しさが証明されたと感じている群衆は、自分たちの楽観論に対する反論をあっさりと拒絶する。アトウォーター氏は「減税や規制緩和といった変数についていえば、（投資家は）それぞれのレバーが個別に引かれるのではなく、一斉に極端な水準まで引かれるだろうと想像している。問題なのは、市場が現在、そのすべてを織り込んでいることだ」と言う。

過去から学ぶ

アトウォーター氏は、2008～2009年の金融危機の経験を通じて、市場における信頼感の役割に関心を持つようになった。彼は1980年代にJPモルガンの資産担保証券業務の構築、運営を手伝った経験があり、証券化の仕組みに精通していた。問題は、それが2008年にどのように崩壊したのか、そして、なぜ翌年3月に市場が底入れしたかである。

アトウォーター氏は「信頼感が高ければ、投資家は抽象的な商品を受け入れる。信頼感が低ければ、有形資産やそれに近い同等物が選好される。このような明確で一貫した行動パターンが時間の経過とともに見られる」と語る。そのような抽象的な商品の一例として、金融危機の一端となった住宅ローンバブルの悪名高い「債務担保証券（CDO）スクエアード」商品が挙げられる。CDOでは、住宅ローンが切り分けられ、リスク階層の異なるトランシェにまとめられる。CDOスクエアードは、異なるCDOをリスクの不透明な束にパッケージ化したもので、結局、破綻した。

現在、アトウォーター氏は、これと同様の「群衆を満足させるような商品」の急増を観察している。例えば、レバレッジを活用して株式を組み合わせることにより、リスクの分散・低減ではなく、リスクと潜在的なリターンを増加させる、かつてないほど特殊な上場投資信託（ETF）などだ。もう一つの例はミーム暗号資産の急増である。例えば、投資家向けサイトのヘッジアイによれば、暗号資産のファートコインの市場価値は12月12日に5億6484万ドルに達した。これは米国上場企業の38%の市場価値よりも大きい。

ギャンブルへの投機熱

先週、ドイツ銀行のマルチアセットリサーチ責任者のジム・リード氏は、コンファレンス・ボードの調査結果を理由として、米国の消費者がこれほど株式に強気の姿勢を示したことはなく、収入と比較した株式への期待はかつてないほど高まっていると指摘した。現在、米国では、利益だけでなく楽しみのために株を取引している人も多い。ウォール・ストリート・ジャーナルは最近、若者がいかにミーム株やスポーツギャンブルに投機しているかを報じている。

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、金融危機が本格的に表面化する直前の2007年半ばに宣言したように、現在は踊り続ける時期なのだろうか。アトウォーター氏は、今はどちらかというと「喧噪（けんそう）の時期」だと考えており、金融危機やITバブルの崩壊時とは区別している。ナスダック総合指数は2000年にITバブルのピークを打ったが、アトウォーター氏は現在の市場のタイムラインをその直前の1999年に似ているとしている。

アトウォーター氏は、非金融企業100銘柄で構成されるナスダック100指数に連動し、大手ハイテク株が支配するインベスコQQQ ETF<QQQ>のショートポジションをとっている。ビットコインもショートしているが、規模はそれほど大きくない。そしてトウモロコシと天然ガスのロングポジションをとっている。このロングは「高い具体性」、ショートは「高い抽象性」を示すものだ。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

8. 12月のFOMCの利下げは確実視されるが、2025年は予断を許さず

[経済政策]

The Fed Is Poised to Cut Rates Next Week. But 2025 Is Another Matter.
インフレの伸びは鈍化しているが、来年の緩和ペースは予測が難しい

次回FOMCで利下げはほぼ確実



Yuki Iwamura/Bloomberg

筆者のホリデーシーズンのお気に入りには音楽だ。ブレンダ・リーの『ロッキン・アラウンド・ザ・クリスマス・ツリー』、あるいはジュディ・ガーランドの『ハブ・ユアセルフ・ア・メリー・リトル・クリスマス』を聴かないことには12月は終わらないのだ。

経済オタクの筆者は米連邦公開市場委員会（FOMC）の会合がきても、それにふさわしい曲を思いつかない。

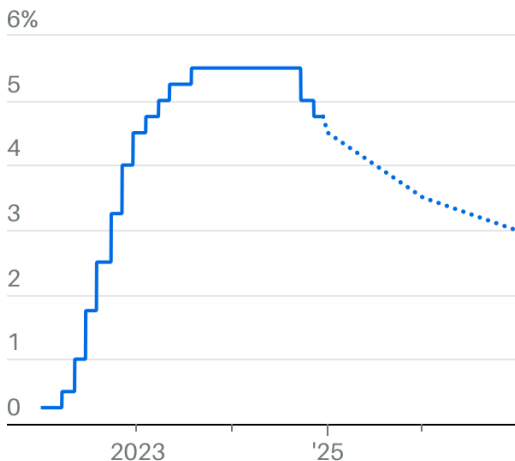
米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長が米国のロックバンド、グレートフル・デッドの大ファンであることは周知の事実だが、バンドの奏でる曲が現在の雰囲気とうまく表現しているとは言い難い。筆者がより適切な曲として思い浮かべるのはオーケストラの演奏による行進曲のようなものだ。チャイコフスキーの『くるみ割り人形』ほど陽気でもなく、かと言ってジョン・ウィリアムズ指揮の映画『スターウォーズ/帝国の逆襲』の帝国の

マーチ（ダース・ベイダーのテーマ）ほど威嚇的ではない、という感じの曲だ。

18日に発表されるFOMCの声明文や記者会見のトーンは両極端に振れるかもしれない。11月はインフレの鎮静化が進まなかったが、フェデラルファンド（FF）金利先物は0.25%の追加利下げをほぼ完全に織り込んでいる。

中立金利は3.5%程度

The Fed offered a projection for interest rates in September. It will give an updated look this week.



Note: upper limit of the Fed-funds rate target range

Source: Federal Reserve

利下げが正当化されるかどうかは、インフレ率が2022年のピークから大幅に低下し、以前は逼迫（ひっばく）していた労働市場が正常化する中で、FRB高官が現在の経済状況との整合性をどう考えるかにかかっている。

作曲家であれば、18日のFOMCの声明文のこの部分をおそらく『恋はボサノバ（ブレイム・イット・オン・ザ・ボサノバ）』のような純粋にアップビートな曲のように明るい調子で譜面に記すだろう。米国経済は非常に状態がよく、FRBの高官は引き締め的な金融政策により不用意に経済成長を阻害したくないと考えているだろう。

現在、調査研究のほとんどは、米国経済を均衡させる中立金利は3.5%程度だと示唆している。しかし、FF金利が依然として4.5~4.75%であるため、政策当局の道のりは遠く、ましてやインフレが2%の目標値にまだ届いていない状況であればなおさらだ。

最新の消費者物価指数（CPI）を詳細に確認すると、11月の前月比0.3%上昇と加速した総合インフレ率を牽引した要素の多くは長続きしないことが分かる。食料品および中古車の価格、ホテルの宿泊費は11月に大幅に上昇したが、業界データでその持続性を示唆するものは存在しない。加えて、住居費の上昇率はFRBのインフレ目標である2%と整合的な水準に落ち着いており、ベース効果は来年初めにより有利になる見込みで、11月の前年同月比2.7%上昇からインフレ率の水準が緩和する一助になるはずだ。

米商務省経済分析局（BEA）が発表した最近のデータでは、第3四半期の労働コストの伸び率が下方修正された。PNCのシニア・エコノミスト、カート・ランキン氏は、ここから示唆されるのは、今後数カ月の労働市場や個人消費需要を通じたインフレ圧力が、従来の想定ほど脅威にはならないということだ、とリサーチレポートに記している。

2025年の利下げペースは鈍化の見込み

しかし、18日のFOMCで利下げとともに、パウエル議長がFRBは年初の利下げを見送るとのフォワードガイダンスを示したとしても驚かないでほしい。もっとゆったりした、思慮深いメロディ、恐らくはレイ・アームストロングの奏でる『ストーミー・ウエザー』がふさわしいだろうか。

INGのチーフ国際エコノミスト、ジェームズ・ナイトリー氏も、18日に発表される経済見通し（SEP）で2025年の利下げ回数は3回と示されると予想する。9月には4回の利下げが予想されていた。

FRBはインフレを沈静化の最終局面に移行させる必要があるだけでなく、来年はインフレの行方を左右する可能性のある経済政策の結果が多数出てくる。さらに、労働市場にはところどころに軟化も見られており、注視が必要だ。

こうした要因はすべて、今後のFRBの舵取りを難しくするが、政策当局者は拙速に事を運ぶことを回避するだろう。しかし、予想が困難なだけに、2025年は2024年よりも劇的な音楽がふさわしい。

By Megan Leonhardt
(Source: Dow Jones)

9. 2025年はAI銘柄にとり新たな試練に

[ハイテク]

AI Stocks Face a New Test in 2025.

焦点はサブスクリプション売上高、広告収入、生産性向上

AIは投資収益率と生産性の向上につながるか



Jaque Silva / NurPhoto / Getty Images

ハイテクセクターの2024年の大きなテーマは人工知能（AI）を支えるインフラストラクチャー、すなわちデータセンターの構築だった。しかし、市場の関心の的は別のテーマに移り始めている。2025年は、AIが売上高を伸ばし、労働者の生産性を高めるために活用される年になるだろう。少なくともそう期待されている。

アマゾン・ドット・コム<AMZN>、マイクロソフト<MSFT>およびアルファベット<GOOGL>の3社が2024年1～9月期にAIデータセンターの構築に投じた合計投資額は前年同期比57%増の1330億ドルだった。こうした支出の大部分は米半導体大手エヌビディア<NVDA>に対するもので、エヌビディアのデータセンター部門の過去3四半期の合計売上高は前年同期比174%増えて800億ドルに達した。

インフラ構築は2025年も継続するが、投資家は投資収益率と生産性の向上に対して厳しい目を向けるようになるだろう。

セコイア・キャピタルのベンチャーキャピタリストであるデービッド・カーン氏の推定によると、AIから利益を生むにはインフラへの投資額の4倍に相当する売上高を上げる必要がある。2025年にそこまでは期待できないが、投資家がAIの収益化が進捗している兆候を確認したいと願っていることは間違いない。進捗を判断するには三つの試金石がある。

最初の試金石はMicrosoft 365 Copilotの第1四半期売上高

投資家がAIの潜在力を追跡するために最初に注目すべきは、大規模な顧客基盤に新しいソフトウェアおよびサービス製品を売り込んできた長い歴史を持つマイクロソフトだ。マイクロソフトのAI戦略の中心は、WordやExcelなどのソフトウェア向けAIアシスタントであるMicrosoft 365 Copilotの有料サブスクリプション契約を多くの顧客に結んでもらうことだ。Copilotの1ユーザー当たりの料金は年間360ドルで、Microsoft 365の料金（年間72～657ドル）に上乗せされる。

マイクロソフトはこれまで、Microsoft 365 Copilotの立ち上げについて説明する際、ユーザーや売上高に関する指標ではなく、逸話的なエビデンスを用いてきた。2024年第1四半期決算を発表した際、最高経営責任者（CEO）のサティア・ナデラ氏は、顧客企業2社が合計11万8000人分のMicrosoft 365 Copilot契約を結んだと述べた。この契約がもたらす年間売上高は4200万ドルにすぎず、過去12カ月間の売上高が2540億ドルに上るマイクロソフトにとってはごくささいな額だ。

ある時点で、恐らくは2025年には、投資家はマイクロソフトがより具体的な数字を提供することを望むだろう。Microsoft 365 Copilotが1四半期を通じて提供されたのは2024年第1四半期が最初だったことから、投資家はその2025年第1四半期の売上高に注目するはずだ。マイクロソフトにとって売上高が前年同期比でどの程度伸びたのかを報告する最初の機会となるからだ。それを報告しなかった場合、Microsoft 365 Copilotの売上高が期待していたほど急激に増加していないことを示唆する可能性がある。AIに関するマイクロソフトの評判は打撃を受け、それが株価に悪影響を与えらると思われる。

無料AIアプリケーションは成功するか

セントルイス連銀とバンダービルト大学およびハーバード大学の研究者が米国の成人4600人あまりを対象に2024年8月に実施した調査によると、その前週にAIを使用した回答者の割合は32%で、AIの普及ペースはPCやインターネットを上回ることが示された。利用しているサービスについて尋ねたところ、最も多く挙げられたのはオープンAIのChat（チャット）GPT、グーグルのGemini（ジェミニ）、メタのMeta AI、マイクロソフトのWindows Copilotなどの無料オプションだった（WindowsやBingに組み込まれているCopilotは無料で利用できる）。

無料のAIサービスの人気の高さはハイテク企業にジレンマをもたらしている。クラウド上でAIアプリケーションを実行するにはコストがかかるが、それを賄うだけの売上高は今のところ得られていない。インターネットの歴史は、無料サービスが広告によって収益化されることを示唆している。投資家は、無料のAIサービスのうち少なくとも一つが2025年に広告を配信し始め、他の無料サービスがそれに続くことを期待しているはずだ。AIが進化し、有用性が高まれば高まるほど、消費者が広告に反応する可能性も高まる。

労働生産性と雇用への影響を注視

AIを普及させるには目新しさではなく有用性が必要な時期に来ている。投資家はそろそろAIが企業に生産性向上をもたらしている兆候を探すようになるだろう。

労働省労働統計局によると、2022年11月にChatGPTのサービスが始まって以降、労働生産性の年間上昇率は過去の中央値の2.0%から2.3%に加速している。その要因をAIと決めつけるのは時期尚早だ

が、労働生産性の伸びが2025年も引き続き過去の中央値を超えれば話は面白くなる。

AIが雇用に及ぼす影響も依然としてはっきりしない。メディアとソフトウェアおよびITに代表される情報分野では既にAI絡みの失業が起きている可能性がある。ChatGPTのサービス開始以降、米国全体の雇用者数が3.3%増加しているにもかかわらず、情報分野の雇用者数は3.9%減少している。

とはいえ、AIが新たな雇用を創出することも確かだ。セントルイス連銀のエコノミスト、アレクサンダー・ビック氏とバンダービルト大学のアダム・ブランディン氏は本誌の取材に対して次のように語っている。「一部の仕事は自動化される可能性が高いが、同時に創造性、判断力、意思決定を必要とする分野で新たな雇用機会を生む可能性もある。過去を振り返ると、大きなテクノロジーシフトが起こるたびに、それまで想像もできなかった新しい種類の仕事が生まれた」。

唯一不変なものは変化することである。投資家は2025年もそのことを肝に銘じるべきだ。

By Adam Levine
(Source: Dow Jones)

10. iシェアーズがビットコインETFでシェア首位に How iShares Came to Dominate Bitcoin ETFs 運用資産額でiシェアーズが2位以下を大きく引き離す

[経済関連スケジュール]

上場1年足らずでデフォルトの選択肢となる



Illustration by Elias Stein

ビットコイン上場投資信託（ETF）の人気を競うレースの勝者が決まった。世界最大の資産運用会社ブラックロック＜BLK＞のiシェアーズ・ビットコイン・トラストETF＜IBIT＞は、上場から11カ月で運用資産額が500億ドル超となった。これは、第2位のグレイスケール・ビットコイン・トラスト＜GBTC＞や第3位のフィデリティ・ワイズ・オリジン・ビットコインETF＜GBTC＞の2倍以上の規模だ。

トランプ氏の大統領選勝利でビットコインの価格は12月4日に10万ドルの大台に達し、10万100

0ドル超で週を終え、iシェアーズETFの優位性に弾みがついた。ファクトセットによると、大統領選挙以降のビットコインETFへの純流入額は93億ドルにのぼる。うち82億ドルがiシェアーズに、14億ドルがフィデリティ・ファンドに流入している（一部のファンドは流出があるため、流入総額はネットの流入総額を上回る）。

モーニングスターによると、iシェアーズETFの1日の取引量は約4300万株である。これに対してフィデリティは600万株、グレイスケールは400万株に満たない。各社のウェブサイトによると、フィデリティとiシェアーズETFの経費率はともに0.25%だが、グレイスケールはETF転換前の名残で1.5%である。グレイスケール以外のほとんどのビットコインETFは同様の価格であるため、取引コストがファ

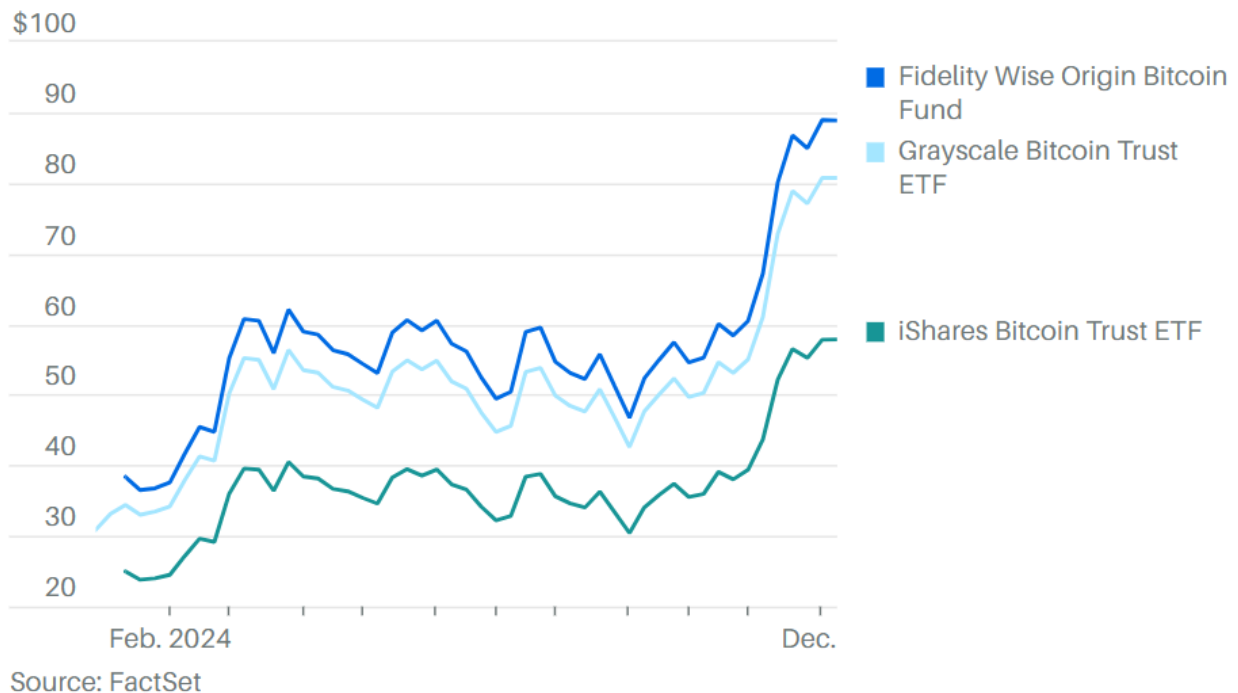
ンド間の差を生む可能性がある。

通常、取引量が多いほどビッド・アスク・スプレッドは小さくなる。モーニングスターのアナリストであるブライアン・アーマー氏は、「スプレッドは変動するが、投資家が取引に支払うマークアップはiシェアーズ ETFで1株当たり約1セントであり、これはビットコインETFの中では最低である」と述べる。2024年春以降、iシェアーズはビットコインETFのマーケットメーカーにとってデフォルトの選択肢となっている。

先週の出来事

Catching a Ride

It's been a good year to be an investor in Bitcoin and Bitcoin ETFs.



市場動向

シリアの反政府勢力は13年間の内戦を経て、アサド政権を崩壊に追い込んだ。アサド氏はモスクワに逃亡した。原油価格は上昇。トランプ次期大統領は米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長を解任する予定はないと明言した。中国政府が金融緩和の兆しを見せたことで中国株は上昇。ムーディーズはフランスの信用格付けを引き下げた。11月の米インフレ率は2.7%とほぼ変わらず。週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1.8%下落、S&P500指数が0.6%下落、ナスダック総合指数は初めて20000を突破し0.3%上昇した。

企業動向

- ・バイデン政権が中国からのクリーンテクノロジー輸入品に対する関税の引き上げを実施。
- ・中国が米半導体大手のエヌビディア<NVDA>に対し独占禁止法違反の疑いで調査を開始した。
- ・管理ソフトベンダーのワークデイ<WDAY>と資産管理のアポロ・グローバル・マネジメント<APO>が、12月23日にS&P500指数の構成銘柄になる。無線通信半導体メーカーのkolbo<QRVO>とコマースプラットフォームのアメンタム<AMTM>は構成銘柄から除外される。

- ・TモバイルUS<TMUS>のCEOは、第4四半期の業績に対する事前警告を発表した。
- ・ゼネラル・モーターズ（GM）<GM>は、これまでに100億ドルを投資してきた傘下のクルーズ・オートメーションが手掛けるロボタクシー（無人タクシー）事業から撤退することを発表した。
- ・米医療保険・医療サービス大手、ユニテッドヘルス・グループ<UNH>の保険部門ユニテッドヘルスケアのブライアン・トンプソン最高経営責任者（CEO）殺害の容疑で、ルイジ・マンジョーネ容疑者が起訴された。

M&A（合併・買収）など

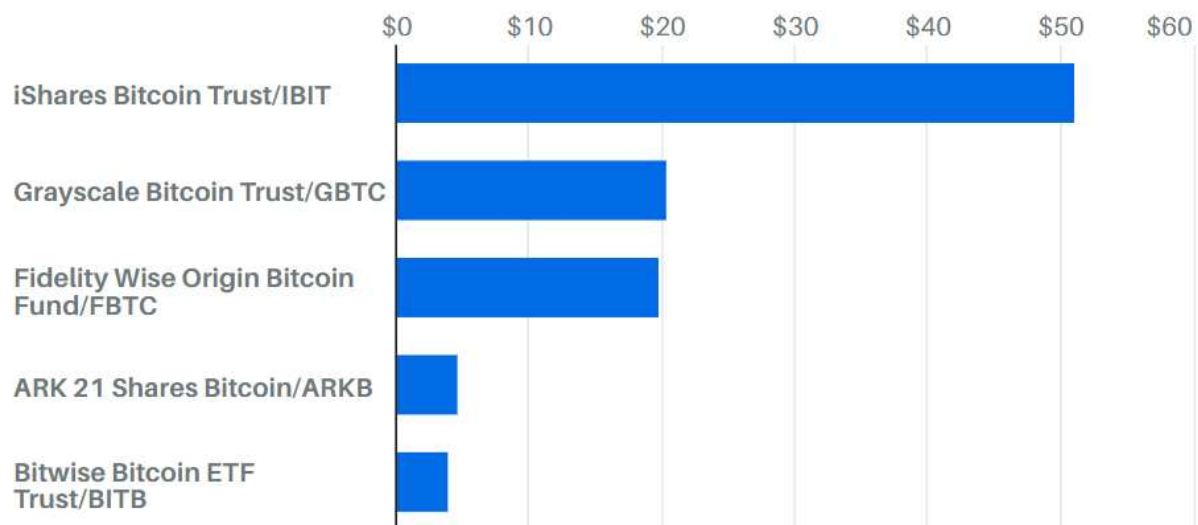
- ・広告事業大手のオムニコム・グループ<OMC>が広告代理店のインターパブリック・グループ<IPG>を130億ドルで買収することで合意した。
- ・アポロ・グローバル傘下の包装企業ノボレックス・ホールディングスは同業のパクチブ・エバークリール<PTVE>を負債含めて67億ドルで買収する。
- ・バイアウト投資会社GTCRは、保険仲介業者のアシュアドパートナーズを保険ブローカーのアーサー・J・ギャラガー<AJG>に135億ドルで売却した。
- ・アクティビストファンドのバリントン・キャピタルが百貨店大手メイシーズ<M>の株式を取得。
- ・ウォール・ストリート・ジャーナルは、薬局チェーンのウォルグリーンズ・ブーツ・アライアンス<WBA>がプライベート・エクイティ企業のシカモア・パートナーズに身売りする方向で交渉中であると報じた。
- ・連邦判事は大手スーパーマーケット・チェーンであるクローガー<KR>による同業アルバートソンズ<ACI>の買収を差し止める判決を下した。

今週の予定

The Trading Edge

Crypto may be riding high, but even among the top five Bitcoin ETFs, asset size declines dramatically.

Assets in Billions as of Dec. 10



Source: VettaFi

12月17日（火）：米国勢調査局（商務省）が11月の小売売上高を発表する。コンセンサス予想は、10月の前月比0.4%増に続き、同0.5%増の予想。自動車を除く売上高は10月の前月比0.1%増に続き0.4%

増。

12月18日（水）：18日には半導体大手のマイクロン・テクノロジー<MU>、19日には物流大手のフェデックス<FDX>とスポーツ用品大手のナイキ<NKE>が四半期決算を発表する。

米連邦公開市場委員会（FOMC）が金融政策を発表し、四半期ごとの経済見通し（SEP）を公表する。FOMCはフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を0.25%引き下げて4.25～4.5%とすることが大方の予想である。12月の会合に関する予想は明確とみられるが、2025年の見通しは不透明だ。市場は現在、年末までに0.5～0.75%の利下げを見込んでいる。

12月20日（金）：米商務省経済分析局が11月の個人消費支出（PCE）物価指数を発表する。エコノミストは、同指数の上昇率が10月の前年同月比2.3%から同2.5%になると予想する。食品価格とエネルギー価格を除いたコアPCEは10月の2.8%上昇に続き、2.9%の上昇が予想される。

統計と数字

38%：11月の米国株売買代金は前年同月比で38%増加し、2021年のミーム株熱狂時の水準に達した。

3120億ドル：11月の中国から米国への出荷額は、トランプ次期大統領就任後の関税引き上げ懸念により、パンデミック以降最高となった。

510億ドル：豪雨による世界の年間損失額は、自然災害による損失額全体の3分の1を超えると推定される。

110万：国際エネルギー機関（IEA）は、2025年の1日当たりの石油需要が2024年の84万バレルから110万バレルになると予想。

By Ian Salisbury
(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』 2024/12/15

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