

THIS WEEK'S MAGAZINE Week of December 29

- | | | |
|-----|---|--------------|
| 1. | <u>トップを維持するために賭けるバンガード - Vanguard's Bid to Stay on Top</u> | [カバーストーリー] |
| | 数十年にわたり先頭を走ってきたが、現在は追いかける側に | P.2 |
| 2. | <u>割安ではないがアプライドマテリアルズを買い推奨 - Chip-Equipment Stock Applied Materials Is Not Cheap but Still a Buy</u> | [半導体] |
| | 半導体製造装置大手のアプライドマテリアルズに注目 | P.5 |
| 3. | <u>非アルコール性脂肪性肝炎（NASH）治療薬の開発に殺到する製薬会社 - Pharma Companies Are Rushing to Treat a Little-Known Liver Disease</u> | [ヘルスケア] |
| | 現在開発されているNASH治療薬の医療としての有効性や将来性については懸念あり | P.8 |
| 4. | <u>好調なうちに2019年末を迎える株式市場 - The Dow Is Closing Out 2019 With a Bang. 3 Innovations in ETFs to Watch Next Year.</u> | [米国株式市場] |
| | 株式市場は合理的ではないものの、あえて来年を見通す。ETF市場での規制緩和。 | P.10 |
| 5. | <u>2020年代は巨大な変化が起きる - The 2020s Will Bring Great Change. We May Not Be Ready.</u> | [インタビュー] |
| | バンク・オブ・アメリカのストラテジストはテクノロジーの進歩で変化は加速していくと予想。 | P.12 |
| 6. | <u>想像絶する2020年代、投資においては絶対確実なことに固執せよ - The 2020s May Be a Doozy. Stick With the Tried and True in Investing.</u> | [世界経済] |
| | 株価と株価指数にこだわり続けるべき理由 | P.15 |
| 7. | <u>2020年の金融市場のリターンは2019年には及ばない - Count on This: Next Year's Financial Markets Won't Be So Nice</u> | [コラム] |
| | 株価は1桁の上昇、債券は横ばい、金や新興国市場が上昇か | P.16 |
| 8. | <u>2020年の最も重要なトレンドに投資するための4銘柄 - 4 Stocks to Play 2020's Most Important Tech Trends</u> | [ハイテク] |
| | クラウド、クーベネティス、次世代ビデオゲーム、5Gにおける一押し銘柄を紹介 | P.18 |
| 9. | <u>2020年の利益減少環境下の銘柄選択 - How to Play a Profit Squeeze in 2020? Large-Cap Stocks With Low Labor Costs Look Primed to Perform.</u> | [注目銘柄] |
| | グローバル大企業で、賃金コストが抑制された銘柄群に注目したい | P.21 |
| 10. | <u>今週の予定 - Preview</u> | [経済関連スケジュール] |
| | カナダグースは代名詞であるコヨーテ・ファーが売り上げの重しに | P.23 |

※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. トップを維持するために賭けるバンガード - Vanguard's Bid to Stay on Top [カバーストーリー]

数十年にわたり先頭を走ってきたが、現在は追いかける側に

■ 売買手数料の廃止を発表する見込み

資産運用大手バンガード・グループは、ブローカー業務における株式とオプションの売買手数料の廃止を間もなく発表する見込みである。これは同社にとって急激な転換だ。他のブローカーがいずれも10月に売買手数料を廃止したのに対し、バンガードのティム・バックリー最高経営責任者（CEO）は、わずか数週間前に廃止を否定していた。業界のリーダーが価格設定で後追いをする形となり、変化の速さが明らかとなっている。



Photograph by Amy Li

バンガードは世界最大のファンド会社の一つである。同社は2014年以降のファンド業界の売上高の70%を占め、運用資産額は5兆7000億ドルを超える。しかし、低コストという強みは、技術の進歩、業界の再編、競争の激化によって後退している。インデックスファンドは業界全体で非常に安価になり、もはやバンガードが最安ではなくなった。主要な証券会社の中では、チャールズ・シュワブ<SCHW>が株式売買手数料の廃止を主導した。シュワブ、ステート・ストリート<STT>、ブラックロック<BLK>のiシェアーズ・シリーズの上場投資信託（ETF）の経費率は、バンガードに勝るとも劣らない。

批評家は、バンガードにはイノベーションによる活性化が必要だと指摘する。以前にバンガードの諮問委員を務めた投資アドバイザーのスティーブ・ロックシン氏は、「同社はやや傲慢（ごうまん）なのが難点だ」と語る。多少は傲慢になるのも当然だろう。バンガードは他のどの企業よりもファンド業界を改善するために貢献してきた。創業者のジャック・ボーグル氏は、誰でも投資ができるようにした上、高い経費率を削減し、市場リターンを獲得できる商品を開発した。

バックリーCEOは、バンガードがもはやプライスリーダーではなく、イノベーションが欠けているという意見に反論する。資産加重ベースの経費率は0.1%で、業界平均の0.58%をはるかに下回る。また、同社はテクノロジーにも年間10億ドル以上を投資している。近年は複数のミューチュアルファンドとETFを設定しており、2020年にはバンガード・デジタルアドバイザーという低コストのロボアドバイザーを開始する予定だ。

それでも、バンガードが直面する競争は激化しており、同社は将来に向けて難題に直面している。米国のファンドの経費率がゼロに近づく中、同社の商品を差別化するのは困難になっている。同社は膨大な資産基盤を成長の足がかりにすることができるが、ブローカーやアドバイザーサービスといった分野では後れを取る。バンガードは相互会社であるため、同社の投資家はファンドの所有者でもある。投資家にどれだけの金額を還元しているのかは開示されておらず、財務状況はブラックボックスである。

モーニングスターのジョン・レケンターラー氏によれば、バンガードは2008年以降、業界における売上高のシェアを15%から平均30%へと倍増させた。過去5年の純資金流入額は、バンガードが1兆2000億ドルだったのに対し、同社以外の全てのファンド会社の合計は5000億ドルだったという。年金市場でも確固たる地位を築いており、運営する年金基金は1900件以上、運用資産額は1兆4000

億ドルである。

■ インデックス投資の草分けだが、技術的には後れを取る

ボーグル氏が1975年にバンガードを創業した当時、アクティブマネジャーは多額の報酬を得ていた。インデックス投資は学術上の奇妙なアイデアとみなされ、社会主義に近いと考えられていた。ボーグル氏は、コストを抑え、長期にわたって保有を続け、複雑な商品避けることで成功の可能性が最も高まると投資家に説いた。その後、バンガードは小口投資家の安全な投資の代名詞となり、本社を毎年訪問する「ボーグルヘッド」と呼ばれる大ファンも生まれた。ボーグル氏は今年1月に亡くなった。

ボーグル氏のもう一つの遺産は、バンガードを顧客第一の企業にしたことである。同氏はファンドの売買手数料を廃止し、同社をファンドの株主が保有する相互会社とした。バンガードが大規模になるほどコスト削減額が増え、株主に還元される。同社はインデックスファンドをウォール街の笑いものから主流の商品に変えた。バックリーCEOは、バンガードが「反乱や破壊といった考えに基づいて設立された」と語る。

バンガードの価格圧力と成長を大きな要因として、業界のファンド経費率は低下し続けてきた。同社の資産加重による平均経費率は、1975年には0.68%だったが、現在は0.1%だ。2018年には先頭を切ってバンガード以外のETFの売買手数料を廃止し、各社が次々と価格を引き下げるきっかけとなった。

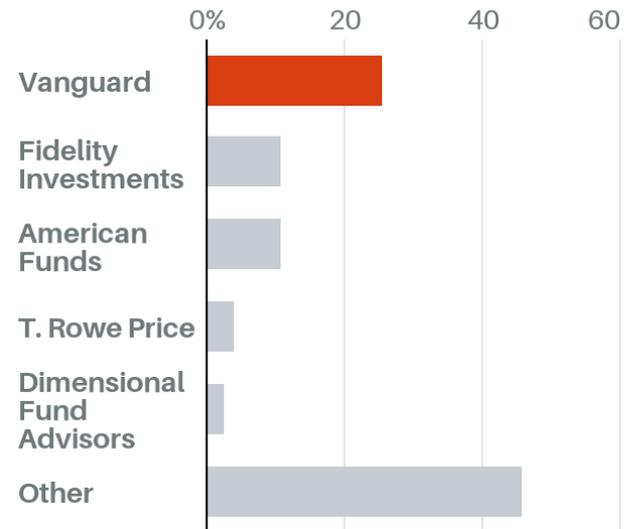
インデックス投資が台頭した理由はバンガードだけではない。アクティブマネジャーの低調な成績や、驚異的な強気相場も貢献した。S&P500指数は過去10年で13.4%の年率リターンを上げた。インデックスファンドの運用成績の方が良い可能性が高いなら、アクティブファンドをわざわざ選ぶ理由はない。

それでもバンガードの支持者、とりわけ独立系ファイナンシャルアドバイザーは同社に不満を募らせている。アドバイザーは同社が技術的に遅れているとみる。ロックシン氏は「バンガードは、商品販売を支援する以外にアドバイザーと協力する方法を知らない」と語る。過去数年で、バンガードの顧客はウェブサイトのダウン、送金の障害、不正確なファンド価格といったトラブルを経験してきた。バックリーCEOは失敗を認めた上で、規模が大きいためニュースになりやすいと付け加えた。

しかし、顧客がいら立っているのは明らかだ。顧客の1人であるボブ・ベラガンバ氏は10月に、バンガードが二重に引き落としを行なったことにより、当座預金口座が7万5000ドルの借り越しとなった。解決には何回もの電話やメールのやり取りが必要だった。同氏は「バンガードはいつも技術的な問題を抱えているように思える」という。アドバイザーのアラン・ロス氏は、「シュワブやフィ

Total Mutual Fund Assets

Market share



Notes: As of 11/30/2019. Mutual fund assets exclude funds-of-funds and money-market funds.

Source: Morningstar Direct

デリティなら安い手数料でより良いサービスが受けられる。バンガードのインターフェースは不格好で分かりにくい」と指摘する。

シュワブ、TDアメリトレード、フィデリティは売買サービスを拡大し、キャッシュ管理や投資のツールを増やしている。一方、バンガードは複数の分野でサービスを縮小しており、夏には請求書支払いサービスを廃止した。同社によれば、利用者は対象顧客の2%未満だったという。また、資産額100万～500万ドルの新規顧客にはアドバイザーが割り当てられなくなり、コールセンターでの対応へと変わった。

投資家は、バンガードがサービスよりも成長を優先していると不満を述べる。ある顧客は今年8月、ポグヘッド・フォーラムの書き込みで「バンガードはグーグルやフェイスブックの広告に多額の資金を費やしている。まずはその資金の一部を問題の修正に使用するべきだ」と主張した。

■ 財務状況はブラックボックス

バンガードのアドバイザー事業は、デジタルアドバイザーの開始によって浮上するかもしれない。全費用込みの年間手数料は0.2%（投資先ファンドを含む）で、ほとんどの競合他社を下回る。バンガードは、顧客が全額を投資に振り向けられるようにすることで、競合他社と差別化する計画である。シュワブなどは顧客が待機資金を銀行口座に置くことを求めているが、長期間にわたる現金の保持はリターンを押し下げる。

バンガードの個人投資部門の責任者であるカリン・リシ氏は「デジタルアドバイザーは、全てがデジタル形式で提供され、包括的なサービスとしては手数料が非常に安くなる予定だ」と語る。価格面だけでは、先行するロボアドバイザーを脅かすことができそうにないが、ロックシン氏は「人々は自分が既に資産を預けているサービスを利用する。車を買うのと同じで、オンラインで調査はするが、結局ディーラーが設定した値段で買う」と語る。バンガードは3000万人の顧客を抱えているため、幸先の良いスタートを切ることができる。

バンガードの成長の大部分はインデックスファンドに起因するが、株式と債券のアクティブファンドでも資産を獲得している。1929年に設定されたバンガード・ウェリントン・ファンド<VWELX>は、過去15年で競合ファンドの95%を上回る成績を上げた。しかし、インデックス投資が衰退した場合、同社はアクティブ投資に頼ることができないかもしれない。業界全体の傾向と同様に、同社のアクティブ株式ファンドからは資金が流出している。

一方、競合相手は力を増している。シュワブがTDアメリトレードを買収することで、ブローカーとファンドの巨大企業が生まれる。アドバイザー向けテクノロジー会社ダイナスティ・ファイナンシャル・パートナーズのシャール・ペニーCEOは、買収後のシュワブが、ファンドやアドバイザーサービスについてより積極的な価格設定を行い、銀行サービスを拡張するとみる。

Total Mutual Funds

Net assets (billion)

Vanguard

\$4,088

Fidelity Investments

1,764

American Funds

1,731

T. Rowe Price

656

Dimensional Fund Advisors

436

Note: As of 11/30/2019. Mutual fund assets exclude funds-of-funds and money-market funds.

Source: Morningstar Direct

同時に、インデックスファンドの経費率が下がり過ぎた結果、価格のみで競争するのは困難になっている。フィデリティは2018年に経費率ゼロのインデックスミューチュアルファンドを導入した。シュワブ、ステート・ストリート、iシェアーズは、バンガードの商品と同水準の経費率のETFを運用している。経費率の差異はわずかで、ほとんどの投資家にとっては実質的に違いがない。

バンガードのブローカー事業の顧客は、必要最低限の機能しかないサイトで耐え続けている。同社は今や、顧客還元のあるデビットカードやクレジットカードも、他の銀行やブローカーで利用できる特典も提供していない。バンガードの投資家向けのニュースレターを編集するダン・ウィーナー氏によれば、かつては同社のアドバイザー向けサイトのデータは今よりも多かったが、現在それらのデータは消えてしまった。

バックリーCEOは、バンガードがテクノロジーとサービスに多額を投資し、認定ファイナンシャルプランナーの雇用を増やし、サイトのダウンなどの障害を回避するように努めていると話す。同氏は「ハードルは高くあるべきだ。そのために投資を続けなければならない」と語る。

バンガードの大きな謎は財務状況だ。同社はアニュアルレポートを発行しておらず、収入、利益、税額、報酬制度が開示されていない。同社はどれだけ利益を上げ、どれだけ投資家に還元することができるのか。簡単に計算してみよう。

資産加重の平均経費率0.1%のみに基づくと、同社の年間収入は少なくとも57億ドル以上であると想定される。同社は資産額1480億ドルのアドバイザー口座にも0.3%の手数料を課している。他の収入源は、確定拠出年金の記録関連業務、取引手数料、売買手数料、変額年金などである。バンガードは業界慣行のレベニューシェアリングに参加しており、同社のプラットフォームで商品を取引するのと引き換えに、他のファンド会社から運用資産額に基づく0.4%の手数料を得ている。

バンガードの年間収入が100億ドルだとすれば、資産運用大手T.ロウ・プライス・グループ<TROW>の56億ドルを上回るが、ブラックロック(144億ドル)、シュワブ(107億ドル)、フィデリティ(204億ドル)を下回る。資産運用会社やブローカーの純利益率は25~30%で、従ってバンガードの営業利益は25億~30億ドルとなる。これが理論上で投資家に還元し得る金額である。売買手数料の無料化は同社の収入を減少させるかもしれない。しかし、同社の収入や営業費用が分からなければ、利益や還元額は不明である。

By Daren Fonda
(Source: Dow Jones)

2. 割安ではないがアプライドマテリアルズを買い推奨 - Chip-Equipment Stock

[半導体]

Applied Materials Is Not Cheap but Still a Buy

半導体製造装置大手のアプライドマテリアルズに注目

■ 株価が底を打つアプライドマテリアルズに注目

半導体株は、2019年には業界の需要が減少したにもかかわらず急騰した。これは半導体株がピークに達した兆しを見て2018年に撤退した投資家が、最近、業界が底を打ったと判断して再び戻ってきたということである。問題は今後見込まれる需要の回復が、どの程度既に織り込み済みかということだ。

半導体製造装置メーカーのアプライドマテリアルズ<AMAT>をみてみよう。本誌は昨年、株価が61ドルの新高値を9カ月前に付けてから35ドルに下落した後に同社を推奨したが、株価は61ドルに戻った。カウエンのアナリスト、クリシュ・サンカー氏は、アプライドマテリアルズを2020年のトップピックとしている。同社は今期中に記録的な利益を上げ、株価は80ドルを超える可能性が高いという。

アプライドマテリアルズは、半世紀前には半導体メーカー向けに製造装置を製造する事業のパイオニアだった。株価がどれほど好調だったかは見方次第だ。30年前から同社株を買っていれば年率19%のリターンが上がっており、S&P500指数を9ポイント上回る。10年前から買っていても成功しているが、20年前のインターネット・バブルのときから保有した人は、S&P500指数をわずかに下回っている。

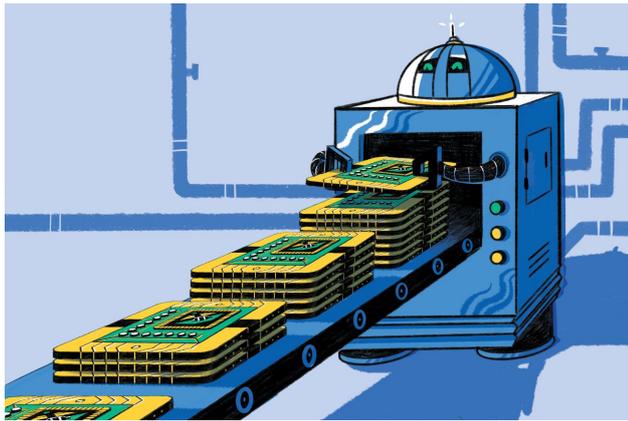


Illustration by Tara Jacoby

■ キャッシュフロー厚く、幅広い需要で今後も利益増に期待

最近では、半導体産業は大きな好不況の繰り返しから、限定的な安値を底として高値更新を目指す動きへとシフトしている。例えば、同社の昨年10月までの通期売上高は13%減の146億ドルで、1株当たり利益（EPS）は税金や取引に関連する一過性項目調整後で前年同期比27%減の3.04ドルとなった。今年度はEPSが3.72ドルに回復する見込みで、業績予想も上昇している。

業績は悪化したが決算の数字ほどは悪くない理由の一つは、多角化だ。同社は、回路パターンをシリコン・ウエハーへ転写する装置や、測定・検査する装置などで昨年度の売り上げの62%を得ている。半導体メモリーメーカー向けの売り上げが大幅に減少したが、他の種類の半導体を製造するメーカー向けの売り上げが増加したことで相殺された。工場の最適化や設備改修などのサービス収入は微増で、売上高全体の27%を占めた。最も小さい3番目の部門は、テレビやスマートフォンなどのディスプレイ製造用機器を造っているが、売り上げは減少した。

Applied Materials



Source: FactSet

これまで半導体企業は、パソコンの売り上げを押し上げてきたマイクロソフト・ウィンドウズのリニューアルによって業績が翻弄（ほんろう）されてきた。半導体は今日、ローカルデバイスであれクラウドベースのデバイスであれ、車の運転、業務、ゲームなどの活動の中核にある。半導体業界は依然として景気変動の影響を受けやすいが、アプライドマテリアルズの昨年度のEPSは、半導体製造装置の設備投資低迷の底にあった2013年度の約5倍となった。

潤沢なフリーキャッシュフローも強みだ。アプライドマテリアルズは過去1年で、平均で40ドルを下回る自社株買いを中心に、時価総額の5.7%に相当する32億ドルを株主に支払ったほか、今年7月には半導体メモリー機器メーカーのKOKUSAI ELECTRICを22億ドルでプライベートエクイティファンドのKKR<KKR>から買収することに合意した。同社のゲイリー・ディッカーソン最高経営責任者（CEO）は今年6月、本誌の「世界最高のCEO」の一人に選ばれ、「私はこれまで、市場環境がよくない時に、最も力を発揮してきた」と語った。

今年度の予想EPSの3.72ドルまでの回復を考慮しても、今年度の予想株価収益率（PER）は16.5倍となり、5年平均では14.4倍だ。しかし、カウエンのサンカー氏は、今回のサイクルではEPSは5ドル超のピークに達するとみている。

■ 半導体市況と設備投資に左右されるが長期的にみれば買い

半導体市況の回復時期については意見が分かれている。サンカー氏は、2020年の出足が鈍くなる可能性があるともみているが、同年から2021年にかけて半導体製造装置への設備投資は堅調に伸びると予想している。

野村インスティテットのアナリストで、11月にアプライドマテリアルズの投資判断を「中立」から「買い」に引き上げたデビッド・ウォン氏によれば、半導体製造装置のビジネスは既に回復しつつあるという。同氏は、アプライドマテリアルズの直近の四半期業績が業績予想レンジの上限に達したこと、およびKLAテンコール<KLAC>や東京エレクトロン<8035>といった競合他社や、半導体ファウンドリメーカーの台湾積体回路製造（TSMC）<TSM>のような顧客企業からもポジティブなコメントがあったことを指摘している。

JPモルガン・チェースのアナリスト、ハーラン・サー氏は、アプライドマテリアルズをバリューのトップピックとしている。中・長期的には、半導体の微細化が限界に達し、性能向上のために先進的なアーキテクチャーに移行する中で、半導体製造装置企業の利益は、半導体の継続的な普及、サービス収入の増加、および急増する設備投資に左右される見込みである。2020年にメモリー需要が予想通り回復すれば、KOKUSAI ELECTRICの買収は良いタイミングで行われたという評価になるだろう。

割安感は以前ほどではないが、同社はS&P500指数の予想PERと比べても12%割安だ。また、株価指数の業績予想は高水準で始まってから下がることが多いが、アプライドマテリアルズの場合は上昇傾向にある。特に長期投資家にとっては、今から買っても遅くはない。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

3.

非アルコール性脂肪性肝炎（NASH）治療薬の開発に殺到する製薬会社 -

[ヘルスケア]

Pharma Companies Are Rushing to Treat a Little-Known Liver Disease

現在開発されているNASH治療薬の医療としての有効性や将来性については懸念あり

■ 70以上の開発パイプラインが存在するNASH治療薬



Illustration by Sebastien Thibault

非アルコール性脂肪性肝炎（NASH）と呼ばれる、あまり知られていない肝疾患の治療薬の開発に、多くの製薬会社に取り組んでいる。ヘルスケア分野に特化した投資銀行SVBリーリンクのアナリストであるパシャ・サラフ氏によれば、70以上の薬が開発パイプラインにあり、米国のインターセプト・ファーマシューティカルズ<ICPT>、ギリアド・サイエンシズ<GILD>、イーライリリー<LLY>、アルナイラム・ファーマシューティカルズ<ALNY>の他、スイスのノバルティス<NVS>、デンマークのノボ・ノルディスク<NVO>などが競合している。

だが、投資家はこれらの開発パイプラインについては慎重に評価すべきだ。来年、予想通りインターセプトが最初の治療薬を発売すれば、かなりの売り上げが期待できるが、より長期的な将来性となると不透明だ。来年初めに立ち上げとなるバイオテクノロジー専門の投資会社M28キャピタルマネジメントの設立者であるマーク・エリア氏は「NASHには膨大な数の患者がいて、満たされていない真のニーズが存在するものの、診断の道筋が明確となり、より効果の高い治療法が開発パイプライン入りするまでは、ビジネスとしては困難だろう」と語る。

■ NASH治療をめぐる困難な課題

NASHとは、簡単に言えば非常に脂肪の多い肝臓のことで、進行すると肝線維症として知られる癆瘵（はんこん）を生じ、肝臓がんや非代償性肝硬変などの危険な状態に発展する可能性がある。しかし、深刻な症状になってもNASHそのもので死ぬ可能性は低い。NASHには終末期まで症状がなく、ほとんどの場合、そこに至るまでに数年、数十年を要する。そして、そうなる前に心臓病で亡くなる可能性の方が高い。マサチューセッツ総合病院とハーバード大学メディカルスクールの研究者が開発したシミュレーションツールによると、最もNASHが進行した60歳の男性患者が10年以内に肝疾患で死亡する確率はわずか16%で、これに対し心疾患が原因で死亡する確率は40%に達する。また治療にも課題がある。とりわけ、現在NASHを診断する方法は、高価で潜在的に危険を伴う肝生検しかない。

しかし医療現場は、この疾患の、特に進行した段階の治療法を熱望しており、企業側もそのニーズに応えようとしている。インターセプトの最高経営責任者（CEO）であるマーク・プルザンスキー氏は、「現在肝臓の治療に利用できるものは何もない。進行線維症患者には、満たされていない明確なニーズがある」と語る。同社の医療担当シニアバイスプレジデントであるゲイル・コークウェル氏も「肝硬変が進行すると肝臓はほとんど機能なくなり、患者に残された選択肢は少ない」と言う。

NASH治療薬の開発が急増した背景には、ギリアドがC型肝炎の治療薬ハーボニーで成功したこと

がある。2015年のハーボニーの売り上げは139億ドルに上った。患者の治癒に伴い売り上げは減少し、今年の売り上げは6億7400万ドル相当となる見込みだ。サラフ氏は、NASH薬開発には肥満の影響拡大を懸念する肝臓専門医の後押しもあるが「日和見的な便乗組もいる」と語る。

過去の研究を分析した2016年の調査によれば、医薬品開発の多くが非常にまれな疾患を対象とした極めて高価な医薬品に集中している中で、NASH治療薬は全世界の成人の最大6.5%が対象となり得る。また、NASHはC型肝炎のようなウイルスが原因の病気とは異なり、治療が長期にわたる可能性が高い。

NASHに対する投資家の熱も、とりわけNASHレースで先陣を争っていたギリアドのセロンセルチブが今年に入って2件の第3相臨床試験で失敗した後は、少し落ち着いた。12月になり、ギリアドは併用療法による第2相試験も主要評価項目を達成できなかったと発表した。だが、大手製薬会社は、NASH治療薬が極めて大きな市場になると期待し、ゲームを続ける気だ。これに対し、一部の研究者は、C型肝炎薬が商業的に成功したことで、NASHの病気としての複雑さが過小評価され、安易な取り組みにつながっていると懸念する。

■ インターセプトのFDA申請と他社の開発パイプライン

最初に市場に出ると思われるNASH治療薬は、インターセプトのオベチコール酸だ。同社は9月に米食品医薬品局（FDA）へ新薬承認申請を提出し、優先審査が認められた。FDAは3月までに決定を下す予定であり、アナリストは2023年までにNASH治療目的でのオベチコール酸の売り上げが7億7000万ドルに達すると予想している。9月27日にFDAへの申請を発表して以降、同社の株価は95%上昇している。S&P500指数の同期間の上昇率は8.3%だった。

インターセプトがFDAに提出したデータでは、オベチコール酸による治療効果は限定的である。肝臓の癒痕化（線維症）に改善が見られ、他のNASH指標が悪化しなかった患者の割合は投薬量を増加させたグループの23.1%にすぎず、これに対しプラシーボ（偽薬）を服用した患者の同比率は11.9%であった。オベチコール酸は、いわゆる「悪玉コレステロール」も増加させる。これは、心疾患を引き起こしやすい患者集団にとって潜在的な懸念となる。同社はコレステロール低下薬でこのリスクは対処可能だとする。

アナリストは、既にNASHと診断され、治療薬を待っている患者はかなりの数に上り、保険会社も保険対象外とするのは難しいだろうという。サラフ氏は、インターセプトの治療薬について「最有力とされていて、価格設定が適切で商業化に成功すれば、競合薬はない」と語る。しかし、最初の患者グループを治療した後の将来の見通しははっきりしない。バーンスタインのロニー・ギャル氏は4月のレポートで、2030年までのNASH薬の市場規模はわずか50億ドルで、インターセプトのオベチコール酸はすぐに市場シェアを失い、2025年のシェアはわずか9%になると予測している。

他社の開発パイプラインには、フランスのバイオ医薬品企業ジェンフィット<GNFT.PA>のエラフィブラノールがあり、2番目に市場に出ると予想されている。ノボ・ノルディスクとイーライリリーも、それぞれセマグルチドとチルゼパチドと呼ばれる類似の薬剤でNASH治療の第2相臨床試験を行っている。これらGLP-1受容体作動薬は、もともとは糖尿病用に開発されたものだ。

企業側はこうした薬を市場に投入する準備をしているが、NASHの科学的な解明は途上だ。リーズ大学で肝疾患を研究するイアン・ロウ氏は「NASHが末期肝疾患や肝がんの原因となっているのは間違いないが、最適な治療法を解明するのは難しいし、脂肪肝やNASHの患者が肝疾患で死ぬことはまずない」とし、まだ肝硬変を発症していない患者にNASH治療を行うメリットは「限定的だろ

う」と主張する研究を公表した。ロウ氏が正しければ、先行して登場する治療薬よりGLP-1薬の方が長期的には有用である可能性もある。

製薬会社側には、こうした懸念に臆する様子はない。新しい診断方法が開発され、保険会社も支払いを認めるにあたって生検を求めなくなると考えている。NASH患者の特定が課題であることを考えると、NASH薬が成功するかどうかはマーケティングにかかっているのかもしれない。NASH薬が第3相臨床試験にあるジェンフィットのパスカル・プリジャンCEOは、「私は商売人だ。消費者のほとんどは自分が病気だとは知らない。皆が治療を求めるようにしなければならない。純粋なマーケティングの問題だ」と語った。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

4. 好調なうちに2019年末を迎える株式市場 - The Dow Is Closing Out 2019

[米国株式市場]

With a Bang. 3 Innovations in ETFs to Watch Next Year.

株式市場は合理的ではないものの、あえて来年を見通す。ETF市場での規制緩和。

■ 史上最高値を更新する動きが続く

株式市場の動きには、それぞれ理由がある。それが何かはよく分からないのだが、それでも2019年は株式市場にとって印象深い1年となった。2020年はどうなるだろうか。

今後、株式市場が2019年に匹敵するような値動きとなることは滅多にないだろう。ダウ工業株30種平均は先週0.7%高となり、2万8645ドル26セントとなった。2019年の上昇率は23%に達する。S&P500指数の今年の上昇率は29%となり、先週は0.6%上昇して3240.02で引けた。ナスダック総合指数の年間上昇率は36%で、先週は0.9%高の9006.62で取引を終えた。3指数とも史上最高値を更新しての週末となった。小型株のラッセル2000指数は先週0.2%下落して1669.03となった。



Photograph by Drew Beamer

以上は単に事実を述べただけで、2020年の株式市場がどのようになるかは分からない。それでも、実現しそうでない事象については幾らか自信がある。まず、来年のS&P500指数の上昇率が過去の平均である7.7%前後になるという点だ。1928年以降に過去の平均となったのはただの1回だけで、1968年だった。50年以上前だが、筆者が言えるのは「平均的な年だった」ということだけだ。

幾らかの自信をもって言えるもう一つの点は、ウォール街のストラテジストの現時点の予想通りにはならないだろうという見通しだ。2020年末のS&P500指数の予想値の平均は3350で、先週金曜日の引けから3.4%上昇しただけの水準だ。これだけの小幅な上昇率はあまりなく、1928年以降で上昇率が0~5%の間になったのは9回しかない。

■ 好材料と悪材料

市場の予想を困難にする問題点の一部は、合理的に予想してしまうことにある。利益予想に論理的な株価収益率（PER）を乗じて、合理的な予想値が導かれる。しかし、株式市場の値動きが合理的なものになることは滅多にない。2018年に企業業績は24%の増益となったがS&P500指数は6.2%下落した。一方、2019年の企業業績は1.4%の減益で終わりそうだが、1997年以降で最も上昇した年になりそうだ。これでも合理的だと言えるだろうか。

合理的な人間である筆者としては、重力と同じように大きな上昇の後には大きな下落があると考えたいところだが、過去を振り返るとそうではないことが示唆されている。年間でS&P500指数が25%超の上昇となった翌年の3分の2は、年間の騰落率がプラスで終わっている。過去のデータだけに基けば、来年の株式市場が上昇する方に賭けるのは合理的だということになる。

過去のデータはともあれ、市場は多くの好材料を期待している。米中間の貿易協定が締結されれば企業の投資は再び増加し、米国や世界経済の成長を促して企業業績の上乗せ要因となる。一方、米連邦準備制度理事会（FRB）は過去10年の景気低迷を踏まえて、多少の景気過熱は容認する姿勢だ。政府支出も幾らかの増額が見込まれ、今年だけでなく来年の株価上昇の要因となりそうだ。

一方、上記には悪材料が含まれていないが、その候補は幾つかある。米中の貿易戦争が再び激化することや、欧州がトランプ大統領の貿易戦争の次の標的になる可能性が挙げられる。インフレ率が上昇すればFRBが再び利上げの検討を始めるかもしれない。また、市場が期待しているほど景気が再加速しなかった場合も、悪材料となりそうだ。

年初には明るいことだけを見がちだが、疑いの目を持つことにしたい。

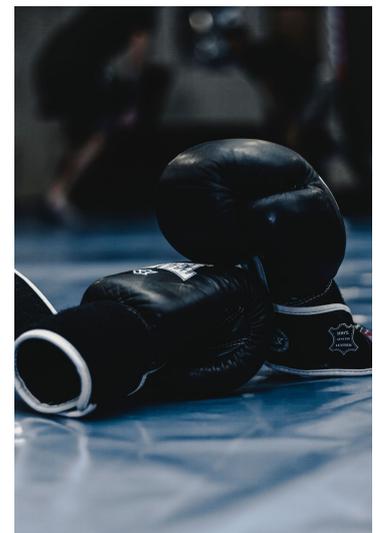
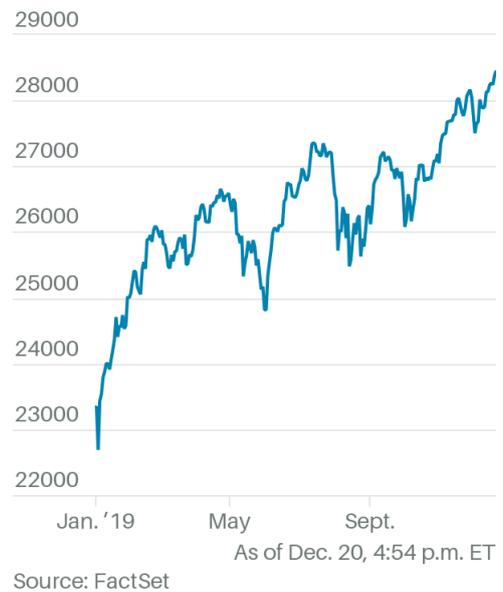
■ ETF市場での規則改正

上場投資信託（ETF）に流入する最近の資金の流れを見ると、投資家が慎重になっていることが分かる。モーニングスターのデータによると、株式ETFへの資金流入額は過去1年で約1650億ドルだったが、それに匹敵する約1450億ドルが債券ETFに流入した。また、株式ETFの流入額のうち、150億ドル以上が低ボラティリティのETFに流入した。

こうした投資家の慎重姿勢が成功するかどうかにかかわらず、ETF業界は投資家の要望に沿った商品の設定を準備する姿勢を取っている。相場が下落傾向に転じれば、アクティブ運用でうまく乗り切った場合を除き、多くの投資家がミューチュアルファンドを売却してETFに乗り換える可能性がある。

2019年に実施されたETFに関する規制の改正もこの動きに拍車をかけそうだ。影響が大きい点として、米証券取引委員会（SEC）の

Dow Jones Industrial Average



Photograph by Bogdan

「ETFルール」が改正されて新商品の設定がより速くできるようになったことが挙げられる。これまで新型ETFについて一件ごとに審査していたものが、今回の改正でその障害が取り払われ、認可が早まることになる。ETFドットコムの編集長であるデーブ・ナディグ氏は、債券ETFへの資金流入から投資家がディフェンシブ銘柄への関心を高めていると考えているが、今回の改正を受けて、ボラティリティ低下戦略やエクイティ・インカム戦略、リスク資産をタイミングよく除くことを目指す戦略など、ディフェンシブな性格を持つETFが速やかに設定される可能性が高まったと指摘する。

Yukhymchuk

2番目の点として、SECが、ポートフォリオの日次開示が義務付けられない「透明性が劣る」ETFの申請を数件認可したことが挙げられる。保有銘柄を四半期に一度開示すれば十分だったミューチュアルファンドと異なり（実際は多くのミューチュアルファンドが毎月上位10銘柄を開示）、ETFは毎日保有銘柄を開示する必要があった。しかしこの動きを受けて、税務面で有利なETFの運用に興味を示すファンドマネジャーが増えるかもしれない。

最後はETFで端株取引が可能になった点だ。これはディスカウント証券大手のチャールズ・シュワブ<SCHW>とTDアメリトレード<AMTD>の合併が背景となっているが、現物株で可能だった端株取引がETFでも可能になったことで、定額を積み立てる401kプランでETFを購入することが可能になる。

By Ben Levisohn and John Coumarios
(Source: Dow Jones)

5. 2020年代は巨大な変化が起きる - The 2020s Will Bring Great Change. We May Not Be Ready. [インタビュー]

バンク・オブ・アメリカのストラテジストはテクノロジーの進歩で変化は加速していくと予想。

■ メガトレンドと「テクセラレーション」



Photograph by Amy Lombard

バンク・オブ・アメリカ<BAC>のストラテジスト、ハイム・イスラエル氏はエルサレムを本拠にしており、最近2020年代の予想を公表した。技術の進歩により変化のペースが加速すると予想している。

本誌：未来研究者としての活動はいつから？

イスラエル氏：バンク・オブ・アメリカでは2013年にこの枠組みを作った。投資機会を探すには、背景で働く力を考慮する必要があると考え、3つのカテゴリーで28の要素を特定した。第一は技術革新

に関わるもので、ビッグデータ、人工知能（AI）、ロボット、サイバーセキュリティ、プライバシー、ゲノム学などだ。第二は人口動態に関連するもの全てで、高齢化、シルバー経済、2000年以

降に生まれたジェネレーションZ、それより前のジェネレーションY、ミレニアル世代、教育、格差などのテーマがあり、第三は地球に関するもの、すなわち気候変動、食料安全保障、水、廃棄物、再生可能エネルギー、エネルギー備蓄などだ。これらはわれわれの生活に影響を及ぼすメガトレンドだ。何事も加速している。われわれは、「テクセラレーション」という言葉を用いる。つまり、テクノロジーによってアクセラレーション（加速）すると言う意味だ。利用者が5000万人に達するのに飛行機は64年、自動車は62年だったが、ポケモンゴーは19日だ。地球温暖化の暴走が始まるといわれる時点（もはや引き返せない時点）は2030年ごろと言われており、予想よりかなり早い。再生可能エネルギーは地域によっては化石燃料より安く、ある時期に供給が急増するだろう。自動車、船舶、航空機などの輸送手段はエネルギー需要の約50%を占めるが、2020年代末までには新車販売の3分の1が電気自動車になるだろう。これは二酸化炭素の排出に大きな影響を与える。

■ グローバル化がピークをすぎる

Q：2020年のテーマは？

A：一つは、「国家」の隆盛とグローバル化のピーク。各国は世界について議論するよりも自国中心へと逆戻りし始めるだろう。人口の高齢化や気候変動といったメガトレンドによって国家は自分の国の面倒を見ることを強いられ、グローバル化はピークをすぎ、資本・物・金・サービス・知識の自由移動に制約がかかる。

Q：複数のインターネットが出現すると予想しているが。

A：今日の貿易戦争は関税の問題ではなく、実際は技術の優越性を目指す競争だ。2020年代にはインターネットという言葉が複数形で使うようになるだろう。まず、中国のプロトコルと米国のプロトコルが存在するようになる可能性がある。ロシアは自らのインターネットを設立する意向は表明していないが、国内のインターネット上のコンテンツの管理を強化し、インターネット上の主権を強めたいと望んでいる。技術的優越性のトップを争っているのは米国ではフェイスブック<FB>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アップル<AAPL>、動画配信大手のネットフリックス<NFLX>、およびアルファベット<GOOGL>のいわゆるFAANGだが、中国ではインターネット検索大手バイドゥ（百度）<BDU>、電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）<BABA>、ソーシャルネットワーク運営大手のテンセント・ホールディングス（騰訊控股）<0700.香港>のBATがリーダーだ。

■ 中国の「新シルクロード」政策によるインフラ整備

Q：BATは米国のプライバシーのルールに制約されないので大きな利点がある。

A：複数のインターネットの存在は機会でもあるが、コストも巨大だ。貿易や情報・知識の共有に悪影響を及ぼす。各国政府はインフラの多くを再構築する必要がある。

Q：中国は既に世界中にインフラを構築しているが。

A：「一帯一路」シルクロード経済圏構想は世界の約3分の1に相当する63カ国を取り込み、港や鉄道、輸送パイプを既に建築しており、ファーウェイはポーランドやチェコに次世代通信規格「5G」の通信インフラを整備し、今や稼働させようとしている。西側諸国が米国に付くかどうかは明白でない。通信インフラがファーウェイによって整備されているなら、急にそれを廃止して米国のプロトコルにするというわけにいかない。二つのシステムを用意するか、自前のインフラ投資をするしかなくなる。

■ 「量的失敗」と人口動態

Q：10年にわたる緩和政策も期待した効果が出ていない「量的失敗」も興味深いテーマだが。

A：多くの国で、2020年からの10年間でゼロ金利状態からスタートする。今や約13兆ドルもの資

産がゼロあるいはマイナスの金利しか生まない。約18兆ドルもの資産が中央銀行のバランスシート上にある。そのため現代貨幣理論（MMT）やその他の新理論が出てくる。各国政府はもはや金融政策で打つ手がなくなり、財政刺激で資金供給しようとしている。ゼロ金利にもかかわらず、高齢化、自動化、雇用喪失、気候変動などのため、世界中にデフレ圧力がある。

Q：人口動態が大きなテーマのようだが。

A：2020年代になると、5歳未満の子供よりも65歳以上の人の数の方が多くなる。日本が高齢化で世界一と言われるが、実は中国が地球上一番だろう。世界の65歳以上の人口は2030年までに8億人に達する見込みで、世界中で年金制度にきしみが生じている。年金の積立不足は平均余命が1年延びる度に1兆ドル増える。労働市場やサービス、医療などを調整していく必要がある。米国では高齢者が多くの資産を持っているが、実際に消費する額は全体の10%程度だ。どういう産業が勝者になるか？客船クルーズ、体験型経済、住宅改修、ヘルスケア、退職者のコミュニティ、生命保険だ。ジェネレーションZは、生まれた時からデジタルの世界になっていた。今年このジェネレーションZが実社会に出始めた。この世代は持続可能性に熱心で、物よりもサービスに興味がある。米国では運転免許保持者は激減すると予想され、自動車の台数がピークを付ける「ピークカー」の背景になっている。銀行のサービスよりも決済サービスを利用する。これまでの世代とは行動が非常に異なっている。例えば、学生ローンを嫌がって、大学に行きたがらなくなっている。

■ 全てが「スマート」に

Q：その他のテーマは？

A：何にでも「スマート」が付く。ネットにつながるスマート機器の数は増加を続け、来年には人間の数をスマートスピーカーの数が上回る見込みだ。世界のデータ量は2~3年で倍増するが、分析されるのはそのうち1%程度だった。今や大量のデータを分析できる能力が備わってきた。ビッグデータ分析、AI、機械学習、ディープラーニング、スマートアルゴリズムなどは、今後巨大な経済的付加価値を解き放っていくだろう。宇宙も大きなテーマだ。2020年にはアマゾン・ドット・コムが3200基の超小型人口衛星を打ち上げ、現在インターネットにつながっていない地球上の40%の地域にもネットワークを整備する予定だ。宇宙旅行も新たな産業になるだろう。エレクトロニクスや防衛用エレクトロニクスが大きな勝利を収めるだろう。

Q：実行できそうな投資アイデアは？

A：ソフトウェアの可能性を信じているが、一方でハードウェアや半導体の処理能力に注目している。クラウドベースのデータストレージ、再生可能エネルギー、ニューメディアも良いと考える。石油や天然ガス、従来型商業、自動車メーカーは障害にぶつかるだろう。

By Leslie P. Norton
(Source: Dow Jones)

6.

想像絶する2020年代、投資においては絶対確実なことに固執せよ - The 2020s May Be a Doozy. Stick With the Tried and True in Investing.
株価と株価指数にこだわり続けるべき理由

[世界経済]

■ 2020年代を迎えるにあたって

未来学者は、調子がよくないにちがいない。2020年が迫る中、この切りのいい数字は、次の10年間について目も眩むような、あるいは不気味な予測を招来するはずだ。しかし、最近筆者が目にするのは、金利や人口動態などに関するウォール街の予測ばかり。株式の低いリターンや混雑した都市が好きなら、2020年代を気に入るだろう。では、空中ロボットタクシーや、病気を治すナノロボットはどうだろうか。筆者が気にしているのは、現在の予言の風状態が、最高の未来学者たちでさえアイデアが枯渇したことを意味しているのではないか、ということだ。たとえばレイ・カーツワイル氏は、人間と機械が2045年までに融合すると予測する、『シンギュラリティは近い』（2005年）の著者だ。コンピューターの性能とコネクティビティーに関しては当たっていることが多いが、勇み足の予想もあった。



Illustration by Joel Arbaje

■ ストラテジストの予測

科学技術の預言者が次の大きなアイデアをひねり出すのを待っている間に、市場ストラテジストたちが今後10年について何を言っているかを見てみよう。UBSは2030年までにさらに7億9000万人が都市に移住すると予測しており、インターネット利用者数は43億人から75億人に増加し、コネクテッドデバイスの数は100億台から460億台に増加するという。これは、半導体メーカーのブロードコム<AVGO>や半導体装置メーカーのアプライドマテリアルズ<AMAT>にとっては朗報だ。

スタيفェルのバリー・バニスター氏によると、S&P500指数は、今すでに高くなっているバリュエーションを出発点として予測すると、2020年代には複利計算で年平均3%のリターンしかもたらさないという。彼はグロース株からバリュー株への乗り換えを予想しており、それ自体は無害に聞こえるが、過去にはS&P500指数が2年で半値まで下落してから乗り換えが始まったことも指摘している。また、バニスター氏は、2020年代の終わり近くになると、コモディティーの価格が長期間にわたって高騰するとも予想している。

クレディ・スイスのジョナサン・ゴラブ氏は、今の株価収益率（PER）は通常より1標準偏差分だけ上に位置しているが（偏差値で言えば60、上位16%に匹敵する株価の高さだ）、株価／フリーキャッシュフロー倍率は長期平均並みであると指摘。「バリュエーションには上昇余地がある」とレポートに書いた。

バンク・オブ・アメリカのストラテジーチームは、2020年代が「過去のどれとも違ったメガトレンドの10年間」になるとみている。グローバル化は後退し、消費者物価は上昇するだろう。世界の金利は、過去5000年で見て最低の水準から始まる10年間となるため、中央銀行は金融政策で成長を促すのに苦勞するだろう。一方で、今日の10代であるジェネレーションZは、世界最大の世代としてミレニアル世代を追い越し、新興市場では中産階級が拡大するだろう。それは電子商取引にとって、よいことだ。2035年までに、世界の仕事の半分までがロボットに取って代わられるリスクがあ

ると、同社は予測する。

今後2040年までに、S&P500指数の時価総額の約4分の3にあたる20兆ドルが、道徳に基づいた株式戦略に注ぎ込まれるだろう。どの会社が道徳にかなっているのか否か、誰が判断するのだろうか。ロボットに仕事を奪われるようになる人たちに試してもらおうとよいだろう。

その他のテーマとしては、気候変動（電気自動車に良い）、宇宙観光（航空宇宙と防衛に良い）、スマートエブリシング（プライバシーには良くない）、中国が2030年までに人工知能分野で米国を追い抜くなどだ。

■ 戦術指南

それは気が遠くなるほどの可能性の渦だ。この「素晴らしい新世界」に備えるために、華やかでもなければ、新しくもない戦術をお勧めしたい。それは、株価と株価指数にこだわり続けることだ。株価と株価指数は、これまでに実現した予測や、失敗した予測に素早く反応できる賢い人たちによって経営される会社を代表しているからだ。

私は米国株に目が無い。これは自国バイアスと呼ばれ、それが過ぎると良くない。そこで、他の市場にも幾らか配分した方がよいだろう。

まず、債券からは手を引かない方がよい。今は価格が高すぎるが、株が下がれば、お買い得だったことになる。次に、コモディティーはどうだろう。かつてインフレというものがあった頃は人気だった。昔のよしみで少しだけ加えておこう。そして、シンギュラリティ関連で何かがある場合に備えて、半導体に関連する投資とは、良好な関係を維持しておきたい。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

7. 2020年の金融市場のリターンは2019年には及ばない - Count on This: Next Year's Financial Markets Won't Be So Nice 株価は1桁の上昇、債券は横ばい、金や新興国市場が上昇か

[コラム]

■ 2020年の金融市場見通し

2020年の経済や市場に関する数多くのプレゼンテーションが開催されるこの時期、投資業界のエリートの考え方を見極められるかもしれない。そうすれば、何が起こりそうにないのか、手がかりをつかめる可能性がある。

ストラテジストやポートフォリオマネジャーが確実に正しいのは、2020年のパフォーマンスが2019年を下回ると予想している点だ。12月24日までの年初来のトータルリターンはS&P500指数が31%、ナスダック総合指数が36%だが、2020年はS&P500指数で1桁が予想されている。債券では、2020年は価格変動を期待するのではなく利払いに満足すべきで、これも、ブルーム



バークレイズ・アグリゲート・ボンド・インデックスの2019年の8%超のパフォーマンスに見劣りする。

2019年の株価上昇には、米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げを受けた予想株価収益率（PER）の上昇が寄与した（1年前の15.6倍から18.3倍へ）が、FRBは2020年を通じて金利を据え置く予想されており、PERの上昇は期待できない。つまり、2020年の株価上昇は企業利益次第だ。フェデラルファンド（FF）金利先物市場によると、FRBが2020年12月までに利下げする確率は50%だ。米国10年国債利回りは、26日の1.90%に対して2%前後の予想がコンセンサスとなっており、同水準の配当利回りを提供する株価の魅力を引き続き下支えしている。

C.J.ローレンスのストラテジストによると、足元の市場のバリュエーションは、「20の法則（PERとインフレ率を足して20が適正価値）」に基づく妥当とみられる。さらに、2020年のS&P500指数のコンセンサス予想1株当たり利益（EPS）の177.88ドルに、20の法則から導かれる18倍のPERを適用すると、26日の終値を約1%下回る3202となる。

2020年末の株価が現状と同水準となるとしても、株価が1年を通じて横ばいで推移することは意味しない。さらに、2020年は大統領選挙もある。選挙の年に株価は概ね上昇しているが、その上昇の大半は、結果に関する不透明感が後退した終盤に起こっている。

エリザベス・ウォーレン上院議員やバーニー・サンダース上院議員らが提唱する国民皆保険や、派閥を問わず広範囲の議員が目指す処方薬の価格改定を含む医療制度改革がニュースを引き続き騒がせるだろうが、市場の最大の関心は依然として貿易問題だ。中国との第一段階の合意を受けて主要株価指数は過去最高値を更新したが、より重要な合意は11月の選挙後になる可能性が高い。当面は、貿易問題が再燃し、製造業に対する新たな圧力となる可能性がある。これは、2019年の世界の貿易と経済に対する主要な重しだった。

景気不振によって主要中央銀行は金融緩和に動き、ひいては株式と債券の上昇を引き起こした。しかし、中央銀行が常に救済に動くという極度の確信は危険だ。

中央銀行は量的緩和（QE）やマイナス金利といった先鋭的な政策を採用した。世界では11兆ドルの債券で利回りがマイナスになっており、米国債券市場の利回りにも圧力を及ぼしている。しかし、マイナス金利の効果に関しては議論もあり、欧州中央銀行（ECB）が政策を擁護する一方で、十分な利ざやを稼げない欧州や日本の銀行株の下落も指摘されている。

とはいえ、前代未聞の低金利によって、企業も政府も低利での借入れが可能となった。データトレック・リサーチのニコラス・コラス氏は、米国企業が自社株買いのために、自己資本よりも低いコストで債務による資金調達を行うことが可能になったと指摘する。過去1年間では、S&P500指数構成企業のうちの334社で発行済株数が減少し、115社は減少率が4%超となった。なお、米国政府の財政赤字は1兆ドルとなっている。

唯一欠けているのはインフレだ。パウエルFRB議長は、インフレが大幅かつ持続的に上昇しない限り利上げしないと述べている。

利上げがなくとも、債券価格が横ばいで推移するとは限らない。米国10年国債利回りが、2018年9月のピークを1%ポイント下回る2.25%へ上昇するだけで、価格低下分が年間の利払いを帳消しにしてしまう。債券の強気派は、利回りが1.25%まで下がることに賭けている。いずれにせよ、利回り上昇のリスクはおおむね過小評価されている。

■ 新興国と金

リチャード・バーンスタイン・アドバイザーズを経営するリチャード・バーンスタイン氏は、インフレで恩恵を受ける立場にある新興国市場と金を選好する。

世界貿易の縮小は輸出に依存する新興国にとっては悪材料だが、むしろグローバル化の最大の受益者であるテクノロジーセクターが貿易縮小の影響に最もさらされている、と同氏は指摘する。

一方で金は、インフレ率上昇とともに、不透明感やボラティリティ上昇の恩恵も受ける。さらに、グローバル化の後退が深刻になった場合、一部の国では価値の貯蔵手段になり得る。各国中央銀行の外貨準備に占める金の割合は既に上昇している。これは、米国の制裁に抗議するロシアや外貨準備における米ドルへの依存度低下を図る中国が米ドルを売っているためでもある。また、米国外の中央銀行は米国債の保有残高も削減している。ブリークレイ・アドバイザーズ・グループのピーター・ブックバー氏によれば、米国債に占める外国人保有比率は、2015年以前の50%超から40%へ低下している。

グローバル化が後退し、米国以外の国々が台頭し、米国が「アメリカ・ファースト」を継続する2020年代の世界では、米ドルの役割低下が、恐らく予想も歓迎もされない大きな変化になる可能性がある。そうなると、ベビーブーマー世代に対する社会保障給付が財政の大きな負担となる時に、米国政府の資金調達環境が悪化することになる。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

8. 2020年の最も重要なトレンドに投資するための4銘柄 - 4 Stocks to Play [ハイテク] 2020's Most Important Tech Trends クラウド、クーベネティス、次世代ビデオゲーム、5Gにおける一押し銘柄を紹介

■ 注目すべき2020年の4トレンド

最後に勝ち残るのは最も優れたテクノロジーだ。そのためわれわれは、銘柄選択に当たり、性能や生産性を（できればより低いコストで）改善する次世代の製品やサービスを常に探し求めている。

投資家が2020年に注目すべき次の大きなトレンドは、最新のクラウドソフトウェア、クーベネティス（コンテナ化したアプリケーションを開発・運用するためのオープンソース・プラットフォーム）、次世代ビデオゲーム機、そして次世代通信規格「5G」である。重要なのは、誇張されたうたい文句を識別し、新しいテクノロジーが企業の成長を実際にどの領域でけん引しているのかを分析することだ。以下、本誌が2020年のトップピックとして推奨したい4銘柄



Photograph by Troy Harvey/Bloomberg

を紹介する。

■ クラウド銘柄 – スマートシート<SMAR>

本誌はこれまで、企業がIT投資対象を従来のオンプレミス（自社保有）型アプリケーションからクラウドネイティブ（クラウドコンピューティングの利点を生かしてアプリケーションを構築・実行するアプローチ）型ソフトウェアに移行させている状況を何度も取り上げた。背景には、企業が効率性向上と規模拡大の容易さを追求していることがある。このトレンドにはまだ多くの投資アイデアが存在する。

そうしたアイデアの一つが、クラウドを使用してワークフロー管理ソフトウェアのトップ企業となろうとしているスマートシートだ。同社のソフトウェアを使うと、プログラミングの知識を持たない従業員でもビジネスプロセスとワークフローを自動化できる。より具体的には、同社のソフトウェアでは、同僚やベンダーから電子メールで送られてきたスプレッドシートに変更を加えて電子メールで送り返す代わりに、ウェブページ化されたフォームを同僚やベンダーに送る。フォームを共有するメンバーの誰かがデータを入力または変更すると、その変更は全てのフォームに自動的に反映される。そのため、時間を節約し、ミスの発生率を減らすことができる。

スマートシートの最高経営責任者（CEO）であるマーク・マダー氏は最近のインタビューで、国際展開に向けた取り組みと、最近発売したアクセラレーターと呼ばれる作成済みテンプレートに関し、楽観的な見方を示した。さらに同社のソフトウェアへのニーズについて、「企業の働き手は、ハイテクを知識として消化するだけの状況を卒業し、ハイテクを実際に活用して自分のために役立てたいと考えている。企業は事業部門の持つ潜在能力をさらに引き出したいと望んでいる」と説明した。

直近の四半期の増収率は前年同期比53%となった。利益は赤字だが、フリーキャッシュフローの赤字幅は290万ドルにとどまった。バランスシート上の手元現金は5億6300万ドルで、成長に向けた投資余力は十分にある。

同社の現在の株価は、2020年予想売上高（3億7600万ドル）に対する倍率が約14倍と割安ではない。だが、RBCキャピタル・マーケットスは、同社が世界のオフィスソフトウェアユーザー層のたった10%に浸透するだけで年間売上高は40億ドルに達すると主張する。

Smartsheet

SMAR, NYSE



Source: FactSet

■ クーベネティス – データドッグ<DDOG>

本誌は今年11月の記事で、クーベネティスと呼ばれるオープンソース・ソフトウェアがコンピューティングの新しいトレンドとなっており、クラウドネイティブ・テクノロジーへの移行を加速させていると述べた。クラウド上のアプリケーション・ソフトウェアを、プログラムとその設定および関連する命令をひとまとめにしたコンテナと呼ばれるモジュールで構成する傾向が強まっている。ソフトウェア開発者はクーベネティスを使用することでコンテナの作業を自動的に配分、管理、増減させることができる。

本誌はその記事で、こうしたトレンドが仮想化ソフトウェアを開発・販売するVMウェア<VMW>など既存のソフトウェア企業に困難な状況をもたらすと指摘した。だが、同じトレンドは投資機会ももたらしている。クラウドの作業負荷監視サービスを提供するデータドッグは、クーベネティスに投資するための最善の方法かもしれない。業界アナリストによると、同社の優れた点は複数のクラウドベンダーをまとめて監視できることだ。

新規株式公開（IPO）を最近果たした同社は、コンテナを利用している顧客企業の約45%がクーベネティスを使っており、その比率は1年前から10%ポイント上昇したと述べている。

ローゼンブラット・セキュリティーズのアナリスト、コン・キム氏は、データドッグが10年以内にIT運用管理市場（現在の推定市場規模は350億ドル）の12%を獲得できると考えている。2020年通期のコンセンサス予想売上高は前年同期比43%増の5億300万ドルで、この予想は同社の成長余地が大きいことを示唆している。

■ 新世代ビデオゲーム機 – アクティビジョン・ブリザード<ATVI>

大手のビデオゲーム機メーカーはハードウェアを5~8年のサイクルで新世代に切り替えている。ソニー<6758>とマイクロソフト<MSFT>の最新のビデオゲーム機は2020年終盤に発売される見通しだ。過去を振り返ると、ゲームソフト銘柄は次世代機が投入される前年にアウトパフォームしている。ということは、投資家にとって買いの好機が訪れていることになる。

本誌は今年8月の記事で、アクティビジョン・ブリザードについて、次世代ビデオゲーム機に投資するための最善の方法の一つだと述べ、今年発売されたシューティングゲーム「コール・オブ・デューティ：モダン・ウォーフェア」が予想を上回るヒット作となる可能性があり、大ヒット作となったアクション・シューティングゲームの「オーバーウォッチ」とアクション・ロールプレイングゲームの「ディアブロ」の続編が今後数年以内に発売されると予想した。この予想は的中した。その後コール・オブ・デューティは売上高の記録を更新した。さらにアクティビジョンは今年11月、オーバーウォッチとディアブロの続編を投入する計画を発表した。同社の株式に対する本誌の楽観的な見方は今も変わらない。

Datadog

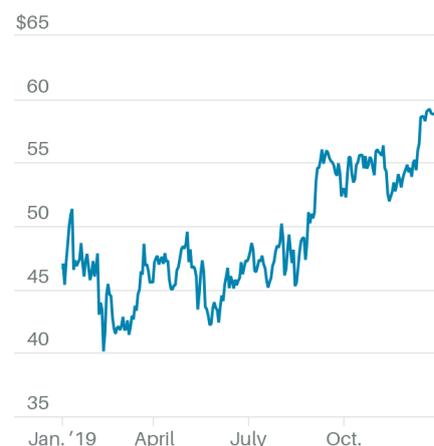
DDOG, Nasdaq



Source: FactSet

Activision Blizzard

ATVI, Nasdaq



Source: FactSet

■ 5G –台湾積体回路製造 (TSMC) <TSM>

ハイテク業界とウォール街は、5Gが半導体からスマートフォンや通信設備に至るまで、全ての分野に複数年にわたる好況をもたらすと期待している。2020年に起きる現実、それよりも微妙なものとなるかもしれない。というのも、米国では商用サービスの展開に投資家の現在の認識よりも長い時間がかかる可能性があるからだ。5Gネットワークはまだ揺らん期にあり、5G対応スマートフォンはようやく披露され始めた段階だ。一方、中国では、政府の補助金とより潤沢な周波数帯域のおかげで5Gの商用サービスははるかに速いペースで展開している。

今年10月の記事で述べたように、TSMCは米国の投資家が中国の優れた5G展開能力に乗じるための最善の方法かもしれない。中国の大手通信機器メーカー、ファーウェイ・テクノロジーズが5Gインフラ製品に使用している半導体の多くはTSMC製であるからだ。また、TSMCの顧客企業であるCPU（中央演算処理装置）メーカーのアドバンスト・マイクロ・デバイセズ<AMD>がライバルのインテル<INTC>からシェアを奪い続けていることも、TSMCにとって追い風である。

Taiwan Semiconductor Manufacturing

TSM, NYSE



Source: FactSet

By Tae Kim
(Source: Dow Jones)

9. 2020年の利益減少環境下の銘柄選択 - How to Play a Profit Squeeze in 2020?

[注目銘柄]

Large-Cap Stocks With Low Labor Costs Look Primed to Perform.
グローバル大企業で、賃金コストが抑制された銘柄群に注目したい

■ 利益率が改善したグローバル企業

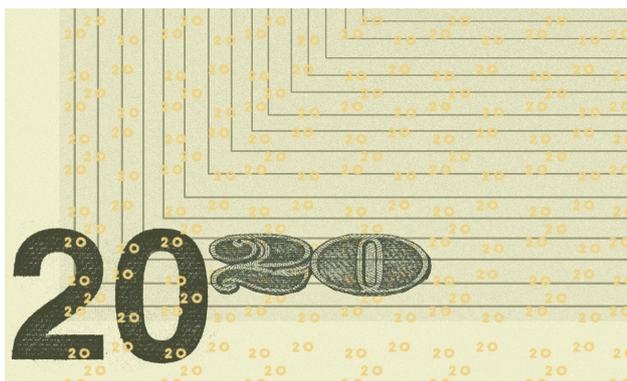


Illustration by Joel Arbaje

米国のグローバル企業の利益率は、かつてないほど高くなっている。一方で、グローバル企業以外の米国企業全体の利益率は悪化傾向にある。

この相違は皮肉なことである。2017年に成立した大型の税制改革は、国際展開する大企業による従業員の賃金引き上げと雇用拡大を促進する狙いがあった。この結果、グローバル大企業の収益性が抑制され、より規模の小さい企業の競争力が高まるはずだった。

■ 税制改革空回り

しかし、税制改革の当初の目的とは反対のことが起きた。既に高かった大企業の収益性は、大型税制改革の施行後もさらに向上したのだ。2020年の米国株式市場のパフォーマンスにとって、利益率の上昇が重要なポイントとなろう。投資家が来年のリターンと利益が健全なペースで引き続き増加することを期待し、大企業のバリュエーションが現時点でやや高めなことが一因だ。半面、売上高が減少するかコストが上昇する場合、株主リターンの脅威になり得る。

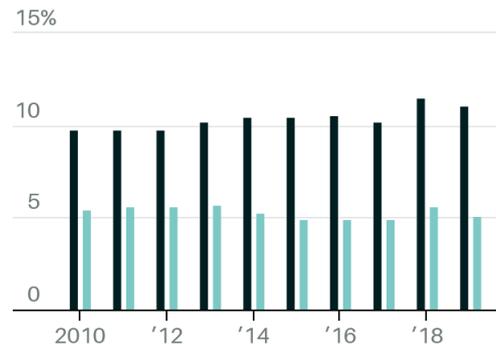
米中貿易摩擦における追加関税のリスクが低下している状況下、S&P500指数構成銘柄の来年のコストの中で一番不確実性の高い要素は賃金であろう。ウォール街はここ数年間、労働コストが企業利益に悪影響を与え始める可能性とその時期について議論してきたが、失業率がおよそ50年ぶりの低水準にある中、その懸念は高まる一方だ。

For Profit

Large-cap companies' profitability is near an all-time high, unlike smaller companies.

Median Index Constituent's Net Income Margin

■ S&P 500 (large cap)
■ S&P 600 (small cap)



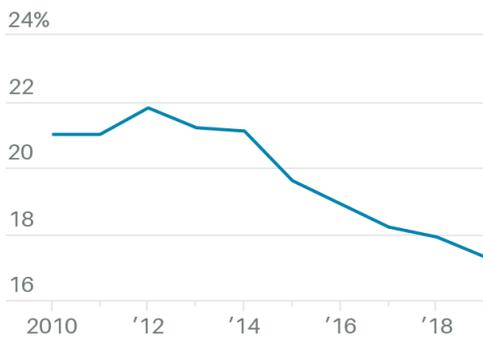
Note: 12 months ended Sept. 30, 2019
Sources: S&P Capital IQ; Goldman Sachs

■ スーパースター企業群

A Shrinking Slice of the Pie

Companies' profit compared to their total economic output has been shrinking.

Pretax Corporate Profits as a Share of Total Business-Sector Economic Output



Note: 12 months ended Sept. 30, 2019
Sources: Bureau of Economic Analysis; Goldman Sachs

しかし、過去の歴史を参考にすると、投資家はやや楽観的になるべきかもしれない。S&P500指数構成企業の利益率は、ゴールドマン・サックスによると、ここ数年の最高水準に位置している。また、S&P キャピタルIQによる調査では、同指数構成銘柄の2019年9月末までの1年間における純利益率の平均は14%と、2010年の10%から改善した。

大企業が利益率改善に成功してきた背景としては、交渉力が主な理由として考えられる。マサチューセッツ工科大学 (MIT) の経済教授であるデビット・オーター氏が率いた研究によると、米国のほとんどの産業において、セクター内の売り上げの大半を確保するスーパースター企業が数社存在する。それらの企業は、労働分配率を抑制し、その分の利潤を株主にもたらず傾向があるという。スーパースター企業は、S&P500指数構成銘柄であることが多い。

■ 小規模・非上場企業に響く労働コスト上昇

スーパースター企業でない場合、より規模が小さい企業や非上場企業の場合は、コスト上昇に見舞われている。全ての企業の納税申告をカバーする全国統計によると、企業の利益率は2013年から毎年低下してきた。要因の一部は賃金上昇である。米国経済分析局 (BEA) による調査では、過去5年間、米国の企業全体 (金融機関を除く) において、単位労働コストはその他のコストよりも上昇率が高かった。

将来の税制改正次第で、大企業の利益率の優位性がゆらぐこともあるし、反対に、より優位になる可能性もある。また、来年の米国大統領選挙と米議会選挙で民主党が勝利した場合、特に賃金上昇に重点を置く候補者が大統領に選ばれた場合は、大企業も中小企業も、ともに利益率が損なわれる方向に向かうことになろう。

■ 低い労働コストで選ぶ～バイアコム、アップルなど

ちなみにゴールドマン・サックスは、他の条件が全て変わらないと仮定した場合、1%の賃金上昇が、S&P500指数の1株当たり利益（EPS）を0.8%ポイント押し下げると予想している。

そのため同社は、投資家に対して、S&P500指数構成銘柄の中で労働コストが低く、市場全体と歩調を合わせた売上高と利益の成長が見込まれ、しかも割安感のある企業を、バスケットとして買うことを提案している。それは、メディア大手のバイアコム<VIAC>、アップル<AAPL>、動画配信大手のネットフリックス<NFLX>、大手飲料メーカーのコカ・コーラ<KO>である。このバスケットの売上高に対する人件費の比率の中央値は5%と、S&P500指数構成銘柄の中央値13%より低い。

By Alexandra Scaggs
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - Preview

[経済関連スケジュール]

カナダグースは代名詞であるコヨーテ・ファーが売り上げの重しに

■ 暖かいが倫理で批判も



Illustration by Elias Stein

クリスマス休暇が明け、中西部の冬の嵐が帰省先から戻る旅行者を直撃しているが、この時期、暖かい防寒ジャケットは欠かせない。62年の歴史を誇るアパレル持ち株会社であるカナダグース・ホールディングス<GOOS>にとって、今が1年の中で一番の稼ぎ時だ。同ブランドの高級防寒パーカーは1着1000ドル前後もすることでも知られる。

しかし、カナダグースが長年抱えてきた問題は無視できないレベルに達している。同ブランドの代表的なダウンパーカーはグース（がちょう）の羽毛に加え、フード部分にコヨーテの毛皮を使用しており、以前から動物愛護活動家の非難の的となっていた。

今年初め、米連邦取引委員会（FTC）は、同社が「素材は倫理的な方法で入手している」とする宣伝文句に関して調査を実施した。FTCはその後処分を見送ったが、ニュースサイト「デイリー・ビースト」は記事の中で、カナダグースのパーカーを持っていることで恋人対象から外されることもあり得るとした。同社にはコメントを求めようとしたが、連絡を取れなかった。

DAデビッドソンのアナリストであるジョン・モリス氏が、カナダグースのアウトターはこの年末商戦で値下げされているようだとし唆した後、同社の株価は今月半ばに下落した。カナダグース側はこの指摘を否定している。市場は10-12月期の同社の売り上げが前年同期比12%増にとどまると予想しており、これは同社が2017年に上場して以来、四半期ベースで最低の伸び率となる。現在の株価水準は、2018年11月に記録した上場来最高値のほぼ半値だ。

売り上げ増を狙い、同社はファーを使わないジャケットやセーターなどの代替品を新たに投入しているが、コヨーテ・ファーは同ブランドの強い「アイデンティティー」であり（かつ暖かい）、ファーの使用を全面的に廃止するという決断には至らないかもしれない。

■ 今週の予定

12月30日（月）

- ・ 12月のシカゴ景況指数（シカゴPMI）発表。コンセンサス予想は48.3（11月は46.3）。予想通りなら4カ月連続で好・不況の境目となる50を割り込む結果となり、2018年12月の63.8からは大幅低下となる。
- ・ 11月の中古住宅販売成約指数発表。コンセンサスは1.3%の上昇を予想（10月は1.7%の低下）。
- ・ ダラス連銀が12月のテキサス州製造業景況指数を発表。エコノミストは2カ月続いたマイナスの後でプラスを予想。

12月31日（火）

- ・ 12月のコンファレンス・ボード消費者景気信頼感指数発表。コンセンサス予想は128.1（11月は125.5）。予想通りなら7月をピークに4カ月連続の低下から一転、上昇に。
- ・ 10月のS&Pケース・シラー住宅価格指数発表。同指数は米20都市のデータに基づくもので、コンセンサス予想は前年同月比2.1%の上昇（9月と同水準）。
- ・ 連邦住宅金融局（FHFA）が10月の住宅価格指数を発表。市場は前月比0.4%上昇（季節調整済み）を予想（9月は0.6%上昇）。9月までの1年間における価格の大幅上昇は西部の都市に集中しており、上昇の上位3都市はアイダホ州ボイジー、アリゾナ州ツーソン、ホノルルで、上昇幅は9.9～11.1%だった。一方、北東部の上昇率は弱く、全米で下位20の住宅市場のうちの九つがこの地域だった。

1月1日（水）

- ・ 日本の株式市場は3日（金）まで休場。

1月2日（木）

- ・ 新規失業保険申請件数（12月28日までの週）発表。前週までの4週間移動平均は22万8000件。

1月3日（金）

- ・ 米連邦公開市場委員会（FOMC）が12月金融政策会合の議事要旨を公表。
- ・ 12月の米サプライ管理協会（ISM）製造業景況指数発表。エコノミストの予想は49で、この通りなら5カ月連続で好・不況の境目となる50を下回る（直近で同じ状況だったのは2016年8月）。
- ・ 11月の建設支出発表。コンセンサス予想は年率換算（季節調整済み）で前月比0.3%増の1兆3000億ドル。

A Chill in the Air

Canada Goose stock has been tumbling this year.

Year-to-date stock performance



By Evie Liu
(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。

『バロンス拾い読み』 2019/12/29

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。

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます