

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2025/11/30

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIJI PRESS



DOW JONES

1. ゲーム配信プラットフォームのロブロックス、株価が50%上昇し得る理由とは - Roblox Isn't Playing Games. Why the Stock Could Jump 50% [注目銘柄] P.1
新たなユーチューブの様相を呈しつつある
2. AIがショッピング体験を作り変える - AI Is Remaking Shopping. These Companies Are the Leaders. [フィーチャー] P.7
AIエージェント型コマースを推進する企業がリーダーに
3. グーグルはAIの勝者であり、株価は上がり続ける - Google Stock Has Been the Clear AI Winner-and the Gains Could Keep Coming. [注目銘柄] P.10
堅固なファンダメンタルとイノベーションで市場をリード
4. 運用会社ブルー・アウルへの厳しい視線は根拠がない - Blue Owl Is Having a Rough Year. Its Co-CEO Says Investors' Fears Are 'Ungrounded.' [インタビュー] P.14
リプシュルツ共同CEOに聞く
5. グーグルTPUが引き起こすAI半導体霸権争い - Google's TPU Chip Has Taken AI By Storm and Knocked Nvidia Stock Down. [ハイテク] P.18
エヌビディア独走体制への警戒感の高まり
6. バブル懸念はどこに行ったのか - What Happened to the Bubble? Investor Fears Popped Instead. [米国株式市場] P.20
先週の大幅高で投資家の不安は吹き飛んだのか
7. 変身しつつあるAIトレードの内幕 - Inside the Shapeshifting AI Trade That Has the Stock Market Heading Higher Again. [コラム] P.22
利下げ期待とジェミニ3、そして新たな勝ち組
8. クリスマス商戦を制するために数十億ドルを投じるアマゾン - Amazon Is Spending Billions to Win Christmas. Why the Stock Looks Like a Bargain. [投資戦略] P.24
株価が割安と思われる理由
9. いまは無駄な売買を控え、腰を落ち着けろ - Don't Just Trade Something, Sit There. [フィーチャー] P.26
短期ボラティリティーに振り回されるな
10. クリスマスを祝いたければ、財布の準備を - Want a Partridge for Your Pear Tree? Get Ready to Pay Up. [経済関連スケジュール] P.28
「クリスマスの12日」で読み解くギフトの物価

※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. ゲーム配信プラットフォームのロブロックス、株価が50%上昇し得る理由とは [注目銘柄]

Roblox Isn't Playing Games. Why the Stock Could Jump 50%
新たなユーチューブの様相を呈しつつある

ゲームはユーザーが開発、ロブロックスはプラットフォームを提供



Illustration by Justin Wood

今年9月、ゲーム配信プラットフォーム運営会社ロブロックス<RBLX>のグローバルプラットフォームで、「スティール・ア・ブレインロット」というゲームに2500万人のプレイヤーが同時接続した。これにより、ロブロックスの過去のヒット作「グロウ・ア・ガーデン」がつい数カ月前に打ち立てた記録は塗り替えられた。5月のリリース以来、「スティール・ア・ブレインロット」は420億回以上プレイされている。

ロブロックスのゲームは無料で遊ぶことができ、会社はゲームの制作に一切関わっていない。ロブロックスはゲーム業界のYouTube（ユーチューブ）のようなもので、ゲーム制作のためのツールと、配信のためのプラットフォームを提供するだけだ。

そして、何年も前のユーチューブと同様に、ロブロックスも業界を揺るがしている。

ロブロックスのアドバイザーの一人で、かつて最高製品責任者を務めたマニュエル・ブロンスタイン氏は「ユーチューブは動画業界に破壊的変革をもたらし、『誰もが動画を制作して配信することができる。何千万ドルもの予算は必要ない』という考えを広めた。当社はゲームについて同じことをしている」と語る。

「グロウ・ア・ガーデン」は1人の匿名のティーンエージャーによって数日間で開発された。一方、ゲーム開発会社ティクトー・インターラクティブ・ソフトウェア<TTWO>は、「グランド・セフト・オート」シリーズの最新作の開発に10年以上を費やしている。本作の制作費は10億～20億ドルと推定され、発売日は度々延期されており、株主を嘆息させている。直近では11月上旬に延期が発表され、ティクトーの時価総額は1日間で38億ドル減少した。

一方、ロブロックスは新たなヒット作を次々に生み出し、その人気は高まる一方だ。「スティール・ア・ブレインロット」は架空の生き物を集めるゲームで、わずか6カ月間のうちにロブロックスで3番目にプレイされたゲームとなった。他の人気作としては、鹿の化け物から逃げ回る「99ナイツ・イン・ザ・フォレスト」や、その名の通り庭を育てる「グロウ・ア・ガーデン」などがある。

ロブロックスのユーザーの大部分は17歳未満で、第3四半期（ゲームのプレイ時間がピークになる季節）の日次平均ユーザー数は1億5000万人以上だ。これはアメリカンフットボールの全米王座決定戦「スーパーボウル」の視聴者数と同等のユーザー数が毎日存在することを意味する。プラットフォームには数百万のゲームが存在し、そのほとんどがロブロックスの簡単に利用できるプログラミングツールによって開発されている。

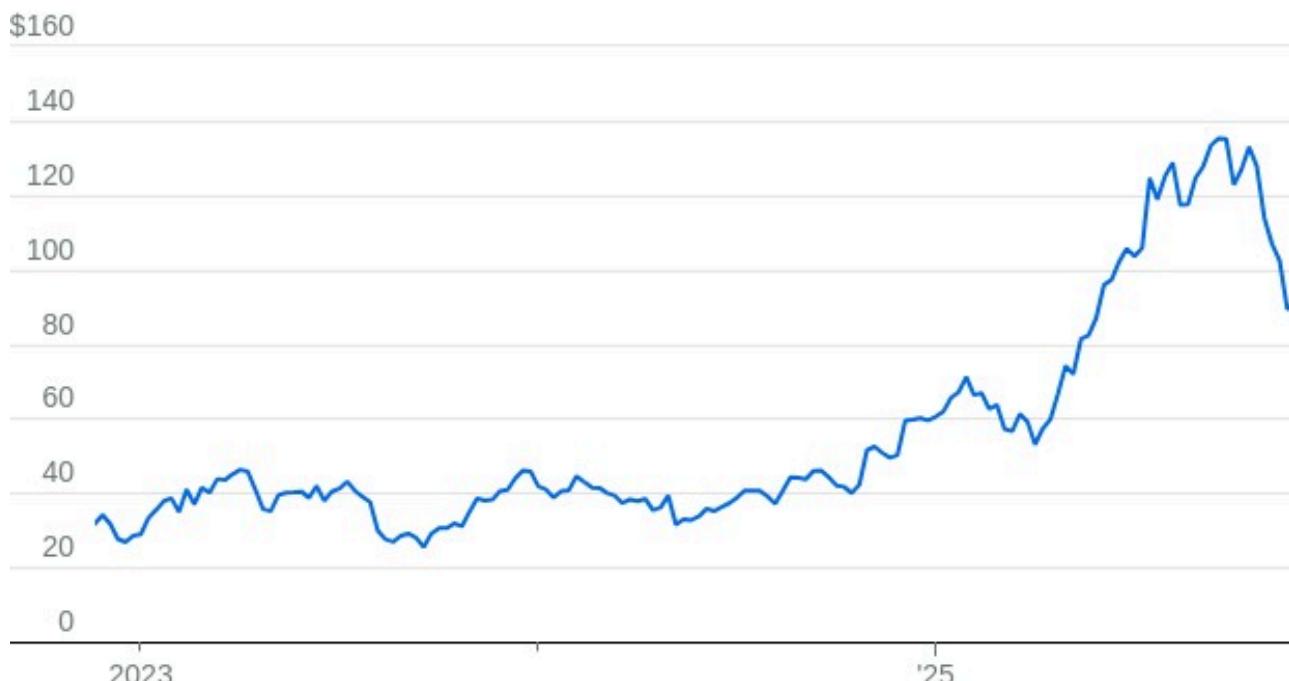
ゲーム制作会社スーパーソーシャルの開発者、ヨナタン・ラズフリッドマン氏は「上位100位に入っているゲームの中で、モバイルゲーム開発会社の会議を経て開発された作品は存在しないだろう。これらの作品はほぼ例外なく、ロブロックス・ネイティブの開発者によってほぼ独占的に制作されたものだ」と語る。

アレックス・ヒックス氏は、ティーンエージャーの頃にゲーム制作に成功したロブロックス開発者の一人だ。ヒックス氏は本誌に対し「僕はロブロックスで育った。学校から家に帰ると、ワクワクしながらプラットフォームにアクセスし、友人が何を作っているかを見ていた。友人たちも僕が何を作っているか見に来た」と語る。ヒックス氏は現在、ツイン・アトラスという制作会社で、世界中の開発者とともにゲーム制作に取り組んでいる。

独自通貨ロバックスが70億ドルのキャッシュを生み出す

Roblox Corp.

(RBLX / NYSE)



Source: FactSet

ロブロックスは昨年、36億ドルの売上高を生み出した。しかし、この数字だけでは、プラットフォームの商業的な力を過少評価することになる。なぜなら、ロブロックスは顧客の平均的なライフタイムを考慮し、ほとんどの売上高を2年間かけて計上しているからだ。

この収益認識のタイミングの関係上、ロブロックスの損益計算書は大赤字となっている。第3四半期は売上高14億ドルに対して2億5600万ドルの損失を計上し、1株当たり37セントの赤字だった。一方、成長段階のソフトウェア企業にとってより重要なフリーキャッシュフローは4億4400万ドルのプラスだった。

ウォール街が好む指標は、プラットフォームにリアルタイムで流入している資金を表すブッキングだ。

昨年のブッキングは合計44億ドルで、今年は52%増の66億ドルと予想されている。

では、なぜ無料のゲームを配信している企業が、1年間に約70億ドルものキャッシュを生み出せるのか。そのカギを握るのが、ロブロックス経済の血液に相当する独自の仮想通貨「ロバックス」だ。

プレイヤーはロバックスを利用して、アバターのためのバーチャル商品を買ったり、ゲームの攻略を進めたりすることができる。これは今やおなじみとなった基本プレイ無料のビジネスモデルだ。開発者は平均でゲームの売り上げ（ドルベース）の約20～25%を得る。ロブロックスは、アップル<AAPL>とグーグルのアプリストアで購入されたロバックスについて多額の決済手数料を支払っている。ロブロックスはロバックスの購入場所を自社ウェブサイトへと徐々に移行しており、それによって利益は増加するとみられる。

全体として、ロブロックスはブッキングの約43%を開発者と決済システムに支払っている。

過去6年間でブッキング総額は年率44%のペースで成長しており、2022年に新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）によるロックダウンが明けたタイミングで底打ちした。過去2四半期のブッキングは51%および70%と急成長している。

上向きのトレンドにもかかわらず、投資家は依然としてロブロックスの成功を1回限りのヒット作の集合体として扱っている。株価は9月の高値から36%下落している。株価は今後12カ月の予想ブッキングの8倍で推移している。これは、成長がより遅く、ヒット作に業績が左右されるゲーム開発会社エレクトロニック・アーツ（EA）<EA>の7倍に対して若干のプレミアムである。EAはプライベートエクイティのコンソーシアムによって550億ドルで買収される予定だ。

しかし、ロブロックスはプラットフォームであってヒットメーカーではなく、そのようなものとして評価されるべきだ。投資家がロブロックスの会社としての使命を再評価することで、株価は9月の高値である142ドルに再び達する可能性がある。これは直近の水準を57%上回る。

「良いゲームを作ればユーザーが集まる」

ロブロックスは主に若者を引きつけていますが、ユーザー層の年齢は上がっている。2020年、日次ユーザーのうち13歳超の割合は42%だったが、2021年以降は過半数を占め、直近四半期では約3分の2に達した。ロブロックスの2024年次報告書によると、ユーザーの44%は16歳超だった。

ロブロックスは2021年の上場当時、自社をメタバースに関係する企業として位置付けた。ますます強力になる消費者向けコンピューティング端末、クラウドコンピューティング、広帯域幅のインターネット接続が登場し、メタバースの概念は現実化しつつある。

メタバース全体を巡る熱狂は後退しており、メタ<META>とマーク・ザッカーバーグ最高経営責任者（CEO）はメタバースよりも人工知能（AI）に注力している。そんな中で、ロブロックスは世界最大のメタバースを所有していると言えるだろう。ロブロックスでは、数百万のプレイヤーが3Dの世界で出会い、リアルタイムでコミュニケーションを取り、デジタルエコノミーとそれを支える独自通貨が存在する。

Billions Served

Two of Roblox's newest games have already drawn more than 30 billion visits, with peak periods of more than 20 million concurrent players.

Roblox Game	Year Launched	Total Visits (billions)	Description
Brookhaven	2020	75	Role-playing game based in suburbia
Blox Fruits	2019	56	Combat role-playing game
Steal a Brainrot	2025	42	Collecting and stealing fantastical creatures called Brainrots
Adopt Me!	2017	41	Adopting and raising pets
Grow a Garden	2025	34	Casual farming game

Source: Roblox

ロブロックスの中核は、ロブロックス・スタジオというゲーム開発ソフトウェアだ。これは無料のツールで、参加者は簡単にゲームを作成できる。ユニティ・ソフトウェア<U>のユニティやエピック・ゲームズのアンリアル・エンジンなど、競合するゲーム開発プラットフォームはあるが、ロブロックス・スタジオよりもはるかに複雑で、プレイヤーも自力で集めなければならない。ロブロックス・スタジオは、開発者をプラットフォームに引きつけている独自の資産だ。

ロブロックスのゲーム開発スタジオ、スプリッティング・ポイントの責任者であるヤンセン・マッドセン氏は、「従来のゲーム開発者には運か多額のマーケティング予算が必要だった。ロブロックスなら、良いゲームをリリースすればユーザーが集まる。インターネット上には、そんなものは存在しない」と語る。

ユーチューブと同じように、ヒットすればトップに立てる。ロブロックスは、ユーザーが一つのゲームをやめて他のゲームを始める手間を減らすことに多大な労力を費やしている。ユーザーはゲームに飽きたら、プレイをやめて他のゲームを探す。一つのコンテンツから別のコンテンツに乗り換えることで、ロブロックスに長くとどまるようにする仕組みだ。これはユーチューブとよく似ている。

ユーチューブとロブロックスのつながりは象徴的なものにとどまらず、両社は互恵的な提携関係を結んでいる。8月には、ユーチューブがロブロックス関連動画の再生回数が1兆回を超えたと発表した。

コロナ禍以降もユーザー数と滞在時間は増加

パンデミックはロブロックスに大きな影響をもたらした。子供たちが家に閉じ込められ、退屈していたからだ。パンデミックのピークの12カ月間で、日次ユーザー数は97%増加した。ロックダウンの終了に伴い、多くのビデオゲームのエコシステムにおける活動は減少したが、ロブロックスのユーザー数は翌年も31%増加した。それ以降、ユーザー数は年率34%のペースで増加している。



Illustration by Justin Wood

性が略奪的な捕食行動を促進することを明らかにしている。ソーシャルメディア企業は悪人を止めるためのモグラ叩きを展開している。

ロブロックスも深刻な問題に直面する。非常に不適切なタイトルや内容を含むコンテンツが監視を通過し、ユーザーに報告されるまで稼働を続ける可能性がある。いじめも存在する。最も大きな懸念は大人による捕食行動だ。実際に、ロブロックスがきっかけで子供が危険にさらされた事例も数件ある。

投資家は、子供を危険にさらす問題は存続に関わるとして、ロブロックスのショートポジションを保有し始めている。さらに、3州の司法長官がロブロックスに対して民事訴訟を提起した。これらの訴訟にロブロックスが敗訴した場合、罰金が急速に積み上がり、イメージが損なわれ、モラルパニック（社会の脅威と見なされる対象へのバッシング）を引き起こす可能性がある。

ロブロックスは、安全を最も優先順位の高い課題としている。ロブロックスのマット・カウフマン最高安全責任者は「当社の目標は、われわれが時間を費やすどんなものよりも、ロブロックスをずっと安全にすることだ。遊び場に行くことや、学校に通うことさえもはるかに上回る安全性を実現したい」と語る。

一方、フェイスブック、ユーチューブ、X（旧ツイッター）などの他のソーシャルメディアは、コンテンツ監視ポリシーを緩和し、ユーザーの安全性よりも言論の自由を優先させている。

カウフマン氏は「これは特定の一つのテクノロジーによって解決できる問題ではない。今年、当社の安全性システムに対して既に100件の重要な変更を実施しており、常に導入を続けている」と語る。

ロブロックスは、コミュニケーション機能を利用しようとするすべてのユーザーが、AIの年齢推定システムによってフィルタリングされる初のソーシャルおよびコミュニケーションプラットフォームとなった。このシステムによって、チャットも年齢層ごとに分離される。ユーザーは年齢推定を受けなくともゲームを遊べるが、誰とでも会話できるわけではない。

プラットフォームの滞在時間は、コロナ禍の間に急増し、その後も持ち応えている。これはロブロックスの魅力を示すもう一つの証拠だ。第3四半期、ユーザーは1日に平均約3時間をロブロックスのプラットフォームで過ごした。

Z世代やアルファ世代（2010年以降生まれ）のユーザーにとって、ロブロックスはゲームを遊ぶだけでなく友人と遊びに行くという意味を持っている。第1四半期において、ロブロックスのコンテンツフィルターは、1日平均で61億件のテキストメッセージと11億時間分のボイスチャットを処理した。

もちろん、ロブロックスの若いユーザー層は最大のリスクでもある。ソーシャルメディアの20年間の歴史は、プラットフォームの拡大と匿名

年齢推定システムは100%正確ではないため、ロブロックスは安全対策への支出を継続し、新たなテクノロジーを導入し続けなければならないだろう。ロブロックスが法律と倫理の観点から見て最悪の結果を免れるとしても、安全対策とコンテンツ監視の費用が増加し続けることは業績に影響を及ぼす。

支出に重点を置く姿勢は、直近四半期の決算説明会で投資家を驚かせたようだ。ロブロックスは安全対策への投資によって2026年の利益率が低下すると発表した。ロブロックスのナビーン・チョプラ最高財務責任者（CFO）は、10月の決算説明会で「ブッキングは、当社が適切な成長投資を実施できる能力よりも速いペースで成長している。しかし、これらの投資は、当社が持続可能な長期的成長を実現し続ける能力に一層の確信をもたらすものだ」と語った。

株価は決算発表を受けて16%下落し、その後も下落が続いている。

ウォール街は非常に悲観的だが、ポテンシャルは大きい

しかし、ロブロックスの未来に重点を置く姿勢は、過去の投資家に利益をもたらしてきた。

2022年、ロブロックスはコロナ禍を受けて次の成長段階に備えることを決断し、そのためにプラットフォームに多額の投資を行った。同年の経費の伸びはブッキングの伸びを上回り、フリーキャッシュフローが唯一マイナスの年となつた。

投資家はロブロックスをコロナ禍で一時的に成功していたにすぎないと見限ったが、2022年の投資は、今年8月の過去最高となる4500万人の同時接続を処理するための基盤を築いた。2022年以降、ブッキングは約3倍に増加し、株価は同年5月の底値から288%上昇している。

繰り返しになるが、ウォール街はロブロックスに対して悲観的過ぎるように見える。アナリストは、ロブロックスの2026年のブッキング成長率が2023～2024年と同様の20～25%に回帰すると予想している。しかし、新たなヒット作が流行すれば、30～40%の成長率を支えるのは容易だろう。

ロブロックスの一部の弱気派さえ、プラットフォームの長期的なポテンシャルを認識している。その一人が、ロブロックスの目標株価を比較的低い88ドルとしている調査会社モフェットネイサンソンのクレイ・グリフィン氏だ。

グリフィン氏は「ロブロックスに関して非常に難しいのは、初期段階にあるということだ。そのため、



Courtesy Roblox



Courtesy Roblox

2030年の見通しに関する見解の乖離（かいり）がバリュエーションに膨大な影響を及ぼしている。合理的な人間でも、意見が分かれる銘柄の一つだ」と語る。

資産運用会社ベイリー・ギフォードは、2030年の見通しに基づき、ロブロックスの大規模なポジションを保有している。米国株ファンドマネジャーのデイブ・バジナウスキ氏によると、ベイリー・ギフォードのマネジャーは「投資アイデアの背景として、長期の構造的変化、社会の変革、文化的な変化の風」を探している。ロブロックスは、ソーシャルなユーザーによる生成メディアが従来メディアの領域に参入するという長期トレンドの観点から、上記の条件にぴったり当てはまるという。

バジナウスキ氏は「ロブロックスはインフラ、安全、研究・開発（R&D）、AIに投資している。成長を金で買うために、営業とマーケティングに資金を費やすようなことはしていない」と語る。

最後に、ロブロックスにはビジネスを次の領域に押し上げる可能性がある切り札が存在する。それは広告だ。ロブロックスのブッキングのほとんどはロバックスの売り上げによるものだ。しかし、ロブロックスは、モバイルゲーム業界全体と比べて非常にゆっくりとしたペースで、ゲーム内広告を導入し始めている。広告がロブロックスの利益にとってどの程度重要になるかは依然として不透明だ。

メタのザッカーバーグCEOは以前、メタバースの未来についてこう語った。「創造、アバター、デジタルな物体が、私たちが自分自身を表現する上で中心的な役割を果たすようになるだろう。これは全く新たな体験と経済的な機会につながるはずだ」。

メタはその未来にたどり着かなかったが、ロブロックスは既にたどり着いた。そしてそのゲームは始まったばかりなのだ。

By Adam Levine
(Source: Dow Jones)

2. AIがショッピング体験を作り変える

[フィーチャー]

AI Is Remaking Shopping. These Companies Are the Leaders.

AIエージェント型コマースを推進する企業がリーダーに

ショッピングでのAI利用が本格化

今年のホリデーシーズンでは、人工知能（AI）チャットボットがけん引する売り上げが数十億ドル規模に達すると見込まれている。これは、小売業者や消費者にとってはもちろん、AI技術にとっても重要な節目と言える。商品検索や価格比較、注文といった購買行動をAIツール・エージェントを利用して行うエージェント型コマースは、まだ初期段階にある。しかし、AIの影響は加速しており、ブランドや小売業者に新たな商業的機会をもたらし、買い物客にとって変革的な体験を約束している。

顧客情報管理ソフトウェア大手セールスフォース<CRM>の最近の調査によると、AIを使っている回答者の57%は、今年のギフト選びにAIツールを使う予定だという。セールスフォースは、AIの効果で世界のホリデーシーズンのオンライン販売が2630億ドルに達すると予測し、これはEコマースの総売り上げの約18%に相当する。

消費者の買い物行動を誘導するうえでAIが初めて重要な役割を果たしたのは、2024年のホリデーシーズンである。画像・電子文書ソフトウェア大手アドビ<ADBE>は、AIによるホリデーシーズンの購買行動が今年も劇的に増加すると予測している。AI技術とその推奨に対して消費者が慣れ始めていることが背景にある。チャットGPTやパープレキシティなどの生成AIからのリファラル（推奨）によるブランド企業や小売のウェブサイトへのアクセスは、今年10月だけで前年比1,200%増となった。



Dreamstime

小売業者、広告業者、そして投資家にとって、これは従来型の検索エンジンからの根本的な転換の始まりを示す。この転換は、消費者の支出の流れを変え、ホリデーシーズンはもちろん、その先でも勝者と敗者を生み出す。マーケティング戦略への対応が速い企業は恩恵を受ける一方、出遅れた企業は短期と長期のいずれでも苦戦を強いられそうだ。初期データによれば、AI経由のリファラルは購入率が高く、Eコマースの市場シェアの変動につながる可能性がある。

ベンチャーキャピタルのメンローベンチャーズが4月にとりまとめた調査によると、米国の成人の61%が、過去6ヶ月以内に生成AIツールを使用したと回答した。主な利用目的は、メール作成、調査、支出管理、そして買い物だった。また、セールスフォースの調査によると、AI利用者は、AIによってより個人に適した商品推薦が受けられ、うんざりする商品調査が不要になり、価格比較を通じて予算を守りやすくなると回答した。

オープンAIはショッピング大手企業との連携に注力

オープンAIが最近発表した新たなショッピング関連の取り組みは、消費者向けAIが近い将来、買い物体験でさらに大きな役割を担うと見込んで注力していることを示唆している。11月24日、オープンAIは、商品の比較をこれまで以上に容易にするための新しいショッピング調査ツールをプラットフォームに導入した。

今秋の初め、オープンAIは、電子商取引用プラットフォームのショッピファイ<SHOP>、手作りクラフト品向けマーケットプレイスを提供するエツツィー<ETSY>、ディスカウント型総合小売りのターゲット<TGT>、総合小売り最大手のウォルマート<WMT>との提携を発表した。これによりユーザーは、チャットGPT上で商品を直接購入できるようになる。この動きは、生成AIをリードする企業が、ユーザーの購買プロセスを商品調査からチェックアウトまで導こうとしていることを示している。

とはいっても、この試みは、今年のホリデーシーズンにおけるAIの主な用途にはならない見通しだ。この機能はオープンAIからまだ全面的には提供されておらず、チェックアウト手順も一度に1商品しか購入できないなど滑らかさを欠いている。小売業者は、自社のロイヤルティプログラムをこの種の第三者AI検索プラットフォームと容易に連携できず、データからの洞察も依然として得にくいという。

寝具用品メーカー、ブルックリネンの最高執行責任者（COO）レイチェル・レビイ氏は、「今のところ

ろ、（チャットGPTのAIによって誘導される取引ごとに）1商品しか購入できない。そのため、一度のチェックアウトで複数の商品を購入できるようになるまでは、誰もここに投資しようとはしないだろう。現状の仕様ではブランド体験が損なわれ、顧客を混乱させる可能性がある」と述べた。

他の多くの企業も「見つけやすさ」の問題の対処に苦慮している。オンライン衣料ブランドのエバーレインで最高財務責任者（CFO）を務めるビンス・アダムス氏は「AIが『たどり着く』ことができるようなコンテンツにしようと最善を尽くしている」と語った。

AIリファラルで購入が促進される

アドビは、AI経由のリファラル数は従来型の有料オーガニック検索およびEメール広告と比べるとまだ少ないものの、他のチャネルよりも価値が高い可能性があるとしている。アドビによれば、10月の実績として、AIが消費者をリテールサイトへ誘導すると、買い物客はAI以外の情報源からリファラルを受けた場合に比べて購入確率が16%高かった。また、AIに誘導された買い物客は小売企業のウェブサイトでの滞在時間が長くなり、1訪問当たりの購入額が大きくなった。

ボストン・コンサルティング・グループ（BCG）のマネジング・ディレクター兼パートナー、ティファニー・イエ氏は、小売企業のウェブサイトをAI向けに最適化することがカギだと話す。商品名と表示を明確にして、大規模言語モデル（LLM）が扱いやすくするようにすることが重要だ。もう一つの重要な要素は、商品がオンライン上の独立した第三者による商品レビュー、ソーシャルメディアの提案あるいは編集コンテンツによって推奨されることだ。

デジタル分析企業のシミラーウェブ<SMWB>でアドバイザリー・サービスの米大陸責任者を努めるベン・パークス氏は、ほとんどの企業はAI戦略をようやく策定し始めたばかりで、しばらくの間、リファラル・トラフィックの獲得は誰にでもチャンスがあると語る。とはいえ、大手企業には規模という競争優位があり、AI投資のリソースを有している。ウォルマート、ロウズ<LOW>、ホーム・デポ<HD>など、大手の多くは自前のAI検索機能で実験を行っており、自社システムとチャットGPTあるいはパープレキシティといったサードパーティ検索プラットフォームのデータを統合することが可能だ。

アナリストは、エツィーおよびショッピファイの積極的なエージェント型商取引（エージェンティックコマース）の活用を称賛し、ショッピファイをAI採用で傑出した存在として台頭してきたと絶賛する。ループ・キャピタルのアナリスト、アンソニー・チュカンバ氏は、ショッピファイは以前から出店小売業者にプラットフォームを通じて複数の自動化ツールを提供しており、今では「Eコマースのデフォルト（標準仕様）」だと語る。

ショッピファイのAIシステムにはAIエージェントが商品のデータを検索したり、集めたりすることのできる手段や複数のショッピファイの店舗から商品を選び一つのカートに入れることのできる機能、AIインターフェースを通じて買い物客が支払いできる機能が用意されている。ハーリー・フィンケルシュタイン社長は、11月に開催されたショッピファイの第3四半期決算説明の電話会議で「まだ明らかに時期尚早だが、弊社の取り組みはエージェント型の商取引向けに先鞭（せんべん）をつけるものだ」と語った。

ショッピファイなどは、トラフィックをけん引するオープン・エージェントのエコシステム向けに地な

らしをしている段階だが、重要なプレーヤーは大規模な統合に対してより慎重なアプローチを取っている。それにより長期的なAIの採用の性質が変化する可能性を秘めている。アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞は独自のAIエージェント、ルーファスを運営するが、顧客の買い物体験および企業のデータに対するコントロールを維持し、自社のエージェント能力の採用を働きかけている。

次世代電子商取引に向けての戦い

アマゾンは最近パープレキシティを提訴し、アマゾンの利用者の買い物にパープレキシティのエージェントを使えないようにした。パープレキシティのAIエージェントが「アマゾンの顧客の経験の価値を低下」させ、顧客データにサイバーセキュリティリスクをもたらしたと主張した。カリフォルニア州北部地区連邦地方裁判所に提起されたアマゾンの訴訟の判決が出るのは数カ月先になるが、訴訟はエージェント商取引の次なる戦いの前触れである。

顧客データに基づくデジタル広告は、アマゾンやウォルマートなどの企業にとって主要な収益源となっている。これらの小売業者は、AI企業にそうした利益に参加させることを躊躇（ちゅうちょ）するだろう。デジタル広告企業クリテオ＜CRTO＞の最高製品責任者（CPO）、トッド・パーソンズ氏は、チャットGPTなどのほとんどのAIエージェントはスポンサー広告を提供していないが、提供開始は時間の問題だと語る。

企業が電子商取引の次世代バージョンに向けて準備を進めており、消費者は今年、AIテクノロジーがさらに多くの小売業者のアプリケーションや経験に統合されるのを目にするかもしれない。買い物（行動）がこれまでとは全く異なるものとなる可能性がある。

By Sabrina Escobar
(Source: Dow Jones)

3. グーグルはAIの勝者であり、株価は上がり続ける

[注目銘柄]

Google Stock Has Been the Clear AI Winner-and the Gains Could Keep Coming.
堅固なファンダメンタルとイノベーションで市場をリード

法廷闘争とAI脅威論を乗り越えたアルファベット



Angel Garcia/Bloomberg

大手ハイテク企業の中で最高の人工知能（AI）株の探求はやめるべきだ。アルファベット＜GOOGL＞が明らかな勝者であり、株価の上昇は続く可能性がある。

1年前、アルファベットの将来は暗いものだった。2024年8月、米連邦地方裁判所のアミット・メータ判事はグーグルを「独占企業」と宣言し、投資家はインターネット検索のパイオニアが分割されるのではないかと懸念した。この法廷ドラマが展開される中、オープンAIのチャットGPTは2022年11月の発表からわずか数日で

ユーザー数100万人を突破し、2024年12月には週間アクティブユーザー数が3億人に達した。これにより、グーグルの検索ビジネスがAIによって破壊されるのではないかという疑問が浮上した。こうした懸念からアルファベットの株価収益率（PER）は、向こう12カ月間の予想利益ベースで約20倍という水準で、マグニフィセント・セブン（M7）銘柄の中で最も低くなり、S&P500指数の22倍を下回った。

この1年で状況は大きく変わった。アルファベットにはYouTube（ユーチューブ）、自動運転配車サービスのウェイモ、モバイル基本ソフト（OS）のAndroid（アンドロイド）、クラウド事業、基盤となるAI技術とAI半導体技術など、分割された場合でも全体よりも価値が高い可能性のある事業が存在するため、会社分割自体は恐れるべきことではなかっただろう。しかし、そのような事態には至らなかつた。9月、判事は反トラスト法（独占禁止法）違反に関して比較的穏やかな制裁案を提示した。また、AIがグーグルを混乱させるという懸念にもかかわらず、アルファベットは驚くべき適応力と成長力を示し、4四半期連続で利益は予想を上回り、最近では生成AI基盤モデル「ジェミニ3」をリリースした。株価は過去12カ月でほぼ90%上昇し、先週は史上最高値を更新した。投資会社バークシャー・ハサウェイ＜BRK.A＞＜BRK.B＞でさえこの株を購入した。

■ 株価は高騰したものの、割高ではない

現在の疑問は、投資家はこの株をどう扱うべきかだ。本誌は12カ月前、アルファベット株が50%過小評価されているとして推奨した。実際の結果はそれを上回った。現在のPERは26倍。上昇分の約半分はPERの拡大によるもので、残りは利益成長によるものだ。株価の急騰は投資家に不安を抱かせ、最大の勝ち株を売却したくなる衝動に駆り立てるが、投資家は保有方針を維持すべきだ。過去12カ月の再現は期待すべきではないが、堅実な事業運営が株価を押し上げる助けとなるだろう。

オークマーク・ファンズのポートフォリオマネジャー、ビル・ナイグレン氏は「株価が160ドルから現在の300ドル超まで上昇したこと、魅力が薄れたように見える。しかしアルファベットは依然として、われわれが考える適正価値を上回る価格で取引されているわけではない」と指摘する。

第一に、アルファベットの株価は依然としてそれほど割高ではない。PERは26倍でも、マグニフィセント・セブンの中で2番目に低い水準だ。メタ＜META＞のPERは20倍で、唯一アルファベットより低い。この両社の比較は示唆に富む。どちらも莫大な利益を上げつつ、AI能力に惜しみなく投資している。しかしメタは現時点で大きなリターンを得られていない（税引き前利益率は前年同期比2%ポイント低下、設備投資は約80億ドルから190億ドル近くへ2倍超増加）のに対して、アルファベットは収益性を高めている。第3四半期の税引き前利益は39%増加し、税引き前利益率は7%ポイント拡大した。これは前年同期の130億ドルから240億ドルへ支出が増加した中で達成された成果だ。

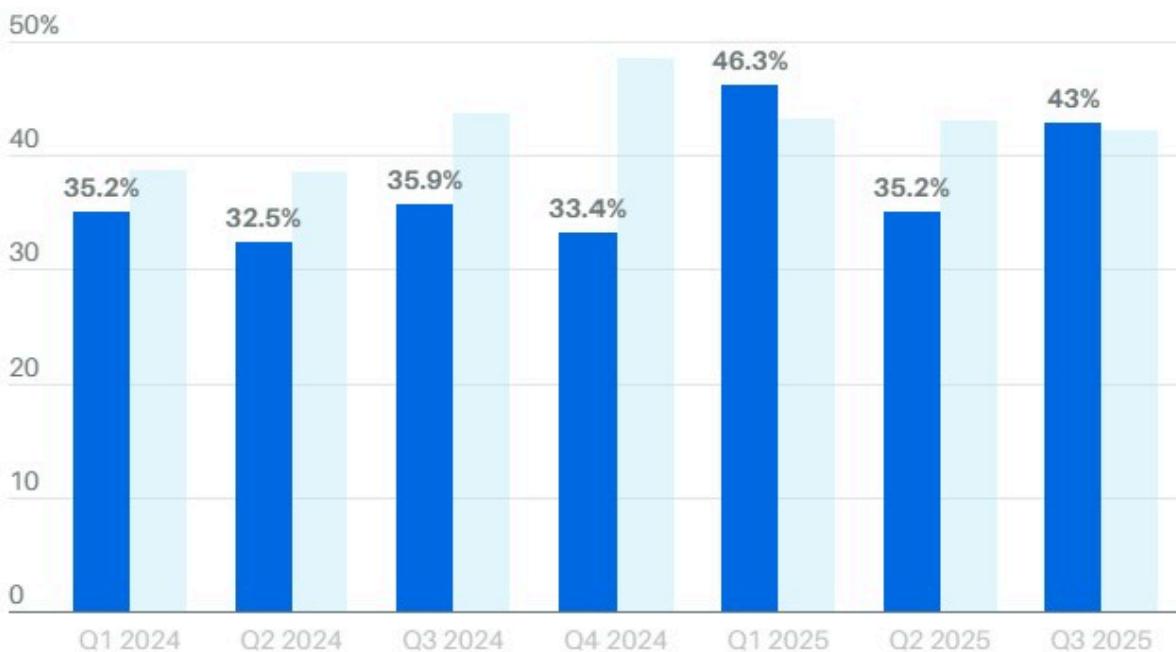
アルファベット株が上昇し続けるには、こうした業績が必要だ。2025年の1株当たり利益（EPS）は、ウォール街が約1年前に予想した9ドルを上回り、10ドルを超える見込みだ。このパターンに従うと、アルファベット株が上昇し続けるためには、2026年のEPSは現在の11ドルから上昇し、12～13ドル近い水準で着地する必要があるだろう。幸いなことに、このシナリオに不合理な点はない。ニュー・ストリート・リサーチのアナリスト、ダン・サーモン氏は、特にアルファベットのクラウド事業の成長が株価上昇の起爆剤となり得ると指摘する。ウォール街は現在、グーグル・クラウドの2026年売上高が2025年の約570億ドルから750億ドルに増加すると予想している。

Show Me the Money

Investors are watching to see if companies can boost their profit margins while spending cash.

Pre-tax GAAP Income Margin

■ Alphabet ■ Meta Platforms



Source: FactSet

“The stock going from \$160 to over \$300 today has made it look less attractive,” says Oakmark Funds portfolio manager [Bill Nygren](#). “[But Alphabet is] still not selling for more than we think it’s worth.”

AI需要は堅調で、尽きることのない収益機会

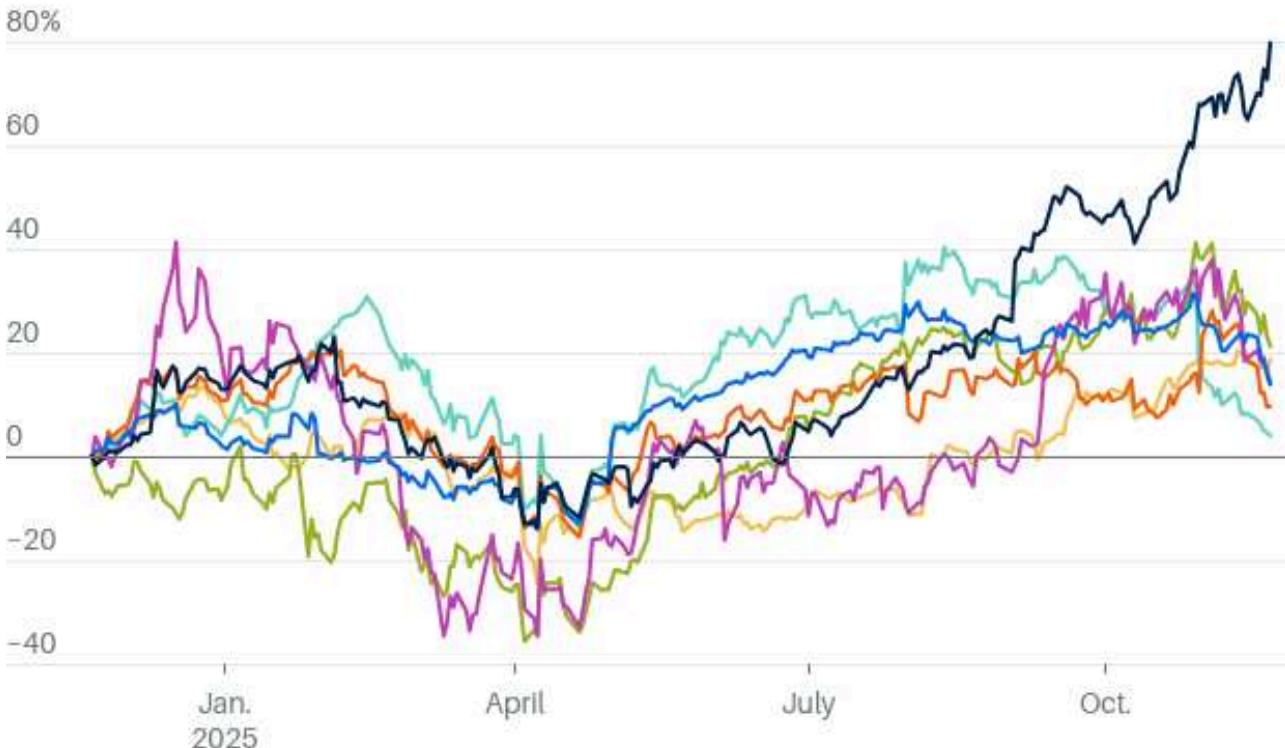
この成長はAI需要が堅調に推移することを前提としているが、特に19日に発表された半導体大手エヌビディア<NVDA>の好調な決算を受けて、需要減速の兆候は今のところない。そして確かに、それはさらなる支出を意味する。ハイパースケーラー主要4社（巨大クラウド企業であるアルファベット、マイクロソフト<MSFT>、メタ、アマゾン・ドット・コム<AMZN>）の第3四半期売上高は前年同期比25%増となり、2025年には新規設備に約3660億ドル、2026年には4780億ドル、2027年には5340億ドルを支出すると予想されている。この支出の資金調達は容易だろう。4社とも潤沢なキャッシュフローと健全なバランスシートを有し、合計で1兆ドルを優に超える借り入れ能力を有している。ルーミス・セイレスのポートフォリオマネジャー、マシュー・イーガン氏は「もしこれらの企業が成長のためにバランスシートを活用しようと決めた場合、負債に対する需要は尽きることがないだろう」と言う。

AIアプリの進化に伴い、その活用範囲はますます広がり続けている。11月18日にグーグルが発表したジェミニ3 AIモデルは、グーグルがAI競争で後れを取っているのではなく、むしろ差を詰めていること

Going Its Own Way

Alphabet stock has outperformed shares of the rest of the Magnificent Seven over the past year.

— Alphabet / GOOGL — Tesla / TSLA — Microsoft / MSFT — Apple / AAPL — Amazon.com / AMZN — Nvidia / NVDA — Meta Platforms / META



Source: Bloomberg

を示した。このモデルには、より厳密な推論を必要とするプロジェクト向けのディープシンク、生成ユーザーインターフェース、ソフトウェア開発者向けの改良された「バイブコーディング（AIを使用して自然言語プロンプトから機能コードを生成する新しいソフトウェア開発手法）」など、新たなツールが含まれている。ジェミニはチャットGPTとの差を縮めており、チャットGPTの週間アクティブユーザー数8億人に対して、ジェミニの月間アクティブユーザー数は6億5000万人だ（両社はユーザー数を直接比較できる形で報告していない）。

どのAIアプリが勝者として台頭するかは予測困難だが、アルファベットは過去に価値を創出する能力を実証しており、ジェミニ3の発表が示すように今後もそれが可能だろう。オークマークのナイグレン氏は、「初期の反応は、ある種の驚きであるようだ。なぜ人々が驚くべきなのか、私にはよく分からぬ。アルファベットが資本投資において、異例なほどひどい失敗をしない限り、少なくとも共同リーダーシップの地位にはあるはずだ」と語る。

エバーコアのアナリスト、マーク・マヘイニー氏によれば、アルファベットはAIを活用して新製品を生み出し、すべての製品にわたって新たな収益機会を創出できることを証明した。もはや割安とは言えないが、アルファベットの株式は依然として保有する価値がある。マヘイニー氏は目標株価を325ドルとし、「グーグルはもはや古典的なDHQ株（ディロケーション・ハイクオリティ、一時的に割安となっ

ている優良株) ではないが、そのファンダメンタルズとイノベーションのレベルは非常に印象的だ」と記している。

もし必要ならポジションを縮小せよ。しかし、このAI勝者の株は保有し続けるべきだ。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

4. 運用会社ブルー・アウルへの厳しい視線は根拠がない [インタビュー]
Blue Owl Is Having a Rough Year. Its Co-CEO Says Investors' Fears Are 'Ungrounded.'
リプシュルツ共同CEOに聞く

投資家が抱き始めた不安

長年にわたって称賛した後、株式市場は非公開のプライベートクレジット (PC) 運用会社を冷ややかに見ている。投資家もまた、人工知能 (AI) 向けデータセンターに巨額の資金を投じたことを再考している。

オルタナティブ資産運用会社ブルー・アウル・キャピタル<OWL>は両分野で先行しているが、株価は1月以降、ほぼ半値に下落している。ブルー・アウルは先週、違う意味で挫折を経験した。ブルー・アウルが運用するクレジットファンドのバリュエーションが大幅にディスカウントされていることが問題視され、中堅企業向けに直接融資を行う二つのビジネス・デベロップメント・カンパニー (BDC) ファンドの統合計画が頓挫した。

本誌は最近、ブルー・アウルの共同最高経営責任者 (CEO) であるマーク・リプシュルツ氏に、PCは勢いを失ったのかどうかを尋ねた。トランプ政権が確定拠出年金 (401k) プランに、PC商品の解禁を検討していたからだ。本誌は融資詐欺事件に関する最新の報道が、PC業界にとって不吉な兆候なのか、それともライバルである銀行にとって不吉なのか疑問を抱いている。

過去2カ月間に、ブルー・アウルのファンドはメタ<META>、オラクル<ORCL>、その他のAI巨大クラウド事業者 (ハイパースケーラー) のデータセンター建設資金として500億ドル強を提供した。これは史上最大の非公開 (プライベート) 資金を調達する資本プロジェクトである。果たして、報われるのだろうか。

本誌：S&P500指数は年初来13%上昇しているが、PC運用会社であるアレス・マネジメント<ARES>とブルー・アウル・キャピタルの株価は急落している。PC事業は危機に瀕しているのだろうか。リプシュルツ氏：今の状況はとても奇妙だ。市場は非常に強気であり、それは記録的な株価指数やタイトな信用スプレッドに反映されている。銀行は非常に好調な決算を発表している。消費者行動や消



ALEXANDER KARNYUKHIN / THE FORBES COLLECTION / CONTOUR RA / GETTY IMAGES

費者信用に関するコメントは全て前向きだった。同時に、人々は「クレジット」の前に「プライベート」という言葉が付くと不安になると言っている。

話を進めると、結局、出てくるのはデフォルトした自動車部品サプライヤーのファースト・プランズか、信用力の低いサブプライム自動車ローン会社トライ・カラー・ホールディングスに関する話だけだ。しかし、ほとんどと言っていいほどPCとは無関係である。

Q：事実を教えて欲しい。

A：事実として、ブルー・アウルの事業は非常に好調だ。大きな波乱の中で、当社は素晴らしい一年を過ごしている。今年は（トランプ大統領による）「解放の日」の関税や数多くの政治的混乱の年だった。それでも、当社が決算で重視するリターン、リスク、ボラティリティーなど、その全てが予想通りか、予想を上回る成果を上げている。

それは、当社商品への継続的な投資に表れている。当社は過去12カ月間に過去最高の出資コミットメントを獲得した。収益は20%成長し、利益も魅力的な水準で伸び続けている。にもかかわらず、当社は20%の成長率、持続的な事業、高配当を持つ企業としての評価を受けていない（注：ブルー・アウルは1株当たり年間88セントの配当を支払い、配当利回りは6.5%である）。

Q：ブルー・アウルが運用する運用資産残高170億ドルの上場BDCファンド、ブルー・アウル・キャピタル・コーポレーション<OBDC>は、純資産価額に対して21%ディスカウントされている。そのため、規模が小さな非上場ファンドとの合併計画が頓挫した。非上場ファンドの保有者が損失を被ることになるからだ。そこから得た教訓は何か。

A：当社は今後、潜在的な代替案を検討し、株主に長期的な価値を創出する最善の方法を見つけるつもりだ。両ファンドのポートフォリオは非常に好調であり、ファンダメンタルズ、信用の質のいずれにおいても卓越している。しかし、片方のファンドは公開、もう一つは非公開であるため、当然ながら、当社としては非公開ファンドの投資家により多くの流動性の機会を提供したいが、急ぐ必要はない。

■ 現状は合理性に欠ける



Jeenah Moon/Bloomberg

Q：隠れた問題がPCポートフォリオに潜み、一方で経済は広く健全であるということはあり得るか。

A：本質的に相容れない。ブルー・アウルについて懸念を抱くこと、すなわち、債務返済順位が最上位のシニアレンダー市場の健全性を心配することと、返済順位が劣後する全てのものに興奮することとは、論理的に相容れない。当社も同業他社も、幾千もの企業に対する貸し手である。その幾千もの企業がデフォルトすることになれば、株式市場や債券市場はどうなるだろうか。壊滅的な打撃を受けざるを得ないだろう。

Q：しかし、借り手が貸し手である銀行をだましているという見出しを目にする。

A: PCの大きな利点の一つは、貸し手が借り手に深く関与することと、貸し手が求める情報のフローにある。われわれの仕事を構成するのは徹底的に調べ上げ、より大きな投資を行い、その後は極めて綿密に監視することである。それが詐欺のリスクを根っこから排除する上で大いに役立つ。

Q: ブルー・アウルの融資の多くは、プライベート・エクイティ（PE）企業や企業スポンサーに支えられた事業向けではないのか。

A: 当社にとって、スポンサーがいる企業によるファイナンスは望ましい。当社より先にリスクを取って多額の資本を投じた、洗練されたPEがもう1社存在するのは心強い。ある企業の売掛金が数十億ドルも膨れ上がり、担当PEチームの若手メンバーがそれをすぐに察知し、「これらの売掛金は一体どこから来たのか」と問い合わせるだろう。

デジタルインフラで存在感を高めるリース契約

Q: PEがピークを迎える、PCはPEに引きずられているのか。

A: PEが新たな段階を迎えたのは事実である。PEはかつてのようなハイパー成長市場ではなくなっている。だからといって、PEが魅力的な資産クラスではないという意味ではない。ただ、成功するファンドの数は減り、真の超過収益（アルファ）を生み出せる熟練の実務家も少なくなるだろう。PC大手はさらに規模を拡大している。資金を拠出するリミテッドパートナー（LP）は投資先を集約しており、それは明らかに大手に有利に働いている。当社も規模を拡大してきた。

デジタルインフラのエコシステムを見ると、当社は現在、そこで非常に大きな役割を担っている。当社の不動産事業は信用格付けが投資適格のパートナー企業に対し、借り手が家賃に加え固定資産税・保険料・維持管理費を負担するトリプルネット型の長期リースを先駆けて導入した。今ではAI向けDCがあり、過去1年間に建設された最大の三つの案件は全てブルー・アウルのプロジェクトだ。

Q: 投資家は最近、オープンAI、オラクル、マイクロソフト（MSFT）、メタ、グーグル（親会社はアルファベット（GOOL））といったハイパースケーラーの数千億ドルの支出を懸念するようになっている。懸念はないのか。

A: 今後10年間で、AIは世界と経済に大きな変革をもたらす力となるだろう。

Q: データセンターはブルー・アウルが資金を投入すべき対象か。

A: 私はこれまで30年間プライベート投資に携わってきたが、これまで見てきた最高のリスク・リターン投資は、現在、移行期にあるデジタルインフラの一部分に属している。世界最大級の企業に対し15～20年の鉄壁のようなリース契約が結ばれている、大規模な有形資産だからだ。

当社が言いたいのは基盤となるインフラは不可欠であり、この変革は本物だということだ。そして率直に言えば、マイクロソフトはきちんと支払いをするだろう。読者がマイクロソフトやメタ、グーグルの支払いを否定的に見るのであれば、読者はもっと深刻な懸念を抱えているはずだ。

ハイパースケーラーは繁栄を謳歌（おうか）している。彼らが世界最大になったのは、このテクノロジーを他の誰よりも深く理解しているからだ。彼らは私たちが目にしているものより2世代先を見据えた上で、ハイパースケーラー5社が「今後2年間で1兆ドルを投じる用意がある」と語っている。5社は素晴らしいリターンを得るかもしれないし、得られないかもしれない。だが、根本的に間違っている。

こうした企業はバランスシートに計上されない特別目的事業体（SPV）を利用している。ハイパースケーラーはどのような義務を負うか。それはリース契約を通じた義務である。これはまさに、当社が不動産事業で何千回も繰り返してきたものだ。途中解約が不能で親会社の保証が付されている適切なリースは非常に安全性が高い手段である。破産でもしない限り、ハイパースケーラーは支払い義務を負う。リースは確固たる契約であり、投資家にとって機会となる。市場が変化し、これまで存在しなかった巨額の資本需要が突如現れ、しかも資本の出し手に有利な不均衡が生じている。

■ プライベート商品は401kに解禁されるべきだ

Q：トランプ大統領はオルタナティブ投資商品を401kプランに組み込みたいと考えている。それは退職者に利益をもたらすのか。

A：プライベート市場へのアクセスは、あらゆる経済へのアクセスを望むなら「必須のもの」である。旧来の年金プランの受給者、政府系ファンド、裕福な退職者であれば、オルタナティブ投資の恩恵を受けられる。ところがオルタナティブ商品は不当な扱いを受けており、一部の投資家は不利な立場に置かれている。

退職に備える主な貯蓄手段が401kだと、その退職者はアクセスできない。10年前や20年前にはそれは問題ではなかったかもしれない。しかし、今日では市場の多くがプライベート資本によって担われていることを考えて欲しい。ただし、私はこれを拙速に進めるべきではないと思う。適切に規制され適切に運用されるべきである。

Q：しかし、401k投資家の参入は、機関投資家の関心が薄れ始めたからなのではないのか。

A：当社への機関投資家からの関心は衰えていない。過去12カ月間の機関投資家からの資金調達は、これまでで最高だった。デジタルインフラでは今回、初めてカタール投資庁（QIA）をLPに迎え10億ドルが拠出された。

PCは普遍的なビジネスではない。誰が運用するのか、商品が何であるのかが常に重要である。それにもかかわらず、公開市場はクレジットファンドやその運用会社に冷淡な態度を示している。説明できぬ根拠のない理由から他の人が恐れる時こそ、積極的になるべき機会のように思われる。恐らくそれが、現時点を興味深いものにしている。

By Bill Alpert
(Source: Dow Jones)

5. グーグルTPUが引き起こすAI半導体覇権争い

Google's TPU Chip Has Taken AI By Storm and Knocked Nvidia Stock Down.

エヌビディア独走体制への警戒感の高まり

[ハイテク]

グーグルTPU旋風と市場変動

グーグルが突然、人工知能（AI）トレードの主役に躍り出た。発端となったのは、グーグルの新たな生成AIモデル「ジェミニ3」の発表で、同モデルはグーグルが自社開発するAI半導体で訓練されたものだ。株価の上昇基調は、米テック系専門誌インフォメーションが「メタ<META>がグーグルと協議し、テンソル処理ユニット（TPU）と呼ばれるグーグルのAI向け専用チップを調達してAIデータセンターに導入する方向だ」と報じたことで一段と強まった。この分野は半導体大手エヌビディア<NVDA>の画像処理半導体（GPU）が支配的な領域だ。



Nathan Laine/Bloomberg

グーグル親会社のアルファベット<GOOGL>の株価は、18日のジェミニ3発表以降で12%上昇する一方、エヌビディア株は3.4%下落した。アルファベットの時価総額は3兆8600億ドルとなり、世界3位の規模に浮上した。首位はエヌビディア（4兆3800億ドル）、2位はアップル<AAPL>（4兆1000億ドル）であり、その背後に肉薄しつつある。グーグルの追い風は、TPUの設計を担う半導体大手ブロードコム<AVGO>にも及んでおり、株価は最新のジェミニ発表以降16%上昇している。

TPU進化とAIインフラ攻防

2010年代にグーグルが自社のAI開発を加速させていた当時、グーグルは後に他のエヌビディア顧客も直面することになる問題をすでに抱えていた。従来型サーバーでは演算処理が追いつかず、エヌビディアのハードウェアは高価で、大量調達もままならなかった。事業規模の大きいグーグルにとって、こうした課題を解決するには自前のソリューションが不可欠だった。

グーグルが手掛けたTPUは2015年に初登場した。社外で存在が知られる前から、TPUはすでにグーグルの各種サービスの基盤として稼働していた。2025年時点で、グーグルは第7世代となるTPUを開発している。グーグルは引き続き自社サービス向けにTPUを内部利用しているほか、近年は、TPUの外部顧客の獲得にも成功している。アップルは自社の「アップル・インテリジェンス」モデルをTPUで訓練し、時価総額3500億ドル規模のAIスタートアップであるアンソロピックも、マルチクラウド戦略の一環としてTPUの利用契約を締結している。



Sean Gallup/Getty Images

最新モデルのジェミニ3は利用者から高い評価を得ており、AIワークロードを処理するうえでのエヌビディア代替としてTPUに再び注目が集まりつつある。グーグルが2010年代に経験した状況と同様に、エヌビディアのGPUは高価で旺盛な需要に対して供給が逼迫（ひっぱく）している。AIの中核インフラを単一ベンダーに依存することを避けたいという思いは、多くの企業に共通している。

2021年以降、エヌビディアのデータセンター関連収益は2400%増という急拡大を遂げた。エヌビディアのハードウェアは2012年にAI研究の実質的な標準となり、2022年末に生成AIブームが本格化した際には、こうした長年の取り組みが奏功し、エヌビディアは市場の中心的存在として位置づけられることになった。

エヌビディアのチップは現在もGPUと呼ばれているが、その用途はパソコンの画面描画にとどまらない。GPUはタスクを細分化し、同時並行で高速処理することを得意としており、ゲーマーが120フレーム毎秒でプレーできるのもこの特性による。こうした並列演算性能が、AI計算やその他の高性能コンピューティング分野でも大きな力を発揮している。

一方で、TPUはディープラーニング（深層学習）向けの行列演算という特定用途に特化しており、その点では極めて高い効率性を発揮する。適切な条件下では、TPUはエヌビディアのGPUよりも優れたコスト構造をもたらす可能性がある。深層学習は過去10年以上にわたりAI研究の主軸となり、チャットボットやコーディング支援などの新しいAIアプリケーションを支える大規模言語モデルの進化を後押ししてきた。GPUは汎用性に優れるが、特定のAI処理ではTPUが新幹線のように圧倒的に高速だ。

顧客がエヌビディアへの依存度を下げたいと望むのは当然だが、今のところ依存が続いている。だからこそ、エヌビディアは第3四半期に73%という驚異的な粗利益率を確保できた。約3倍に及ぶマークアップが維持されているのは、TPUなどの代替手段が顧客の要件を完全には満たしていないためである。

■ CUDAが守るエヌビディア優位

しかし、何事も支配が永続するわけではない。半導体大手インテル<INTC>は、長年にわたりデータセンター向けチップ市場で霸権を握ってきた。エヌビディア、半導体大手アドバンスト・マイクロ・デバイセズ<AMD>との三つ巴の競争が続いた中でも、インテルは2021年1～3月期に同市場の売上高シェアで65%を確保していた。しかし2024年にはエヌビディアが市場の8割超を掌握し、インテルのシェアは1桁台まで縮小した。

他の主要クラウド企業はそれぞれ独自のAI半導体を持ち、他社も続々と参入を進めている。アンソロピックが採用する戦略は、将来の姿を示唆するものかもしれない。アンソロピックはアマゾン・ウェブ・サービス（AWS）、マイクロソフト・アジュール、グーグルと大口契約を結んでおり、それぞれエヌビディアのGPU、グーグルのTPU、そしてアマゾン・ドット・コム<AMZN>が開発した専用半導体「Trainium」を併用している。アンソロピックはベンダーと半導体の利用先を分散させることで、カウンターパーティーリスクを抑制している。

将来的には、エヌビディアの市場シェアや高い粗利益率が脅威にさらされる局面が訪れるだろう。グーグルのジェミニ成功を受け、一部投資家は今がその時期ではないかと見ている。しかし、筆者はその時

期はまだ先だと考えている。エヌビディアの市場支配力を支えているのはハードウエアではなく、ソフトウエアだからだ。

エヌビディアは2004年にCUDAと呼ばれるソフトウエア基盤の構築を開始した。GPUはグラフィックス以外の高度なタスクでも高い性能を発揮する一方、プログラミングが難しいという弱点があった。CUDAは開発者がC言語などの一般的なプログラミング言語を使い、そのコードをGPUが処理できる形式にコンパイルできるようにした。CUDAは長年の開発を経て成熟したソフト基盤となっている。エヌビディアにとって競合が実質的な脅威となるかどうかが判明するのは、エヌビディアの強みである高い粗利益率が下落し始めたときだ。これは、エヌビディアが販売を守るために価格を引き下げるを得なくなったことを示すサインとなる。

しかし、現時点では、CUDAという強固なソフトウエア基盤が依然として高い参入障壁となっており、競合各社がこれを突破するには時間がかかりそうだ。

By Adam Levine
(Source: Dow Jones)

6. バブル懸念はどこに行ったのか

What Happened to the Bubble? Investor Fears Popped Instead.

先週の大幅高で投資家の不安は吹き飛んだのか

[米国株式市場]

幅広い上昇で大幅高



Kevin Dietsch/Getty Images

一年で最も素晴らしい時期がもうすぐやってくる。愛する人々が集い、気温は下がり、株価は上昇している。そして、人工知能（AI）に感謝する必要すらないのだ。

先週が始まるまで、S&P500指数はAI関連銘柄への投資熱が冷めた市場環境の中、2008年以降で最悪の11月となっていた。まちまちの企業業績、膨大かつ増加傾向にある政府予算、および閉じたループのように見える支出といった状況の中で、バブルはないかという説が広まっていた。

依然として投資家はハイテク株に対して慎重な姿勢を示しているものの、値上がり銘柄の幅が広がっていることから、株価指数は依然として上昇を続ける可能性がある。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は先週3.2%上昇して4万7716ドル42セントとなり、S&P500指数は3.7%高の6849.09で引けた。両指数とも感謝祭の週としては2012年以降で最も上昇率が高かった。ナスダック総合指数は4.9%上昇して2万3365.69となった。こちらは、感謝祭の週の上昇率として2008年以降で最高だった。小型株のラッセル2000指数は5.5%上昇して2500.43で週末を迎えた。

ハイテク株以外の物色

米国みずほ証券のマネージング・ディレクター、ジョーダン・クライン氏は「半導体手大手エヌビディア<NVDA>が（24日の終値から25日の朝方の安値まで）7%も下落した際に、この相場全体とハイテク株に急落が起きなかったことは、市場と投資家心理にとって良い兆候だ。これはパッシブ投資家を含めて投資家が市場に参加したいと考えていることを示しており、おそらくハイテク株やエヌビディア株を少し減らす代わりに、他のセクターやテーマの銘柄を保有したいと考えているのだろう」とコメントしている。

そうした見方の一部は、休日で短かった週における単なる祝祭ムードだったのかもしれない。しかし同時に、より多くの企業が2026年の楽観的な業績予想を発表する中で、来年に向けた強気の見通しが継続していることも反映している。こうした見通しではS&P500指数が再び2桁の上昇を記録するとされていることが多く、その要因の一部（ただし全てではない）はAIにある。例えばJPモルガンのストラテジスト、ドゥブラフコ・ラコスブヤス氏は、S&P500指数が2026年末に7500を付けるとの予想を出した。

ラコスブヤス氏は「当社は世界の株式市場に対して強気だ。力強い業績の伸び、金利低下、政策からの逆風の弱まりに支えられ、先進国・新興国を問わず2桁の上昇が見込まれる。米国は引き続き世界経済の成長エンジンとなる見通しだ。強靭な経済と、記録的な設備投資と急速な収益拡大をけん引するAI主導のスーパーサイクルがこれを支える」とコメントしている。

ボラティリティの高まりに対する警戒感も

さらに、政府機関再開後の25日に遅れて発表された9月の卸売物価指数（PPI）は、インフレがほぼ予想通りであることを示した。これは利下げを期待する投資家にとって朗報となっており、12月の米連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策会合で0.25%ポイントの利下げがある可能性は80%超と織り込まれている。ソシエテ・ジェネラルの米国株式戦略責任者、マニッシュ・カブラ氏は、新たに発表した2026年の見通しリポートで「ハイテクセクター以外の利益率の拡大と相まって、2026年も好調が継続するはずだ。FRBの利下げは終わっていない」と書いており、「強気相場の終焉（しゅうえん）を宣言するには時期尚早だ」と指摘している。

もちろん懸念材料は常に存在する。先週発表された小売売上高は予想を下回り、経済をけん引する消費者の健全性への懸念が高まっている。また、広く予想されている利下げが12月に実現しなければ、市場は年末の祝祭ムードを台無しにする可能性が高い。一方、ローゼンバーグ・リサーチの創設者、デービッド・ローゼンバーグ氏は最近の市場の大きなボラティリティに懸念を示し、「急激な変動は相場の天井を示している可能性がある」と警告している。これはドットコムバブル崩壊時と同様の状況だ。

しかし、高いボラティリティはバブル崩壊のかなり前のドットコム相場でも見られた特徴であり、ほとんどのストラテジストは、仮にバブルが存在したとしても、それが崩壊する段階には程遠いと確信している。

投資家がここから上値を求めるのも無理はない。

By Teresa Rivas
(Source: Dow Jones)

7. 変身しつつあるAIトレードの内幕

Inside the Shapeshifting AI Trade That Has the Stock Market Heading Higher Again.

利下げ期待とジェミニ3、そして新たな勝ち組

[コラム]

AI相場、主役交代の兆し



Andew Caballero-Rrynolds/AFP/Getty Images

人工知能（AI）相場を棺桶に納めるには、まだまだ釘が足りない。

わずか一週間前まで、AI相場の崩壊が市場で話題となっていた。メタ<META>が10月、予想を上回る決算を発表したものの、データセンターとAI関連プロジェクトへの投資拡大を表明したことで株価が下落したことが発端だ。半導体大手エヌビディア<NVDA>が19日の取引終了後に発表した決算は、AI相場にとどめを刺す決定打になんでもおかしくなかった。決算内容が市場予想を大きく超えたことを受けて翌20日、

エヌビディアの株価は5.1%高で始まったものの、エヌビディアの成長が顧客企業のAI投資に依存しており、その投資が想定通りに続くか不透明だと懸念から終値は3.2%安となった。

しかし、こうした激しい市場の動きの裏で、AI相場は再編を始めていた。グーグルの親会社アルファベット<GOOGL>の株価は、同業他社とは異なり、10月30日の決算発表後に上昇した。理由は、AI投資が利益につながっているからだ。これは巨大クラウド事業者（ハイパースケーラー）としては極めて珍しい。グーグルはその後、競合他社のAIモデルの性能を一気に飛び超えたとみられる最新の生成AI基盤モデル「ジェミニ3」を公開した。投資家の注目はジェミニ3を支えるグーグル開発のAI半導体であるTPU（テンソル・プロセッシング・ユニット）に集まっている。先週、アルファベットの株価は急伸し時価総額は米国で第3位となり、エヌビディアやアップル<AAPL>を抜き首位に立つ可能性さえある。

もっとも、AI相場はエヌビディア対アルファベットという単純な構図だけでは語れない。みずほ証券のアナリスト、ダニエル・オレガン氏によれば、先週の市場で主流となった取引は、エヌビディアやオープンAIに関連する銘柄を売り、アルファベットのAI事業に関連する銘柄を買うというものであった。アルファベット関連の銘柄には、グーグルと協業してTPUを設計する半導体大手のブロードコム<AVGO>、回路基板製造のTTMテクノロジーズ<TTMI>、電子機器のセレスティカ<CLS>、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>が含まれる。これらの銘柄は先週、平均で16%上昇した。一方、オープンAIと関係を持つ半導体大手のアドバンスト・マイクロ・デバイセズ<AMD>、クラウドコンピューティングのコアウェーブ<CRWV>、エヌビディア、ソフトウェア大手のオラクル<ORCL>の4銘柄は、平均2.7%の上昇にとどまった。

このペアトレードが今後も続くかどうかは、まだ分からぬ。オレガン氏は「依然として安心できる

状況ではなく、AIを巡っては今後多くのドラマが生まれるというのが市場のコンセンサスだ。しかし、このAI相場はゼロサムではなく、そこには複数の勝者（そして敗者）が存在する余地があるはずだ」と指摘する。市場は、AI相場がゼロサムではないことの証拠を思ったより早く目にするかもしれない。メリウス・リサーチのアナリスト、ベン・レイツェス氏は、大規模言語モデル（LLM）は競合の性能を互いに飛び越えるように進化する傾向があると指摘する。つまり、現在はジェミニ3を公開したグーグルに市場の注目が集まっているものの、イーロン・マスク氏率いるxAIの新しいグロックや、チャットGPTのアップデートも期待されている。この二つはいずれもエヌビディアの半導体を採用する予定だ。

レイツェス氏は「優れた新しいAIモデルが登場すれば、利用が増えるだけでなく、競合他社が強烈なFOMO（取り残されることへの恐怖）に駆られ、そのモデルから学び上回るために投資を積み増すだろう」と述べる。言い換えれば、このAI開発競争は今後も続くということだ。

AI相場の敗者ばかりではないソフトウェア業界

もちろん、市場はすでに、このAI相場で負け組銘柄を特定している。それはソフトウェア株だ。26日、企業向け人事・財務ソフトのワークデイ<WDAY>の株価は、決算が市場予想を上回ったにもかかわらず8.7%下落し、S&P500指数で最悪のパフォーマンスとなった。理由は、サブスクリプション収入の伸びが予想を下回ったためだ。AIが既存のビジネスを徐々に侵食するという見方により、顧客管理ソフトウェア大手のセールスフォース<CRM>から画像・電子文書ソフトウェア大手のアドビ<ADBE>に至るまでこのセクターの株価は下押し圧力を受けている。

セールスフォースの株価は今年32%下落し、アドビも28%下落している。キーバンクのアナリスト、ジャクソン・エイダー氏によれば、セールスフォース、ワークデイ、電子署名サービスのドキュサイン<DOCU>、チームコラボレーションソフトのアトラシアン<TEAM>などの多くのSaaS（ソフトウェア・アズ・ア・サービス）銘柄は、ファンダメンタルズから見て大幅な割安水準で取引されているという。エイダー氏は、現在のバリュエーションが示唆するフリーキャッシュフローの成長率は、市場が期待する2桁成長ではなく国内総生産（GDP）成長率並みで、これは悲観的過ぎるとみており、「こうした市場の織り込みは非現実的であり、2026年に向けた上振れ余地がある状況だ」と記している。

もっとも、すべてのソフトウェア企業が同じではない。ゴールドマン・サックスは最近、高い人件費を背景にAIの恩恵を受ける可能性のある銘柄として、業務改善ソフトウェアのペガシステムズ<PEGA>やデータ分析のテラデータ<TDC>などを挙げた。ゴールドマンのストラテジスト、ライアン・ハモンド氏は「企業によるAI導入が進む一方で、AIインフラ全体（クラウド、半導体、データセンターなど）への懸念が高まっており、投資家の関心は、拡大を続けるAI相場で次に恩恵を受ける銘柄に集まっている」と指摘する。

セクターローテーションで上昇したヘルスケアセクター、上昇は一服

AI相場に対する不安が強まる中、投資家はテクノロジーセクター内だけでなく、セクター外へ資金をローテーションしている。8月中旬以降、その最大の受益者となったのはヘルスケアセクターだ。上場投資信託（ETF）のヘルスケア・セレクト・セクターSPDR ETF<XLV>は11月に10%上昇した。一方、テクノロジー・セレクト・セクターSPDR ETF<XLK>は5.4%下落した。データトレック・リサーチ共同創業者のニコラス・コラス氏は、ヘルスケアセクターのこのアウトパフォーマンスについて

は、AIへの懸念、米連邦準備制度理事会（FRB）が12月に利下げしないとの懸念、そしてこのセクターが8月19日までの100日間で市場を24%以上アンダーパフォームしていたことをその理由として挙げている。

ヘルスケアセクターは、過去3カ月でこのアンダーパフォームのかなりの部分を取り戻している。しかし、コラス氏は、AI関連への物色が戻り、FRBによる12月10日の利下げ観測が強まる中で、ヘルスケアセクターの上昇は一服する可能性があるとみており、「市場が12月のFRBの利下げに対する自信をある程度取り戻し、アルファベットが投資家のAIへの関心を再び呼び起こした今、ヘルスケアセクターは年末にかけて一息つく公算が大きい」と指摘している。

これがヘルスケアセクターにとっての最後の一息にならないことを願いたい。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

8. クリスマス商戦を制するために数十億ドルを投じるアマゾン

[投資戦略]

Amazon Is Spending Billions to Win Christmas. Why the Stock Looks Like a Bargain.

株価が割安と思われる理由

ルーファスが売り上げに貢献



Stephanie Keith/Bloomberg

アマゾン・ドット・コム<AMZN>がクリスマス商戦におけるシェア獲得のため容赦のない攻勢をかけている。そして、その一翼を担う対話型のショッピングアシスタント人工知能（AI）「Rufus（ルーファス）」は急速にユーザーを獲得し、売り上げ拡大に貢献している。

筆者が「私の妻がクリスマスに欲しいものは」と尋ねると、ルーファスは妻の趣味や性格、そして私の予算について聞いてきた。「そういう質問には答えたくない」と書くと、「何かヒントが欲しい」ときた。恐らく妻が欲しいのは、スキンクリームやキャンドル、安価な宝飾品、高価なパジャマ、アロマセラピー・シャワーインフュージョン・キット、温熱指圧マッサージ機能付き枕といったところだ。ルーファスなら1日もしないうちに、ギフトバッグに入れて自宅まで届けてくれるだろう。

アマゾンは既にホリデーシーズンを制しつつある。ルーファス以外にも理由はある。最近、最短配達オプションを特定の都市でわずか3時間に短縮したほか、即日配達や翌日配達が可能な地域も4カ月で60%増加した。金融大手JPモルガン・チエース<JPM>のギフト商品分析によれば、アマゾンの方が小売り大手のウォルマート<WMT>やターゲット<TGT>よりも品ぞろえがはるかに豊富だし、価格もウォルマートが約10%、ターゲットが約11%割高だ。小売市場調査会社プロフィテロの別の調査によれば、競合の電子商取引企業よりもアマゾンの方が14%割安だ。

その結果、売上高見通しも小売業界が「グッド」、電子商取引業界が「ベター」、アマゾンが「ベスト」となる。決済サービス大手マスターカード<MA>やコンサルティング会社のペイン・アンド・カンパニー、全米小売業協会（NRF）などはクリスマス商戦期間中の売上高の伸び率を3~4%と予測している。JPモルガンは電子商取引支出が7%増加し、小売業界における市場シェアが前年比0.5%ポイント増の24.8%になるとみている。

アマゾンは既に電子商取引市場の46%を支配しており、JPモルガンはアマゾンの第4四半期の小売事業の売上高の伸び率が業界平均を上回り、9.2%に達すると予測している。アマゾンの売上高は商品総取扱高（GMV）とは一致しない。アマゾンの収益の多くをマーケットプレースに出品する第三者業者に対する物流サービス料が占めているためだ。しかし、自社販売分とマーケットプレース出品分を合計したGMVの伸び率も業界平均を大幅に上回っている。

■ 設備投資額でも圧倒

しかし、アマゾンで最も際立っているのは売上額ではなく支出額だ。電子商取引で出遅れ、株価の下落（5年間で45%）に歯止めをかけようとしているターゲットの場合、今年度の設備投資額は推定40億ドルだ。これには店舗改装、新倉庫やソートセンター（中間配送拠点）の建設、自動化が含まれる。借り入れを行わなければ、財務上の余力はあまり残っていない。今年度のフリーキャッシュフロー（営業キャッシュフローから設備投資額を差し引いた金額）は25億ドルが見込まれる。

ウォルマートは当然ながらターゲットとは別次元の存在だ。電子商取引でもはるかに先行し、今年黒字化を発表している。今年度の設備投資額は推定243億ドル、フリーキャッシュフローは約150億ドルだ。設備投資額は5年前と比べ、2倍以上に増加している。ウォルマートは今年、自社専用の対話型AIアプリ「スパーキー」を導入した。これをダウンロードして、妻のクリスマスプレゼントについて尋ねたところ、安価な宝飾品や、トナカイ柄の靴下入りのギフトボックスを推薦された。チャットGPTに同じ質問をしたところ、相手の話に耳を傾け、相手の愛情表現を理解する方法に関する長々とした講義が返ってきただけで、ワンクリックで買える割安の発泡入浴剤などの情報は見当たらなかった。ショッピングならルーファス、結婚相談ならチャットGPTが良さそうな気がしている。

■ AIプラットフォームに注力

つい2019年まで、アマゾンの設備投資額はウォルマートをわずかに上回る程度だったが、今ではその5倍に達し、今年度は推定1240億ドルとなる見込みだ（差し引き、フリーキャッシュフローは210億ドル）。大半は小売業関連ではなくAI向けだ。AI向けの過大投資が投資家の間で議論となっているが、アマゾンには当てはまらない。アマゾン・ウェブ・サービス（AWS）には、データセンター向け投資によって収益性の高いクラウドコンピューティングの売り上げを創出してきた長年にわたる実績がある。AIスタートアップ企業アンスロピックの「Claude（クロード）」やメタ<META>の「Llama（ラマ）」のようなAIツールの構築プラットフォーム「AWSベッドロック」には処理能力が追いつかないほどの需要がある。AI需要により、AWSの前四半期売上高は20%増と3年ぶりの伸び率となった。経営陣は巨額の設備投資を約束し、株価は1日で10%急騰した。

アマゾンの過去のクラウドコンピューティング投資には、アマゾン・プライム会員の特典としてプライム・ビデオを低価格で提供することが可能になるなど、副次的なメリットもあった。現在プライム・ビデオとそのスポーツ中継番組は広告事業部門に属し、広告事業の7~9月期の売上高は前年同期比22%

増の176億ドルに達している。同様に、アマゾンのAIプラットフォームサービス向けのインフラ投資は社内利用の機会も数多く創出している。ルーファスは今年2億5000万人を超える顧客が利用し、売上高は年間100億ドルに達する見込みだ。ルーファスの利用者は非利用者よりも購入率が60%高いようだ。

ルーファス以外でも、アマゾンのAIを活用し、出品者は商品説明の見栄えを良くし、購入者側も希望に合う商品を探し、レビューの要約を流し読みし、レンズツールで商品を画像検索することができる。サプライチェーンに従事する側も、需要の急増を予測し、購入希望者の近くで在庫を確保するため、アマゾンのAIを活用している。アマゾンは今年、100万台目のロボットを導入し、新たなデータモデルをこれらのロボットに適用し、移動時間を10%短縮した。また、AIによって広告の成功率も向上しており、ルーファスのチャットを含め広告スペースは限りなく存在する。

アマゾンの3年後のフリーキャッシュフローの予測に挑んだ少数のアナリストの予測は最低が約550億ドル、最大が1570億ドルだ。ここまで幅が広いと、通常は安心できない。しかし、本件の場合、巨額の設備投資に対する高収益がいつまで続くか不明なことが原因だ。その後は、必然的にアマゾン川の水準のようなフリーキャッシュフローに移行することになる。時価総額2兆5000億ドルの企業を割安に見せるには十分だ。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

9. いまは無駄な売買を控え、腰を落ち着けろ

Don't Just Trade Something, Sit There.

短期ボラティリティーに振り回されるな

[フィーチャー]

市場の「声」に耳を傾ける

投資で成功するために必要な多くのスキルや素養の中で、市場が開いている時間帯に「何もない」ことを学ぶのが、おそらく最も難しい。特に、祝日で取引時間が短くなる週の前後などは、投資よりも「考える」ことに時間を割いた方がいい場面がある。これは直感に反するようと思えるだろう。高速売買とゼロ・デー・オプションが台頭し、どの時間帯も稼ぐチャンスに見える時代だからだ。しかし、ときに市場の声に耳を傾けるほうが良いこともある。

最近の相場展開が、強気トレンドが維持されているかどうかの疑念を呼び起こしているいまは、なおさら真実だ。さらに、ホリデーの期間は、多くの熟練投資家は家族と過ごすためマーケットを離れ、現場に残る若手は「大切な資産を台無しにするな」と言い聞かされており、市場の出来高は小さくなるのが常だ。

半導体大手エヌビディア<NVDA>の8~10月期決算が発表された後も、複数の疑問の答えが出ていない。決算の内容は抜群だったが、エヌビディア株と市場全体は下落し、その後また持ち直した。投資



Michael Nagle/Bloomberg

家はいま、このボラティリティーがなぜ起きたのか、そしてそれが何を意味するのかを見極めようとしている。現時点では、投資家の恐れは人工知能（AI）バブル懸念から金利に移ったよう見える。

懸念材料はエヌビディア決算からFOMCに移る

投資家は、12月9、10日の連邦公開市場委員会（FOMC）で米連邦準備制度理事会（FRB）が利下げを決定するかどうか、確信が持てなくなっている。エヌビディアの決算はAIバブル懸念を少なくとも一時的には覆し、経済成長を刺激するには利下げが必要とするくすぶる懸念に、市場の群衆がさらに目を向ける状況を生んだ。

エヌビディアの決算を巡る異様なボラティリティについて、ありがちな一あまりに表面的にも思える一見方の一つは、暗号資産投資家がビットコインのポジションの解消に追い込まれ、持ち株を投げ売って穴埋めしたというものだ。その仮説にはおそらく一理ある。しかし株式市場はあまりにも複雑で、他市場と高度に連動し、グローバルに広がり過ぎているため、単純な因果関係だけでは片づけられない。

最近のセッションで相場が堅調さを示しているとはいえ、市場にもっと情報が流れ込むまでマクロ的な問い合わせに十分な答えを出すのは難しい。熟考を伴う自制心の方が、短期のオプション取引や個別株へ急に飛び込むことよりも賢明だ。多くの洗練された投資家でさえ、目の前の展開をどう値付けすべきか判断に迷っているのだから。

市場の恐怖指数である、シカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティ指数（VIX指数）も助けにはならない。直近では19で、これは長期平均だ。恐怖も自己陶酔も示さず、投資家の多くが様子見姿勢にあることを物語っている。

バロンズ推奨の「恐怖取引」

待つことは、本誌が最近提示した「恐怖取引」に従った投資家にとっては、はるかに容易なはずだ。過去3週間、本誌は読者に恐怖を収益に変える手段として、割安で買いたい優良株に対するプット売り、S&P500指数のヘッジ、そしてFOMCの金利発表をカバーするための小型株上場投資信託（ETF）のiシェアーズ・ラッセル2000 ETF<IWM>のストラングル（=異なる権利行使価格のコールとプットの各オプションを組み合わせる）を推奨してきた。恐怖取引はいまも進行中で、ヤマ場は12月10日に訪れる。

それまでは、投資とは終わりなき多次元的な確率相手のゲームであることを忘れないでほしい。相場を渡り歩くために費やす時間を可能な限り有益にすることが目標だ。自信過剰な投資家たちには、急いで売買させておけばいい。パニックで手仕舞いさせればいい。貪欲に駆られたポジションを築かせればいい。短期オプションという「ウォール街版のスクラッチくじ」で、一日ばかりの値動きに賭けるのを眺めていればいいのだ。

その代わり、戦略的であれ。感情に動かされるな。けいれんのような短期のボラティリティを、長期の投資テーマを表現する手段に変える準備をしよう。昔、ある切れるトレーダーがこう言った。「株式市場とは、賢い人々が愚かな人々から金を巻き上げる方法を考える場所だ」。オプション市場は、その極致を体現している。

By Steven M. Sears
(Source: Dow Jones)

10. クリスマスを祝いたければ、財布の準備を
Want a Partridge for Your Pear Tree? Get Ready to Pay Up.
「クリスマスの12日」で読み解くギフトの物価

[経済関連スケジュール]

5日目の「金の指輪」が高騰



Illustration by Elias Stein

地方銀行のPNCフィナンシャル・サービスズ<PNC>は毎年、伝統のクリスマスキャロル「クリスマスの12日間」に登場する12品目の贈り物——梨の木にいるヤマウズラ1羽、キジバト2羽、めんどり3羽、小鳥4羽、金の指輪5個、ガチョウ6羽、白鳥7羽、乳搾りメイド8人、踊り子9人、飛びはねる男10人、笛吹き11人、太鼓たたき12人——の現実での価格を集計している。風変わりなインフレ指標ながら、その示唆は意外と侮れない。

今年の指数は4.5%上昇し、5万1476ドル12セントとなった。足元のインフレ率をやや上回り、米連邦準備制度理事会(FRB)が掲げる2%のインフレ目標を大きく上回っている。

最もドラマチックに価格が動いたのは「金の指輪5個」で、32.5%高の1649ドル90セントへ跳ね上がった。PNCアセット・マネジメント・グループの最高投資責任者(CIO)、アマンダ・アガティ氏によれば、小売業者は金価格上昇による値上げ圧力の一部を近年吸収してきたが、貴金属へ投資マネーが流れ込む中、ついにコストを価格に転嫁したという。

ヤマウズラの住み処(か)となる梨の木(PNCはこれを住宅市場の代替指標として扱っている)は14.3%上昇し420ドル18セントとなった。アガティ氏は、住宅供給の逼迫(ひっぱく)が続く米国の姿をそのまま反映した格好だと説明する。

踊り子や太鼓たたきなどサービス中心の職種も、契約料が小幅に上昇し、経済全体でサービス価格のインフレが根強い現状と一致する。一方で、乳搾りメイド8人の費用は58ドルと変わらないまだ。連邦最低賃金が最後に引き上げられた2009年以来、この費用は上昇していない。

PNCは政府と同様に、価格変動の激しい白鳥を除外した「コア」クリスマス価格指数も公表している。コア指数は今年、6.1%上昇しており、こちらもなかなかの勢いを示した。

The Cost of Giving

Prices changes for the items in

ITEM	2025 Price	Year-Over-Year Change
One Partridge in a Pear Tree	\$420.18	13.5%
Two Turtle Doves	750	0.0
Three French Hens	346.50	0.0
Four Calling Birds	599.96	0.0
Five Gold Rings	1,649.90	32.5
Six Geese-a-Laying	930	3.3
Seven Swans-a-Swimming	13,125	0.0
Eight Maids-a-Milking	58	0.0
Nine Ladies Dancing	8,856.88	3.5
10 Lords-a-Leaping	16,836.14	8.1
11 Pipers Piping	3,797.48	2.2
12 Drummers Drumming	4,106.08	2.2
OVERALL CHRISTMAS PRICE INDEX	51,476.12	4.5

Note: % change between 2024 and 2025

Source: PNC

先週の出来事

市場動向

感謝祭とブラックフライデーが待ち遠しい一週間だった。ロシアがウクライナに提示した和平案を巡る混乱があったにもかかわらず、ウクライナを巡る停戦協議はやや前向きな展開となった。

週明け24日の株式市場は、前週に発表されたアルファベット<GOOGL>の新たな人工知能（AI）モデル「ジェミニ3」を材料に上昇した。上昇は25日も続き、メタ<META>が、エヌビディア<NVDA>ではなく、アルファベットとAIチップの大口調達について協議しているとザ・インフォメーションが報じたことで、アルファベット株が買われ、市場全体も上昇基調を維持した。12月の利下げ期待も再燃し、主要株価指数は一段と押し上げられた。祝日が入り営業日が少なかった先週は、前週末比でダウ工業株30種平均（NYダウ）は3.2%の上昇、S&P500指数は3.7%の上昇、ナスダック総合指数も4.9%の上昇で週を終えた。

企業動向

映画「ウィキッド 永遠の約束」（メディア大手コムキャスト<CMCSA>傘下のユニバーサル配給）は、公開初週末の米国内興行収入が1億5000万ドルに達し、2025年で2番目に多いオープニング収入となった。アルファベット株は時価総額で4兆ドルに迫った。

デンマーク製薬大手ノボ・ノルディスク<NVO>の糖尿病治療薬「オゼンピック」には、アルツハイマー病の進行を抑制する効果が確認できなかった。米政権は、2027年にメディケア（高齢者向け医療保険）が支払う15品目の薬価引き下げを交渉し、同社の肥満症治療薬「ウゴービ」と「オゼンピック」については71%引き下げを含む内容で合意した。

第3四半期決算は企業の95%超が発表を終え、S&P500構成企業の1株当たり利益（EPS）成長率は13%となり、市場予想値を7.4%上回っている。

M&A（合併・買収）など

- オーストラリアの鉱山会社BHPグループ<BHP>は、英鉱業大手アングロ・アメリカン<AAL.英國>への買収提案を撤回した。アングロとカナダの鉱山会社テック・リソーシズ<TECK>による時価総額約500億ドル規模の統合計画を阻止しようとした2度目の試みが不調に終わったためだ。
- ブルームバーグによれば、メディア大手ワーナー・ブラザーズ・ディスカバリー<WBD>は、同業

パラマウント・スカイダンス<PSKY>、動画配信大手ネットフリックス<NFLX>、コムキャストの3社に対し、12月1日までに条件を上積みした新たな買収案の再提示を求めるという。

今週の予定

12月2日（火）

ホリデー商戦が本格化する中、小売り各社が続々と四半期決算を発表する。2日には、アパレル小売りのアメリカン・イーグル・アウトフィッターズ<AEO>、3日には、ディスカウントストア大手のダラーツリー<DLTR>とファイブ・ビロウ<FIVE>が続く。4日には、ディスカウントストア大手ダラーチェネラル<DG>、化粧品小売りアルタ・ビューティー<ULTA>、食品スーパー大手のクローガー<KR>が予定されている。5日には、ランジェリー小売りのヴィクトリアズ・シークレット<VSCO>の発表で週を締めくくる。

12月3日（水）

今週の決算の目玉は、3日の顧客情報管理（CRM）サービス大手セールスフォース<CRM>の決算発表だ。このほか、テクノロジーやソフトウェア企業の発表予定は次のとおり。1日には、モンゴDB<MDB>とクレド・テクノロジー・グループ・ホールディング<CRDO>、2日には、クラウドストライク・ホールディングス<CRWD>、マーベル・テクノロジー<MRVL>、ピュア・ストレージ<PSTG>、オクタ<OKTA>、ギットラブ<GTLB>、ボックス<BOX>、3日には、スノーフレーク<SNOW>、4日には、センチネルワン<S>が予定されている。

12月5日（金）

この日はインフレ指標が二つ公表される。米商務省経済分析局（BEA）が9月の個人消費支出（PCE）物価指数を発表する。市場予想は前年同月比2.8%上昇で、8月の2.7%上昇からわずかに加速する見通しだ。またミシガン大学は、12月の消費者信頼感指数の発表に合わせて、1年先の期待インフレ率を公表する。11月時点では、消費者は今後1年間の物価上昇率を4.5%と見込んでいた。

統計と数字

25%：25歳超の失業者のうち、四年制大学の学位を持つ人の割合で、過去最高となった。

110%：今年の中国バイオテクノロジー企業の株価パフォーマンスで、米国勢の約20%を大きく上回った。

17.9%：バイオ医薬のモデルナ<MRNA>の流通株のうち空売りされている比率。新型コロナ禍で「スター銘柄」として高く評価されていた状況から、市場の見方が大きく転じたことを示す。

200兆ドル：PwCが予測する2030年の世界の資産運用残高で、直近の139兆ドルから増加する見通し。

By Nicole Goodkind
(Source: Dow Jones)

『バロンズ・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)

大和證券入社後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。

『バロンズ・ダイジェスト』 2025/11/30

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。

Copyright © 2025 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます