

# バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/02/02

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. ディープシーク出現後、大型ハイテック銘柄の優勝劣敗の行方 - After DeepSeek: The Mag 7 Will Bend, Not Break [フィーチャー] P.1  
低コストAIがハードからソフトウェアへ勢力図の変化をもたらす
2. ダラー・ゼネラルはウォルマートに比べ割安 - Dollar General Is No Walmart. Buy the Stock Anyway. [注目銘柄] P.4  
確固たる強みを生かし、復活なるか
3. 「ディープシーク・ショック」に見舞われながら、多くが依然割高なエネルギー株 - DeepSeek Hit Energy Stocks Like Vistra. Many Are Still Pricey. [フィーチャー] P.7  
株価反発の可能性があるセクターも
4. 金融の心臓発作のリスクに対する処方箋 - The World Risks a 'Financial Heart Attack.' [インタビュー] P.10  
ブリッジウォーター・アソシエイツの創業者のレイ・ダリオ氏に聞く
5. AIと関税に揺れる株式市場 - Tariffs and AI and Bears, Oh My! The Market Can Take Only So Much. [米国株式市場] P.14  
市場はそんなに多くを消化できない
6. 強い米経済は当面株式市場に支えられる - The Strong Economy Can Thank the Stock Market. For Now. [経済政策] P.16  
問題はいつまで持続可能なのかだ
7. 「ディープシーク・ショック」は実はAI市場の急拡大を示唆 - DeepSeek Will Be Good for Big Tech, Even Nvidia [ハイテック] P.18  
推論プロセス効率化によるAI低コスト化の道筋が見えてきた
8. 荒唐無稽だが、リターン向上の可能性もある株式分割の候補5社 - It's Bananas, but Stock Splits Can Pay Off. Here Are 5 Likely Contenders. [投資戦略] P.20  
人気銘柄は株式分割でさらなる上昇を期待できるのか
9. 今年こそリセッションが起きる可能性がある - The Recession That Never Was Could Be Coming This Year [コラム] P.23  
誰もが浮かれている時こそ危険
10. バロンズ企画「2024年予想チャレンジ」結果発表 - Meet the Winner of Our 2024 Forecasting Quiz [経済関連スケジュール] P.25  
本誌恒例企画に読者約1400人が挑戦

※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、米バロンズ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. ディープシーク出現後、大型ハイテク銘柄の優勝劣敗の行方

[フィーチャー]

After DeepSeek: The Mag 7 Will Bend, Not Break

低コストAIがハードからソフトウェアへ勢力図の変化をもたらす

## ディープシークがM7の脅威に



Jeenah Moon / Bloomberg

いわゆる大手ハイテク銘柄のグループ、マグニフィセント・セブン（M7）はこの2年間、盤石（ばんじゃく）に見えた。しかし、ほんの数日前までウォール街が聞いたこともなかった中国の新興企業の登場により、1月最終週に時価総額18兆ドルに上る企業群が足をすくわれるとは何とも皮肉なことだ。それこそが最先端であることの威力であり、同時に脆弱（ぜいじゃくせい）性でもある。

中国の人工知能（AI）開発企業ディープシークが新たに発表したAIモデル「R1」の性能は世界

最高峰のモデルと遜色なく、訓練に要するコストやクラウドで運営するコストは低下しそうだ。R1に疑いの目を向ける理由は少なくない。何よりも中国政府がR1の開発および実装に補助金を出している可能性が高い点だ。しかし、ディープシークはモデルをオープンソース化しており、方法論を詳細に記載した2本のホワイトペーパーを発表しているため、米国やその同盟国のAI研究所はディープシークを複製しようと躍起だ。複製に成功すれば、AIにとって新たな低コスト構造の始まりとなるかもしれない。それが意味するのは、新規のデータセンター向けに多額の投資を行っている企業にとって大きな脅威となるということだ。

アマゾン・ドット・コム<AMZN>やマイクロソフト<MSFT>、グーグルの親会社アルファベット<GOOGL>、メタ<META>（旧フェイスブック）は過去12カ月間に前年同期比45%増の2120億ドルの設備投資を行ってきた。マイクロソフトは今年800億ドル、メタは600億～650億ドルの設備投資を予定している。以下で、ディープシークがM7にどのような影響を与えるかについて、本誌の分析を示す。

## アップル

アップル<AAPL>はAIの低コスト化による最大の受益者となるだろう。アップルは近年、AIインフラやクラウド・データセンター投資が大手の競合他社に比べて少なく、モデル開発でも出遅れているとたびたび非難されてきた。アップルが投資を抑制してきたことが、今では先見の明があったということになりそうだ。

アップルのティム・クック最高経営責任者（CEO）は、先月30日の決算発表のコンファレンスコールで、ディープシークについて、「効率性を促進するイノベーションは素晴らしいものだと思う。このモデルはそこがポイントだ。弊社が半導体チップ（ハードウェア）とソフトウェアをしっかりと統合していけば今後もうまく行くはずだ」と投資家に説明した。クック氏はアップルは理由があって設備投資には「慎重な」姿勢で臨んできたと言及し、自社の戦略を擁護（ようご）した。

ディープシークの最適化技術を米国のAIベンダーが複製できれば、小型でより効率的なモデルが登場して、アップルや他のハードウェア企業にはプラスに作用する可能性がある。スマートフォンやラップトップなどの身近なデバイスで作動する、より強力なモデルの開発時期は前倒しされることになるだろう。大規模言語モデルがiPhone（アイフォーン）上で完全に作動できれば、アップルにとっては勝利、大手のクラウド・プラットフォーマーにとっては敗北となる。

## アマゾン・ドット・コム

実際、ディープシークが力を付けてくると、最も脆弱（ぜいじゃく）に見えるのはクラウドだ。ローカル・サーバー上でモデルを稼働させることができれば、クラウドの利益率は低下する可能性がある。パブリック・クラウド企業のパイオニアで、今でもAWS（アマゾン・ウェブ・サービス）で市場をけん引するアマゾンにとっては大問題となる。

アマゾンの電子商取引事業では、安価なAIによってパーソナル化や推奨機能強化が見込まれることから恩恵を受けるだろう。しかし、投資家がこれまでアマゾン株を購入してきたのは、高成長、高利益率のクラウド事業があったからこそだ。クラウド外で安価なAIが利用できるとなれば脅威となる。アマゾンは6日に決算発表を控えているが、当然、ディープシークは決算発表のコンファレンスコールで話題のテーマとなるはずだ。

## エヌビディア

半導体大手エヌビディア<NVDA>ほど、AI相場の恩恵を受けた銘柄はない。そのエヌビディアが、M7の中でこの1週間、最大の打撃を受けたのは不思議ではない。株価は先月27日の月曜日に17%急落したが、週の後半にかけて下落分の一部を戻した。ディープシークの効率的なAIが突然登場したことで、エヌビディアの大きな強みである新世代高性能グラフィックス処理ユニット（GPU）「ブラックウエル（Blackwell）」が、逆に弱点になる可能性が浮上した。AI半導体はこれまで供給不足が続いていたが、供給過剰へと転じる可能性がある。エヌビディアは最近、72個のBlackwell GPUを組み合わせた、他に類を見ないAIコンピューティングパワーを持つAIサーバーシステム「GB200 NVL72」の出荷を開始したばかりだ。

しかし、エヌビディアに関しては、投資家は全体像を見失っていると言える。実際、AIにおけるコスト削減を促進する効率性の向上こそが、まさにエヌビディアが求めることであり、それが広範な採用を促進し、革新的なアプリケーションの実現を可能にするからだ。19世紀の経済学者ジェボンズのパラドックス（効率性の向上が需要の純増を生み出す）になぞらえ、この1週間、テクノロジー企業の幹部の多くが、テクノロジーの効率性向上は消費を減少させるのではなく、むしろ増加させる傾向があるとの見解を示している。

## テスラ

電気自動車（EV）大手のテスラ<TSLA>にとっても、ディープシークがプラス材料になる可能性がある。先週発表された決算は市場の予想を下回ったが、その内容から明らかなように、テスラはもはや単なる自動車会社とは見られていない。モルガン・スタンレーのアナリスト、アダム・ジョナス氏は、「2025年は投資家がエンボディドAI（ロボットなどの身体性を持つAI）の分野に引き続き注目

し、その価値を評価する年になるだろうと考えている。エンボディドAIの分野において、テスラはすでに大きな競争優位性を確立している」と記している。

未公開株式の取引を手掛けるレインメーカー証券のマネジングディレクター、グレッグ・マーティン氏は、テスラは主にAIを応用しているにすぎず、その開発を行っているわけではないと指摘している。AIの開発コストが下がる中、市場の注目は基盤モデルを開発する企業から、これを活用してアプリケーションを開発する企業へと移行する。テスラはその典型的な例であり、本質的には垂直統合型のアプリケーション開発者だ。垂直統合とは、可能な限り多くの工程を自社内で管理し、外部依存を減らすアプローチだ。このため、テスラはAI技術がより安価になることについて大きな懸念を抱くことはないだろう。

テスラは第4四半期の決算報告書で、2024年にAIコンピューターの処理能力が前年比で5倍超に達したと述べている。ただし、その飛躍的な成長は安価に実現されたわけではない。テスラは、工場や設備に113億ドル、研究開発（R&D）には45億ドルを費やしている。しかし、ディープシークのような新技術は、これらのコストを低減する可能性を秘めている。

## ■ マイクロソフト、アルファベット、メタ

マイクロソフト、グーグル、メタの3社は、AI競争における投資額では最大のアマゾンに次いで、多額の投資を行っている。しかし心配は無用だ。確かに、支出が多過ぎる可能性はあるが、それでもこれらの企業は最終的に勝者となるだろう。

マイクロソフトのクラウド部門は急成長を遂げており、前四半期の売上高は前年同期比19%増加している。またビジネスソフトウェア部門は依然として市場で主導的な地位を占め、売上高の42%、営業利益の53%を占めている。マイクロソフトのビジネスソフトウェア部門におけるAI戦略の目玉は、「365コパイロット」だ。これはワードやエクセルなどのオフィスソフト製品に年間360ドルで追加可能なサービスで、これまでコストが高過ぎたため、多くのユーザーにとって手が出しにくい存在であった。しかしAIのコスト構造が低減すれば、価格を大幅に引き下げられ、ユーザー数の増加とより迅速な収益化が見込まれる。

アルファベット傘下のグーグルのクラウド部門の売上高は、前四半期に前年同期比35%増加した。しかし、ディープシークのR1はクラウド部門に新たなリスクをもたらす可能性がある。一方で、グーグルの広告収入に依存するサービスは依然として売上高の75%を占めており、これらのサービスは恩恵を受けることになるだろう。検索機能は、自然言語による質問内容の理解、より関連性の高い検索結果、より優れたAIによる要約、広告ターゲティングの改善により、強化される可能性がある。さらに、動画投稿サイトYouTube（ユーチューブ）は、「Shorts（ショート）」機能を活用してより優れた動画フィードを提供し、よりパーソナライズされた広告ターゲティングを行える。安価なAIは、グーグルの全サービスにとって、メリットをもたらさだろう。

メタも同様の状況にあり、売上高のほとんどを広告から得ている。M7の中で唯一、AIデータセンターに多額の投資を行っているが、クラウドで貸し出すのではなく、自社でのみ使用している。そのため、潜在的な超過支出を相殺するためのレンタル収入がないことはリスクとして捉えられる。しかし、支出の規模にかかわらず、メタはより安価なAIを活用してエンゲージメントを高め、広告ターゲティングを強化できることになり、そうした戦略はメタにとってうまくいく可能性が高い。

By Tae Kim  
(Source: Dow Jones)

## 2. ダラー・ゼネラルはウォルマートに比べ割安 Dollar General Is No Walmart. Buy the Stock Anyway. 確固たる強みを生かし、復活するか

[注目銘柄]

### 低迷する株価とバリュエーション



Gabby Jones/Bloomberg

ディスカウントストア大手ダラー・ゼネラル<DG>は、自社とその株式にとって厳しい数年を経て、投資家との関係で地位回復を模索している。株価は今、割安のように見える。1ドルショップ市場のリーダーであるダラー・ゼネラルは、確かに苦境に陥っている。株価は2022年の高値から70%下落し、その期間で利益は半減した。ダラー・ゼネラルの直近2回の業績発表が予想を下回ったため、株価は過去6カ月間に大打撃を受けた。一方、ウォール街は、かつての小売業の人気企業が小売り大手のウォルマート<WMT>や他の低所得者向けの小売企業を

撃退できるかどうかについて懐疑的だ。

この見方は悲観的すぎるかもしれない。ダラー・ゼネラルは、低迷する株価や利益の一方、堅固なバランスシート、そして他の小売企業が追従できないような地方における明確な地位を有している。最高経営責任者（CEO）のトッド・バソス氏には、店舗改装、慎重な事業拡大、万引き削減への取り組みなど、業績改善計画がある。配当利回りは3.3%で、配当は利益で十分にカバーされている。投資運用会社ツェナ・インベストメント・マネジメントのシニア・リサーチ・アナリスト、ジョン・ロジャーズ氏は、「投資家のセンチメントを改善するために必要なことはほとんどない。明確に定義されたニッチ分野での優れたビジネスだ」と言う。

### ダラー・ゼネラルの強みと改善の兆し

ダラー・ゼネラルの再建は、他から見ればうらやましいポジションから始まる。ダラー・ゼネラルは、米国の地方における総合食料品店として確固たる地位を築いているのだ。テキサス州だけで1800店舗、フロリダ州を含む他の7州の約1000店舗など全米で2万店舗超を展開し、小売業者の中で最大の店舗数を誇る。そのうちの約80%は人口2万人未満の地域に出店している。

ダラー・ゼネラルの黄金期は2020～2022年で、政府の景気刺激策が低所得者層の顧客を増やし、ダラー・ゼネラルの1株当たり利益（EPS）は10ドル超、利益率は約9%だった。2022年のピーク時、ダラー・ゼネラルのバリュエーションはウォルマートと同程度だった。その後この2銘柄は大きく明暗が分かれ、ウォルマートの株価は2倍となり、2025年予想利益で株価収益率（PER）は35倍だ。時価総額160億ドルのダラー・ゼネラルのPERは13倍未満だ。

## Key Data

Dollar General (DG / NYSE)	Discount retailer
Headquarters	Goodlettsville, Tenn.
Recent Price	\$72.15
52-Week Change	-45.3%
Market Value (billion)	\$15.9
2025E Sales (billion)	\$40.6
2025E Net Income (billion)	\$1.3
2025E EPS	\$5.75
2025E P/E	12.5
Dividend Yield	3.3%

Note: E=estimate. Fiscal year ends in January.

Source: Bloomberg

特にダラー・ゼネラルが復活できるのであれば、このバリュエーションは悲観的過ぎるように思える。証券会社エドワード・ジョーンズのアナリスト、ブライアン・ヤーボロー氏は、復活の可能性を信じており、「われわれは、これを構造的問題であるともダラー・ゼネラルのビジネスモデルが破綻しているとも考えていない」と言う。しかし、やるべきことはたくさんある。ヤーボロー氏は、ダラー・ゼネラルの税引き前営業利益率は現在5%程度だが、6~6.5%まで回復し、2027年にはEPSが約8ドルとなる可能性があるともみている。その結果、株価は100ドルを超える可能性がある。アナリストは、2025年のEPSは3%増の5ドル90セントと予想している。ヤーボロー氏はまた、ダラー・ゼネラルは投資家のセンチメントを高めるために、既存店売上高を直近四半期の1%増を上回る2~4%で成長させる必要があると主張する。

ダラー・ゼネラルには、利益率を高めるための方法がたくさんある。ポジティブな傾向の一つに、「シュリンク」（万引きや従業員の窃盗による損失）の減少が挙げられる。ダラー・ゼネラルはセルフレジの利用を縮小したため、2019年以降利益率が推定1%ポイント低下したが、直近四半期ではシュリンクが改善した。

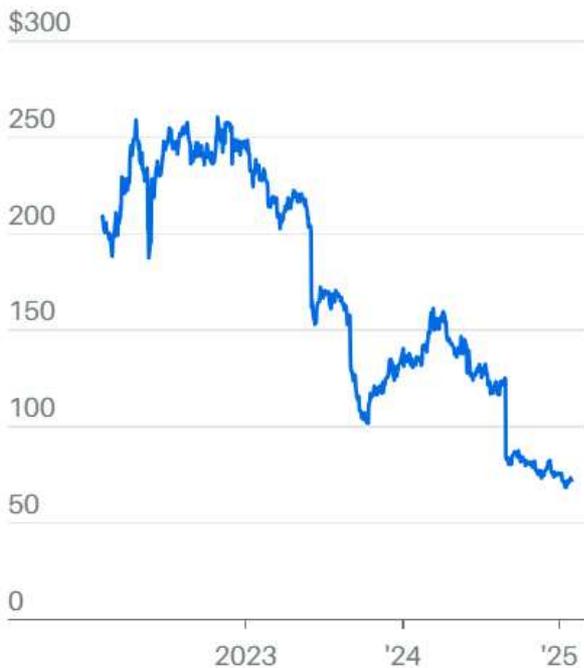
ダラー・ゼネラルは、ウォール街のアナリストや投資家にとってなじみの薄い顧客層についても熟知している。ダラー・ゼネラルは売上げの60%を世帯収入3万ドル以下の顧客から得ている。昨年9月に開催されたゴールドマン・サックスのカンファレンスで、バソス氏は投資家に、「われわれは恐らく、どの小売業者よりも低所得の消費者に近い存在だ」と語った。牛乳、卵、シリアル、ペーパータオル、スナックといった日常生活の基本的な消耗品が売上げの約80%を占めている。客単価は平均

で15~20ドル程度で、多くの客は封筒に入った現金を持ってやってくる。月末になると客は金欠になるため、売り上げはしばしば落ち込む。

## ウォルマートと共存しつつ、事業拡大の余地

### Dollar General

(DG / NYSE)



Source: FactSet

ダラー・ゼネラルにはウォルマート問題がある。ウォルマートのスーパーセンターは17万5000平方フィートの広さがあるのに対し、ダラー・ゼネラルの店舗は約8000平方フィートの小さな箱でしかない。品ぞろえ豊富な食料品店というよりは、セブンイレブンに近い。一つの懸念は、eコマースやカーブサイドピックアップ（店外で商品を受け取る）といったウォルマートのさまざまな取り組みが、より大きな脅威となることだ。

しかし、ウォルマートが成功したからといって、ダラー・ゼネラルが成功できないというわけではない。ダラー・ゼネラルは他の食料品店がするように、特売品を提供する。例えば、先週はケロッグのシリアル3箱が7ドルだった。ツェナのロジャーズ氏は、「ダラー・ゼネラルは、ウォルマートの5%以内に価格を抑えることを目標としている。ダラー・ゼネラルが成功するにはウォルマートと共存し、フルラインの食料品店やドラッグストアのフロントエンドから

シェアを奪うことだ」と言う。

ダラー・ゼネラルは、最寄りのウォルマートまで10マイル以上かかることもあることから、利便性をセールスポイントと考えている。これはガソリン代が3~4ドルかかることを意味し、少額の注文ではささいなことではない。パスス氏はまた、買い物客がダラー・ゼネラルを好む意外な理由も挙げている。ダラー・ゼネラルの顧客は、「大型店に行って、他のものを買いたくなるような気晴らしはしたくない」と言う。

そして、ダラー・ゼネラルのような会社は他にない。最も近い競合相手であるディスカウントストア大手ダラー・ツリー<DLTR>傘下のファミリー・ダラーは収益性が低く、本誌ラウンドテーブルのメンバーであるメルル・ウィトマー氏は最近、ダラー・ツリーはファミリー・ダラーを売却すべきだと述べた。ファミリー・ダラーは、人件費が高く、万引きが問題になりやすく、買い物客の選択肢が多い都市部で多く営業している。また、ダラー・ゼネラルが事業を拡大する余地もかなりある。ダラー・ゼネラルは新規出店と既存店の改装を重視しているため、現在自社株買いは行っていない。パスス氏は、ダラー・ゼネラルの成長が鈍化しているとはいえ、全米で約1万2000店舗を新規出店する「大きな成長機会」があるとみていると述べている。ダラー・ゼネラルは、2023年の約1000店舗の新規出店に対し、今年度は730店舗、来年度は575店舗の新規出店を計画している。店舗の多くは改装の恩恵を受ける可能性があり、ダラー・ゼネラルは来年2000店舗の全面改装を計画している。

バソス氏は、ダラー・ゼネラルは2桁台前半の年間利益成長率に回帰する可能性があると言うが、いつになるかは明言しない。2桁成長という評価は、今の株価に反映されていない。投資家が再びダラー・ゼネラルの株価に熱狂するには、それほど大きな改善は必要ないかもしれない。

By Andrew Bary  
(Source: Dow Jones)

### 3. 「ディープシーク・ショック」に見舞われながら、多くが依然割高なエネルギー [フィーチャー] 一株

DeepSeek Hit Energy Stocks Like Vistra. Many Are Still Pricy.  
株価反発の可能性のあるセクターも

#### 電力需要増加シナリオへの素朴な疑問



Wesley Lapointe/The Washington Post/Getty Images

中国の人工知能（AI）開発企業ディープシーク（深度求索）の登場で、「大量のエネルギーを使わずに高度なAIモデルを実行できるとしたら」という単純な疑問が提起され、AIブームに関連したエネルギー株は大幅に値を下げた。ディープシークはこの問いに対して十分な回答を提供してはいないし、モデルには不明な点が多く、一部の主張は誇張されている印象だ。しかし、こうした疑問が提起されたという、ただそれだけのことで、これまで当然視されてきた投資仮説に穴が開いた。

ウォール街では、AI向け半導体はますます高性能になるため、AIによる消費電力量も増加を続けるという見方がコンセンサスとなっていた。そうした予測に基づいて、発電所を所有する企業から天然ガス生産企業、送電線メーカーまで、さまざまな企業の株価が上昇した。しかし、1月27日、ディープシークがもたらす意味を投資家が把握し始めると、これらの取引はすべて巻き戻された。最も大きな打撃を受けたのが独立系発電事業者のコンステレーション・エナジー<CEG>、ビストラ<VST>、タレン・エナジー<TLN>だ。3社とも、1月27日に株価が20%超下落し、1月30日朝の時点で約半分しか戻していない。

投資銀行ジェフリーズのアナリスト、ジュリアン・ダムラン＝スミス氏は「独立系発電事業者や大半の総合公益事業に関する強気のストーリーは、すべてをデータセンターに依存している」と書いている。実際、ダムラン＝スミス氏の推計では、2030～2035年の電力需要の伸びの75%はデータセンターによる需要増加が前提となっており、「ディープシークのモデルはエネルギー効率および資本効率の面でより優れており、米国における大幅な電力需要予測に疑問を投げ掛けるものだ」という。

ハイテク企業との長期電力供給契約

## The Power Plunge

AI-related energy stocks fell this past week as DeepSeek raised questions about demand growth.

Company / Ticker	Recent Price	Price Change, Jan. 24-Jan. 30*	Market Value (billion)	2025E EV/Ebitda
Constellation Energy / CEG	\$304.11	-12.1%	\$95.8	20.4
EQT / EQT	51.77	-3.7	30.9	8.1
Expand Energy / EXE	103.86	-2.0	24.0	5.5
Kinder Morgan / KMI	28.04	-7.5	62.3	11.0
Talen Energy / TLN	222.05	-9.1	10.2	11.3
Vistra / VST	168.78	-11.8	57.4	13.0
Williams Cos. / WMB	56.58	-5.0	68.9	12.9

Note: \*Price change as of 11 a.m. on Jan. 30. E=estimate. EV/Ebitda=Enterprise value divided by earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization.

Source: Bloomberg

一見すると、株価が急落した現状は買い場到来のようにも見える。ディープシークの登場以降、ハイテク企業がAIデータセンター向け投資の削減を検討している兆候はこれまでのところ見られない。それどころか、メタ<META>（旧フェイスブック）のマーク・ザッカーバーグ最高経営責任者（CEO）は、マンハッタンのかんりの部分をカバーするほど大規模なデータセンターを建設していると語っている。モルガン・スタンレーの推計によれば、ハイテク企業は依然として今後2年間で6500億ドルに上る設備投資を計画しており、その多くがデータセンター向けだ。

しかし、先週の株価下落後でさえ、大半の電力株は明らかに割安な水準にはない。長期的な視点で見ればほとんど下落しておらず、すべての銘柄が年初来では上昇しており、この1年間で2倍になっている。コンステレーションの2025年予想株価／利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）倍率（こうした資本集約型事業で好まれるバリュエーション手法）は20倍と、市場全体の約16倍に比べてかなり割高であり、7倍のエネルギー株と比べるとさらに割高だ。ビストラは13倍、タレンは11倍だ。コンステレーションは競合他社よりも「クリーンで信頼性が高い」原子力発電所を多く所有しているため、企業価値が高いと考えられている。

電力会社はハイテク企業との間で市場水準を上回る価格で電力を供給する契約を幾つか締結している。コンステレーションは、マイクロソフト<MSFT>との契約（アナリストによれば、かなりの高価格）に基づき、スリーマイル島の原子炉さえも再稼働させる。これら電力会社のバリュエーションは、より多くの電力をこうした市場水準を上回る価格で販売できることを前提としている。ダムラン

＝スミス氏のコンステレーションの目標株価（現在の株価をわずかながら下回る水準）は、原子力発電の75%について市場価格を上回る契約を締結できる公算が大きいという前提に基づいている。

コンステレーションやその同業者はこうした契約をさらに締結する可能性があるが、「おいしい商売」の分け前にあずかろうとする他の電力供給業者からの競争の激化にも直面している。先週、米石油大手のシェブロン<CVX>、複合企業ゼネラル・エレクトリック（GE）<GE>からのスピノフ（分離・独立）で誕生した電力設備メーカーGEベルノバ<GEV>、および投資会社のエンジン・ナンバーワンが、データセンターに電力を直接供給するように設計された専用の発電所を、2027年以降、全米に展開する計画だと発表した。合計でフィラデルフィア市の消費電力量を上回る4ギガワット（GW）相当の発電能力を有する天然ガス発電所を建設する予定。規制を受けている公益企業もハイテク企業と特別な契約を締結している。例えば、メタのマンハッタン規模のデータセンターは、ルイジアナ州の公益企業エンタジー<ETR>が電力を供給する。

## ■ 株価反発の可能性ある銘柄

ディープシークのニュースを受けて株価が下落したエネルギー株の中には、近い将来反発する可能性が高いものもある。天然ガスを生産するEQT<EQT>やエクスパンド・エナジー<EXE>、パイプライン企業のウィリアムズ・カンパニーズ<WMB>やキンダー・モーガン<KMI>などは、データセンターからの電力需要で恩恵を受けると予想されていたため、ディープシークのニュースを受けて株価が下落したが、反発の可能性ありと考える理由がある。

ジェフリーズのアナリスト、ロイド・バーン氏の予測によれば、天然ガスの2025～2030年の需要増加のうち14%はデータセンターに関連したものだが、他にも重要な需要増加要因があるため、データセンター需要がしぼんでも、堅調な業績を維持できる。バーン氏の計算では需要増の61%を液化天然ガスの輸出が占めるため、「天然ガスセクターの中長期的なマクロファンダメンタルズは全体として影響を受けない」という。

天然ガスパイプラインも幾つかの要因により今後需要増加が予想される。株式調査会社CFRAのアナリスト、スチュワート・グリックマン氏は、ディープシークのニュースを受けた株価急落は、特にデータセンター向けの電力需要増加が2025年と2026年に発生すると予測されていたわけではなかったことを踏まえれば、「やや過剰な反応」だと話す。グリックマン氏は、ウィリアムズ・カンパニーズの株価が直近の56ドルから62ドルに、キンダー・モーガンの株価が直近の28ドルから34ドルに上昇する可能性があるともみている。

By Avi Salzman  
(Source: Dow Jones)

## 4. 金融の心臓発作のリスクに対する処方箋

[インタビュー]

The World Risks a 'Financial Heart Attack.'

ブリッジウォーター・アソシエーツの創業者のレイ・ダリオ氏に聞く

## 高水準の債務を懸念



VICTOR J. BLUE/BLOOMBERG

ブリッジウォーター・アソシエーツの創業者であるレイ・ダリオ氏は、米国を含む債務が多い諸国の債務危機を回避するタイミングは今だと言う。真剣な対応ができなければ金利が大幅に上昇するリスクにさらされ、高金利は株式、不動産および経済に打撃を与えることになる。

ダリオ氏は、世界最大のヘッジファンドへ成長させたブリッジウォーターを2022年に辞した。ダリオ氏の警告は、昨年の世界の債務が推定で102兆ドルに達した中で発せられている。ちなみに、米国と中国が世界最大の債務国だ。世界の債務水準を背景にエコノミストは、経済成長への影響や金融市場の安定性を懸念している。米国を含め、財政赤字を拡大する可能性のある大衆迎合主義的な政府が相次いで登場しているため、そのような懸念に対する関心は高まって

いる。

ダリオ氏は、世界のマクロ投資家として債務市場に長年にわたって携わってきており、過去100年間における35回の債務危機の調査を終えたばかりで、債務を非常に懸念する一派に属している。ダリオ氏は出版予定の『How Countries Go Broke (国家はいかにして破綻するのか)』において、深刻な債務危機を見つけるためのひな型と、中央銀行関係者、財務省および金融関係の高官や債務危機回避をもくろむ人々向けに、すべきことのリストを提示している。

大半の投資家は、経済の浮沈に伴う短期的な債務サイクルに親しみがあるが、ダリオ氏は、「債務の大きなサイクル」はあまり理解されていない、と言う。ダリオ氏はそれを、一般的には九つのステージから成る債務危機で終わる小さい債務サイクルの頂点であると説明する。

ダリオ氏は著書で、各ステージと共に、政府が投資家による債券の投資意欲が減退した際に買い戻せる以上の債券を発行するなどの危険信号の概要を述べている。別の危険信号は、政府の歳入が債務返済に足りないため、中央銀行が貨幣発行を余儀なくされることである。その場合、一般的には、債務再編、通貨切り下げ、特別な税金の導入、資本規制などによる債務削減を強いられる。

本誌は1月17日に、ダリオ氏に電話でインタビューした。内容は、米国と中国に関する懸念の理由、醸成されつつある債務危機に市場が気づき始めるタイミング、中国の政策決定者が中国の回復において日本を参考にすべき理由、投資家が保有すべき投資対象と回避すべきものについてである。

本誌：米国の債務の状況を、それほど懸念している理由は。

ダリオ氏：米国債券市場は、すべての資産クラスおよび市場の前提条件を設定しているために極めて重要だ。クレジットの流れを、人体に栄養を供給する血液の流れのようなものと考えてほしい。クレジットは債務を生み出し、債務は血管における動脈硬化巣のようなものを形成する。それは成長し、債務返済によって政府の他の歳出がクラウドディングアウトされるようになる。

一層悪いことに、財政赤字補填（ほてん）のための新規債券発行に加えて既存の債券が売却されるとすれば、それは大変な不均衡をもたらして、経済における心臓発作のようなものを引き起こす。そうなれば、債務はデフォルト状態となるか、貨幣が発行されて経済に流れ込んで貨幣価値を引き下げることになる。債務の状況に今対応すれば悪い状況は回避できるが、放置すれば回避できなくなる。

Q：債券や市場全般にとって、良い話ではない。政府はいつ対処するだろうか。

A：動脈硬化巣に例えれば、債務や債務返済が他の歳出を締め出すほどに増えるか、投資家がそれを見越して債券を売却するようになれば、心臓発作が起こる。いつそうなるかを正確には言えないが、金融の心臓発作に先行するリスク指標から判断するに、リスクは高まっている。

## 債務を削減すべき

Q：注視すべき重要な指標は。

A：債務返済が、他の歳出をどのように締め出すかは予測可能だ。超党派の米議会予算局（CBO）の数字を使った場合、トランプ減税が終了すれば財政赤字の対国内総生産（GDP）比は約6%だが、延長されれば約7.5%になる。

いずれにせよ、経済が良好な環境でも多過ぎる債務につながり、その債券は国外に販売されなければならぬ。国外では、投資家の債券に対する配分は非常に高く、外国人投資家は米国債保有に対する懸念を高めている。債券供給が一因だが、世界には紛争や制裁もある。債務を横ばいに維持するためには、政府は財政赤字をGDP比3%まで減少させる必要がある。大統領と両党は、ゴールから逆算して財政赤字をGDP比3%まで削減することをしっかりと目指すべきだ。

Q：それは大きな課題だ。政策決定者は、どのように達成すべきか。

A：手段は、歳出削減、税金、金利だ。歳出と税金は議会がコントロール可能なため、大勢が注目している。しかし、債務、ひいては利払いの額が非常に多いため、金利による影響はさらに大きい。

歳出削減か税収拡大のいずれかによって財政赤字が削減されれば、債券価格は上昇し、金利が低下して資産価格と所得に貢献して税収を増加させよう。米連邦準備制度理事会（FRB）は利下げしてそれに貢献できるが、財政引き締めによって景気が減速すればFRBは自然に利下げするだろう。

Q：過去に成功した例は。

A：長年にわたって多くの諸国が、景気を阻害することなく財政赤字を劇的に削減した。米国では1992年から1998年にかけての例がある。財政引き締めと金融緩和が財政赤字を減少させたために、経済は良好な状態を維持した。財政引き締めは経済成長にとっては悪材料だが、金融緩和は経済成長とインフレにとって好材料で、両者が均衡して財政赤字を減少させた。中央銀行の独立性の関係上、これはおおっぴらにできることではないが、その均衡を達成するためのFRBと財務省の相互理解は良いことだろう。

Q：現在の政治的状況では、どうすれば財政赤字をGDP比3%まで減らせるのか。

A：既存の歳出プログラムの調整と増税、さらには、利下げにより、受け入れがたい痛みを伴わずに財政赤字はGDP比3%まで削減されるだろう。それは、関税による税収増を考慮していない。私の計算によると、関税はGDP比1%または2%の税収をもたらす。また、イーロン・マスク氏が主張する2兆ドルの歳出削減を半分に割り引いて、政府効率化省が財政赤字を1兆ドル削減できれば、財政赤字はGDP比で3.5%になる。

しかしそれは、数年にわたる実施を約束するのではなく、即座に実施しなければならない。その規模の対策を即座に実施しなければ、本当に悪い結果になる高いリスクがある。どんな交渉であれ、財政赤字をGDP比約3%削減できるならば、私にとっては好ましい。

## 潜在的な債務危機の様相

Q：削減が失敗した場合、米国の債務危機はどのような状況になるのか。

A：それは、1971年のブレトンウッズ体制の崩壊（通貨の乱高下とインフレ圧力につながった）、あるいは、1994年の欧州為替相場メカニズムの崩壊（英ポンドの大幅安につながった）、または、英国とフランスで最近みられた状況のさらに悪化したバージョンのようになるだろう。

債券利回りが上昇して、通貨が特に金との比較で割安になり、FRBは金融緩和を維持するだろう。また、通貨安となり金利がインフレを相殺できない日本のようになるかもしれない。いずれにせよ、インフレ率の上昇を予想しており、それは債券投資家にとって非常に悪い状態になるだろう。

Q：市場は、そのリスクを織り込んでいないのか。

A：政府が、需要以上の債券を発行することによる金利上昇は国債市場に織り込まれていない。

Q：世界中で政治が不安定になっている。それは、債務に対するあなたの懸念にどう関係しているのか。

A：軍事支出や紛争が理由となり、さらには、国内生産の安全性を高めることの優先順位が高まっているために、国債投資家の懸念は悪化している。また、国際的な債券投資家は、経済制裁や通貨発行に対する懸念を強めており、このような政治的および地政学的リスクは、需要の不足または国債投資家の売却というリスクを高めている。

## 中国問題

Q：中国も高水準の債務に苦しんでおり、エコノミストは長期的な成長見通しの制約になっているとみている。どの程度深刻なのか。

A：中国は、日本の1990年当時または米国の2008年当時のサイクルにある。債務が多過ぎて古典的な債務危機の状態にある。すべての国は、債務再編（デフレ的で景気抑圧的）と財政ファイナンス（インフレ的で景気刺激的）の組み合わせを通じて債務問題に対処すべきだ。

中国では、危機が経済の他の部分へ急速に広まったために、対応がのろ過ぎた。政策決定者が債務の芽を早いうちに摘まないかぎり問題解決は困難だ。中国では、債務問題は地方政府に移管されており、地方政府の借入が経済の重しになっている。

Q：中国と1990年代の日本の比較をどのように考えているか。

A：異なる点よりも似通った点の方が多い。両国ともに、債務は自国通貨建てで、保有者の大半は自国民で、債権国でもある。その結果、外国通貨建て債務を持つ新興国にはできないような債務削減が可能だが、それでも迅速に行動しなければならない。

Q：中国はどうすべきか。

A：中国は、日本銀行の黒田元総裁および安倍元首相が3本の矢で行ったことをすべきだ。つまり、財政ファイナンスと通貨安を伴う人為的な低金利を意味する積極的な金融緩和、積極的な財政緩和、そして、経済改革だ。最も重要なことは、債務を簿外化するための債務再編だ。

中国には多額の貯蓄がある。デフレになれば、不動産価格と株価が下落し、人々は仕事を失うリスクに直面して現金の保有を望むだろう。政府は、マイナスの実質金利、通貨安、債務再編を通じて、現金保有の魅力を損なわなければならない。中国も生産能力過剰で、デフレ圧力や米国との貿易摩擦を生み出しており、状況を悪化させている。

## 投資戦略

Q：この状況を踏まえると、投資家はどうすべきか。

A：私は、非常に分散された、リスクが均衡している資産クラスの組み合わせを保有して、戦術的にそれから大幅に乖離（かいり）させる。私は、政府が債務問題を解消しない限り、現在の金利水準では国債を好まない。国債とのスプレッドが狭過ぎるために、社債も選好しない。人工知能（AI）のスーパーセクターは割高過ぎるために好まない。

好んでいるのは、AIのアプリケーションを開発している企業や、AIを使ってコスト効率を高めている企業だ。私は、通貨の代替品として幾分か金と若干のビットコインを望んでおり、特に金はポートフォリオに対して多大な分散効果があると判断している。

また、ファンダメンタルズが良好な諸国への投資も好んでいる。国民が技能と社会的規範に関する十分な教育を受けて生産性が高く、財政の強みがあり、起業家精神も旺盛で資本市場は非常に発展しており技術革新も進んでいて、破壊的な国内紛争や国際的な戦争のリスクが深刻ではない国だ。

私は、戦争当事国、さらには戦争によって財政的に打撃を受ける勝利国よりも、中立国を好んでいる。私は、インドやインドネシア、さらには湾岸協力会議(GCC)加盟国と東南アジア諸国連合（ASEAN）の一部を選好している。

By Reshma Kapadia  
(Source: Dow Jones)

## 5. AIと関税に揺れる株式市場

[米国株式市場]

Tariffs and AI and Bears, Oh My! The Market Can Take Only So Much.

市場はそんなに多くを消化できない

### 先週は多くの材料を織り込む



Michael M. Santiago/Getty Images

市場が織り込むことができるものの量は限られている。

先週の株式市場には、中国の人工知能（AI）開発企業ディープシークのチャット・ボットから大手ハイテク企業の決算、先週開かれた米連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策決定会合の結果まで、あらゆる懸念材料があったが、無事に通り過ぎたように見えた。その後、関税の脅威がやってきた。

先週の主要株価指数を見ると、S&P500指数は最終的に1%下落して6040.53で週を終えた。AIという大きなテーマと、好調な市場の立役者でもある半導体大手エヌビディア<NVDA>の株価がいかに大きな打撃を受けたかを考えれば、この程度の下落だったことは注目に値する。ナスダック総合指数は1.6%安の1万9627.44となったが、ダウ工業株30種平均は0.3%高の4万4544ドル66セントで引けた。小型株のラッセル2000指数は0.9%安の2287.69で週末を迎えた。

### 中国発新興AIと企業業績

27日の急落は、もしオープンソースの中国製のモデルが本当にチャットGPTに匹敵するようなものであれば、AIは以前に予想されていたよりも大幅に安価になるかもしれないという市場の不安を反映している。これは潜在的にユーザーにとっては恩恵となるが、自社プロジェクトに何十億ドルもつぎ込んでいる巨大ハイテク企業にとっては打撃であり、米国のAIは他国よりも飛躍的に進んでいるという考えに対しても打撃となる。

大きな動きではあるが、それによってどれだけの変化があるのかはまだ分からない。ウェドブッシュのアナリストであるダン・アイブス氏は、「ディープシークはAIにおいてテム（Temu、中国系のショッピングサイト）と同様であり、今後3年間で予想される2兆ドルのAIへの支出を劇的に変化させるとハイテク投資家が考えていることに、まだ衝撃を受けている」と書いている。

そのすぐ後に、投資家の注目は、SNS大手のメタ<META>（旧フェイスブック）、電気自動車（EV）大手のテスラ<TSLA>、IT大手のアップル<AAPL>、ソフトウェア大手のマイクロソフト<MSFT>の決算発表に移った。これらの企業は市場の安心に向けて最善を尽くしたが、最初の3社ではうまくいったものの、最後の1社は失敗した。しかし全体的には経営陣のコメントからいくらかの安心感が得られ、多くの投資家は明るい側面にさえ目を向けた。

それでも、シリコンバレーのAIの優位性が懸念される中でS&P500指数は30日の取引終了時点では前週

## Market Snapshot



Source: FactSet

未からほぼ横ばいだった。27日の安値を下回ることではなく、値上がり銘柄数は333で、値下がり銘柄数は169だった。ネッド・デービス・リサーチのストラテジストであるエド・クリソルド氏は、「短期的に値上がり銘柄数が値下がり銘柄数を上回っている点は、市場の強さの表れた」と指摘した。

### 経済指標と新政権の関税政策

セブズ・レポートの社長であるトム・エッセイ氏によると、経済指標にも問題はないようだ。2024年第4四半期の国内総生産（GDP）成長率は弱かったが弱過ぎではなく、個人消費支出が強かったことから、経済指標は「ほぼ、経済が熱過ぎず冷た過ぎない『ゴルドロックス』の状態」にあるとエッセイ氏は書いている。様子見モードに見えたFRBも状況を揺るがすことはなく、株価に対する影響はほとんどなかった。

とはいえ、首都ワシントンで静かな日が続くことはめったになく、株価の持続的な上昇は決して確実なものではない。31日にトランプ大統領は、メキシコとカナダに対する25%の関税は確実だろうと改めて表明し、大統領の発言のトーンが上がると、上昇していた株式相場は下落に転じた。

キャピタル・エコノミクスのシニア・マーケット・エコノミストであるジェームス・ライリー氏は、「米国の貿易政策が再びニュースの見出しを飾った。この週末にどのような関税措置が発表されるかは不明だが、関税問題がここで終わることはないだろう」と書いている。

休暇を取って相場から降りる時期なのかもしれない。

By Teresa Rivas  
(Source: Dow Jones)

## 6. 強い米経済は当面株式市場に支えられる

[経済政策]

The Strong Economy Can Thank the Stock Market. For Now.  
問題はいつまで持続可能なのかだ

### 力強い個人消費が堅調なGDPを支える



Michael Nagle/Bloomberg

先週、米国例外主義に関連する二つの際立った出来事があった。一つ目は、米連邦準備制度理事会（FRB）が29日、欧州中央銀行（ECB）などの世界の多くの中央銀行に歩調を合わせず、政策金利の引き下げを見送ったことだ。これは、米国経済の力強さと、FRBが目標とする2%のインフレ率達成への進展が停滞している現状を反映している。

二つ目は、FRBによる政策金利据え置きへの決定が、中国の人工知能（AI）開発企業ディープシークによる画期的なAIアプリケーションが世界

に衝撃を与えた後だったことだ。このAIモデルは、米半導体大手のエヌビディア<NVDA>製半導体のような超高価なハードウェアを使用する米国製に比べると、はるかに低コストで開発された。このニュースは先々週末にソーシャルメディアで広まり、27日にはテクノロジー株に打撃を与え、上場投資信託（ETF）のインベスコQQQトラスト・シリーズ1<QQQ>は2.9%下落した。

この二つの出来事には関連性がある。30日に発表された最新データによると、2024年第4四半期の米実質GDP（国内総生産）成長率は前期比年率で2.3%となり、最近のトレンドに一致している。項目別に見ると、GDPの約3分の2を占める個人消費の伸びがかなり強い。米国株式市場の好調さが消費者を後押ししているため、もし株式市場が調整局面に入れば、個人消費が減速する可能性があるだろう。

機関投資家に経済情報を提供するフリー・マーケット・インクを率いるマイケル・ルイス氏の分析によれば、2024年第4四半期における米国の個人消費の伸びは、前期比年率4.2%で2年ぶりの高水準となり、第3四半期の3.7%という強い伸びからさらに加速した。一方で、個人消費以外の要因がGDP成長率を押し下げた。特に純輸出（予想される関税発動を見越した輸入急増が原因）の悪化と在庫水準の低下だ。純輸出と在庫の要因を除いた実質国内最終販売は、2024年第4四半期に前期比年率3.0%の健全な成長を記録した。これは第3四半期の3.7%からは減速したものの、事前予想の3.1%とおおむね同水準だ。

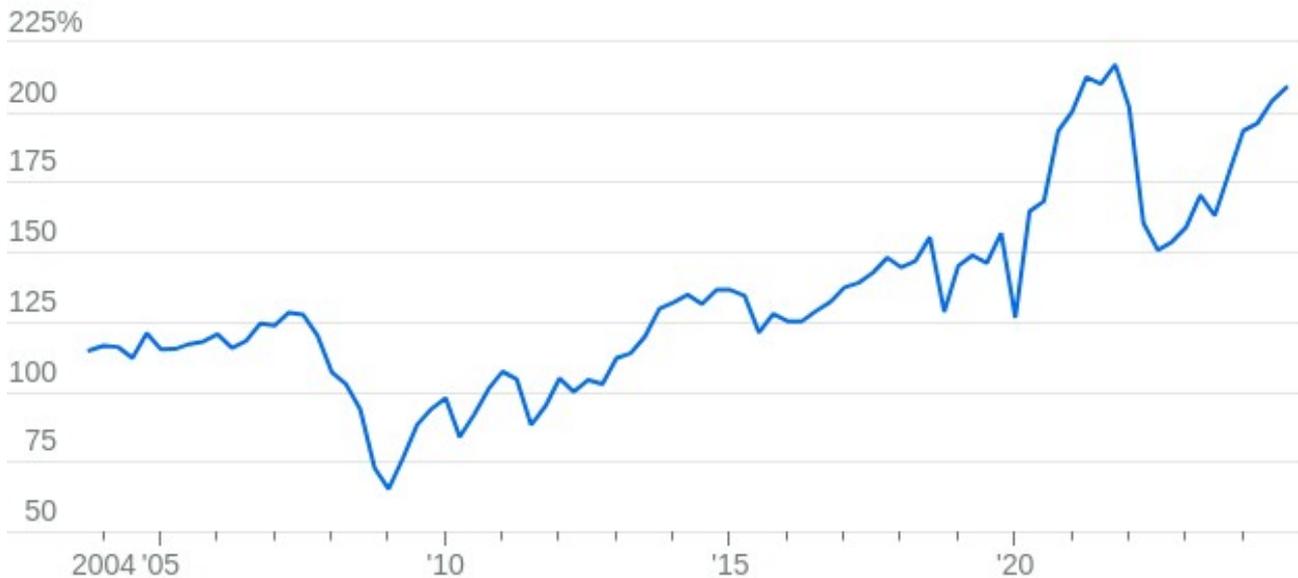
### 好調な株式市場が力強い個人消費を支える

個人資産の急増により、個人消費は所得の伸びを上回るペースで拡大している。言い換えれば、株式市場が経済を反映するという従来の常識とは逆に、経済が株式市場の動向を反映しているということだ。

## Stocks Spurring the Economy

Stocks have raced ahead of the economy, in turn boosting consumer spending. Would a tech correction work in reverse?

### Total U.S. Stock Market Value as Percentage of Nominal GDP



Source: Bloomberg

ドイツ銀行のエコノミストは、AI株ショック後の27日のリサーチノートで、もし株式市場の上昇がなかったとすれば、2024年の実質個人消費支出の伸び率は3%ではなく、2%程度にとどまっていた可能性があるという試算を示した。2023年第3四半期から2024年第3四半期にかけて、家計資産は17兆9000億ドル増加し、そのうち10兆ドルが保有株式、2兆6000億ドルが不動産の増加である。

米国の経済規模に対する株式市場の価値は再び過去最高水準に近づいている。この指標は、バークシャー・ハサウェイ<BRK.B>のウォーレン・バフェット氏が株式市場の割安・割高を判断する重要な指標として重視している。おそらく偶然ではないだろうが、バークシャー・ハサウェイが保有する現金同等物（財務省短期証券など）の残高は、急増しており、9月30日時点で3250億ドルに達している。シーブリーズ・パートナーズのダグ・キャス氏は、もしこれが株式であれば、バークシャーの現金同等物残高のチャートはバブルのように見えるだろうとし、史上最も偉大な投資家の一人が、現在の株式市場には十分な価値を見いだせていないことを示唆していると指摘する。

ドイツ銀行のエコノミストは、強気相場が調整局面に入れば、それは「個人消費への無視できない下押し圧力」となる可能性があるとして指摘する。ただし、同行の投資ストラテジストが2025年の株式市場について約20%の上昇を見込んでいることも強調する。さらに、「新政権は、株式市場を経済成功のバロメーターとして重視すると思われるため、株式市場の下落を抑え込む政策を打ち出す可能性がある」と指摘する。

株式市場が弱気相場になれば、その影響は、高級車のベントレーを手放すかどうかを考えるようなハイローラー（投機的な大口投資家）だけに限らない。元電気技師で現在はアクティブな個人投資家である筆者の友人は、ディープシークのニュースを受けて、長年保有しているエヌビディアの株価が下落した翌日の昼食時、少し落ち込んでいた。筆者は彼については心配していないが、もし株式市場がさらに大きな調整局面に入った場合、同じような立場の人々の消費意欲が低下する可能性がある。

## 「ファットテール」への警鐘

FRBのパウエル議長は、米連邦公開市場委員会（FOMC）後の記者会見で、資産価格は多くの指標で依然として高水準にあると述べ、その主な要因としてテクノロジー株やAI関連株を挙げた。ただし、金融環境は金利などの他の指標も反映しているとも付け加えた。

FRBが2024年9月にフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を引き下げて以来、長期金利は大幅に上昇しており、10年物米国債利回りは0.9%上昇して4.52%に達し、30年固定住宅ローン金利も約1%上昇して7%超となっている。パウエル議長は、現在のFF金利の誘導目標レンジ（年4.25～4.50%）について、「実質的に引き締めの水準」と表現した。しかし、依然として堅調な経済成長と4.1%という低い失業率の一方で、インフレ率がFRBの目標である2%を上回ったままである状況はこの見解と矛盾する部分もある。FRBが特に重視する食品とエネルギーを除いたコア個人消費支出（PCE）物価指数は、第4四半期に前年同期比2.8%上昇した。

パウエル議長はさらに、政策担当者や市場にとって予想以上のリスクが潜在している可能性があるとして、極端なマイナスのリターンが発生する確率が高い「ファットテール」への警鐘を鳴らした。財政政策や関税政策は不透明だ。加えて、米国株式市場から米国消費者、さらには米国経済全体へと波及する「フィードバックループ」も未知のリスク要因だ。

By Randall W. Forsyth  
(Source: Dow Jones)

## 7. 「ディープシーク・ショック」は実はAI市場の急拡大を示唆

[ハイテク]

DeepSeek Will Be Good for Big Tech, Even Nvidia  
推論プロセス効率化によるAI低コスト化の道筋が見えてきた

### ディープシークが公表した開発費用は「過小な見積もり」に基づいている



Angela Weiss/AFP/Getty Images

中国の人工知能（AI）開発企業ディープシークの成功がソーシャルメディアで話題になったことを受け、AI開発における米国の主導権を巡る懸念が浮上した。米国の大手ハイテク企業がAIに数十億ドルを投資しているのに対し、ディープシークが600万ドルで生成AIモデルを開発したと言いはやされたからだ。こうした懸念を背景に、1月27日にナスダック総合指数は3.1%下落し、米半導体大手エヌビディア<NVDA>の株価は17%下落した。

だが現実には起きたことは、懸念が浮上した理由よりもはるかに複雑だった。ディープシークのAIモデルの開発にかかった費用は数百万ドルではないからだ。

ディープシークは、2024年12月下旬に発表した技術論文で初めて開発費用が600万ドルだったことを明

らかにした。その根拠は、学習に280万GPU（画像処理装置）時間（使用したGPUの数と所要日数の積）を必要とするAIモデルのためにクラウドコンピューティングサービスを利用した場合、560万ドルの費用がかかると推定されるというものだ。重要なのは、ディープシークが「アーキテクチャ、アルゴリズム、またはデータに関する先行研究とアブレーション実験（モデルを構成する要素をあえて削除してその要素がモデルの性能にどのように貢献しているかを評価する実験）」の関連コストを除外したことだ。

つまり、公表された費用からは、モデルのアーキテクチャ、アルゴリズム、データの取得、GPU、およびテスト実行のための研究開発資金が省かれている。理論上の学習コストを、米国企業のAIインフラへの設備投資と比較するのは意味がない。おそらく、ディープシークの全体的な開発費用は公表された額よりもはるかに多いと思われる。

バーンスタインの半導体アナリスト、ステイシー・ラスゴン氏は、ディープシークの開発費用に関して「根本的な誤解」があったと指摘する。ハイテクファンド、アトレイデス・マネジメントのガビン・ベーカー氏も同じ意見だ。

## ディープシークによるデータ盗用疑惑も浮上

さらに一部のAI専門家は、ディープシークが自社のモデルを最適化するため、独自のモデルの出力データだけでなく米国の先進的なモデルの出力データを使用して「蒸留（ディスティレーション）」と呼ばれるプロセスを実行したのではないかとみている。蒸留は、大規模かつ高度なAIモデルが出力した結果を使ってより小型のモデルを学習させ、改善する技術だ。

1月29日、オープンAIは、自社の利用規約で許可されていない蒸留などの方法の使用も含め、中国のグループが自社の技術を複製するために「積極的に取り組んでいる」と述べた。

「ディープシーク・ショック」によるろばい売りが起こる中、大手ハイテク企業はAIインフラへの投資を継続する計画を据え置いた。

メタ<META>（旧フェイスブック）のマーク・ザッカーバーグ最高経営責任者（CEO）は1月29日のアナリストとの電話会議で、AIインフラに長期間で「数千億ドル」を投資すると宣言し、メタの次のAIモデルが音声と動画の生成やAIエージェントなどの機能面で世界をリードすると予想していると述べた。

その数日前、ザッカーバーグ氏は2025年の設備投資額を600億～650億ドルとし、AIチームを大幅に拡充すると述べている。さらに、メタは電力容量が2ギガワットを超える大型データセンターを建設中で、年末までに130万個を超えるGPUを導入する計画も明らかにした。

## それでもディープシークは推論プロセスを大幅に効率化する道筋を示した

明確にしておくこと、ディープシークの出現を無視することはできない。新しいモデルが登場したことでAIの推論プロセスに必要な計算能力について疑問が投げ掛けられているからだ。

ディープシークは、混合専門家モデル（Mixture of Experts、MoE）などの効率的な学習手法を使用

してイノベーションを起こした。MoEは、AIモデルを複数のモデルに分け、特定のトピックや主題ごとにタスクを実行する技術だ。調査会社ニュー・ストリート・リサーチによると、推論にディープシークのモデルを使用することで、オープンAIの同等のモデルと比べてコストを約90%削減できるという。

ディープシークは、AIモデルの効率が大幅に向上していることを示唆しているのかもしれない。だとすれば、米国のAI開発企業がやがてディープシークの取り組みをまねる可能性は高い。しかし、AI半導体の供給が突然、永久に過剰になるわけではない。歴史は、技術革新によって供給能力が埋められることを示唆している。

米半導体大手インテル<INTC>の patt・ゲルシンガー前CEOは、「コンピューティング価格が大幅に引き下げられると市場は拡大する。AIモデルの低コスト化はAIを飛躍的に普及させる」と指摘する。

一方、マイクロソフト<MSFT>のサティア・ナデラCEOも、「AIがより効率的になり、利用しやすくなるにつれて、AIの利用は急拡大し、ありふれた商品になるだろう」と述べている。

ウォール街はディープシークがもたらした最も重要な意味合いを見逃しているのかもしれない。AIコンピューティングのコストを引き下げるとは、経済と大手ハイテク企業にとって良いことだ。AIの導入が加速し、新しいAIアプリケーションが実現できるからだ。

By Tae Kim  
(Source: Dow Jones)

## 8. 荒唐無稽だが、リターン向上の可能性もある株式分割の候補5社 It's Bananas, but Stock Splits Can Pay Off. Here Are 5 Likely Contenders. 人気銘柄は株式分割でさらなる上昇を期待できるのか

[投資戦略]

### ■ 株価の絶対値に意味はないはずだが…



Luke Sharrett/Bloomberg

ウォール街の一部の賢い人々が最近流布した投資戦略は、あまりにばかげて聞こえるが、それだけに今の時代にぴったりなのかもしれない。筆者はそれを推奨するわけではないが、うまくいったとしても驚かない。

投資の素人同士の会話を想像してほしい。一人が、A社の株を買うべきだと言う。株価が750ドルもするのだから、株価が30ドルのB社より好調なのに違いないという理屈だ。それに対してもう一人が反論する。それは勘違いだ、安く買って高く売るべきで、30ドルの株を買っ

て、それが750ドルになったら売るのが良いと。

両者の言い分はなんとなく分かる。もし衣服やスマートフォンについて話しているのなら、高い価格の方がより品質が良いというシグナルになるかもしれない。また、750ドルの株は最近大きく値上がりしていて、本当に好調な可能性もある。しかしそうではないかもしれない。バイオ医薬品企業のリジェネロン・ファーマシューティカルズ<REGN>の株価は直近で682ドルだが、過去1年で28%下落しているし、ハイテク大手のアドビ<ADBE>も株価は446ドルだが30%下落している。

いずれにしても、経験のある投資家は株価が恣意（しい）的なものであることを知っている。企業は上場時に株価を適当に決め、その後の株式分割や、状況が悪化すれば株式併合によって、株価を随時調整することができる。本当に重要なのは、事業の全体的な価値、負債、キャッシュフロー、そして状況が良くなるか悪くなるかなどの見通しといった要素である。

「安く買って高く売れ」という格言は、正論だが役に立たないと筆者は思っている。株式市場では、日々ある株式が高いか安いかを巡り意見の分かれる当事者がいることで、売買の大半が成立している。それを正しく判断することは難しい。

さらに、株価は時とともに上昇する傾向がある。インデックス投資家は、高値で買った株がさらに値上がりするのを待つことで、数十年にわたって素晴らしい成果を上げてきた。

## 株式分割に注目すべき三つの理由

しかし、そうしたことは全て忘れよう。現時点では、750ドルの株を買うべきだと言った素人の意見が正しいかもしれない。これは、ビーオブエー・セキュリティーズの調査による最近の三つの観察結果に基づいて言えることだ。

第一に、株式分割を実施する企業が例年より多くなっている。2024年にはS&P500構成企業において17件の株式分割が発表された。半導体大手エヌビディア<NVDA>、半導体・ソフトウェア製造のブロードコム<AVGO>、小売店チェーンのウォルマート<WMT>、メキシコ料理チェーンのチポトレ・メキシカン・グリル<CMG>などだ。これは2013年以降で最多の件数である。とはいえ、この数も長期的には大きいとは言えない。過去5年間に44件の株式分割が行われたが、2000年のITバブル崩壊までの5年間は364件だった。ただし、株式分割が今後さらに増える可能性があると考えられる理由がある。二番目以降の点がその理由だ。

第二の点として、株式分割は大きなリターンにつながっている事実がある。1980年以降、株式分割を発表した銘柄の発表後1年間の平均リターンは25%であり、S&P500指数の年間リターン12%を大きく上回っている。2024年の株式分割実施企業のリターンはさらに高く、6カ月間で17%に達した。

第三の点として、株式分割の候補企業は数多く存在する。S&P500構成企業のうち、株価が500ドル以上の企業は40社ある。

## 株式分割に向く銘柄はどのみち投資家に人気

株式分割が廃れてきた理由は幾つか考えられる。数十年前には、100株未満の単元未満株取引は煩雑でコストもかかり、端株の購入は選択肢になかった。現在では、オンライン証券会社が株数だけでなく金額に基づく株式売買も可能にしている。つまり名目上の株価はかつてないほど重要性を失っている。ビーオブエーでさえ、分割はファンダメンタルズに影響を与えないと指摘している。ウォーレン・バフェット氏は、直近で1株70万9000ドルを超えたバークシャー・ハサウェイ<BRK.A>のA株の分割を避けているが、これは高い価格によって長期投資家しか集まらなくなるという考えに基づいている。チポトレは昨年、株式を1対50で分割した理由の一つとして、従業員に正確な株式数を付与することが難しくなってきたことを挙げている。

筆者は、株式分割を行わないことが、ここ数年のハイテク大手の流行だったのではないかという気がしている。しかし、今では株式分割が大きな株価上昇をもたらしており、全体として理にかなってなくても、そのことは魅力的だ。つまり、間もなく株式分割が大量に起こり、次は誰なのかに注目が集まる可能性がある。

その見分け方について述べる前に、免責事項を追加しておきたい。株式分割の可能性のみに期待して株式を購入するのは得策ではない。少なくとも、慎重になり、銘柄のファンダメンタルズを調査した方が良い。

慎重な姿勢が時代遅れなのは分かっている。過去10年にわたり、思慮深いように思えたがうまくいかなかった投資戦略を考えてみよう。バリュー株、小型株、どちらもいまひとつだった。海外株などもってのほかだ。絶好調の投資と言えば、ギガチャッドだ。ギガチャッドのウェブサイトから引用すると、それは「トークン化された男らしさ」を表すミームコインであり、「本質的な価値も、金銭的なリターンも期待できない。正式なチームもロードマップもない」と説明されている。ギガチャッドはこの1年で9万1000%上昇し、時価総額は6億ドルを超えている。

だから、株式分割を狙いたければそうすれば良い。ただ、その候補の多くは投資家がどのみち追いかけている値上がり銘柄と一致していることは指摘しておこう。過去の分割銘柄に共通する最大の特徴は、発表前に株価が急上昇していたことである。ビーオブエーは、株価500ドル以上で、株式分割を実施した平均的な銘柄よりも過去1年、3年、5年のいずれかの期間で上昇率が上回った銘柄を抽出した。際立っているのは、動画配信大手のネットフリックス<NFLX>、信用情報分析サービスのフェア・アイザック<FICO>、製薬大手イーライ・リリー<LLY>、ソーシャルメディア大手メタ<META>（旧フェイスブック）、金融サービスのゴールドマン・サックス・グループ<GS>である。

By Jack Hough  
(Source: Dow Jones)

## 9. 今年こそリセッションが起きる可能性がある The Recession That Never Was Could Be Coming This Year 誰もが浮かれている時こそ危険

[コラム]

### 2022年と2023年は予想に反して景気は後退せず



Angela Weiss/AFP/Getty Images

トランプ大統領は「米国の新たな黄金時代」を祝う時だと言っている。うまくいかないことなどあるはずがない。そう言われたら、リセッション（景気後退）が起きない限り、パーティーのパンチボウルを早く片付け過ぎないことだと答えたい。リセッションなんて、そんな暗い時代遅れの言葉（Rワード）はどっくの昔に（少なくとも昨年11月からは）誰も口にしていないと失笑されるかもしれない。しかし、ばら色の色眼鏡によって世界が最も鮮やかに見える時こそ、すべてが破滅する可能性がある。

今や、リセッションを予測するエコノミストはほとんどいない。これはつい24カ月前にあらゆる「陰気な科学者」（経済学者の別称）が景気の縮小を予測していたのとは非常に対照的だ。ウォール・ストリート・ジャーナル紙が約70人のエコノミストを対象に実施した経済予測調査では、「今後12カ月以内にリセッションが起きる確率は」という質問への回答の平均値は過去10四半期連続で低下し続けており、2022年第3四半期の63%から現在はわずか22%となっている。

金融サービス会社バンクレートによる直近の四半期経済指標調査でも、エコノミストは2025年末までにリセッションが発生する可能性をわずか26%としており、2022年第1四半期の調査開始以来で最低を記録した。1週間ほど前に発表された最新の全米企業エコノミスト協会（NABE）の調査では、今後12カ月以内に米国がリセッション入りする可能性を50%以下とした回答者が約91%に上った。

現在、青信号を出している人々は、つい最近まで毎四半期にわたって「景気縮小は近い」と言い触らしていたのと同じ人々だ。2022年6月、筆者は「私は市場と景気を40年間追っているが、これほど多くの人が、景気の下降局面が近いと確信しているのは初めてだ。これはリセッションが起きないということだろうか」と書いた。実際、リセッションは起こらなかった。2023年6月にも「現代の歴史上、最も多くの人々が予測しているリセッションを筆者は冷ややかに見ている。リセッションが起きないことはほぼ確実のように見える」と書いた。やはり、リセッションは起きなかった。

### 経済はショックに弱くなっている

しかし、過去に多くのエコノミストが間違っただからといって、今回も彼らが間違っており、リセッションが迫っているとは限らない。そこで、実生活に関わるリスクを検証し、「根拠なき熱狂」に浮かされていない少数のエコノミストに話を聞いてみよう。

金融サービス会社プライメリカの独立系顧問エコノミストであるエイミー・クルーズ・カッツ氏は、今後12カ月以内にリセッションが起きる確率を50%以上としている。カッツ氏は「未知のリスクは常

に存在する。しかし、既知のリスクもあり、その主なものはトランプ大統領の貿易政策だ。トランプ氏が関税（の引き上げ）を迅速に導入し、幅広い輸入商品を対象とした場合、国際貿易に関わる人々は失業し、企業は直ちに倒産するだろう」と語る。

投資銀行レイモンド・ジェームズのエコノミスト、ユージニオ・アレマン氏は「トランプ政権は関税を交渉ツールとして利用しており、多くの人が考えているほど悪い事態にはならないと思うが、やり過ぎるリスクはある」と話す。アレマン氏は米国経済に関して前向きだが、WSJの調査で今年のリセッションのリスクを40%としており、最も高い回答者の一人だった。アレマン氏は、1930年代の大恐慌時と同様報復的な貿易戦争がエスカレートし、移民の大量送還が行き過ぎることによって、経済活動が縮小する可能性を懸念している。

カツ氏は「庭師、調理人、（ホテルの）清掃員といった労働力の多くは『書類なき移民』によって供給されている。エンジニアや熟練労働者も必要だ。合法だが無登録の移民をすべて排除した場合、賃金に対する上昇圧力が生じ、インフレにつながる。企業は必要な労働力を確保できず、成長が困難になる」と指摘する。

カツ氏は、中所得層の家庭の購買力に連動するプライメリカの家計指数にも言及し、「生活必需品のコスト増を考慮すると、家庭の購買力は2019年1月からわずかにしか上昇していない。調査対象の家庭の約70%は、所得がインフレに追い付いていないと回答している」と語る。この数値は、米国人が経済ショックの影響を受けやすくなっており、リセッションを招く可能性があることを示唆しているという。

## 巨額のAI投資は無に帰するのか

株式市場、特に半導体大手エヌビディア<NVDA>などの巨大ハイテク企業はどうだろうか。先週、中国の人工知能（AI）開発企業ディープシークが、より安価に見えるAIを発表したことで、巨大ハイテク企業の株価は急落した。アレマン氏は「AIセクターとその成長率に対する期待は気がかりだ。ある種のバブルかもしれない。これは誤った方向でアニマルスピリットを刺激する恐れがある。米国経済全体の落ち込みにつながるとは思わないが、景気に傷を付け始めている」と指摘する。

ディープシークの登場によって、大手ハイテク企業がAIにつき込んできた膨大な設備投資は疑問視されている。筆者の同僚によると、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、マイクロソフト<MSFT>、アルファベット<GOOGL>傘下のグーグル、メタ<META>（旧フェイスブック）は、主にAIデータセンターを建設するために合計3430億ドルの設備投資を実施しており、今後も数百億ドルを費やす見込みだ。この巨額の支出がほとんど無に帰すなら、間違いなく経済成長にとってプラスにはならないだろう。

支出といえば、某大手プライベートエクイティ企業の最高経営責任者（CEO）は先週、筆者との昼食で、連邦政府の財政赤字について懸念を示していた。議会予算局（CBO）によると、財政赤字は今年の1兆9000億ドルから2035年には2兆7000億ドルに増加するとみられる。財務省が高利回りの国債の発行を強いられることは想像に難くない。これはインフレを促進し、ひいてはリセッションを招く可能性がある。

ジョンズ・ホプキンス大学のマネタリズム派経済学者であるスティーブ・ハンケ氏は、マネーサブラ

イが大幅に縮小しており、これは歴史的に見てリセッションをもたらす水準だと指摘する。ハンケ氏はこの学説が流行遅れであることを認めているが、マネーサプライの減少は経済活動の鈍化を招き、年内に景気が減速するだろうと主張する。

少なくとも今のところは、リセッションに言及しているのは少数派で、多くの米国人は今を楽しむことに満足している。最近のニューヨーク・タイムズの記事には、あるトランプ支持者の写真と言葉が載っていた。彼はぴかぴかのスーツを着て「トランプ大統領は米国の新たな黄金時代をもたらすだろう。だからこんな服を着ている。『狂騒の1920年代』2.0の始まりだ」と語った。

冒頭の言葉に戻ろう。うまくいかないことなどあるはずがない。

By Andy Serwer  
(Source: Dow Jones)

## 10. バロンズ企画「2024年予想チャレンジ」結果発表

[経済関連スケジュール]

Meet the Winner of Our 2024 Forecasting Quiz

本誌恒例企画に読者約1400人が挑戦

### 優勝はブライトバッハ氏

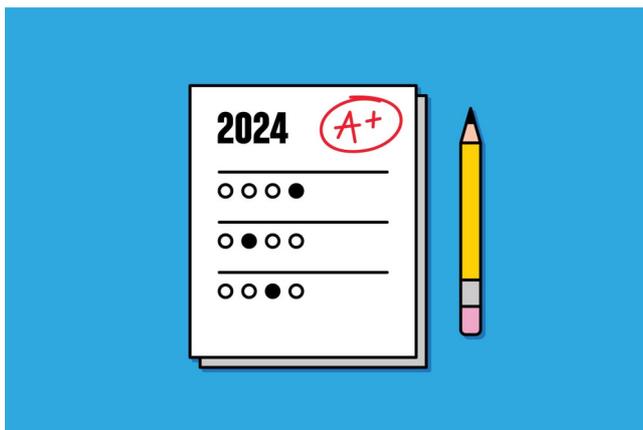


Illustration by Elias Stein

本誌恒例企画の2024年読者による予想チャレンジで、アイオワ州在住の元会計士の男性が優勝し、1400人を超える参加者のトップに立った。デモイン郊外に住むティム・ブライトバッハ氏は、18点満点中10点を獲得した。2023年末に実施されたこのコンテストは、翌年の経済や市場に関する16の問題で構成されていた。66歳のブライトバッハ氏は経験豊富な投資家で、「ホームランではなくシングルヒットや二塁打を狙う」戦略を採用している。その戦略の一つとして、個別株を用いたカバードコール戦略を活用し、利益を得る方法を選好している。10点を獲得したのはブライトバッハ氏だけだった。20年以上続く年1回のコンテストで、満点に近づいた人はまだいない。筆者のスコアは3点で、平均の4点を下回った。

今回の問題の中には難問も多かった。S&P500指数が2024年に20%超のリターンを記録すると予想した回答者は、わずか8%だった。ダウ工業株30種平均（NYダウ）採用銘柄で、小売り大手ウォルマート〈WMT〉が年間トップの銘柄になると予想したのは1%未満だった。また、多肢選択式の質問でドナルド・トランプ氏が米大統領選に勝利すると予想した回答者は30%にとどまった。ブライトバッハ氏には、2年間の本誌無料購読とブライトバッハ氏が選ぶ本誌記者とニューヨークでランチをする権利が贈呈される。2025年の予想チャレンジも好評を博し、4000人以上の応募があった。優勝者は2026年初めに発表される予定。

先週の出来事

## Tallying the Results

Here are highlights of the 2024 forecasting contest.

### The results

Number of participants	1,409
Average score	4.19 out of 18
The percentage who predicted the S&P 500 would return more than 20%	8.09%
The percentage who predicted Donald Trump would be the next U.S. president	30.66%
The question receiving the most correct answers	Number of Fed rate cuts (three); 75.94% correct
The question receiving the fewest correct answers	Dow's best-performing stock (Walmart); 0.64% correct
Winning score on the 2024 quiz	10
Winning score on the 2023 quiz	13
Andrew Bary's score this year	3

Breitbach wins a two-year *Barron's* subscription and lunch in New York with a *Barron's* staff member of his choice.

### 市場動向

先週の市場は、コロンビアと米国が不法移民の強制送還に関する合意に達し、関税戦争を回避して幕を開けた。中国の新興人工知能（AI）開発企業ディープシークが出現したことでテクノロジー株が打撃を受け、米半導体大手のエヌビディア<NVDA>の時価総額は一日で約6000億ドル減少した。その後、市場は一時安定したものの、米連邦準備制度理事会（FRB）が政策の不透明感を理由に利下げを見送ったことを受けて下落した。ホワイトハウスはカナダ、メキシコ、中国に対する関税を2月1日に発動すると発表した。週間では、NYダウが0.27%上昇、S&P500指数は1%下落、ナスダック総合指数は1.6%下落した。

### 企業動向

- ・トランプ政権は、議会で承認された連邦政府による助成金などの支払いを凍結する行政管理予算局（OMB）の措置を撤回した。
- ・電気自動車（EV）大手テスラ<TSLA>は、ドイツの自動車メーカーBMW<BMW.ドイツ>や中国の自動車メーカーとともに、中国製輸入車への関税をめぐる欧州連合（EU）を提訴した。
- ・オープンAIは、ディープシークが自社のAIモデルを無断で学習に使用した可能性を示唆した。一方、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>は新たな

AIモデルを発表し、「ディープシークを上回る」と主張した。オープンAIは、ソフトバンクグループ<9984>を含む投資家と最大400億ドルの資金調達に向けた協議を開始した。

・オランダの半導体製造装置大手ASMLホールディング<ASML>とメタ<META>（旧フェイスブック）が市場予想を上回る好決算を発表した。マイクロソフト<MSFT>とテスラは市場予想を下回った。アップル<AAPL>は中国でのiPhone（アイフォーン）販売減少にもかかわらず、市場予想をかなり上回った。コンピューターサービス大手のIBM<IBM>も市場予想を上回った。

M&A（合併・買収）など

・アクティビスト投資家のアンコラは米総合製鉄会社USスチール<X>に対し、取締役9人の選任と最高経営責任者（CEO）の解任、日本製鉄<5401>との統合計画の撤回を求めて委任状争奪戦を開始した。

・トランプ大統領は「マイクロソフト<MSFT>が動画投稿アプリTikTok（ティックトック）買収候補の一社である」と発言。他の買収候補も動向を注視している。

・KKR<KKR>はヘルスケア用品販売のヘンリー・シャイン<HSIC>株を12%取得し、取締役を2人送り込むことになった。

## ■ 今週の予定

2月3日（月）

米サプライ管理協会（ISM）が1月の製造業・非製造業購買担当者景気指数（PMI）を発表する。コンセンサス予想では、3日発表の製造業PMIが49.9、5日発表の非製造業PMIが54.8と見込まれており、いずれも2024年12月の結果をやや上回る水準となる見通し。

2月4日（火）

S&P500指数構成企業のうち約120社が決算を発表し、今期の決算シーズンで最も集中する週となる。4日には、半導体のアドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>、アルファベット<GOOGL>、バイオ製薬会社のアムジェン<AMGN>、製薬大手のメルク<MRK>、飲料品大手のペプシコ<PEP>、製薬大手のファイザー<PFE>が、5日には、半導体大手のクアルコム<QCOM>、配車サービス大手のウーバー・テクノロジーズ<UBER>、メディア・娯楽大手のウォルト・ディズニー<DIS>が続く。6日には、アマゾン・ドット・コム<AMZN>と米製薬大手のイーライリリー<LLY>が発表予定。

2月6日（木）

米労働省労働統計局（BLS）が雇用動態調査（JOLTS）を発表する。コンセンサス予想では、2024年12月最終営業日時点の求人件数は802万件とされ、11月から約1万件減少する見通し。

2月7日（金）

BLSが1月の雇用統計を発表。コンセンサス予想では、非農業部門就業者数が前月比17万人増加（2024年12月の25万6000人増から鈍化）、失業率は4.1%で横ばいと見込まれている。

## 統計と数字

1620億ドル：2024年にセカンダリーマーケットで売却されたプライベート・エクイティ（PE）持ち分の取引額。前年から45%増となり過去最高となった。

450日：2023年から2024年にかけて、世界の平均海面水温が過去最高を記録し続けた日数。

215：2024年の米国小学4年生の平均読解スコア。2022年の217、2019年の220から低下した。一方、数学の成績は比較的堅調だった。

1080万台：2024年にトヨタ自動車<7203>が販売した車両の台数。前年比3.7%減少したが、5年連続で世界首位を維持した。

By Andrew Bary  
(Source: Dow Jones)

『バロonz・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

時事通信社

編集人

川田 重信（かわた しげのぶ）

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

『バロonz・ダイジェスト』 2025/02/02

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 © 2025 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます