



Barry GLAVIN
Head of Equity,
Amundi Asset
Management



Craig STERLING
Head of US Equity
Research,
Amundi Asset
Management



**Ciaran
CALLAGHAN**
Head of European
Equity Research,
Amundi Asset
Management



Eric MIJOT
Head of Global Equity
Strategy, Amundi
Investment Institute



Paula NIALL
Investment Insights and
Client Divisions Specialist,
Amundi Investment
Institute

Ji Young Park
Senior Portfolio Manager, Asia
Equity

Van Vu Ngoc
Senior Equity Analyst, Asia
Equity

Luca Corona
Senior Equity Tech Analyst

ハイテク株の今後の見通し

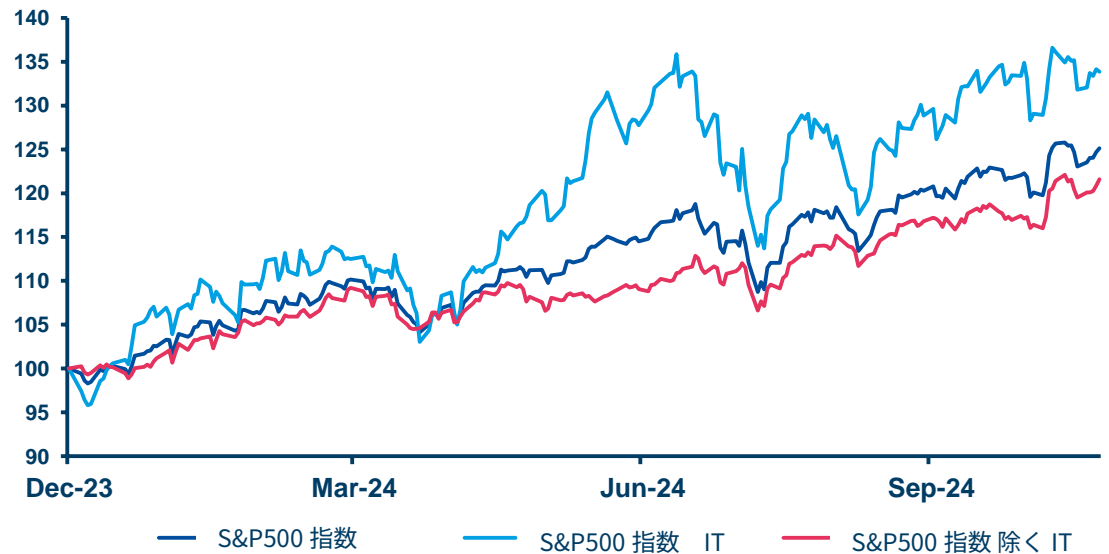
- 世界の株式市場の主要テーマはAIの資本的支出（設備投資）プログラムの収益化**
現在までのところ、米国のハイテク企業の勝者は、AIに大規模な投資を行っている企業である。問題は、これらがいつ、どのように収益化されるかである。
- 米国：米国ハイテク・セクターのバリュエーションには見直しが入ると予想**
ハイテク・セクターの収益は成長し続ける見込みだが、市場全体の収益成長も加速し、ハイテク・セクターの勝者とそれ以外の企業とのバリュエーション・ギャップは縮小が予想される。米国ハイテク・セクターのバリュエーション、特にメガキャップのバリュエーションの高さについては、引き続き懸念している。逆に、AI設備投資の恩恵を受けるハイテク企業以外のハイテク企業の見通しはまちまちであり、数年来の安値で取引されている、最もシクリカルな企業の中に複数の投資機会が見られる。
- 欧州での低いバリュエーション水準と最近の業績を踏まえると、構造的に成長しているセクターの一部の欧州ハイテク企業は魅力的な投資機会を提供**
これら企業の多くは、数年来のサイクルにおいて安値圏にあり、その株価には、AI導入が拡大するにつれて来年から回復するであろう企業支出が反映されていないと考える。
- アジア：台湾と韓国の半導体企業の見通しはポジティブ**
アムンディは、単調なAIプレイからの分散を図り、その代わりに、AIと、2025年のより広範なベースのアップサイクル（2024年においてはAI以外の需要は期待外れだったが）の両方を合わせ持つ投資対象に焦点を当てる。台湾と韓国は、相応のバリュエーション水準で多様な投資対象への機会が見られる。韓国の大手メモリーチップ・メーカーはAIの成長から恩恵を受ける見込みであり、台湾の製造業は最先端のAIプロセッサの生産から利益を獲得している。一方、中国のハイテク株は台湾や韓国の上場企業よりも割高に見える。

これまでの米国ハイテク・セクターの株価のアウトパフォームの原動力は何か？

ハイテク・セクターは2024年もアウトパフォームを続け、S&P500指数の年初来パフォーマンスが+25%であったのに対し、+34%となった。過去2年間、ハイテク・セクターのアウトパフォームは、優れた収益成長、米国金利低下への期待、AIテクノロジーへの投資サイクルの開始によってもたらされた。実際、大規模なAI設備投資計画は米国市場にとって最大の追い風となっている。このセクターの中でのAI勝者の代表的な例としては、4大ハイパー・スケーラー（マイクロソフト、グーグル、アマゾン、メタ・プラットフォームズ）の今年の設備投資は2,000億米ドル近くになると予想されている。少数の例外を除き、これらのプログラムは、個別性の高いAIの収益化よりも市場を牽引している。¹

¹最近の四半期決算では、AI設備投資の初期収益化が示されたことで株価が上昇した例が2つあった（先進的eコマース企業とインターネット検索エンジン企業）。

2024年の米国ハイテク・セクターのアウトパフォーム



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2024年11月22日現在

最近の決算発表で勝ち組と負け組を分けたAIのインプリケーション

大規模な設備投資計画を持つAIの勝者からの情報発信の例：

- ソーシャル・ネットワーキング、広告、ビジネス・インサイト・ソリューションのプロバイダー（米国上場、通信サービス） - 「今年、インフラ投資を大幅に拡大しており、2025年にも大きな成長が見込まれる。」
- 大手コンピュータソフトウェア会社（米国上場、ハイテク） - 「我々は、あらゆるところで制約に直面した。データセンターは一夜でできるものではない。必要なデータセンター、必要な電力、これらが短期的な制約となっている。」
- 大手eコマース企業（米国上場、一般消費材） - 「2024年には約750億ドルの支出を見込んでいるが、2025年はそれ以上になるだろう。そして、その大半はクラウド・サービス向けであり、特に、増加の波は生成AIによってもたらされる。」

課題に直面している企業の情報発信の例：

- 資本財、自動車、パーソナル・エレクトロニクスなどの分野に製品を供給する半導体企業（米国上場、ハイテク） - 「すでに循環的な回復の最中にある3つの市場、それはパーソナル・エレクトロニクス、企業システム、通信システムであり、非常に深い谷から回復し、モメンタムが見られている。さらに、そのモメンタムが強まる過程にあると思う。産業機器部門の売上高は2022年第3四半期にピークを迎え、この8四半期は減少が続いている。ピークに対して30%以上減少しているため、もう、下がり切ったと見ている。在庫調整はまだ続くと思うが、今後回復に向かうと予想している。自動車市場では、ピーク時の自動車販売台数に対して、一桁後半、つまり5%から10%の間の伸びになるだろう。このセクターにおける在庫調整はまだ続くと思うが、回復し始めることを期待している。ほとんどのセクターは、まだ底値

を探っているか、非常に低い水準で推移している。そろそろ回復してもおかしくないが、まだその兆候は見られない。」

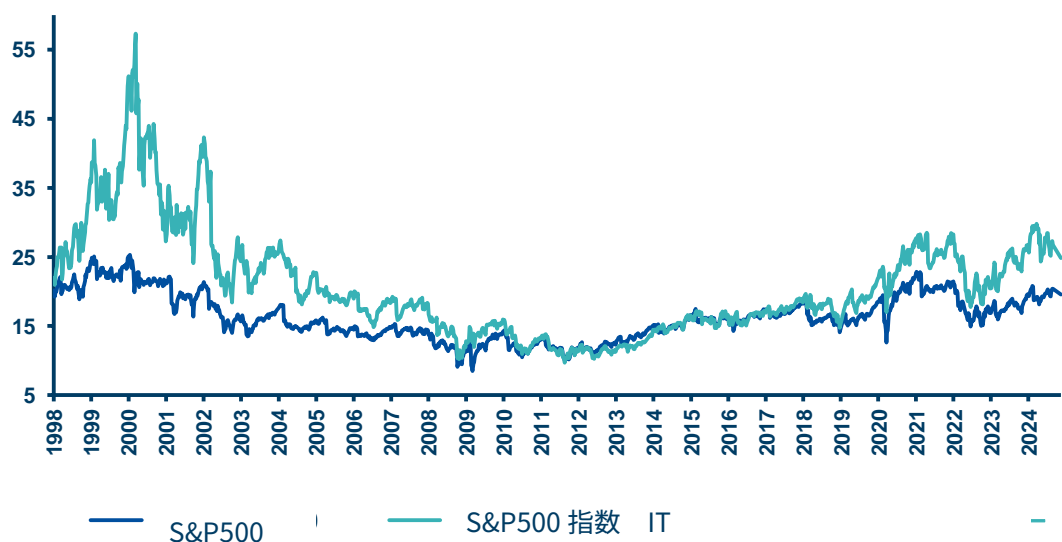
- 半導体とセンサーのサプライヤー（米国上場、ハイテク） - 「需要環境は依然として低調だ。在庫の消化は進んでいるが、最終需要は鈍化している。」
- 自動車、産業、通信業界向けの大手チップメーカー（欧州上場、ハイテク） - 「現在、当社のエンド市場では AI 以外の成長モメンタムはほとんどなく、景気回復は遅れ、在庫調整は続いている。短期的な注文パターンと在庫消化が、今後数四半期先の需要動向の見通しを曇らせている。従って、2025 年の事業見通しは穏やかなものになることを覚悟している。」
- 大手 AI メモリメーカー（韓国上場ハイテク企業） - 「当社の設備投資/売上高比率は 2025-2027 年に 30% 半ば以下になるだろう（2021-2023 年は 35% だった）。この状況は、必然的に高まる競争圧力と AI の最終的なリターンの逡巡に対して、設備投資と株主還元の方針が曖昧であることを反映している。」

「全体的に高いバリュエーションではあるが、ハイテク分野以外で、AI 導入の恩恵を受けられる他の分野にも開拓のチャンスがある。」

米国のハイテク・セクターの見通しはどうか？

株式時価総額ベースでは、このセクターと関連する分野は割高だが、バリュエーション水準と収益成長力にはハイテク銘柄間で大きな差がある。問題は、現在の大規模な AI 設備投資プログラムが、いつ、どのように収益化されるかである。半導体企業が AI に関連して早期にメリットを受けることは明確であるが、それ以外のハイテク企業の見通しはまちまちで、多くの企業が需要のばらつきに直面しており、厳しい需要環境にさらされている他のセクターと同様である。

12 ヶ月先 PER に基づく米ハイテク企業のバリュエーション水準



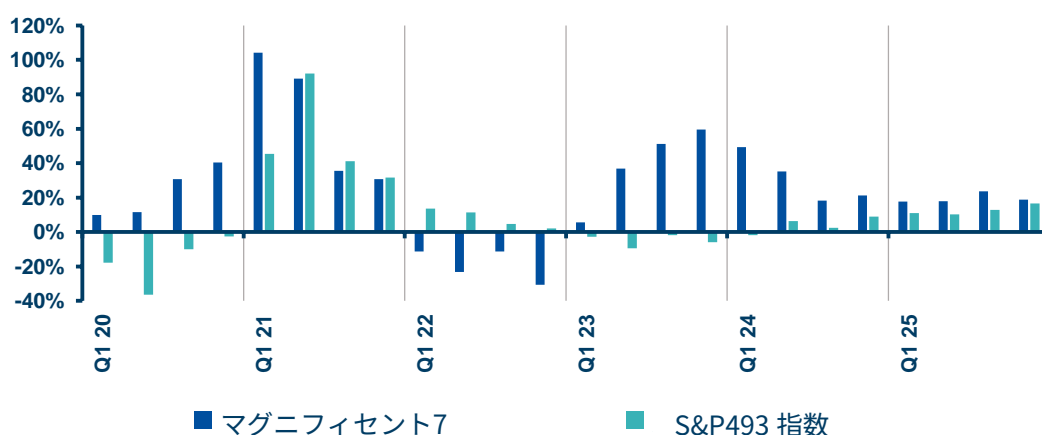
出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグのデータ（2024年11月15日現在）。

しかし、数年来の安値で取引されている最もシクリカルな企業には、魅力的なビジネス・チャンスの可能性がある。AI の成長が他の分野に与える影響としては、AI の大量の電力使用と、データセンターの建設が、他の多くのセクター（資本財、素材など）におけるエレクトリフィケーション（電化）、建設、コモディティ製品の需要を押し上げている。

全体として、ハイテク・セクターの収益は成長を続けるだろうが、より広範な市場の収益成長も加速し、マグニフィセント7とそれ以外との大きなバリュエーション・ギャップは縮小すると予想される。その結果、セクターの相対的なバリュエーション水準が見直されることになる。

「より広い市場の収益成長が加速し、マグニフィセント7とそれ以外の大きなバリュエーション・ギャップは縮小すると予想する。」

前年比利益成長率 S&P493 指数に比べて驚異的な成長率のマグニフィセント7



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ファクトセット、2024年11月5日。

欧州のハイテク・セクターの見通しは？

欧州のハイテク・セクターはAI ラリーにはあまり参加できておらず、今年の市場全体のパフォーマンスを下回っている（STOXX 欧州 600 指数の約5%の上昇に対し、欧州ハイテク・セクターは約1%の上昇）。多くの米国企業とは対照的に、欧州のハイテク企業のAIへの直接的なエクスポージャーは限定的で、むしろ、EV サプライチェーンや半導体装置分野へのエクスポージャーが高い。コロナ後の家電需要の正常化に伴い業界全体が下落したが、欧州企業は、その後も生成AI ユーフォリアの恩恵を受けなかったため、相対的に大きな打撃を受けた。

上半期は堅調に推移していたが、欧州の大手ハイテク企業の大半は、特定の最終市場におけるマクロ面での低迷により、夏場は売りに押された。特に半導体業界では、大口顧客からの特定のプロジェクトが後年にずれ込むという問題が発生した。現在、コロナ後の企業テクノロジー向け予算の減少や不透明な環境（自動車や資本財の数字はマイナス）が、企業や消費者信頼感に悪影響を及ぼしている。その結果、AI インフラへの投資は増加傾向にあるものの、ソフトウェアのイノベーションなどの裁量項目への支出は削減されている。一方、企業や政府は、新技術の開発・導入に必要なインフラへの投資を増やしている。このような背景を踏

²アマゾン、アップル、グーグル、メタ、マイクロソフト、エヌビディア、テスラ

「半導体業界の現在の課題にもかかわらず、堅調なAIインフラ投資は、インテリジェント産業とエレクトリフィケーション（電化）の将来の成長による変革の機会を示唆している。」

まえ、アムンディはAIインフラ構築の恩恵を受ける欧州の半導体企業を選別している。大半の企業は、まだ、AI導入に向けた初期段階にあり、新技術のビジネス上での使用方法を見つけようとしている。アムンディは、欧州（米国はすでに欧州よりもAIの導入が進んでいる）におけるAIの牽引と導入が来年改善し、ソフトウェアおよびハードウェア機器に対する企業の支出が増加すると予想している。

長期的に見れば、このセクターの見通しは、インテリジェント産業（例：IoT、ファクトリーオートメーションなど）とエレクトリフィケーション（電化）・テーマ（例：ハイブリッド／電気自動車、スマートグリッド、再生可能エネルギーの成長）に焦点を当てた戦略的支出によって牽引されると予想される。ハイテク企業は現在厳しい状況にあるが、これらの分野では健全な収益パイプラインを有している。さらに、自動車・産業関連銘柄の中には、バリュエーションが数年周期での低水準にあり、支出回復を織り込んでいないものもある。このような分野では、人気薄の銘柄に魅力的な機会があると考えられる。

アジアの半導体企業の来年の見通しはどうか？

全体として、アジアのハイテク・セクターのパフォーマンスは、過去2年間、アジア市場に対して絶対的にも相対的にもプラスであった。他の地域と同様に、このセクターはコロナ後に苦しんだが、生産能力の削減と設備投資の方針により、投資家は次のアップサイクルを予想することができた。2024年には、このセクターはもっぱらAIへの期待の高まりによって牽引されてきたが、夏場には、そうした期待の持続性に対する懸念から、疑念が生じた時期もあった。

「アジアでは、台湾と韓国の半導体企業にチャンスを探している。」

アムンディは、台湾と韓国の半導体企業の2025年の見通しをポジティブに見ている。韓国には大手のメモリーチップ・メーカーがあり、AIの成長の恩恵を受けるだろう。米国の4大ハイパー・スケーラー（マイクロソフト、グーグル、アマゾン、メタ・プラットフォームズ）やエヌビディアの最近のコメントを踏まえると、来年のAI需要は堅調に推移すると予想される。汎用DRAM（ダイナミック・ランダム・アクセス・メモリ）製品に目を向けると、競争が激化しており、中国によるハイエンド技術（HBM（高帯域幅メモリ）を除く）の追い上げがあるため、アムンディは慎重に見ている³。その他の点では、台湾は半導体エコシステムにおける主要な競争力を組み合わせた多くの投資案件を提供している。これらはAIを活用すると同時に、来年にはスマートフォンのアップサイクルやPCのリプレースサイクルを担うことになる。

中国に目を向けると、米国の制裁を受けているため、パワー半導体などの成熟した技術に注力している。このため、自動車OEMが、この地域から半導体を調達している一方で、このセグメントの価格は下落している。主要半導体技術（ロジック、メモリープロセスなど）に

³高帯域幅メモリは、データチャンネルを提供する標準化された積層メモリ技術である。

おける中国の進歩は予想以上に速い。したがって、これらの製品における中国の市場シェアに対する米国の封じ込めは、中国が効率的なアルゴリズムに秀でている可能性があるため、逆効果ではないにしても、せいぜい部分的にしか効果がないであろう。

結論に入るが、**単調な AI プレイからリスクを分散させることが望ましい**。具体的には、大手メモリーメーカーが HBM メモリ（AI モデルのトレーニングをサポート）の生産能力を増強しており、生産能力が過剰となるリスクがある。あるいは、台湾と韓国は、相応のバリュエーション・レベルで多様な投資機会を提供している。**中国については、一部の分野で競争力を高めているが、米国の政治状況下ではまだ難しい**。一方、**ハイテク株は台湾や韓国の上場企業よりも割高になる傾向がある**。最後に、投資家の間では地政学への注目度が高まっており、トランプ政権が発足する 2025 年には株価のボラティリティが高まる可能性がある。関税、米国チップ法の改正、中米関係の悪化などが問題だ。これらの要因は、世界的な半導体サプライチェーンに打撃を与える可能性がある。

AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

In an increasingly complex and changing world, investors have expressed a critical need to better understand their environment and the evolution of investment practices in order to define their asset allocation and help construct their portfolios. Situated at the heart of the global investment process, the Amundi Institute's objective is to provide thought leadership, strengthen the advice, training and daily dialogue on these subjects across all assets for all its clients – distributors, institutions and corporates. The Amundi Institute brings together Amundi's research, market strategy, investment insights and asset allocation advisory activities. Its aim is to project the views and investment recommendations of Amundi.

Discover Amundi Investment Insights at www.amundi.com

Important information

This document is solely for informational purposes. This document does not constitute an offer to sell, a solicitation of an offer to buy, or a recommendation of any security or any other product or service. Any securities, products, or services referenced may not be registered for sale with the relevant authority in your jurisdiction and may not be regulated or supervised by any governmental or similar authority in your jurisdiction. Any information contained in this document may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices. Furthermore, nothing in this document is intended to provide tax, legal, or investment advice. Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Asset Management S.A.S. and is as of **3 December 2024**. Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss. This document is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Asset Management S.A.S. and are subject to change at any time based on market and other conditions, and there can be no assurance that countries, markets or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as investment advice, a security recommendation, or as an indication of trading for any Amundi product. Investment involves risks, including market, political, liquidity and currency risks. Furthermore, in no event shall Amundi have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages due to its use.

Date of first use: **3 December 2024**.

Document issued by Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée"- SAS with a capital of €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 – Head office: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com.

DOC ID: 4067472

Chief editors

Monica DEFEND

Head of Amundi Investment Institute

Vincent MORTIER

Group Chief Investment Officer

Editors *Amundi Investment Institute*

Claudia BERTINO

Head of Investment Insights, Publishing and Client Development

Laura FIOROT

Head of Investment Insights and Client Division

本資料のご利用に当たっての注意事項等

本資料は、アムンディ・インベストメント・インスティテュートが一般・参考情報の提供を目的として作成した資料を弊社が一部翻訳したものです。

本資料は、本資料に含まれるいかなる金融商品の販売や媒介を意図、または購入・売却の勧誘を目的としたものではありません。

本資料は法令に基づく開示資料ではありません。

本資料中に記載したアムンディ・インベストメント・インスティテュートの見通し、予想、予想意見等（以下、見通し等）は、当資料作成日現在のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。また、見通し等や過去の運用実績を含むいかなる内容も、将来の投資収益等を示唆または保証するものではありません。

本資料は、信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、情報の正確性、完全性について保証するものではありません。

本資料に記載されている内容は、全て本資料作成日以前のものであり、今後予告なしに変更される可能性があります。

本資料に含まれる情報から生じるいかなる責務（直接的、間接的を問わず）を負うものではありません。

弊社の許可なく、本資料を複製または再配布することはできません。

アムンディ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者登録番号：関東財務局長（金商）第 350 号

加入協会：一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会

日本証券業協会 一般社団法人第二種金融商品取引業協会

4073941