



THIS WEEK'S MAGAZINE Week of October 1

1. **What a Pivotal Midterm Election Could Mean for Investors** 市場への影響→ P.2 【中間選挙】
投資家にとっての中間選挙の意味
2. **The Stock Market Follows a Pattern in Election Years** 中間選挙後の株価→ P.6 【選挙と株価】
過去のパターンから逸脱
3. **Shares of Pet Insurer Trupanion Are Overvalued** ペット保険会社→ P.8 【トルパニオン】
ペットの医療保険会社のバリュエーションは割高
4. **Real Estate Stocks to Ride a Retail Comeback** 小売 REIT→ P.10 【ミューチュアルファンド】
不動産ファンドの運用マネジャー、リック・ゲブル氏が今、小売 REIT を保有する理由
5. **The New Way to Bet Against the Market** 強気相場の終わり→ P.12 【インバース型 ETF】
市場の下落に備えたインバース型 ETF を紹介
6. **How Nuns Won Duels With the Gun Makers** 修道女と銃器メーカー→ P.15 【株式市場展望】
修道女がアクティビスト活動を通じて、より安全な銃に向けた変革を促す
7. **Salesforce's Co-CEO** 2 人の共同 CEO→ P.16 【セールスフォース】
役割分担による補完関係を構築、将来の経営トップ禅譲も視野
8. **6 Overseas Stocks With Tempting Yields** 配当利回りが魅力の銘柄→ P.18 【インカム投資】
高配当利回りを求める投資家は米国外に注目
9. **The Trader** 貿易問題と FRB の利上げで調整→ P.20 【米国株式市場】
サプライズはなかったものの、月末や雇用統計を控えて様子見気分が強い
10. **Preview** 今週の予定→ P.23 【経済関連スケジュール】
シリウスがパンドラを欲しが理由

※ 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。

Copyright © 2018 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. What a Pivotal Midterm Election Could Mean for Investors 市場への影響 【中間選挙】 投資家にとっての中間選挙の意味

■ 本誌初の政策ラウンドテーブルを開催

11 月 6 日の中間選挙は、市場や投資家にとってどのような意味を持つだろうか。中国との関税競争、連邦政府の増大する財政赤字、強気相場の成熟などを踏まえると、今回の選挙シーズンによる影響は特に大きい。

本誌はワシントンとウォール街の関係に詳しい 4 人の専門家を招き、政策をテーマとしたラウンドテーブルを初めて開催した。参加者は、ピムコの公共政策責任者であるリビー・キャントリル氏、ストラテガス・リサーチ・パートナーズの政策リサーチ責任者であるダン・クリフトン氏、ゴールドマン・サックスのアドバイザリーディレクターであるアビー・ジョゼフ・コーエン氏、アク



The Barron's policy roundtable, from left: Ben Phillips, Libby Cantrill, Dan Clifton, and Abby Joseph Cohen.

ティブ型上場投資信託（ETF）のイベントシェアーズ米国ポリシー・アルファ（PLCY）を運用するイベントシェアーズのベン・フィリップス最高投資責任者（CIO）である。

大方の予測と同様に、本誌ラウンドテーブルのメンバーも、下院では民主党が過半数の議席を獲得し、上院では共和党が支配を維持すると予想している。しかし、「ねじれ議会」は必ずしも停滞を意味しない。特にインフラやヘルスケアの分野で、中間選挙が投資増加や株価上昇につながる可能性がある。

■ 下院は民主党の過半数獲得、上院は共和党支配の維持

本誌：中間選挙がワシントンに与える影響は大きいだろうか、それとも小さいだろうか。あるいは全く影響がないだろうか？

クリフトン氏：ベッティング（賭け）市場は、民主党が下院で勝利する確率を 70%、共和党が上院の支配を維持する確率を 73%とみている。今年の選挙で上院民主党が守るべき議席数は 26 議席で、過半数を得るには 2 議席を追加で獲得すればよい。しかし、地域別の情勢を勘案すると厳しい状況だ。上院民主党が再選を目指す議席のうち 10 議席は、2016 年の大統領選でトランプ大統領が勝利した州の議席である。当社は、共和党が上院の支配を維持する確率が 55~60%に低下すると予想しているものの、依然として「ねじれ議会」が生じる公算が最も大きい。次に可能性が高いのは、上下院ともに民主党が過半数の議席を獲得するシナリオだ。3 番目は共和党が上下院の支配を維持するシナリオだが、これはかなり困難だろう。

キャントリル氏：当社も民主党が下院を支配すると予想しているが、問題は勝利の規模だ。これにより、民主党のナンシー・ペロシ議員が下院議長に再び就任するか否かが決まり、大統領の弾劾に関する見通しに影響を与える可能性がある。民主党が両院を支配した場合、市場にとっては不意打ちになるとみられる。このシナリオでは、インフラ法案が推進される公算は大きくなるが、市場は大統領に対する弾劾と有罪判決の可能性が高まったと受け止めるだろう。

コーエン氏：民主党議員は、外国の選挙介入、大統領に対する報酬、一部の閣僚の不適切行為などについて徹底的な調査が行われないことに不満を募らせている。民主党が下院を支配した場合、召喚状を発行する権限を得るため、上記の問題に対する調査が強化されると予想している。

■ 減税の影響はプラスかマイナスか

クリフトン氏：投資家の観点から懸念されるのは、今年施行された減税の行方だ。民主党が下院の過半数を握れば、債務上限の引き上げと引き換えに法人減税の一部を撤廃するよう求める圧力が高まるだろう。仮に

法人税率が21%から25%に引き上げられたとしよう。企業やアナリストは利益予想の下方修正を始める。交渉の過程ではインフラ投資も議論されるだろうが、増税は即座に行われるのに対して、インフラ投資は増加するまで時間がかかる。民主党が勝利した場合、当社はインフラ関連銘柄を大きく買い入れるだろう。1946年以降、S&P500 指数が中間選挙から 12 カ月間で下落したことはない。歴史的に見て、中間選挙はマクロ経済全体ではなく個別セクターに関するイベントである。

フィリップス氏：上下院の両方で民主党が過半数の議席を獲得した場合、市場にとっては最悪のシナリオである可能性が高い。過去 2 年の強気相場をけん引してきたのは、税制改革、規制緩和、防衛支出の増加だ。民主党が両院を支配すると、投資家は市場を動かしてきたさらなる規制緩和や大統領令が打ち出される可能性に疑問を持つだろう。

コーエン氏：長期的にみると違う結論に行き着く。現在の財政政策は、中長期的な経済成長にとって好ましくない。構造的な財政赤字が増大し、将来の成長という点では政府投資にはメリットがない。

減税の短期的な影響は明らかだ。S&P500 指数構成企業のうち、実効税率が特に高い企業の株価は今年 16% 上昇した。一方、実効税率が特に低く、従って恩恵が小さい企業の株価は 5% しか上昇していない。財政赤字が拡大したとあって、増加した予算は何に使われているだろうか。議会では、インフラプログラムに関する具体的な提案や有意義な議論は行われていない。企業のフリーキャッシュフローの増加分は、ほとんどが設備投資ではなく自社株買いに利用されている。

財政赤字の増大は、金利にどのような影響を与えるだろうか。既に大規模な財政赤字を抱えた状態で、どうすれば景気後退に対処できるのか。米国は再び金融政策に大きく依存し、米連邦準備制度理事会（FRB）に圧力がかかるかもしれない。財政赤字の増加をめぐる長期見通しは暗い。

クリフトン氏：市場は減税を好感している。減税前の経済成長率は年 2% だったが、現在の実質 GDP（国内総生産）成長率はおそらく平均 3.0~3.5% だ。インフラ法案の通過後 6 カ月間は、大規模な設備投資は行われないだろう。しかし、設備投資や生産性が回復する早期段階を迎えるとみている。また、財政政策は金融政策の正常化に役立つ。

■ 共和党が上下院を支配した場合のシナリオ

Q：中間選挙に話を戻そう。ねじれ議会では通常、立法機能が停滞する。このような想定は、民主党が下院で勝利した場合においても合理的だろうか？

コーエン氏：その通りだ。共和党の上院支配と大統領が存在する以上、民主党が政策を変更する力には限界がある。さらに言えば、過去 2 年間に生じた変化の多くは大統領権限の行使によるものだ。通常、貿易政策

Midterms Math

Democrats need to win a net two seats in this year's midterm elections to gain control of the Senate, and a net 23 seats to gain control of the House.

Senate

Republicans	51
Democrats	49*
Total Seats	100
Democrats up for re-election	26 Seats
Republicans up for re-election	9 Seats

House of Representatives

Republican	236
Democratic	193
Vacant	6**
Total	435

*Includes two independents who caucus with Democrats **Includes two seats won by Democrats, four won by Republicans

Sources: Senate.gov; House.gov

は議会の担当分野だが、大部分が大統領権限によって定められた。消費者保護や環境をめぐる規制についても同じことが言える。上下院の片方で多数党が変わっても、こうした政策に大きな影響はないだろう。

Q： 共和党が上下院の支配を維持した場合、政策にはどのような影響があるだろうか？

クリフトン氏： 共和党が医療保険制度改革法（オバマケア）の廃止に失敗して以来、ヘルスケアは投資家の議論から抜け落ちている。共和党が上下両院を支配した場合、共和党はオバマケア改正にリコンシリエーション（過半数の議席で議決を可能にする手続き）を利用することができる。2017 年のオバマケア縮小をめぐる投票では、故ジョン・マケイン上院議員が投じた 1 票の差で負けた。共和党は「税制改革 2.0」の前にヘルスケアに取り組む可能性がある。なぜなら、来年の確定申告シーズンには予算が大幅に改善するとみられるためだ。

コーエン氏： それはあくまで短期間の一時的な改善にすぎない。今後の財政赤字は GDP 比 5%以上になると予想されている。

クリフトン氏： 中間選挙の後に株価が上昇するのは、大統領が自分の再選に注力し始め、経済成長政策に対して大幅に積極的になるためだ。2010 年の中間選挙以降、オバマ前大統領はブッシュ減税を延長するだけでなく、給与税の減税などを行った。このことが 2012 年の再選に貢献した。

■ 債券市場や金利の反応

Q： 債券市場は、中間選挙やその結果として生じる政策にどう反応するだろうか？

キャントリル氏： 貿易政策などのさまざまな理由から、少なくとも短期的には、名目金利はレンジ圏で推移する公算が大きい。長期的には、コーエン氏が主張した通り、次の景気後退における財政政策の余地が小さくなるかもしれない。このことは、次の景気後退が深刻化および長期化する可能性を示唆する。その結果、金利は頭打ちになるだろう。

フィリップス氏： 民主党が多数の議席を獲得した場合、金利低下の可能性を意味するため、公益、生活必需品、不動産などの金利に敏感なセクターは比較的好調なパフォーマンスを上げる可能性がある。市場の見方は、共和党が勝てば景気は良くなり、金利も上昇するというものかもしれない。

コーエン氏： 当社の債券チームは、高度先進国の 10 年物国債の価格が高過ぎる、すなわち利回りが低過ぎるとみている。低成長や金融システムの不均衡に直面している国々では、経済刺激が必要とされている。グローバル経済の環境によって、利回りが低く抑えられている。現在のところ、海外投資家は米ドル建て証券の保有に満足している。米国の国債市場の約 37%、社債市場の 29%を米国人以外が占めている。

しかし、もし状況が変わって、米国債に対する世界的な需要が減少したらどうだろうか。そのような事態がすぐに起こるとは予想していないし、10 年物国債利回りが 3.5%を大幅に上回る公算は小さい。しかし、財政赤字が拡大しているため、こうした事態について議論するのは重要なことだ。米財務省の借り入れポートフォリオは満期がかなり短い。高金利での借り換えが始まれば、利息負担が予算見通しに悪影響を与える可能性がある。



"The long-term implications of rising deficits are daunting." —Abby Joseph Cohen, Goldman Sachs



"If Republicans keep control of Congress, Trump will be emboldened on the trade front." —Dan Clifton, Strategas

■ 中間選挙と貿易リスクの関係

Q：民主党が上下院の両方または一方を支配した場合、米国以外の市場はどう反応するだろうか？

クリフトン氏：海外市場の反応は、その市場の貿易に関する見方に関係している。中国はトランプ大統領が中間選挙で弱体化すると考えているため、大統領との本格的な議論を選挙後まで先送りするだろう。一方、市場は貿易摩擦の解決を織り込み始めている。ドル高がピークに達した 8 月半ば以降、小型株は下落している。新興国市場は貿易協定によって上昇するだろう。私は新興国株式と S&P 小型株 600 指数を比較するようにしている。両者の関係から、貿易環境の改善や悪化が分かる。共和党が議会の支配を維持すれば、トランプ大統領は貿易の面で大胆になるだろう。貿易について言えば、この中間選挙が重要だ。

キャントリル氏：私は中間選挙と貿易リスクが分離されていると考える。まず、人々が思う以上に、トランプ大統領の貿易についての主張は本気だ。トランプ氏の主張は 1980 年代までさかのぼり、中国の世界貿易機関（WTO）加盟にも反対していた。大統領はこの問題について一貫しており、ホワイトハウスのスタッフも大統領の見方を支持している。

最も重要なのは、コーエン氏が指摘した通り、大統領が貿易に関して大きな権限を持っていることだ。また、貿易では強硬姿勢を取る方が選挙で支持を得やすい。一部の民主党員は、貿易に関して大統領に賛同している。中国との貿易摩擦は、改善する前に悪化するだろう。米国は中国に対する輸入関税の第 2 弾を最終決定したばかりで、第 3 弾も実施される可能性がある。

■ 選好銘柄や投資機会

Q：市場に対する見方のまとめと、選好する投資機会をお聞きしたい。

クリフトン氏：当社の株式に対する見方は、米国の経済成長に対する見方ほど強気ではない。それでも、株式にはまだ少し上値余地があり、S&P500 指数は 3000~3050 になるとみている。最高の投資機会は、どのような政治シナリオでも好調な企業にある。当社はハンティントン・インガルス・インダストリーズ（HII）やフリアーシステムズ（FLIR）のような小型防衛銘柄や、ライフサイエンス機器メーカーを選好している。

キャントリル氏：当社は債券運用会社だ。当社ではデュレーションをニュートラルおよびアンダーウエートとしている。クレジットは楽観的な見通しを織り込んでいるため、アンダーウエートとする。新興国債券には機動的に投資しており、住宅ローン債券を選好する。

フィリップス氏：中間選挙の見通しは、トラック輸送銘柄や物流銘柄には関係しない。規制と労働市場の逼迫により、サプライチェーンには余裕がない。当社は、グローバルなサプライチェーンに影響を受けにくいトラック輸送会社のダースキー（DSKE）を組み入れている。同社は時価総額が約 5 億 5000 万ドルで、同業他社を買収している。同業他社の EV/EBITDA 倍率（企業価値と利払い・税引き・償却前利益の比率）が 10~12 倍であるのに対し、同社は約 7 倍である。当社は、ダースキーのバリュエーション上昇によって格差が縮小すると予想している。株価は今後 12 カ月で 2 倍になる可能性がある。

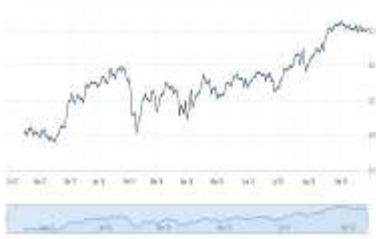
コーエン氏：株価に最大の影響を与えるのは、企業利益やキャッシュフローの伸びだ。企業業績や金利など



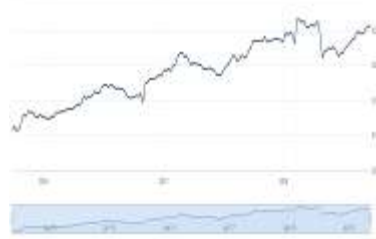
に基づく、現在の S&P500 指数は適正価値を付けている。従って、期待外れとなった場合のクッションはほとんどない。2018 年初め、当社は年末時点の S&P500 指数の適正価値を 2850 と予想した。現在のファンダメンタルズによって裏付けられる水準は 2850～2900 である。2019 年予想は 2900～3000 だ。

米国は今年、他の株式市場やクレジット市場をアウトパフォームしている。ドルも好調だ。今年の S&P500 指数はドルベースで 10%上昇しているが、新興国市場は 10～20%、あるいはそれ以上に下落している。貿易政策や、中国の成長減速をめぐる懸念により、特にアジアから多額の資金が流出した。こうした懸念が後退すれば、新興国市場にとって好ましいリバランスが起きるかもしれない。

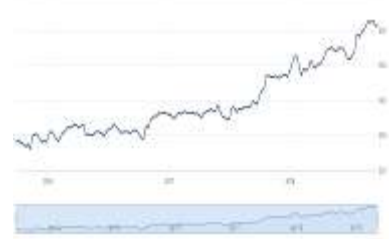
EventShares US Policy Alpha ETF (PLCY)



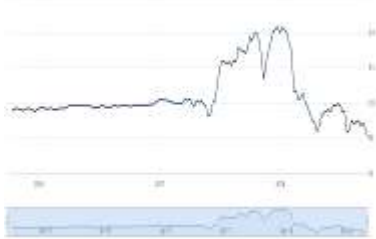
Huntington Ingalls Industries Inc. (HII)



Flir Systems Inc. (FLIR)



Daseke Inc. (DSKE)



チャートは 3 年 (PLCY は 1 年)

By LAUREN R. RUBLIN
(Source: Dow Jones)

2. The Stock Market Follows a Pattern in Election Years 中間選挙後の株価 【選挙と株価】過去のパターンから逸脱

■ 株価上昇、選挙の年にそぐわず

市場は御し難いものだが、そこには暗黙の法則があり、それに従って動く傾向がある。例えば、S&P500 指数は連邦選挙がある年には上昇率が低く、選挙がない年に大きく上昇するというパターンがある。ただ今年は、このパターンは当てはまらない。その結果、11 月の中間選挙後に通常期待されるような相場の上昇は、それほど期待できないかもしれない。



データを挙げてみよう。連邦選挙がない年の株式市場は、平均で 2 桁の上昇率を過去に示していたが、選挙があった年の結果はそれを大きく下回った。特に中間選挙の年には著しく弱い結果となっており、1942 年以来、S&P500 指数は同選挙が実施された年には平均で 6% しか上昇しなかった。これは同指数の平均の年間上昇率である 9.1% を 2% ポイント以上下回る。また中間選挙の年の相場上昇は通常、最後の 3 カ月に集中していた。

それでは 2018 年はどうだろう。S&P500 指数は、2 月と 3 月に調整局面があったが、27 日までに既に年初来で 9% 上昇しており、通常の選挙の年とはかけ離れた結果となっている。振り返ってみると、これまでの

中間選挙の年に比べて市場が力強いのは、驚くべきことではない。新大統領は往々にして、最初の任期を華々しい政策でスタートしようとするため、刺激策は初年度に実施されることが多い。2 年目になると、議会の構成がどう変わるかという問題に焦点が移る。

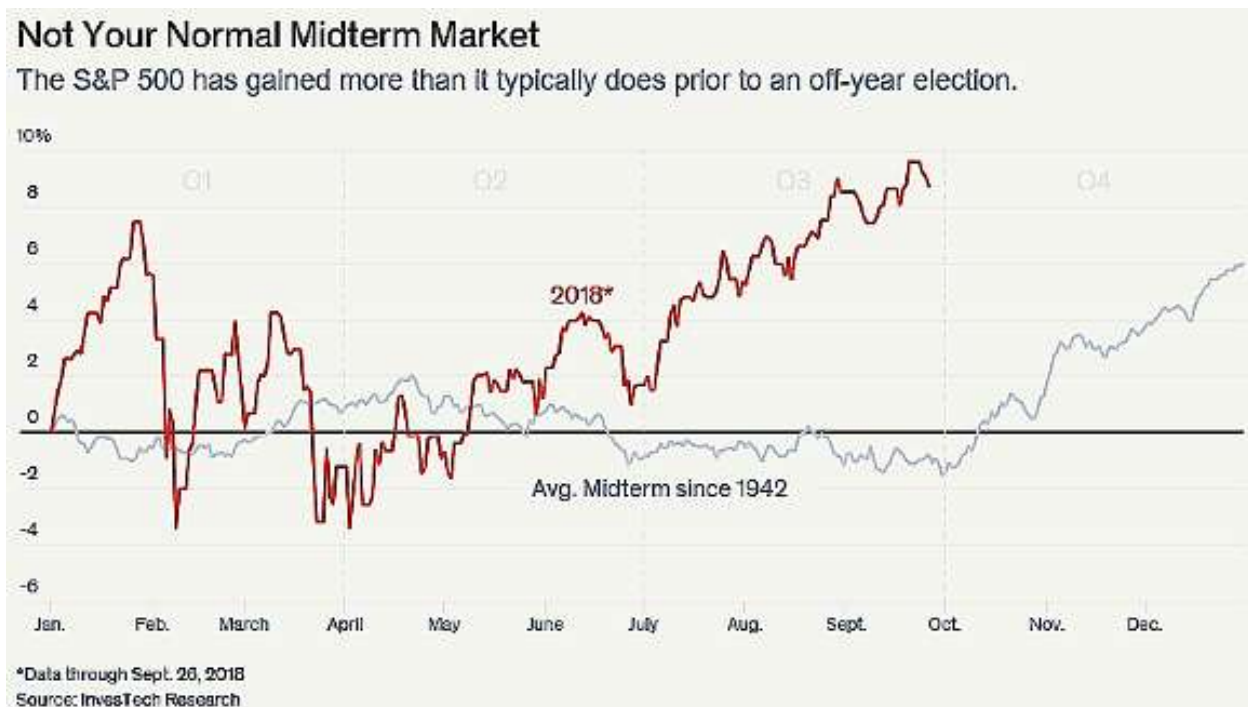
今回は、後者については当てはまるが、刺激策であるトランプ大統領の大規模法人減税が効果を発揮したのは 2 年目になってからだった。このため、企業の増益が中間選挙への懸念を凌駕（りょうが）してしまった。インベステック・リサーチのジェームズ・スタック社長は「不確実性が高いと、市場は横ばいとなるか、下落することが多いが、今回の相場は極めて底堅く、力強い」と指摘する。

■ 選挙結果次第で波乱も

最近の相場の底堅さも、少なくとも現在までは通例に反している。ネッド・デービス・リサーチのデータによると、これまで中間選挙の年の後半に S&P500 指数はピークから底値まで平均で 11.9% 下落した。2018 年後半に入ってから、同指数の最大下落率はわずか 1.5% と過去最低となっており、これまでで最も小さな下落率だった 3.6% の半分以下である。同社の主任米国ストラテジスト、エド・クリソルド氏は、今年前半の調整に言及しつつ、こう述べる。「弱含み局面の一部が 1 月と 2 月に前倒しされたかのようだ。だからと言って、危険が去ったわけではない」。

S&P500 指数はこれまで、連邦選挙の実施後 12 カ月間で平均 9% 上昇してきたが、通常であれば好ましいはずの選挙後の期間が、今回は波乱含みとなる可能性もある。このことは、民主党が下院で多数派となり、共和党が上院で過半数を維持するという、現在最も可能性が高いとみられる予想が実現した場合、特に当てはまる。インベステック・リサーチのデータによると、1928 年以来、S&P500 指数は、上下両院で多数党が異なる、いわゆる「ねじれ議会」となった選挙以後、12 カ月間で平均 0.2% の下落となった。これに対し、議会の第一党と大統領の所属政党が一致しない状態の場合、同指数は 11.9% 上昇し、大統領の所属政党と議会第一党が一致した場合は 9.8% 上昇した。

政治的停滞が好ましからざる結果につながる場合もあるのだ。



By BEN LEVINSOHN
(Source: Dow Jones)

3. Shares of Pet Insurer Trupanion Are Overvalued ペット保険会社 【トルパニオン】 ペットの医療保険会社のバリュエーションは割高

■ 割高株

ペットの医療保険会社であるトルパニオン（TRUP）の株価を見ると、市場は同社をむしろハイテク企業とみなしているようにみえる。実際、2014 年の新規株式公開（IPO）以降の増収率は年率 28% と高い。さらに、北米のペットの保険加入率がわずか 1% であるという強気派の主張が正しければ、ペット医療保険には多大な成長余地がある。実際、トルパニオンの保険対象となっているペット数は、2013 年の 18 万 2000 匹から最近では 47 万 2000 匹へ増加している。



■ 強気の原因を良くみれば

しかし、強気派のシナリオにも亀裂が見られる。増収率は、2017 年第 3 四半期の 30.5% から今年第 2 四半期には 25.9% へ減速している。さらに同社は、今年第 3 四半期には 23% に減速し、2018 年通期では 24% になると見込んでいる（2017 年は 29%）。

ペット医療保険の普及率にも異論がある。投資調査会社の PAA リサーチを経営するブラッドリー・サファロウ氏は、ペットの飼い主の収入が無視されていると指摘する。トルパニオンの保険料は年間約 600 ドルから 1500 ドルだ。同氏によると、ペットの 85% を占める犬の場合は年収 8 万 5000 ドル超の飼い主が現実的な顧客ターゲットであり、これに基づいて試算すると犬の飼い主の加入率は既に約 6% となる。まだ十分低い水準だが、他の先進国では保険加入率は 1 桁で頭打ちになっているため、北米の有効市場は犬の飼い主の 20% になると語る。

トルパニオンが各州の規制当局に申請した 2 桁台の保険料率値上げも、増収率減速の懸念要因となっている。例えばニューヨーク州では、同社の子会社で実際に保険を販売するアメリカン・ペット・インシュランス（以下 APIC）が 2017 年に 33% の保険料率値上げを申請したのに対して、金融サービス局は 13.4% を提案した。

APIC は最近、ニューヨーク州で 10 月 1 日からの基礎保険料率の 16% 値上げを申請した。ニューヨーク州の保険料率は 2012 年以来で 150% 超値上げされている。サファロウ氏によると、フロリダ州やカリフォルニア州でも 2 桁台の値上げが行われているが、「競争を考えると、これは持続不可能だ」と同氏は語る。

Key Data

Trupanion/TRUP

Recent Price	\$35.73
Market Value (bil)	\$1.2
2017 Rev (mil)	\$243
2017 EPS	-\$0.05
2019 P/E	325*
Price/Book	10x

*Estimated

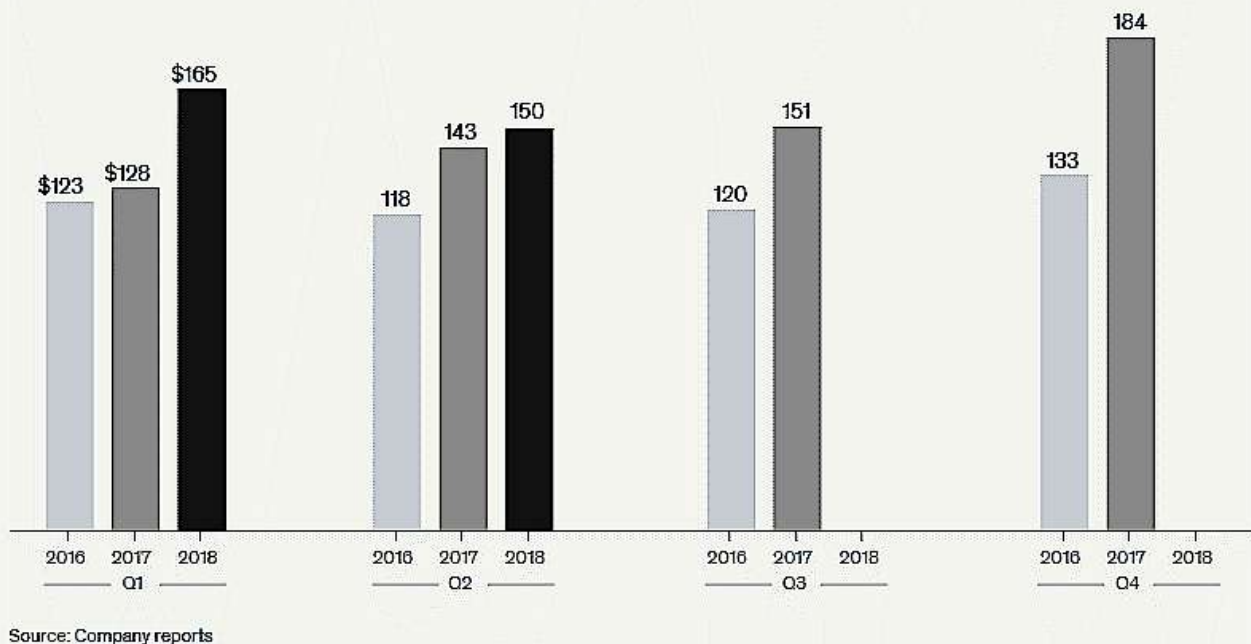
Source: Bloomberg

保険料率の値上げ申請は、保険料収入が支払い保険金に追いついていないこと、トルパニオンの予想よりも保険リスクが大きいこと、過去の保険契約の収益性が比較的低いことを示唆する。APIC の損害率（収入保険料に対する支払い保険金の割合）は、2014 年の 68.9% から今年第 1 四半期の 75.6% に悪化を続けている。

同社が提供する、保険金請求システムであるトルパニオン・エクスプレスによって、契約者も獣医も請求が容易になるが、損失も増えることになる。同社の今年上半期の粗利益率は 17.6% で、昨年 の 18.5% から低下している。契約獲得費用も毎四半期増加しており、昨年は 24% 増となった。事業費の増加率は毎年変動するが、2013 年以降の平均は 21% となっている。今年上半期の事業費も 17% 増加しており、同社がスケールメリットを享受できている証拠はほとんどない。

Increasing Pet Acquisition Costs

The Trupanion Express system is supposed to lead to economies of scale, but lately that's not evident. Average pet acquisition cost, quarterly.



このような課題にもかかわらず、市場は同社に対する熱狂を示しており、フォローしている 9 社のうち 8 社が買い推奨としている。なお、今年と来年の 1 株当たり利益（EPS）の市場のコンセンサス予想は過去 6 カ月間で低下傾向にある。

監督機関との問題も抱えている。マサチューセッツ州保険局は昨年、トルパニオンが無資格の人間を使って保険を販売したとして、7 万 5000 ドルの罰金を科した。2016 年には、ワシントン州保険長官も、無資格の従業員が保険を販売したとして、15 万ドルの罰金を科している。

現在、APIC に対して 2 件の調査が進行中だ。1 件はワシントン州で免許に関するもので、もう 1 件はコロラド州だが、州規制監督署の報道官はそれ以上の詳細をコメントしなかった。

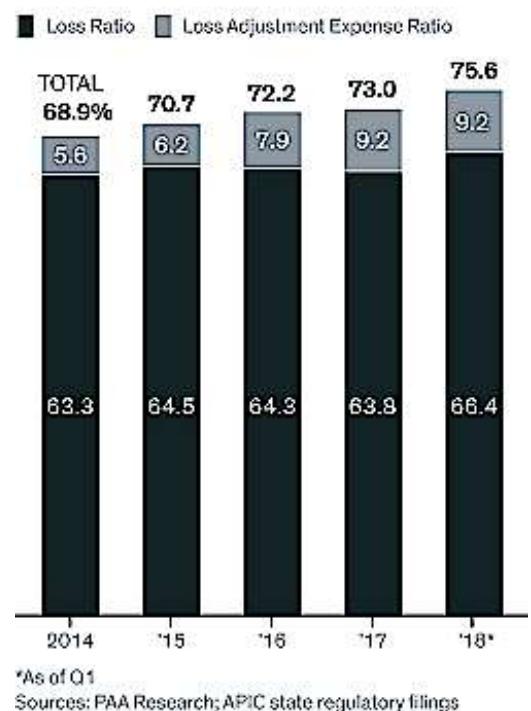
■ 割高な状況は続きそうにない

これらの課題にもかかわらず、トルパニオンのバリュエーションに悪影響はなく、10 倍の株価純資産倍率（PBR）が維持されている。来年度予想 EPS の 11 セントに対する株価収益率（PER）は 325 倍だ。対して一般的な保険会社では、PBR は 1～3 倍で、PER は平均で約 17 倍だ。トルパニオンの増収率は典型的な保険会社よりも高いが、規模ははるかに小さい。また、2014 年に公開して以来、赤字が続いている。

本誌の懐疑的な見方にもかかわらず、発行済み株数の 3 分の 1 相当がショートされており、良いニュースがあれば踏み上げ相

Underwriting Losses Rising

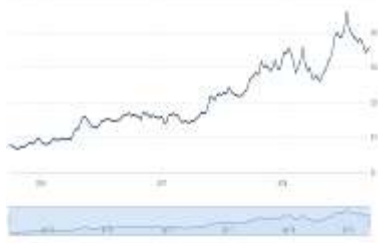
The loan loss ratio, including costs to administer claims, are increasing even as the company makes double-digit rate hike requests.



場となる可能性もある。また、12 億ドルの時価総額は買収対象にもなり得る。

ただ、2014 年の買収例の評価は PBR で 7 倍と、現在の同社のバリュエーションよりも低い。より多くの投資家がトルパニオンを保険会社として評価すれば、同社は問題を抱えることになりそうだ。

Trupanion Inc. (TRUP)



チャートは 3 年

By VITO J. RACANELLI
(Source: Dow Jones)

4. Real Estate Stocks to Ride a Retail Comeback 小売 REIT 【ミューチュアルファンド】 不動産ファンドの運用マネジャー、リック・ゲーブル氏が今、小売 REIT を保有する理由

■ MFS グローバル・リアル・エステート・ファンド
今日、ショッピングモールに投資するのはよほどの逆張り投資家である。「購入」ボタンをクリックするだけという便利さに慣れてしまった多くの消費者にとって、「モールに行こう」というセリフは今やジョークの落ちになっている。

買い物がバーチャルになる前の時代の遺物であるモールに対してそのような文化的偏見があることを思えば、平均的な小売業・モール系の不動産投資信託 (REIT) の過去 3 年間の年率リターンがわずか 1% というのもうなずける。同期間のアマゾン・ドット・コム (AMZN) の年率リターンは重力に逆らうかのような 56% だった。



Rick Gable

しかし、リック・ゲーブル氏は本物の逆張り投資家だ。MFS グローバル・リアル・エステート・ファンド (MGLAX) の運用マネジャーである同氏のポートフォリオの 24% は小売 REIT で占められており、その割合は他のいかなる不動産セクターよりも大きい。「小売売場面積に余剰がある、実店舗型小売業者が消滅しているという語り口は悲観的過ぎる」と同氏は指摘する。それどころか、ゲーブル氏はその逆のトレンドが生まれているという証拠を目にしているという。アマゾン、マットレスのキャスパー・スリープ、眼鏡のワービー・パーカーといった以前はオンライン販売のみだった小売業者が実店舗をオープンし始めてきたのだ。

ゲーブル氏の運用総資産 14 億ドルのファンドにとって、群衆と逆の行動をとるという戦略は大きな利益をもたらしてきた。同ファンドは過去 5 年間のリターンでモーニングスターのグローバル不動産ファンドのカテゴリーで上位 10% に入り、ボラティリティも低かった。

とはいえ、ゲーブル氏は逆張り投資をするためにあらゆる小売業・モール系 REIT を買っているというわけではない。同氏は企業が新たな競争環境に適応できるという証拠を見たいと考えている。「アマゾンの台頭のような破壊的創造が起きている時代には業界に本物の創造性や革新が促されることがある」と同氏は言う。「一部の商業施設のオーナーは、コンセプトが新しいというだけの小売業者にスペースを貸すのではなく、実際にその施設への客足を増やせる業態に注意を払うようになってきた」。

■ 体験型小売業に期待

客足を促すのは「目的地となる」あるいは「体験型の」小売業であり、言い換えればバーチャルではない、現実の世界でのみ体験できる買い物である。例えば米モール運営最大手でゲーブル氏の最大保有銘柄でもあるサイモン・プロパティ・グループ (SPG) は今年 5 月、体験型の施設を生み出すのに 40 億ドルを投資すると発表した。

例えば、アトランタ郊外にある高級モール、フィップスプラザでは、オンラインでは楽しむことができない高級レストラン、ウェルネスセンター、ホテルなどを含めるための再開発を進めている。「バランスシートも健全なサイモンの株式はかなり低いバリュエーションで取引されており、配当や莫大な再開発費用を支払った後でもかなり額のキャッシュフローを維持している」とゲーブル氏は付け加えた。

もう一つの上位保有銘柄である仏蘭資本のモール運営大手ユニバイル・ロダムコ・ウエストフィールド (URW.フランス) についてゲーブル氏は「欧州で最高の小売不動産」を保有しており、同じ体験型のアプローチを採用していると述べた。同社は客を引き寄せるためにロンドンのウエストフィールド・ショッピングセンターでレディ・ガガのサプライズコンサートを開催したことさえある。

ゲーブル氏が保有する小売 REIT の全てがこの戦略を採用しているわけではない。香港に拠点を置き、公共住宅団地の周辺に駐車場、スーパーマーケット、食料品店などを所有するリンク・リアル・エステート・インベストメント・トラスト (823.香港) を同氏は「必要性に基づいた小売業」と呼んでいる。「リンクは香港の住宅当局が公共住宅団地周辺の全ての小売不動産を分離した 2005 年に設立された。賃貸料収入が非常に安定的でかなりの急成長を示しているという点で同社は唯一無二の存在だ」と付け加えた。もう一つの選好銘柄で多くの小規模ショッピングモールを保有するブリックスモア・プロパティ・グループ (BRX) は業績回復に期待しての投資だという。

MFS Global Real Estate

Total Return

	1-Yr	3-Yr	5-Yr
MGLAX	6.0	8.6	7.2
Global Real Estate Category	3.9	6.2	5.1

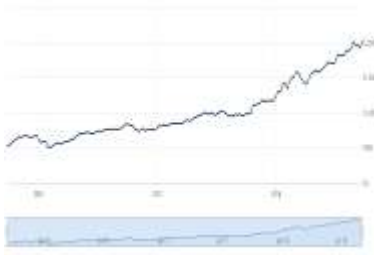
Top 10 Holdings

Company/Ticker	Percent of Net Assets	Country
Simon Property Group / SPG	6.0%	United States
Unibail-Rodamco-Westfield / URW.France	4.0	France
Public Storage / PSA	3.9	United States
Welltower / WELL	3.3	United States
Link REIT / 823.Hong Kong	3.3	Hong Kong
Brixmor Property Group / BRX	3.1	United States
Mitsui Fudosan / 8801.Japan	3.1	Japan
Hang Lung Properties / 101.Hong Kong	2.9	Hong Kong
Mid-America Apartment Communities / MAA	2.7	United States
Sun Communities / SUI	2.6	United States
Total:	34.9	

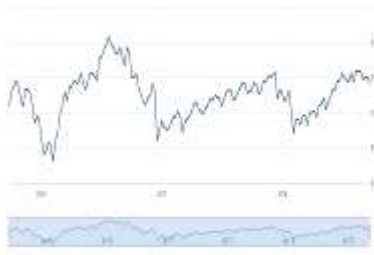
Holdings as of Aug. 31, 2018. All Returns as of Sept. 25; three- and five-year returns are annualized

Sources: MFS and Morningstar

Amazon.com Inc. (AMZN)



MFS Global Real Estate Fund:A (MGLAX)



Simon Property Group Inc. (SPG)



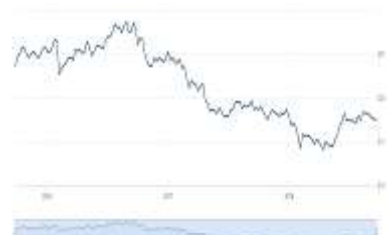
Unibail-Rodamco-Westfield N.V. (FR:URW)



Link Real Estate Investment Trust (HK:0823)



Brixmor Property Group Inc. (BRX)



チャートは3年 (FR:URW は2 カ月)

By LEWIS BRAHAM
(Source: Dow Jones)

5. The New Way to Bet Against the Market 強気相場の終わり 【インバース型 ETF】 市場の下落に備えたインバース型 ETF を紹介

■ 市場をけん引している銘柄はほんのひと握り

ゴールドマン・サックス (GS) によると、2018 年上半期に S&P500 指数のリターンの 84%を担っていたのは、アマゾン・ドット・コム (AMZN)、マイクロソフト (MSFT)、アップル (AAPL)、動画配信大手のネットフリックス (NFLX) の 4 社だった。これらの銘柄のモメンタムを考えると、同指数の他銘柄の下落を狙った空売り投資家が有利になるのもうなずける。しかし、インバース型上場投資信託 (ETF) 全体をみると、最も人気のあるものには、好調なハイテク銘柄が組み込まれている株価指標を基準にして、S&P500 指数やナスダック 100 指数のデیلی・リターンのマイナス 1~3 倍を目指すものがある。



株価指標リターンの逆を追求するのではないアクティブ運用インバース型 ETF はわずか 4 本しかないが、今年 7 月に設定されたアドバイザーシェアーズ・ドーシー・ライト・ショート ETF (DWSH) はそのうちの 1 本だ。サブアドバイザーを務める投資アドバイザー会社のナスダック・ドーシー・ライトは、市場と比較した株価の動きに基づいた独自の銘柄ランキング・システムを採用している。同 ETF はパフォーマンスが低迷する中・大型株をショートしている。ポートフォリオは毎週アップデートされ、パフォーマンスが低迷する銘柄を組み入れて低迷から回復した銘柄を外している。

「学術的研究では長年、モメンタムが低迷している銘柄は、長期的に見て市場を大きくアンダーパフォームする傾向があることが示されている」と、ナスダック・ドーシー・ライトでシニアポートフォリオマネジャーを務めるジョン・ルイス氏は述べる。8 月 31 日時点で、同 ETF がショートとしている最大のセクターは、

女性用下着ビクトリアズ・シークレットなどを傘下に持ち、今年に入ってほぼ 50%下落している L ブランズ (LB) などを含む景気連動型消費財で、ポートフォリオの 28%を占めている。まさにアマゾン効果に苦しめられている銘柄だ。さらに、液体ハンドリング機器メーカーのコルファックス (CFX) といった資本財セクターのショート・ポジションが 21%を占めている。

2017 年 6 月に設定されたバータス・エンハンスド米国株ショート ETF (VESH) も同じ戦略を取っている。ポートフォリオの約半分は S&P500 先物に、残り半分は過去 9 カ月でパフォーマンスが最も低迷した 5 セクターに対してショート・ポジションを取っている。

■ 定性的要素も加味したインバース ETF

ドーシーとバータスの運用は定量的に行われているが、よりきめ細やかなアクティブ運用を求める投資家は、アドバイザーシェアーズのレンジャー・エクイティ・ベア ETF (HDGE) に注目するとよいだろう。共同マネジャーを務めるジョン・デルヴェッキオ氏とブラッド・ラメンズドーフ氏は投資運用会社レンジャー・オルタナティブ・マネジメントで 2007 年からベア型ヘッジファンドを運用している。そのショート・ポートフォリオは、S&P500 指数が 37%下落した 2008 年に諸経費控除後で 80%のリターンを記録している。

2011 年 1 月に設定されたレンジャーETF は、市場の下落時には基本的に S&P500 指数のマイナス 1 倍以上のパフォーマンスを上げ、市場の上昇時には、同種のインデックスと比較するとかなり持ちこたえている。特に、2011 年 7 月 22 日から 10 月 3 日までの間に市場が 18%下落した際、同 ETF は 30%上昇し、2012 年 4 月 2 日から 6 月 4 日までに市場が 9%下落した際には 22%上昇している。しかも株価上昇時でもレバレッジド・ベア型 ETF のように惨憺 (さんたん) たる成績となったこともない。過去 5 年間でみると、S&P500 指数が 13.8%上昇しているのに対して同 ETF は年率換算で 12.5%の下落にとどまっている。

ラメンズドーフ氏とデルヴェッキオ氏は企業の財務資料を入念に分析し、数字に怪しい部分があるかを探している。「売上高を前倒しさせている企業を探している」とラメンズドーフ氏は語る。つまり、減速を隠すために予想売上高を前倒しで計上し、後からそれを必死で埋め合わせるような状態にある企業だ。成長が実現しなければつまりづくことになる。この戦略の利点は、利益を上げるために市場の下落は必要ない点だ。

もちろん、強気市場でベア型 ETF を保有することには痛みを伴う。ダウンサイドには備えたいがアップサイドも望む人にとってはウィズダムツリー米国株ダイナミック・ベアファンド (DYB) が賢明な選択かもしれない。キャッシュフローや利益、売上高といった成長指標、さらに株価純資産倍率 (PBR) や株価売上高倍率 (PSR) といったバリュエーション指標の株式市場平均値に応じて、同 ETF は強気から中立あるいは弱気ヘスタンスを変える。完全な強気スタンスでは、同 ETF が魅力的な成長とバリュー特性の観点からふるいにかけた 100 銘柄をロングポジションにとり (ポートフォリオの 100%)、一方 S&P500 先物指数のシ

Short Stories

In a momentum market, active bear ETFs make more sense.

ETF Name/Ticker	1-Yr Return	3-Yr Return	Expense Ratio*
AdvisorShares Dorsey Wright Short / DWSH	N/A	N/A	0.99
AdvisorShares Ranger Equity Bear / HDGE	-13.9	-13.8	1.83
Virtus Enhanced Short U.S. Equity / VESH	-13.1	N/A	0.55
WisdomTree Dynamic Bearish U.S. Equity Fund / DYB	4.9	N/A	0.48
ProShares Short S&P500 / SH	-15.2	-15.0	0.89

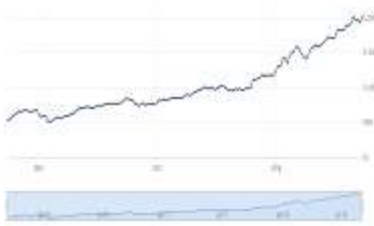
*Expense ratios exclude short interest expenses. Returns are as of Sept. 25, 2018, and are annualized for three years.

Source: Morningstar Direct

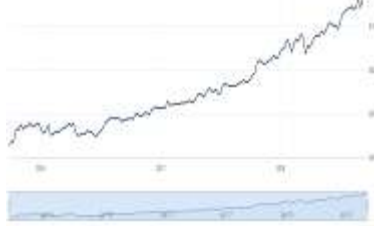
ショート・ポジションでヘッジしている（同 75%）、つまりネットロングが 25%の状態だ。中立スタンスでは同じポートフォリオでショート・ヘッジが 100%となり、弱気スタンスでは株式市場から米長期国債ヘシフトし、S&P 先物をショートすることになる。

同 ETF は、2015 年 12 月の設定以来、完全な弱気スタンスになったことが 3 回あるものの、現時点では強気スタンスが続いている。にもかかわらず設定以来、毎年プラスのリターンを上げ続けている。0.48%という経費率はインバース型 ETF の平均より低い。強気相場に入って 10 年近くが経過し、最盛期をとうに過ぎているような現在、検討に値するだろう。

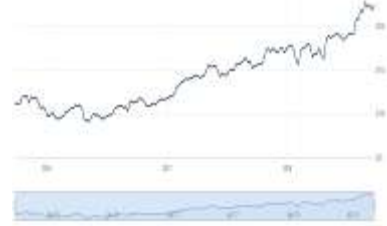
Amazon.com Inc. (AMZN)



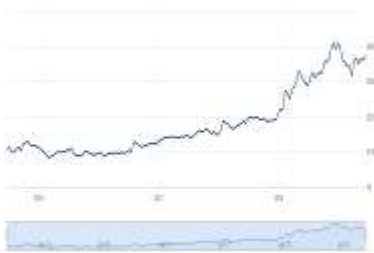
Microsoft Corp. (MSFT)



Apple Inc. (AAPL)



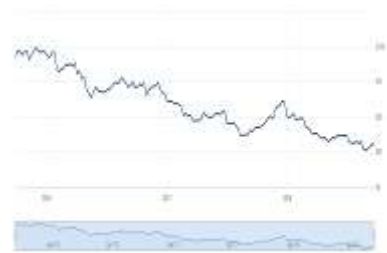
Netflix Inc. (NFLX)



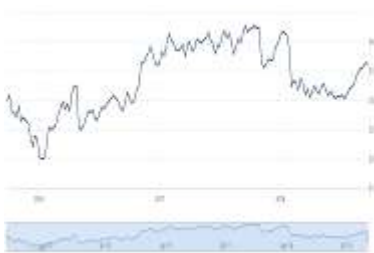
AdvisorShares Dorsey Wright Short ETF (DWSH)



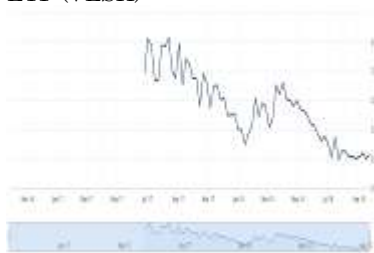
L Brands Inc. (LB)



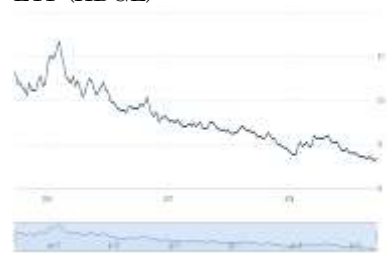
Colfax Corp. (CFX)



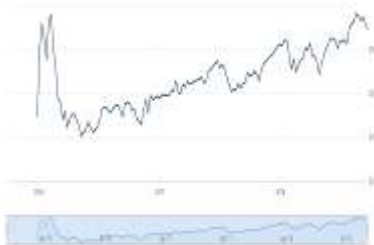
Virtus Enhanced Short U.S. Equity ETF (VESH)



AdvisorShares Ranger Equity Bear ETF (HDGE)



WisdomTree Dynamic Bearish US Equity Fund (DYB)



チャートは 3 年 (DWSH は 3 カ月、VESH は 2 年)

By LEWIS BRAHAM
(Source: Dow Jones)

6. How Nuns Won Duels With the Gun Makers 修道女と銃器メーカー 【株式市場展望】 修道女がアクティビスト活動を通じて、より安全な銃に向けた変革を促す

■ 修道女たちが銃器メーカーとの戦いに勝利

修道女たちが率いる宗教的投資家のグループが先週、銃器メーカーのスミス・アンド・ウェッソンに対し、より安全な銃を製造するための取り組みを詳細に説明し、銃関連犯罪や財務・風評リスクについての報告書を提出するよう義務付ける株主投票に勝利した。以前にも同じく銃器メーカーのスターム・ルガー・アンド・カンパニー（RGR）で同様の株主投票が行われた。これら 2 社の株価は株主投票以降上昇している。



このような事例は、効果的なアクティビスト活動の威力を如実に物語っている。ブラックロックのラリー・フィンク最高経営責任者（CEO）も企業の意識変革を説いているが、約 300 の宗教的投資家の連合であるインターフェイス・センター・オン・コーポレート・レスポンシビリティ（ICCR）が持つ力の方が一層強力なようだ。

通常、宗教的投資家は銃器メーカーの株式保有を避けている。しかし、2012 年 12 月に起きたコネティカット州のサンディフック小学校銃乱射事件後に一部の修道女が活動を開始し、スターム・ルガーをはじめ、スミス・アンド・ウェッソンの親会社であるアメリカン・アウトドア・ブランズ（AOBC）、小売業のディックス・スポーツ・グッズ（DKS）の株式を買い入れ、2018 年の株主総会シーズンでの株主決議が可能になった。

最初の頃の活動は平和裏に進行した。アクティビスト側が今年 1 月にディックスの CEO と会談したが、1 カ月も経たないうちに、ディックス側は殺傷能力の高い兵器の販売を中止するなどの決定を行った。しかし、2 月にはフロリダ州でマージョリー・ストーンマン・ダグラス高校銃乱射事件が起きた。アクティビストらは次に銀行や資産運用会社に圧力をかけるようになった。一部の銀行は銃器メーカーへの融資を制限し、ブラックロックやバンガード・グループは保有する銃器メーカーへの注意を強めると述べた。

スタームやアメリカン・アウトドア・ブランズはアクティビストとの会談の要請に応じなかったため、修道女らは委任状闘争に踏み込んで行った。「私たちは、銃器メーカーらが自分たちの製品の使用について理解を深めるためにどんな努力をしているかを問うており、妥当な要求だと思う」とカトリック・ヘルス・イニシアチブのコリーン・スキャンロン氏は述べている。ブラックロックとバンガードを合わせるとアメリカン・アウトドアの約 20% を保有している。先週の株主決議での投票については明らかにしていないが、決議は過半数で可決されたため、ICCR を支持した公算が大きい。株主決議は拘束力がなく、会社側は決議に従うか否かをまだ明らかにしていない。

■ 社会問題解決に向けた金融界の動き

株主の行動には限界がある。ブラックロックは何兆ドルもの株式を保有していても、インデックス投資のルールや細かく規定された受託者義務に縛られてほとんど無力だ。倫理観ゆえに特定の銘柄を外すことはできない。株主投票においても、最良のリターンを得られる方向に投票することしかできない。

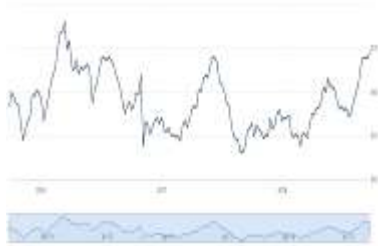
アメリカン・アウトドア・ブランズの CEO は、政治的課題が株主投票に入り込んだことに対する不快感を表明した。製品が犯罪に使用されたことに対して銃器メーカーに責任があるわけでもない。

政府や金融界のリーダーたちも銃以外の社会問題に取り組んでいる。例えば BNP パリバの CEO やカリフォルニア州の財務官らは、たばこに関連した病死を減らすため、融資、保険、投資全般においてたばこを除外

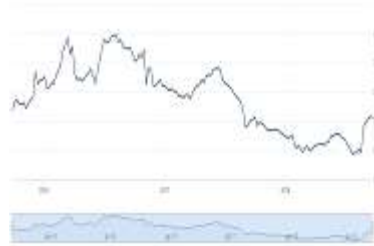
する財務方針採択を考慮した「たばこなしの財務宣言」を発表した。ほかにも、アルコール飲料、ファストフード、ドラッグ、発がん性のある化学物資なども争点となり得る。

このような問題を扱うために株主アクティビズムを利用するのは関連性が薄いようにも思えるが、他の方法で効果が得られないため、不満が真剣に取り扱われる唯一の場として株主アクティビズムが利用されるようになっている。宗教的なグループがアクティビストとして投資できることを示すにつれ、意外なことに株式は倫理的手段とみなされつつある。スキャロン氏は「株主活動は社会変革の一つの方法であり、企業の行動に影響を与えることができるなら、波及効果を及ぼすことができる」と述べている。

Sturm Ruger & Co. (RGR)



American Outdoor Brands Corp. (AOBC)



Dick's Sporting Goods Inc. (DKS)



チャートは3年

By MARY CHILDS
(Source: Dow Jones)

7. Salesforce's Co-CEO 2 人の共同 CEO 役割分担による補完関係を構築、将来の経営トップ禅譲も視野

【セールスフォース】

■ 2 人の関係は「ダイナミックなパートナーシップ」

顧客情報管理ソフトウェア大手セールスフォース・ドット・コム (CRM) の重要性を理解する最善の方法は、毎年開催される開発者会議ドリームフォースの規模について考えることだ。サンフランシスコで先週開催された会議には 17 万人が集まった。

共同最高経営責任者 (CEO) のマーク・ベニオフ氏は 1999 年に同社を設立して以来、クラウドにビジネスモデルを変え、後押しする力があることを示してきた。ベニオフ氏はハイテク業界で最も影響力のある経営者の一人だと言っても過言ではない。同氏とセールスフォースの成功の秘訣は、ソフトウェアをサブスクリプション・サービスとして販売する先駆的な事業形態にある。その手法はビジネスの世界で広く真似されており、業界全体がクラウドに向けて進む流れをつくっている。



Marc Benioff, chairman and co-chief executive officer of Salesforce.com Inc.

セールスフォースは先月、ベニオフ氏とともにキース・ブロック氏を共同 CEO に任命した。このことが発する明確なシグナルは、最終的にはブロック氏が単独の CEO 職に就き、ベニオフ氏は経営から引退するということだ。

ブロック氏は過去 5 年にわたりセールスフォースの COO (最高執行責任者) を務めてきた。ベニオフ氏が同社の技術的展望と文化的な側面を主導したのに対し、ブロック氏は業務・販売戦略や一部の大口顧客との定常的な交流に注力してきた。BTIG のマネージング・ディレクターであるジョエル・フィッシュベイン氏は、2 人の共同 CEO の関係を「ダイナミックなパートナーシップ」と評している。

■ 増収目標達成に向けてアップルなどとの提携を強化

セールスフォースは 2022 年までに売上高を 230 億ドルに増加させる計画だ。ブロック氏は「当社は 100 億ドルの売上高を最初に達成したソフトウェア企業だ。200 億ドルも当社が最初に達成するだろう」と言う。

2 人の共同 CEO はこうした目標を達成するためパートナーシップを活用する計画で、その一環として先週、アップル (AAPL) と共同で、iPhone (アイフォン) や iPad (アイパッド) で使用可能なアプリを簡単に開発できるソフトウェア開発キットを発表した。開発したアプリはセールスフォースのクラウド・プラットフォーム上で動作する。

ブロック氏とベニオフ氏は典型的な CEO ではない。ブロック氏が安定したメトロノームのように生真面目な共同 CEO であるとすれば、ベニオフ氏は派手な色合いのハワイアンシャツに身を包んで疾走する修道僧といったところだ。2 人ともビジネスに精力を注いでいるが、ベニオフ氏の関心は多方面に広がっており、そのために同氏は慈善事業や政治にも関与するようになった。例えば同氏は賃金の平等、同性愛者の権利、環境保護を声高に提唱している。今月には妻のリン・ベニオフ氏と共同で米国のニュース誌であるタイムを 1 億 9000 万ドルで買収した。著名ロック・ミュージシャンのエディ・ヴェダーとニール・ヤングを顧問に抱えていることでも知られている。

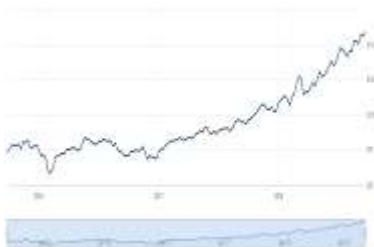
セールスフォースの株価は 27 日までの 12 カ月間で 72% 上昇し、160.43 ドルとなった。BTIG のフィッシュベイン氏は先週のレポートで、「ベニオフ氏は単一商品から出発してマルチクラウドの企業を構築した。ブロック氏は営業モデルを構築し、会社が花を咲かせるのに貢献した」と書いている。同氏はセールスフォースの投資判断を「買い」に維持し、目標株価を 140 ドルから 175 ドルに引き上げた。

■ 信頼がビジネスモデルの基礎

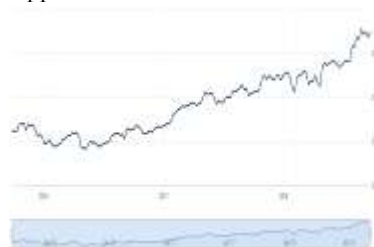
ブロック氏は実質的に、一部の大口顧客に対する連絡窓口/ディスラプション・メンター/コンサルタントの役割を務めてきた。大手保険会社ステート・ファームの CEO、マイケル・ティプソード氏は「ブロック氏は、当社が問題解決に向けてビジネスモデルをどのようにすれば前進させられるかに関し、知見と展望を提示してくれる」と話す。

ティプソード氏の話はブロック氏が言うセールスフォースの「家族の文化」の四つの信条に通じるものだ。四つの信条とは、信頼、顧客の成功、革新、平等である。この中で最も重要なのは信頼であり、ブロック氏は 45 分間のインタビューで信頼という言葉に 10 回以上も口にした。「私生活であれ、仕事であれ、信頼を得なければ何も持たないのと同じだ。信頼があらゆる生活の基礎であり、当社のビジネスモデルを支えていることは間違いない」。

Salesforce.com Inc. (CRM)



Apple Inc. (AAPL)



チャートは 3 年

By JON SWARTZ
(Source: Dow Jones)

8. 6 Overseas Stocks With Tempting Yields 配当利回りが魅力の銘柄 【インカム投資】 高配当利回りを求める投資家は米国外に注目

■ 米国外の配当利回りは米国の 2 倍

ジャナス・ヘンダーソンの最新調査によると、第 2 四半期の米国企業全体の配当金支払額は過去最高となる 1170 億ドルに達したという。ただし、さらなる高配当利回りを求める投資家は米国外にも食指を動かすと良い。

「安定的な収益獲得には、広く国外にも目を向けることが非常に重要なのは言うまでもないが、特に低金利時代にはそれが当てはまる」と、JOHCM グローバル・インカム・ビルダー (JOFIX) ファンドの運用責任者ジョルジョ・カプート氏は話す。なぜなら、金利が上昇したときには、ボンドプロキシ（債券代替）としての役割を果たす公益事業株など高配当利回りの米国株式が大きな打撃を受ける可能性があるためだ。



米国外には高配当利回りの銘柄が数多くある。MSCI ワールド・インデックスを構成する米国以外の銘柄のうち、配当利回りが 3%以上の銘柄の割合は約 40%で、米国の銘柄における割合の 2 倍だとカプート氏は説明する。バーンスタインのクオンツ戦略チームは、バリュエーションが非常に魅力的な上、「配当利回りが幾分上昇する局面にあっても、さらに高いパフォーマンスが期待できる」との理由から、欧州の高配当銘柄をオーバーウエートするよう勧める。一方、カプート氏は、アジアを含む他地域の高配当銘柄にも好機があると見ている。

MSCI インデックス構成銘柄で 3%を超える配当利回りの米国企業が少ない理由を正確に説明することは難しい。理由の一つには、自社株買いを活用する米国企業が多いことが挙げられる。自社株買いを行うと配当原資は少なくなる。S&P500 指数構成企業全体でみると、昨年、およそ 4200 億ドルだった配当金支払いに対し、自社株買いは 5200 億ドルに上っている。

■ 高配当利回りの 6 銘柄

高配当利回りを求める米国の投資家は、米国内企業に注目しがちであるが、米国外には魅力的な高配当利回り銘柄が数多く存在する。もちろん、米国外には同族企業も多いが、「支配持ち分を有する家族株主は、流動性確保の必要性から配当分配に依存することが多い」とカプート氏は指摘する。

米国の高配当利回り銘柄は、公益事業、生活必需品、不動産投資信託 (REIT)、たばこといったボンドプロキシ・セクターに集中することが多いが、米国外では「景気敏感株、資本財・サービス、商業といったセクターにも配当利回りが魅力的な銘柄が多い」とカプート氏は見ている。

S&P500 指数の公益事業セクターが今年に入って約 1.7%下落するなど、金利上昇につれて米国のボンドプロキシ・セクターは圧力を受けている。カプート氏は自身が運用する JOHCM グローバル・インカム・ビルダーで米国株式のアロケーションをわずかに増やすにとどまっている。

米国外の銘柄にも大きく注目している同ファンドの、直近の保有上位 10 銘柄から 6 銘柄を表に示している。石油大手ロイヤル・ダッチ・シェル (RDS.ロンドン)、製薬大手サノフィ (SNY)、食品・飲料最大手ネスレ (NESN.スイス)、保険大手アリアンツ (ALV.ドイツ)、セメント大手ハイデルベルクセメント (HEI.ドイツ) の 5 社は欧州企業で、配当利回りはいずれも 2.8%を超えている。サノフィは四半世紀近くにわたり毎年増配を続けている。残る 1 社は、中国でショッピングモール、商業ビル、マンションなどを運営する恒隆地産 (101.香港) である。

なお、米国の納税者は外国政府より配当源泉税を課される可能性がある点に注意が必要である。

Global Income

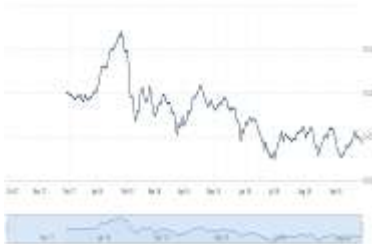
Yield-seeking U.S. investors often turn to domestic companies, but plenty of overseas ones have attractive yields.

Company / Ticker	Recent Price	Dividend Yield	52-Week Return	2018E P/E*	Div Payout Ratio**
Allianz / ALV.Germany	€194.32	4.1%	7.2%	11.0	53%
Hang Lung Properties / 101.Hong Kong	HKD15.14	5.0	-13.1	13.9	61
HeidelbergCement / HEI.Germany	€68.04	2.8	-18.6	10.7	39
Nestlé / NESN.Switzerland	CHF79.92	2.9	2.9	20.6	66
Royal Dutch Shell / RDS.B	\$71.67	5.3	20.8	13.2	98
Sanofi / SNY	\$43.73	4.1	-9.7	13.6	55

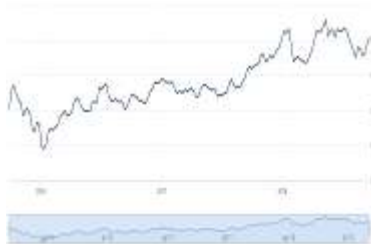
E=Estimate. *Based on current fiscal year. **Based on most recent fiscal year.

Sources: Bloomberg; FactSet

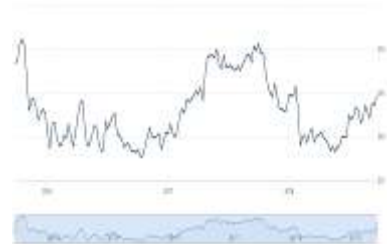
JOHCM Global Income Builder Fund:I (JOFIX)



Royal Dutch Shell PLC ADR B (RDS.B)



Sanofi ADR (SNY)



Nestle S.A. (CH:NESN)



Allianz SE (DE:ALV)



HeidelbergCement AG (DE:HEI)



Hang Lung Properties Ltd. (HK:0101)



チャートは3年 (JOFIXは1年)

By LAWRENCE C. STRAUSS
(Source: Dow Jones)

9. The Trader 貿易問題と FRB の利上げで調整 サプライズはなかったものの、月末や雇用統計を控えて様子見気分が強い

【米国株式市場】

■ 貿易問題と FRB

先週の株式市場は貿易問題と連邦準備制度理事会（FRB）の動きを受けて下落した。二つとも、投資家が考えていた以上に市場との関係が深かったようだ。

主要株価指数では、ダウ工業株 30 種平均（NY ダウ）が 1.1% 安の 2 万 6458 ドル 31 セントで引けた。S&P500 指数は 0.5% 下落して 2913.98 となったが、両指数とも大きな下げというほどのことはなく、S&P500 指数は月間ベースで 6 カ月の続騰で 9 月を終えた。その他の指数では、ナスダック総合指数は 0.7% 上昇して 8046.35 となったが、小型株のラッセル 2000 指数は 0.9% 安の 1696.57 で週末を迎えた。



下落要因を探す必要はあるかもしれないが、それほど心配することはないだろう。先週は米国と中国が追加関税を実施した月曜日（24 日）から始まり、FRB による利上げが続いた。市場にとっては両方ともほぼ織り込み済みでサプライズとはならなかったが、会合後の声明文から「緩和的」の文言が消えたことはやや注目された。

この声明文の変更を受けて、パウエル議長は否定したものの、FRB が利上げの終了を考えているとの見方が市場の一部で見られた。いずれにせよ金融政策の方向性に変更はなく、緩和ではないものの、少なくとも株式市場の上昇を支えている。個人消費支出（PCE）のコア価格指数は 8 月に前年同月比 2% の上昇となり、政策金利とおおむね同じ値となった。

■ 注目される雇用統計

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズのストラテジストであるマイケル・アローン氏は「経済が成長してインフレ圧力が中庸であれば、金利を正常化させるのが適切だ」と述べる。

インフレが現状水準で FRB が利上げを続ければ、金融政策はより引き締め色が強まることになる。ただし、インフレが上昇する可能性もある。次の金曜日（5 日）には 9 月の雇用統計が発表され、インフレについてもっと手掛かりが得られることになるが、現時点では非農業部門就業者数は前月比 18 万 4000 人の増加、失業率は 3.8% への低下が見込まれている。

平均時給の伸びは前年比で 2.8% と、8 月の同 2.9% からの低下が見込まれている。平均時給の伸びが市場の予想を上回るとどうなるかは、2 月 2 日に発表された雇用統計で 2.9% と予想を上回り、第 1 四半期の株式市場の調整につながったことから経験済みだ。大きく上昇すれば、FRB が利上げスピードを上げる可能性もある。

しかし、インフレショックを警戒する現時点では、貿易戦争は潜在的な懸念材料としたいものだ。しかし、関税が貿易を縮小させて第二の大恐慌を引き起こす可能性はあるが、マーケットフィールド・アセット・マネジメントの最高経営責任者（CEO）のマイケル・ショール氏が指摘するように、米国企業は中国に頼らない新たなサプライチェーンを構築し、中国企業も同様に米国に頼らずにサプライチェーンを構築することになるだろう。

ショール氏は「いずれにしても世界の生産能力や輸送能力にとっては効率が損なわれることになる」と述べ、

「従って、間近にある主なリスクと思われるものは 1930 年代のような世界貿易の崩壊を再び迎えることではなく、ベトナム戦争の激化によって主要な財の需給バランスが崩れた 1960 年代後半に起きたような、コストの上昇だろう」と予想する。

いずれにせよ、歓迎されざるものではあるが。

■ テスラはマスク氏の去就にかかわらず下値不安が大きい

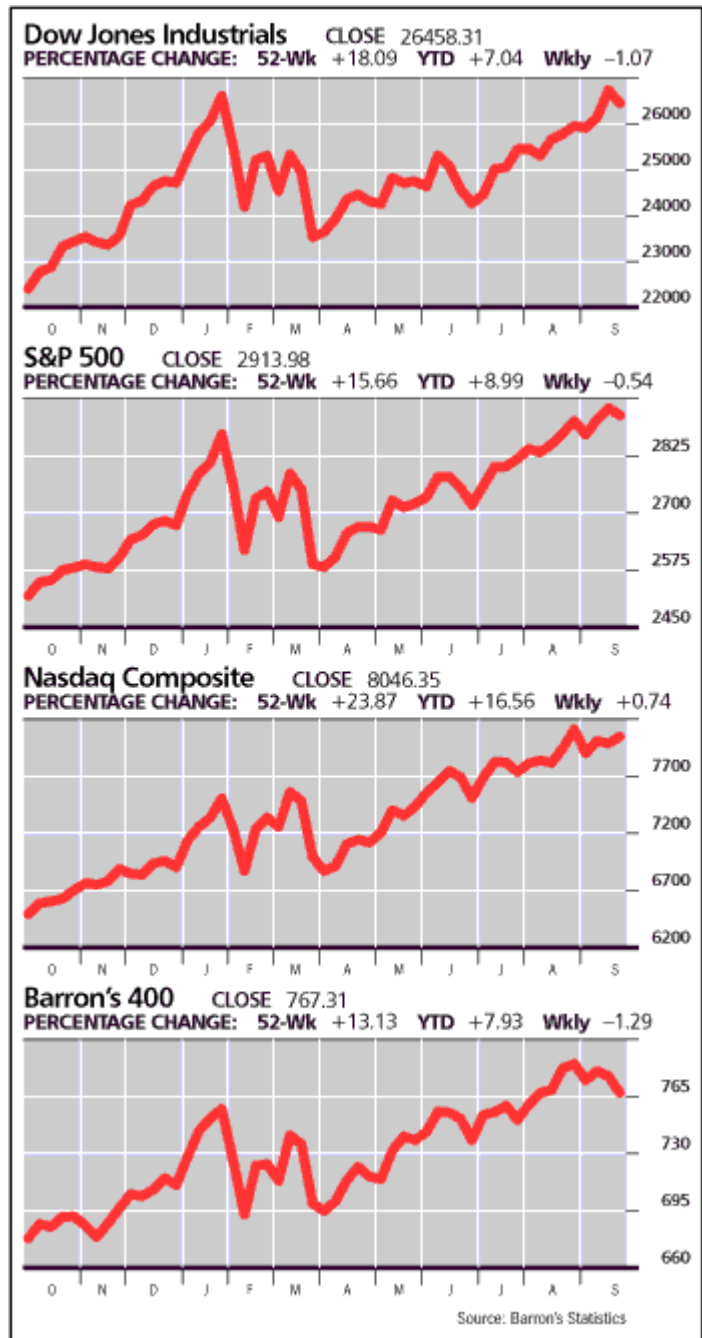
電気自動車メーカーのテスラ (TSLA) の創設者で、同社の将来を描いて CEO の座にあるイーロン・マスク氏がテスラを離れる可能性が浮上して、先週金曜日 (28 日) の同社株は 14% 下落して 264.77 ドルとなった。これだけ下落したものの、米証券取引委員会 (SEC) が同氏を同社の会長や CEO から辞任させることに成功するかどうかにかかわらず、下値不安はまだ大きいようだ。

ゼネラル・モーターズ (GM) やフォード・モーター (F) といった従来の自動車メーカーと比較すると、テスラは過大に評価されている。時価総額は GM の 470 億ドルをわずかに下回る 450 億ドルで、フォードの 360 億ドルを大きく上回る。2019 年の予想 1 株当たり利益 (EPS) は 3 ドルだから株価収益率 (PER) は約 90 倍となり、GM の 6 倍以下、フォードの 7 倍以下とはかけ離れている。

非常に割高な株価の背景には投資家のマスク氏に対する信頼感と、同社を自動車メーカーではなく、自動車に関連したソフトウェア企業のように捉える見方がある。しかし、マスク氏が 8 月にテスラを「1 株当たり 420 ドルで買収して非公開化する資金のめどはたった」とツイッターで発信したことを SEC が問題視して、同氏をテスラの経営から離そうとしたため、それ以降、同社株は軟調な動きが続いていた。

SEC がマスク氏に示した和解案はウォール街の予想を上回る厳しい内容で、罰金の支払いと会長職から 2 年間離れることが示されていたが、同氏は「SEC の不当な行為に深く悲しみ、失望した。私は常に、真実と透明性、投資家の利益を最優先してきた」との声明を発表して和解を拒否した。それでも和解を受け入れれば、CEO としては残れることから、投資家はもう少し前向きな反応を示したかもしれない。

ウォール街のアナリストの間では、以前よりもテスラやマスク氏に対する厳しい見方が多くなってきた。JP モルガンのアナリストであるライアン・ブリンクマン氏は、マスク氏がテスラを去れば、テスラ株はファンダメンタルズに沿った株価に戻るとして、「アンダーウエート」の格付けと 195 ドルの目標株価を設定した。ニーダムのアナリストであるラジビンドラ・ギル氏は、同社は株式公開以降の 8 年間で 1~2 四半期しか黒



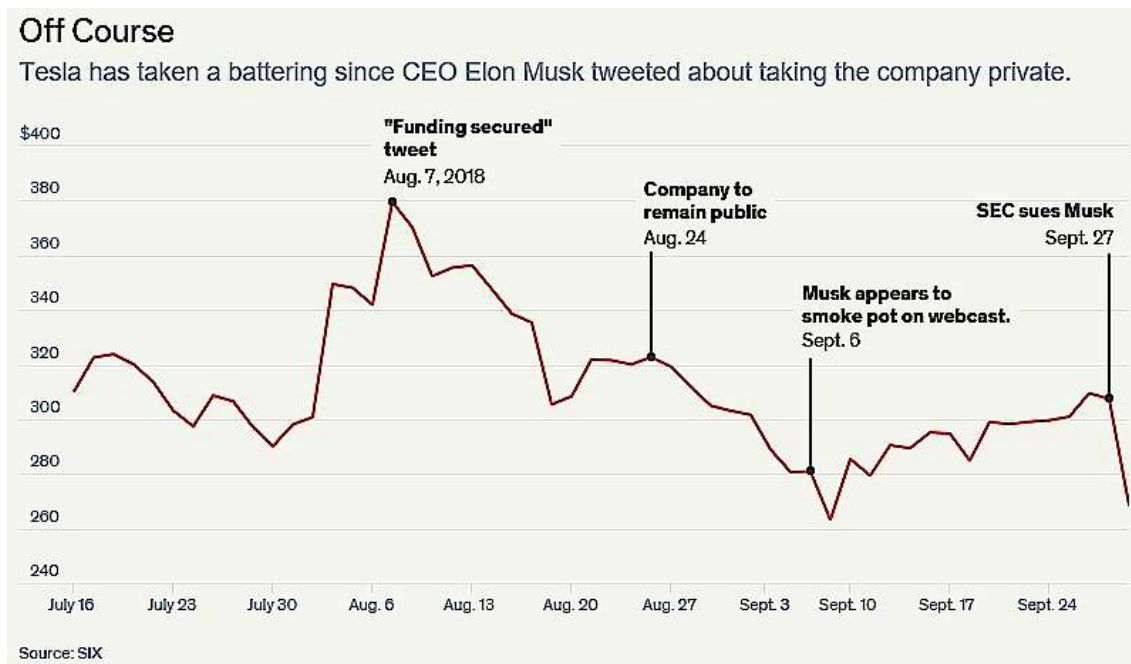
字とならず、2015 年以降に 90 億ドルものフリーキャッシュフローを流出させ、8 万～10 万台の生産能力で黒字もままならず、買収も失敗したと厳しく評価する。同氏はマスク氏とテスラは一体であり、マスク氏がいなければ長期投資家には同社株を保有する理由がなくなると述べる。



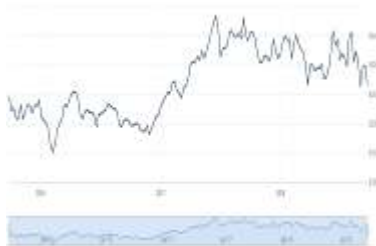
同社は今年の下半期に黒字に転換するとの予想を示しているが、実現は危ぶまれている。一方、財務体質は脆弱（ぜいじゃく）で、株価が 360 ドルを上回らなければ来年 3 月に 9 億 2000 万ドルの転換社債の償還期限が到来するほか、合計で 90 億ドルに上る純債務を抱える。ジャンク債市場での 2025 年満期の同社社債の利回りは現在 8%を超えており、平均的なジャンク債の利回りである 6%を上回る。今年の第 4 四半期にテスラは再び 20 億ドルの資金調達を余儀なくされるとの見方もある。

テスラ株に強気の投資家にとっての頼りは、同社がバッテリーや自動運転技術において一日の長があることだ。しかし、ニーダムのギル氏は、「競争は技術面で激化しつつあり、テスラのバッテリーや自動運転技術で秀でた点は少なくなりつつあり、他の自動車メーカーとの競争が厳しくなる」と指摘する。

全て勘案すると、投資家はテスラ株から離れていた方が良いということになる。



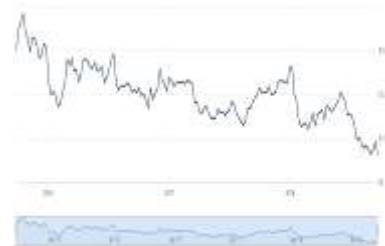
Tesla Inc. (TSLA)



General Motors Co. (GM)



Ford Motor Co. (F)



チャートは 3 年

By BEN LEVISOHN and ANDREW BARY
(Source: Dow Jones)

10. Preview 今週の予定 シリウスがパンドラを欲しが理由

【経済関連スケジュール】

■ 旧式メディアが生き残りに賭ける

コストのかかる物理的インフラと時系列に並ぶ伝統的な番組表に象徴される旧式メディアもまだ力尽きていないようだ。その証拠に、先週、衛星放送会社のシリウス XM ホールディングス (SIRI) がインターネットラジオ大手のパンドラ・メディア (P) の買収を発表した。



数年前、パンドラや他の音楽配信サービスが脅威となり、シリウスの未来が懸念視された。シリウスの株価が 4 ドルを割り込んでいた 2013 年 11 月に本誌は、固定インフラや従来のラジオ部門に依存しているとはいえ、株価には上昇余地があるとして同社を取り上げた。以降、シリウスの株価は 70% 上昇し、一方のパンドラ株は、買収額である 1 株 9 ドルに基づくと同期間に 70% 下落している。

シリウスのビジネスモデルはユーザーの継続性が高く、多くの新車にはシリウス XM のラジオがあらかじめ設置されている。現在、シリウス XM ラジオが設置された中古車の販売台数が増えており、中古車購入者がシリウスの市場として拡大している。しかし、パンドラのスマートフォンアプリの使いやすさや費用と比べると、シリウスラジオの月会費は割高だ。パンドラのアプリは月額 0~10 ドルで無制限に音楽を聴くことができる。これに対し、シリウスの月会費は 11 ドルから始まり、後に 21 ドルに上昇する。

それでもシリウスは、自社の会員 3600 万人とパンドラのリッスナー 7000 万人による相乗効果を期待している。パンドラの会員のうち有料会員は 600 万人で、大半のユーザーは無料会員である。シリウスはパンドラのユーザー基盤にシリウスへの入会を促進するチャンスである。

By ALEX EULE

■ 今週の予定

10 月 1 日 (月)

- ・ノーベル委員会が今年のノーベル生理学・医学賞を発表。他の 4 部門も順次発表され、経済学賞は最終日の 8 日に発表される。
- ・メアリー・デイリー氏がサンフランシスコ連銀総裁に就任。同連銀のジョン・ウィリアムズ前総裁は今年 6 月にニューヨーク連銀総裁に就任している。
- ・中国および香港の市場は国慶節のため休場。
- ・3 日間にわたるキャンター・フィッツジェラルド・グローバル・ヘルスケア・コンファレンスがニューヨークで開幕。医薬品メーカーのバイオマリン・ファーマシューティカルズ (BMRN) やゾエティス (ZTS) などが参加予定。
- ・サプライ管理協会 (ISM) が 9 月製造業景況指数を発表。エコノミストは 8 月の 61.3 から 60.5 に低下を予想。
- ・8 月建設支出発表。市場は前月比 0.4% 増を予想 (7 月は同 0.1% 増)。

10 月 2 日 (火)

- ・冷凍食品メーカーのラム・ウェストン・ホールディングス (LW)、中小企業向けに人事関連業務アウトソーシングサービスを提供するペイチェックス (PAYX)、大手飲料メーカーのペプシコ (PEP) が四半期決算を発表。
- ・自動車大手フォード・モーター (F) が 9 月の全米販売台数を発表。ゼネラル・モーターズ (GM) が第 3 四半期決算を発表。

- ・ 格安航空会社ジェットブルー・エアウェイズ (JBLU) がニューヨークで投資家向け説明会を開催。企業向けクラウドサービスのワークデイ (WDAY) はラスベガスで金融アナリスト向け説明会を開催。

10 月 3 日 (水)

- ・ 住宅建設大手レナー (LEN) は第 3 四半期決算のコンファレンスコールを開く。
- ・ ドイツは統一の日、韓国は建国記念日のため市場は休場。
- ・ パソコン大手 HP インク (HPQ) がニューヨークでアナリスト向け説明会を開催。
- ・ 給与計算代行サービスのオートマテック・データ・プロセッシング (ADP) が 9 月民間部門雇用者数を発表。前月比 18 万 4000 人増となる見通し (8 月は同 16 万 3000 人増)。
- ・ ISM が 9 月非製造業景況指数を発表。エコノミストは 8 月の 58.5 からほぼ横ばいの 58.3 を予想。
- ・ ドイチェバンク・レバレッジド・ファイナンス・コンファレンスがアリゾナ州スコッツデールで閉幕。ケーブルテレビ大手チャーター・コミュニケーションズ (CHTR) や大手通信サービス会社スプリント (S) などが参加予定。

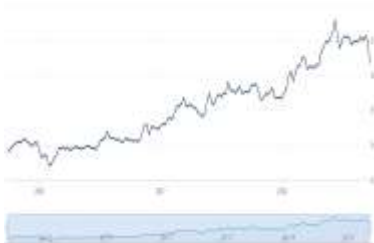
10 月 4 日 (木)

- ・ アルコール飲料メーカーのコンステレーション・ブランズ (STZ)、会員制量販店のコストコ・ホールセール (COST) が四半期決算を発表。
- ・ 8 月製造業受注発表。エコノミストは、7 月の前月比 0.8% 減から反発して同 1.4% 増を予想。

10 月 5 日 (金)

- ・ 9 月雇用統計発表。非農業部門就業者数は前月比 18 万 4000 人増となる見通し (8 月は同 20 万 1000 人増)。失業率は前月の 3.9% から 3.8% に低下し、2000 年以来最低となった 5 月の水準に並ぶと予想される。平均時給は年率換算で前年同月比 2.8% 増 (8 月は同 2.9% 増) となる見通し。
- ・ 8 月貿易収支発表。エコノミスト予想では、貿易赤字は前月比ほぼ横ばいの 520 億ドルとなる見通し。

Sirius XM Holdings Inc. (SIRI)



Pandora Media Inc. (P)



チャートは 3 年

By ROBERT TEITELMAN and
DAN LAM
(Source: Dow Jones)

2018 年 特集記事年間予定表

Special News Reports

January

1 Top Income Ideas
8 Mutual Funds/ETF Funds Quarterly
15 The Barron's Roundtable, Part I: The Economy
22 The Barron's Roundtable, Part 2: Stocks Picks

February

5 ESG Roundtable
12 Barron's Favorite CEOs
26 Technology Roundtable

March

5 Robo-Advisors and Online Brokers
12 America's Top 1200 Advisors: State by State
19 Retirement Quarterly
26 Barron's Penta

April

9 Mutual Funds/ETF Funds Quarterly
16 Energy Roundtable
23 America's Top 100 Financial Advisors
30 Big Money Poll: Mid-year update

May

7 Most Responsible Companies
14 Retirement Quarterly
21 Healthcare/Biotech Roundtable
28 Technology Cover Story

June

11 America's Top 100 Women Financial Advisors
18 Barron's Penta
25 Mid-Year Roundtable

July

9 Mutual Funds / ETFs Quarterly
16 Best Performing Hedge Funds
23 Currency/Bitcoin Roundtable

August

13 Technology Cover Story

September

10 Retirement Quarterly (Health & Wealth Roundtable)
17 America's Top 100 Independent Financial Advisors
24 Barron's Penta

October

8 Mutual Funds/ETFs Quarterly
15 Emerging Markets Roundtable
22 Big-Money Poll: Barron's Survey of U.S. Money Managers

November

5 Retail Roundtable
12 Technology Cover Story
19 Retirement Quarterly

December

3 Where to Invest in 2019
10 Barron's Penta



THIS WEEK'S MAGAZINE

BARRON'S COVER

1. What a Pivotal Midterm Election Could Mean for Investors

Our policy roundtable examines how a shift in Washington would play on Wall Street. Bad news for the budget, good news for infrastructure stocks

FEATURE

The Midterms Could Give a Boost to These Health-Care Stocks

Our policy roundtable sees more spending on health care, no matter the election outcome. Good news for hospital operators

FEATURE

2. The Stock Market Follows a Pattern in Election Years. Maybe Not This Time

The good times that normally follow an election might not be as good after November's midterm elections.

FEATURE

Hasbro Powers Up As Rival Mattel Stumbles

The toy maker launched by Mr. Potato Head is making itself over into a diversified toy, movie, and videogame company.

FEATURE

3. Shares of Pet Insurer Trupanion Are Overvalued

The stock is trading like a hot tech stock, when it should be valued as an insurer.

MUTUAL FUND PROFILE

4. Real Estate Stocks to Ride a Retail Comeback

MFS Global Real Estate takes a concentrated, contrarian approach. Right now, that means an interest in malls that a teenager in the 1980s would appreciate.

FEATURE

5. The New Way to Bet Against the Market

A crop of recently launched active ETFs seeks to pick stocks to bet against instead of blindly shorting an index.

UP AND DOWN WALL STREET

Stock Markets Ignore the Brett Kavanaugh Hurricane

UP AND DOWN WALL STREET

Housing's Hard Lesson for Stocks

STREETWISE

6. How Nuns Won Duels With the Gun Makers

TECHNOLOGY TRADER

7. Salesforce's Co-CEO on Benioff, Disruption, and the Power of the Hawaiian Shirt

FUNDS

No Stomach for Stock-Market Swings? Consider Stable Value Funds

THE ECONOMY

What Is the Federal Reserve Really Up To?

INCOME INVESTING

8. 6 Overseas Stocks With Tempting Yields

THE TRADER

9. Dow Drops 1.1% on Week as Tariffs, Fed Take Their Toll

TRADER EXTRA

Tesla Stock Has Plenty of Downside, With or Without Elon Musk

REVIEW

Getting a Lift From Pot

This week's Barron's Pick: Cowen, an investment bank that has been riding marijuana companies of late.

PREVIEW

10. Why Sirius Wants Pandora

The deal looks like a win for legacy media

FOLLOW UP

Why IBM Shares Are Still a Bargain (Alas)

TRADER EXTRA

Henry Schein's Pet Dividend

INTERNATIONAL TRADER – EUROPE

The Euro Is Due for a Rebound

The common currency is priced for ongoing economic weakness, while the U.S. dollar is priced for strong growth and higher rates. That could change.

EMERGING MARKETS

Emerging Markets Calm, but Caution Persists

After the summer selloff, investors continue to be wary. There are upbeat signs in Turkey, but China's a big question.

THE STRIKING PRICE

How to Lower Your Stock-Market Risk Ahead of the Election

Investors worried about rising volatility could replace some of their existing equity exposure with options contracts.

COMMODITIES CORNER

Palladium Could Soon Be Worth More Than Gold

Prices for the component in gas-powered cars have been on a tear, nearing the price of the yellow metal and leaving platinum in the dust

MARKET VIEW

Tapping the Brakes

Savvy investors are wary rather than panicky

RESEARCH REPORTS

Buy Ratings for Nike, Dunkin'

In a world of financial worry, pleasures still appeal

13D FILINGS

Northstar Realty Europe Is a Tough Sell

MAILBAG

Letters to Barron's

『バロンズ拾い読み』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

監修

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。

バロンズ拾い読み 主要作成者の略歴 (五十音順)

内田 薫 (うちだ かおる)

大和証券グループでロンドン、マニラなどの海外勤務を含め、アナリスト活動を中心に国内外の調査業務に従事。2009 年より翻訳活動。東京工業大学機械工学科卒。日本証券アナリスト協会検定会員。

西田 万里子 (にしだ まりこ)

旧東京銀行 (三菱東京 UFJ 銀行) にて外国送金業務に従事した後、フリーランス通訳・翻訳に転向。現在同志社大学講師を兼務。神戸大学教育学部教育心理学科卒。英国リーズ大学国際学修士、ペンシルベニア州立テンプル大学 MBA。

西村 嘉洋 (にしむら よしひろ)

プロクター&ギャンブルのファイナンス・IT 部門で長らくマネジャーを務め、欧州、米国、アジア各国で勤務経験がある。京都大学大学院 情報工学 情報工学科修士、ロンドン大学大学院 金融経済学修士。

『バロンズ拾い読み』 (2018 年 10 月 1 日号)

発行 : Dow Jones & Company, Inc

監修・配信 : 時事通信社

製作 : エグゼトラスト

お問い合わせ先 (法人・個人の購読契約者様)

記事内容に関すること : info@exetrust.co.jp

ご契約・システムに関すること : 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、時事通信社が 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。当誌はダウ・ジョーンズ社が信頼できると判断した資料およびデータ等に基づき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 © 2018 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます