

## THIS WEEK'S MAGAZINE Week of December 22

- |     |   |              |      |
|-----|---|--------------|------|
| 1.  | <b>銘柄選択の名人ピーター・リンチ氏が語る - Master Stockpicker Peter Lynch Speaks Out</b><br>インデックスに投資するだけでは勝てない   | [カバーストーリー]   | P.2  |
| 2.  | <b>ピーター・リンチ氏に聞く - Peter Lynch on Today's Market</b><br>50年の投資経験を生かして今日の市場のグロースの投資機会を探す  | [インタビュー]     | P.5  |
| 3.  | <b>ベクトン・ディッキンソン株は出遅れているものの一考の価値あり - Becton Dickinson: A Laggard Worth a Look</b><br>堅調な業績の拡大と投資利回りの伸長が期待できる医療機器大手   | [医薬品]        | P.7  |
| 4.  | <b>年末ラリーが続く - The S&amp;P Is Heading for Its Best Year Since 2013. What Fueled the Rally</b><br>昨年とは様変わり、株式市場は米国景気の再加速を織り込む                                   | [米国株式市場]     | P.10 |
| 5.  | <b>底値から1年後に過去最高値 - Stocks Hit New Highs Just One Year After Bleak Lows</b><br>過去最高値に黄色信号も 2010年代を振り返って  | [コラム]        | P.12 |
| 6.  | <b>2019年の推奨銘柄のパフォーマンス検証 - We Chose AMD, Alphabet, and Other Tech Stocks to Win 2019.</b><br>推奨したAMD、アルファベット、ペイパルおよびグラブハブの結果は3勝1敗                              | [ハイテク]       | P.14 |
| 7.  | <b>過去10年間で最高のパフォーマンスを記録した10銘柄、まだ上値余地があるのは? - The Decade's 10 Best-Performing Stocks - and Which Ones Have Room to Run</b><br>情報化時代の破壊者もいるが、退屈な業界で上手くやってきた買収者も | [注目銘柄]       | P.16 |
| 8.  | <b>ETFの品ぞろえは広がるか - Stage Set for Broader Array of ETFs, Especially Active Ones</b><br>2019年に行われた規制変更で、アクティブ運用のETFにより適した環境に                                    | [ETF]        | P.18 |
| 9.  | <b>高配当株 - Income Stocks Fed Yield-Hungry Investors in a Low-Rate Era</b><br>低金利の時代、高配当株が人気を維持   | [配当投資]       | P.20 |
| 10. | <b>依然として市場でシェアを誇るビットコイン - Bitcoin Hit Its All-Time High in 2017. Here Comes New Competition.</b><br>ビットコインの新たな競合  | [経済関連スケジュール] | P.21 |

※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. 銘柄選択の名人ピーター・リンチ氏が語る - Master Stockpicker Peter Lynch [カバーストーリー]

## Speaks Out

### インデックスに投資するだけでは勝てない

#### ■ 優れた銘柄を買い、長期保有する

「自分がよく知るものに投資せよ」。著名投資家ピーター・リンチ氏のこの言葉は、多くのストックピッカー（銘柄選択者）の助けとなってきた。同氏はフィデリティ・マゼラン・ファンド〈FMAGX〉を1977～1990年の13年間にわたって運用した。同期間の年率リターンは29%という驚異的な水準だった。同氏の助力もあって、多くの米国人は株式市場の力を学んだ。現在、55%の米国人が、確定拠出年金（401k）やその他の手段を通じて株式を保有している。

リンチ氏の成功の基礎には、ある信条が存在する。それは、優れた銘柄を買い、その銘柄を長期間保有すべきであって、時折訪れる急落を恐れる理由はないというものだ。リンチ氏の遺産は今も健在である。同氏は一般的な家庭でもよく知られており、今も投資の世界で尊敬されている。

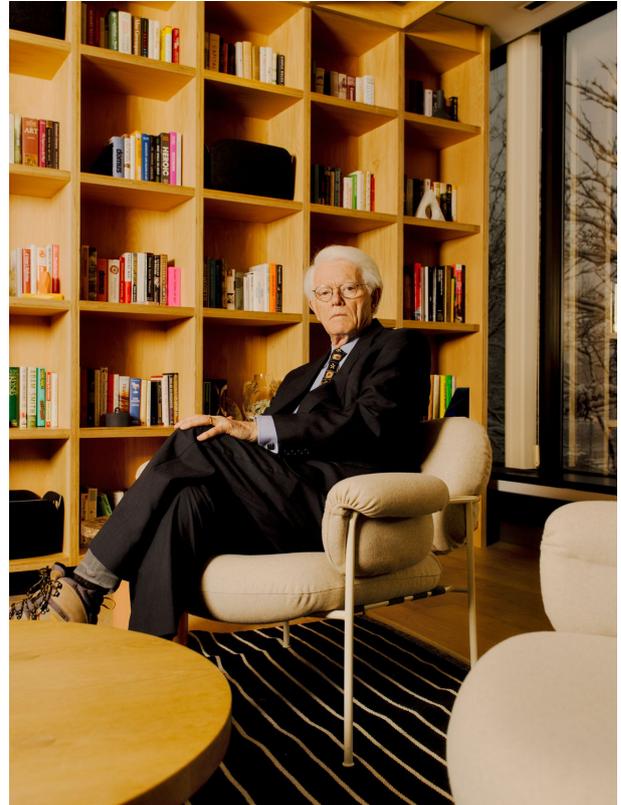
しかし、リンチ氏がマゼラン・ファンドを退いてから30年の間に、投資の世界は劇的に変わった。インデックスを一貫してアウトパフォームできるマネジャーが減り、銘柄選択の人気は低下した。

リンチ氏がマゼランを運用していた頃、同氏は6000以上の米国株から銘柄を選択していた。現在、その数は3600である。さらに、5000以上の株価指数や、それを基にした非常に多くのパッシブファンドが存在する。もしリンチ氏が現在の世界で投資したら、依然として伝説的存在でいられたらどうか？

12月、リンチ氏と本誌はフィデリティ本社で会談した。同氏の楽観的な見方は心強いものだった。同氏は、見通しが明るいか暗いかにかわらず株式を買うべきだという持論を繰り返し、「全ての根底にある投資テーマは、米国は今後も問題ないということだ。それが信じられないなら株式市場にいるべきではない」と語った。

リンチ氏は、20～50%の利益成長を達成する可能性がある企業を探すことの重要性を強調した。同氏が重視したのは、株価収益率（PER）を長期的な成長率で割ったPEGレシオである。PEGレシオが1倍未満の場合、その銘柄には注目する価値があることを意味する。同氏は、在庫の増加率と負債資本倍率（DEレシオ）を注視し、企業が不調を乗り切るのに十分な現金を保有しているか確認すべきだと主張した。また、特に人気があるセクターにおいて、非常に人気がある銘柄に投資することは避けるべきだと説いた。

リンチ氏は、銘柄が人気になる前にトレンドを発見できるという点で、個人投資家にはファンドマネジャーに対する強みがあると考えている。同氏は、アパレル大手ギャップ〈GPS〉に早期から投



Photograph by Heather Sten

資できたのは、亡き妻であるキャロリンさんのおかげだと語る。ディスカウントストア大手TJX <TJX>への投資のきっかけは、膝の手術の後に世話をしてくれた看護師だったという。

リンチ氏は上場投資信託（ETF）の台頭やサステナブル投資といった投資業界のトレンドに驚くほど興味がない。その代わりに、株価指標や、銘柄のファンダメンタルズに基づく投資根拠を話すときは生き生きとしている。フィデリティの元マネジャーで、現在はアウレウス・アセット・マネジメントの最高経営責任者（CEO）を務めるカレン・ファイアストーン氏は、リンチ氏について「百科事典のように博識だ。同氏が探す企業は、サービスが提供されていない市場を発見し、その市場を初期から築き上げ、大手となる企業だ」と語る。

### ■ 現在の状況はアクティブ運用にとってプラス

リンチ氏はボストン郊外の町、ニュートンで生まれた。父親は46歳で亡くなっており、そのため同氏も同じ年齢で引退したという。若い頃、家計を助けるためにゴルフ場のキャディーとして働いていた際にフィデリティの幹部と出会ったことが、大学時代に同社のインターンシップに参加するきっかけとなった。

リンチ氏の最初の投資先であるフライング・タイガー・ラインは10倍に成長した。これは大学院の学費を支払うのに十分な金額だった。同氏は経営学修士（MBA）を取得してフィデリティに入社した。1977年に運用資産額わずか1800万ドルのマゼラン・ファンドのマネジャーとなった同氏は、一部のセクターに集中投資した。公益セクターにファンドの25%を投じ、株価が1株当たり純資産の半額未滿で推移していた金融機関400銘柄を組み入れた。同氏が1990年に退任した時、ファンドの資産額は140億ドルになっていた。

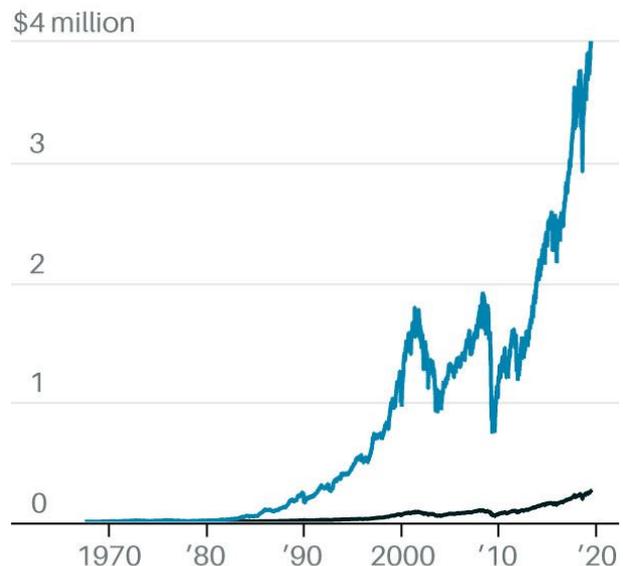
リンチ氏は自分が成功したテクニックを書籍を通じて共有した。最初の著書「One Up on Wall Street」（邦訳「ピーター・リンチの株で勝つーアマの知恵でプロを出し抜け」）は、ブラックマンデーで市場が暴落した2年後の1989年に出版された。出版後間もなく、ウォーレン・バフェット氏から、アニュアルレポートで著作を引用したいという電話がリンチ氏の自宅にかかってきた。その後、両氏は友人となった。

1929年の大暴落に続いて大恐慌が発生したため、人々は株式市場の下落と経済の崩壊を関連付けて考える。しかし、リンチ氏は、過去100年で市場が10%以上下落した例は60回もあると指摘する。同氏は「多くの人は実際の調整よりも、調整を予想したことで損失を被っている」と語る。

## Peter Lynch's Gift to Magellan Investors

Fidelity Magellan was a successful but small fund until Peter Lynch took over. A \$1,000 investment at the fund's inception in 1963 would have been worth \$11,478 when Lynch took the helm in 1977, and \$306,033 when he retired in 1990. Magellan has stumbled in more recent years amid many manager changes. But if that initial investor had hung on, he or she would have more than \$4 million today.

■ Fidelity Magellan ■ S&P 500



Source: Morningstar Direct

もちろん、リンチ氏には反対派もいる。現在の批判の中心は、時代遅れとみなされている銘柄選択である。マネーマネジャーが人工知能（AI）を使用し、デジタル情報が急速に拡散する時代において、消費者がプロ投資家に対する強みを持っているという主張は古風に感じられるかもしれない。著名な投資アドバイザーで、ETFを支持するバリー・リソルツ氏は、「リンチ氏の投資哲学はインターネット以前のものだ」と述べる。

リンチ氏はETFについて、「リサーチをする時間がない人のためのもの」だと主張する。同氏は「投資手法として悪いとは思わないが、なぜETFを利用するのか理由をはっきりさせる必要がある」と述べる。無料の豊富な重要情報、データやコメントが記載された企業のプレゼン資料、株式をやみくもに購入するインデックスファンドは、「全てアクティブマネジャーにとって大きなプラスになる」と同氏は語る。

リンチ氏は、インデックスに投資するだけでは勝てないと心から信じている。今後、市場のリターンが全体的に低下すると考えるなら、銘柄選択のスキルを磨くのが賢明だ。

### ■ 時代が変化しても投資原則は変わらない



Photograph by Heather Sten

リンチ氏は多くの失敗をしてきたことを認める。例えば、ハイテク企業に関しては、ライフサイクルが非常に短いため投資に消極的だった。同氏は、「私の失敗は、予約サイトを運営するプライスライン・ドット・コム（現ブッキング・ホールディングス<BKNG>）など、一部のハイテク企業はそれほど複雑ではないことを見落とした点だ。アップル<AAPL>はハイテク企業ではなく、50年前ならばラジオメーカーのRCAに相当する」と語る。

マゼラン・ファンドを去った後、リンチ氏は非営利組織への助言、自身の財団のための投資の他、フィデリティの副会長を務め、同社の150人以上のアナリストやアソシエイトを指導してきた。多くのファンドマネジャーがリンチ氏に師事している。同氏とキャロリンさんは教育機関に多額の寄付を行っており、低所得者層が多い地区の学校に資金を提供した。

リンチ氏は市場に勝ったのか？同氏はこの問いに対して、自身が運用していた亡き妻の個人退職勘定（IRA）の運用成績を語ることによって答えた。キャロリンさんは1974年から1978年にかけて、この口座に年750ドルを入金した。2014年にキャロリンさんが亡くなるまでに、リンチ夫妻は約300万ドルをこの口座から支払い、残った金額は800万ドルだった。リンチ氏の計算では、リターンは350000%である。

一方、2019年はリンチ氏にとって「過去50年で最悪の年だ。リターンはプラスだが、市場全体の29%には遠く及ばない」という。それでも、同氏の引退後における市場の急上昇によって、「グロース株が非グロース株を上回る状況は支えられてきた」と同氏は語る。同氏によれば、グロース株とは売上が年15%以上のペースで増加している銘柄であって、利益が成長している銘柄ではない。利益の伸びに反映されている業績回復は、成長といえる水準までは至らない可能性があるという。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2019, Dow Jones & Company, Inc

投資家が一部のハイテク銘柄に集中していることは、「成長企業が非常に不足していること」を示唆するとリンチ氏は語る。「これは危険信号だ。全ての資金がこうした企業に流入している。もう2~3年たってもこの傾向が続いていたら、ぞっとすることだろう」という。では、投資機会はどこにあるのか？同氏は具体的な社名を挙げなかったが、「野球の試合に例えて3回から5回の時期にあると思うグロス企業がなければ、業績回復銘柄やスペシャル・シチュエーションに目を向けてみることだ。私なら中国と日本に2カ月ごとに出掛けるだろう。あるいは英国やフランスかもしれない」と述べた。

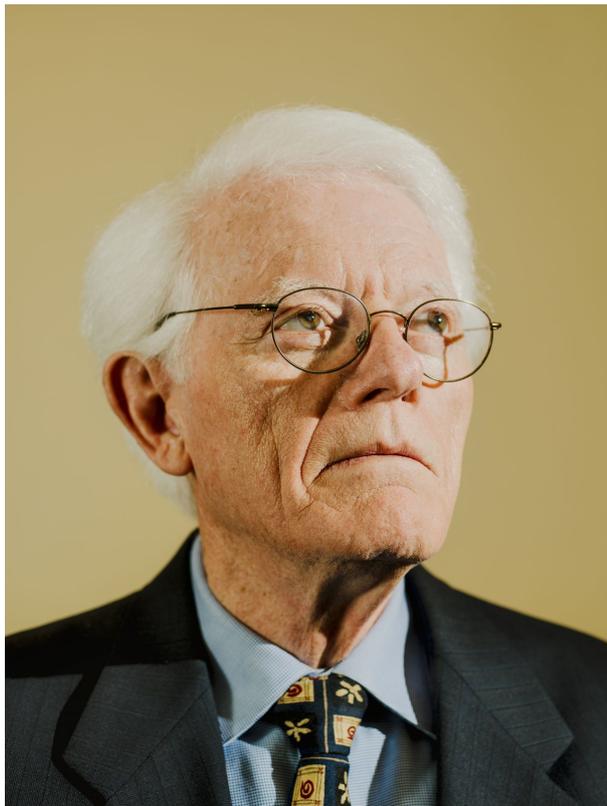
ETFドットコムマネジングディレクター、デーブ・ナディグ氏は「現在の金融界は数式であふれており、それが金融市場の単純さを覆い隠している。企業にとって大事なものは売上原価や人材だ。企業はそれほど複雑ではない」という。同氏は、リンチ氏の助言がETF選びにも当てはまると考えている。たとえAIやクオントの時代が来ても、変わらない投資原則もある。

By Leslie P. Norton  
(Source: Dow Jones)

## 2. ピーター・リンチ氏に聞く - Peter Lynch on Today's Market 50年の投資経験を生かして今日の市場のグロスの投資機会を探す

[インタビュー]

### ■ グロス銘柄の方が投資対象として優れているとの考えが強まった



Photograph by Heather Sten

フィデリティのマゼラン・ファンド<FMAGX>を運用していたピーター・リンチ氏に話を聞いた。

本誌：マゼラン・ファンドを引退して以降の見方は？

リンチ氏：50年間プロの投資家を経験した後、ますますグロス銘柄の方が他の銘柄より良いとの考えが強まった。グロス銘柄とは売上高が実際に増加している企業だ。利益の増加と混同する人が多い。利益の成長だけを見ていると、不調から回復した銘柄や景気敏感銘柄も混ざってしまう。ある会社が赤字の状態から利益率が2%に、そして12%になることはあるもので、利益が6倍になったとしても、それはグロス銘柄とは言わない。

Q：アクティブ運用はパッシブ運用に負けてしまったが。

A：資金を引き寄せるといふ点ではそうだが、フィデリティでは負けていない。フィデリティ・ロー・プライスト・ストック・ファンド<FLPSX>を率いるジョエル・ティリングガスト氏はベンチマークを上回っている。フィデリティ・コントラファン

ド・ファンド<FCNTX>のウィル・ダノフ氏も、フィデリティ・グロス・カンパニー<FDGRX>のスティーブ・ワイマー氏もそうだ。フィデリティでは10年、15年、20年、25年でベンチマークを上回っているファンドが10~15本ある。

## ■ 高成長の期間が非常に長く続く企業もある

Q：偉大な企業の特徴は？

A：私にとって最高の銘柄とは全体像を気にする必要もなく、優れた製品を持つ企業とか、成長業界ではない業界中でのグロース企業などである。スーパーマーケットチェーンのストップ&ショップやドーナツチェーンを運営するダンキン・ブランズ・グループ<DNKN>は地方の会社から成功した例だ。問題はどの程度の期間続く物語か、ということだ。小売り大手のウォルマート<WMT>のサム・ウォルトン氏に会いにアーカンソー州まで行っておけば良かったと思っている。上場10年後に既に設立後25年経っていたウォルマートの株価が10倍になった。当時「逃した」と私は思っていたが、その後50倍になった。塗料のシャーウィン・ウィリアムズ<SHW>の利益は私が運用していた時代から20倍に増えた。私の住む小さな町のプロの塗装屋はホームセンター大手のホーム・デポ<HD>ではなくシャーウィン・ウィリアムズに行く。その店をのぞいてみるべきだった。きちんと現地調査に行かずにもうゲームは終盤と思っていた。

こういう判断は根拠なく行うわけにはいかない。野球の試合に例えると2回の頃に投資して7回で売却したいものだが、それが30年間にわたることもある。米国でうまく行かなくなったファストフード会社が海外進出で非常に成功した例がマクドナルド<MCD>だ。フランスにさえ1400軒のマクドナルドの店がある。一時期マクドナルドはもう終わりに近いと思った人は世界に70億人もの人がいることを忘れていた。

Q：保有銘柄のリストは奇妙なことに、大方創造的破壊の犠牲になった企業だ。

A：それが、「なぜ私がこの企業を保有しているのか」と書き留めておかなければならない理由だ。割安は、良いシナリオとは違う。今が最悪だと思っていたら、もっとひどくなることもある。事態が良くなるまで待つ。バンク・オブ・アメリカ<BAC>ではかなりもうけた。金融危機時には株価が18ドルから7ドルに下落した。しかし、個人預金による資金調達に依存しており、連邦預金保険公社（FDIC）もあるため、破綻しないと分かっていた。その後株価は非常に上昇した。

## ■ 今はグロース銘柄が不足している

Q：最新のアドバイスは？

A：野球の試合に例えて3回から5回の時期にあると思うグロース企業がなければ、業績回復銘柄、スペシャル・シチュエーション、景気敏感銘柄に目を向けてみることだ。現在はグロース企業が本当に不足している。これは危険信号だ。全ての資金が少数の銘柄に流入している。ゲームには終わりがあろう。もう2~3年たってもこの傾向が続いていると、ぞっとすることだろう。

Q：ユニコーンについてどう思うか？

A：今は昔とずいぶん変わった。非上場にとどまる期間が長くなった。次にグーグルのような会社が現れるとしたら、従来と比べて10年余分に非上場のままでいるかもしれない。これは個人投資家にとっては困難な状況になる。ようやく上場された頃には、多くの機関が目を付けていて、株価はフェアバリューになっているだろうし、個人投資家は資金を入れにくい。私なら上場して年数を経た企業を探さだろう。

Q：選好する最高経営責任者（CEO）は誰か？

A：マイクロソフト<MSFT>のサティア・ナデラCEOは同社を本当に復活させた。保険大手アフラック<AFL>のダン・エイモスCEOは、米国でウォーレン・バフェット氏に次いでCEOの在任期間が最長だ。当時クライスラー（現在の自動車大手フィアット・クライスラー・オートモービルズ<FCAU>）のCEOだった故リー・アイアコッカ氏の名を挙げずに済ませるわけにはいかない。

## ■ 個別銘柄に投資するにはストーリーを理解する必要がある

Q：現在の投資機会はどのあたりを探せばよいか？

A：うまく行っていない業界を探す。そのうち何らかの理由で改善する。例えば船舶だ。船を買うとすると、2～3年待たなくては行けない。船舶業界ではかなり長期にわたって船の受注が減少したままだ。というのは船が納品される頃には価格が再度下がっている可能性があるからだ。

エネルギーセクターもひどい状況だ。今後1～2年で大きな転換点があるかもしれない。原油は興味深い。長期的には太陽光発電や風力発電もうまくいくだろうが、それまでは天然ガスや原油が必要だ。来年にでも世界が石油を使わなくなるかのごとく思う人もいるが、中国では来年500万台の電気自動車を販売する可能性があるとしても、一方で内燃エンジン式の自動車は1700万台販売される見込みだ。電気飛行機はまだない。短期的には液体天然ガスや液化石油ガス（LPG）がディーゼル油に取って代わる可能性がある。破綻しそうにないと思える企業に投資しているが、具体的銘柄は推奨できない。

Q：投資家に知っておいてほしいと思うことは？

A：投資をするなら、一定のルールに従う必要がある。スキーをしたいなら、初心者向けゲレンデで止まり方を覚えなくてはならない。例えばセメント会社に投資していたとすると、受注が増えたら、次は業績が良くなると分かる。個別銘柄に投資するならストーリーを理解する必要があり、その会社がうまく行く理由を五つ答えられるべきだと思う。その銘柄を保有する理由を8歳の子供が納得できるように説明できないなら、買わない方がよい。財務諸表を見ないで投資すべきではない。小学校5年生までの勉強が理解できたのなら、計算力は十分はずだ。

By Leslie P. Norton  
(Source: Dow Jones)

### 3. ベクトン・ディッキンソン株は出遅れているものの一考の価値あり - Becton

[医薬品]

Dickinson: A Laggard Worth a Look

堅調な業績の拡大と投資利回りの伸長が期待できる医療機器大手

#### ■ 株価出遅れの原因となった二つの逆風

医療機器大手ベクトン・ディッキンソン<BDX>の株価は今年20%近く上昇した。リターンとして悪くはないが、S&P500指数の上昇率をほぼ10%ポイント下回っている。さらに悪いことに、過去数年一貫して上場投資信託（ETF）のiシェアーズ米国メディカル・デバイゼズETF<IHI>をアンダーパフォームしてきた。同ETF（ベクトンを保有銘柄に含む）の2019年に入ってからの上昇率は約31%だ。この差は何が原因なのか。

ベクトンには幾つかの逆風が吹いているが、その一つは米ドル高だ。2019年度（9月決算）の売上高173億ドルのうち44%が国外向けの売上高であり、ドル高が同社の利益に大きな影響を与えている。

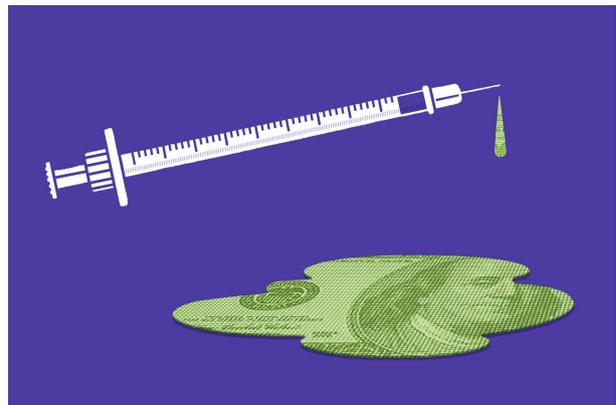


Illustration by Dan Page

もう一つの逆風は、動脈狭窄（きょうさく）や閉塞を含む末梢動脈疾患の治療に使用されるベクトンのルトニックス薬剤コーティングバルーンカテーテルだ。このカテーテルに薬剤として使用されているパクリタキセルの安全性に対して、米食品医薬品局（FDA）が懸念を表明した。FDAは死亡率が上昇している可能性があるとして、6月に科学者と一般人から成るパネルの意見を求めた。パネルの結論は、「同カテーテルを使用して治療した患者の予後を慎重に観察すべきだ」というものだった。ベクトンは同製品の安全性を主張し、販売を続けている。最近、独立した研究の結果が米国内臓病学会誌「心血管インターベンション」に掲載され、同社の主張が支持されている。今年FDAが懸念を表明して以降、同製品の売り上げはほぼ半減したが、同社の売上高全体に占める割合はわずかだ。

■ 事業の実態は健全であり2桁台の投資利回りが期待できる

ベクトンは先月の第4四半期の決算発表の電話会議で、2020年度の売り上げが5~5.5%増加する見込みだと発表した。上記のような懸念から、同社の健全性を見落とす投資家がいるかもしれない。しかし、為替相場は周期的に変動するものであるし、2020年度の薬剤コーティングバルーンの売上構成比はわずか1%未満の見込みだ。「会社全体は依然として非常に健全であり、非常に堅実なキャッシュフローを生み出している」とモーニングスターのアナリストであるアレックス・モロゾフ氏は言う。ベクトン株を保有している機関投資家のあるアナリストは、1年後の株価は305ドル程度となり、直近の株価267ドルから約14%上昇すると考えている。

こうした強気の見方が出る背景には、現在の株価は割安ではないにせよ、それほど割高ではないという議論もある。ファクトセットの今年度利益予想をベースにした株価収益率（PER）で見ると、ベクトンのS&P500指数に対するプレミアムは16%で、直近5年間の平均である12%を大きく上回ってはいるからだ。

またベクトンは、過去5年間に実施した二つの大きな買収から生まれるさまざまなシナジーによって、堅調な売り上げの成長と利益率の上昇を実現している。ファクトセットによると、同社の2020年度のコセンサス予想利益は1株当たり12.58ドルで、2019年度の11.68ドルから8%の増加となっている。PERが現在と変わらず、1%強の配当利回りを実現できれば、2桁台のリターンを達成することも可能だ。投資銀行ウィリアム・ブレアのアナリスト、ブライアン・ワインスタイン氏は、株価上昇への道は単純で、「2桁台の増益率を実現し、これに配当利回りを追加すれば、2桁台前半のリターンになる。この株はそうした態勢が整っている」とし、同社に対する投資判断をアウトパフォーマンスとしている。

■ 買収事業のシナジー実現と今後の見通し

ベクトンは1897年の設立で、注射器や注射針など安定した医療消耗品事業を基盤に、長年にわたって1桁台半ばの安定した利益成長を実現してきたが、最近、特に先進国市場では、こうした製品の

**Becton Dickinson**

Shares of the medical-device maker are up solidly this year but have lagged behind the broader market.



Source: FactSet

成長が見込めなくなってきた。そして、合併で規模を拡大しつつある病院との取引条件の交渉も厳しさを増している。長年同社の最高経営責任者（CEO）を務め、来年1月下旬に退任が予定されるビンセント・フォレンザ氏の下で、同社は成長戦略の見直しを行ってきた。フォレンザ氏の後継は、同社で長年にわたり勤務し、現在、社長兼最高執行責任者（COO）を務めるトーマス・ポーレン氏となる予定だ。

成長を加速するため、ベクトンは2015年にケアフュージョンを122億ドルで買収し、病院で使用される調剤システムなどの分野に参入した。この買収はウォール街では好評だった。両社の事業にはあまり重複がなく、ケアフュージョンは多くの海外市場に進出可能となった。

ベクトンは2017年にはC.R.バードを買収した。買収には240億ドルを要し、ベクトンは借り入れて資金を調達する必要があった。2年前に同社の買収が完了して以降、ベクトン株は同業他社をアンダーパフォームしているが、これはバードが開発した薬剤コーティングバルーンに対するFDAの懸念もその一因となっている。ベクトンは自社株買いプログラムをいったん停止し、増配のペースを遅らせることで、債務の圧縮を進めている。総借入額は、バード買収直後に利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）の4.7倍に達したが、2019年9月末には3.5倍まで減少している。同社はこの比率を2020年末までに3倍未満に引き下げる方針だ。そうなれば、自社株買いプログラムを再開し、増配のペースを上げることも可能となるだろう。

ベクトンは三つの事業部門から成る。メディカル部門が圧倒的な規模を誇り、糖尿病治療などさまざまな用途の製品で構成されている。インターベンション部門は主として旧C.R.バード関連の事業である。ライフサイエンス部門は、診断および医学研究に使用される機器を販売している。2020年度の売り上げは、ライフサイエンス部門で6~7%、インターベンション部門で5~6%、メディカル部門で4~5%の増加を見込んでいる。

近年のベクトンの経営は経費削減による利益率上昇のストーリーであると言って良い。これにはバードの買収による年間約1億ドルの合理化も含まれている。ベクトンの2019年度第4四半期の調整後の営業利益率は27.4%、これに対し前年同期は25.4%だった。「これがベクトンの特徴だ。同社の本質は、効率性を追求し続ける非常に優れた製造業だ」とブライアン・ウィンスタイン氏は語る。

懸念の一つは、ルトニックス薬剤コーティングバルーンの適応を、現在承認されている膝から上および透析における使用に加えて膝から下へも拡大する同社の取り組みが、FDAの懸念が原因で失速したことだ。しかし、同社は開発を継続している。これがうまく行けば、今後数年で同社の株価が同業他社をアウトパフォームする、あるいは少なくとも追い付くための特効薬となるだろう。

By Lawrence C. Strauss  
(Source: Dow Jones)

## 4. 年末ラリーが続く - The S&P Is Heading for Its Best Year Since 2013. What Fueled the Rally

昨年とは様変わり、株式市場は米国景気の再加速を織り込む

[米国株式市場]

### ■ 好調に終わりそうな2019年

昨年の今頃は株式市場が急落しており、米国が景気後退に向かっているとしか感じられなかった。今年は、景気後退には陥ることはないと感じられない状態で年末に向かっている。

2019年も営業日であと6日残すだけとなったが、株式市場の上昇が止められないように感じられる。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は金曜日にも上昇して引け、前週末から1.1%高の2万8455ドル9セントと史上最高値を更新した。S&P500指数は1.7%高の3221.22、ナスダック総合指数は2.2%高の8924.96と、両指数とも史上最高値を更新して週末を迎えた。小型株のラッセル2000指数は2.1%上昇して1671.90で引けた。



Photograph by Bryan R. Smith/AFP via Getty Images

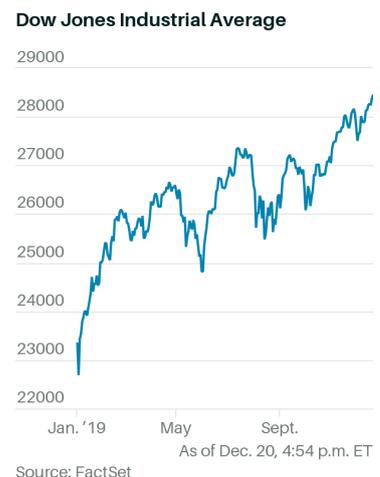
昨年の今頃は、主要株価指数は下落が止まらないようだった。S&P500指数は12月24日までに12%下落し、1931年以降で最悪の12月となる途中だった。米連邦準備制度理事会（FRB）による利上げに対する懸念が作り上げた売りのブラックホールのような状態で、年末相場で見られる流動性の低下による重力が拍車をかけていた。その結果、米国が景気後退に向かわなければ（もしくは、景気後退に向かわないと投資家が考えれば）、株式市場は上昇する以外にない状態にまで売り込まれていた。

当時について、シティグループで米国株チーフ・ストラテジストを務めるトビアス・レフコビッチ氏は、「2018年12月に投資家心理はパニック状態にあり、その後の12カ月間の株式市場にとって絶好の状況が作り出されていた」と指摘する。実際にそうなった。NYダウは今年これまでに22%上昇し、S&P500指数とナスダック総合指数の上昇率はそれぞれ28.5%と34.5%だった。S&P500指数とナスダック総合指数は2013年以降で最も上昇した年となりそうだ。

### ■ 今年を振り返る

ただし、順調に上昇したわけではない。S&P500指数は最初の4カ月で18%上昇した後、逆イールドカーブ、収益リセッション、そして年央の貿易戦争の拡大などの懸念の壁に市場はぶつかった。4月末から9月末にかけての上昇率はわずかに1.1%で、その間、筆者はさらなる下落に備えてキャッシュを多めに保有するように推奨した。

しかし、そうした下落が来ることは決してなく、S&P500指数は上昇に転じた。FRBが2018年の利上げ姿勢から転じて利下げに踏み切ったことや、トランプ大統領が中国と「第1段階」の合意に達することで貿易戦争の瀬戸際を回避したように思われたことが上昇を支えた。それ以上に、年初に広がっていた景気後退懸念がほぼ消えてしまったことが要因となった。9月末から先週金曜日までのS&P500指数の上昇率は8.2%に達した。



今年の上昇は、市場が景気後退を懸念した状態で始まり、懸念がなくなったことで達成されたものだ。転じて現在の市場は米国経済が再加速することを織り込みつつあり、株価上昇が続くにはそう

なることが必要だろう。この点に関して、バンクオブアメリカ・セキュリティーズの投資ストラテジストであるジャレド・ウッドワード氏は、米国企業全体の業績とS&P500指数採用企業の業績のギャップが過去最高となっており、これはドットコムバブルの時期でも見られなかったものだと指摘する。

同氏はこのギャップがなくなるには以下の二通りしかないと考えている。同氏は「企業が内部留保を強制される、テクノロジー関連や自社株関連の規制が強化される、もしくは景気後退に陥ることでS&P500指数採用企業の利益が低下することでギャップが埋まるのが第一。米国経済全体が底上げされて景気が上向き、企業全体の業績が上昇することで埋まるのが第二だ」と述べる。

同氏が予想するのは後者のシナリオで、ウォール街の多くはその見方だ。実際にそうなることを期待したい。

### ■ 今年の銘柄選びのレビュー



Justin Sullivan/Getty Images

トップのヘッジファンド運用者を信じるよりも、ダートを投げて当たった銘柄を買う方が株式市場でもうけられると言われているが、今年の筆者に対しては当てはまるようだ。

S&P500指数は年初から28.6%上昇して素晴らしい1年となったが、個別銘柄ではもっと上昇したものもあった。指数に採用された505銘柄の中で238銘柄が指数全体を上回っており、アウトパフォームする個別銘柄やセクターを選ぶ機会は多くあったはずだ。しかし、タイミングの悪さ、強気市場の中での空売り推奨、そして単純に銘柄選

択がまずかったことから、筆者の成績はS&P500指数を1.5%ポイント下回るもので終わった（配当再投資ベース）。

もちろん全部失敗だったわけではない。3月1日には女性向け衣料品メーカーのLブランズ<LB>を売り推奨とした。これは同社が今後の変革を語ったコンファレンスコールの後だったが、この後に株価は29%下落した。同社はCBSで毎年ホリデーシーズンに放送していたファッションショーを取りやめるなどの変革を試みているが、他社との差別化が図られていないほか、店舗数が依然として多いことなどが懸念される。同社の株価は2015年に付けた過去最高値の100.22ドルから82%下落して18.48ドルになっているものの、アクティビストの動きでもない限り、今すぐに株価が上昇する理由は見当たらない。

10月18日に上場投資信託（ETF）のヘルスケア・セレクト・セクターSPDR<XLV>の買い推奨をしたことも成功だった。その後の上昇率は12.5%で、同期間のS&P500指数の8.4%を大きく上回る。政治的な懸念からヘルスケア・セクターは出遅れていたが、エリザベス・ウォーレン上院議員が民主党の大統領候補レースで後退したことなどから推奨した後に上昇が始まり、市場全体をけん引した。同セクターはやや買われ過ぎの状態にあるようだが、少なくとも2月に民主党の予備選が始まるまではアウトパフォームが続きそうだ。

しかし、10月25日にスーパーマーケット大手のウォルマート<WMT>を買い推奨したのは失敗だった。直前に消費財大手のプロクター・アンド・ギャンブル（P&G、ティッカーは<PG>）が好業績

を発表したことを受けた推奨だった。その後に表示したウォルマートの業績は良かったものの、2019年に入ってから既に30%上昇していたため、材料出尽くしとなり、推奨後はわずか1.7%の上昇にとどまってS&P500指数に対して5%ポイント超のアンダーパフォームとなった。

最大の失敗は、生活用品小売りチェーンのベッド・バス・アンド・ビヨンド<BBBY>の空売り推奨だ。ディスカウントストア大手のターゲット<TGT>で最高購買責任者を務めていたマーク・トリットン氏が最高経営責任者（CEO）に就するとの報道を受けて、同社株は22%上昇し、8月に付けた安値の7.40ドルからは74%上昇した水準にあった。トリットン氏が成功するかどうかも含めて、この上昇は行き過ぎだと判断して売り推奨とした。しかし、先週の8.9%を含めて、それ以降のリターンは30%に達した。関税に関する懸念が和らいだことや悲惨な業績は暫定的な経営者によるものだとの認識が背景にあったと思われるが、既に株価には織り込まれているようだ。同社には取り組むべき課題が山積していると現時点でも考えており、同社株を買うべきではないと考えているが、さりとて空売りすべきでもないだろう。

いずれにせよ、上記は筆者個人の責によるものだ。

By Ben Levisohn  
(Source: Dow Jones)

## 5. 底値から1年後に過去最高値 - Stocks Hit New Highs Just One Year After Bleak

[コラム]

Lows

過去最高値に黄色信号も 2010年代を振り返って

### ■ 過去最高値に黄色信号も

1年前のクリスマス直前は悪夢のようだったが、今年は喜ぶに足る十分な理由がある。2018年12月の底値から主要株価指数は大幅に上昇した。

CNNの「恐怖強欲指数」は、1年前の株価の底のときにはわずか5だったが20日は91で（最高は100）、安心感と喜びが明確に表れている。ミシガン大学による12月の消費者信頼感指数も今年の最高値近辺の99となり、動揺する理由が見当たらない。

インベスターズ・インテリジェンスの投資アドバイザー調査では、強気派が弱気派を40%ポイント上回っており、これは株式市場にとって典型的な黄色信号だ。主要株価指数が過去最高値を更新している中で、強気派は割高なバリュエーションを気にしていないように見える。ルーソルド・グループの最高投資責任者（CIO）であるダグ・ラムジー氏は、さまざまなバリュエーション指標が、1990年代のインターネットバブルに次ぐ水準へ上昇していると述べる。



Photograph by Spencer Platt/Getty Images

過去5年間の、一般に（公正妥当と）認められた会計原則（GAAP）に基づいて標準化された利益と最高の利益の両方に基づくS&P500指数の株価収益率（PER）は、過去30年間の上位10%以内に近

づいている。S&P500指数の株価／売上高倍率（PSR）は、上位1%の水準にある。

全てのバリュエーション指標は、過去30年間で大幅に上昇している一方で、S&P500指数の同期間の年率リターンは9.9%で、1926年以降の10.1%を下回っている。ラムジー氏は、「上昇が、この先2年間、さらには次の30年も続くことに誰が賭けるのだろうか」という問いを投げかけて、「株価の最近の反応によると、ほぼ皆が賭けている」と自答している。

ただ少なくとも今年のクリスマスは、株式市場は陽気で華やかだ。

## ■ 2010年代を振り返って



Photograph by Spencer Platt/Getty Images

もう少しで終わりを迎える2010年代を振り返って思いを巡らすべきことは、起こったことではなく起こらなかったことだ。1929年の大暴落に続いた1930年代の大恐慌のような大不況は、2007年から2009年にかけての世界金融危機の後には発生しなかった。これは、2010年代の金融政策決定者が1930年代の諸先輩の重大な失敗を研究し、断固として当時と逆を実行したことに負うところが大きい。

株式市場という小さなレンズを通して見ると、過去100年間で最悪だった2件の金融危機からの回復の差は、一つのデータに集約できる。ダウ工業株30種平均（NYダウ）が1929年以前の高値まで回復するのに1954年までかかったのに対し、2013年半ばには2007年終盤の高値まで回復しており、回復までの期間は約4分の1で済んだ。これは積極的な金融刺激策のおかげだ。

過去1年間の動向も似たようなものだ。米連邦準備制度理事会（FRB）は、2018年の利上げとバランスシート縮小から、2019年初めに金融引き締めを一服させて半ばには利下げに転じた。株価は明確に反応した。上場投資信託（ETF）のSPDR S&P ETFトラスト＜SPY＞の年初来のリターンは29.66%で、2018年のマイナス4.56%から一変した。

過去10年間では、SPDR S&P ETFトラストの年率リターンは13.47%で、米国市場が世界をアウトパフォームしている。他の市場をみると、iシェアーズMSCI EAFE ETF＜EFA＞は5.56%、iシェアーズMSCIエマージング・マーケットETF＜EEM＞は3.19%だ。

株式市場のこれらのリターンは、米国の過去10年間におけるゼロ%に近い金利と、欧州の大半の諸国や日本のマイナス金利が背景となっている。その結果、債券がキャピタルゲインのために買われて株式がインカムのために買われるという、逆転現象が生じている。

マイナス金利の結果として11兆2000億ドル相当の債券利回りがマイナスになっており、それを満期まで保有すれば確実に損失を被ることになる。保有に値する唯一の道は、マイナス金利幅の拡大（債券価格上昇）かデフレだが、それは各中央銀行のインフレ率目標とは相容れない。

量的緩和（QE）とマイナス金利によって、債券と株式の市場は活況を呈したが、銀行にとっては悪影響となった。その結果、ピアンコ・リサーチによると、2007年2月以降のS&P500指数の金融セクターのリターンはS&P500指数の約半分だ。日本の金融抑圧政策が始まった1994年以降でみると、

TOPIXの銀行セクター指数は80%超下落し、欧州のストックス欧州600銀行株指数は12%低下の一方、米国のKBW銀行株指数は345%上昇した。ただしKBW銀行株指数は、金融危機以前の2007年の高値を依然として下回っている。言い換えれば、多大な金融刺激策は1930年代の再来を阻止したが、株式と債券の投資家が主に恩恵を受け、銀行の株主と預金者が犠牲になった。

バーナンキ元FRB議長が主張した、金融刺激策が住宅価格を手頃にするという想定は、教科書通りには進展しなかった。住宅ローン金利は4%割れまで低下したが、中流世帯の手の届かない水準まで住宅価格自体を押し上げた。

1930年代のような不況は回避できたが、FRBが2018年に金融引き締めへ転じると、株式市場は大幅に低迷し、債券利回りは上昇した。これは、FRBがそれまで金融緩和によるインフレを懸念して金融引き締めへ転じて、大恐慌の後遺症が続いた1937年を想起させる。今回は大きな違いが二つある。まず、前述したように、FRBは2019年に利下げにかじを切った。1937年には財政政策も引き締められたが、今回は数兆ドルの財政赤字となっている。

過去10年間をみると、金融市場は、資産価格の押し上げに主に寄与した金融緩和政策に依存するようになっている。金融刺激策が撤回されたら、どうなるだろうか。または、いわゆる現代貨幣理論に基づいて、刺激策が拡大されたらどうなるのだろうか。2010年代に急進的だとみられた考え方は、2020年代に控えている未知の結果の前では色あせてしまうかもしれない。

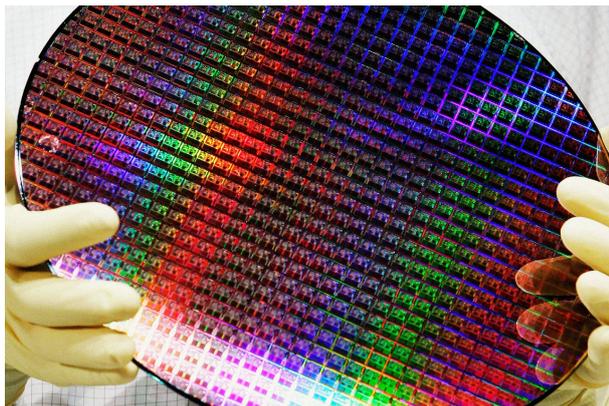
By Randall W. Forsyth  
(Source: Dow Jones)

## 6. 2019年の推奨銘柄のパフォーマンス検証 - We Chose AMD, Alphabet, and Other Tech Stocks to Win 2019.

[ハイテク]

推奨したAMD、アルファベット、ペイパルおよびグラブハブの結果は3勝1敗

### ■ 今年最大の話題は巨大ハイテク企業が独占禁止法の調査対象となったこと



Photograph by Carsten Koall/ Getty Images

ハイテク業界は常に変化しており、主導的な企業が失速する中で新興企業がスポットライトを浴びる。新たな勝者と敗者が生まれるダイナミズムはこのコラムの最高のネタである。

2019年もさまざまな紆余（うよ）曲折があった。このコラムでも、半導体戦争から貿易戦争、コンテンツのストリーミングサービスからゲームに至るまで、主要な動向を数多く取り上げてきた。

中でも最も注目すべき話題は巨大ハイテク企業が独占禁止法の調査対象となったことだ。アップル

<AAPL>、フェイスブック<FB>、アルファベット<GOOGL>の競争慣行は規制当局から監視されており、民主党の大統領候補者であるエリザベス・ウォーレン上院議員をはじめとする批判的な向きは巨大ハイテク企業の解体さえ掲げている。6月には、米国政府が巨大ハイテク企業に対して何らかの措置を取るかもしれないとの懸念を受けて、巨大ハイテク企業の株価は急落した。このとき本誌は投資家の懸念は行き過ぎかもしれないと示唆したが、その予想は正しかったことが判明

した。

### ■ ウォール街の今年最大のサプライズはAMDの年初来139%の株価上昇

本誌は個別の企業に関する投資判断も提供した。マイクロプロセッサメーカーのアドバンスト・マイクロ・デバイス<AMD>の株価が強気見通しに下支えされて3桁台と驚異的な上昇幅を記録していることは、ウォール街にとって最大のサプライズかもしれない。AMDの今年11月の株価パフォーマンスはS&P500指数構成銘柄の中で最高となり、その後も他の構成銘柄に対するリードは拡大する一方だ。年初来の上昇幅は約139%である。

とはいえ、本誌の読者にとってAMDの株価上昇はサプライズではない。本誌は同社の明るい展望について繰り返し取り上げてきた。2018年の後半には、線幅7ナノメートル（nm）の半導体製品ラインアップが有望であることを理由に同社が2019年の最大の勝者となる可能性があること書いた。過去を振り返ると、製造プロセスの微細化は、より高速で省電力の半導体の製造を可能にしてきた。同社が2019年7月に発売した7nmプロセス採用のマイクロプロセッサファミリーは、価格と性能がインテル<INTC>の製品と比べて優れていると評価され、市場で急速に支持を広げた。

### ■ ズーム・ビデオとアップルの株価に関する本誌の予想は外れる

本誌の予想がすべての中したわけではない。4月には、オンライン会議システムのズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>の極めて割高なバリュエーションに対して懐疑的な記事を掲載した。当時、同社の株価は記事掲載の前の週の新規株式公開（IPO）から急騰し、公募価格を80%超上回っていた。株価上昇はその後も続き、それから6週間後の上昇幅は50%超を記録した。ただし、こうした株価上昇の多くはここ数カ月で失われている。

アップルの株価に関しては、本誌は悲観的になる時期が早過ぎた。今年1月に年初来の最安値を付けたことを受け、投資家にすぐに買い増すよう推奨する記事を掲載した。その記事では、数カ月後に株価の30%上昇を受けた利益確定売りが起きると予想したが、この予想は外れ、同社の株価はさらに40%超上昇した。

### ■ 本誌の2019年推奨銘柄の結果は3勝1敗

本誌が2019年の投資先として推奨した銘柄のパフォーマンスをおさらいしておこう。

本誌は2018年12月の記事で、2019年に向けた最善の投資アイデアとして、AMD、アルファベット、オンライン決済大手のペイパル<PYPL>、食品デリバリーサービスのグラブハブ<GRUB>の4銘柄を披露した。現在の株価はそれ以来、それぞれ122%上昇、29%上昇、27%上昇、38%下落となっている。前述したように、AMDは新しいプロセッサによって成長を遂げた。アルファベットとペイパルはいずれも2019年を通じて好調な業績を発表した。

この4銘柄の中ではグラブハブが唯一の敗者となった。同社は今年10月の四半期決算発表で利益予想を引き下げ、競合相手の料金引き下げに対抗すると述べたことが株価下落につながった。率直に言って、本誌は激的な販促環境や未上場の競争相手による赤字覚悟のビジネス慣行を予想していなかった。

グラブハブのリターンが精彩を欠いたにもかかわらず、本誌が選んだ4銘柄は、全体としては主要な株価指数をアウトパフォームしている。記事を掲載した2018年12月14日以降の平均リターンは35%で、同じ期間のS&P500指数の26%上昇とナスダック総合指数の30%上昇（いずれも配当を含む）を上回る。

来週の本コラムでは2020年の推奨ハイテク銘柄を披露したい。

By Tae Kim  
(Source: Dow Jones)

**7. 過去10年間で最高のパフォーマンスを記録した10銘柄、まだ上値余地があるのは？ - The Decade's 10 Best-Performing Stocks - and Which Ones Have Room to Run** [注目銘柄]  
情報化時代の破壊者もいるが、退屈な業界で上手くやってきた買収者も

■ **トップ10の第1位はネットフリックス**



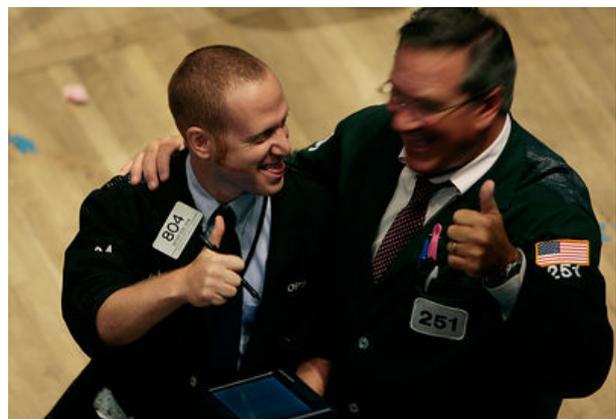
Photograph by Lionel Bonaventure/AFP via Getty Images

今から10年前の2009年末に1万ドル投資していたら、現在では40万ドル以上、今回のトップ10リストで第1位となったのは、動画配信最大のネットフリックス<NFLX>だ。10年前の会社には独自のコンテンツがなかったため、ハリウッドが主導権を握っていた。今日では多くのオリジナル作品と1億5800万人の加入者を抱える。その一方でテレビ視聴者数は減少しており、ハリウッドはそれに対応しようと躍起になっている。競争は激化しており、ネットフリックスがフリーキャッシュフローを黒字にするのは2023年になると予想される。

第2位は債券の電子取引プラットフォームを運営するマーケットアクセス・ホールディングス<MKTX>で、1万ドルが30万ドル超になった。同社の債券取引プラットフォームは、債券取引を徐々に電子化しつつある。これは、はるか昔に株式で起こったことだ。同社の2020年の予想株価収益率（PER）は60倍に達し、今後の利益成長率は12～14%になると予測されているが、この株を担当している12人のアナリストの誰も買い推奨していない。

■ **1万ドルを20万ドル超にした3銘柄**

航空部品の持ち株会社であるトランスタイム・グループ<TDG>は、多くの部品で同社が唯一の供給元となっている。そのため、利益率は同業他社平均の2倍以上を維持している。今年度（9月期）の利益は15%以上の伸びが見込まれ、予想PERは27倍だ。



Getty Images

半導体大手のブロードコム<AVGO>は、利益率が高いが単独では規模が小さすぎる半導体メーカーを長年にわたって買収してきた。昨年はメインフレーム用ソフトウェア販売のCAテクノロジーズを買収した。CAテクノロジーズはクラウド用ソフトウェアほどエキサイティングではないが、収益性は高いビジネスだ。株価は10月期の年間予想フリーキャッシュフローの14倍で推移しており、半導体不振で5月には252ドルまで下落したが、

現在は318ドルだ。

医療装置メーカーのアビオメッド<ABMD>は、ハイリスク手術時の血流を補助する小型心臓ポンプのインペラ（補助循環用ポンプカテーテル）を製造している。その市場は大きく、同社には競合相手がほとんどいない。昔ながらの安価な治療法と比べてインペラの危険性を指摘する調査もあるが、金融サービス会社のジェフリーズは、これらの調査には欠陥があるとして、同社株を買い推奨している。株価は去年の400ドル超から、最近では177ドルまで下落している。

### ■ 1万ドルを10万ドル超にした5銘柄

建設設備レンタルのユナイテッド・レンタルズ<URI>は過去10年間に、保有車両を拡大するとともに競争相手を買収してきた。建設業者が機材の購入よりもレンタルを重視するようになったためだ。重機は景気下振れに対するリスクが高く、今ではディーラーに過剰在庫の兆候が見られる。しかし、同社の株価／フリーキャッシュフロー倍率はわずか8倍だ。ゴールドマン・サックスは9月に同社株をオーバーウェイトとし、機材メーカーが減産することでレンタル収益が改善すると予測している。

バイオ医薬品大手のリジェネロン<REGN>の株価は、黄斑変性症の治療薬としてアイレアが承認された後の2010年代前半に大幅に上昇したが、それ以降は低迷している。同社にとって、湿疹やその他の症状治療用のデュピクセントは、もう一つの大型商品のように見える。同薬の今年の売り上げは2倍以上の22億ドルに達する見通しだ。強気筋は、いずれ100億ドルに達する可能性があるともみている。来年の予想PERは14倍だ。

歯列矯正システムメーカーのアライン・テクノロジー<ALGN>は、歯矯正システムであるインビザラインを最新のものにして、例えば、歯型を作る従来の作業を素早い3Dスキャンで置き換えた。売上高とフリーキャッシュフローが急増している。その一方で競合のスマイル・ダイレクト・クラブ<SDC>が、店舗でのスキャンや家庭用の治療キットを提供し、競争は激化している。アラインの2020年予想PERは42倍で、スマイル・ダイレクト・クラブはまだ赤字だ。

化粧品小売りチェーンのアルタビューティー<ULTA>は、デパートやドラッグチェーンから化粧品やヘア製品のシェアを奪っている。急速な店舗拡大により、10年前には12億ドルだった売上高は74億ドルに達した。しかし、成長は鈍化し、株価はこの夏の350ドル超から最近の249ドルへと下落したが、この結果、PERは約20倍となる。

小口トラック輸送のオールド・ドミニオン・フレート・ライン<ODFL>は、買収と路線拡大に加えて、安定した時間厳守の配送で顧客を獲得してきた。売上高の伸びは足踏み状態となって、経営陣は収益性を犠牲にしてまで数量を追いかけるつもりはないと言っている。2020年予想PERは22倍だ。

今回紹介したリストには情報化時代の破壊者もいるが、配送や航空機部品のような退屈な業界において上手くやってきた買収者もいる。この辺りは今後の考えどころだ。過去10年間にS&P500指数に連動するファンドを保有していたなら、税金と手数料考慮前で1万ドルを3万5000ドルに変えたことになる。テクニカルには、これら10銘柄の全てに投資したと友人に伝えても間違いではないし、残る490銘柄に言及する必要はない。

By Jack Hough  
(Source: Dow Jones)

## 8. ETFの品ぞろえは広がるか - Stage Set for Broader Array of ETFs, Especially Active Ones

[ETF]

2019年に行われた規制変更で、アクティブ運用のETFにより適した環境に

### ■ ETFルール導入による合理化



Photograph by Chip Somodevilla/Getty Images

規制変更は普通、あまり刺激的なニュースではないが、今年は上場投資信託（ETF）にとって重要な年となった。

米証券取引委員会（SEC）は、より幅広い製品が設定される道を開いた。これがニッチな、奇抜な、はたまた役に立たずなファンドの急増をもたらすか、有用な新規ファンドの台頭につながるかは来年の話題として、まずは何が起こったのか整理したい。

まず、SECは待望の「ETFルール」を承認し、ファンドが市場に投入されるプロセスを簡素化し

た。ETFは長年、ミューチュアルファンドにかかる規制を免除する手続きを介してケースバイケースで承認されていた。これは、ETFが市場の終値に基づいて価格を決定するのではなく、日中に取引するために必要だった。しかし新たにETF専用のガイドラインを使用することで、より迅速な上場が可能となった。これによって新規参入が広がる可能性はあるものの、バンガード、iシェアーズ、ステート・ストリートのトップ3に取って代わるプロバイダーを想像するのは難しい。

### ■ 開示義務の緩和がアクティブ運用を後押し

第2に、ETFがポートフォリオの日次の開示を回避できるようにする一連のルールにより、アクティブ運用のETFの舞台が整った。アクティブ運用ETFは既に数本存在するが、以前はポートフォリオを毎日開示することが義務付けられており、頻繁に手の内を見せたくないアクティブ運用のマネージャーには望ましくない仕組みになっていた。それとは対照的に、ミューチュアルファンドのポートフォリオの開示義務は四半期ごとにとどまるが、現在ではその多くが、少なくとも主要な保有銘柄について月次で開示している。

初夏にプレシディアンという会社が、ファンドのポートフォリオと同一の証券の設定・交換バスケットにエージェントを使用するシステムの承認を受けた。ブルー・トラクター、フィデリティ、T.ロウ・プライス、ナティクシス、およびニューヨーク証券取引所のシステムを含む最近の決定では、設定・交換バスケットでプロキシ・ポートフォリオを使用するシステムが承認された。調査会社CFRAでETFと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、「結局のところ、どのシステムが使用されても構わない」と述べる。より大きな問題は、ETFという形でアクティブ運用にアクセスできるようになることで、パッシブ運用ETFへの資金流出が食い止められるかどうかであろう。

T.ロウ・プライスなどのアクティブマネージャーは、透明性のないアクティブ運用のETFを提供できるようになるのを待って、ETFの提供を見送っていた。別のインセンティブとして、ETFは一般的にミューチュアルファンドよりも税効率が低い。これは元来税効率の高いインデックスファンドにおいてはそれほど重要ではないが、アクティブ運用のETFは、アクティブ運用のミューチュアルファンドよりも大きな税メリットを有する可能性がある。

## ■ 資金の流れは防衛的な心理を反映

この1年間、ETF投資家は奇妙な選択をしてきた。S&P500指数が30%近くのリターンを上げた期間中に、彼らは株式ファンド（流入額1340億ドル）よりも多くの資金を債券ファンド（同1450億ドル）に注ぎこんだ。確かに、ブルームバーグ・バークレイズ米国総合インデックスが8.5%上昇していることから、債券にとっても素晴らしい年だったといえる。しかしETFドット・コム社のデブ・ナディグ氏は、債券への資金流入は、株式市場の上昇にも関わらず投資家が防衛的になっていることの表れだと述べる。これは2018年末に起こった20%近くの株価急落の記憶を反映しているかもしれない。

資金はリスクの高い分野ではなく、主にコア債券戦略に流入している。同様に、株式では低ボラティリティ戦略が人気だ。iシェアーズ・エッジMSCIミニマム・ボラティリティUSA ETF<USMV>には年間123億ドルが流入した。これは流入額トップのバンガード・トータル・ストック・マーケット・インデックス・ファンドETFシェアーズ<VTI>の133億ドルに次ぐ規模である。債券ファンドにおける流入額トップは、バンガード・トータル・インターナショナル・ボンド・インデックス・ファンドETFシェアーズ<BNDX>の103億ドルだった。バンガード・トータル・ボンド・マーケット・ファンドETFシェアーズ<BND>も85億ドルと健闘した。

ナディグ氏は、株式のリターンが今年ほど好調でなくなる可能性や、明暗の混在する経済統計が影響を及ぼすことに鑑みて、投資家が来年も防衛的な姿勢を維持すると予想している。「製造業統計は不安を誘う内容であり、2020年については必ずしも楽観的ではいられない」と同氏は述べる。

## ■ ESGファンドへの関心高まる

持続可能性に着目したファンドも2019年に存在感を増した。モーニングスターによると、環境、社会、ガバナンス（ESG）要因に特に焦点を合わせたファンドへの資金流入額は、2017年が17億ドル、2018年は19億ドルだったのに対し、2019年には70億ドル以上に達した。

大手アセットマネジャーから新しく出ている持続可能性ファンドとして、S&P500指数のESG版と言えるXトラッカーズS&P500 ESG ETF<SNPE>、フィデリティ・ウィメンズ・リーダーシップ・ファンド<FWOMX>、バンガード・グローバルESGセレクト・ストック・ファンド・インベスター・シェアーズ<VEIGX>などがある。債券ファンドとしては、ヌビーンESGハイイールド・コーポレート・ボンドETF<NUHY>やピムコ・クライメート・ボンド・ファンド<PCEBX>がある。また、フェデレーテッド・エルメスSDGエンゲージメント・ハイ・イールド・クレジット・ファンド・インスティテューショナル・シェアーズ<FHHIX>は、国連の持続可能な開発目標を追跡している。モーニングスターによると、少なくとも3年経過したファンド42本のうち、70%がカテゴリーの上位半分には属していた。

ESGへの関心は若年層から中年の投資家を中心に高まっており、アドバイザーも急いで追いつこうとしている。機関や組織も投資方針ステートメントにESGガイドラインを追加しているため、このトレンドが逆行することは難しいだろう、とナディグ氏は指摘している。

By John Coumarios  
(Source: Dow Jones)

## 9. 高配当株 - Income Stocks Fed Yield-Hungry Investors in a Low-Rate Era 低金利の時代、高配当株が人気を維持

[配当投資]

### ■ 低金利時代の人気商品

歴史的な低金利が10年を超えて続く中、インカムを狙う投資家の間では債券に代わる投資先として高配当株が人気を維持しそうだ。

例えば10年物米国債の利回りは1.9%と、低金利時代に入る前の3.8%と比べて半分近くまで低下した。米連邦準備制度理事会（FRB）は10年間の半ばに金利をゼロ近辺からようやく引き上げたが、今年0.25%の利下げを3度実施し、フェデラルファンド（FF）金利誘導目標は1.5%~1.75%の水準にある。この状況を踏まえると、国債利回りが今後1年余りで大きく上昇することは考えにくい。



Photograph by Harold Clements/Express/Getty Images

一方、S&P500指数の平均配当利回りは、この10年の大半と同様に1.9%前後で推移しており、株式の相対的な魅力が増している。「投資家は必死に利回りを追求している」と、GW&Kインベストメントで株式インカム戦略を担うアーロン・クラーク氏は語りつつ、最近の債券売り出しは応募超過になっていると指摘する。「高配当株はインカムを得る方法として、今なおはるかに優れている」と語る。債券のクーポンは一定であることがほとんどだが、配当は毎年増える傾向にあると、同氏は付け加える。

超低金利の10年が2007年から2009年にかけての金融危機と景気後退に端を發したことは、投資家の記憶に新しい。S&P500指数構成各社の配当支払いも2009年に前年比21%の減少に見舞われたが、その後は毎年増加している。当時の減配の多くは自己資本の保全を求められた金融セクターで起きたが、その後資本を充実させた同セクターは配当利回りが魅力となっており、中には3%を超えるものもある。

### ■ 買われ過ぎだがまだ魅力的

この10年、高配当株は全体的に高いリターンを維持してきた。米國中・大型株を中心とする上場投資信託（ETF）のSPDR S&PディビデンドETF<SDY>の10年平均リターンは13.02%と、S&P500指数の13.6%に引けをとっていない。

25年以上の増配を続けてきた企業だけで構成されるS&P500配当貴族指数のリターンは、さらに高い。ディスカウント小売りチェーンのターゲット<TGT>、ジョンソン・エンド・ジョンソン（J&J）<JNJ>、コカ・コーラ<KO>など56社で構成されるこの指数の平均リターンは、年率14.7%となっている。

投資家が利回りを求める中、多くの高配当株は買われ過ぎている。例えば公益事業セクターの人気は高く、ユーティリティーズ・セレクト・セクターSPDRファンド<XLU>の10年間平均リターンは11.35%だが、同ファンド構成銘柄の平均予想株価収益率（PER）は19.4倍で、5年平均の17倍強を大きく上回っている。

しかしながら、各社は配当支払いを増やし続けており、2019年を振り返ると高配当株は再び好調に推移した。

クラーク氏によると、S&P500指数の構成銘柄を配当利回り順で五つのグループに分けた場合、一番上のグループは一番下を3%ポイント、アンダーパフォームした。ただし、いずれのリターンも20%を超えており、高配当株がマーケット全体の高リターンに引けをとらなただけでも感銘を受けたと同氏は述べる。

S&P500指数構成企業は今年、2018年より6.3%多い約4850億ドルを配当として支払ったが、増加のペースは前年の8.7%を下回った。しかし少なくともあと1年は、高配当株が米国債に対して人気を維持するだろう。

By Lawrence C. Strauss  
(Source: Dow Jones)

## 10. 依然として市場でシェアを誇るビットコイン - Bitcoin Hit Its All-Time High in [経済関連スケジュール] 2017. Here Comes New Competition. ビットコインの新たな競合

### ■ ビットコインの新たな競合は、ブロックチェーン技術を利用する企業や政府

2017年初めにおよそ1000ドルだったビットコインは、同年12月には、1万9783ドルをつけた。以来、値動きは激しく、2018年には73%下落、今年85%上昇している。しかし2017年の高値には到底及ばず、ここ最近では、7000ドル近辺で取引されている。

ビットコインを2017年初めに取得していたら、現在でも500%以上のリターンを上げられたことになる。だが、それだけが言いたいのではない。資産運用会社、アドバイザー・インベストメンツの代表であり、『インディペンデント・アドバイザー・フォア・バンガード・インベスターズ』の編集長であるダン・ウィーナー氏が、2017年初めからのビットコインの値動きを分析したところ、5日間のローリング・リターンの平均は1.5%であった。ところが、5日間保有した場合に最大47%のリターンを得られた時もあれば最大29%の損失を被った時もあり、その乖離（かいり）は大きい。同氏の試算によると、投資家がビットコインを10日間保有した場合、45%の確率で損失を出すという。



Illustration by Elias Stein

2017年以降、値動き以外での最大の変化は、ビットコインの競争激化だ。2年前、ビットコインに対抗する通貨を作ろうと、市場では新規仮想通貨公開（ICO）が盛んに行われていた。ところが仮想通貨に関する情報を提供するサイト、Coinmarketcap.com（コインマーケットキャップ）によると、ビットコインは依然として、暗号通貨全体の時価の67%を占めているのだ。現在、ビットコインの最大の競争相手は、ブロックチェーン技術を駆使して通貨発行をもくろむ企業や、国庫を裏付けとしたデジタル通貨発行を検討する政府だという。現在支配的な力を持つドルも、ビットコインや企業が保証するデジタル通貨、政府統制によるデジタル通貨のように、分散化されることになる

のだろうか？

フェイスブック<FB>が開発するリブラは、規制問題に直面しているが、早ければ来年にもスタートする可能性がある。中国は2014年からデジタル通貨に取り組んでいるが、今年、その取り組みを加速させていると報じられている。

## ■ 今週の予定

12月23日（月）

・ 11月の新築住宅販売戸数発表。コンセンサス予想は、季節調整済み年率換算で、10からほぼ横ばいの73万戸。これは2018年11月の65万7000戸から約11%の増加となる。10月の新築住宅の平均値は38万3300ドル、中央値は31万6700ドル。

・ シカゴ連銀が11月の全米活動指数を発表。エコノミストの予想はマイナス0.1（10月はマイナス0.71）。2018年は3度マイナスを記録しているが、2019年は、6月と8月を除くすべての月でマイナスとなっている。このことは、経済は依然として成長しているが、鈍化していることを示している。

・ 11月の耐久財受注発表。新規受注は前月比1.6%増となる見込み（10月は0.5%増）。輸送用機器を除いた予想は0.2%増（10月は0.5%増）。

12月24日（火）

・ クリスマスイブのため、ニューヨーク証券取引所とナスダックは午後1時に取引終了。債券市場は午後2時に取引終了。

・ 日銀は、10月30日、31日に行われた金融政策決定会合の議事要旨を公表。

・ 12月のリッチモンド連銀製造業景況指数発表。11月のマイナス1から3への改善（製造業活動拡大）が見込まれる。

12月25日（水）

・ クリスマス。米国をはじめ、多くの国の市場が休場

・ 中国、成都で日中韓首脳会談開催（24日～25日）。日本の安倍晋三首相、中国の李克強（リー・クォーチャン）首相、韓国の文在寅（ムン・ジェイン）大統領が出席。北朝鮮の非核化や日韓の貿易を巡る対立などが議題となる見込み。

12月26日（木）

・ ボクシングデーにより、カナダ、英国、香港などの市場は休場。

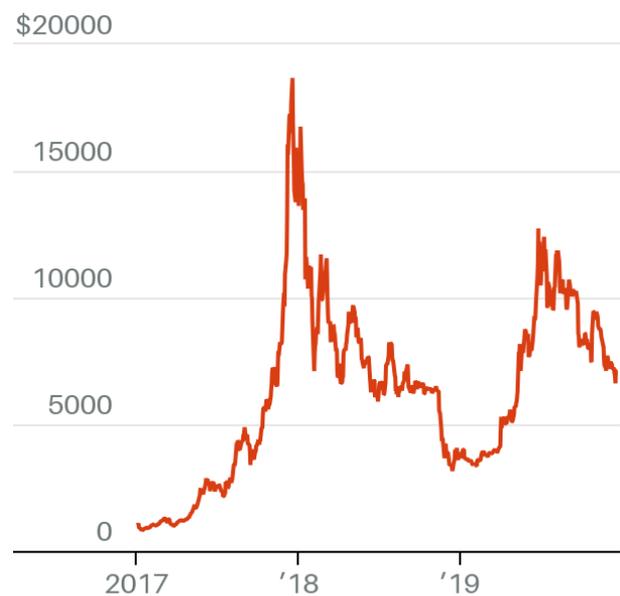
・ 米労働省雇用統計局が新規失業保険申請件数（12月21までの週）を発表。申請件数の4週移動平均は22万5500件。

12月27日（金）

## A Wild Ride

Bitcoin jumped as high as \$19,783 in 2017, but hasn't come close to that level since.

### Bitcoin Price



Source: Bloomberg

- ・ クラウド企業ピボタル・ソフトウェア<PVTL>が臨時株主総会を開催。8月になされた、仮想化ソフトウェア大手VMウェア<VMW>による買収提案への承認を求める。買収額は27億ドル。
- ・ エネルギー情報局（EIA）が、12月20日までの週の週間石油在庫統計を発表。

By Avi Salzman  
(Source: Dow Jones)

『バロンス拾い読み』

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。

『バロンス拾い読み』 2019/12/22

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