

# バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/02/16

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. バフェット氏抜きのパークシャー・ハサウェイとは - Inside Berkshire Hathaway's Future Without Warren Buffett [カバーストーリー]  
P.2  
配当開始、自社株買い拡大、事業の収益性向上の可能性
2. パークシャー・ハサウェイを振り返る - Our Reporter on the Buffett Beat: Covering Berkshire in the Dark [フィーチャー]  
P.5  
会社に対しておおむね前向き 今後10年はさらに注目
3. この2銘柄以外の天然ガス関連株はやめておけ - Avoid Natural Gas Stocks Except for These 2 Names [エネルギー]  
P.6  
フラッキングと輸出市場、価格上昇の二つの要因は望み薄
4. ファンドファミリー・ランキング - Barron's Top Fund Families of 2019 [投資信託]  
P.9  
2019年のファンド運用会社のパフォーマンス調査
5. 新型コロナウイルスの影響、長期化も - Coronavirus Will Continue to Roil Markets. [フィーチャー]  
P.12  
特に注視すべき3セクター
6. 巨額資金流入で「双子のバブル」形成中? - Investors Are Piling Into Stocks and Bonds. Is a 'Twin Bubble' Forming? [米国経済]  
P.15  
新型コロナウイルス感染拡大をよそ目に盛り上がる債券・株式市場
7. NYダウ、新型コロナウイルスよそに先週1%上昇 - The Dow Gained 1% This Week as Stocks Looked Past the Coronavirus [米国株式市場]  
P.17  
米株は今後も上昇を続けるか
8. さらに強化される巨大ハイテク企業規制 - Big Tech's Regulatory Problems Go Deeper Than You Think [ハイテク]  
P.19  
プライバシー保護がターゲティング広告を直撃、FTCは過去の買収で調査開始
9. 配当貴族指数から除外後にリターン改善傾向 - When Dividend Aristocrats Lose Their Status, Their Returns Often Improve [投資手法]  
P.21  
減配は必ずしも悪材料ではなく、むしろパフォーマンス改善の兆候となり得る
10. 今週の予定 - Preview [経済関連スケジュール]  
P.23  
供給不足と価格高騰で2020年の住宅市場は冷え込む公算大

※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. バフェット氏抜きのパークシャー・ハサウェイとは - Inside Berkshire Hathaway's Future Without Warren Buffett [カバーストーリー]

配当開始、自社株買い拡大、事業の収益性向上の可能性

## ■ 90歳になるバフェット氏



Illustration by Ryan Melgar

パークシャー・ハサウェイ<BRK.B>を率いるウォーレン・バフェット氏は8月に90歳の誕生日を迎える。同社の株主は当然のことながら、バフェット氏の成功を祝うとともに、パークシャー・ハサウェイの将来を心配することだろう。

1965年にパークシャー・ハサウェイに1000ドルを投資したとすると、現在の価値は2000万ドルになる。S&P500指数に同様に投資した場合の現在価値は17万5000ドルだ。このような実績に鑑み、バフェット氏が永遠に生きることを望まない人はいないだろう。

一方で、バフェット氏がいらないパークシャー・ハサウェイを懸念する投資家は、目先のことしか考えていない。実際、最近のアンダーパフォームは多くの問題が原因だが、それらはバフェット氏の退任後に解決される可能性がある。

多くの投資家は、バフェット氏の後継者が価値を開放するために同社を分割する、または少なくとも配当開始や自社株買い実施の可能性があると考えている。これは、誰が後継者になるかにもよるが、少なくとも事業会社の質や投資ポートフォリオは、同社が今後長期にわたって投資家に報いることができる可能性を示唆している。

さらに現在の株価は割安に見える。A株<BRK.A>の株価は約34万ドルで、2019年末推定の株価純資産倍率（PRB）は1.3倍、2020年予想株価収益率（PER）は21倍と、それぞれの過去平均に対してディスカウントとなっている。さらに、利子を生まない多額の現金を考慮すると、PERは過大評価されている。

## ■ 後継者問題



バフェット氏は2017年の株主総会で、「私が今晚死ねば、明日の株価は上昇するだろう」と述べた。同氏亡き後にウォール街が企業分割を即座に予想すると、バフェット氏が考えたためだ。近々の予定では、2月に発行される株主への手紙で今後のことに言及するかもしれない。

バフェット氏は次期最高経営責任者（CEO）について、社内の人間が就任するという以外はほとんど語ってこなかった。本誌や多くの投資家は、パークシャー・ハサウェイ・エナジーの会長であるグレッグ・アベル氏（57）が後継者となる公算が大きいと想定してきた。一方で、投資マネジャーのトッド・クームス氏が、自動車保険会社のガイコの社長にサプライズで任命された。将来のCEO候補として

Illustration by Gluekit の力量を試されているのかもしれない。次期CEOはアベル氏でその次がクームス氏というのが一般的な考え方だが、引き継ぎが数年後になればアベル氏も60歳となり、クームス氏が直接引き継ぐ可能性もある。

バフェット氏は近年、責任を委譲してきた。2018年にはアベル氏とアジート・ジャイン氏を副会長に任命し、両氏が引き継ぐ公算が大きくなったが、ジャイン氏は既に68歳で、恐らく高齢過ぎるだろう。バフェット氏が退任する兆しが無いために、次期CEOのオッズは依然としてあくまで理論上のものだ。同氏は毎日出社し、好きな仕事をしている。

ポスト・バフェット時代になって株主の影響力が強まるまでに、アクティビスト（物言う投資家）が株を取得して改革を提案しても驚かないでほしい。バークシャー・ハサウェイは、サム・オブ・ザ・パーツ分析で得られる価値を株価が下回っており、株主により一層の現金を還元すべき一流企業という、アクティビストが求める多くの特徴を備えている。

一部のアクティビストは株式の取得を始めており、パーシング・スクエア・キャピタルのビル・アックマン氏は、バークシャー・ハサウェイに機会を見い出して、昨年、同社を投資上位銘柄とした。

### ■ 買収の是非、株式投資の功罪

なお、バフェット氏が追求してきた500億～1000億ドルクラスの大型買収の可能性もある。候補には、既に株式を保有しているデルタ航空<DAL>やサウスウエスト航空<LUV>、物流サービス会社のフェデックス<FDX>や宅配サービスのユナイテッド・パーセル・サービス<UPS>、薬局チェーン持ち株会社のウォルグリーン・ブーツ・アライアンス<WBA>が挙げられる。14日に米証券取引委員会（SEC）に提出された13F（保有有価証券届出書）によると、2019年第4四半期にスーパーマーケット・薬局チェーンのクローガー<KR>を1900万株購入していた。

一方で、バフェット氏は買収に制限を設けており、買収合戦には参加しないとしている。また価格にも敏感だが、11年続いている強気相場によってバリュエーションが上昇しているため、買収が難しくなっている。

バークシャー・ハサウェイに長らく投資してきたウェッジウッド・パートナーズのデービッド・ロルフ氏は、昨年持ち分を売却した。その際、同社がビザ<V>やマスターカード<MA>、マイクロソフト<MSFT>、会員制大型量販店チェーンのコストコ・ホールセール<COST>といった勝ち組に投資できなかったことを批判した。バークシャー・ハサウェイは現在の最大の投資先であるアップル<AAPL>を除けば、過去10年に大きな勝ち組に投資できておらず、株価がアンダーパフォームしている大きな理由でもある。

バークシャー・ハサウェイのような複合企業は絶滅危惧種で、ゼネラル・エレクトリック<GE>やユナイテッド・テクノロジーズ<UTX>のような他の複合企業は企業分割を実行中か既に完了している。これは、事業を集中している企業の方が事業運営に優れているという株主の見解を反映している。多くの投資家は、ベストインクラスの企業によるポートフォリオを自ら構築することを望んでおり、経営者による構築の必要性はない。

### ■ 配当開始や自社株買い拡大の可能性

バフェット氏が退任すれば、あるいは退任する前でさえ、自社株買いの拡大や配当開始が実施される公算が大きい。バークシャー・ハサウェイが保有するアップル、バンク・オブ・アメリカ<BAC>、ウェルズ・ファーゴ<WFC>、銀行持株会社のアメリカン・エクスプレス<AXP>などが自社

株を大量に買い戻しており、バフェット氏がそれを称賛する一方で、バークシャー・ハサウェイが自社株を大量には買い戻していないのは皮肉だ。自社株買い枠は2018年に拡大されたが、年間の買い戻しは発行済株式数の1%未満のペースだ。対して、アルファベット<GOOGL>は自社株買いに長らく否定的だったが、そのペースを最近加速させて、発行済株式数の2%を毎年買い戻している。

スミード・バリュー・ファンド<SMVLX>のマネジャーであるビル・スミード氏は、バークシャー・ハサウェイは定期的配当に加えて、500億ドルの特別配当と、年間40億ドル未満の現在のペースを大幅に上回る自社株買いを実施すべきだと考えている。

現状、バークシャー・ハサウェイの株価にかつて織り込まれていたバフェット・プレミアムは消滅している。ウォール街は、年間250億ドルを超える収益力や主要事業における強み、さらには株式のポートフォリオから得られる利益をほとんど評価していない。実際投資家はバークシャー・ハサウェイを、同社が保有するポートフォリオに対する投資手段であると見なしている。同社のポートフォリオは2019年に大幅に上昇したが、それ以前の数年間はクラフト・ハインツ<KHC>やウェルズ・ファーゴの低迷によって市場をアンダーパフォームしていた。とはいえ、株式投資の利益は全体の20%にすぎない。

### ■ 実態事業の収益性改善の可能性

バークシャー・ハサウェイは、恐らく世界で最も価値が高い保険事業を構築した。旗艦はガイコで、今や自動車保険では業界2位となっている。低コストの直接販売モデルによって保険代理店が販売する自動車保険よりも低い保険料を提供できるために、市場シェアを拡大している。バフェット氏が保険事業を好む理由の一つは、フロート（保険支払いに備えた余剰資金で投資の原資となる）。また、BNSF（パーリントン・ノーザン・サンタフェ）鉄道とバークシャー・ハサウェイ・エナジーを合わせると、3社の価値は2000億ドルを超える。

アックマン氏は、同業他社よりも利益率が低いBNSF鉄道とガイコにおいて、あまり注目されていないが、収益性を改善できる機会を強調している。

BNSF鉄道が上場されていれば、正確な運行時刻や、利用者を怒らせる一方で利益率を押し上げる効率化策の採用圧力に直面するだろう。しかしBNSF鉄道の経営陣はその考え方を採用せず、バフェット氏もそれを支持している。バフェット氏ががいなければ、効率化策採用に対する抵抗は困難となり、利益率上昇につながる可能性がある。

クームス氏のガイコへの異動により、バークシャー・ハサウェイは業績向上のための新たな観点を期待している可能性がある。

バークシャー・ハサウェイは、機械部品メーカーのプレジジョン・キャストパーツなどの多くの事業に関して財務的な透明性を高める必要があり、同社をより良く理解できるように投資家説明会を開催すべきだ。バフェット氏は潜在的な後継者を明らかにし、5月の株主総会で壇上に上げるべきだ。

バフェット氏がトップに就任してから40年で、バークシャー・ハサウェイの株価はS&P500指数を大幅にアウトパフォームした。S&P500指数は過去最高値圏にあり、予想PERも20倍と過去最高に近づいている。一方でバークシャー・ハサウェイは休眠状態にあり、自社株買い拡大や配当開始、利益の増加につながる買収、収益性向上、企業分割の可能性など、投資家に多くの可能性を提供する。そのため、今後10年間もより良い賭けの対象になるとみられる。

By Andrew Bary  
(Source: Dow Jones)

2.

パークシャー・ハサウェイを振り返る - Our Reporter on the Buffett Beat:

[フィーチャー]

Covering Berkshire in the Dark

同社に対しておおむね前向き 今後10年はさらに注目

■ パークシャー・ハサウェイのカバレッジを振り返って



パークシャー・ハサウェイ<BRK.B>をカバーすることは、筆者にとって最も困難だがやりがいがある仕事だ。同社は神格化され、ウォーレン・バフェット最高経営責任者（CEO）は同社を55年率いた間の桁外れの実績によって投資家から畏敬されている。

パークシャー・ハサウェイを理解するのは容易ではない。同社は巨大かつ複雑で、バフェット氏が報道陣の前に出ることはほとんどない。ウォール街のアナリストも同じ扱いを受けており、その結

Photograph by Johannes Eisele/AFP via Getty Images 果としてカバーするアナリストも少ない。米国で時価総額6位のパークシャー・ハサウェイをカバーするアナリストはほんの一握りだが、同5位のフェイスブック<FB>のアナリストは50人を超える。つまり同社をカバーすることは、同社の届出資料をあさり、知識豊富な投資家と会話し、バフェット氏が年次レターに書いている内容または年次株主総会やテレビ出演の会話内容を消化することを意味する。

本誌は、パークシャー・ハサウェイの最高のカバレッジを提供していると思いたい。筆者は過去20年以上にわたり、同社に関する十数本の主要な記事を書いてきた。最初の記事は1999年後半で、当時は現在同様にパークシャー・ハサウェイに対する投資家の人気は低かった。当時は、バフェット氏がハイテクバブルに乗らなかったことが批判され、クラスA株<BRK.A>は54万ドルへ下落していた。本誌の記事は全般的に前向きだったが、タイトルは「どうしたんだ、バフェット氏」で、記事の冒頭でバフェット氏は「特別な才能を失った」のかを問いただしただけに、古くからの読者はいまだに筆者をからかう。

バフェット氏はもちろん、才能を失ってなどいなかった。同氏はハイテクバブルに巻き込まれることを拒否し、その後20年を費やして、同氏がフォートノックス（金塊貯蔵所がある陸軍基地）と呼ぶバランスシートを備えた、世界最大の複合企業を構築した。株価は当時と比べて5倍になり、S&P500指数を大幅にアウトパフォーマンスしている。

筆者は2003年にバフェット氏にインタビューする機会を一度だけ得た。同氏は十分な時間を筆者に割いてくれ、パークシャー・ハサウェイの本社があるネブラスカ州オマハの高層ビルの最上階のランチクラブへ私を誘い、BLTサンドイッチを注文してくれた。同氏は常に投資について選別的で、当時のS&P500指数は1000前後だったが、「われわれには何も見つからない。現金はあっても使えるアイデアがない」と言ったものだ。

筆者はその後、定期的に2度目のインタビューを申し込んできたが、バフェット氏からはその都度

丁寧な断りをいただき、1930年代のヒットソングである「I Can't Get Started With You (邦題：言い出しかねて)」に歌われている男性のように感じている、と同氏に言ってしまった(バフェット氏は1937年のバニー・ベリガンのバージョンを好むと筆者に語った)。

本誌は過去20年にわたってパークシャー・ハサウェイにおおむね強気だったが、称賛一方ではなかった。本誌は2007年後半の記事「バフェット氏、ごめん。パークシャー・ハサウェイの株価は高過ぎる」で、同社の株価の当時の最高値を正確に指摘し、その後の金融危機で同社株は半値まで下落した。

2年前には、カバーストーリーの「バフェット氏の退任に備えよ」で、幾つかの提案を行った。本誌は、パークシャー・ハサウェイが自社株買いを増やす必要がある(同社は実際増加させた)、配当を開始する必要がある(いまだ無配)、ウォール街が評価できるように後継者候補を示す必要がある(漠然とではあるが示した)と主張した。それは一部の読者にとって受け入れられず、彼らは、本誌にはバフェット氏に疑問を投げ掛ける権利はないとの見解を示した。本誌はバフェット氏を非常に高く評価しているものの、妥当であると感じた場合には批判に尻込みをしない。

賢人が90歳を迎えようとする中、今後数年間が興味深いものとなるのは間違いなく、待ち望まれていたCEOの引き継ぎが行われる可能性もある。バフェット氏が苦勞して築き上げてきた会社は、現状の形態を保てるのだろうか、それとも他の複合企業のように分割されてしまうのだろうか。パークシャー・ハサウェイにとっては、50年以上にわたる異例の安定の後で、激動の10年になるかもしれない。

By Andrew Bary  
(Source: Dow Jones)

### 3. この2銘柄以外の天然ガス関連株はやめておけ - Avoid Natural Gas Stocks

[エネルギー]

Except for These 2 Names

フラッキングと輸出市場、価格上昇の二つの要因は望み薄

#### ■ 天然ガスの需要と供給

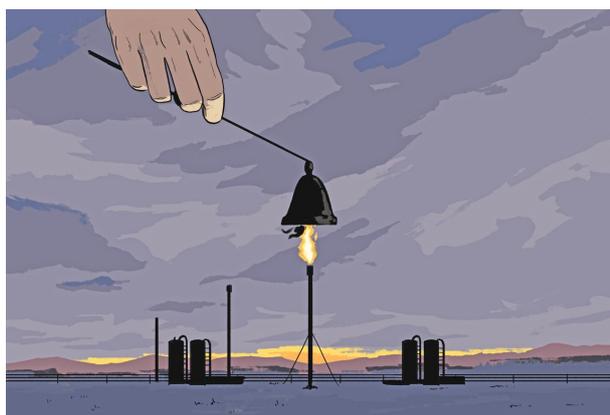


Illustration by Jack Richardson

回っている。

米国では10年前と比べて天然ガスの使用量が50%近く増えており、この状況はハイテク以外のほとんどの業界では奇跡と見なされることだろう。発電所が石炭を使わなくなったことによる需要の増加はここ数カ月続いているが、天然ガスの価格は急落している。天然ガス価格は1月21日に、百万英国熱量単位(MMBtu)当たり2ドルを下回り、米国の大半の生産者が新たにガス井を掘っても採算が取れない水準となった。そして2月10日には1.77ドルに達し、2016年3月以来の低水準となった。暖冬で暖房用ガスの需要が減る中で米国のシェールブームがあって、供給が需要を大きく上

民主党の複数の大統領候補が提案している水圧破碎法(フラッキング)の禁止がなければ、供給過

剰によっておそらく何年にもわたって価格は下がるだろう。これは、石油およびガスの開発・探査を行うキャボット・オイル・アンド・ガス<COG>や、液化天然ガス（LNG）のシェニエール・エナジー<LNG>などを除いて、業界の株式のほとんどをもうからない投資にしてしまう可能性がある。

## ■ 天然ガス業界の動向

### Natural Gas

\$ per MMBtu



Source: Bloomberg

天然ガスを生産する企業は動揺している。天然ガス業界の株式を保有する上場投資信託（ETF）であるファースト・トラスト・ナチュラル・ガス<FCG>は、今年22%下落した。昔から言われる株式を買う理由の一つは健全な配当だが、それも消えつつある。レンジ・リソースズ<RRC>は、1月に無配となった。

かつて米国最大の独立系掘削会社の一つだったガルフポート・エナジー<GPOR>の株価は今年60%下落した。2025年に償還予定の同社の表面利率6.375%の社債は、額面1ドル当たり50セント、利回り23%で取引されている。S&Pグローバル・レーティングは今月、他の掘削会社6社の社債を格下げした。このように額面の半額になるような社債を投資対象として物色するバリュー投資家でさえ、投資を手控えている。エネルギー大手のインベスコ・コムストック・ファンド<ACSTX>のポートフォリオマネージャーであるケビン・ホルト氏は次のように語る。「この業界が今後5年間で元に戻るとは思えない。そういうわけで、私たちは見送っている。元に戻らないと、株式を買い戻すだけの十分なキャッシュフローを生み出せず、企業はバリュー投資家にとって魅力的なことを実行できない」。ホルト氏は、天然ガスの価格が長期にわたって3.50ドル以上に上昇しなければ、天然ガス株式への投資は意味をなさないと考えており、それは長い間起こらないかもしれない。

S&Pは昨年12月、天然ガス先物価格の指標値となっている、ルイジアナ州のパイプライン「ヘンリーハブ」で販売されるガスの価格見通しを2020年には2.25ドル、2021年には2.50ドル、2022年以降は2.75ドルに引き下げた。「価格が予想以上に低くなるリスクは高まり続けている」と、EBWアナリティクスグループのアンディ・ワイズマン最高経営責任者（CEO）は言う。ワイズマン氏は、天候の動向に「かなりの部分が」依存するために、価格が1ドルを下回る可能性さえあると考えている。しかも、もし仮に気温が急低下したとしても、今度はフラッキングブームが価格の回復を妨げる可能性がある。テキサス州とニューメキシコ州にまたがるパーミアン盆地での石油掘削では、随伴ガスが大量に発生するため、生産者は随伴ガスを収集して販売する代わりに、燃焼廃棄している。

最新の政府統計によると、2018年11月から2019年11月の生産は約8%増加した。カウエンのアナリストであるデービッド・デッケルバーム氏によると、季節需要がピークに達するこの時期に米国の天然ガス貯蔵量は平均よりも40%多いと言う。発電所から製鋼、化学、肥料製造まで、産業が大量のガスを消費しているが、それでも、天然ガス価格に影響を与えるだけの十分な量を購入するには至っていない。天然ガスは2016年に主要な発電源として石炭を上回り、それ以来増加し続けている。しかしワイズマン氏は、石炭からガスへの移行ペースは、一部の発電所においては新しい発電源に切り替えるのが難しいため、鈍化していると考えている。

■ 価格の上昇要因は期待外れ

**U.S. Natural Gas Consumption**

Trillions of cubic feet per year



Source: EIA

価格を上昇させる別の要因も期待されていたが、これもまた期待外れに終わった。2015年に制定された米国産石油の海外輸出を認める法律により、超低温で高圧縮された製品である米国産LNGの主要な輸出市場が開かれた。米国は現在、生産した天然ガスの約10%を他国に輸出している。しかし、LNG需要は枯渇し始めており、現在はLNGを満載した船が顧客を待って待機していると、ワイズマン氏は言う。S&Pグローバル・プラッツによると、LNGは2015年にはMMBtu当たり約10ドルで販売されていたが、今月に入って過去最低の3ドルまで下落した。

中国のエネルギー企業である中国海洋石油（CNOOC）<CEO>は今月、LNG契約において不可抗力条項を宣言したと報じられている。つまり、不可抗力（この場合は新型コロナウイルス）によって、LNGの購入と支払いの約束を守れなくなるということだ。「これらの問題、特に供給側の問題が解決されるまでは、株式を買うのは難しいと思う」

とデッケルバーム氏は指摘する。

■ 消耗戦で勝てる銘柄

「ポジションを取る最良の方法は、消耗戦で勝てる銘柄を持つことだ」。デッケルバーム氏は、ヒューストンを拠点とするキャボットを支持しているが、キャボットの株価は今年に入って14%下落し、15ドルとなっている。天然ガスのヘンリーハブ指標価格が2ドルとなっても、キャボットはフリーキャッシュを生み出し、2.7%の配当を支払うことができる。「キャボットはおそらく天然ガス株の中で最も有利子負債の少ないバランスシート、最も低いコスト構造、最も低い損益分岐点を持っている。業界中でどこよりも持ちこたえることができる」と同氏は言う。

ヒューストンを拠点とするシェニエールは、テキサス州コーパスクリスティにある最先端の施設で天然ガスを処理して出荷している。同社は、米国の生産者と中国の消費者との仲介役を務めることで利益を得ている。新型コロナウイルスの感染拡大が鈍化し、アジアでのエネルギー取引が再開すれば、年初から10%下落して55ドルとなっているシェニエールの株価は回復するはずだ。「米国での価格が低い限り、中国との長期契約の交渉は容易だ」と、インフラキャップMLP ETF<AMZA>のマネジャーであるジェイ・ハットフィールド氏は語る。フラッキング禁止と同様に、中国に対して、米国のエネルギー購入を強制するような長期的な米中貿易協定が成立すれば、状況は変わる可能性がある。しかし、いずれの動きも望み薄であり、多くの天然ガス株には、いばらの道が待っている。

By Avi Salzman  
(Source: Dow Jones)

## 4. ファンドファミリー・ランキング - Barron's Top Fund Families of 2019 2019年のファンド運用会社のパフォーマンス調査

[投資信託]

### ■ インデックスファンドにない人間的な要素が付加価値をもたらす

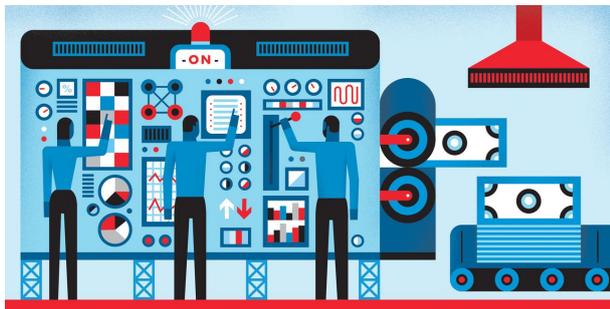


Illustration by Luc Melanson

昨年、S&P500指数は31%のリターンを挙げ、海外市場の株価は20%以上上昇した。社債は14%、米国債ですら約8%の上昇となった。これはインデックス投資家にとって間違いなく良いニュースである。しかし、アクティブファンドのマネジャーにとっては、ベンチマークに勝つためのハードルが上がったことになる。ほぼ全ての資産クラスが大幅に上昇した年に付加価値を生み出すのは難しい。それでも今年の本誌ファンドファミリー・ランキングの上位企業は、ほとんどの投資家に付加

価値を提供してきた。

現在の環境において、アクティブファンドのマネジャーであることはどのような意味を持つか。今年の本誌ランキングで1位だったMFSインベストメント・マネジメントのマイク・ロバージ最高経営責任者（CEO）は「持続的に優れた運用成績を挙げるには、アクティブ運用のエンジンに投資しなければならない」と語る。MFSは世界9カ所の拠点に300人の投資専門家を擁する。さらに、データサイエンティストを雇用し、アナリストによるリサーチの探索や共有に役立てている。

今年のランキングの上位企業は人間的な要素に重点を置く。これはインデックスファンドには不可能なことだ。3位のDWSグループと4位のコロムビア・スレッドニードル・インベストメンツも、MFSと同様にグローバルなリサーチプラットフォームを構築している。一方、2位のバートス・インベストメント・パートナーズ<VRTS>と5位のプリンシパル・グローバル・インベスターズは、自律的な運用チームがそれぞれ独自の文化と投資戦略を育むマルチマネジャー型のブティック運用会社である。

バートスのジョージ・エイルワードCEOは「パッシブ運用との激しい競争の中で長期的に成功するアクティブ運用マネジャーは、真に差別化を実現し、抜きん出ることが可能なマネジャーだ」と語る。本誌が20年以上前にファンドファミリー・ランキングを開始してから投資環境は劇的に変化した。インデックスファンドが巨大化する中で、アクティブ運用マネジャーは存在意義を保つために投資手法を変えてきた。今年の上位企業の顔触れは、アクティブ運用のさまざまな側面を示すものだ。

ランキングの対象となるには、リッパーの各カテゴリーで一定本数以上のアクティブ運用型のミューチュアルファンドか上場投資信託（ETF）を提供していなければならない。いずれのファンドも1年以上の運用実績が必要である。対象ファンドにはインデックスファンドは含まれておらず（アクティブ運用ETFやスマートベータETFは含む）、ランキングは各社のアクティブ運用の能力を反映している。

2019年に上記の基準に達したのは、リッパーのデータベースに登録されている資産運用会社843社のうち55社のみだった。多くの著名企業が対象外である一方、合併・買収（M&A）やファンドの増減によって対象企業のリストは毎年変わる。今年のリストには、チャールズ・シュワブ・インベストメント・マネジメントやアリアンツ・グローバル・インベスターズなどが含まれない。一方、

モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントとアセットマークがリストに加わった。

### ■ 1位：MFSインベストメント・マネジメント

ランキングは資産加重方式のため、企業内で最大のファンドがその企業の順位に最も強く影響する。実際、MFSが1位となったのは、運用資産額530億ドルのMFSバリュー＜MEIAX＞による部分が多い。同ファンドは昨年30%のリターンを挙げ、リッパーの同カテゴリー内で上位14%に入るとともに、ベンチマークのラッセル1000バリュー指数を3%ポイント、アウトパフォームした。昨年の成績はまぐれではなく、同ファンドは1996年の設定以来、平均年率10%以上のリターンを挙げている。

MFSのテッド・マロニー最高投資責任者（CIO）は「当社が選好する企業は、利益とキャッシュフローの持続性が高く、変動が小さい企業だ。こうした企業が2019年に好調な成績を挙げた」と話す。運用資産額280億ドルのMFSグロス＜MFE GX＞のパフォーマンスも貢献した。1993年の設定以来の年平均リターンは10%である。昨年はマイクロソフト＜MFST＞、クレジットカード大手ビザ＜V＞、マスターカード＜MA＞が運用成績に寄与し、同ファンドは37.6%のリターンを記録した。

MFSは典型的な長期投資家で、5年および10年のリターンのランキングでよく上位5社以内に入っている。同社の採用方針は投資哲学に沿っており、時間をかけて新たな人材を探すこととしている。インセンティブ報酬は3年、5年、10年超のパフォーマンスに基づいている。自発的な離職率はわずか1%である。マロニーCIOは集合知、無意識バイアス、360度評価といった組織マネジメントの知見に詳しい。企業文化の一貫性を維持し、なおかつ文化が時代遅れとならないようにするのが、同氏の最も重要な仕事であると言う。

### ■ 2位：バータス・インベストメント・パートナーズ

バータスのエイルワードCEOも企業文化が決め手となることに同意する。しかし、同社はマルチブティック型の運用会社として、9社の関連会社にそれぞれの運営を任せている。同氏は「特定の資産クラスや戦略に特化したマネジャーは、長い目で見てリターンが予測しやすく、持続的なリターンを挙げる」と語る。

関連会社の1社であるケイン・アンダーソン・ラドニックは、プライベートエクイティに近い手法を取っている。同社の運用資産額57億ドルのバータスKARスモール・キャップ・グロス＜PSGAX＞は2019年に40.2%のリターンを記録し、リッパーのカテゴリー内で上位10%に入った。

運用資産額37億ドルのバータス・セレデックス・ミッドキャップ・バリュー・エクイティ＜SAMVX＞も親会社の卓越したパフォーマンスに貢献した。2019年のリターンは33%で、競合ファンドの中で上位6%の成績だった。運用資産額65億ドルの債券ファンド、バータス・ニューフリート・マルチセクター・ショート・ターム・ボンド＜NARAX＞では、運用チームの各メンバーが平等な関係を築いており、集合的な意思決定が行われている。2019年のリターンは6%で、ベンチマークの4%をアウトパフォームした。

### ■ 3位：DWSグループ

DWSは元々ドイツ銀行＜DB＞の資産運用部門だったが、2018年にスピノフされた。同社にとって、2018年末の相場下落時にパニックに陥らなかったことがプラスに働いた。シュテファン・クロイツカンフCIOは、「（市場が悲観的な見方から脱すると）ドイツ国債のようなつまらない資産さえ価格が回復した」と言う。同社は世界6カ所の拠点で900人の投資専門家を擁する。さらに、「当社はアクティブ、パッシブ、オルタナティブ運用商品をそろえる数少ない企業の一つだ」とクロイ

ツカンブCIOは話す。

同社の米国ファンド42本の中でも、特に大規模なファンドの一つが運用資産額40億ドルのDWSコア・エクイティ<SUWAX>である。他にパフォーマンスに貢献したファンドとしては、DWSグローバル・インカム・ビルダー<KTRAX>とDWSハイ・インカム<KHYAX>が挙げられる。

DWSは現在有効な仕組みが今後も必ずうまくいくとは想定していない。同社は最近、資産運用会社アラベスクの持ち分25%を取得した。この企業は、サステナブルな企業の中から銘柄を選別するため、人工知能（AI）などの技術を使用している。クロイツカンブCEOは「未来のポートフォリオマネジャーはテクノロジーを理解すべきだ」と述べている。

#### ■ 4位：コロンビア・スレッドニードル・インベストメンツ

コロンビア・スレッドニードルは、金融サービス会社アメリカプライズ・ファイナンシャル<AMP>が傘下の2部門を2015年に統合したことで誕生した。同社グローバルCIOのコリン・ムーア氏は、専門家によるアイデア共有の方法を改善するため、定期的なリサーチミーティングを開催している。同氏はミーティングの意図について、「7人が別々にエネルギー価格を予測するような事態はおかしい」と話す。

ミーティングの議題は金融政策からアマゾン・ドット・コム<AMZN>のバリュエーションにまで及ぶ。ムーア氏は「健全な方法で協力や議論が行われれば、1+1が2.1になるような効果がある」と語る。同氏はこの集合知こそ、2019年のコロンビア・スレッドニードルの堅調なパフォーマンスの理由だと考えている。同氏は「当社は、米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げは誤っており、いずれ政策を元に戻さざるを得なくなると確信していた」と言う。

運用資産額200億ドルのコロンビア・ディビデンド・インカム<LBSAX>は、2019年に28%のリターンを挙げ、リッパーのカテゴリー内の上位20%に入った。運用資産額100億ドルのコロンビア・コントラリアン・コア<LCCAX>の同年のリターンは32%超だった。

#### ■ 5位：プリンシパル・グローバル・インベスターズ

プリンシパルは、140年の歴史がある総合金融サービス会社の資産運用部門である。同社は20年前にマルチブティック型のアプローチを比較的早期に採用した。運用資産額は4590億ドルで、14の専門チームによって運用されている。パット・ホルターCEO兼社長は「当社は、才能あるマネジャーが職人技を発揮することに集中できるだけでなく、その能力を市場で生かすために大規模な組織を利用できる企業文化を作り上げた」と語る。

同社傘下のブティックの一つであるエッジ・アセット・マネジメントが運用するプリンシパル・エクイティ・インカム<PQIAX>は2019年に28.7%のリターンを挙げた。同じくプリンシパル傘下のアラインド・インベスターズは、オーナーと経営者が同一である企業に重点を置いている。こうした企業では経営者と株主の利害が一致するためである。同社が運用するプリンシパル・ミッドキャップ<PEMGX>の昨年のリターンは42.8%で、リッパーの競合ファンドの中で上位1%の成績だった。

#### ■ ランキング手法

投資家が実際に得られるリターンを反映するため、全てのファンドで運用手数料控除後のリターンを使用している。しかし、本誌の目的は運用手数料と無関係にマネジャーのスキルを測定することであるため、販売会社向け手数料は控除していない。

各ファンドのパフォーマンスをリッパーの同一カテゴリ内で他のファンドと比較し、順位に応じて100から1までの数値を付ける。その後、ファンドファミリー全体に占める割合を踏まえ、資産規模に従って数値を加重平均する。最後にリッパーの資産カテゴリに基づき、再び加重平均を行う。

2019年の1年リターン部門の加重割合は、米国株全般が35.4%、ミックスアセットが21.1%、海外株式が17.0%、課税債券が21.8%、免税債券が4.6%である。5年リターンではそれぞれ36.9%、19.7%、17.2%、21.7%、4.6%、10年リターンでは37.6%、20.1%、17.5%、20.0%、4.7%となっている。

例えば、あるファンドが米国株全般のカテゴリに含まれているとしよう。そのファンドは、ファンドファミリーの同カテゴリにおける運用資産額の半分を占め、パフォーマンスがカテゴリ内で下から75%の位置にあると仮定する。この場合の得点は、75に0.5を掛けた37.5と、リッパーのカテゴリに基づく加重割合35.4%を掛け、 $37.5 \times 0.354$ で13.28となる。同様の計算を各ファンドについて行い、最後に各カテゴリおよび全体で得点を合計している。

By Sarah Max  
(Source: Dow Jones)

## 5. 新型コロナウイルスの影響、長期化も - Coronavirus Will Continue to Roil Markets. 特に注視すべき3セクター

[フィーチャー]

### ■ 新型コロナウイルスの影響は広範囲かつ長期にわたる可能性



Photograph by STR/AFP via Getty Images

中国では新型コロナウイルスへの対応を迫られる中、約6000万人が検疫の対象となり、店舗や生産ラインの多くが依然として閉鎖されたままだ。ウイルスが封じ込められた後も、多くの企業が副作用が長引きそうだ。感染のいわば震源地となった武漢は、自動車や電子部品、半導体生産の中心地である上に交通の要所でもあるため、世界的なサプライチェーンに対する重要度が一層高い。混乱はさまざまな産業を通じて連鎖し、恐らく今年中は企業の売上高や利益に悪影響が及ぶだろう。

旅行関連の企業は非常に強い痛みを感じている。デルタ航空<DAL>などの航空会社は、3月まで中国本土への運航を中止する予定だ。クルーズ旅行会社は、重要な予約シーズンに近づくタイミングと重なったため厳しい状況にある。カジノ運営のウィン・リゾーツ<WYNN>は、マカオのカジノが閉鎖されたため、毎日260万ドルの損失が発生している。T.ロウ・プライス・ニュー・アジア・ファンドのマネジャー、アン・ルー氏によると、株式市場は短期的な需要の減少やサプライチェーンの混乱を織り込み済みだが、もっと広い範囲にわたる間接的な影響はまだ織り込んでいない。同氏は「需要が戻ってくれば全て回復すると誰もが考えがちだが、過去の事例を見ると、全ての企業が同様に回復するわけではない」と述べる。新型コロナウイルスの感染が封じ込められたか否かは、今後2週間ほどで分かるだろう。多くのファンドマネジャーは、大流行が封じ込められ生産活動が再開されれば、市場は急上昇すると予想している。

中国の習近平国家主席は感染拡大への対応が過度にならないよう求めたと伝えられるが、生産活動はまだ休止したままで、多くの労働者は職場に戻れずにいる。部品は入手できず、必要なマスクは品不足のため従業員に配布できない。調査会社ゲイブカル・リサーチのアンドリュー・バトソン氏によると、生産活動が徐々に再開されるという最良のシナリオにおいても、今回の事態は中国にとって2008年の世界金融危機以降で成長への最大の痛手になるという。生産活動の再開に伴い、ファンドマネジャーは銘柄を選別しながら投資機会を探すことになる。生産活動の再開後は残業を増やし急ぎの注文に対応する必要があるが、価格決定力のある会社はそのコスト負担の一部を顧客に転嫁できるだろう。しかし、競争力の弱い企業の利益率は悪化し、負債の多い企業は採算が危うくなる可能性がある。

UBSグローバル・ウェルス・マネジメントは、短期的な投資先としてキャッシュフローが潤沢で配当利回りの高い銘柄を選好し、アジアの脆弱（ぜいじゃく）な企業は避けるようクライアント向けの書簡で述べている。以下では、アナリストやファンドマネジャーが弱さの兆候をウオッチしている企業を紹介する。

### ■ 消費者セクター

中国の消費者の需要を取り込んでいる企業は長年、多くのグローバルファンドのポートフォリオの中で明るい材料だったが、このような企業も今回は悪影響を免れない。旧正月はアルコール飲料が多く飲まれるため、小売店や酒場、食堂などは在庫を多く用意していた。しかし、イベントなどは中止され、失われた需要は恐らく取り戻すことができず、長期にわたり在庫を補充する必要がない。酒造会社はしばらく受注がない可能性がある。酒造会社のディアジオ<DEO>は年初来3.7%下落し、ビール会社バドワイザーのアジア太平洋子会社のバドワイザー・ブルーイングAPAC<1876.香港>は11%下落した。

今回の感染症の大流行で、外食に対する態度が変化する可能性もある。料理宅配業の美团点評<3690.香港>は新興市場の投資家に選好されてきたが、先月の高値から12%下落した。バーンスタインのデービッド・ダイ氏によると、登録しているレストランの20~30%しか宅配を実施できておらず、宅配を実施しているレストランでも大半の店では取扱高が50%以上減少しているようだ。

投資家に人気のあった高級ブランドのLVMHモエ・ヘネシー・ルイ・ヴィトン<MC.フランス>や化粧品大手のエスティローダー<EL>も無傷では済まされない。世界中のおしゃれなショッピング街は中国人旅行者が激減したため空っぽといった感じだ。LVMHは売上高への悪影響はさほどでもないとみている。エスティローダーは下期の利益見通しを引き下げたが、旅行者が戻ってくれば回復すると予想している。長期的に見れば、感染症のために中国人が高級品離れすることもないだろうが、ファンドマネジャーは資本財セクターなどの割安な銘柄を物色している。

### ■ 資本財セクター

資本財セクターは、感染症の大流行前は世界の景気回復が追い風になると予想されていた。今でも多くのエコノミストは、時期が遅れたとしても回復すると期待している。しかし、短期的には需要の減少やサプライチェーンの混乱の影響を受ける可能性がある。大半の企業の2020年の見通しにはそのリスクが十分には織り込まれていないと、RBCのアナリスト、ディーン・ドレー氏は最近のレポートで述べている。例外が2社ある。電気・電子機器大手エマソン・エレクトリック<EMR>は、2月10日に工場が再開された場合は第2四半期の売上高見通しに対して約5000万~1億ドル（1.5%）、再開の時期がそれ以降に延びればこれ以上の悪影響が及ぶと予想している。水処理関連機器ザイレム<XYL>は第1四半期のEPSを0.03~0.04ドル押し下げると予想している。

## ■ ハイテクセクター

次世代通信規格「5G」関連企業は、中国政府の支出に依存しているため脆弱性がある。中国政府が他の優先事項に集中するかもしれないからだ。それに加えて、武漢が光通信産業の中心地である点もリスク。CLSAのマシュー・シーゲル氏によると、5Gの基地局は2020年末までに中国で60万~65万基設置される予定だが、その基地局で必要となる光部品の多くは武漢で生産されている。中国政府が武漢の交通や商業活動の制限を継続すれば、「携帯機器や5Gサプライチェーンの企業に関するウォール街の利益予想が下方修正され、2021年の予想にも影響が及ぶ可能性がある」と述べる。無線通信技術大手クアルコム<QCOM>は、携帯機器需要やサプライチェーンに関して「強い不透明感」があると警告した。同氏はさらに、「プリント基板、光ファイバー、ディスプレイの生産へのリスクが最も高く、LCD、メモリ、中国の自動車技術は耐久性がより高い可能性がある」と指摘している。

ゴールドマン・サックス・グループ<GS>は、半導体とハイテクのハードウェアは中国へのエクスポートがが高く、中華圏向けの売上高はそれぞれ47%と14%を占める点を強調する。この二つの分野は新型コロナウイルス問題の発生前は、アップル<AAPL>の増益率上昇への期待とともに、半導体セクターが低迷から脱する兆候という好材料を織り込んでいたが、感染拡大とともにこのような想定に暗雲がかかってきた。アップルは中国本土の店舗と事務所を閉鎖し、また製造拠点や供給拠点の半分近くが中国にあるため大規模な混乱のリスクにさらされている。アップル製品の組み立てを行う台湾の電子機器受託製造大手フォックスコン・テクノロジー<2354.台湾>は、先週にも生産活動を再開する予定だった。しかし、一部の工場は今後も閉鎖されたままになるほか、従業員が10%しかいない工場もあると報じられている。エバーコアISIのアナリスト、アマット・ダーヤナニ氏は、アップルは既に会社予想にこのような悪影響を一部織り込んでいるためリスクが緩和されていると述べている。また、大手コネクタ・メーカーのアンフェノール<APH>（中国が売上高の約30%を占める）、コンピューター機器大手HP<HPQ>（工場労働者の約70%が中国で働いている）、PC大手のデル・テクノロジーズ<DELL>（仕入れ先の半分以上が中国）を注視する価値があると強調している。シティバンク・チャイナのインターネット・アナリスト、アリシア・ヤップ氏は、「忍耐深く投資機会を待ち、バリュエーションと下振れリスクのバランスを評価したいと思う」と締めくくった。

By Reshma Kapadia  
(Source: Dow Jones)

## 6. 巨額資金流入で「双子のバブル」形成中？ - Investors Are Piling Into Stocks and Bonds. Is a 'Twin Bubble' Forming? 新型コロナウイルス感染拡大をよそ目に盛り上がる債券・株式市場

[米国経済]

### ■ わずかなリターンに殺到する投資家資金



Photograph by Migel Medina/AFP via Getty Images

感染拡大が続いている新型コロナウイルスに対し、医療界が治療法や封じ込め策を探る一方、金融市場は大量のイージーマネーというおなじみの緩和剤をまた適用することで、リスクに対応済みと捉えているようだ。

本誌のリサ・ベイルフスが今週の経済記事で指摘しているように、株式と債券は、ウイルス感染者と同様、過少報告が疑われるような形で上昇し続けている。だがマイナス金利の時代、投資家はそうしたことを問題にせず、リターンを生み出せるものを我先に追い掛ける。

特に劇的なのは、それに債券ファンドが含まれることだ。データトラッカーのEPFRによると、ベンチマークの10年物米国債で1.60%未満というわずかな利回りにもかかわらず、過去1週間に記録的な236億ドルもの資金が債券ファンドに流入した。バンク・オブ・アメリカによると、債券ファンドへの現状の資金流入のペースは年間1兆ドルに相当する。そして、投資家はバリュエーションやリスクをさほど考慮せずに資金を注ぎ込んでいるように見える。

彼らは決して株式から逃げているわけではない。EPFRのデータによると、過去1週間で125億ドルが株式ファンドに流入している。バンク・オブ・アメリカは、投資家が投資適格債券とハイテク株式ファンドの「双子のバブル」の形成を後押ししてきたとみている。これは、主要株価指数を高値に押し上げている比較的ハイリスクな大手ハイテク銘柄へのカウンターウエートとして、生活必需品や公益事業などの低ボラティリティ配当株にも投資する、人気の「バーベル戦略」の一環でもある。

### ■ 市場を覆う不合理な楽観主義

グッゲンハイム・パートナーズで最高投資責任者（CIO）を務めるスコット・ミナード氏にとって、このような傾向は、投資家が新型コロナウイルスの影響を否認していることを示している。同氏は、中国の国内総生産（GDP）成長率が、現在の年率6%から第1四半期にマイナス6%まで低下する可能性があるともみている。

これは確かに、中国経済への影響として最も極端な推計値だ。そして、中国から世界各地に向かう製品のサプライチェーンが影響を受けるのは、中国における検疫や操業停止が旧正月の連休（公式には1月30日に終了したが、中国当局により延長された）から2週間以上延長された場合に限られる。とはいえ、「ウイルスがパンデミックにならなかつたとしても、それが世界で起こっていることに影響を与えないと考えるのは不合理だ」とミナード氏は顧客向けのレポートに書いている。

コロナウイルスをめぐる不合理な楽観主義は、投資家の間で認知的不協和を引き起こしている、とミナード氏は続ける。リスク低減は、ポートフォリオマネジャーのキャリアにとって致命的なアンダーパフォームを意味する可能性がある。投資家はリターンを維持するために、債券上場投資信託（ETF）に殺到している。同氏の解説によると、問題はこれらのファンドの構成証券の価格が市場によって設定されるのではなく、しばしば古いデータを使用する価格設定サービスによって設定され

ていることだ。つまり、ファンドの基礎となる債券は売買されていないことすらあり、実際の価格発見につながらない。これとは対照的に、株式ETFでは株式が活発かつ継続的に売買されることによってアービトラージが働き、ETFの価格がポートフォリオの価値に一致するようになっている。

債券市場での無差別な購入は「最終的にはひどい結末を迎えるだろう」とミナード氏は警告する。同氏によると、市場は住宅ローン危機前の2006年や、ハイイールド市場が急落する前の1997年以上の狂騒状態となっている。しかし、それはコロナウイルスや単なるバブル的なバリュエーションのリスクに対する市場の見方とは一致しない。市場は「これもやがて過ぎ去るだろう」を合言葉にしているかのようだ。

もう一つの合言葉が、「相場下落は買い時」だ。金融当局が大規模な流動性を提供し続け、プラスのリターンをもたらす資産の評価が正当化される限り、すべての下落は機会であることを経験が示している。

中国のGDPがこの四半期に後退する見込みだとしても、中国に対する強気派は、市場のバリュエーションの低さを根拠に買い時だと主張する。今後10年間の見通しが明るいのは確かだが、今後数カ月間はそうでないかもしれない。つまり、買いを急ぐ必要はない。

債券ファンドに流入している巨額の資金の一部は、世界的な不確実性が解消され次第、新興国市場など、よりリスクが高く有望な投資先に振り向けるための準備金かもしれない。同時に、本誌のエリック・サビッツが記事で指摘しているように、米国政府のハイテク大手に対する監視強化という別のリスクは、投資家にほぼ無視されている。

ニュースから離れると、最悪のリスクは市場に織り込み済みかもしれないという兆候がある。先週、世界経済の主要指標であるエネルギーと金属の価格が回復した。これは、軟調だった1月の鉱工業生産や小売売上高などの後向き指標とは対照的だ。労働市場は、失業率の歴史的な低さという点で強さを示している一方、求人労働異動調査の数字は悪化している。

さまざまな不確実性が投資家を悩ませる中、株式市場や債券市場では危険が高まっているにもかかわらず、金融緩和によって、市場の中よりも外にいることの方が苦しい状態が作り出されている。

By Randall W. Forsyth  
(Source: Dow Jones)

7.

NYダウ、新型コロナウイルスよそに先週1%上昇 - The Dow Gained 1% This

[米国株式市場]

Week as Stocks Looked Past the Coronavirus

米株は今後も上昇を続けるか

■ 金曜日に大きな賭けはしない

Dow Jones Industrial Average



Source: FactSet

株を売るなら金曜日が望ましいと思われているようだ。

株価は4週連続で堅調に上昇している。S&P500指数は1.5%、ナスダック総合指数は3.7%、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は0.2%、いずれも上昇した。ただしこの間、誰も金曜日には株を買いたがらないという傾向が顕著となった。

例えば、先週の株式市場は極めて好調だったが、またしても金曜日に足踏み状態となった。S&P500指数は先週1.6%上昇し、3380.16となった。ナスダックは2.2%高の9731.18、NYダウは1%上昇して2万9398ドル8セントとなった。ただし、金曜日（14日）にはNYダウは4週連続で下落し、前日比0.1%安で取引を終えた。小型株のラッセル2000指数は1%高の1,687.58で週末を迎えた。

この連続に特段の意味はないかもしれない。そもそも市場は予測できない動きをするものだ。新型コロナウイルスは感染拡大が続き、政治家は引き続き選挙運動を行っている。週末に状況が一変するかもしれないというのに、金曜日に大きな賭けをしようなどと誰が考えるだろうか。ウルフ・リサーチの首席投資ストラテジスト、クリス・セニエック氏は、「これが示唆するのは、投資家は確信が持てないということだ」と説明。その上で、「人々はただ様子見をしている」と述べる。

こうした様子見の姿勢を自己満足だとみる向きもある。市場が的外れな動きをしていると揶揄（やゆ）する声も聞かれるし、ITバブルになぞらえる人もいる。また、本誌はかねて、株式のバリュエーションは現在かつてなく高い水準にあると指摘している。

■ 投資家はリスク管理とポジション調整で対応

S&P 500 Index



Source: FactSet

投資家は、見かけほど無為にこの状況をやり過ごしているわけではない。新型コロナウイルスの発生源に近い新興国市場株式、利回りがたった1.59%の10年物米国債、あるいは現金と比較した上で、米国株を保有し続けるという決断をした。その米国株についても無策ではなく、新型コロナウイルスや減速する経済の影響を最も受けやすい銘柄、つまりエネルギー、クルーズ船運航、航空、鉄鋼などの銘柄を手放したのだ。

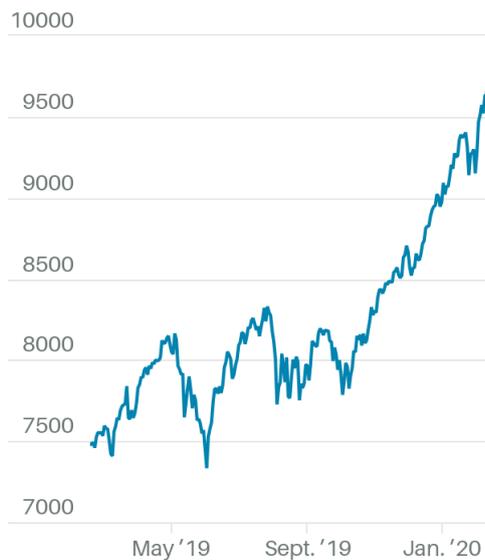
RBCキャピタル・マーケットの米国株式戦略責任者であるロリ・カルバシーナ氏によると、「投資家はリスクと資産配分を通じて対応しており、S&P500指数を押し下げる動きには出ておらず、また情報を分析した上で過剰反応しないよう努めている」という。

だからリスクはないということにはならない。カルバシーナ氏も、今年の市場は荒れ模様になると予想している。新型コロナウイルス問題の広がりや大統領選挙の影響を考慮すれば当然だ。現在、S&P500指数の1株当たり利益（EPS）は約176ドルと予想されているが、新型コロナウイルスによる打撃の可能性を考慮すると強気過ぎるかもしれない。確かに、売りポジションを維持することは長過ぎる買い持ちと同じくらいリスクがある。しかし、株式市場は下落の直後に持ち直すという傾向をこれまで示してきた。何度か起こった大暴落の場合も実際そうだった。

カルバシーナ氏は、「行き場のないときは苦しい。これが底値だと教えてくれる人はいない」と述べる。天井についても同じことが言えるが、心配するのはその時になってからでよいだろう。

## ■ 個別銘柄

### NASDAQ Composite Index



Source: FactSet

アップル<AAPL>は、新型コロナウイルス問題が起こる直前の1月29日の取引時間中に327.85ドルの最高値を付けた。そして現在もほぼこの付近で推移している。ウイルス問題でサプライチェーンが打撃を受けるのではないかの懸念から株価は1月29日以降に低迷したが、驚くべきは、1月末に買いが殺到して以降も下落幅がそれほど大きくないということだ。このまま横ばいが続けば続くほど、今後上昇する可能性は高くなる。

会員制量販店チェーンのコストコ・ホールセール<COST>は、先週の上昇率が1.5%となり、その勢いはとどまるところを知らない。配当を再投資した場合のコストコ株の年間リターンは2009年以降にプラスが続いており、年平均で20%に達している。同社に対する投資判断はしばしば引き下げられるが、その理由は決まってバリュエーションにある。今後1年の予想株価収益率（PER）は36.5倍と、割安とは言えない。だが、同社の業績が予想を下回るのとはよく

あることで、3月5日の決算発表でそれ以上の悪材料が出ない限り、株価が上昇軌道から外れることはないだろう。

## ■ 不動産・公益が好調

### Barron's 400 Index



Source: FactSet

不動産セクターにとって、先週は2015年以来最高の週となった。10年物米国債の利回りが1.6%未満にとどまり、投資家がより国債らしい動きをする株式に殺到する中での事態だ。しかし、エクイニクス<EQIX>などの不動産投資信託（REIT）に群がるのは配当目当ての投資家ばかりではない。インスティネットのフランク・カッペレリ氏によると、不動産銘柄は今や、上場投資信託（ETF）のiシェアーズ・エッジMSCI米国モメンタム・ファクターETF<MTUM>の11.6%を占めている。公益セクターも12%を占め、同ETFの中でテクノロジーセクターに次ぐ2位と3位を占めているという。「金利が低く、米連邦準備制度理事会（FRB）が緩和的な姿勢を続ける中でこうした分野がトップを占めるのは驚くべきことではない」と同氏は述べている。

By Ben Levisohn

(Source: Dow Jones)

## 8. さらに強化される巨大ハイテク企業規制 - Big Tech's Regulatory Problems

[ハイテク]

Go Deeper Than You Think

プライバシー保護がターゲティング広告を直撃、FTCは過去の買収で調査開始

### ■ 自主規制の影響はデータ保護規則やプライバシー法よりも大きい



Photograph by Tom Williams/CQ Roll Call

欧州連合（EU）の一般データ保護規則（GDPR）が2年前に発効してハイテク企業がコンプライアンス対応に追われる中、2020年1月1日にはカリフォルニア消費者プライバシー法（CCPA）が発効した。だが、今後数カ月にわたりハイテク企業の利益に最も打撃を与える可能性があるのは、ハイテク企業が自らに課した規制である。

アルファベット<GOOGL>傘下のグーグルは、Chrome（クローム）ブラウザにおけるクッキー（消費者のオンラインでの行動を追跡する小型プログラム）の働きを制限し始めている。一方、

アップル<AAPL>はiPhone（アイフォーン）にインストールされたアプリがユーザーの所在を追跡していることを警告する機能をiPhoneに組み込んだ。

### ■ フェイスブックのターゲティング広告に影響が出始めている

フェイスブック<FB>の最高財務責任者（CFO）を務めるデービット・ウェナー氏は直近の決算説明会で、制限による影響を広告のターゲティングおよび効果測定の両面で感じ始めていると明かし、「影響の大半は今後現れる」と指摘した。これは投資家が十分に織り込んでいないと思われる懸念材料だ。

ウェナー氏によると、フェイスブックは「関係性のある効果的な広告を当社のユーザーに届ける」ために「第三者のウェブサイトとサービスにおいてユーザー活動が発するシグナル」を利用している。同氏は、こうしたシグナルの使用能力がGDPRとCCPAの両方によって制限され、さらにアップルとグーグルによる最近の変更によって一層制限される可能性があると警告した。総合すると、公的な規制と自主的な規制が「当社のプラットフォーム上でターゲティングを行い、広告効果を測定する能力」を抑制すると同氏は考えている。

### ■ 広告料金下落と広告支出削減につながる可能性も

ピボタル・リサーチのアナリスト、マイケル・レバイン氏は先週、フェイスブックの投資判断をワールドからセルに引き下げ、「クッキー黙示録」が始まると強調した。同氏はフェイスブックのコメントと同様、Chromeブラウザにおけるクッキーの制限とアップルによる透明性向上措置が広告効果を低下させ、ひいては広告料金の下落と広告支出の削減につながるとの見方を示した。

さらに同氏は、フェイスブックが行動ターゲティングの最前線で事業を展開してきたために「勝者の呪い」の問題に直面していると指摘する。「フェイスブックが成功を収めてきた理由のかなりの部分は、複数のサイトにおけるユーザーの行動履歴を利用して購買履歴や購買意図をより正確に把

握する能力を持ち、それにより狙いを定めた広告をユーザーに適宜届けるプロセスを非常に効率化していることにある」からだ。

### ■ FTCが巨大ハイテク企業の買収記録を調査へ

米連邦取引委員会（FTC）は先週、巨大ハイテク企業5社に対し、過去10年間に完了したあらゆる企業買収の詳細を報告するよう命じた。新興企業に関するデータベースを運営するクランチベースによると、該当する案件は5社合わせて495件に上る。FTCは「そうした情報は、FTCが巨大ハイテク企業の買収活動への理解を深め、巨大ハイテク企業が潜在的に反競争的な買収を行っているかどうかを把握するのに役立つだろう」とコメントしている。

これは、「猛獣狩り」に変わる可能性のある調査だ。FTCの委員長を務めるジョセフ・シモンズ氏は、問題のある買収が見つかった場合、「あらゆる選択肢を想定している」と述べ、FTCが「そうした取引に対処するために強制力のある措置を講じる可能性がある」と述べた。そのような措置には、過去の買収の解消が含まれるかもしれない。

FTCの委員を務めるクリスティーン・ウィルソン氏らは、FTCが「ソーシャルメディアプラットフォームなどハイテク企業のプライバシーおよびデータ保護慣行から生じる消費者保護の問題」も精査する意向を示した。これらの委員は、FTCが「データの収益化が、コンテンツキュレーション（第三者のコンテンツを収集してまとめる手法）およびターゲティング広告慣行を支えるアルゴリズムの開発と高度化にどのように影響を与えているのか」を研究すべきだと考えている。

ウェドブッシュ・セキュリティーズのアナリストであるダン・アイブス氏は、FTCの今回の措置によって連邦政府と巨大ハイテク企業との新たな闘いが始まると指摘する。連邦議会が最近開いた公聴会は、巨大ハイテク企業の調査に民主党と共和党の議員が同程度に関心を示していることを示唆している。

アイブス氏は最も厳しい精査を受けるのはフェイスブックとグーグルだと考えている。だが、FTCが広げている網は大きい。同氏は巨大ハイテク企業の解体ではなく罰金を予想しているが、より大きな闘いが始まるという予感を振り払うのは難しい。

By Eric J. Savitz  
(Source: Dow Jones)

## 9. 配当貴族指数から除外後にリターン改善傾向 - When Dividend Aristocrats

[投資手法]

Lose Their Status, Their Returns Often Improve

減配は必ずしも悪材料ではなく、むしろパフォーマンス改善の兆候となり得る

## ■ 配当貴族指数



先月、特殊化学品製造のアルベマール<ALB>がS&P500配当貴族指数に採用され、同社はプレスリリースを発表した。この指数は、25年以上連続で増配している企業を組み入れ対象としている。米国経済が11年ほど拡大を続けていることから多数の銘柄が構成銘柄に含まれるが、以前に比べると数は減っている。S&Pダウ・ジョーンズ・インディセーズによると、2008年後半以降、33銘柄が外された。しかし、同指数からの除外は死刑宣告とイコールではない。一部の銘柄は除外後に堅

Photograph by Frederick Florin/AFP via Getty Images 調なパフォーマンスを見せており、増配を再開した銘柄もある。

## ■ 指数から外れる理由はさまざま

買収されたことで指数から除外された銘柄もある。例えば、2017年末に医療機器大手ベクトン・ディッキンソン<BDX>に買収されたC.R.バードは、それまで約50年にわたって同指数の構成銘柄だった。他にも、2008年に買収されたウィリアム・リグレー・ジュニアや2015年に買収されたファミリー・ダラー・ストアーズも同様だ。

まれなケースだが、製薬大手イーライリリー<LLY>は2009年に増配を停止し、同指数から外された。同社の決定の背景には、主力のがん治療薬「ジェムザール」の特許切れに直面し、資本を確保するため増配を避けたことがある。2008年末に49セントの四半期配当を発表し、2014年末に1セント増配するまで同額の配当を維持した。それ以降は増配を続け、現在の配当金は74セント、配当利回りは2%となっている。ファイザー<PFE>もまた、配当貴族指数から除外された経験のある大手製薬会社だ。製薬会社のワイスを680億ドルで買収する計画を発表した2009年に、ファイザーは1ドル28セントから半分の64セントに減配した。その後2009年末に四半期配当を2セント（12.5%）増の18セントにして以降、コンスタントに増配を続け、直近の配当金は38セント、配当利回りは4%を記録した。

## ■ 減配後のパフォーマンスが良好な銀行株

これら2銘柄以外にも、10数年前の金融危機で配当貴族指数から除外された銘柄は多数存在する。銀行持ち株会社のキーコープ<KEY>、地方銀行大手のリージョンズ・ファイナンシャル<RF>、地方銀行大手のU.S.バンコープ<USB>、金融大手のバンク・オブ・アメリカ<BAC>、総合電機メーカーのゼネラル・エレクトリック<GE>などがそうだ。

GEには当時、GEキャピタルという大型の金融部門があったが、金融危機によって大きな打撃を受けた。同社は景気が悪化する中で資本を確保しようと、2009年に四半期配当を31セントから10セントに大幅減配した。その後、配当は引き上げられたが、直近では2018年末に12セントから1セントへ減配するなど、これまでに2度減配している。

しかし、指数から除外されたという悪評がついて回るにもかかわらず、これら銀行株の大半が配当貴族指数から外された後のリターンを見ると、減配を株式パフォーマンス向上の前兆と捉えることができるかもしれない。キーコープが2008年12月22日に配当貴族指数から外された後の年率リターンは11.1%、バンク・オブ・アメリカは10.1%、リージョンズ・ファイナンシャルは8.5%、2009年に同指数から除外されたU.S.バンコプのそれ以降の年率リターンは11.7%となっている。一方で、S&P500指数の年率リターンは平均14%だ。

ウルフ・リサーチのクリス・セニャック氏が昨秋発行したレポートによると、「減配する企業の傾向として、減配発表の前年のパフォーマンスが市場全体を著しくアンダーパフォームすることが挙げられる。これは、ファンダメンタルズとキャッシュフローの悪化を受けて、投資家の減配予想が広がり株価に織り込まれるからだ。しかし、（配当停止ではなく）減配した企業は翌2年間平均して大幅にアウトパフォームする」という。ゼネラル・エレクトリックに関してはその通りだが、U.S.バンコプ、キーコープ、リージョンズ・ファイナンシャル、バンク・オブ・アメリカはこれに当てはまらない。ただし、過去10年間のリターンを見るとGE以外の全銘柄がアウトパフォームしている。

### ■ 除外後に不調な銘柄がある一方で、健闘している銘柄も

メディア大手のガネット<GCI>は広告収入の減少を受け、配当を40セントから4セントに減配し、2009年に配当貴族指数から外れることになった。2015年に放送およびデジタル事業を分社化した同社は、昨年末にニュー・メディア・インベストメント・グループによって買収された。郵便発送用機器のピツニーボウズ<PBI>もまた、2013年に同指数から除外されて以来、年率リターンがマイナス約13%と振るわない。その一方で、健闘している銘柄もある。例えば粘着剤メーカーであるエイブリィ・デニソン<AVY>の2009年後半以降の年率リターンは16.7%である。

配当貴族銘柄から外されたからといって、はやし立てるほどのことはない。しかし、長期的な株式リターンが改善し始めるという兆候にはなるかもしれない。

By Lawrence C. Strauss  
(Source: Dow Jones)

# 10. 今週の予定 - Preview

供給不足と価格高騰で2020年の住宅市場は冷え込む公算大

[経済関連スケジュール]

## ■ 今週発表の中古住宅供給データに注目

### Advantage Seller

Deck here Housing prices have been rising as demand outstrips supply.

### U.S. Existing Home Sales Median Price



住宅市場は活況のうちに2019年を終え、住宅建設業者のセンチメントはこの20年で最も高い水準にある。中古住宅販売件数は2年来の高水準にあり、パルトグループ<PHM>、レナー<LEN>、DRホートン<DHI>などの住宅建設銘柄も上場来最高値の近辺で推移している。

金利と失業率の低い現在の状況を考えれば当然ともいえる。しかし、住宅セクターにも供給縮小と価格上昇の波が押し寄せようとしている。一部の消費者、特に初めて住宅を購入する層での購入見込みでは既に減速が見受けられる。

投資家は、全米不動産協会（NAR）が今週発表する1月の実績から、住宅市場の今後の動向について何らかのヒントを得られるだろう。12月の住宅着工件数の強い数字について、パンテオン・マクロエコノミクスのエコノミスト、イアン・シェファードソン氏は「素晴らしいが明らかに持続的ではない」と説明する。

ブルームバーグが取りまとめたエコノミストの予想によると、着工関連の数字は12月の増加から一部減少に転じ、中古販売件数も同様に減少する見込み。

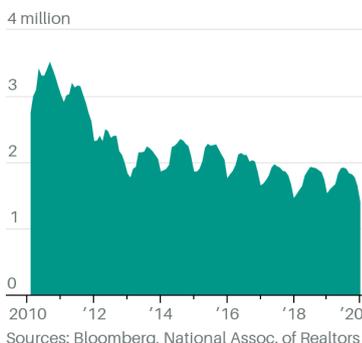
中古住宅関連の発表でカギとなるのは供給量だ。12月末の在庫数は11月末から15%減少し、前年同月との比較でも8.5%低い水準だった。売れ残り在庫数は7カ月連続で低下し、記録的な低水準にある。供給不足が住宅価格の中央値を前年同月比で7.8%押し上げており、米国アフォーダビリティ（住宅取得能力）指数ではあらゆる地域で住宅価格は上昇の傾向にある。住宅建設企業の決算報告においても、需要に与える影響が話題にされている。

## ■ 今週の予定

### House Poor

The number of homes up for sale has fallen since post-financial crisis highs.

### U.S. Existing Home Sales Inventory



2月17日（月）

- ・ 米株式および債券市場はワシントン誕生日（大統領記念日）の祝日で休場。

- ・ 産業用流体制御装置メーカーのフローサーブ<FLS>が四半期決算発表。

2月18日（火）

- ・ 自動車部品小売り大手アドバンス・オート・パーツ<AAP>、化学分析機器メーカーのアジレント・テクノロジーズ<A>、石油・天然ガス会社コンチョ・リソースズ<CXO>、衛生技術を提供するエコーラボ<ECL>、金融大手HSBCホールディングス<HSBC>、医療機器大手メドトロニック<MDT>、不動産投資信託（REIT）のボルネード・リアルティ・トラスト<VNO>、小売り大手ウォルマート<WMT>、鉄道関連機器メーカーのウェスティングハウス・エア・ブレーキ・テクノ

ロジーズ<WAB>が決算発表。

- ・ 全米住宅建設業協会 (NAHB) が2月の住宅市場指数を発表。コンセンサス予想は1月から変わらずの75で、住宅建設業者が当面の市場環境に対し強気であることを示唆。

- ・ ニューヨーク連銀が2月の製造業景気指数を発表。過去7カ月間の水準を維持し、コンセンサスは6を予想。同地域での製造業セクターは引き続き成長鈍化の傾向。

2月19日 (水)

- ・ 1月の卸売物価指数 (PPI) 発表。エコノミストは前年同月比0.2%上昇 (12月は同0.1%上昇)、食品とエネルギーを除くコア指数は前年同月比0.2%上昇を予想。

- ・ 半導体メーカーのアナログ・デバイス<ADI>、衛星放送大手ディッシュ・ネットワーク<DISH>、全地球測位システム (GPS) 関連機器メーカーのガーミン<GRMN>、農業用肥料・飼料メーカーのモザイク<MOS>、石油・ガス開発企業のパイオニア・ナチュラル・リソース<PXD>、電子設計自動化ソリューション提供会社シノプシス<SNPS>が四半期決算発表。

- ・ 米連邦公開市場委員会 (FOMC) が1月金融政策会合の議事要旨を公表。

- ・ 1月の住宅建設関連指標発表。住宅着工許可件数は季節調整済み年率換算で12月と変わらずの142万件、住宅着工件数は13%減の同140万件と予想。

2月20日 (木)

- ・ 公益事業持ち株会社のアメリカン・エレクトリック・パワー<AEP>、石油およびガスの開発・探査を行うキャボット・オイル・アンド・ガス<COG>、エネルギー事業持ち株会社のコンソリデテッド・エジソン<ED>、医療用品販売のヘンリー・シャイン<HSIC>、鉱山会社のニューモント<NEM>、クルーズ船運航持ち株会社ノルウェー・クルーズライン・ホールディングス<NCLH>、公益事業持株会社のサザン<SO>、メディア大手バイアコムCBS<VIAC>が決算発表。

- ・ コンファレンス・ボードが1月の景気先行指数を発表。コンセンサス予想は前月比0.2%の上昇 (12月は同0.3%の低下)。

2月21日 (金)

- ・ 農機メーカー大手のディア<DE>、カナダの金融サービス大手ロイヤル・バンク・オブ・カナダ<RY>が四半期決算発表。

- ・ ニューヨークで今月開催の国際トイフェアに先立ち、玩具メーカーのハズブロ<HAS>とマテル<MAT>がそれぞれ投資家説明会を開催。

- ・ 調査会社IHSマークイットが2月の米購買担当者景気指数 (PMI) を発表。エコノミストの予想は1月と同水準の52。

- ・ NARが1月の中古住宅販売戸数を発表。エコノミストは、季節調整済み年率換算で先月から2%

減の543万戸を予想。12月の住宅価格の中央値は、27万4500ドル（前年同月比で7.8%上昇）。

By Lisa Beilfuss  
(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』 2020/02/16

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 © 2020 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます