

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/01/05

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 2025年のインカム投資対象ランキング - Best Income Ideas for 2025: Stocks, Bonds, and Everything in Between [カバーストーリー]
海外と米国の配当株やREITが上位 P.1
2. トランプ関税で最も大きな打撃を受ける業界は - Trump's Proposed Tariffs Could Cost U.S. Companies. [フィーチャー]
企業業績や株価に打撃となる可能性大 P.10
3. ポートフォリオのプロテクションは大きなコストを伴いかねない - Protecting Your Portfolio Can Come at a Steep Cost [フィーチャー]
退職者にとって大切な老後資産の安全な運用とは P.14
4. AIの波に乗るネットワーキング関連企業 - Networking Companies Ride the AI Wave. It Isn't Just Nvidia [フィーチャー]
AIデータセンターにおけるプロセッサ以外の必需品 P.16
5. 米国債のAAAは風前のともしび - U.S. Probably Will Lose Its Last Triple-A Credit Rating This Year [経済政策]
政治的二極化により有効な打開策は期待薄 P.20
6. サンタクロース・ラリーがなくても株式市場は問題なし - No Santa Claus Rally, No Problem for the Stock Market [米国株式市場]
企業業績などのファンダメンタルズに注目を P.23
7. 割高で脆弱なアップル株 - Apple Is Pricier and More Vulnerable Than Ever [コラム]
2025年は真価が試される年に P.25
8. イーロン・マスク氏によるオープンAI訴訟の行方 - Elon Musk and OpenAI's Sam Altman Are Battling in Court. [ハイテク]
判決次第ではAI業界地図が塗り替わる可能性も P.28
9. 大局重視のマネジャーをお探し？マクロファンドは一考の価値あり - Looking for Managers Who Focus on the Big Picture? Consider a Macro Fund. [ファンド]
マクロファンドによる分散投資で不安定なマクロ環境に対応 P.30
10. ハイテク株が再び市場を牽引へ - Tech Stocks Top the Indexes Again, With One Major Caveat [経済関連スケジュール]
規制緩和とAIブーム継続に期待 P.32

※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 © 2025 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. 2025年のインカム投資対象ランキング

[カバーストーリー]

Best Income Ideas for 2025: Stocks, Bonds, and Everything in Between

海外と米国の配当株やREITが上位

2025年もインカム投資の手段は多彩



Illustration by Daniel Liévano

2024年、債券は株式をアンダーパフォームしたが、インカム投資家は引き続きリターンを得る方法を見つけていた。2025年も同じことが言えるだろう。

昨年はある程度リスクを取った投資家が報われた。長期米国債のリターンは横ばいからマイナスで、地方債と高格付け債券全体の指数のリターンは2%近くだったが、ジャンク債、転換社債、優先証券のリターンは1桁台半ばから2桁台前半だった。

株式の中ではパイプライン運営会社が目立った。これは、パイプラインが、データセンターが必要とする電力を発電するための天然ガスを輸送しているからだ。公益電力会社も人工知能（AI）関連銘柄として好調で、23%上昇したS&P500指数と同等のパフォーマンスだった。幅広い銘柄から構成される上場投資信託（ETF）のバンガード米国高配当株式ETF<VYM>も、金融大手JPモルガン・チェース<JPM>や石油大手エクソンモービル<XOM>などの超大型配当株にけん引され、17%と悪くないリターンを上げた。

2025年も株式と債券から引き続き大きな利回りを得られるだろう。債券市場では、地方債から3～5%、ジャンク債から7%以上、優先証券から5～7%、転換社債から2%、さまざまな満期の米国債から4%超の利回りを得られる。これはプライベート・クレジットに見劣りするかもしれないが、プライベート・クレジットには投資が非常に集中しており、リターンも近年に及ばない可能性がある。

S&P500指数の配当利回りがわずか1.3%でも、投資家は幅広い株式から3%超の配当利回りを得られる。パイプライン運営会社は4～6%、不動産投資信託（REIT）と公益電力会社は3～4%、人気のない製薬会社は4%以上だ。通信セクターはS&P500指数の中で配当利回りが最も高いセクターの一つで、ベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>の配当利回りは6%を超える。

2025年のワイルドカードは米連邦準備制度理事会（FRB）だ。現在のフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標は4.25～4.5%で、投資家はあと2回、合計0.5%の利下げを予想している。しかし、景気とインフレの方向性によっては、利下げは3回以上になるかもしれないし、1回も行われえないかもしれない。

本誌は過去数年間、インカム資産として株式を選好しており、今年もその見解を維持する。海外株は往々にして配当利回りが4%以上に達しており、2025年には長年のアンダーパフォームを経てついに米国株をアウトパフォームする可能性がある。公益電力会社とエネルギーパイプライン運営会社も、2024年の大幅な上昇にもかかわらず、依然として魅力的だ。

2024年は中長期国債にとって厳しい年だったが、米国債も一考に値するかもしれない。ベンチマークの10年物米国債利回りは、2024年に0.5%ポイント以上上昇し、4.5%となった。米国のモーゲージ証券（MBS）は、利回りが6%近くで、過小評価されている優良な投資先だ。キャッシュも忘れてはならない。米財務省短期証券（Tビル、満期が1年以下の米国債）とマネーマーケットファンド（MMF）の利回りは依然として4%超で、3%近くのインフレ率を大幅に上回っている。

以下では例年通りに、2025年の魅力度が高い順に12のインカム投資セクターを紹介する。本誌は2024年に米国配当株、パイプライン運営会社、公益電力会社を上位、米国債を下位としており、実績は良好だ。ただし、海外株に対しては強気過ぎた。

参考資料

Where the Income Was

Last year's top income picks delivered, save for foreign dividend payers, which continue to disappoint.

2024 Rank	Income Sector	2024 Total Return
1	U.S. Dividend Stocks	17.6%
2	Foreign Dividend Stocks	-1.8
3	Energy Pipelines	22.7
4	Utilities	23.3
5	Telecoms	28.6
6	Convertible Bonds	10.1
7	Real Estate Investment Trusts	4.8
8	Mortgage Securities	1.3
9	Junk Bonds	8.0
10	Preferred Stocks	7.2
11	Municipal Bonds	1.3
12	Treasuries	-0.6

Note: Total returns are based on leading ETFs for each investment. Telecoms' return is the average of AT&T and Verizon Communications.

Source: Bloomberg

(資料)

参考資料

Looking Ahead

Stocks, including foreign and domestic, are likely to be better income bets this year than bonds.

Foreign Dividend Stocks	Recent Price	2024 Total Return	Yield
iShares International Select Dividend / IDV	\$27.38	4.1%	5.8%
Schwab International Dividend Equity / SCHY	23.12	-1.8	6.0
U.S. Dividend Stocks			
Vanguard High Dividend Yield / VYM	\$127.59	17.6%	3.0%
ProShares S&P 500 Dividend Aristocrats / NOBL	99.55	6.7	2.4
Real Estate Investment Trusts			
Vanguard Real Estate / VNQ	\$89.08	4.8%	3.6%
Cohen & Steers Quality Income Realty / RQI	12.24	8.1	7.8
Energy Pipelines			
Tortoise Energy Infrastructure / TYG	\$42.00	60.1%	10.5%
Alerian MLP / AMLP	48.16	22.7	7.7
Utilities			
Utilities Select Sector SPDR / XLU	\$75.69	23.3%	3.0%
Virtus Reaves Utilities / UTES	63.75	45.3	1.7
Mortgage Securities			
Simplify MBS / MTBA	\$49.69	2.0%	5.8%
DoubleLine Total Return Bond / DLTNX	8.67	2.9	5.6

(資料)

参考資料

Treasuries			
iShares 20+ Year Treasury Bond / TLT	\$87.33	-8.1%	4.7%
iShares 1-3 Year Treasury Bond / SHY	81.98	3.9	4.1
Junk Bonds			
iShares iBoxx \$ High Yield Corporate / HYG	\$78.65	8.0%	6.9%
T. Rowe Price U.S. High Yield / TUHXX	8.44	8.9	7.4
Convertible Bonds			
SPDR Bloomberg Convertible Securities / CWB	\$77.89	10.1%	2.0%
Columbia Convertible Securities / PACIX	21.74	9.5	2.0
Municipal Bonds			
iShares National Muni Bond / MUB	\$106.55	1.3%	3.4%
Vanguard Intermediate-Term Tax-Exempt / VWITX	13.57	1.7	3.3
Cash			
iShares 0-3 Month Treasury Bond / SGOV	\$100.32	5.3%	4.4%
SPDR Bloomberg 1-3 Month T-Bill / BIL	91.43	5.2	4.3
Preferred Stock			
iShares Preferred and Income Securities / PFF	\$31.44	7.2%	5.8%
First Trust Institutional Preferred Securities and Income / FPEI	18.70	10.9	5.6

Sources: Bloomberg, company reports

(資料)

1位：海外配当株

海外株は2024年もS&P500指数をアンダーパフォームしたが、投資家は2025年に海の向こうで大きな配当利回りを得られる可能性がある。米国以外の幅広い先進国の株価に連動するETFのiシェアーズMSCI EAFE ETF<EFA>でさえ、約3%の配当利回りを有する。

配当に重点を置いた海外株ETFは、それ以上の配当利回りを提供する。iシェアーズ・インターナショナル・セレクト配当ETF<IDV>とシュワブ海外配当株式ETF<SCHY>の配当利回りは6%ほどで、米国配当株ETFの約2倍だ。

英国は配当株が特に豊富だ。さらに、他の多くの国とは異なり、英国では配当が源泉徴収税の対象とされない。iシェアーズMSCI英国ETF<EWU>の配当利回りは4%超だ。英国の大企業の配当利回りは、石油大手シェル<SHEL.英>、金融大手HSBCホールディングス<HSBA.英>、製薬大手GSK（旧グラクソ・スミスクライン）<GSK.英>が4%、石油大手BP<BP.英>が6%である。英国に本社を置く総合鉱山会社リオ・ティント<RIO>は、鉄鉱石価格の低迷によって株価が52週安値まで下落し、配当利回りが6%となっている。

なお、米国以外の企業は、配当を支払う頻度が年1回か半年に1回であることが多く、配当額が米国企業の四半期配当ほど予測しやすすくない点には注意が必要だ。

2位：米国配当株

ほとんどのセクターがS&P500指数をアンダーパフォームした昨年が終わった現時点において、配当利回りが3%を超える米国株を探すのは難しくなっている。

市場を2年連続でアンダーパフォームしたヘルスケア株は魅力的に見える。製薬大手メルク<MRK>と医療機器・医薬品大手ジョンソン・エンド・ジョンソン（J&J）<JNJ>の配当利回りは3%超、製薬大手ファイザー<PFE>の配当利回りは6%超だ。エネルギー株は、12月に下落した結果、石油大手のエクソンモービルとシェブロン<CVX>の配当利回りがそれぞれ4%弱と4.5%になっている。クラフト・ハインツ<KHC>などの食品大手の配当利回りは4%以上だ。飲料大手ペプシコ<PEP>は、2年連続で株価が下落し、配当利回りが3.5%となっている。

配当に重点を置くミューチュアルファンドやETFは数多く存在する。その中でも、バンガード米国高配当株式ETFとシュワブ米国配当株式ETF<SCHD>は、どちらも配当利回りが3%を超える。

プロシェアーズS&P500配当貴族ETF<NOBL>は出遅れており、2024年のリターンはわずか7%だった。配当貴族ETFは25年以上にわたって増配している銘柄のリターンに連動する。このアプローチは歴史的に見ると利益を上げており、2025年に調子を取り戻す可能性がある。

3位：REIT

2024年は、表面的にはREITにとって厳しい年だった。バンガード不動産ETF<VNQ>の2024年のリターンはわずか4%にとどまったが、これは不動産セクター全体のリターンの大幅な乖離（かいり）を覆い隠している。

集合住宅REITは2桁台半ばのリターンを上げ、かつて人気だった物流施設REITは同程度に下落した。2024年のリターンが突出していたのは、SLグリーン・リアルティ<SLG>などのニューヨークのオフィスREITや、サイモン・プロパティ・グループ<SPG>などの商業施設REITだった。

2025年の状況は好ましく見える。REITの平均利回りは約4%で、調整後ファンズ・フロム・オペレーション（FFO）倍率は約22倍と過去平均並みだ。

コーヘン・アンド・スティアーズの上場不動産責任者、ジェイソン・ヤブロン氏は、好ましい需給ファンダメンタルズが2025年のREIT市場を下支えする見込みだと語る。建設コストの上昇は、不動産オーナーにとって賃料を上げる理由となっている。マイナス要因としては、不動産のキャップレート（実質的な利回り）の米国債利回りに対するスプレッドが比較的タイトであることが挙げられる。

コーヘン・アンド・スティアーズが2025年に選好するのはデータセンター、携帯電話の基地局、戸建て住宅、高齢者向け住宅で、いずれも需要に追い風が吹いている。クローズドエンド型ファンドのコーヘン・アンド・スティアーズ・クオリティ・インカム・リアルティ・ファンド<RQI>の配当利回りは8%だ。

4位：エネルギーパイプライン運営会社

電気がなければAIは存在しない。電力の大部分は天然ガスによって発電されており、その天然ガスはキンダー・モーガン<KMI>やウィリアムズ<WMB>などのパイプライン運営会社によって輸送されている。

このストーリーがパイプラインセクターを押し上げており、アレリアン・ミッドストリーム・エネルギー指数は昨年40%超上昇した。これは、天然ガスへのエクスポージャーがより小さいアレリアンMLP ETF<AMLPL>のリターンである20%の2倍である。

トータス・エコフィンのシニアポートフォリオマネジャー、ロブ・サメル氏は、5~7%の配当の伸びと高水準のバリュエーションへの回帰に支えられ、2025年のトータルリターンが12%超となる可能性があると予想している。株式の平均配当利回りは5%で、エナジー・トランスファー<ET>やエンタープライズ・プロダクツ・パートナーズ<EPD>などの高利回り銘柄は約6.5%だ。

電力需要の伸びに関するストーリーが定着しているため、パイプラインセクターはその他のエネルギー業界と総じて切り離されている。サメル氏は「バリュエーションは相対的にも絶対的にも魅力的な水準にある」と語る。クローズドエンド型ファンドのトータス・エナジー・インフラストラクチャー・ファンド<TYG>の配当利回りは、レバレッジなどにより10%となっている。

5位：公益電力会社

公益電力会社は退屈なセクターだったが、2024年に活気づいた。通常はディフェンシブな公益セレクト・セクターSPDR ETF<XLU>は、コンステレーション・エナジー<CEG>などの独立系発電事業者が巨大テクノロジー企業のデータセンターの膨大な電力需要による追い風を受けたため、S&P500指数とほぼ同等のリターンを上げた。

一部の公益電力会社も恩恵を受ける立場にある。リープズ・アセット・マネジメントのジェイ・レーム最高経営責任者（CEO）は「発電、送配電、天然ガスにアクセスすることが可能で、規制が企業に優しい地域に立地している、垂直統合された公益電力会社」を選好する。こうした企業にはエンタジー<ETR>、ナイソース<NI>、エクセル・エナジー<XEL>が含まれる。

それでも、ほとんどの公益電力会社は依然として悪くない配当を提供している。特に配当額が大きいサザン<SO>やデューク・エナジー<DUK>などの配当利回りは3.5%以上で、公益セレクト・セクターSPDR ETFの3%を上回る。

公益電力会社全体の2025年予想株価収益率（PER）は10%台後半だ。今後数年間の利益成長率は年5～7%で、データセンターへのエクスポージャーを有するエンタジーなどはそれを上回るとみられる。配当も同等のペースで増加する見込みだ。リスク許容度が比較的高い投資家には、バートス・リース・ユーティリティーズETF<UTES>がある。このETFは、昨年91%上昇したコンステレーションや、200%超上昇したビストラ<VST>などの独立系発電事業者に焦点を当てている。グロース株が中心なので、配当利回りはわずか1.7%だ。

6位：モーゲージ証券

モーゲージ証券は往々にして見過ごされているが、債券の質が高く、利回りが5～6%と魅力的だ。市場の大部分は、ジニーメイ（連邦政府抵当金庫）、ファニーメイ（連邦住宅抵当金庫）、フレディマック（連邦住宅貸付抵当公社）などが発行し、信用リスクがほとんどないエージェンシー・モーゲージ証券によって構成されている。

モーゲージ証券は、課税債券市場の中でも、米国債に対する利回りスプレッドが過去平均と比べて魅力的な数少ない分野の一つだ。シンプリファイ・アセット・マネジメントのマネジングパートナー、ハーレー・バスマン氏は、モーゲージ証券と米国債の利回りスプレッドは約1.25%ポイントで、高格付け社債の1%未満のスプレッドに比べると魅力的に見えると語る。

モーゲージ証券の個別銘柄のキャッシュフローは複雑で、個人投資家が扱うのは難しい。大手ファンドにはiシェアーズ米国MBS ETF<MBB>などがある。他の選択肢としては、高格付けの証券を保有するシンプリファイMBS ETF<MTBA>が挙げられる。利回りは約6%だ。

いわゆる非エージェンシー・モーゲージ証券の市場も大規模だ。こうした証券の信用力は、米国の住宅の大幅な値上がりによって向上している。運用資産額300億ドルのダブルライン・トータル・リターン・ボンド・ファンド<DBLTX>は、ベテランのMBSマネジャーであるジェフリー・ガンドラック氏が運用しており、利回りは約6%だ。

7位：米国債

米国債は2024年の債券市場でリターンがマイナスとなった数少ない分野の一つだ。これは2025年の投資家にとってプラスになる可能性がある。

長期米国債は昨年、特に大きな打撃を受けた。利回りが上昇し、債券価格が下落する中で、大手の米

国債ETFのリターンは8%のマイナスとなった。

幸いなことに、現在の国債利回りは良好で、長期債利回りは4.75%に近い。利回りが4%に低下した場合、長期米国債のリターンは20%となる可能性がある。さらに、利息は州税や地方税の対象にならない。リスクとしては、連邦政府の巨額の財政赤字や、インフレ率が上昇する可能性が挙げられる。しかし、米国債は、夜にぐっすり眠れる安心感や、2025年に景気が予想外に弱含んだ場合のヘッジを引き続き提供している。

投資家は米国債に直接投資することもできるが、低コストETFは手数料が低く、インカムを毎月提供し、流動性が高いという点で国債の代わりとして優れている。iシェアーズは、iシェアーズ米国債1-3年ETF<SHY>、iシェアーズ米国債7-10年ETF<IEF>、iシェアーズ米国債20年超ETF<TLT>などのETFを提供している。

8位：ジャンク債

ICEバンク・オブ・アメリカのハイイールド債指数に基づく、2024年のジャンク債のリターンは約8%と悪くなかった（2023年は13%）。景気に対する楽観的な見方、低いデフォルト（債務不履行）率、利回りに対する強い需要によって、ジャンク債の米国債に対する利回りスプレッドは過去20年間で最もタイトな水準に近い。現在のジャンク債の平均利回りは約7%だ。

ティー・ロウ・プライス米国ハイイールド・ファンド<TUHYX>のマネジャーであるケビン・ルーム氏は、「ファンダメンタルズ面の下支え」、特に低いデフォルト率と利回り重視の投資家の買いによって、米国債に対するタイトなスプレッド（現在は2.5〜3%）が続く可能性があると考えている。「タイトなスプレッドと限定的な値上がり余地」を踏まえると、今年のリターンの大部分は利回りによるものになるだろうと言う。ルーム氏は昨年と同様のリターンを予想している。

ジャンク債分野で最大のETFの一つで、運用資産額150億ドルのiシェアーズiBoxx米ドル建てハイイールド社債ETF<HYG>の利回りは約7%だ。最大の保有銘柄はケーブルテレビ会社チャーター・コミュニケーションズ<CHTR>の社債である。クローズドエンド型のジャンク・ローンおよびハイイールド・ローン・ファンドは、レバレッジなどによって利回りがより高くなっている。ブラックロック・コーポレート・ハイイールド・ファンド<HYT>やヌビーン・フローティング・レート・インカム・ファンド<JFR>は、利回りが9%を上回り、純資産価額（NAV）に近い価格で取引されている。

9位：転換社債

転換社債は株式と債券のハイブリッドだ。2024年のリターンは約10%で、中小型株指数と同等だった。特に目立ったのはビットコインの大口保有者であるソフトウェア会社マイクロストラテジー<MSTR>である。マイクロストラテジーは転換社債の最大の発行者で、市場の5%近くを占める。同社の株価は300%超上昇し、転換社債市場のリターンにとって最大のプラス要因となった。

ビーオブエー・セキュリティーズの転換社債戦略責任者、マイケル・ヤングワース氏は、2025年の転換社債市場のトータルリターンを7〜9%、発行額を約600億〜650億ドルと予想している。

ただし、転換社債の利回りはあまり高くない。この分野で最大のETFであるSPDRブルームバーグ転換

社債ETF<CWB>の利回りは約2%で、マイクロストラテジーは利回りがゼロの転換社債を発行している。つまり、リターンの大部分は原証券（株式）の値上がりによるものとなるだろう。

10位：地方債

地方債は税制上有利なため、依然として個人投資家に人気がある。しかし、すべての地方債が同じというわけではない。

トリプルA格で満期が10年以下の地方債は、米国債に対する利回りスプレッドが小さいため、連邦所得税率が最も高い階層の投資家以外にとっては魅力が乏しい。長期地方債市場にはより大きな価値のある銘柄が存在し、ロサンゼルス国際空港やニューヨーク・ニュージャージー港湾公社などの優良な発行体が利回り4〜4.5%の債券を発行している。

4兆ドル規模の地方債市場において、魅力的な分野の一つはハイイールドセクターだ。2024年のリターンは、運用資産額410億ドルのiシェアーズ国内地方債ETF<MUB>が2%未満だったのに対して、ファースト・イーグル・ハイイールド地方債ファンド<FEHIX>などのハイイールド地方債ファンドは2桁台だった。

リスク回避的な投資家にとっては、運用資産額770億ドル、利回り約3.3%のバンガード中期非課税ファンド<VWITX>の方が適しているだろう。

11位：キャッシュ

Tビルは余剰現金の投資先として優れており、MMFや譲渡性預金の代わりになる。Tビルはウォーレン・バフェット氏のお気に入りでもあり、バークシャー・ハサウェイ<BRK.B>はTビルを2000億ドル以上保有している。TビルはFRBが管理する短期金利の変化に連動し、現在の利回りは約4.25%である。

投資家は以前、2025年にTビルの利回りが急落すると予想していた。しかし、FRBは今後数カ月にわたって金利を維持する可能性があるため、Tビルの利回りは予想より長く高止まりするかもしれない。他の米国債と同様に、Tビルも米財務省のウェブサイトや証券会社から購入したり、流動性の高いETFを通じて投資したりすることができる。最も一般的なETFはiシェアーズ米国債0-3カ月ETF<SGOV>とSPDRブルームバーグ1-3カ月TビルETF<BIL>の2本で、どちらも利回りは4.4%だ。

12位：優先証券

2024年の長期米国債利回りの上昇を考えると、優先証券のパフォーマンスは良好だった。しかし、今年はそう簡単ではないかもしれない。

優先証券は通常、満期日が存在しないため、価格が超長期債のように変動することが多い。昨年の長期米国債利回りの上昇は市場にとって問題になるはずだったが、最大の優先証券専門ETFであるiシェアーズ優先株式&インカム証券ETF<PFF>は2024年に7%のリターンを上げた。

ビーオブエーのヤングワース氏は、新規発行の少なさが2024年の優先証券市場を下支えしたと指摘す

る。しかし、2025年は銀行が国際的な自己資本要件の緩和を受けて優先証券を発行し、需給が緩む可能性がある。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

2. トランプ関税で最も大きな打撃を受ける業界は Trump's Proposed Tariffs Could Cost U.S. Companies. 企業業績や株価に打撃となる可能性大

[フィーチャー]

すべて実施されれば1934年以来の高関税に



Zhang Jingang / Getty Images

トランプ次期大統領は、就任式当日（1月20日）の大統領令を皮切りに、数十年ぶりとなる大規模な関税改革を実施すると公約している。経済界は大統領選でトランプ氏をおおむね支持したが、この改革は多くの米国企業に多大な犠牲を強いる可能性がある。

選挙戦中、トランプ氏は中国からの輸入品に対する関税を60%に引き上げ、その他のすべての国からの輸入品には一律10%の関税を課すと公約していた。選挙後には、メキシコとカナダに25%の関税を課すつもりだと述べ、12月下旬に

は、欧州連合（EU）加盟国が米国産の石油やガスの購入を拡大し、米国の「膨大な」対EU貿易赤字を削減しなければ、EUに関税を課すと脅した。ワシントンのシンクタンク、タックス・ファンデーションの推計によれば、これらの関税がすべて導入された場合、輸入品の平均関税率は2.4%から17.7%に上昇し、大恐慌時の1934年以来で最高水準となる。

材料や部品の輸入依存度が高い企業（米国の大半の製造業が該当する）は特に大きな打撃を受ける可能性がある。コスト上昇分を消費者に転嫁できる企業もあるだろうが、インフレで数年にわたって家計が圧迫されており、転嫁が困難な企業もあるだろう。企業は、短期的にはサプライヤー契約の再交渉や、サプライチェーンの再編、発注前倒し、在庫積み増し、適用除外のためのロビー活動などを試みるだろうが、トランプ新関税の影響を長期的に回避するのは困難かもしれない。ムーディーズ・アナリティクスのチーフエコノミスト、マーク・ザンディ氏は「トランプ政権1期目の関税と同様に、経済的な影響は免れないだろう」と話す。

米税関・国境警備局（CBP）のデータによると、米国が2017年に徴収した関税は330億ドルだった。トランプ大統領が対中貿易戦争を始めた年である2018年の1月から2024年10月までの徴収額は約4860億ドルに上った。貿易や経済に関する調査会社トレード・パートナーシップ・ワールドワイドのマネージングディレクター、ダニエル・アンソニー氏の計算によれば、2018年以降に徴収された関税の半分以上は、トランプ政権1期目に実施された関税措置によるものだという。

現在と2018年以前とでは貿易環境や米国経済の状態が異なるため、新関税政策が与える影響も変わっ

てくる可能性がある。米国勢調査局のデータによると、米国の2023年の対中輸入額が4269億ドルと、2018年比で20.7%の減少となった一方で、メキシコからの輸入は4752億ドルと、2018年比で約38%の増加となった。2024年10月現在、メキシコからの輸入が米国の輸入の約16%を占めている。中国、メキシコおよびカナダはすでに、トランプ関税が実施された場合、米国からの輸入品に報復関税を課す考えを示唆している。

小売り業界の懸念

America's Top 3 Trading Partners

In 2023, Mexico surpassed China as the biggest exporter to the U.S.

Total export value to the U.S.



Source: The U.S. Census Bureau

新たな関税の影響は、業種や企業規模によって異なる可能性がある。サンフランシスコ連銀の2019年の調査によれば、小売り業界の場合、米国の耐久消費財支出の約23%、非耐久消費財支出の約19%が輸入品由来だ。小売り企業の側も貿易動向の変化に神経を尖らせている。企業情報プラットフォーム「アルファセンス」を使用した本誌の分析によれば、上場投資信託（ETF）のSPDR S&PリテールETF＜XRT＞の組み入れ銘柄78社のうち約30社が直近の四半期決算説明会で関税に言及している。1年前、言及した企業はゼロだったが、トランプ氏が選挙戦で、高率関税導入を公約して以降、急増した。

投資会社バイコフ・グループのローン・バイコフ最高経営責任者（CEO）は、新規関税の影響度合いは、企業側の影響軽減努力によって変わってくると話す。法律事務所グリーンバーグ・トラウリグの国際貿易弁護士ローラ・シーグル・ラビノウイツ氏によれば、1ドルショップや家電、美容品、玩具、家具の販売業者など、関税によって大きな影響を受ける可能性のある小売り企業は、調達先の変更や関税導入前の輸入など、影響を軽減する方法をすでに模索中だという。

小売り業界は、適用除外や適用範囲の縮小などを求め、ロビー活動を行う可能性が高い。玩具業界は玩具価格の高騰は市民の不評を買い、政治的に高くつくというキャンペーンが奏功し、トランプ政権1期目の関税をおおむね回避した。投資家はトランプ氏の最終的な決定や企業の影響軽減戦略の有効性を注視する必要がある。

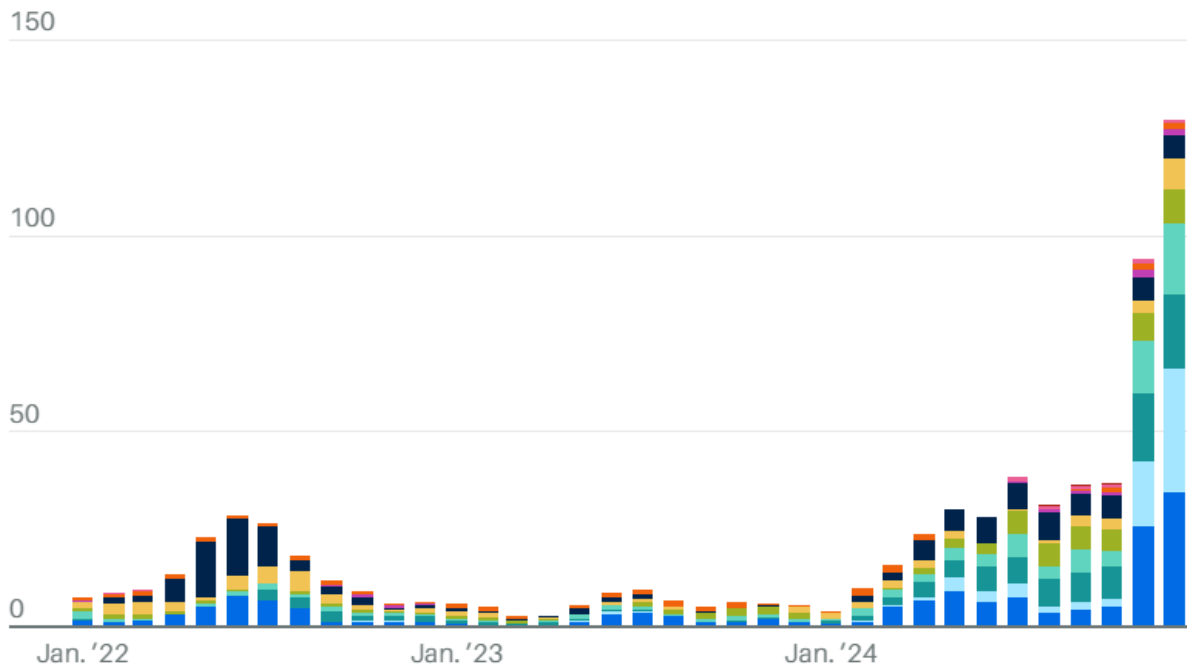
ハイテク業界

Tariff Talk

Mention of tariffs soared in recent company earnings calls, after President-elect Trump vowed on the campaign trail to impose steep tariffs on U.S. trading partners.

Number of mentions of "tariff" in company earnings calls

Industrials Healthcare Consumer Discretionary Information Technology Materials Consumer Staples Utilities Financials Energy Real Estate Communication Services



Note: Mentions based on Bloomberg's World Economic Analyzer.

Source: Apollo Global Management

ハイテク業界の場合、外国製部品のみが関税の対象となるため、影響度は製品によって大きく異なる。また、末端価格の大きな部分を、輸入業者の利益や、小売り、輸送、マーケティングといったサービスなど、米国内における付加価値が占めている。

粗利益率が高い企業は低い企業よりも関税による打撃を吸収しやすいだろう。米半導体大手エヌビディア<NVDA>は粗利益率が76%もあり、打撃は少ないだろう。一般的に中国からの輸入品に対する依存度が高く、利益率が低いコンピューターハードウェアメーカーは、より大きな打撃を受けるだろう。アップル<AAPL>の粗利益率は37%と消費者向けハードウェア企業としては高いが、末端価格に占める関税対象部分の割合がエヌビディアよりも高い。アップル製品は主として中国で生産されてお

り、米国での売上高の大半が関税の対象となる可能性がある。トランプ政権1期目では、ロビー活動によって関税適用除外を勝ち取っている。

マイクロソフト<MSFT>、アルファベット<GOOGL>のグーグル、アマゾン・ドット・コム<AMZN>のアマゾン・ウェブ・サービス（AWS）のクラウド事業、メタ<META>（旧フェイスブック）などのソフトウェア会社やサービスプロバイダーは基本的に輸出企業であり、米国の関税の影響を直接受けることはない。しかし、4社とも輸入テクノロジーをデータセンターの運営に使用しており、トランプ関税が実施されれば、コストが増加する可能性がある。2024年9月30日までの4四半期の設備投資は4社合計で約2000億ドルに上り、うち約60%を輸入機器が占めている。

小売りやハイテク以外の業界も関税導入で打撃を受けるだろう。アルミニウム、亜鉛、ニッケルを多く使用する製造業は、その大半が海外で生産されているため、特に影響を受けやすい。米国企業は、これらの原料をメキシコとカナダに大きく依存している。例えば、米国のアルミニウム生産量は国内需要のわずか12%にすぎない。建設業界、家電業界、医療機器業界の企業、さらには航空宇宙産業の企業も、より高い原材料コストに直面する可能性が高い。

自動車価格の上昇



CFOTO / Future Publishing / Getty Images

自動車業界では、米運輸省道路交通安全局（NHTSA）のデータによれば、米国で組み立てられている人気車種の部品のうち、約50～70%がカナダ製または米国製であり、残りがメキシコやその他の地域から輸入されている。自動車オンライン市場を運営するカーズ・ドット・コム<CARS>によれば、全自動車部品の約50%を輸入品が占めている。米国内で販売される自動車の約25%が米国外で組み立てられており、高率関税の対象となる可能性がある。

調査会社ウォルフ・リサーチのアナリスト、エマニュエル・ロスナー氏の計算によると、全てを合算した関税の影響額は輸入車1台当たり3000ドル、新車平均価格の約6%だ。これは、ウォール街の推計レンジの中央に位置する。以前、本誌は10%の一律関税導入で米国製の新車価格が4%か5%上昇し、カナダとメキシコからの輸入に対して25%の関税が導入された場合、約8%上昇すると推計している。

部品価格や材料価格の上昇は、特に追加関税コストの大部分を転嫁できない場合、米自動車メーカーの収益にも打撃を与える可能性がある。投資会社バーンスタインのアナリスト、ダニエル・ロスカ氏の推計によれば、カナダとメキシコからの輸入品に関税が導入された場合、営業利益はゼネラル・モーターズ<GM>が最大30%、ステランティス<STLA>が約20%、フォード<F>が約25%目減りする。

価格が上がれば、消費者の需要が減少する可能性がある。投資銀行ベアードのアナリスト、ルーク・ジャンク氏の推計では、カナダとメキシコからの輸入品に25%の関税が導入されれば、すでに軟化している米国の自動車需要をさらに押し下げ、最悪の場合、約110万台（約7%）の減少となる。

株価も下落

Top U.S. Imports

These are the key Imports from America's top trading partners.

Trade Partner Country	Proposed Tariff	Percent of Imports	Top Imports
Mexico	25%	15.6%	Passenger cars/trucks, vehicle parts, freight trucks, computers, crude oil
China	60%	13.5%	Telephones, computers, batteries, toys, videogame consoles
Canada	25%	12.9%	Crude oil, passenger cars/trucks, refined petroleum products, vehicle parts

Note: Percent of import values is based on the past 12 months as of October 2024.

Source: The U.S. Census Bureau

関税によって企業の利益や購買力が損なわれるだけでなく株価も下落することは歴史が証明している。ニューヨーク連銀の研究者が最近行った計算によると、2018年1月から2019年8月にかけて、関税措置が発表された11日間（11回の発表）の累計で米株式市場は11.5%下落した。時価総額にして4兆1000億ドルが失われた計算だ。

トランプ関税の規模と範囲はまだ分からない。しかし、歴史からも、米国企業の輸入に対する依存度の高さからも、多くの米国企業が厳しい時代を迎えると予想される。

By Megan Leonhardt
(Source: Dow Jones)

3. ポートフォリオのプロテクションは大きなコストを伴いかねない

[フィーチャー]

Protecting Your Portfolio Can Come at a Steep Cost
退職者にとって大切な老後資産の安全な運用とは

老後資産を守る「4%ルール」

2024年の株式市場は急騰したが、インフレ懸念や中東戦争など、さまざまな要因によって雲行きは怪しくなっている。市場暴落の影響をそれほど受けず、株価が上昇し続ける場合にはアップサイドの一部を享受できるようにポートフォリオを再編する方法はある。だが、そのためのコストは大きい。

既に資産を取り崩し始めている退職者にとって、将来のための貯蓄の保護は特に重要だ。生活費に充てるために下落した株を売る場合、ポートフォリオを以前の水準まで回復させることは難しいかもしれない。



Dreamstime

退職したファイナンシャルアドバイザーのウィリアム・ベンゲン氏は、「退職者にとって、バイ・アンド・ホールドの手法は意味がない。将来のための貯えは非常に重要だ。退職者は、資産を妥当な水準に維持するために、できる限りのことをしなければならない」と述べる。

ベンゲン氏は、いわゆる4%ルールを最初に明確にした人物だ。このルールは、株式と債券のポートフォリオを持つ退職者が、その資産を枯渇させることなく安全に使うことができる割合が年4%（毎年インフレ調整後）、というも

のだ。ベンゲン氏は、株式が45%から70%（残りは債券）を占めるポートフォリオのパフォーマンスを30年にわたり調査した結果、1990年代にこの経験則を思いついた。ベンゲン氏は後に、安全な取り崩し率を4.7%まで引き上げている。

だが現在77歳のベンゲン氏は、自身のポートフォリオにはやや異なるアプローチをとっている。保有ポートフォリオの株式の割合を決めるために、市場のバリュエーションなどを調べるリスク管理サービスに加入している。2022年には、ベンゲン氏のポートフォリオの株式の割合は10%まで下がった。現在、国内外の株式、コモディティ、貴金属、不動産投資信託と少額のビットコインがポートフォリオの37%を占め、残りの63%は米国の中期国債、短期債券ファンド、マネーマーケット投資信託、グローバル債券ファンドが占める。

ベンゲン氏は「私のポートフォリオはリスク管理サービスのアドバイスに基づいた戦術的で短期的なポジションだ。リスク管理サービスは市場環境がハイリスクだと感じており、私も同意せざるを得ない」と言う。

低リスク低リターン

低リスクのポートフォリオを考案する方法はいくつもある。「The Four Pillars of Investing」の第2版を出版したばかりであるマネーマネージャー兼金融著述家のウィリアム・バーンスタイン氏は、株式の割合がわずか25%のポートフォリオを考案してくれた。

ポートフォリオNo.1：米国株式15%、海外株式10%、1～3年物米財務省短期証券75%

ポートフォリオNo.2：米国株式15%、海外株式10%、米財務省短期証券と5年物米財務省中期証券、中期社債で75%

海外株式の保有は、国内市場の暴落からポートフォリオを守るのに役立つ。社債の所有は、バーンスタイン氏によれば、株式リスクを気に掛ける人にわずかなリスク・アンド・リターンを加える方法だという。より安全性を高めるためには、アップサイドの一部を放棄することになる。バーンスタイン氏は、これらの株式と債券の比率が25対75のポートフォリオは、長期的には、従来の60対40の比率のポートフォリオを少なくとも年に1%ポイント下回るだろうと見積もっている。

バーンスタイン氏は本誌宛ての電子メールで、「このようなポートフォリオの背後には厳しい真実が

ある。それは、神経質になるたびにポートフォリオのリスク低減を図るという考え方が投資規律の欠如を示しているということだ」と語る。「株式市場から得られる利益は、知覚されたリスクにおおよそ比例するため、株式から資金を引き揚げることによってリスクの増大に対処することは、適切なタイミングで間違ったことをすることになる場合がほとんどだ（いつもそうとは限らないが）。繰り返し行えば、長期的なリターンが損なわれることはほぼ確実だ」

ベンゲン氏も同意する。ポートフォリオの株式の割合を25%に永久にとどめていたら、4.7%の法則は必ずしも当てはまらないだろう。なぜなら、そのレベルの取り崩しを賄うのに十分な利益が得られないかもしれないからだ。

By Neal Templin
(Source: Dow Jones)

4. AIの波に乗るネットワーキング関連企業 Networking Companies Ride the AI Wave. It Isn't Just Nvidia AIデータセンターにおけるプロセッサ以外の必需品

[フィーチャー]

データセンター内部のネットワークが重要に



Getty Images

人工知能（AI）の能力を開放するためにはネットワークが必要で、ネットワークを提供する企業の株価は急騰している。AIシステムは、使われている半導体企業エヌビディア<NVDA>製プロセッサの数が数個から数千個に拡大するにつれて一段と賢くなった。最近公表された、イーロン・マスク氏設立のAI関連スタートアップのxAIが開発したスーパーコンピューターであるコロサスAIは10万個の画像処理半導体（GPU）を使用しており、100万個を使うシステムも設計段階にある。

エヌビディア製プロセッサは大規模AIシステムにおいて最も価値ある部品であり、エヌビディアは世界有数の時価総額を誇る企業となっている。しかし、単一のAIのタスクのために10万個のプロセッサを稼働させるには、プロセッサと同程度に最先端のネットワーク技術が必要となる。

エヌビディアのネットワーキング担当責任者であるギラッド・シャイナー氏は、AIのためのコンピューティングの基本的要素はプロセッサではなくデータセンターだと指摘する。そのため、AIデータセンターに対する多額の投資の中で、数千個のプロセッサを一つのコンピューターに統合するためのネットワーキング用の半導体、レーザーおよびスイッチに費やされる割合が上昇している。エヌビディアはネットワークインフラも提供しているが、他にも半導体大手のブロードコム<AVGO>、ネットワーク機器大手のシスコシステムズ<CSCO>、ネットワーク機器メーカーのアリスタ・ネットワークス<ANET>、半導体大手のマーベル・テクノロジー<MRVL>なども提供している。

シャイナー氏は、先端ネットワークがなければAIは進化できず、「データセンターの挙動を決定する

ネットワークが最も重要な要素である」と言う。

ブロードコムが、決算説明会でAIにおける機会拡大を詳細に説明したことを受けて、株価は12月に40%の急騰をみせた。ブロードコムの最高経営責任者（CEO）を務めるホック・タン氏によると、ネットワーク用半導体の支出が全半導体支出に占める割合はわずか5~10%であるという。しかしタン氏は、AIシステムの規模がプロセッサ数で50万個、または100万個に達するにつれて、データセンターの半導体予算に占めるネットワーク用半導体の割合が15~20%に上昇すると予想する。プロセッサの数が100万個を超えるデータセンターの建設には1000億ドルが必要となる。

投資家がAIにおける機会に目覚めたために、アリスタとマーベルの株価も2024年に大きく上昇した。AI関連ネットワーク銘柄は割安ではないが、AI業界の革命において今後も重要になる。

最大級のAIクラスターを構築する企業はハイパースケーラーと呼ばれ、アルファベット<GOOGL>のグーグル、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、メタ<META>（旧フェイスブック）、マイクロソフト<MSFT>が先導しており、法人向けソフトウェア大手オラクル<ORCL>、xAI、中国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>、中国のインターネット企業でTikTok（ティクトック）を運営するバイトダンスなどが僅差（きんさ）で続く。ハイパースケーラーによる設備投資は、2024年第3四半期には前年同期比で50%超増加して、年率換算では2000億ドルを超えた。ゴールドマン・サックスは、AI設備投資が2025年にさらに35~40%増加すると予想する。

近年のAIアーキテクチャーは二つの理由から拡大している。インテル<INTC>などのプロセッサは、回路微細化によって可能となる演算速度上昇の限界に近付いている。そして、グーグルやオープンAIなどの企業のコンピューター科学者は、トレーニングのための大量の素材間の関連を見出すことで、驚くべき成果を発揮するAIモデルを構築した。そのような大規模言語モデルの要素が数百万個、数十億個さらには数兆個に増加することで、そのシステムは言語翻訳、大学の課題作成、顧客サポート、抗がん剤の設計が可能となった。

しかしAIモデルのトレーニングは、数十億個のデータを計算し、その結果を新たな計算へ代入し、それを繰り返すという膨大な作業だ。エヌビディア製プロセッサがその計算を加速させられるとはいえ、負荷はエヌビディア製の数千個のプロセッサに分散され、数週間にわたる処理が必要となる。

AIデータセンターは、分散コンピューティングの課題に遅れずに付いていくために、二つのネットワークを備えている。フロントエンドのネットワークは、データを取り込み、システムのユーザーと対話する。新機軸はバックエンドのネットワークで、それは、すべてのAIプロセッサとメモリー半導体を他のすべてのプロセッサと接続する。ブロードコムでコアスイッチング事業を率いるラム・ベラガ氏はバックエンドのネットワークについて、「多くの小型プロセッサで構築されたスーパーコンピューターだ。すべてのプロセッサは、直接接続されているかのように、他のプロセッサと対話できなければならない」と言う。

AIのバックエンド・ネットワークは、広帯域のスイッチとネットワーク接続を必要とする。エヌビディア製のノードが一つ40万ドルもする状況でネットワークにおける遅延と混雑は多大な費用をもたらすことになる。稼働してないプロセッサがお金を浪費していることになるからだ。バックエンド・ネットワークは莫大（ばくだい）な量のデータを扱う。数千個のプロセッサが結果をやり取りする

際にそのネットワークで1秒間に流れるデータの量は、米国のインターネットのすべてのトラフィックの量に相当する。

ネットワーク技術の主導権争い

AI's Hidden Helpers

Firms that make everything from high-speed chips to routers are making artificial intelligence possible.

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (billion)	2025E Sales (billion)	2025E EPS	2025E P/E
Nvidia / NVDA	\$137.49	\$3,367	\$191.7	\$4.30	32.0
Broadcom / AVGO	235.58	1,104	62.8	6.56	35.9
Cisco Systems / CSCO	59.19	236	57.0	3.76	15.7
Arista Networks / ANET	111.45	140	8.3	2.45	45.5
Marvell Technology / MRVL	111.66	97	8.0	2.66	42.0
Coherent / COHR	94.84	15	5.9	3.71	25.6
Lumentum Holdings / LITE	83.84	6	1.8	2.63	31.9

Note: E=estimate

Sources: Bloomberg, FactSet

エヌビディアが、ネットワーク機器の最大のサプライヤーの一つになった理由はそこにある。ジェンスン・ファンCEOとその同僚は、AIの負荷が単一のコンピューターをしのぐことになると早い段階で認識していた。彼らは、科学用途のスーパーコンピューター用に開発され、ネットワーク機器メーカーであるメラノックスが提供するインフィニバンドの使用を開始した。インフィニバンドは、AIのバックエンド・ネットワークの標準となった。

エヌビディアはメラノックスを2020年に69億ドルで買収した。AI関連投資の大半は依然としてエヌビディア製半導体に費やされるが、バックエンド・ネットワークは非常に重要なため、エヌビディアのネットワークキング関連売上高も大きい。2024年7～9月期のネットワーク関連売上高は、20%増の31億ドルとなった。

とはいえ、インフィニバンドがAIネットワークにおける地位を確固たるものにする上での競争相手は、恐らくイーサネットだ。イーサネットは、AIのバックエンド以外の、インターネットを含むすべてのネットワークの標準となっている。イーサネットには、インフィニバンドのようなメモリーおよびトラフィックの管理ツールはないが、ウルトラ・イーサネットと呼ばれる最新版にはその機能が追加されている。ハイパースケーラーは、プロセッサの数が数億個に達するにつれて、イーサネットの性能がインフィニバンドを上回ると考えている。ネットワーク業界のある経営者は、「マイクロソフトを除くすべての大手企業はイーサネットへ移行済みだ。マイクロソフトでさえ、2025年夏までにはイーサネットへ移行するだろうと述べている」と語る。

エヌビディアはインフィニバンドで有名だが、イーサネット関連製品も販売している。xAIは、過去最大規模のコロサスのシステムで、エヌビディアのイーサネット製品を使用している。

イーサネットのバックエンド・ネットワークは、アリスタ・ネットワークスに多大な機会を提供している。アリスタは、ブロードコムの子会社を使ってスイッチを構築しており、過去2年間でAIデータセンターはアリスタにとって重要な事業分野となっている。

AIはアリスタのスイッチの競争相手であるシスコやネットワーク機器メーカーのジュニパー・ネットワークス<JNPR>（IT大手のヒューレット・パカード・エンタープライズ<HPE>に買収されることが決まっている）に売り上げをもたらしている。アナリストは、アリスタの2025年のAI関連売上高が10億ドルを超え、バックエンド・スイッチの市場規模が数年内に150億ドルに達すると予想している。大手ハイパースケーラー5社のうちの3社がアリスタのイーサネット・スイッチを使用しており、残る2社もテスト段階にある。アリスタのジェイシュリ・ウラルCEOは、「バックエンド・ネットワークの売り上げは、フロントエンド製品のさらなる受注も呼び込んでいる」と語る。

AIのスイッチに使用されるネットワーク用半導体は、AIプロセッサ半導体に匹敵するエンジニアリングの成果だ。シスコは自社製のスイッチ用半導体を製造しているが、その他のイーサネット・スイッチで使用される半導体の約80%はブロードコム製で、残りの20%は主にマーベル製だ。これらのスイッチ用半導体の速度は、1秒当たり51テラビットだ。それは、1人の人間が200日にわたってビデオを見た時に消費するデータ量に等しい。2025年にはスイッチの速度が2倍になる予定だ。

光接続へ

ネットワークでそれ以外に重要な要素は、コンピューティング・ノードとケーブルとの接続だ。プロセッサ数が増加するにつれて、接続の数はそれを上回るペースで増加する。2万5000個のプロセッサのシステムでは、7万5000の相互接続が必要で、100万個のプロセッサでは1000万の相互接続が必要になる。この接続の大半は、銅線経由ではなく光学製品経由で行われるだろう。AIの処理半導体は、汎用プロセッサの約10倍のスピードでデータを交換する。銅線は信頼性が高く、余計な電力を必要としないために好ましい媒体だ。現在のネットワーク速度であれば、5メートル以内の距離であれば十分に機能する。そのためハイパースケーラーは、各ラックや棚の中に可能な限りの数のプロセッサを詰め込んで、銅線の使用可能距離内でのシステムの大型化を試みてきた。

しかし、ネットワークの速度上昇に伴って、銅線の使用可能距離は短くなっている。そのため、システム拡張のためには、光学製品でそれぞれを接続してスケールアウトしなければならない。ベラガ氏は、「プロセッサが10万個を超えると、銅線では接続できず、光学製品で接続しなければならない

い」と言う。

バックエンドの現在の通信速度は毎秒400ギガビットで、それはビデオの1日半の視聴に相当する。ベラガ氏は、ネットワークの速度が2025年に800ギガビット、2026年には1.6テラビットに上昇すると言う。

エヌビディア、ブロードコムおよびマーベルは、光インターフェース製品を販売しており、マーベルは800ギガビットの相互接続で大幅にリードしている。レーザー関連企業のコヒレント<COHR>、光学およびフォトニック製品のルメンタム・ホールディングス<LITE>、光ファイバネットワーク製品のアプライド・オプトエレクトロニクス<AAOI>、中国の光トランシーバーメーカーの中際旭創<300308.深セン>やエオプトリンク・テクノロジー（成都新易盛通信技術）<300502.深セン>などの多くの企業が光接続用にレーザー部品を提供している。それらの企業は今後数年間に、AIデータセンター向けの供給で争うことになる。

光接続の機会は、AIデータセンターだけではない。それは、電力が十分でないことが理由だ。50万個のプロセッサを使うシステムは、少なくとも750メガワット（50万世帯分）の電力を必要とする。ベラガ氏は、プロセッサの数が100万個を超えればギガワット規模の電力が必要となり、データセンターを物理的に複数の拠点に構築しなければならないと言う。

マーベル、ルメンタムおよびコヒレントは9月に、300マイル（約480キロ）離れたデータセンターの光学接続を実証した。エヌビディアの次世代ネットワークは、離れた拠点全体で単一のAI負荷を実行する体制が整っている。

システムのプロセッサの数が増加するにつれて、AIのパフォーマンス改善が頭打ちになると懸念する投資家もいる。しかしファン氏は最近の電話会議で、10万個以上のシステムはエヌビディアの次世代半導体にとって当たり前だと述べ、そのような懸念を一蹴した。ベラガ氏はそれに関して満足しているとし、「ファン氏は、われわれすべてにとって偉大な機会を創出した」と述べた。

By Bill Alpert
(Source: Dow Jones)

5. 米国債のAAAは風前のともしび

[経済政策]

U.S. Probably Will Lose Its Last Triple-A Credit Rating This Year

政治的二極化により有効な打開策は期待薄

米国債格下げの歴史とさらなる悪化

大胆な新年の予想が数多く発表されているが、その中にないもので際立っているのは、恐らく最も単純なものだろう。すなわち、米国は最後に残った最上位の信用格付け「AAA」（トリプルA、ムーディーズ・インベスターズ・サービスの表記はAaa）の格付けを失うだろうということだ。

格付け会社S&Pグローバル・レーティング（S&P）はさかのぼること2011年8月、米国債の格付けをそれまでの「AAA」から「AA+（ダブルAプラス）」に格下げし、金融業界と政界に衝撃を与えた。米国債は常にリスクフリー投資のグローバル基準であり、現在もそうだ。しかし、S&Pは当時、「財政



Win McNamee/Getty Images

と経済の課題が山積する中、米国の政策決定と政治制度の有効性、安定性、予測可能性は弱まっている」と指摘した。

格付け会社フィッチ・レーティングスも2023年8月、米国債の信用格付けを「AAA」から「AA+」に格下げし、「財政と債務問題を含む過去20年間の米国のガバナンス基準の着実な悪化」を指摘した。

ムーディーズは依然として最高格付けの「Aa a」を維持しているが、2023年11月にアウト

ックを「ネガティブ」に引き下げた。ムーディーズは当時、「米国議会内の政治的二極化の継続は、歴代政権が債務返済能力の低下に歯止めをかけるための財政計画に対するコンセンサスを得られないリスクを高めている」とコメントしている。

それ以来、事態は悪化の一途をたどっている。連邦政府の負債総額は米国経済の規模を超えて急増している。その額は、ファシズムを打ち負かすためにどんな負債であっても大き過ぎることではないとして、第二次世界大戦に勝利するために背負った国内総生産（GDP）に対する負債のピークレベルに匹敵する。赤字は問題ではない、といううたい文句に説得されたのか、完全雇用で戦争も宣言されていない時代にもかかわらず、米国は2024年度に1兆8000億ドル、GDPの6%超の財政赤字を計上した。

超党派の米議会予算局（CBO）は、財政の単年度赤字は2020年代末までこの水準で続き、その後徐々に増えて2034年には2兆9000億ドルになると予測している。これは、2017年に成立した減税・雇用法（TCJA）が予定通り2025年末に失効すると仮定している。しかし、トランプ次期大統領は、第1次政権時代に成立させた主要な減税策の更新を優先課題としており、これによりCBOの試算を上回る4兆ドルの国家債務が追加されることになるだろう。

市場は既に格下げを織り込み済み

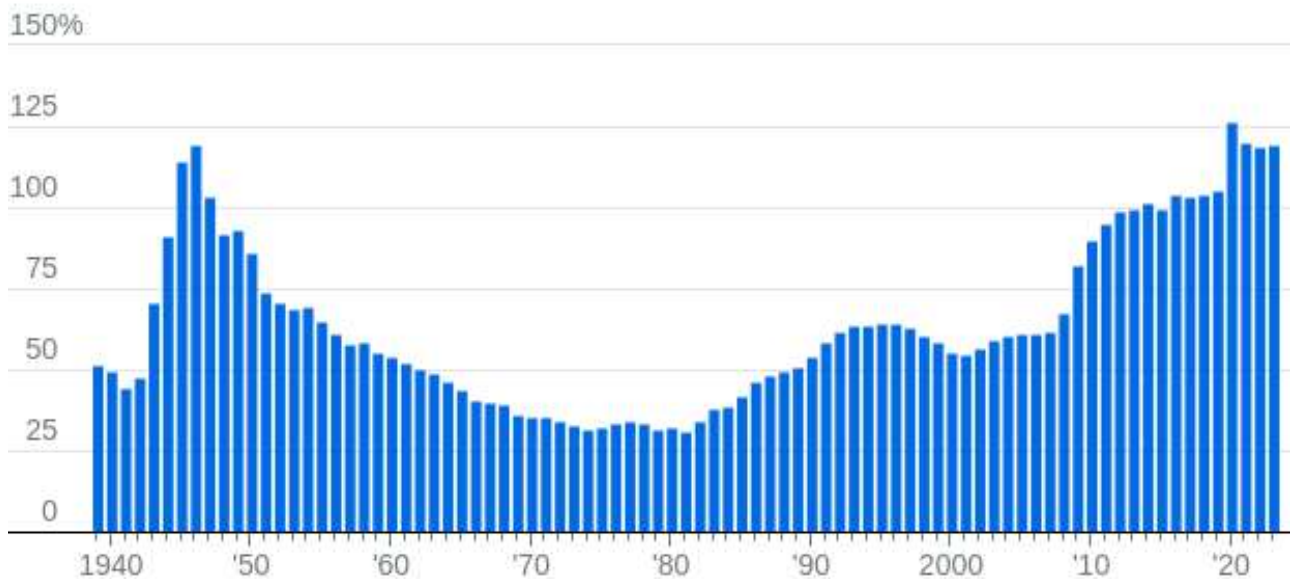
こうした状況にもかかわらず、米国債は信用格付けが最上位の「AAA」債券として扱われ続けている。しかし、抜け目のないマーケットウォッチャーには財政の緊迫した状態が明らかになりつつあるかのようだ。グランツ・インタレスト・レート・オブザーバーの編集者で元本誌記者のジム・グランツ氏は、米連邦準備制度理事会（FRB）が利下げをする中での長期債利回りの上昇、海外からの参加が少ない低調な一連の米国債入札、GDP成長率の鈍化を背景としたスタグフレーションのようなインフレと国債利回りの上昇、恐らく最も人気のない年限である20年債の入札失敗の可能性など、幾つかの赤信号を挙げている（最後に挙げた入札失敗は、格付け会社の動向よりもさらに大きな警告音＝クラクション＝となるだろう）。

S&Pやフィッチ、ムーディーズがどのような見解を示そうとも、米国政府の信用は既に市場によって格下げされている。カンバーランド・アドバイザーズの共同創立者で最高投資責任者（CIO）のデビッド・コトック氏は、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）市場で米国債のデフォルトを保証するコストが水面下で上昇していることを指摘している。金融危機が発生した2008年以降、米国政府の5年物CDSの価格は8.4ベーシスポイント（bp）から32bpに上昇した。コトック氏が昨年末にメモに書

Bigger Isn't Better

With a debt larger than its economy, and continuing to soar, how long can the U.S. hold on to its remaining triple-A credit rating?

Gross Federal Debt as % of GDP



Sources: Office of Budget and Management, St. Louis Fed

いた時点で、CDS価格の1bpの上昇は、28兆ドルの米国債が流通する市場に280億ドルの金利負担が追加されたことを意味する。

債券市場はまた、米国債を特別なものではないとみなしだしているのかもしれない。例えば、世界最大の民間企業であるアップル<AAPL>が先週発行した2033年5月満期の4.30%利付債だ。ブルームバーグのデータによれば、アップル債のS&Pによる格付けは米国債と同じ「AA+」だが、同年限の比較可能な米国債とのスプレッドは0.05%とごくわずかだ。

「AAA」維持の打開策を阻むもの

米国の債務負担に関するこのような警告を考えると、何が起きようとしているのだろうか。同僚のミーガン・レオンハートは、ペンシルベニア大学ウォートン校独自の予算モデル（PWBM）から、今後10年間で10兆ドルの財政赤字を削減し、2054年までに59兆ドルの純歳入を生み出すという計画を概説している。

しかし、その可能性は限りなく低い。下院は、マイク・ジョンソン氏（共和党、ルイジアナ州選出）が議長に再選されたばかりだが、219対215という僅差の選出で厳しい戦いを強いられており、少数の共和党員が反対票を投じる余裕はない。ジョンソン氏は12月、債務上限引き上げを含む政府運営を維持するための最初の継続決議案で、党内の少数の財政タカ派の反対により票を集めることができなかったことを思い出してほしい。造反した議員は、最終的な継続決議案が債務上限引き上げを行わずに支出を増やし過ぎることから、ジョンソン氏に不満を持っているのだ。

筆者が以前にも書いたように、財政赤字急増の主因は利払い費であり、これは軍事費を抜いて年間1兆ドルを超えている。ローゼンバーグ・リサーチのデビッド・ローゼンバーグ氏はさらに、メディケア

（高齢者向け医療保険制度）と社会保障費だけで総歳出の38%を占めていると指摘している。ローゼンバーグ氏は1月3日の顧客向けメモで、イーロン・マスク氏とビベク・ラマスワミ氏が率いる、いわゆる政府効率化省（DOGE）によって設定された2兆ドルの歳出予算削減は、米国の対外援助（歳出予算の1%未満）とヘルスケアの高額な運営費（米国政府ではなく、民間保険の官僚主義が原因）を対象としていると付け加えた。

政府債務の伸びを鈍化させる本気の対策が今のところないことを考えると、米国は「AAA」の格付けに値しない。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

6. サンタクロース・ラリーがなくても株式市場は問題なし

[米国株式市場]

No Santa Claus Rally, No Problem for the Stock Market
企業業績などのファンダメンタルズに注目を

サンタクロース・ラリーがなかった年末年始



Michael Nagle/Bloomberg

株式市場でサンタクロース・ラリーは見られなかった。しかし、投資家にとって2025年はがっかりするものとはならないはずだ。

確かにサンタクロースは来なかったようだ。元日の休場を挟んだ先週の株式市場では、S&P500指数が0.5%安の5942.47、ダウ工業株30種平均が0.6%安4万2732ドル13セントとなった。ナスダック総合指数は0.5%安の1万9621.68で引けた。サンタクロース・ラリーの期間と言われる7営業日（年末の5営業日と年始の2営業日）

で、S&P500指数は0.5%の下落で終わった。新

年の幕開けとしては歓迎されるものではなかったようだ。小型株のラッセル2000指数は、先週は1.1%高の2268.47で週末を迎えた。

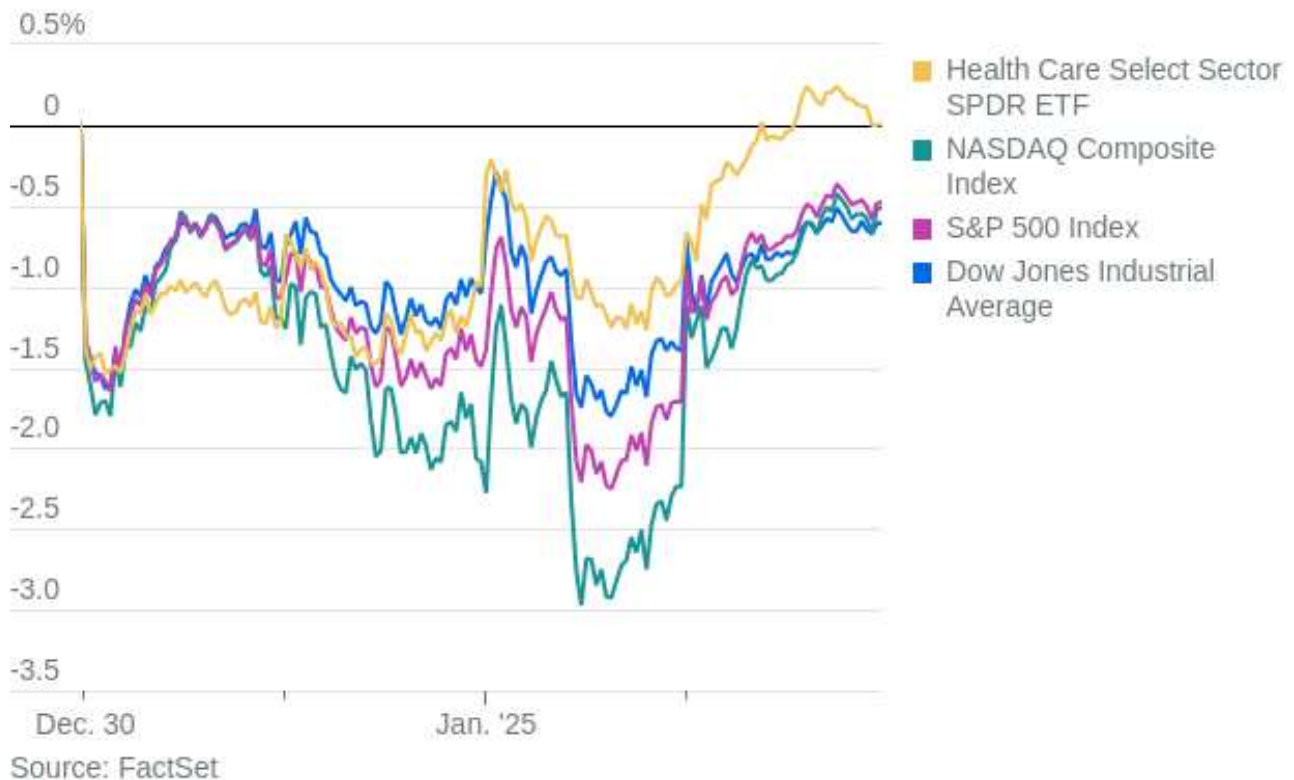
しかし、ウォール街は依然として楽観的だ。ファクトセットによると、ボトムアップによるS&P500指数のアナリスト目標のコンセンサスは6715で、2024年の終値より約14%高い水準だ。投資家は、経済と企業業績の好調が続くところに、トランプ次期政権と共和党主導の議会による減税、規制緩和、財政刺激策が加わると期待している。新たな関税や厳しい移民政策から高じるインフレの悪影響が、これらによって相殺されるとの期待感もある。

もちろん、米連邦準備制度理事会（FRB）からはそうした状況に対して言いたいことがあり、財政政策よりも大きな影響を与えるかもしれない。現時点でFRBは2025年にあと2回の利下げを行うと予想されているが、雇用市場を劇的に減速させない一方でインフレが再燃しないようにするというのは、まさに綱渡りだ。

今のところ、FRBはうまくやっているように見える。1月10日に発表される12月の雇用統計では非農業部門就業者数は16万人増加すると予想されており、11月の22万7000人の増加からは減速するが、悪くない数字だ。

新たなゴルディロックス・シナリオ？

Market Snapshot



ガベリ・ファンズでバリュー株部門の共同最高投資責任者（CIO）を務めるクリス・マランギ氏は最近のレポートで、堅調な雇用の増加は株式に対して「新たなゴルディロックス・シナリオ（経済が熱過ぎず冷た過ぎない状況）」をもたらす可能性があるとしている。マランギ氏は、このソフトランディング・シナリオにおいて、昨年秋に始まり年末に後退したバリュー株と小型株へのローテーションが再開するはずだとしている。

ただし、そうなる保証はないため、「マグニフィセント・セブン」（もしくは時価総額1兆ドルの新メンバーである半導体大手ブロードコム＜AVGO＞を加えた「グレート・エイト」）に固執することは理にかなっているかもしれない。なお、S&P500指数が2025年の予想利益に対して22倍弱の水準となっている理由の大部分は、これらの銘柄の高いバリュエーションにある。

一方、カタリスト・ファンズのCIOであるデービッド・ミラー氏は最近のレポートの中で、「トップ企業は利益の質が非常に高いため、株価収益率（PER）の平均はもっと高くなるはずだと考える十分な理由がある」と主張する。アップル＜AAPL＞、半導体大手のエヌビディア＜NVDA＞、マイクロソフト＜MSFT＞、アルファベット＜GOOGL＞、メタ＜META＞（旧フェイスブック）のような企業は「一貫して長期的な1株当たり利益（EPS）の成長を、非常に高い株主資本利益率（ROE）とともに実現している」と付け加えている。

決算発表では2025年の見通しにも注目

1月から2月上旬の間に、投資家はこれらの企業の業績がどの程度好調なのかを見極める必要がある。決算発表は1月6日からの週ではまだ本格化しないが、現時点でのコンセンサスでは2024年第4四半期は12%増益、2025年に関しては15%近い伸びになると予想されている。なお、カーター元大統領の喪に服するため、1月9日の株式市場は休場となる。

さらに言えば、大人の投資家はファンダメンタルズに注目すべきであり、薄商いの冬休み期間中に起きた出来事を気にするべきではない。S&P500指数は、2023年の最後の5営業日と2024年の最初の2営業日で約1%下落したが、それでも2024年の株価は急騰した。

結局、サンタクロースなんて誰が信じるのかという話だ。

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

7. 割高で脆弱なアップル株 Apple Is Pricier-and More Vulnerable-Than Ever 2025年は真価が試される年に

[コラム]

クック氏の下で時価総額が約3兆5000億ドル増加



Kimberly White/Corbis via Getty Images

2025年を迎えてリセットボタンが押され、行動の準備が整ったわれわれは、米国株式市場という広いキャンバスへの評価をどのように始めたらよいのだろうか。賢明な方法は、今のところ地球上で最も価値のある企業であるアップル<AAPL>から始めることだろう。

アップルの株価は2024年に30%上昇（S&P500指数の上昇率は23%）と、この規模の企業としては驚異的だった。ウェドブッシュのアナリスト、ダン・アイブス氏の強気な見解のおかげもあって、上昇のほとんどは年後半に起こった。

アップル株は史上最高値の260ドルから後退し、約250ドルで2024年を終えた。それでも時価総額は3兆8000億ドルを超え、上場企業として初めて4兆ドルに達する株価264.63ドルが射程圏内に入っている。

アップルが時価総額4兆ドルを間もなく、あるいは将来的に達成するかは別として、ティム・クック最高経営責任者（CEO）は株主にとってスーパーヒーローと言える。2011年8月24日にCEOに就任して以来、アップルの株価は約1785%上昇（S&P500指数は407%）し、時価総額は3兆4500億ドル増加した。クック氏が3兆4500億ドルの増加を指揮したということは、CEO就任時の時価総額は約3500億ドルで、スティーブ・ジョブズ氏の下でゼロから3500億ドルになったということだ。もちろん、ジョブズ氏がいないければアップルは存在しない。

それでも、ジョブズ氏がクック氏を抜てきしたことの意味は、iPhone（アイフォーン）を生み出したのと同じくらい大きい。3兆4500億ドルということは、現時点でクック氏はCEOの中で最大の時価総額を生み出したことになる。クック氏はCEOを約13年半務めており、その在任期間はジョブズ氏と実質的に同じである（ジョブズ氏は1985年に追放された後に復帰し、1997年に暫定CEO、2000年に正式なCEOに任命された）。

クック氏の退任時期と後継者問題

このことは、もう一つの明白な問題を提起している。クック氏がいつまでCEOを続け、誰が後を継ぐのかということだ。64歳のクック氏が本社ビル（あるいはアップルの宇宙船と言うべきか）を去る気配はなく、現在のような事業の不確実性を考慮すると、機能しているCEOがいる会社であれば、離職のための離職はほとんど意味をなさない。

とはいえ、クック氏もいつかは退職しなければならない。世界的なポップスターのデュア・リパのインタビューで、クック氏は「（次期CEOは）アップルの中から出てくることを強く望んでいる」と語った。その人物は、現在の経営幹部から選ばれる可能性が高く、エディ・キュー氏、クレイグ・フェデリギ氏、ジェフ・ウィリアムズ氏、グレッグ・ジョスウィアック氏、またはジョン・ターナス氏かもしれない。アップルの取締役会が社外から起用することもあり得るが、強固な企業文化と複雑さを考えるとその可能性は低いと思われる。

ここでアップルについて少し掘り下げてみたい。2024年9月期の売上高は3910億ドルで、小売り大手ウォルマート<WMT>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>に次いで米国第3位、世界第7位である。売上高の約51%にあたる2010億ドルはiPhoneによるもので、これは総合石油会社のシェブロン<CVX>よりも大きなビジネスだ。さらに、24%にあたる960億ドルがサービス部門（メディア・娯楽大手ウォルト・ディズニー<DIS>と同規模で、毎年10%以上の成長率）で、残りはMac（マック）、iPad（アイパッド）、ウェアラブルに分かれている。それぞれが単独でフォーチュン200企業に匹敵する規模だ。

純利益約940億ドルは、サウジアラビアの国営石油会社サウジアラムコ、グーグル親会社のアルファベット<GOOGL>に次いで世界第3位だ。アップルは650億ドル相当の現金と有価証券を保有している。そして過去12年間にわたり、自社株買いや配当を通じて9280億ドルの資本を株主に還元してきた。

中国関税リスクと二つの独禁法裁判

クック氏はアップルが中国でまだ成長する可能性があると感じているようだが、無数のリスクにさらされている。2024年度の大中華圏の売上高は全体の17%弱にあたる約660億ドルだったが、2023年度の720億ドルから減少した。中国経済の低迷と競争の激化が同地域での事業に影響している。アップルはその多くのハードウェアを中国で組み立てており、中国政府の政策変更に加え、トランプ次期大統領の関税政策の影響を受ける可能性がある。モルガン・スタンレーのアナリスト、エリック・ウッドリング氏は「アップルは2018年の中国関税の第1ラウンドと同様にアップル製品に対する除外措置を得る可能性が高い」との見解を示した。

また、アップルウォッチャーは、アップルとグーグルをそれぞれ被告とする、二つの連邦政府主導の

反トラスト法（独占禁止法）関連の裁判にも注目している。アップルを被告とする裁判では、司法省が、iPhoneのエコシステムが違法な独占状態にあると主張しているが、バンダービルト大学ロースクールのレベッカ・ホー・アレンスワース教授は「この裁判はアップルにとってリスクがある」としつつも「司法省が勝訴する可能性は低いが、アップルにとって無視できない問題である」と述べている。アレンスワース教授は、アップルに対する裁判は、アップルの基本戦略にリスクをもたらすものの、最も厳しい結果になる可能性は低いと説明する。

一方で、グーグルを被告とする独占禁止法違反の裁判については、戦略上のリスクは低いが、アップルにとって差し迫った課題となっている。グーグルの検索サービスが独占禁止法違反で訴えられているもので、現在は是正措置の段階にある。この裁判では、アップルとグーグル間で締結された契約によりグーグル検索をアップルのデバイスでデフォルト（標準）の検索エンジンとして設定する見返りとしてグーグルがアップルに対価を支払うとされており、司法省はこの契約の無効化を要求している。2022年の開示によれば、グーグルはこの契約に基づきアップルに対して年間およそ200億ドルを支払っており、この契約が無効化された場合、アップルの財務状況に影響を及ぼす可能性がある。このためアップルは、司法省とグーグル間のこの裁判への参加を管轄裁判所に申し立てた。

ウッドリング氏は、司法省の是正措置がアップルの業績に与える影響について、2027年の利益に関して4〜28%程度のマイナス要因となる可能性があると推定する。しかし、「現行の是正措置は弱められる可能性が高く、アップルへの財務的影響は限定的にとどまるだろう」との楽観的な見方を示している。

クック氏とトランプ氏の関係は最近良好であるとされるが、注目すべき不確定要素はイーロン・マスク氏だ。マスク氏には人工知能（AI）をはじめとする独自の技術的野望があり、トランプ氏から信頼を得て、意見や助言に耳を傾けてもらえる立場にある。現時点では、トランプ氏とマスク氏の思惑がアップルの事業に直接影響を与えている兆候は見られないが、先のことは分からない。

■ 株価予想：市場は概ね慎重姿勢、一方で超強気筋も

投資銀行ニーダムのアナリストであるローラ・マーティン氏は、「アップルのバリュエーション、価格決定力、競争優位性、参入障壁を評価する最善の方法は、1日5時間、22億台超のデバイスを使用する、世界で最も裕福な12億5000万人以上のユーザー基盤の観点から考えることだ」と述べている。しかし、ウォール街は全体としてアップルに対してそれほど強気ではない。その主な理由として挙げられるのはアップルのバリュエーションに関する懸念だ。ファクトセットによると、アップルを担当するアナリスト46人の平均目標株価は248ドルであり、現在の株価を数ポイント下回っている。

アップルの株価がどのように推移してきたかを振り返ると、2016年4月末の株価は23.44ドルで、配当利回りは2.2%、12カ月予想利益に基づく株価収益率（PER）は10倍だった。現在、株価は10倍超に上昇しており、配当利回りは0.4%、PERは37倍に達している。アップル株に対して懐疑的な投資家は、株価の高騰にばかり注目しているわけではない。新型iPhone 16に関して、既存のアップグレードサイクルを加速するだけの革新的な機能がないと指摘している。さらに、アップルがAIで後れを取っていることも問題視する。実際、アップルはAIの開発に取り組んでいるが、そのアプローチは、自社の製品、サービス、そして技術力を活用する形で進められている。懐疑的な意見の多くは、iPhoneの持つ力や、アップルの強力なサービス事業を過小評価しているようだ。

一方で、近頃はアップル強気筋でいることが勝利の戦略だったことも事実だ。ウェドブッシュのアイブス氏は、昨年12月に目標株価をウォール街で最高値の325ドルに引き上げた。アイブス氏は「アップルを嫌う人々は、いつまでもアップルを嫌い続ける」と強調し、「これはAI主導のスーパーサイクル（好景気）の始まりだ。世界中の15億台のiPhoneのうち、3億台が過去4年間で買い替えされていない」と指摘した。さらに、アイブス氏はアップルの時価総額についても楽観的な見通しを示し、「アップルの時価総額は4兆ドルどころではない。今から12～18カ月後には5兆ドルに達するだろう」と、5本指で示しながら強調した。

クック氏はアップルを魅力的な投資先として確立させた。その方法は「比類なき、徹底的な実行力」によってアップルを差別化した点にあり、これがアップルを地球上で最も「バリュー」のある企業へと押し上げる力となった。アップルは2025年も変わらず、クック氏がCEOを務める限り、頂点付近で君臨し続ける可能性が高い。

By Andy Serwer
(Source: Dow Jones)

8. イーロン・マスク氏によるオープンAI訴訟の行方 Elon Musk and OpenAI's Sam Altman Are Battling in Court. 判決次第ではAI業界地図が塗り替わる可能性も

[ハイテク]

昨日の友は今日の敵



Getty Images

電気自動車メーカーのテスラ＜TSLA＞の最高経営責任者（CEO）を務め、最近では人工知能（AI）開発企業のxAIを設立したイーロン・マスク氏と、AI開発を手掛けるオープンAIのCEOであるサム・アルトマン氏がカリフォルニア州の連邦裁判所で係争中だ。両氏はかつて友人同士でビジネスパートナーでもあったが、今ではライバル関係にある。個人的な敵がい心が、生成AIモデル開発の行方と、それを支える企業に影響を与える可能性がある。

オープンAIは、AI研究におけるグーグルの優位性をそぐことを目的とした非営利団体として出発し、独自の道を歩んできた。その設立に関わったアルトマン氏とマスク氏が特に恐れていたのが、現在はアルファベット＜GOOGL＞の一部門であるグーグルが汎用AI（AGI）を最初に開発することだった。オープンAIの憲章によると、AGIとは「経済的に最も価値の高い仕事で人間を超える能力を発揮する高度に自律的なシステム」である。さらに憲章には、「オープンAIはAGIの展開を通じて得たあらゆる影響力を行使して、AGIがすべての人の利益のために利用されるようにするとともに、人類に害を及ぼしたり権力を過度に集中させたりするAIやAGIの使用を防ぐことに注力する」とも書かれている。

だが、すぐに問題となったのがAIモデルの学習にかかるコストの高さだった。オープンAIの進路、資金調達、経営者としての役割を巡る意見の相違を受けて、マスク氏はオープンAIを去り、2018年にオ

オープンAIへの寄付を停止した。

目標を達成するために多額の資本を必要としていたオープンAIは2019年に独自の経営構造を導入した。これは、経営は引き続き非営利団体の取締役会に委ねる一方、その傘下に営利組織を設立するというものだ。投資家の利益の上限は当初出資額の100倍とされている。最初の出資者はマイクロソフト<MSFT>で、10億ドルを提供した後、2022年11月のチャットGPTのサービス開始を受けて2023年にさらに100億ドルを提供した。これはAzureと呼ばれるマイクロソフトのクラウドコンピューティングプラットフォームの使用のための投資だった。

2024年8月、マスク氏とxAIは、オープンAIによる営利組織の設立は憲章に違反しているとしてオープンAIとアルトマン氏を提訴した。マスク氏の弁護士は訴状で「アルトマン氏は他の被告と共謀し、AIがもたらす人類存亡の危機に関するマスク氏の人道的懸念につけこんでマスク氏を意図的に勧誘し、欺いた」と主張している。

■ オープンAIは経営体制を営利主導に切り替え

チャットGPTの運営とAI開発はお金がかかるため、オープンAIはマイクロソフトからの資金をあっという間に使い果たしてしまった。そのため2024年10月に66億ドルの資金調達ラウンドを再開した。しかしそれでは足りなかった。オープンAIは2024年12月下旬、より多くの資本が必要であり、それを成し遂げるには営利企業が経営を主導する体制を採用するしかないと表明した。オープンAIは無記名のブログ記事の中で、「大手企業は現在AI開発に数千億ドルを投資している。このことは、オープンAIがその使命を追求し続けるために実際に何が必要かを示している。投資家は当社を支援したいと考えているが、この規模の資金を調達するには伝統的な株式が必要で、より制約が少ないことも求められる」と述べている。

マスク氏はすぐさま、オープンAIの営利企業化とさらなる資金調達の阻止を求める修正動議を提出した。この動議の主張は、オープンAIはまず、本社を置くカリフォルニア州と法人登記がなされているデラウェア州の規制当局から新しい経営構造を承認される必要があるというものだ。マスク氏とxAIは他にも、1) オープンAIは投資家に対してオープンAIの競合相手に投資することはできないと伝えている、2) アルトマン氏は経営者の立場を利用して自己取引を行っている、3) オープンAIとマイクロソフトは違法な兼任重役制を敷いている、という3点を申し立てた。

オープンAIは規制当局への届出書類でこれらの疑惑を否定している。

■ 漁夫の利を得るのはグーグルか

オープンAIに対する疑惑が真実であると証明された場合でも、マスク氏が越えるべきハードルはまだ高い。マスク氏はオープンAIの行動から取り返しのつかない損害を受けたことを示さなければならない。動議の裏付けとなる証拠書類によると、「競合相手に投資することはできない」という主張の裏付けは、匿名のソースで構成されたニュース報道と、資金力のある投資家コミュニティの「常識」である。この動議では、投資が制限されることでオープンAIの競合相手による資本調達が困難になり、特にxAIに害を及ぼすと述べられている。

回復不能な損害に関するマスク氏の主張は、xAIが2024年12月に資金調達ラウンドを実施し、ファク

トセットによると総額170億ドル超の資金を集めたことで複雑化している。出資者は米半導体大手のエヌビディアの〈NVDA〉とアドバンスト・マイクロ・デバイシズ〈AMD〉、ベンチャーキャピタルのセコイア・キャピタルなどだ。一方、オープンAIは180億ドルを調達しており、その大半がマイクロソフトからの資金だが、2024年10月の資金調達ラウンドにはエヌビディアとセコイアも参加した。

裁判が決着するのは数カ月から数年先になる可能性があるが、マスク氏の差し止め請求をめぐる審理は1月14日に予定されている。オープンAIが勝てば資金調達を継続し、卓越した地位を維持する上での追い風を得ることができる。逆にマスク氏とxAIが勝てば、オープンAIの財政はひっ迫し、競合他社に追い抜かれる可能性がある。皮肉なことに、先頭を行くのはグーグルとなるかもしれない。

今のところ、投資家にできるのは訴訟の行方を見守ることだけだ。

By Adam Levine
(Source: Dow Jones)

9. 大局重視のマネジャーをお探し？マクロファンドは一考の価値あり Looking for Managers Who Focus on the Big Picture? Consider a Macro Fund. マクロファンドによる分散投資で不安定なマクロ環境に対応

[ファンド]

マクロファンドは選挙結果を懸念せず



Martin Bernetti / AFP / Getty Images

11月5日の米大統領選前、創業者名を冠したイートン・バンス・リチャード・バーンスタイン・オール・アセット・ストラテジー・ファンド〈EARAX〉のマネジャーであるリチャード・バーンスタイン氏は、懸念する顧客からの電話に対応していた。バーンスタイン氏は、結果に関わらず投資ポートフォリオを劇的に変更する考えはなく、9月に「Fade the Election（選挙を忘れよう）」と題した記事を発表し、懸念していないと説明していた。

その中でバーンスタイン氏は、S&P500指数は過去45年間、任期中の2008年に株価が暴落したジョージ・W・ブッシュ氏を例外として、すべての民主党・共和党大統領の下で年率2桁のリターンを達成していると指摘した。バーンスタイン氏は大局を無視するような人物ではない。多くのファンドマネジャーが個別企業を研究する自称ボトムアップ型の銘柄選定者なのに対し、バーンスタイン氏は、株式と債券の幅広いセクターと、経済がそれらに与える影響に重点を置いたトップダウンのマクロ経済分析を行っている。バーンスタイン氏は、金利水準、インフレ率、税制、景気刺激策、関税など、マクロ政策やトレンドが市場セクターに及ぼす長期的な影響を注視するが、1日の選挙結果に基づく短期的な取引には関心を示さない。

マクロファンドは何にどう投資するのか

Going Macro

Macro funds employ different strategies, but they can be useful diversifiers for traditional stock-and-bond portfolios. Here's how four of them have performed against two index funds.

Fund / Ticker	Morningstar Category	5-Year Return	Expense Ratio	5-Year Correlation to Market Indexes*	Volatility (Five Years)	2022 Return
BlackRock Tactical Opportunities / PCBAX	Macro Trading	5.2%	1.09%	1.2%	5.3%	5.8%
Campbell Systematic Macro / EBSIX	Macro Trading	9.8	1.75	9.0	9.6	30.9
Eaton Vance Richard Bernstein All Asset Strategy / EARAX**	Tactical Allocation	2.7	1.29	92.2	9.5	-14.9
Fulcrum Diversified Absolute Return / FARIX	Macro Trading	4.8	1.13	4.5	5.2	2.0
Index Fund / Ticker						
Vanguard 500 Index / VFFSX	Large Blend	14.8%	0.01%	100.0%	18.2%	-18.1%
Vanguard Total Bond Market Index / VTBSX	Intermediate Core Bond	-0.4	0.01	99.8	6.4	-13.1

Note: Five-year returns are annualized as of Dec. 27. Volatility and correlation metrics are as of Nov. 30. *Morningstar R2 correlations for Macro Trading funds are to the MSCI ACWI stock index, while Tactical Allocation funds are to a custom 60% stock/40% bond benchmark. **Eaton Vance Richard Bernstein All Asset Strategy doesn't short or bet against securities, so it is more correlated than the other funds

Source: Morningstar

現在、マクロトレーディングの分野でトップのファンドはキャンベル・システムティック・マクロ＜EBSIX＞である。過去3年と5年の年率換算の実績は、それぞれ12.3%と9.8%で、最高を記録している。長期的にはS&P500指数に後れを取っているが、マクロファンドは通常、伝統的な株式・債券ポートフォリオの分散投資として組み立てられており、コモディティーや通貨などの異なる資産クラスに投資するだけでなく、マクロ分析が下降を示唆した場合は、それら資産クラスをショートする、あるいは反対方向に賭ける能力を備えていることが多い。特筆すべきは、インフレ率と金利の上昇によりS&P500指数が18%下落した2022年に、キャンベル・ファンドは31%上昇したことだ。その役目を十分果たしたと言えるだろう。

キャンベル・ファンドの共同マネジャーであるケビン・コール氏は、キャンベル・ファンドはトレンド追随戦略と、より詳細なマクロ分析を組み合わせているとした上で、「トレンドとは、マクロのテーマをピックアップすることだと考えているが、資産クラスの過去の値動きを見て、それを基にマクロのテーマを特定するという反応的なやり方だ」と述べている。しかし、コール氏は同時に、ファンドの定量的モデルを用いて、「インフレが世界的にどのように進展しているかなど、特定のマクロテーマを中心に投資テーマを構築する」ことも試みている。コール氏によると、重要な違いは「これらのモデルは反応的というよりむしろ予測的になりがちである」ことだ。

バーンスタイン氏は足元の米国のマクロ環境は異例であるとした上で、「今、二つのことが同時に起こっているが、これは極めてまれなケースだ。米連邦準備制度理事会（FRB）は金利を引き下げており、利益サイクルの加速局面でも引き下げを続行する意向のようだ」と述べている。これは経済成長を加速させるはずであることから、バーンスタイン氏は資本財・サービス、素材、エネルギーなどの景気敏感セクター、および中・小型株を選好している。バーンスタイン氏はまた、国内製造業を優遇する「脱グローバル化」は、特に関税によって商品の輸入がより困難になり、第2次トランプ政権下でも続く長期的なトレンドと受け止めている。もう一つの長期的トレンドはインフレであり、関税はこれを悪化させる可能性がある。

マクロファンドによる分散投資の成功例

ブラックロック・タクティカル・オポチュニティーズ＜PCBAX＞のマネジャーであるトム・ベッカー氏は、米国の成長とインフレに関して同様の見通しを持っており、米国と欧州の債券と通貨に関する相対的なバリュー投資に注目している。債券価格は金利と逆方向に動き、中央銀行はインフレに対抗

する目的で金利を引き上げるため、ベッカー氏は「ドイツ債券と英国債をロングにしている。米国債とカナダ国債はショートだ。欧州の国債のリスク調整後のリターンを選好している。欧州ではインフレも成長も弱いとみている」と述べている。ブラックロックのファンドはS&P500指数をアウトパフォームしてはいないが、過去のリターンは株式との相関性をほとんど持たず、債券との相関性をマイナスにすることに成功しており、債券価格が下落するとファンド価格は上昇している。過去5年間で、人気の高い上場投資信託（ETF）のiシェアーズ・コア米国総合債券市場ETF<AGG>に代表される債券市場が2%（年率換算で0.3%）下落したのに対し、このファンドは29.2%（年率換算で5.2%）の累積リターンを上げた。

フルクラム・ダイバーシファイド・アブソリュート・リターン<FARAX>など、成功を収めている他のマクロファンドでも、分散投資、および「絶対リターン」と呼ばれるものを提供している。すなわち、株式市場を上回るのではなく、損失を出さないことに重点を置いている。フルクラムのマネジャーであるスハイル・シャイク氏は、「私たちは損失が出ても、1桁に収まるよう最善を尽くす。年間に損失が4%または5%を超えたことは一度もない。低ボラティリティー戦略で運用しながら、10%の損失を出したら一大事だ」と語る。このファンドの過去5年間のボラティリティーはS&P500指数の3分の1以下で、年率5%のリターンを達成している。

これらのファンドの目的を理解すれば、米国のマクロ環境が不安定になると予想される中で、分散投資として活用できるはずだ。

By Lewis Braham
(Source: Dow Jones)

10. ハイテク株が再び市場を牽引へ Tech Stocks Top the Indexes Again, With One Mag 7 Caveat 規制緩和とAIブーム継続に期待

[経済関連スケジュール]

ハイテク株が牽引した2024年

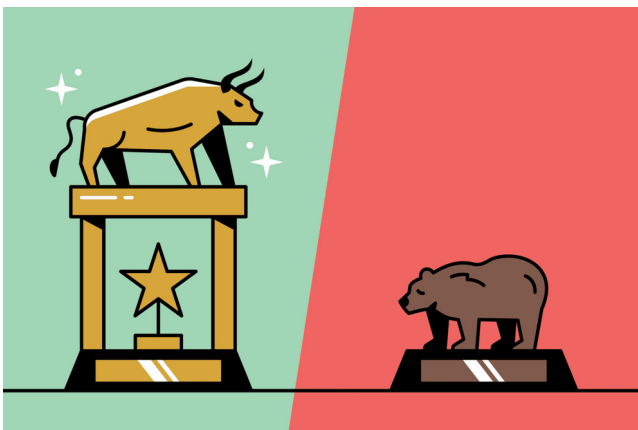


Illustration by Elias Stein

2024年に投資家は、混沌とした大統領選挙やインフレ、地政学的な対立といった波乱を乗り越えた。同様に米国の主要株価指数も大幅に上昇した。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は13%、S&P500指数は23%、ナスダック総合指数は29%上昇した。

2024年は、まさに人工知能（AI）の年で、AIがけん引しハイテク株、特にマグニフィセント・セブン（M7）と呼ばれる超大型7銘柄、アップル<AAPL>、米半導体大手エヌビディア<NVDA>、マイクロソフト<MSFT>、アル

ファベット<GOOGL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、メタ<META>（旧フェイスブック）、電気自動車（EV）大手のテスラ<TSLA>）が株価上昇を牽引した。ダウ・ジョーンズ・マーケット・データによれば、M7の株価は全体として65%上昇し、S&P500指数の時価総額増加分の約5

7%を占めた。素晴らしいパフォーマンスだが、それぞれ111%と65%だった2023年に比べると減速した。

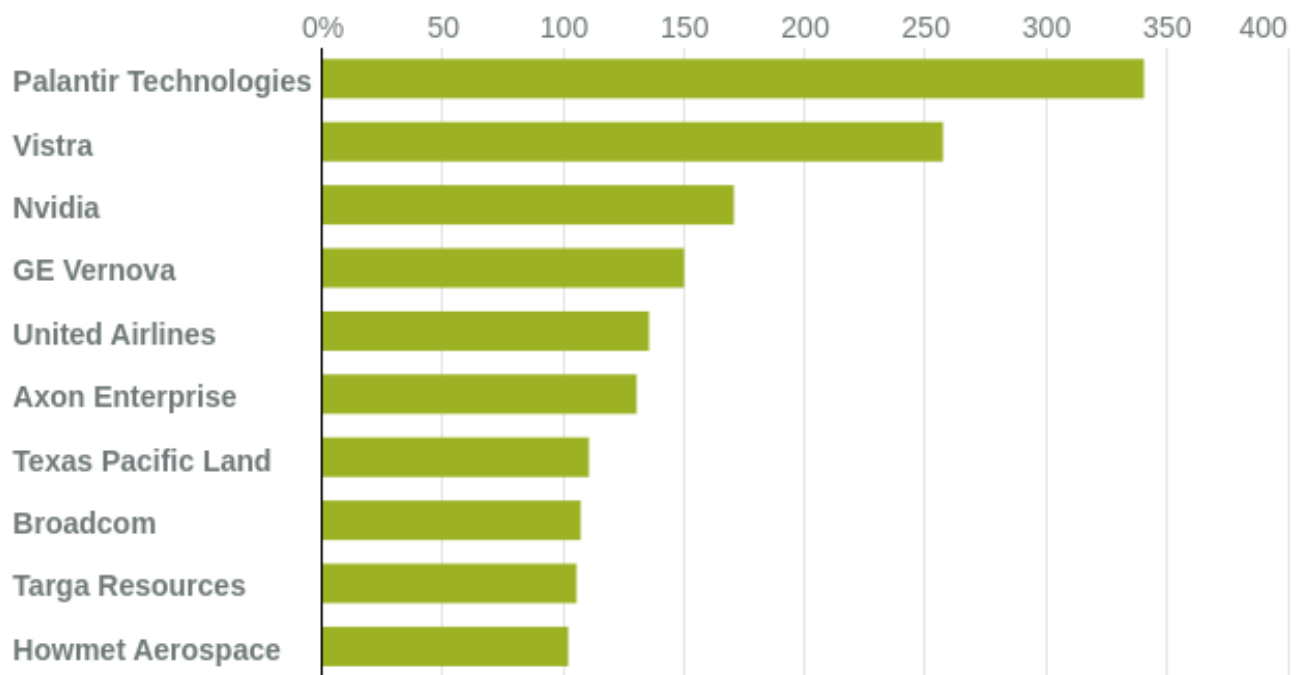
2024年の明るい話題は、AIブームに助けられて、防衛ソフトウェアのパランティア・テクノロジーズ<PLTR>や電力会社のビストラ<VST>など、M7以外の銘柄が好調だったこと、そしてエヌビディアが際立ったパフォーマンスを見せたことだ。一方で、米航空機大手ボーイング<BA>、半導体大手インテル<INTC>、スポーツ用品大手ナイキ<NKE>、薬局チェーンのウォルグリーン・ブーツ・アライアンス<WBA>といった名門企業の株価は大幅に下落した。

2025年はどうなるか。ウェッドブッシュのアナリスト、ダン・アイブズ氏は、トランプ政権下での規制緩和の動きやAIブームの継続を予想する。一方、投資調査会社22Vリサーチのデニス・デブッシュェール氏は、インフレが持続して雇用の伸びが止まった場合、M7のようなバリュエーションが高いハイテク株が低迷するリスクを懸念している。時間がたてば分かることだ。

先週の出来事

Top Winners

Palantir, Vistra, and Nvidia, all artificial-intelligence plays, led the S&P 500 in 2024.



Source: Bloomberg

株式市場

サンタクロース・ラリーは年末に勢いを失い、株式市場は2日まで下落を続けたものの、3日に反発した。1週間の動きでは、NYダウが0.6%、S&P500指数とナスダック総合指数がそれぞれ0.5%下落した。S&P500指数は2024年に23%上昇し、終値で最高値を57回更新した。また、2023～2024年の米国株式市場の2年間のパフォーマンスとしては、1997～1998年以来の最高となった。

企業動向

米連邦控訴裁判所は、米連邦通信委員会（FCC）が定めたネット中立性規則を無効とした。これによ

り、ブロードバンド提供業者がインターネットサービスを提供する際の裁量範囲を巡る議論が再燃した。米連邦預金保険公社（FDIC）は、大手資産運用会社ブラックロック＜BLK＞に対し、FDICの監督下にある銀行の株式を10%以上保有する場合、1月10日までに報告を開始するよう求めた。同業のバンガードは最近この要求を受け入れた。韓国の航空会社、済州航空が運航するボーイング737-800型機が胴体着陸に失敗し179人が死亡した。ウクライナが、ロシアから欧州への天然ガス輸送に関する契約を更新しなかった。テスラの年間世界納車台数が10数年ぶりに減少。デンマークの海運大手APモラー・マースク＜MAERSK.B＞は、米国での港湾労働者によるストライキの可能性を警告した。

M&A（合併・買収）など

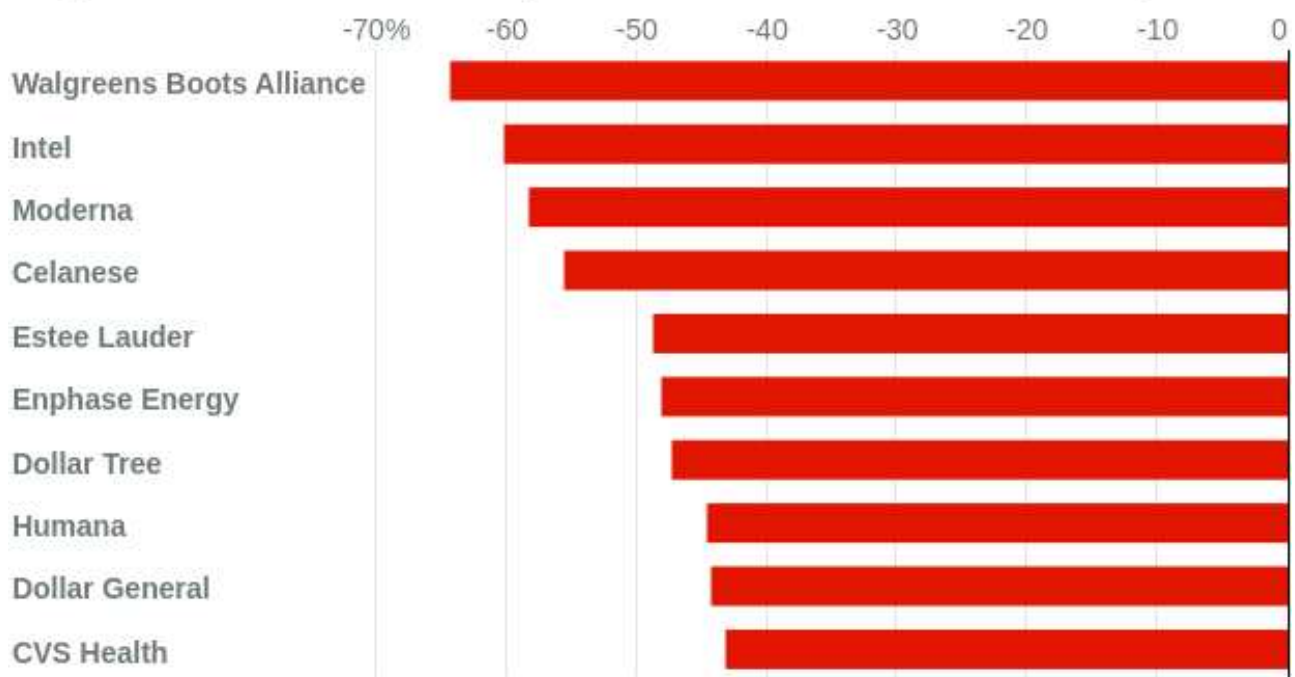
・バイデン大統領は、日本製鉄＜5401＞による米総合製鉄会社USスチール＜X＞を141億ドルで買収する計画を阻止した。

・中国のeコマース大手アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集团）＜BABA＞は、中国小売り大手サン・アート・リテールグループ＜6808.香港＞の支配株式を17億ドルで売却することに合意した。

■ マイルストーン

Biggest Losers

Walgreens Boots Alliance and Intel performed the worst on the S&P 500 last year.



Source: Bloomberg

アメリカ合衆国第39代大統領であり、ノーベル平和賞を受賞したジミー・カーター氏が、100歳で逝去。

米国の衛星放送およびケーブルテレビ放送局の旧HBOの創設者であり、ケーブルビジョン・システムズを通じてケーブルテレビ業界の先駆者だったチャールズ・ドーラン氏が、98歳で逝去。

■ 今週の予定

1月7日（火）

米労働省労働統計局（BLS）が雇用動態調査（JOLTS）を発表する。11月最終営業日時点の求人件数コンセンサス予想は780万件で10月とほぼ同水準。

1月8日（水）

米連邦公開市場委員会（FOMC）は、12月中旬に開催された金融政策会合の議事要旨を公開する。この会合では、クリーブランド連銀のベス・ハマック総裁が反対票を投じたものの、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を0.25%引き下げ、4.25～4.5%とする決定がなされた。

1月9日（木）

ニューヨーク証券取引所（NYSE）とナスダック証券取引所は、2024年末に亡くなったジミー・カーター元大統領の追悼のため休場。バイデン大統領は、1月9日を追悼の日とした。

1月10日（金）

BLSは、12月の雇用統計を発表する。11月に22万7000人増だった非農業部門就業者数の市場予想は15万3000人増。失業率の市場予想は4.2%で11月と同じ。

■ 統計と数字

460億ドル：2024年1～9月米国消費者向けクレジットカードの貸倒金額。2010年以来の最高水準。

11兆ドル：2024年11月末時点の上場投資信託（ETF）の総資産額。年初来で30%増加し、過去最高。

2%：2024年第3四半期の米国の生産性の前年比伸び率。5四半期連続で2%以上の伸び。

100億ドル：過去10年間に米証券取引委員会（SEC）が課した罰金の償却額。ウォール・ストリート・ジャーナル推計。

By Emily Dattilo
(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』 2025/01/05

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 © 2025 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます