

# バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2019/12/15

THIS WEEK'S MAGAZINE



Jiji PRESS



DOW JONES

1. ストラテジストは2020年も株価上昇を予想。最も恩恵を受けるセクターは？ - [カバーストーリー]  
2020 Outlook: What's Ahead for the Markets P.2  
10人のストラテジストは、ペースは緩やかだが2020年もS&P500指数は上昇と予想
2. 2020年に向けて推奨する10銘柄 - The 10 Best Stocks for 2020 [推奨銘柄]  
長期にわたる強気相場でバリュートを発見 P.5
3. チャールズ・シュワブの拡大戦略と次のターゲット - How Charles Schwab Set the [M&A]  
Stage to Dominate the Brokerage World—and What Comes Next P.9  
スケールメリットと多角化を求め統合が進む米証券仲介業の動向
4. バリュー投資のベテランに聞く - Why Oakmark's Bill Nygren Calls Google and [バリュー投資]  
Netflix Value Stocks P.12  
オークマークのナイグレン氏はグーグルなどをバリュー銘柄とみる
5. 貿易交渉の第1段階の合意とブレグジットの明確化は株価にとって好材料 - We [コラム]  
Have a Trade Deal and Brexit Clarity. That's Good News for Stocks. P.15  
貿易交渉の第1段階合意とブレグジットの明確化による株価への好材料 シェール  
業界を襲う債務返済
6. 投資家にとって多くのことがうまくいった1週間 - Lots Went Right for Investors [米国株式市場]  
This Week. The Dow Still Ended Friday on a Flat Note. P.17  
FRB、ECB、英国の総選挙、そして米中協議の第1段階合意、すべて良かった
7. 「安値で買って高値で売る」ではなく、「高値で買って、さらに高く売る」 - [投資手法]  
Forget Buy Low, Sell High. How to Buy High and Sell Higher. P.19  
高値でもさらなる上昇余地を見込む
8. 米国ハイテク規制が始動、インターネット企業の混乱は必至 - Tech Regulation Is [ハイテク]  
Finally Here and It Could Get Messy P.21  
ギグエコノミーの労働条件改善と消費者のプライバシー保護を求める米国のハイテ  
ク規制がついに施行され、インターネット企業を直撃する
9. 持続的なパフォーマンスの追跡が難しい理由 - Why It's Tricky to Track [ファンド]  
Persistent Fund Performance P.23  
数年単位のパフォーマンスを指標にすべきだ
10. 大麻関連製品の新たな波 - Canada Turns to Cannabis 2.0: Edibles, Drinks, and [経済関連スケジュール]  
Vapes P.25  
「大麻合法化2.0」が売り上げの起爆剤となるか

※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。

# 1. ストラテジストは2020年も株価上昇を予想。最も恩恵を受けるセクターは？ [カバーストーリー]

- 2020 Outlook: What's Ahead for the Markets

10人のストラテジストは、ペースは緩やかだが2020年もS&P500指数は上昇と予想

## ■ 2019年は昨年のストラテジスト予想通り株価は上昇

1年前の今頃、金利上昇や経済成長率の鈍化、貿易戦争の激化、強気市場の長期化などに関する懸念があふれていたが、米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げとともに株価は上昇し、強気相場の11年目にして新高値更新が相次いだ。ちなみに本誌が話を聞いたストラテジストは昨年の12月に今年の株価上昇を予想していた。

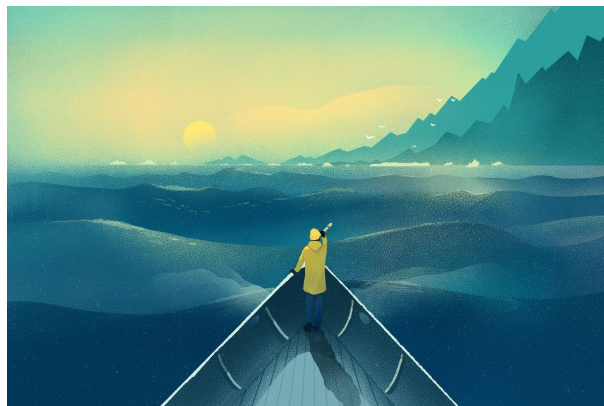


Illustration by Marcin Wolski

新旧さまざまなリスクが視野に入っており、高いバリュエーション自体も問題点であり、本誌が話を聞いた10人のストラテジストの2020年の見通しは一段と穏やかとなった。S&P500指数の上昇率予想の平均値は4%。約2%の配当利回りと合わせると、トータルリターンは約6%となる。貿易をめぐる協議や大統領選の結果次第で、さまざまな結果になる可能性がある。先週は米中が貿易協議の第1段階で合意に達したとの話が伝わり、株価が急騰した。全米教職員年金保険組合（TIAA）傘下の投資運用会社であるヌビーンの株式部門の責任者、サイラ・ムリーク氏は、「2020年に株価を動かす要因は経済ファンダメンタルズというよりは地政学的あるいは政治的問題なので、予測が非常に難しい」と述べる。

S&P500指数は12月12日時点で年初来26.4%上昇して3168.57となり、一方10年物米国債の利回りは、年初の2.68%から1.90%へと低下した。米国経済が相対的に好調で、債券利回りは低いとはいえ少なくともプラスだったため、米国の金融資産は世界の他地域をアウトパフォーマンスした。

## ■ 経済は若干減速も、成長続く

2020年の米国の実質GDP（国内総生産）の成長率に関してストラテジストの予想平均は1.9%となっている。成長率は、2019年は現時点で2.3%と予想され、2018年は2.9%、2017年は2.4%だった。今頃は景気後退に陥っていると騒がれたものだが、現在の成長率は景気後退とはかけ離れている。ブラックロックの世界債券部門の最高投資責任者（CIO）のリック・リーダー氏は、2020年も米国経済をけん引するのは消費者だと予想している。2019年下期には賃金上昇率がインフレ率を上回り、消費者の購買力が高まった。米国経済の約70%を占める個人消費にとっては朗報だ。そして、消費者は相変わらず楽天的で、消費者信頼感依然としてサイクル内最高の水準にある。

製造業に関しても、一部ストラテジストは回復の兆しがあるとみている。シティグループの米国株式チーフ・ストラテジストのトビアス・レフコビッチ氏は、鉱工業の先行指数として、FRBの上級貸出担当者調査を引用し、2019年の春夏にローン条件の緩和が見られたため、2020年の第1～第2四半期に鉱工業活動の活発化が予想されると述べている。同氏は2020年の米国の実質GDP成長率を2%と予想している。T.ロウ・プライス・グループの投資部門の責任者、ロブ・シャープス氏も2020年の製造業の回復が経済成長を押し上げると予想している。

## ■ 金融政策の蛇口は開いている

今年の株価の史上最高値更新には、FRBの金融政策が2018年の利上げから2019年は3度の利下げに急転換したことが大きな役割を演じた。金利低下にともない、将来得られる利益を低い金利で割り引くことから現在価値が高く計算される上、借入コストの低下で自社株買いが容易になったからだ。S&P500指数の株価収益率（PER）は12日終値時点で19.3倍と、昨年末の15.4倍から上昇し、これが今年の株価上昇をけん引した。バンクオブアメリカ・セキュリティーズの株式およびクオンツ戦略の責任者を務めるサビタ・スブラマニアン氏は、「今年の企業利益は横ばい程度で、自社株買いがなければ1株当たり利益（EPS）はマイナス成長になっていたかもしれない。株価上昇はPER上昇のみで起きた」と述べている。

日銀や欧州中央銀行（ECB）はマイナス金利を目標に設定しており、客観的に見て低い米国債の利回りさえ相対的に非常に高く見える。2020年中に10年物米国債の利回りが2.20%を超えると予想するストラテジストは皆無だ。パウエルFRB議長は金利据え置きスタンスを取っている。2020年に利下げは期待できないが、それでも各国中央銀行の行動は引き続き株価を下支えすると予想される。モルガン・スタンレーの米国株式チーフ・ストラテジストであるマイク・ウィルソン氏は、「日銀もECBもFRBもバランスシートを拡大させており、これによりボラティリティが低下し、ほとんど全ての資産の価格上昇につながっている」と述べている。

## ■ クレジットは質を重視

世界中そろっての金利低下で、投資家は利回りが得られる社債へとなだれ込み、利回りも低下してしまったため、2020年に向かい、クレジットの分野での魅力的な投資機会を探すのはますます困難になっている。リーダー氏は、「スプレッドも縮小し、利回りも低下したため、クレジットはせいぜい公正価値にあると考える。もし保有したいなら、ハイイールド債で格付けが高い部分か、投資適格債の格付け中位程度のものを選好する」と述べている。ヤルデニ・リサーチのエドワード・ヤルデニ氏は、以前なら懐疑の目を向けられた企業も資金調達が可能となっているため、盤石なバランスシートとキャッシュフローを持つ企業に焦点を絞るべきだと述べている。

それでも、米国が景気後退を回避し資金調達も容易な状態が続くならゾンビ企業でも生き続けられる。ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズのグローバルCIOのリチャード・ラカイエ氏は、投資適格債券やハイイールド債の一部が若干上昇するとみており、「信用拡大のシステムが動き続けており、2020年もデフォルト（債務不履行）率が上昇することはないとみている」と述べている。長期債は年金基金などの長期投資家からの需要が大きく利回りが圧縮されているため、短期債を選好している。

## ■ 衝撃を起こす可能性があるのは大統領選挙と貿易



Illustration by Marcin Wolski

大統領選挙と貿易問題の行方は2020年の金融市場に大きな影響を与える可能性があるも、いずれも予測し難い。関税自体は米国経済の規模に対してさほど大きなものではないものの、企業景況感や投資への影響は大きかった。第3四半期には最高経営責任者（CEO）の景況感が2009年の金融危機最中以降で最低の水準に落ち込み、設備投資は依然として相対的に弱い状態が続いている。JPモルガンの米国株式チーフストラテジストのドゥブラフコ・ラコスブヤス氏は、S&P500指数のEPSは、米中関係の一部改善シナリオでは10%増益の180ドル、関税が元に戻る場合は184ドル、問題がエスカレートした場合は4%増益の171ドルにとどまると試算している。EPSがこれだけ異なれば、株価は影響される。

政策に関する左右両派の差は大きく、大統領選挙前の数カ月に投資家が様子見となる可能性がある。ストラテジストのうち数名は、トランプ大統領の再選が最も強気なシナリオとみている。ヤルデニ氏はトランプ大統領再選を想定している。RBCキャピタル・マーケットの米国株式戦略部門の責任者、ロリ・カルバシーナ氏は同社の株式アナリストの3分の2は、民主党のエリザベス・ウォーレン上院議員や無所属のバーニー・サンダース上院議員が当選した場合は弱気と予想していると述べている。シャープス氏は、大統領選挙結果の影響は広範に及ぶと予想し、「進歩的候補者の政策はエネルギー・セクターや金融セクターにとって本当に厳しい。その上、このようなセクターは経済全体への乗数効果が大きなセクターでもある」と述べている。

### ■ 株式はロングを継続、しかし欲張り過ぎないように

バリュエーションは既に過去最高水準に達しているため、S&P500指数を押し上げるのは、利益成長となるだろう。ストラテジストの株式相場全般の見方は、バリュエーションは変わらず、利益成長とともに若干株価が上昇するというもので、S&P500指数の予想EPSの平均値は174ドルで、2019年の164ドルから6%増加ということになる。マリク氏は「利益が相場のけん引役」と述べており、2020年末のS&P500指数を現在と同水準の3100と予想している（利益は横ばい程度にとどまり、バリュエーションは若干低下する想定）。一方ヤルデニ氏は3500と予想している。シャープス氏は、現在から2020年末までに調整が起きる確率はかなり高いと述べており、同氏の予想は3250で、現在は投資を始めるのに最高の時ではないかもしれない」と述べている。ウィルソン氏の予想は3000と現在より低い、2020年の初めは現在より上昇する局面もあると予想し、「流動性は非常に潤沢で、短期的には景気後退のリスクもほとんどない。今後3~4カ月はバリュエーションの一層の上振れもあるかもしれない」と述べている。

### ■ セクター別では、バーゲンセールを狙う

ストラテジストの2020年に向けた人気セクターは金融、ヘルスケア、資本財だ。これらは、市場全体に比べて魅力的なバリュエーションが大きな要因となっている。2020年予想PERはそれぞれ、13.3倍、15.8倍、16.5倍だ。スブラマニアン氏の選好するセクターは金融だ。株主利回りは全セクターで最高で、選挙に関するリスクも小さく、心配しなくて済む。

### ■ 幅広い分野での成長

選挙に関連するリスクが最も高いのはヘルスケアだろう。「国民皆保険制度（メディケア・フォー・オール）」や薬価改定はヘルスケアセクターのかなりの部分にとって生存の危機を意味するが、これは既に織り込み済みであり、一部のストラテジストは従来の民間保険会社に代わって政府が担う単一支払者制度への移行はないと考えている。しかし、人口動態学的な傾向は長期的にはヘルスケアに関連した事業を下支えするもので、他のセクターに比べて魅力的なバリュエーションも選好する理由だ。ラコスブヤス氏は、「多くの懸念が株価に織り込まれており、今後はその懸念は和らぎ、ヘルスケアセクターは恩恵を受けると見込まれる」と述べている。

製造業に関しては、購買担当者景況指数（PMI）などの製造業関連の指数が上昇している時が資本財企業に投資すべき時だと述べるのはカルバシーナ氏で、「数年立てば、貿易戦争の最中に機械関連銘柄をもっと買い込んでおけば良かったと思っていることだろう」と述べている。

シャープス氏は、来年は鉱工業が回復するとみており、リバウンドに賭ける質の高い銘柄として宅配・航空貨物大手のフェデックス<FDX>を推奨する。もっとリスク許容度の高い投資家には景気敏感な銘柄で、半導体メーカーのテキサス・インスツルメンツ（TI）<TXN>、ユナイテッド・エアラインズ・ホールディングス<UAL>も一見の価値ありという。また、今後資本財セクターの配当利回りは上昇する可能性があり、不動産や公益セクターのような債券代替的銘柄よりも魅力的な

機会になると述べている。同氏は、配当を狙うなら、景気循環の要素があるセクターを狙うとし、鉄道大手のユニオン・パシフィック<UNP>（現在の配当利回りは2.2%）やアラスカ航空グループ<ALK>（同2.1%）は来年の米国経済の好調さから恩恵を受けると述べている。

By Nicholas Jasinski  
(Source: Dow Jones)

## 2. 2020年に向けて推奨する10銘柄 - The 10 Best Stocks for 2020 長期にわたる強気相場でバリューを発見

[推奨銘柄]

### ■ 2020年に投資する10銘柄

米国株は好調な状態で年末を迎えつつある。S&P500指数の年初来のトータルリターンは29%で、11年目となった強気相場としては素晴らしい。

株価が史上最高値に近づく中、2020年ほどの銘柄に投資すべきだろうか。本誌は今年も10銘柄を選出した。10銘柄の2020年予想株価収益率（PER）の平均値は14倍（S&P500指数は18倍）で、配当利回りは平均1.8%と市場並みだ。なお、2019年の10銘柄は昨年12月の記事発表以降のリターンが24.6%（配当を含む）でS&P500指数の24.3%を若干上回った。以下、2020年の推奨10銘柄をアルファベット順に紹介する。



Illustration by Chiara Vercesi

### ■ アルファベット<GOOGL>

グーグルの親会社アルファベット<GOOGL>は、成長見通しと支配的な競争優位を踏まえると、妥当なバリュエーションである。同社の株価は約1350ドルで、2020年予想PERは25倍だ。しかし、自動運転開発会社ウェイモなどの「その他事業」の損失とネットキャッシュ1170億ドルを調整すると、実効PERは20倍に近い。

アップル<AAPL>の直近年度の売上高が前年比で減少したのに対し、アルファベットの売上高は四半期ごとに20%のペースで増加している。同社は世界をリードする検索エンジンに加え、YouTube、基本ソフト（OS）「アンドロイド」、ウェブブラウザ「クローム」などを擁する。ウェイモ単独でも500億ドル以上の価値を有する可能性がある。

自社株買い、配当の支払い、経費の増加の抑制など、株主に友好的な施策を取れば株価は上昇し得る。こうした施策が実現する可能性は、共同創業者のセルゲイ・ブリン氏とラリー・ページ氏が退任したことで最近改善した。

### ■ アメルコ<UHAL>

トラックレンタル会社Uホールの親会社アメルコ<UHAL>は、自力で引っ越しする場合の車両レンタルとサービスにおいて、支配的なプロバイダーとして堅固な市場ポジションを有する。

株価は年初来で約10%上昇して360ドルとなっており、過去数年のアンダーパフォームを踏まえる

と魅力的に見える。主な懸念点は、レンタル倉庫事業の拡大のペースが急過ぎることである。アメリコをカバーするアナリストはほとんどおらず、同社は創業家（持ち分の約40%を保有）が支配する非上場企業のように経営されている。予想PERは16倍、配当利回りは1%未満である。

資産運用会社キンドレッド・キャピタル・アドバイザーズのスティーブ・ガルブレイス最高投資責任者（CIO）は、「アメリコは倉庫への投資を減らし、キャッシュフローを増やす方向へ向かっている」と語る。同氏は倉庫事業だけでも現在の時価総額70億ドルにほぼ匹敵する価値があるとみている。

### ■ アンセム<ANTM>

医療保険大手アンセム<ANTM>は、2年前にゲイル・ボードロー最高経営責任者（CEO）が就任したことで活気づいた。同氏は企業文化を刷新し、年間利益の12~15%増加という野心的な財務目標を設定した。

株価は284ドルで、今後の見通しを考慮すると割安に見える。2020年予想PERは12倍、同1株当たり利益（EPS）は23ドルである。強気派は、薬剤給付管理（PBM）事業の開始によって、2030年までにEPSが30ドルに達するとみる。アンセムは、自社の医療保険プログラム対象者（現在4000万人）の増加、収益性が高い補助的な保険契約の拡大、データ分析などの新事業の開発を目指している。

投資会社グラビティ・キャピタル・マネジメントのアダム・シーセル氏は、「同社を見るたびに、新たな利益成長の源が見つかる」と語る。同氏の見解では、今後数年で同社の売上高と利益率は改善し、株価は450ドルに達する可能性がある。

### ■ バークシャー・ハサウェイ<BRK.A>

ウォーレン・バフェット氏が率いるバークシャー・ハサウェイ<BRK.A>は、年初来ではS&P500指数を大幅にアンダーパフォームしている。しかし、純資産価値と利益の増加を踏まえれば、2020年に投資する銘柄としては良さそうだ。クラスA株の株価は約33万8000ドルで、年初来で11%上昇している。低調な株価は、バランスシート上で現金の蓄積が続いていることに対する投資家の不満を反映している。現在89歳のバフェット氏がCEOではなくなった後の方向性を懸念する向きもある。

2019年末時点の予想純資産価値額に対する株価純資産倍率（PBR）は1.3倍で、近年に比べると低い。PERは21倍で、S&P500指数を上回っているものの、過去の水準と比べれば割安である。同社のバリュエーションは、大規模な株式ポートフォリオとキャッシュによって過小評価されている。

巨大な複合企業であるバークシャーは、数十の事業から年間250億ドル以上の利益を得ている。同社の規模を踏まえると、バフェット氏は買収に当たって大きく考える必要がある。買収候補としては、ドラッグストアチェーン大手ウォルグリーン・ブーツ・アライアンス<WBA>、デルタ航空<DAL>、サウスウエスト航空<LUV>、宅配・航空貨物輸送大手フェデックス<FDX>、同業のユナイテッド・パーセル・サービス<UPS>などが挙げられる。

### ■ コムキャスト<CMCSA>

近年、ケーブルテレビ（CATV）は優れた業績を上げてきた。ほとんどのCATV会社が収益性の高い高速インターネットサービスに注力する中、最大手のコムキャスト<CMCSA>は多角化戦略を追求している。同社は昨年、欧州の衛星放送会社スカイを買収しており、さらに今後2年でストリー

ミング配信サービスに20億ドルを投資する計画である。

ウォール街はコムキャストの手法を嫌い、積極的な自社株買いを行う業界2位のチャーター・コミュニケーションズ<CHTR>を選好している。コムキャストの株価は年初来で26%の上昇にとどまり、過去5年のリターンが市場全体を下回る。一方、チャーターは年初来で65%上昇しており、過去5年のリターンがS&P500指数を大きく上回る。

しかし、現在はコムキャストの方が良い投資対象に見える。税引き前キャッシュフローに基づく、同社はチャーターよりも割安である。また、負債キャッシュフロー倍率が比較的低いため、リスクも小さい。コムキャストの2020年予想PERはわずか13倍だ。

クレディ・スイスのアナリスト、ダグラス・ミッチェルソン氏は「資産の質を踏まえると、同業他社に比べて割安だと考える」と語る。同氏はコムキャストがスカイ買収による債務の返済を終え、2021年から自社株買いを再開すると予想する。同氏の目標株価は55ドルである。

### ■ デル・テクノロジーズ<DELL>

ITサービス持ち株会社デル・テクノロジーズ<DELL>の株価は、1年前の上場以降、期待外れな水準で推移している。直近の株価は49ドルで、年初来では1%上昇である。最近の低迷は、2020年1月期の売上高ガイダンスが小幅に下方修正されたことによる。

しかし、売上高、利益、資産価値に基づく株価は割安に見える。デルは主にサーバーやパソコンなどのハードウェアから年間900億ドル以上の売上高を獲得している。同社の最も価値ある資産は、仮想化ソフトウェア大手VMウェア<VMW>の持ち分82%である。この持ち分の価値は約500億ドルで、デルの時価総額360億ドルを上回る。これはデルの負債比率の高さを反映しており、同社の中核的な純負債は約340億ドルである。投資家はハードウェア事業の価値をほとんど考慮していない。

デルの今年度予想PERは8倍である。JPモルガンのアナリスト、ポール・コスター氏は、同社の投資判断をオーバーウエート、目標株価を70ドルとしている。2021年には、デルは税金を支払うことなく、VMウェアの持ち分をスピンオフしたり、収益化したりする柔軟性を得られるだろう。VMウェアをめぐる憶測は、株価を押し上げる可能性がある。

### ■ ファイザー<PFE>

製薬会社ファイザー<PFE>は、同社のジェネリック医薬品（後発医薬品）事業と特許切れ医薬品事業をスピンオフし、後発薬大手マイラン<MYL>と統合する予定である。ウォール街では、事業を失うことによる利益への影響が懸念されている。株価は約38ドルで、年初来で12%下落している。

それでも、新生ファイザーは魅力的に見える。経営陣は、2025年までの売上高の伸びが年率6%に上ると予想している。これにより、EPSは年に10%以上増加する可能性がある。新生ファイザーは、乳がん治療薬のイブランス、肺炎ワクチンのプレバナーなどの重要な特許医薬品や、強力なパイプライン（新薬候補）を有する。スピンオフ調整後の2020年予想PERは15倍である。

証券会社キャンター・フィッツジェラルドのアナリスト、ルイーザ・チェン氏は、売上高の伸び、営業レバレッジ、パイプラインの進展、株主への資本還元、合併・買収（M&A）の全てが過小評価されていると述べる。同氏の投資判断はオーバーウエート、目標株価は53ドルである。

## ■ ロイヤル・ダッチ・シェル<RDS.B>

エネルギーセクターは、年初来と過去10年の成績が最悪のセクターである。しかし、業界は石油と天然ガスの新規プロジェクトへの投資を縮小しており、株主に還元するキャッシュを増やしているため、今後10年の成績は改善するだろう。英蘭系石油大手ロイヤル・ダッチ・シェル<RDS.B>は、投資家に友好的なアプローチを採用しており、石油メジャーの中で最高の銘柄となる可能性がある。

シェルの米国預託証券(ADR)の株価は、52週安値付近の約57ドルである。2019年予想PERは13倍で、同業のシェブロン<CVX>とエクソンモービル<XOM>に対してディスカウントとなっている。配当利回りは6.5%で、配当は安定しているように見える。投資家は英国株<RDS.B>とオランダ株<RDS.A>のADRを購入することができるが、配当が源泉徴収の対象とならない英国株の方が良さそうである。

シェルは2021~2025年の配当と自社株買いによる株主還元目標を1250億ドルとしている。この金額は現在の時価総額の半分以上に上る。バーンスタインのアナリスト、オズワルド・クリント氏は、株価には50%の上値余地があるとしている。

## ■ ユナイテッド・テクノロジーズ<UTX>

ウォール街はシンプルな投資ストーリーを好む。複合企業ユナイテッド・テクノロジーズ<UTX>は、防衛大手レイセオン<RTN>の買収を完了し、傘下のエレベーター大手オーチスや空調大手キヤリアをスピノフすることで、2020年には以前より理解しやすくなる見込みである。株価は149ドル、2020年予想PERは約17倍で、同業他社に対してディスカウントとなっている。

ウォール街はレイセオンの買収を好感している。なぜなら、同社の防衛事業の安定性によって負債比率を引き下げ、リスクを削減できるためである。ユナイテッド・テクノロジーズの株価は年初来で40%上昇しているが、過去5年のリターンはハネウェル・インターナショナル<HON>などのライバルを下回る。

JPモルガンのアナリスト、スティーブン・トゥーザ氏は、ユナイテッド・テクノロジーズをトップピックとしており、「航空機事業がけん引する最高クラスの内部成長、利益率の上昇、フリーキャッシュフローの転換点」が見られると予想する。

## ■ バイアコムCBS<VIAC>

メディア大手バイアコムCBS<VIAC>は、同業のCBSとバイアコムが合併して生まれた。直近の株価は38ドルで、年初来で14%下落している。バリュエーションは非常に低く、2020年予想PERは6倍である。対照的に、業界のリーダーであるウォルト・ディズニー<DIS>は年初来で34%上昇している。バイアコムCBSの時価総額230億ドルはディズニーのわずか10%、PERは3分の1未満である。

投資家は、ケーブルテレビの解約、番組制作費用の増加、ストーリーミング配信サービスとの競争などを懸念している。株価は最近、同社の2020年フリーキャッシュフローガイダンスが予想を下回ったことで打撃を受けた。しかし、こうした懸念は株価に十分に織り込まれている。同社は今後数年で多額の自社株買いを行うと予想される。

エバーコアISIのアナリストであるビジャイ・ジャヤント氏は、バイアコムCBSが強力なコンテンツのライブラリーを収益化しつつ、新たなコンテンツ制作への投資や、消費者への直接配信プラットフォームの構築を行うことができるとみている。同氏の投資判断はアウトパフォーム、目標株価



は51ドルである。

By Andrew Bary  
(Source: Dow Jones)

### 3. チャールズ・シュワブの拡大戦略と次のターゲット - How Charles Schwab Set the Stage to Dominate the Brokerage World—and What Comes Next スケールメリットと多角化を求め統合が進む米証券仲介業の動向

[M&amp;A]

#### ■ TDアメリトレードの買収がシュワブにもたらすメリット

チャールズ・シュワブ<SCHW>は11月25日に上場会社で最大のライバルといえるTDアメリトレード<AMTD>を260億ドルで買収する計画であると発表し、投資家や競合相手に衝撃を与えた。この買収により、シュワブの資産規模、顧客基盤、コスト競争力、利益率は拡大し、同社は登録投資顧問（RIA）にとって支配的なカストディアンとなる。TDアメリトレード買収後の資産規模は5兆ドル、証券口座数は2400万件、年間収入は約160億ドル、そして税引き前利益は80億ドル（全て両社単独実績を合算）となる。カストディ業務を提供するRIAは1万4500社、管理資産は2兆ドル近くに達し、市場シェアで約40%を占める見込みだ。



Illustration by Glenn Harvey

業界全体で仲介手数料が低下していることから業容拡大と経費削減が収益力へのカギとなるが、両社は3年以内にTDアメリトレードの経費の52%に相当する18億~20億ドルを削減する予定だ。シュワブの1株当たり利益（EPS）は初年度で4.2%、2年目は10.7%、3年目は23.2%増加すると見込まれる。

シュワブは手数料引き下げ競争の先陣を切って来たが、ウォール街の大手金融機関がシュワブの主要顧客層である非富裕層獲得に乗り出し、さらにロビンフッド・ファイナンシャルのような若年層をターゲットとした新規参入企業も増えたことで、仲介手数料依存度の高いTDアメリトレード（総収入の15~16%）やイー・トレード・ファイナンシャル<ETFC>（同16%）は深刻な影響を受けた。シュワブの引き下げ前の同依存度は6%だった。

一方、シュワブのビジネスモデルは、仲介手数料の引き下げを自社銀行の金利収入で補填（ほてん）するというもので、収入の半分以上を金利収入で賄っていた。米連邦準備制度理事会（FRB）が10年ぶりの利下げに踏み切ったことで収益計画が大きく狂うこととなったが、今回の合併でTDアメリトレードの顧客や、合併後もシュワブの持ち分13%を保有するトロント・ドミニオン銀行<TD>から年間100億ドルもの預金を10年にわたり受け入れることになる。

さらに、TDアメリトレードが保有する取引量の多いトレーダーやオプション取引のためのプラットフォームは業界トップクラスとされており、また同社と取引のある多くの投資顧問業者を手に入れることになる。

## ■ 投資顧問業への影響

TDアメリトレードの買収はシュワブの株主にとっては利益となるが、投資顧問や個人投資家にとっても良い結果を生むかどうかは分からない。競合が減れば、仲介手数料がゼロとなる中、残る数少ない収益分野で手数料を下げるインセンティブは働きにくくなるかもしれない。

シュワブとTDアメリトレードは投資顧問業者のシェアをめぐり激しい競争を繰り広げていたが、小規模な投資顧問業へのサービスは今後縮小される可能性がある。シュワブは小規模な投資顧問へのサポートをチームベースのものから「サービスプロフェッショナル」による「地域サポートモデル」へ移行させた。これは投資顧問業者が「コールセンター」と呼ぶものだ。

投資顧問業の大半は資産規模1億ドル未満であり、その多くは小規模な投資顧問業者との取引に積極的なTDアメリトレードと親密であった。しかし、シュワブには資産規模1

億5000万ドル以下の投資顧問業者にコールセンター以上のサービスを提供するつもりはない。このため、投資顧問業者の中には、既に他のカスタディアンを探す者もいる。フロリダ州で投資顧問業を営むロン・タマヨ氏はシュワブとTDアメリトレードの両社と取引があるが、現在バンク・オブ・ニューヨーク・メロン<BK>傘下のパーシングと接触しているという。

シュワブの元幹部であるティム・ウェルシュ氏によると、独立投資顧問をターゲットとするカスタディアンのシェアホルダーズ・サービスズ・グループが勝者になるという。シュワブと競合する大手企業の責任者は「今、投資顧問業者はいろいろな変化に直面している。心配事が多くなり、サービスも低下し得る」と語る。

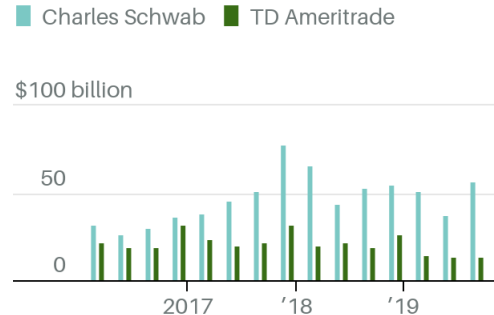
## ■ 次の買収ターゲットは

手数料の安さを売りにする他の証券会社は今後どうなるのだろうか。アナリストは、さらに統合が進むと考えている。シュワブの1週間前に株式取扱手数料をゼロにすると発表したインタラクティブ・ブローカーズ<IBKR>は買収のターゲットとなるかもしれない。株価は今年に入って14%下落しており、時価総額は190億ドルでウォール街の銀行の手の届く範囲だ。ただし、株価は予想株価収益率（PER）20倍とそれほど低くはない。インタラクティブの顧客はプロのトレーダーや取引の多いトレーダーが中心で、同社は米国外の事業や仮想のスポーツ賭博のような米国内における新しいベンチャー事業の構築にも注力しており、シュワブの米国を中心とする個人投資家向けビジネスモデルとは一致しない。同社の筆頭株主で会長でもあるトーマス・ピーターフィー氏は、競争が緩和されるため、合併には買収する側としてなら前向きだと語る。

もう1社、買収のターゲットとなる可能性があるのはイー・トレードだ。同社の時価総額は100億ドルで、アナリストは長らく同社がシュワブに買収されるだ

## Joining Forces

Schwab and Ameritrade promise to be a force in asset gathering after their tie-up. Here, their new assets over the past three years.

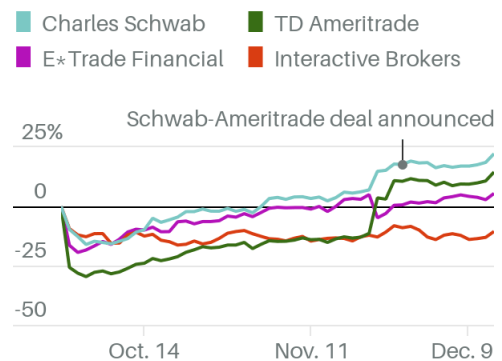


Note: For Schwab, data excludes big one-time swings. TD Ameritrade is on a different fiscal year, ending Sept. 30  
Source: Company reports

## Broker Performance

Daily stock performance of 4 major brokerages since Schwab announced on Oct. 1 that it would cut equity commissions to zero.

### Percent change



Source: FactSet

ろうと考えていた。しかし同社には取引量の多いトレーダーやオプション取引のためのプラットフォームはなく、カスタディアン業務もTDアメリトレードの規模には及ばない。アナリストによれば、イー・トレードの主たる強みは企業の従業員持株会の管理業務だ。同社は業界最大手の一つで、管理資産は2540億ドルに達し、勤務先から自社株購入の支援を受ける従業員200万人をカバーしている。これら対象従業員のうち15%が同社に証券口座を保有している。同社の最高経営責任者（CEO）のマイク・ピッツィ氏は手数料をゼロとしたことで口座開設が増えるかもしれないと電話会議で語った。同社はまた、2018年に買収したカスタディ業務用のプラットフォームを使って投資顧問の紹介ネットワークを構築し、個人投資家と投資顧問を結び付けようとしている。

同社の株価はPERが13倍と比較的割安な水準にあるものの、低金利のほか仲介手数料が剥げ落ちた影響もあり、EPSは2019年の3.94ドルから2020年には3.52ドルまで低下するとアナリストは見ている。

JMPセキュリティーズのアナリストであるデビン・ライアン氏は、個人投資家向け証券業参入に興味のある投資銀行や商業銀行にとってイー・トレードは魅力があり、「銀行はイー・トレードの預金基盤を活用し、顧客データを統合してクロスセルができる」と語る。モルガン・スタンレーは従業員持株会管理業務を行っており、イー・トレードとの間に潜在的なシナジーがある。また自己資本に余裕があり、貸出先が豊富な銀行であれば、イー・トレードの顧客の預け金を、リスクが低く流動性の高い証券に投資するしかない証券会社よりも上手に活用できる。「リスクの取り方を知っている銀行の方が、証券会社より利ざやを稼げる」と同氏は言う。

ウェルズ・ファーゴ<WFC>のアナリストであるクリストファー・ハリス氏は、イー・トレードが単独経営を続けるとすると、取引手数料の減少から年間3億ドルの減収になるだろうと推定する。一方イー・トレード側は、従来は競合より高めであった手数料率を引き下げたため、競争力は上がったと主張する。CEOのピッツィ氏は先週、手数料引き下げ後も同社の営業利益率は40%を超える水準を維持し、シュワブとTDアメリトレードの合併は影響を受ける投資顧問業者を引き抜くチャンスだと考えていると語った。

イー・トレードは経費削減中であり、新収益計画では2024年にはEPSを7ドルへ2倍以上に増加させるとしているが、価格競争がこれ以上激化せず、金利が0%を大きく上回ることが前提となっており、達成は難しそうだ。手数料ゼロ取引は業界に定着しつつあり、先週、大手ネット証券業者2社、すなわちバンク・オブ・アメリカ<BAC>のメルル・エッジとウェルズ・ファーゴが手数料無料化を打ち出した。もしイー・トレードがさらに弱体化すれば、シュワブは同社を買収し、従業員持株会管理業務も吸収して収益源の多角化を図ることもできるだろう。

By Lisa Beilfuss and Daren Fonda  
(Source: Dow Jones)

## 4.

## バリュー投資のベテランに聞く - Why Oakmark's Bill Nygren Calls Google and Netflix Value Stocks

[バリュー投資]

オークマークのナイグレン氏はグーグルなどをバリュー銘柄とみる

## ■ 独自の見方を貫くバリュー投資のベテラン

ビル・ナイグレン氏は1983年に、オークマーク・ファンズの親会社であるハリス・アソシエイツに入社した。それ以来、同氏は高インフレ、1987年の株価暴落、ハイテクバブルとその崩壊、金融危機とそれに続く大不況を生き抜いてきた。同氏が運用するオークマーク・セレクト・ファンド・インベスター・クラス<OAKLX>は、1996年後半の設立以来年率リターンが11.4%と、S&P500指数を2.7%ポイント上回るパフォーマンスを挙げている。



Photograph by Kevin Serna

しかし過去3年間と5年間を見ると、同ファンドは単年で際立ったリターンも見られたものの、同一カテゴリーの底辺近くに沈んでいる。ボラティリティの一因は、ポートフォリオの集中によるものだ。ファンドの運用資産は47億ドルだが、22銘柄しか保有していない。また、年間経費率0.97%は平均を上回る。

さらに、ナイグレン氏がオークマーク・セレクトと併せて共同運用する資産168億ドルのオークマーク・ファンド・インベスター・クラス<OAKMX>は、評価するのが難しい。ナイグレン氏のバリューの定義は、同氏が考える価値に対して大幅に割安となっているあらゆる企業だ。その結果、動画配信大手のネットフリックス<NFLX>やグーグルの親会社アルファベット<GOOGL>など、バリューファンドとしてはかなり珍しい銘柄も保有している。

モーニングスターは両ファンドの見通しについて、オークマークを「ゴールド」、オークマーク・セレクトを「シルバー」と評価している。銀行株、ネットフリックス、バリュー投資の落とし穴などをめぐり、同氏に話を聞いた。

## ■ ハリスで過ごした36年間

本誌：業界で長年続けてこられた秘密は？

ナイグレン氏：（ハリスに入社する前）市場における最初の2年間で、同じ職場の人々と共通する投資哲学を持つことの大切さを学んだ。

Q：上司の意見に反対するのに苦労したということか。

A：最初に勤めたのは素晴らしい会社だったが、株式部門が非常に小さく、セルサイドの調査に大きく依存していた。私は企業のバリュエーションを中心に教育を受けており、評価に対して相当割安な場合のみ投資を検討する考え方だった。その会社での私は、水から出された魚のようだった。

Q：それで1983年にハリスに入社した。

A：1991年にオークマークのファンドを設定した。1996年に、より集中度の高いオークマーク・セレクトの設定を取締役に提案し、その運用を担当した。2000年にはオークマークの当初のポートフォリオマネージャーが引退し、私が責任を引き継いだ。

Q：当時はハイテクバブルの崩壊間際だが、苦勞と楽しみのどちらを感じたか？

A：両方だ。投資サイドは楽しかった。当時はS&P500指数の株価収益率（PER）が30倍近く、大型グロース株のPERは30～50倍だった。苦勞したのは、市場と全く異なる投資をしていた点だ。われわれはPER4倍の銀行株、6倍の食品株、1桁台の鉱工業株などを大量に保有していた。パフォーマンスも良くなかった。

テレビで私を見かけていたタクシーの運転手に、自分のポートフォリオの方がよほど勝っているとされたことがある。これはバリュウ投資家の呪われている点だ。機会が最大の時は、ほぼ常に直近のパフォーマンスが低迷している。

## ■ 金融株への期待

Q：多くの金融株を保有しているが、それらのPERは低い。

A：現在の大手銀行は、10年前よりはるかにリスクが低くなっている。自己資本比率は大きく上がっているし、融資基準は厳しくなり、テクノロジーによって競争優位性も上がっている。金融株のPERが市場との比較で過去水準に戻れば、株価は現状より3割ほど高くなるだろう。

Q：その中で一番気に入っている銘柄は？

A：全て同じくらい気に入っている。各行が一つの分野で強みを持っている。シティグループ<C>は世界的成長を活用できる有利な立ち位置にあり、個人よりも企業にエクスポージャーを有する。バンク・オブ・アメリカ<BAC>は、技術的に最も進んだりテール銀行であることが競争優位性を高めると考えている。

## ■ アルファベットとネットフリックスをバリュウ銘柄とみなす理由

Q：アルファベットとネットフリックスを保有している。それらは典型的なバリュウ銘柄ではないが。

A：われわれが一部のバリュウ投資家と異なる点の一つは、経済が重工業中心からアセットライトに移行したことを認識している点だ。従来の指標で割高に見える企業でも、われわれは意欲的に検討する。

Q：PER30倍のアルファベットを、なぜバリュウ銘柄とみなすことができるのか。

A：バリュウ投資家として、割安に見えないからと検討対象から外すことは簡単だ。しかしよく見ると、ネットキャッシュは1株当たり150ドルに上る。グーグルの自動運転事業ウェイモのようなベンチャーキャピタル的な投資を、ゼネラル・モーターズ<GM>のクルーズの持ち分や、インテル<INTC>によるモバイルAI買収のバリュエーションと比べてみると、ウェイモには明らかに非常に大きな資産価値があることが分かる。われわれは1株当たりさらに100～200ドルの事業価値があると考えている。

一方（グーグルの）ユーチューブは、番組の視聴回数が最多の動画サービスで、1株当たり400ドル以上の価値が算出できる。検索事業は市場のバリュエーションに対して大幅なプレミアムの価値があるが、現状では市場を下回る水準で投資できる。その価格では、アルファベットは安過ぎるというほかない。

Q：ネットフリックスについてはどう考えるか？

A：恐らく、他のバリュウ投資家のポートフォリオと重複が最も少ない銘柄だろう。ネットフリックスはキャッシュフローが黒字ではないが、加入者数が急速に成長している。一方、HBOは他では得られないコンテンツのために加入者が料金を支払うプレミアムサービスだ。月額約16ドルで、利

益率は約40%となっている。通信大手のAT&T<T>がタイム・ワーナーを買収した後では、HBO会員1人当たり約1000ドルの価値を容易に推計できる。これは、加入者1人当たりの税引き前キャッシュフローの約13倍に相当する。

調査によると、HBOとNetflixの両方に加入している消費者は、HBOの方が高額にもかかわらず、Netflixの方が自分にとって高い価値があると考えている。これは後者に価格設定力があるということだ。Netflixの価値が、現在のHBOの加入者1人当たり1000ドルに近いと考える場合、現在の加入者数に基づいても、Netflixの事業価値は現在の時価総額よりわずかに高く産出される。

別の考え方をすると、1人1000ドル相当の加入者が2500万人増加することは、（負債と相殺後の）企業価値が230億ドルほど増加することを意味する。Netflixの時価総額は1300億ドル、純負債は90億ドルだ。企業価値が1390億ドルで、年間230億ドルの価値が加わるとすると、その市場価値は2019年に追加される価値の6倍ということになる。

### ■ 条件を満たす株に投資しなかった失敗

Q：これまでの失敗を幾つか教えてほしい。

A：長年やってきたので、多くの失敗をしてきたが、幾つかに分類できる。金融危機以前に保有していた銀行株では、不動産価格の下落幅がどれほど大きくなり得るかを理解していなかった。他には、長期的な改善と景気循環的な改善を取り違えたことだ。劇的に改善した企業を見たときに、その循環性を十分に考慮しなかったことがある。私が最も嫌いなものは恐らく法的リスクで、モデル化するのが非常に難しいためだ。

最大の失敗は、買った株がその後下落したことではなく、投資条件を満たす企業に投資しなかったことだ。2009年にオークマーク・ファンドで、アップル<AAPL>を現在の株価換算で約12ドルで購入した。一方、より集中度の高いオークマーク・セレクトにとっては十分な魅力がないと判断した。その後アップルの株価は20倍になっている。他の多くの失敗を合わせても、その規模は20倍になる株を買わなかったという失敗には遠く及ばない。

Q：今までの中で一番気に入っている銘柄は？

A：リバティ・メディア<FWONA>だ。ジョン・マローン最高経営責任者（CEO）が1991年にスピンオフした時、われわれは800ページに上る目論見書を読み込んだ。同社は（持ち株会社であるため）実際の収入がない企業の一つで、純資産も関心を引かなかったが、各資産を確認し、負債や優先株式の魅力的な条件を見ると、株式の取引開始価格をはるかに上回る企業価値を非常に容易に算出することができた。

Q：マクロ経済的要因をどのように考慮しているか？

A：われわれは常に、現在から5~7年後のマクロ環境は通常と考えられる状態にあると想定してポートフォリオを構築している。

By Al Root  
(Source: Dow Jones)

## 5. 貿易交渉の第1段階の合意とブレグジットの明確化は株価にとって好材料 -

[コラム]

We Have a Trade Deal and Brexit Clarity. That's Good News for Stocks.

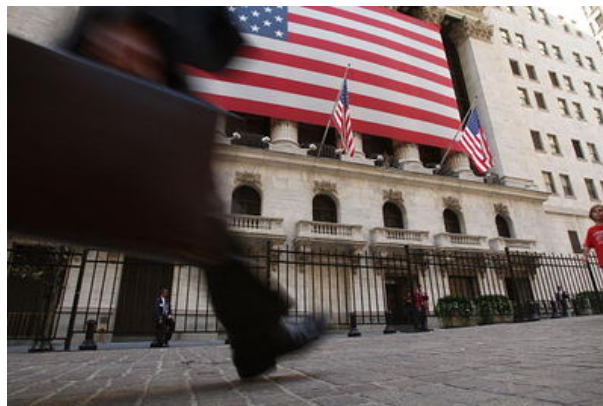
貿易交渉の第1段階合意とブレグジットの明確化による株価への好材料 シェール業界を襲う債務返済

## ■ 貿易の第1段階合意とブレグジットの明確化

不透明な世界の明確化を望む投資家の思いが通じたようだ。株式市場にとってはクリスマスが一足早く訪れた。

中国との貿易交渉の第1段階が13日に基本的に合意され、それによって、12月15日に予定されていた中国からの輸入品に対する新たな関税適用が回避された。

AGFインベストメンツの米国ストラテジストであるグレッグ・バリエール氏は、「合意の内容は、ホワイトハウスよりも株式市場にとって重要だ。この合意によって、米国の農家や中国との貿易に依存している企業の今後の見通しが改善するだろう」とレポートしている。



Getty Images

一方でストラテガス・リサーチ・パートナーズはレポートで、「投資家は、合意内容を深読みし過ぎるべきではない」と述べている。今回撤回された450億ドルの関税と、2019年に適用されて今後解消される170億ドルの関税を合計すると、2020年には差し引きで620億ドル関税が減少することになり、それは国内総生産（GDP）比で0.3%に相当する。同社は、企業の確実性が高まる点では意見を同じにしている。

英国では、ジョンソン首相率いる保守党が総選挙で地滑りの圧勝を取っており、これはブレグジットがいつか実現することを意味する。投票結果によって、英ポンドと株式市場は大幅に上昇した。上場投資信託（ETF）のiシェアーズMSCI英国ETF<EWU>は木曜日と金曜日で合計3.4%上昇した。

先週開催された連邦公開市場委員会（FOMC）と欧州中央銀行（ECB）の会合によって、金融政策をめぐる懸念も解消された。パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長とラガルドECB総裁は共に、金融緩和的な政策を維持すると述べており、強気派にとって明らかにプラスである。パウエル議長は、FRBが利上げするためにはインフレ率が大幅かつ持続的に上昇することが必要だと繰り返した。

ルーソルド・グループの最高投資ストラテジストであるジェームズ・ポールセン氏は、低金利が持続することは株式投資家に理想的な環境を提供するので重要である、とレポートに書いている。同氏の調査によると、1926年から2019年の間で10年国債利回りが3%未満の時にポートフォリオに株式を追加すると、全体的なリスクを大きく上昇させずに、リターンは大幅に上昇した。また、同様の状況において、株式だけのポートフォリオのボラティリティは40%低下し、その後12カ月のリターンがマイナスとなった確率はわずか18%だった。

キャピタル・アルファ・パートナーズのジェームズ・ルーサー氏は、先週の最大の勝者はトランプ

大統領かもしれないと書いている。来年の今頃になって振り返ってみれば、中国に対する勝利、力強い経済、弾劾による予想より弱い逆風など、再選にとっての転機になったとみなされるかもしれない。また、トランプ大統領は株式市場の最大の応援者であり、主要株価指数の高値更新も害にはならない。

## ■ シェール業界を襲う債務返済期限



Photograph by Max Mckinnon

FRBを含む世界の主要中央銀行の金融緩和政策で、過去10年間の資産価格上昇の大部分を説明できる。資産価格とは、株価指数だけではなく、ユニコーン企業のバリュエーションも意味している。さらに、ベンチャーキャピタルの資金は、医療やハイテク研究において真に有益な企業にも資金を提供しており、それは、タクシーサービスや簡易宿泊所用の21世紀バージョンのアプリよりも人々にとって有益な結果を生み出すだろう。

低利の資金は、シェール革命にも資金を提供した。水圧破碎技術に、低利の資金と1バレル=100ドル超の原油価格が相まって、2010年代前半に投資が殺到した。その結果としての供給過剰に世界的な需要減速が重なり、2015年から2016年にかけて原油とその他コモディティーの価格が暴落した。FRBが2015年12月に、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を引き上げ、2016年には4回の利上げが控えていると示唆したため、原油などの価格下落は続いた。

原油価格が30ドルを割り込むと投資不適格のエネルギー関連債の価格は暴落し、バンク・オブ・アメリカ・リサーチのオレグ・メレンティエフ氏によると、2015年終盤にそれら債券の40%がディストレスな水準（利回りが、ベンチマークである米国10年国債利回りを10%ポイント超上回る状態）だった。クイル・インテリジェンスというニュースレターを発行しているダニエル・ディマルティノ・ブース氏によると、2015～2016年にデフォルト（債務不履行）率は25%へ上昇した。

しかし、プライベート・エクイティ企業は、市況底打ち後に生き残った探鉱・生産企業により多くの資金を投入した。その結果、米国の原油生産の世界に占める割合は、2014年の5%から現在では約20%へ上昇し、サウジアラビアやロシアを上回っている。

その一方で、あらゆる資産クラスの価格が大幅に上昇している今年、ハイイールド債のエネルギーセクターのリターンはマイナス5%となっている。米国における原油価格が、過去3年間に58ドル前後で推移しているため、メレンティエフ氏は、市場が再度の2桁台のデフォルト率を織り込んでみるとみている。

今回は前回と異なり、資金を投入する投資家は少ない。増資引受は枯渇し、貸し手は借り手に対して黒字のキャッシュフローと持続可能性を要求する。さらに、コンサルタントのリスタッド・エナジーによると、シェール企業は2020年初めから7年間で、総額710億ドルの債務返済に直面することになる。

テキサス州の経済で重圧は既に表面化している。失業保険申請件数は7カ月連続で増加しており、2015～2016年の不況と同様の状況となっている。申請件数の増加が12月まで続けば、状況は前回の景気後退に匹敵し、FRBが現在の中立的な金融政策を維持する元になっているゴルディロックス経済（過熱せず低迷もしない適度な経済状態）に対する下振れリスクになる可能性がある。



なお、ESG（環境・社会・ガバナンス）の動きによって、化石燃料に対する投資がさらに減少しているため、負債が過剰なシェール会社は財務的なストレスにも直面している。

これら全ては、借り入れ主導のブームが破綻によって終了する典型的な例を想起させる。

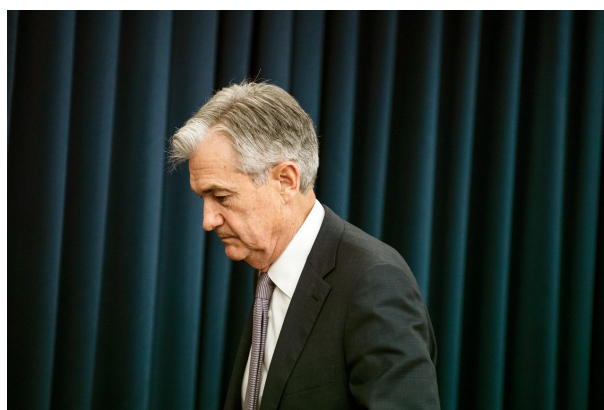
By Randall W. Forsyth  
(Source: Dow Jones)

## 6. 投資家にとって多くのことがうまくいった1週間 - Lots Went Right for Investors This Week. The Dow Still Ended Friday on a Flat Note. FRB、ECB、英国の総選挙、そして米中協議の第1段階合意、すべて良かった

[米国株式市場]

### ■ 投資家にとって多くのことがうまくいった1週間

夢が現実になり、自分が十分に大きな夢を見ていなかったことに気づくことが、時にはあるものだ。先週の株式市場は、まさにそうだった。投資家にとってうまくいった全てのことについて考えてみよう。米連邦準備制度理事会（FRB）と欧州中央銀行（ECB）は、米国および欧州の経済を支えるためにできることをすると約束した。イギリスではジョンソン首相が率いる保守党が総選挙で地滑りの勝利を収めて、これまでの長かったブレグジットの物語が、ついに終りとなることが事実上決まった。そして金曜日、トランプ大統領は、中国との第1段階の貿易協議が完了し、第2段階の交渉が直ちに始まると発表した。協定内容の詳細には足りないところもあったが、それは確かに良いニュースだった。



Photograph by Eric Baradat/AFP/Getty Images

しかし、株式相場はそこで疲弊したのか、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は12月13日の金曜日にはわずか3.33ドルの上昇にとどまり、週間では0.4%高の2万8135ドル38セントで引けた。S&P500指数は週間で0.7%高の3168.80、ナスダック総合指数は0.9%高の8734.88で1週間を終えた。小型株のラッセル2000指数は0.3%上昇して1637.98となった。

「市場は非常に大きな欲しいものリストを持っていて、その全てを手に入れた。FRB、ECB、英国、米中貿易についての四つの希望が全て叶うと、既に期待していたのだ」とUBSオコーナーのケビン・ラッセル最高投資責任者（CIO）は言う。そのため、たしかに先週の株価上昇はそう大きくはなかった。しかし、S&P500指数の14週相対力指数（RSI）で見れば「買われ過ぎ」とされる70.488で引けたのだから十分だ。

市場の過熱度を示すRSIは、0～100の数値で示され、その中でも30～70なら、通常の市場の熱気の範囲内ということになる。しかし、RSIが70を超えてくると買われ過ぎとされ、株価や指数が下落に転じる兆候と考えられることが多い。

### ■ 過熱ではないか

ところが、S&P500指数の14週RSIにおいては、そうとも言えない。ルーソルド・グループのダグ・

ラムジーCIOによると、通常S&P500指数はRSIが70を超えてくると、さらなる上昇を遂げるとい  
う。1933年以来、S&P500指数は、そのような買われ過ぎを示現した後の26週間で平均6.1%上昇  
し、次の52週間で11.5%上昇している。「最も重要なことは、これらのモメンタムシグナルが、少  
なくともあと数カ月間は最終的な強気相場のピークを押し上げる傾向があることだ」とラムジー氏  
は説明する。

テーブル中央に賭けのチップを全て押し出すタイミングだろうか。同氏はそうは確信していない。  
彼の懸念は市場のバリュエーションにある。S&P500指数の正規化された株価収益率（PER）  
は26.3倍で、他の期間の中央値16.2を大きく上回り、過去最高を3ポイント上回っている。「モメ  
ンタムが非常に強いので、持続する可能性は高いが、投資家はそのモメンタムのレベルに対してこ  
れまで以上に高い対価を払っている。バリュエーションはタイミングツールではなく、リスク管理  
ツールであり、このような状況を踏まえると、中立的な資金配分を行うことで満足している」と同  
氏は言う。言い換えれば、あなた自身の責任で、夢を生きよ、ということだ。

### ■ サウジアラムコの時価総額が2兆ドルの大台を突破



Fayez Nureldine/AFP via Getty Images

サウジアラムコ<2222.サウジアラビア>は12日  
の木曜日に時価総額が一時2兆ドルを超え、2016  
年にムハンマド・ビン・サルマン皇太子が予言し  
たマイルストーンを達成した。投資家はこの株価  
上昇に懐疑的であるべきだ。

正式にはサウジアラビア石油として知られるアラ  
ムコは、投資家に対し、同社株の1.5%のみを売  
り出したにすぎない。しかし、そのわずかな部分  
が、250億ドル強という史上最大の新規株式公開  
（IPO）につながった。購入者のほとんどはサウ  
ジアラビア王国やその周辺の人々で、その中には

サウジアラビアの指導者たちから購入を促された人もいた。

13日時点のアラムコの時価総額は1兆9600億ドルで、これは、第1～第3四半期の利益トレンドが  
第4四半期にも続くと仮定して予想される2019年の利益の約21倍の評価額となる。このため、シェ  
ブロン<CVX>やロイヤル・ダッチ・シェル<RDSA>など、ほとんどの国際石油会社よりも割高  
で、さらに、ブラジルのペトロbras<PBR>のような国営石油会社よりかなり高い。そして、ア  
ラムコは競合他社よりも配当利回りは低い。配当総額は750億ドルか、それ以上となる見通しだが、  
配当利回りはロイヤル・ダッチ・シェルの6.5%、BP<BP>の6.6%、エクソンモービル<XOM>  
の5%に対して、3.8%だ。

バーンスタインのアナリストは、もし原油価格が現在の1バレル当たり65ドルから100ドルに上昇  
すれば、足元のアラムコの高いバリュエーションに見合うとする。もし原油価格が70ドルなら、ア  
ラムコの価値は1兆3600億ドルとみる。

アラムコ上場の政治的な側面は、少なくとも財務的な側面と同じくらいに重要だ。2018年にジャー  
ナリストのジャマル・カショギ氏が殺害された事件で、米国当局からサウジ政府の関与が指摘され  
たことを受けて、ムハンマド皇太子は事件への関与を否定したが、この国は外国企業から敬遠され  
てきた。著名なサウジアラビア人たちがリッツ・カールトンのホテルで拘束されることになっ  
た2017年のサウジ政府による「汚職取り締まり」も外国人投資家を失望させた。アラムコのIPOは

サウジ経済を開放するはずだったが、同社がこのIPOを国内取引所で行うと決めたことで、参加できる外国人はほとんどいなくなった。

これらのダイナミクスにより、アラムコの現在の株価が本当の「市場価格」であると主張することは難しい。政府への忠誠心を持たない独立した複数の売り手と買い手によって決まってくる株価とは言い難いし、アラムコの浮動株がわずか1.5%にすぎないことも問題だ。アラムコの強気筋でさえも、この水準の株価には二の足を踏んでいる。

その一方で、ドバイを拠点とするダルマ・キャピタルのザカリー・セファラッティ氏は、需給を考慮すると、アラムコ株に上昇余地はあるという。MSCIや他の指数プロバイダーが今年中に銘柄の追加を検討していることから、アラムコ株に対する需要は高まる可能性が高い。同社はIPOの前に、アラムコの時価総額は1兆5000億~2兆5000億ドルになると予想していた。アラムコに投資するダルマ・キャピタルのファンドを買った米国人はいないが、欧州人は買っているという。セファラッティ氏はまた、IPO価格でアラムコ株を買った人は4.4%の配当利回りを5年間保証されており、これは競合他社に比べてかなり有利な条件であるとも言う。

配当によって得られるキャッシュフローは、セファラッティ氏の投資リスクに見合うかもしれない。しかし、外部の投資家はもっと多くの情報を必要としており、投資を検討する前には、取引のダイナミクスに注意する必要がある。

By Ben Levisohn and Avi Salzman  
(Source: Dow Jones)

## 7. 「安値で買って高値で売る」ではなく、「高値で買って、さらに高く売る」

[投資手法]

- Forget Buy Low, Sell High. How to Buy High and Sell Higher.

高値でもさらなる上昇余地を見込む

### ■ 安値とは何か

投資の秘訣は安く買って高く売ること。だが、安値で買うのは分かりきったことだ。問題は、「安値」とは何か、である。

「安値」とは、大きく値下がりした銘柄のことを意味するのだろうか。そうであれば、特に今は購入すべき銘柄を探すのは難しい。S&P500指数はたった10年間で3倍以上になった。年初来では、S&P500指数構成銘柄のうち10%以上下落した1銘柄に対して、11銘柄が10%以上上昇している。また、昨年のパフォーマンスが最も振るわなかった10銘柄は今年平均で22%上昇している。

一方、S&P500指数は26%上昇しており、昨年のパフォーマンスが最も良かった10銘柄は32%上昇した。

ちなみに、ここ数年、ホームセンター大手のロウズ<LOW>は好調で、大手加工食品メーカー、クラフト・ハイツ<KHC>は不調のようだが、それにもかかわらず、「ロウ」ズを買って「ハイ」



Barrons.com

ンツを売ってれば、今年は良い成果を挙げられただろう。

より長い期間で見れば、株の値動きだけを言えば「高く買って、より高く売る」というアドバイスの方が有効である。25年以上前にジャーナル・オブ・ファイナンス誌に掲載されたナラシンハン・ジェガデシュ氏とシェリダン・ティットマン氏の研究によれば、「過去6カ月間に最も株価が上昇した銘柄を買うと同時に、最も下落した銘柄を空売りし、6カ月待つ」というモメンタム戦略は1カ月当たり約1%市場を上回った。

もちろん、この研究が対象としたのは1965年から1989年という古い時期だ。だがその後、価格モメンタムの予測力については、ここ数年の動きを対象とした研究をはじめ、多くの文献が発表されている。「結局はデータと向き合わなければならない」と5年前に書いたのは、ヘッジファンドAQRキャピタル・マネジメントの共同設立者であるクリフォード・アスネス氏だ。

一方で、「安値で買う」が、利益、売上高、純資産、フリーキャッシュフローといった、バリューの基礎的な基準と比べて割安な銘柄を探すことであるとすれば、その根拠はよりしっかりしている。バリュー株は過去10年の大半の時期にわたってアンダーパフォームしているとはいえ、アウトパフォームする傾向があることは十分に証明されている。

### ■ 安値でもさらに安く、高値でもさらに高く

それでも、どの程度安ければ十分に安いと言えるのか、という問題が残っている。ファッションブランドのヴィクトリアズ・シークレットを傘下におくエル・ブランズ<LB>の株価とバリュエーションは、過去2年でお手頃価格から二束三文にまで下落した。業績不振のモールに対する同社のエクスポージャーは時代遅れなのだろう。このようなケースではモメンタムが役に立つ。「バリューとモメンタムは補完的に利用すればより有効であり、当社が強く推薦したいのはこの二つの組み合わせである」とアスネス氏は書いている。

従って、多くの上昇株を無視して、少数の安値株の中にお買い得銘柄を探す必要はない。以下に挙げるのは、上昇率がS&P500指数構成銘柄の過去3カ月の上昇率の中央値である4.3%をはるかに上回り、ファクトセットによる今年度予想に基づくフリーキャッシュフロー（FCF）利回りが同指数の中央値の3.7%を十分に上回る銘柄のリストだ。

住宅建設大手のプラトグループ<PHM>は過去3カ月で13%上昇、FCF利回り9%、自動車用部品メーカーのボルグワーナー<BWA>は同13%上昇、FCF利回り6.6%、フード・ネットワークを傘下におくメディア大手のディスカバリー<DISCA>は同15%上昇、FCF利回り19.9%、ドラッグストアチェーン大手のCVSヘルス<CVS>は同16%上昇、FCF利回り8.5%、半導体製造装置大手のアプライドマテリアルズ<AMAT>は同18%上昇、FCF利回り6.1%、高級皮革製品・アクセサリ、カプリホールディングス<CPRI>は同22%上昇、FCF利回り9.9%、バイオ医薬品大手リジェネロン・ファーマシューティカルズ<REGN>は同31%上昇、FCF利回り5.7%。

### ■ 投資売買利益と損失の税金対策

年末の忙しい時期の前に投資損失を実現することを忘れずに。筆者は税務のエキスパートではないが、公認会計士が見過ごしがちなポイントをいくつか挙げておこう。

まず誰かに、今年は投資利益が大き過ぎる、という自慢話をしよう。ただし、89%下落した燃料電池メーカーのフューエルセル・エナジー<FCEL>が上昇するのを待っていることは伏せておくように。もし、年初来の損失が利益を上回る場合は、自分は統計的に見て特別な存在であることを知っ

て気を紛らわそう。今年は、どの株を買っても利益を上げられるほど、相場が良かったからだ。

利益を超過する損失は無期限に繰り越して利益を相殺することができる。または、標準控除を申請していても、1年につき3000ドルまで所得から損失分を差し引くことができる。その場合、高額納税者層に区分されていても、確定申告の時期がくれば1000ドルを受け取ることになる。たいした額ではないかもしれないが、51歳以上の男性で、定額控除の大きな高額医療費保険制度を利用している米国在住者にとっては、1000ドルの還付は軽視できない。

ただし、「ウォッシュセール・ルール」違反を犯さないように留意してほしい。ウォッシュセールとは、損失を出しながら証券を売却し、その後30日以内にその証券かそれに極めて類似した証券を買い戻すことだ。ウォッシュセールは禁止されており、それに違反すれば、税控除を失うことになる。損失を出して株を売却した場合は、その資金をインデックス・ファンドに振り向けておけば安全だ。

By Jack Hough  
(Source: Dow Jones)

**8. 米国ハイテク規制が始動、インターネット企業の混乱は必至 - Tech** [ハイテク]  
Regulation Is Finally Here and It Could Get Messy  
ギグエコノミーの労働条件改善と消費者のプライバシー保護を求める米国のハイ  
テク規制がついに施行され、インターネット企業を直撃する

**■ 労働者を請負業者に分類する基準を厳格化する法律が施行、ギグエコノミーを直撃**

プライバシー保護支持者、有識者、政治家のいずれもがハイテク規制の強化を声高に叫んでいる。論点は多種多様だが、変化は既に起きようとしている。



Photograph by Alastair Pike/AFP via Getty Images

2020年1月1日、カリフォルニア州で、力を増すハイテク企業が招いている最も厄介な問題の幾つかに対処することを目的に、二つの法律が施行される。これらの新法は同時に、同州で事業を展開するあらゆる企業に頭痛の種、面倒、コスト、そして複雑な事態をもたらすだろう。

まずはカリフォルニア州下院法案5号（AB5）から見てみよう。AB5は、ライドシェアリングのウーバー・テクノロジーズ<UBER>やリフト<LYFT>、フードデリバリーのドアダッシュやポストメイツといった企業の活動領域で働くギグエコノミーワーカー（インターネットを通じて単発の仕事を受け負う働き手）の労働条件の改善に焦点を当てており、労働者を請負業者に分類するためのルールを規定したカリフォルニア州最高裁判所の2018年の判決を法制化するものだ。この判決における最も厳しいルールは、「請負業者は雇用側企業の通常業務以外の業務に従事する者でなければならない」という規定だ。同法の対象となるのは主に運転手や配達人などの請負業者だが、ゴルフのキャディーやフリーランスのジャーナリストらにも適用される。

AB5の下では、請負業者に該当せず、従業員に該当すると分類された労働者は米国労働法によって

保護される。雇用主は社会保険料、給与税、失業保険料、州の雇用税を支払い、さらに労働者補償保険を提供し、最低賃金法を順守しなければならない。ウーバーとリフトは先週、新法をどの程度適用するつもりなのかという筆者の質問に回答しなかった。ウーバーは従来から、手掛けているのは輸送事業ではなくハイテク事業であるためAB5は適用されないと主張している。この見解が法廷で試されることになるのは確実だ。

ウーバーとリフトはいずれも、証券取引委員会（SEC）への届出書でAB5をリスク要因に加えている。ウーバーは、「運転手を従業員に分類することが要求された場合、当社の現在の財務諸表の提示内容に影響を与える可能性がある」と警告している。

両社は、同法により、運転手を特定の労働時間帯に割り当て、運転手からフレキシブルな労働スケジュールを奪うことを余儀なくされると主張する。ギグエコノミーの企業は同法の修正について既にカリフォルニア州知事のニューサム氏などと話し合っている。また、AB5を廃止する提案投票を2020年11月に行う準備を整えている。

### ■ 消費者の多様な権利を認めるカリフォルニア州のプライバシー法

2020年1月1日に施行されるもう一つの法律はカリフォルニア州消費者プライバシー法（CCPA）だ。同法は消費者のプライバシーを包括的に保護する一方で、カリフォルニア州民のデータを収集する企業に複雑な事態をもたらすだろう。CCPAは、欧州の先駆的なプライバシー法である一般データ保護規則（GDPR）と同様、デジタルデータプライバシーの多くの側面を対象とする。具体的には、カリフォルニア州民は、収集された自分に関するデータの内容を知る権利、データを第三者に販売するのを禁ずる権利、データを収集してセキュリティ違反を侵した企業を相手取り訴訟を起こす権利、収集されたデータを削除する権利を持つことになる。同法は、データの収集を断った消費者を差別することも禁じている。

法律事務所レイサム&ワトキンスでデータプライバシーおよびセキュリティ慣行を統括するマイケル・ルービン氏は、CCPAの目的が過剰なターゲット広告に正面から対処することだと指摘する。だが、巨大ハイテク企業のプラットフォームとの競争に苦戦している広告パブリッシャーのコストを押し上げるなど、意図しない結果を招いていることは確かだ。

### ■ 州レベルのプライバシー法が乱立する可能性がある

問題を複雑化しているのは、他の多くの州がCCPAとは完全に同じでない独自のプライバシー法案を検討していることだ。広告パブリッシャーは法令順守を簡素化するために単一の連邦法を望むだろうが、連邦議会におけるこう着した状況がその可能性を低くしている。連邦議会による立法化は、CCPAが広告パブリッシャーに本当の経済的問題を広範囲で引き起こしていることが証明されるかどうかにかかっているとルービン氏はいう。

CCPAが科す民事制裁金は2500～7500ドルだ。これは巨額の罰金につながる可能性がある。ルービン氏によると、例えばカリフォルニア州民のコンピューターに5億件の広告用のクッキー（インターネットでは非現実的な数ではない）を不適切に設定したかどで罪を問われた企業は、総額1兆2500億ドルの支払い義務を負う可能性がある。

法律事務所ペッパー・ハミルトンでプライバシーとセキュリティおよびデータ保護慣行の責任者を務めるシャロン・クライン氏は、CCPAはフェイスブック<FB>による個人データの不適切な取扱いに対する直接的な反応だと指摘する。「フェイスブックは情報をケンブリッジ・アナリティカに販売し、それがさらに転売された。そうした行為が起らないようにすることがCCPAの核心だ」

とはいえCCPAの適用範囲がより広いことは確実だ。例えばマイクロソフト<MSFT>傘下のビジネス向けソーシャルネットワーキングサービス（SNS）であるリンクトインは、広告は販売しないが採用担当者によって使用されている。問題は、リンクトインで対象者の明示的な同意を得ることなく候補者を探すことが「CCPAと整合しない」ことだ。

リンクトインのプライバシー責任者であるカリンダ・ライナ氏は、「会員が共有することを選択した範囲を超えて」個人情報販売したり、データへのアクセスを許容したりすることはないと明言する。さらに同氏は、「リンクトインは最新のプライバシーポリシーとサービス規約を会員に告知してきた。今後数週間以内にCCPAに対応した告知を掲載し、リンクトインの利用者全員に新法の下での権利とリンクトインの順守の方法について理解してもらう予定だ」と述べている。

By Eric J. Savitz  
(Source: Dow Jones)

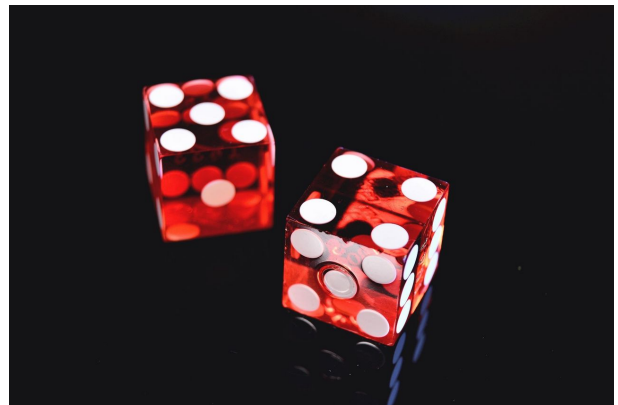
## 9. 持続的なパフォーマンスの追跡が難しい理由 - Why It's Tricky to Track Persistent Fund Performance 数年単位のパフォーマンスを指標にすべきだ

[ファンド]

### ■ 簡単には測定できないパフォーマンスの持続性

ミューチュアルファンドの価値はその成績で決まる。しかし、成績が好調であっても精査することは驚くほど難しく、アクティブファンドのアウトパフォームがスキルに起因するのか、それとも運なのかは容易に判断できない。

スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）は持続性に関するレポートを毎年発行し、インデックスをアウトパフォームしたファンドが翌年以降もアウトパフォームするか調査している。投資家にとっては、持続性が何よりも重要だ。しかし、持続性のあるファンドを見つけるのは難しい。S&Pが半年ごとに実施する調査では、2017年9月30日までの12カ月間に上位4分の1の成績を収めたファンドのうち、2018年にも上位4分の1にとどまったのは半数足らずで、2019年9月30日までの12カ月間でも上位4分の1を維持したのは、わずか8%だった。それでも、アクティブ運用のファンドマネジャーの腕は、この結果が示すほど悪くないかも知れない。S&Pの調査では、より長期的な持続性ではなく、毎年連続してアウトパフォームすることが求められる。このような非現実的な一貫性が持続性と混同されると、1年間のリターンばかりが注目されてしまう。



Photograph by Jonathan Petersson

この調査の趣旨は評価に値する。1年間の成績は非常に優秀でも持続する見込みがないファンドに、個人投資家が飛びつくことを防ぐ目的だ。ただし、不十分な点も多い。同社では、後続する2年間のパフォーマンスを測定した上で、ファンドの成績を判定する。さらに、その2年間の累計や年率ベースではなく、各年において上位の成績を維持する必要がある。1年間のアウトパフォームをもってその後のパフォーマンスを予測することは、不可能といってまず間違いはないだろうが、その後2年間各年のパフォーマンスが上位4分の1にとどまったからといって、パフォーマンスの長期持続を証明するものでもない。

S&Pは2014年9月30日までの1年間の成績が上位4分の1だったファンドを対象に、より長期のテストをもう一つ実施している。ただし、このテストの条件も不十分だ。テスト結果によると、2014年の上位ファンドのうち2019年9月30日まで上位4分の1の成績を維持したのは、0.88%だった。しかし、このテストでは、年間成績が上位4分の1を下回ったファンドが毎年除外されている。そのため、当初の上位ファンドのその後4年間のパフォーマンスが、累積ベースまたは年率ベースで算出されていない。財務調査機関CFRAで上場投資信託（ETF）およびミューチュアルファンドの調査を統括するトッド・ローゼンブルース氏は「ある年に優秀な成績を取めたファンドに、毎年上位のパフォーマンスを維持するよう期待するのは、極めて高いハードルだ」と指摘する。

### ■ 持続性はある程度のまとまった年数で考えるべきだ

1年間のアウトパフォーマンスから、その後のパフォーマンスを予測できないことを証明するには、年間上位ファンドのパフォーマンスを3年や5年間にわたって累積リターンベースまたは年率リターンベースで測定すればいい。できれば、最初から1年間ではなく、3年または5年間の成績上位ファンドを対象に、その後3年または5年間の累積または年率ベースのリターンを算出することが望ましい。そうすれば、アクティブ運用のファンドマネジャーがスキルを持ち合わせているか判断するための、より偏りのない指標になるだろう。

S&Pは、2014年9月までの5年間の成績が上位4分の1の米国ファンドを対象に、今年9月までの5年間の累積ベースのリターンを算出し、レポートに含めている。当初の上位ファンドの32%がそのまま上位4分の1にとどまり、21%が次の4分の1の成績を取めた。つまり、50%をわずかに超える当初の上位ファンドが、続く5年間も上位半分にとどまったことになる。S&Pでプロダクトマネジメントのグローバルトップを務めるエイ・ソー氏は、この5年間のパフォーマンス分析はS&Pの当初の調査と矛盾するものではないと主張する。「持続性を測る方法は幾つもある。持続性という点では5年間のパフォーマンスの方が良い結果が出たが、勝てるファンドを選定するにあたっては必ずしもその公算が大きいとはいえない」と指摘する。

この意見に同意することはできない。アクティブファンドの長期的なパフォーマンスが苦しかったことにほぼ疑いの余地はないが、毎年アウトパフォームするものだという非現実的な期待をかけてはいけない。短期間のアウトパフォームが一貫して継続しているなら、投資家は安堵感ではなく危機感を覚えた方が賢明だ。成績が低迷する時期が数年はあることを覚悟し、少なくとも5年のまとまった期間、より好ましくは周期単位で、アウトパフォームすることを求めるべきだ。これこそが持続性だ。

By John Coumarios  
(Source: Dow Jones)



## 10. 大麻関連製品の新たな波 - Canada Turns to Cannabis 2.0: Edibles, Drinks, and Vapes [経済関連スケジュール]

「大麻合法化2.0」が売り上げの起爆剤となるか

### ■ 「大麻合法化2.0」を売り上げの起爆剤に期待

マリファナ（大麻）関連製品の新たな波が、早ければ来週からカナダで起こり出す。2018年10月にカナダで娯楽用大麻が合法化されて以来、カナダの大麻製造会社キャノピー・グロース<CGC>やオーロラ・カナビス<ACB>などの企業は、ドライフラワーを販売してきた。さらに今、同国では、吸引関連製品や飲料といった、より利益率が高い「大麻合法化2.0」製品が合法化されることになっている。



Illustration by Elias Stein

新商品は、当初は10月に発売される予定だったが、政府の承認待ちのため、出荷は12月16日まで遅れている。

一方、カナダの大麻関連銘柄は、市場の予想を下回る売り上げのために、軟調となっている。大麻関連の上場投資信託（ETF）のETFMGオルタナティブ・ハーベスト<MJ>は年初来30%下落している。

大麻関連銘柄に対する強気筋は、吸引関連製品や飲料、食品が、2020年の売り上げに弾みをつけるのに一役買うと考えている。これらは、米国で大麻が合法化されている州で人気を集めている。カウエンは先月、大麻合法化2.0関連製品で、年間25億カナダドル（19億ドル）の売り上げが可能だとしている。

キャノピーは、同社株の38%を保有する酒類大手コンステレーション・ブランズ<STZ>のサポートで、大麻入り飲料をカナダに浸透させることが可能だとみる。ティルレイ<TLRY>は、酒類メーカーのアンハイザー・ブッシュ・インベブ<ABI>と、カンナビジオール（CBD）入り飲料を開発する合弁企業を設立している。

大麻合法化2.0関連製品が、いつ小売店の棚に並ぶかは分からない。オーロラ・カナビスは、12月末に各地の卸業者に出荷する計画だ。同社は、ほとんどの市場で新製品が店頭で並ぶのは1月以降になるとみる。ティルレイは「規制当局が認可すれば」商品を発売すると述べる。来たる大麻合法化2.0で、どの栽培業者が成功するか、失敗するかは、すぐに分かってくるだろう。

### ■ 今週の予定

12月16日（月）

- ・12月の全米住宅建設業者協会（NAHB）住宅市場指数発表。エコノミスト予想は11月の70から上昇して71。一戸建て市場は依然として活況であることを示している。
- ・12月のマークイット製造業景況指数（マークイット製造業PMI）発表。コンセンサス予想は11月からほぼ横ばいの52.8。
- ・ニューヨーク連銀が12月の製造業景況指数を発表。直近5カ月とほぼ同水準の4.5と予想される。これは同地域の製造業セクターの成長鈍化を示している。

12月17日（火）

- ・作業着メーカーのシンタス<CTAS>、宅配・航空貨物大手フェデックス<FDX>、トラックメーカー大手ナビスター・インターナショナル<NAV>が決算発表。
- ・製薬大手イーライリリー<LLY>が2020年度の業績ガイダンスを発表。コンファレンスコールを開催し、詳細を説明。
- ・11月の住宅着工件数と住宅着工許可件数が発表。住宅着工件数は季節調整済み年率換算134万件で10月（131万件）から増加。住宅着工許可件数は同141万件と、10月（146万件）から減少する見込み。
- ・10月の求人労働移動調査（JOLTS）発表。10月末時点での求人件数は、9月とほぼ同じ700万件となる見通し。

12月18日（水）

- ・大手食品ゼネラル・ミルズ<GIS>、半導体大手マイクロン・テクノロジー<MU>、中小企業向けアウトソーシング・サービスのペイチェックス<PAYX>が四半期決算発表。

12月19日（木）

- ・コンサルティング会社のアクセンチュア<ACN>、食品メーカーのコナグラ・ブランズ<CAG>、外食チェーン大手ダーデン・レストランツ<DRI>、大手スポーツ用品メーカーのナイキ<NKE>が決算コンファレンスコールを開催。
- ・イングランド銀行（英中央銀行、BOE）と日銀が、それぞれ金融政策を発表。イングランド銀行は、短期政策金利を現行の0.75%に据え置くと予想される。市場は50%の確率で、日銀が政策金利を0.1%引き下げ、マイナス0.2%とすると予想。
- ・コンファレンス・ボード（CB）が11月の景気先行指数を発表。過去2カ月は前月比で低下していたが、11月は0.1%上昇と予想。
- ・全米不動産協会（NAR）が11月の中古住宅販売戸数を発表。予想は、季節調整済み年率換算で、10月からやや減少の542万戸。

12月20日（金）

- ・中古車販売大手カーマックス<KMX>が四半期決算を発表。

By Connor Smith  
(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』 2019/12/15

THIS WEEK'S MAGAZINE

発行 : Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信 : 時事通信社

編集

THIS WEEK'S MAGAZINE : エグゼトラスト

TODAY'S MAGAZINE : 時事通信社

お問い合わせ先（法人・個人の購読契約者様） : [barrons@grp.jiji.co.jp](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。

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます