

Dow Jones Weekly Newsletter

バロonz 拾い読み
& ダウ・ジョーンズ ニュース

DOW JONES**THIS WEEK'S MAGAZINE** Week of January 7

1. **Best Income Investments for 2019** 利回りを追求するための投資対象→ P.2 【インカム投資】
 2019 年に高利回りを期待できる資産クラスのランキング
2. **Why There's Still Plenty of Value in Apple's Core** 買い場の到来→ P.9 【アップル】
 中核に多大な価値が依然ある理由
3. **The Top Sustainable Funds** サステナブルなファンドランキング→ P.11 【ESG 投資】
 市場を上回るパフォーマンスと高いサステナビリティ評価を両立させたファンド
4. **Values and Value Stocks- How to Beat the Market** バリューストック→ P.17 【投資講座】
 市場をアウトパフォームする方法をジェローム・ドッドソン氏に学ぶ
5. **How a Diverse Workforce Can Help Company Performance** ダイバーシティー→ P.22 【経営】
 人材の多様性が企業にもたらす恩恵とは
6. **Up And Down Wall Street** この 20 年間より期待できる次の 20 年間→ P.24 【コラム】
 歴史的に低水準となった、S&P500 指数の 2018 年までの 20 年間の年平均上昇率
7. **Our New Year's Wishes** 本誌スタッフが 2019 年に寄せる期待→ P.26 【新年の期待】
 市場の沈静化、手厚い配当、iPhone（アイフォーン）に取って代わるテクノロジー
8. **Blame the Bankers for Bad Corporate Behavior** 企業の不正と投資家→ P.27 【インタビュー】
 空売りアクティビストのカーソン・ブロック氏に聞く
9. **The Trader** 景気後退懸念が和らぎ週間では上昇→ P.29 【米国株式市場】
 景気後退の回避を予想するなら上値余地はある
10. **Preview** 今週の予定→ P.32 【経済関連スケジュール】
 ブランド力の高さに比例しない投資リターン

※ 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 © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

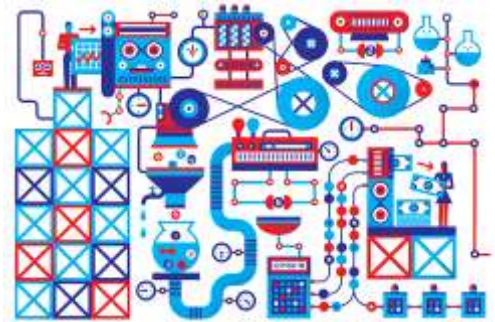
本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. Best Income Investments for 2019 利回りを追求するための投資対象 【インカム投資】 2019 年に高利回りを期待できる資産クラスのランキング

■ 変動の激しい相場では安定したインカムが魅力的

変動が激しい相場が数週間続いたことで、利回り重視の投資対象による安定したインカムが非常に魅力的に見える。また、最近の急落により、今後数年のパフォーマンスが極めて有望な株式と債券の両方に豊富な投資機会が生じた。

現在、特に魅力的なインカム投資対象は、米国と海外の高配当株式、マスター・リミテッド・パートナーシップ (MLP)、ジャンク債、優先株式などである。こうしたセクターでは、個別銘柄、ミューチュアルファンド、上場投資信託 (ETF) や、大きな打撃を受けたクローズドエンド・ファンドを通じて 3~10% の利回りを獲得することができる。



本誌は毎年、インカム投資対象の評価を行っている。7 回目となる今年は 11 の異なるセクターについて検討した。以下、本誌の選好順に紹介する。

■ 1 位 : MLP

ベンチマークのアレリアン指数が 2014 年のピークから 55% 下落したことや、キンダー・モーガン (KMI) およびプレーンズ・オール・アメリカン・パイプライン (PAA) などが減配したことによって、多くの個人投資家は MLP を見限った。

現在は、平均利回りが 9% である MLP セクターを見直す好機かもしれない。キャッシュフローの成長、国内のエネルギー生産の増加、コーポレートガバナンスの改善によって、エネルギーパイプライン業界は恐らく過去最高の状態にある。

投資会社サリエントで MLP 部門のプレジデントを務めるグレッグ・リード氏は、「MLP はエネルギー価格に対して過剰に反応している」と語る。同氏は、2019 年に米国の石油・ガス生産の伸びが減速する可能性には警戒する一方、配当カバレッジ比率に対する安心感の高まり、財務レバレッジの低下に加え、設備投資において自社で創出したキャッシュフローの利用が増えていることを好感している。

MLP に投資するクローズドエンド・ファンドは、昨年 30% 下落しており、投資妙味がある。運用資産額 20 億ドルとセクター最大のケイン・アンダーソン MLP/ミッドストリーム・インベストメント (KYN) は、昨年 28% 下落し、直近の価格は 14 ドル、利回りは 10% となっている。サリエント・ミッドストリーム・アンド MLP (SMM) の昨年の下落率は 33% で、直近の価格は約 7.5 ドル、利回りは 9% である。

■ 2 位 : ジャンク債

株式市場の混乱、世界経済に関する懸念や、ジャンク債のファンドおよび ETF からの資金流出により、平均利回りは第 4 四半期初めの約 6% から 8% 程度まで上昇した。運用資産額 80 億ドルのメインステイ・マッケイ・ハイイールド社債ファンド (MKHCX) のマネジャー、アンドリュー・サッサー氏は、利回りの上昇が年金基金を引き付けると考えており、2019 年中のリターンが 10% 強に達する可能性があるとみる。

サッサー氏は推定資産価値が負債価値を十分に上回る企業に重点を置く。同氏は、バービー人形などの有名ブランドを有することから、玩具メーカーのマテル (MAT) が発行する 2025 年満期の 6 年 9 カ月物社債を選好している。現在の利回りは約 9% である。また、自動車部品メーカーのテネコ (TEN) が発行する利率 5% の 2026 年満期債も好んでいる。こちらの債券利回りも 9% だ。

代表的なジャンク債 ETF である i シェアーズ iBoxx ハイ・イールド社債 (HYG) の価格は約 80 ドル、利回りは 5.6% である。低迷しているクロズドエンド・ファンドでは一段と高い利回りが得られる。ブラックロック・コーポレート・ハイイールド (HYT) の価格は約 9 ドル、利回りは 9.1% だ。財務レバレッジ比率が高い企業のローンに投資するヌビーン・クレジット・ストラテジーズ・インカム (JQC) は、価格が約 7 ドル、利回りが 6.5% となっている。

■ 3 位：欧州の高配当株と高配当ファンド

欧州への投資は過去 10 年以上にわたって難しい状況にあり、バンガード FTSE 欧州 ETF (VGK) は 2006 年の水準を下回っている。一方、S&P500 指数は同期間で 2 倍に上昇した。

しかし、高利回りを求める投資家にとって欧州は魅力的である。バリュエーションの低下に加え、伝統的に自社株買いよりも配当が好まれるためだ。2019 年予想株価収益率 (PER) は、S&P500 指数の 14 倍に対して欧州株は平均 12 倍である。

平均配当利回りは欧州が 4%、英国ではさらに高い 5% に上る。英国に対するエクスポージャーは、ETF の i シェアーズ MSCI 英国 (EWU) を通じて獲得することができる。同 ETF の構成企業は、石油大手 BP (BP)、金融大手 HSBC (HSBC)、製薬大手グラクソスミスクライン (GSK)、石油大手ロイヤル・ダッチ・シェル (RDS.B) といった高配当銘柄で占められている。

食品大手ダノン (DANOY)、食品・日用品大手ユニリーバ (UN) といった欧州を代表する消費財銘柄や、カルティエおよびヴァンクリーフ&アーペルなどのブランドを有する高級時計・宝飾品大手リシュモン (CFRUY) の配当利回りは 3% を超える。

■ 4 位：米国の高配当株と高配当ファンド

昨年、バンガード高配当株式 ETF (VYM) は 9% 下落し、SPDR S&P500 ETF (SPY) を約 3% ポイント、アンダーパフォームした。投資家はさまざまな銘柄において、S&P500 指数の 2.2% を超える 3% 強の配当利回りを得ることができる。

大きな打撃を受けた金融セクターでは、JP モルガン (JPM)、ウェルズ・ファーゴ (WFC)、シティグループ (C)、モルガン・スタンレー (MS) の配当利回りが 3% を上回る。シティグループとモルガン・スタンレーの 2018 年 PER はわずか 8 倍で、純資産価額を下回る水準で取引されている。業界のリーダーである JP モルガンの PER は 10 倍だ。

低迷しているエネルギーセクターでは、石油大手のエクソンモービル (XOM) とシェブロン (CVX) の配当利回りがそれぞれ 4.8% と 4.1% である。しかし、原油価格の国際的な指標であるブレント原油先物価格が 1 バレル 50 ドルを下回る場合、両社が配当を支払う能力は低下するとみられる。資本財セクターの建機大手キャタピラー (CAT) や複合企業のユニテッド・テクノロジー (UTX) も 3% 近い配当利回りを有する。

バンガード以外の高配当株 ETF には、利回り 3.6% の i シェアーズ好配当株式 (DVY)、同 2.8% のプロシェアーズ S&P500 配当貴族 (NOBL) などがある。

■ 5 位：優先株式

優先株式セクターは、過去数カ月間、堅調な米国債市場とパフォーマンスが乖離 (かいり) しており、52 週安値付近で推移している。ジーグラ・キャピタル・マーケットのアレン・ハッサン氏は、企業利益をめぐる懸念と節税目的の売りによって価格が下落したとみる。

昨年、i シェアーズ米国優先株式 ETF (PFF) は 5% 下落し、直近の価格は約 34 ドル、利回りは 6.3% となっている。ウェルズ・ファーゴや JP モルガンなどの大手銀行が発行する優先株式の利回りは約 6% で、長

期米国債との利回り格差は 3%ポイントだ。銀行のバランスシートの改善や過去最高水準の利益を考慮すると、この差は大きい。

ほとんどの優先株式には満期が存在しないため、長期金利の変動によって非常に強い影響を受けかねないというリスクがある。しかし、発行者は通常、発行から 5 年後に額面価格で優先株式を償還することができる。一部の優先株式の株価は、金利上昇によって過去 18 カ月で 20%下落している。

■ 6 位：不動産投資信託 (REIT)

REIT は債券と同様の金利に敏感な性質と、株式と同様の景気に対するエクスポージャーを併せ持つが、最近では株式に似た推移となっている。代表的な ETF であるバンガード・リアル・エステート (VNQ) は、8 月の高値から約 10%下落し、利回りは 5%程度である。

2019 年に向けたウォール街の見方はやや楽観的だ。JP モルガンのアナリストは昨年 12 月、ファンズ・フロム・オペレーション (REIT のキャッシュフロー指標) の 3%の成長にけん引され、今年の REIT のトータルリターンが 10%になると予想した。なお、予想の時点では、バンガード・リアル・エステートの価格は現在の水準を上回っていた。

業界リーダーのボストン・プロパティーズ (BXP) とアバロンベイ・コミュニティーズ (AVB) は、投資口価格がそれぞれ 109 ドルと 172 ドル、利回りはともに約 3.5%である。アメリカン・タワー (AMT) は投資口価格が 155 ドル、利回りが 2%だ。一部のクローズドエンド・ファンドの利回りは上記の銘柄を上回っており、例えばコーヘン・アンド・スティアーズ・クオリティ・インカム・リアルティ (RQI) とヌビーン・リアル・エステート・インカム (JRS) は両方とも利回りが約 10%である。

■ 7 位：通信セクター

去年は、ベライゾン・コミュニケーションズ (VZ) と AT&T (T) のパフォーマンスの乖離が過去最大となった。ベライゾンが 6%上昇した一方、AT&T は 27%下落しており、後者はクリスマスの頃に 8 年ぶりの安値を付けた。直近の株価と利回りは、ベライゾンが 56 ドルと 4.3%、AT&T が 29 ドルと 6.9%で、後者の利回りは S&P500 指数の構成銘柄の中でも特に高い。

両社は共に米国の携帯電話市場の改善による恩恵を受けているが、AT&T は巨額の債務をめぐる懸念が重しとなっている。同社は配当の維持と債務の削減に取り組んでおり、フリーキャッシュフローで配当を十分にカバーできると主張している。同社は 12 月に四半期配当を 1 セント引き上げて 51 セントとした。

それでも、ベライゾンの方が安全であると言える。この見方を反映して、同社の 2019 年予想 PER は 12 倍となっている。AT&T は 8 倍とバリュエーションの底に近い。

■ 8 位：地方債

地方債の昨年のトータルリターンは辛うじて 1%に達し、最高のパフォーマンスを上げた米国の資産クラスの一つとなった。新規発行が約 20%減少し、新規則によって既存債の早期償還が抑制されるなど、好ましい需給バランスが寄与した。さらに重要な点として、満期を迎える債券や償還される債券と、新規発行債券の金額がおおむね一致し、発行残高が約 3 兆 8000 億ドルに維持された。

問題は長期債以外の絶対的な利回りが低いことである。トリプル A 格の 3 年物債券利回りは 1.75%、10 年物債券利回りは 2.3%だ。30 年物債券は信用力に応じて 3~5%の利回りを有し、最も魅力的となっている。最大の地方債ファンドはバンガード中期非課税ファンド (VWITX) で、利回りは 2.8%である。ピムコ・ハイイールド地方債ファンド (PYMAX) は利回りが 4%超で、近年はほとんどの競合ファンドをアウトパフォームしている。

多くのクローズドエンド・ファンドは純資産価額（NAV）に対して大幅なディスカウントとなっており、平均ディスカウント幅は約 13%で、その結果として利回りは 5%以上に達している。最大のファンドはヌビーン AMT フリー・クオリティ・ミュニシパル・インカム（NEA）で、直近の価格が 12.5 ドル、NAV に対するディスカウントが 14%、利回りが 5.1%である。

■ 9 位：公益セクター

昨年の電力銘柄は投資家の損失を抑える役割を果たした。S&P500 指数が配当込みベースで 4.4%下落した一方、ETF の公益事業セレクト・セクターSPDR（XLU）のリターンは 3.9%に達した。しかし、公益銘柄は割安ではなく、2019 年予想 PER は平均 17 倍と S&P500 指数の約 14 倍を上回る。市場が崩壊しない限り、今年の公益セクターが S&P500 指数をアウトパフォームするとは考えにくい。

公益事業セレクト・セクターSPDR の利回りは 3.4%である。代表的な企業の直近の株価と利回りは、ネクステラ・エナジー（NEE）が 170 ドルと 2.6%、デューク・エナジー（DUK）が 85 ドルと 4.4%、エクセル（XEL）が 48 ドルと 3.2%、コンソリデーター・エジソン（ED）が 75 ドルと 3.8%だ。

■ 10 位：投資適格債

2018 年の信用不安は、ジャンク債だけではなく投資適格債にも及んだ。昨年のリターンは、米国債がマイナス 1%だったのに対して、i シェアーズ iBoxx 米ドル建て投資適格社債 ETF（LQD）はマイナス 3.8%だった。相場下落により、投資適格債は以前よりも良く見えるようになってきた。現在の利回りは、i シェアーズ ETF が 3.7%、バンガード中期社債 ETF（VCIT）が 3.6%である。

■ 11 位：米国債

米国債は究極の逃避先であり、市場の混乱や下落に対するヘッジを提供する。しかし、利回りはそれほど高くなく、短期債の約 2.3%から 30 年物国債の 2.9%の間にとどまっている。短期債と長期債の利回り格差が小さいため、利回りが約 2.4%の 2 年物国債を保有していれば十分かもしれない。

Playing the Yield

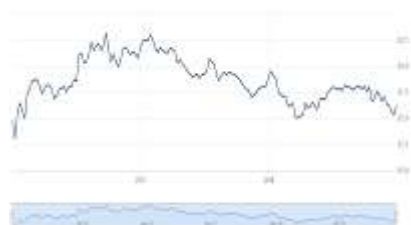
Here are picks in 11 income investment categories, ranked by their relative attractiveness.

Income Investment / Ticker	Price	2018 Total	Yield	Discount to
Master Limited Partnerships				
Alerian MLP / AMLP	\$8.89	-12.60%	8.60%	N/A
Salient Midstream & MLP / SMM	7.58	-27.7	8.9	15.30%
Kayne Anderson MLP / Midstream Inv. Co. / KYN	14.11	-19.4	10.2	3
Enterprise Products Partners / EPD	24.99	-1.3	6.9	N/A
Junk Bonds and Funds				
iShares iBoxx High Yield Corporate / HYG	\$80.99	-2.00%	5.60%	N/A
MainStay MacKay High Yield Corporate / MKHCX	5.31	-2.6	5.1	N/A
BlackRock Corporate High Yield / HYT	9.39	-7.8	9.1	12.20%
Nuveen Credit Strategies Income / JQC	7.41	-4.3	6.5	12.2
European Dividend Stocks and Funds				
First Trust Stoxx European Select Dividend/FDD	\$11.89	-8.90%	5.10%	N/A
Vanguard FTSE Europe / VGK	48.35	-14.9	4	N/A
BP / BP	38.59	-4.5	6.4	N/A
U.S. Dividend Stocks and Funds				
Tri-Continental / TY	\$23.60	-5.90%	4.30%	11.40%
Vanguard High Dividend Yield / VYM	78.12	-5.9	3.4	N/A
iShares Select Dividend / DVY	89.01	-6.3	3.6	N/A
JPMorgan Chase / JPM	99.31	-6.6	3.2	N/A
Preferred Stock				
iShares U.S. Preferred Stock / PFF	\$34.55	-4.60%	6.30%	N/A
Nuveen Preferred & Income Securities / JPS	8.35	-12.3	8.1	6.10%
Carlyle Group 5.875% / TCGP	20.64	-13.9	7.2	N/A

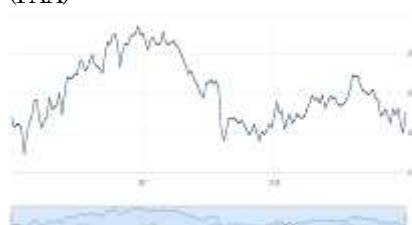
Real Estate Investment Trusts and Funds				
Vanguard Real Estate / VNQ	\$72.95	-6.00%	4.80%	N/A
Cohen & Steers Quality Income Realty / RQI	10.26	-11.1	9.4	10.00%
Nuveen Real Estate Income / JRS	8.34	-18.1	10.1	9.8
Boston Properties / BXP	109.15	-10.9	3.5	N/A
Telecom				
AT&T / T	\$29.54	-22.20%	6.90%	N/A
Verizon Communications / VZ	56.02	11.3	4.3	N/A
Vodafone / VOD	19.72	-34.9	8.6	N/A
Municipal Bonds				
Vanguard Intermediate-Term Tax-Exempt / VWITX	\$13.92	1.30%	2.80%	N/A
Nuveen AMT-Free Quality Municipal Income / NEA	12.5	-5.7	5.1	13.7
MainStay MacKay High-Yield Municipal / MMHDX	12.36	3	3.1	N/A
BlackRock Municipal 2030 Target Term Trust / BTT	20.8	-4.6	3.6	12.4
Electric Utilities				
Utilities Select Sector SPDR / XLU	\$52.01	3.90%	3.40%	N/A
Reaves Utility Income / UTG	29.35	1.8	6.9	0
Edison International / EIX	56.75	-6.7	4.3	N/A
Investment-Grade Bonds				
iShares iBoxx \$ Investment Grade Corporate / LQD	\$113.17	-3.80%	3.70%	N/A
AT&T 5.35% bonds due 2066 / TBB	22.65	-9.5	6	N/A
BlackRock Credit Allocation Income Trust / BTZ	11.28	-10.3	7.1	13.9
Treasuries				
iShares TIPS Bond / TIP	\$109.68	-1.40%	2.70%	N/A
iShares 1-3 Year Treasury Bond / SHY	83.63	1.5	1.7	N/A
iShares 20+ Year Treasury Bond / TLT	122.15	-1.6	2.8	N/A

N/A= Not Applicable
Source: Bloomberg

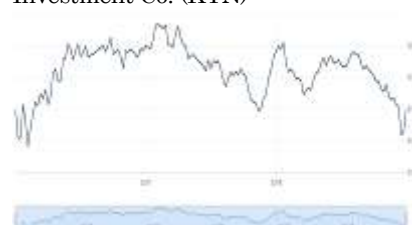
Kinder Morgan Inc. (KMI)



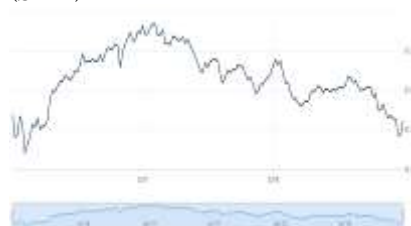
Plains All American Pipeline L.P. (PAA)



Kayne Anderson MLP/Midstream Investment Co. (KYN)



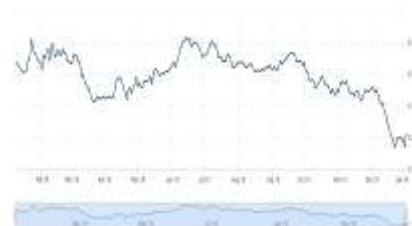
Salient Midstream & MLP Fund (SMM)



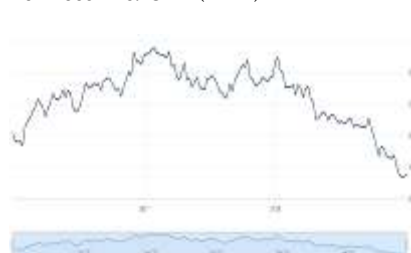
MainStay MacKay High Yield Corporate Bond Fund:B (MKHCX)



Mattel Inc. (MAT)



Tenneco Inc. CIA (TEN)



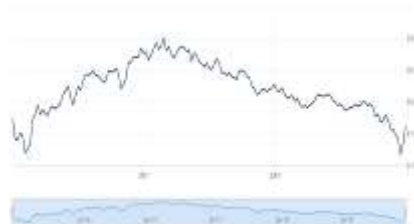
iShares iBoxx \$ High Yield Corporate Bond ETF (HYG)



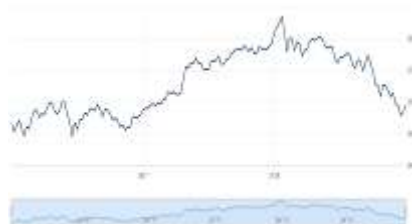
BlackRock Corporate High Yield Fund Inc. (HYT)



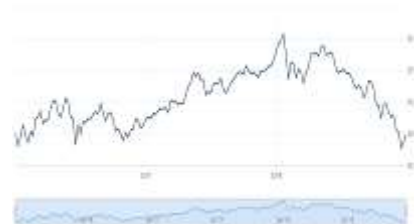
Nuveen Credit Strategies Income Fund (JQC)



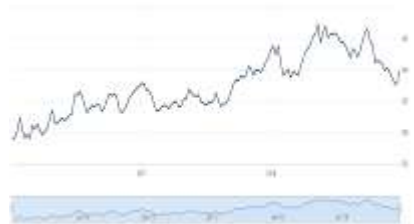
Vanguard FTSE Europe ETF (VGK)



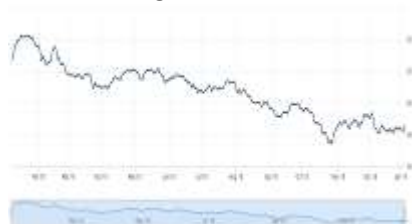
iShares MSCI United Kingdom ETF (EWU)



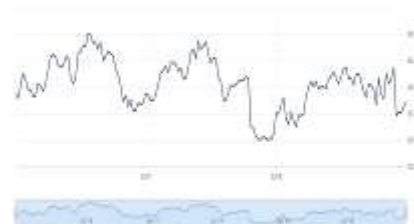
BP PLC ADR (BP)



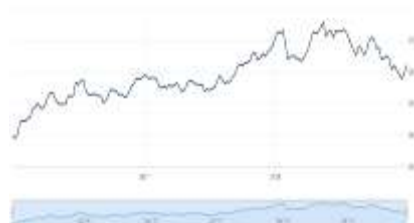
HSBC Holdings PLC ADR (HSBC)



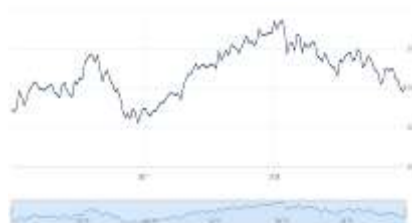
GlaxoSmithKline PLC ADR (GSK)



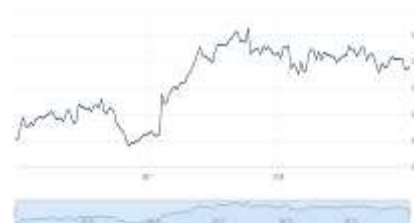
Royal Dutch Shell PLC ADR B (RDS.B)



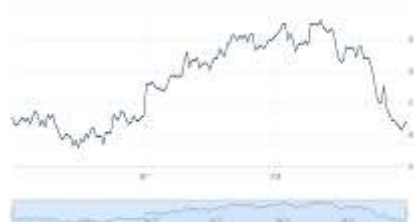
Danone S.A. ADR (DANOY)



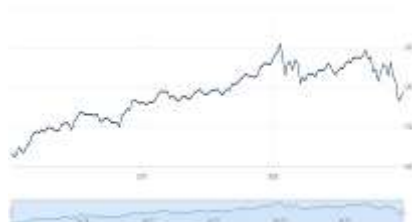
Unilever N.V. ADR (UN)



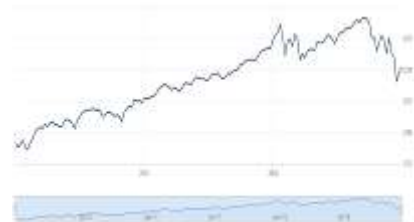
Compagnie Financiere Richemont S.A. ADR (CFRUY)



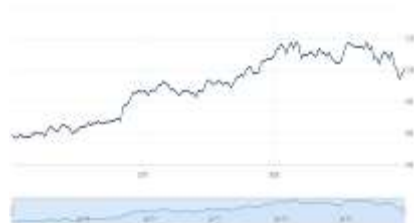
Vanguard High Dividend Yield ETF (VYM)



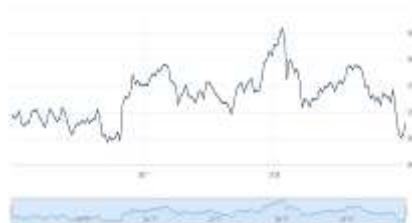
SPDR S&P 500 ETF Trust (SPY)



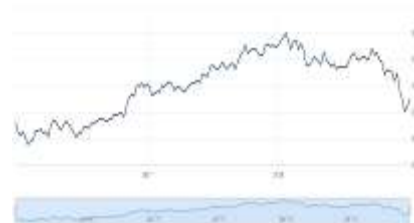
JPMorgan Chase & Co. (JPM)



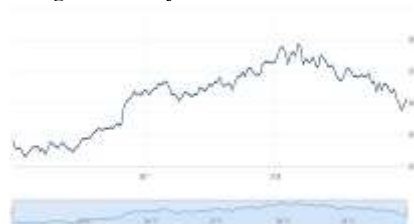
Wells Fargo & Co. (WFC)



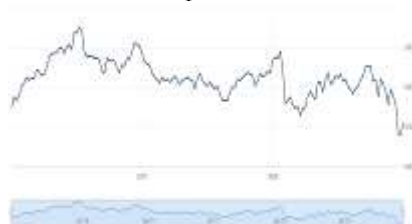
Citigroup Inc. (C)



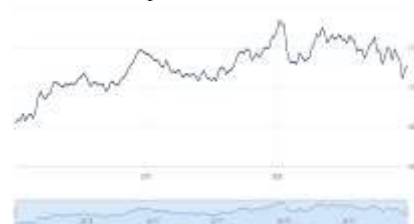
Morgan Stanley (MS)



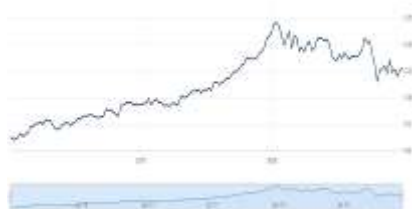
Exxon Mobil Corp. (XOM)



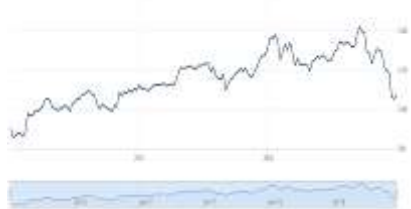
Chevron Corp. (CVX)



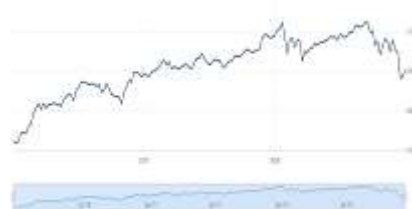
Caterpillar Inc. (CAT)



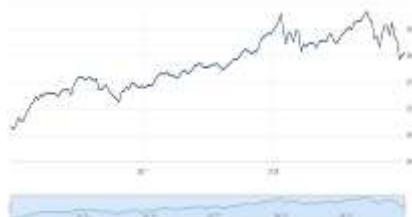
United Technologies Corp. (UTX)



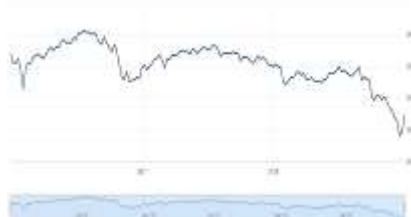
iShares Select Dividend ETF (DIVY)



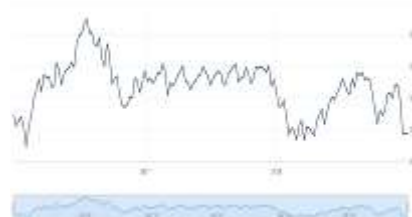
ProShares S&P 500 Dividend Aristocrats ETF (NOBL)



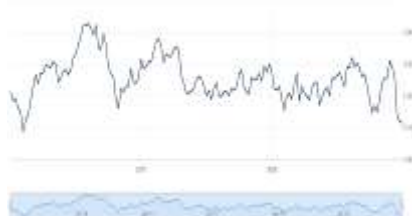
iShares U.S. Preferred Stock ETF (PFF)



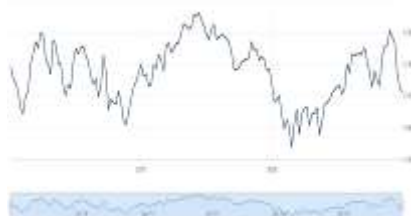
Vanguard Real Estate ETF (VNQ)



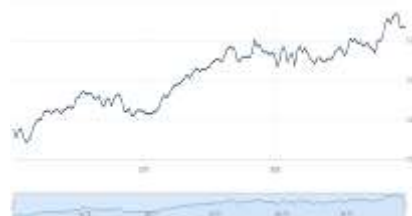
Boston Properties Inc. (BXP)



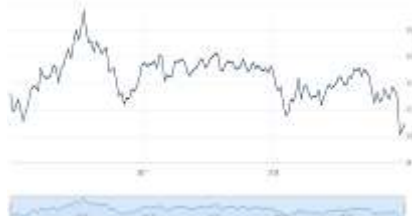
Avalonbay Communities Inc. (AVB)



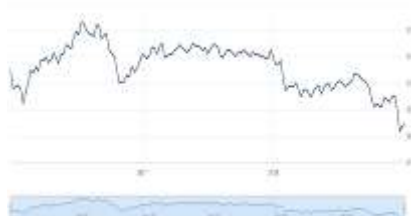
American Tower REIT (AMT)



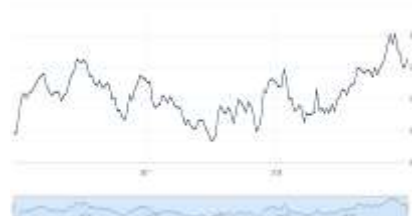
Cohen & Steers Quality Income Realty Fund Inc. (RQI)



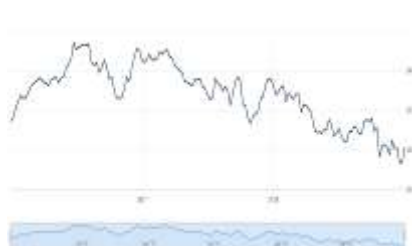
Nuveen Real Estate Income Fund (JRS)



Verizon Communications Inc. (VZ)



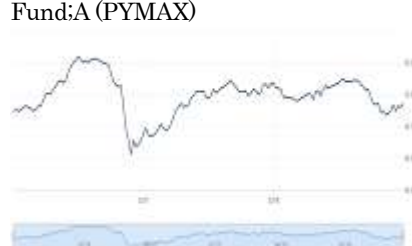
AT&T Inc. (T)



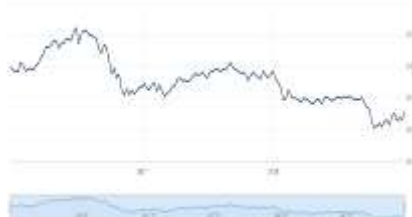
Vanguard Intermediate-Term Tax-Exempt Fund;Investor (VWITX)



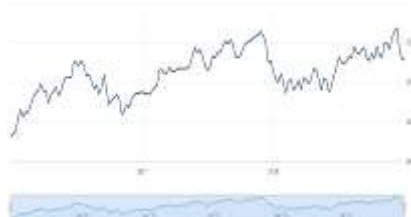
PIMCO High Yield Municipal Bond Fund;A (PYMAX)



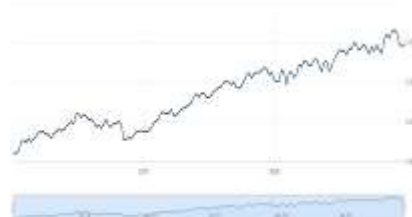
Nuveen AMT-Free Quality Municipal Income Fund (NEA)



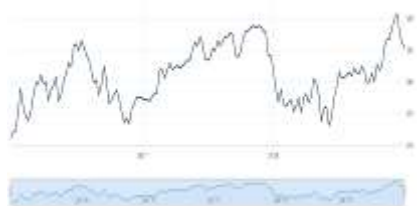
Utilities Select Sector SPDR ETF (XLU)



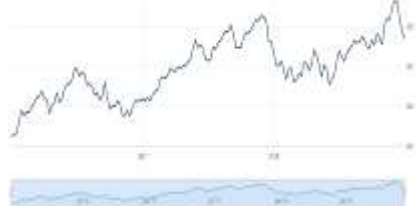
NextEra Energy Inc. (NEE)



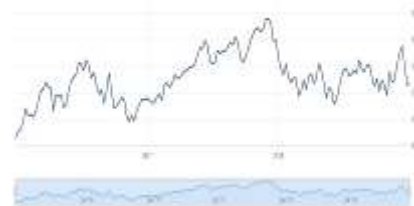
Duke Energy Corp. (DUK)



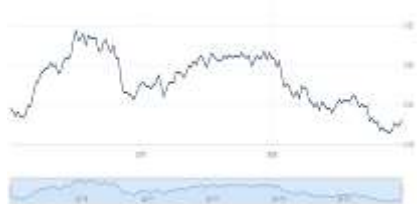
Xcel Energy Inc. (XEL)



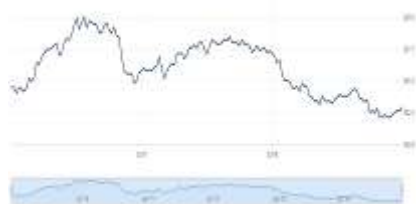
Consolidated Edison Inc. (ED)



iShares iBoxx \$ Investment Grade Corporate Bond ETF (LQD)



Vanguard Intermediate-Term Corporate Bond (VCIT)



チャートは3年

By ANDREW BARY
(Source: Dow Jones)

2. Why There's Still Plenty of Value in Apple's Core 買い場の到来 中核に多大な価値が依然ある理由

【アップル】

■ 長期的には端末の設置基盤が重要な指標

ウォール街は奇妙なところだ。2018 年夏にアップル (AAPL) の株価が急騰したとき、アナリストの目標株価もぐんぐん引き上げられた。1 月 2 日に同社が業績見通しを大幅に下方修正すると、同じアナリストの多くが予想を下方修正した。こうしたウォール街の受動的な姿勢は、売り注文を出すことを考えもしないうちに 750 億ドルもの時価総額が失われるのを目の当たりにした個人投資家にとって何ら助けとなっていない。



結論から言えば、投資家はアップル株を保有し続けた方が賢明である。アップルの現在の株価パフォーマンスは iPhone (アイフォーン) と結び付いている一方、同社の未来は 13 億台と推定される膨大な可動端末と結び付いているからだ。最高経営責任者 (CEO) のティム・クック氏は可動端末を収益化するためのより良い方法を見付ける必要がある。このところの iPhone の不振はそうした取り組みを加速するはずだ。

■ iPhone のモデルチェンジの成否に左右されにくい体質になっている

アップルは 2 日、2019 年度第 1 四半期 (10-12 月期) の売上高見通しを約 840 億ドルに引き下げた (コンセンサス予想は 913 億ドル)。クック氏は同日付の投資家向け書簡の中で主な原因として中国を挙げ、「主要新興国である程度の困難を予想していたものの、特に (香港などを含めた) 大中華圏での景気減速の程度は予想外だった」と説明した。さらに同社は他の原因として、iPhone 向けのバッテリー交換プログラム、通信事業者の販売奨励金の削減、為替変動を挙げた。だが、最も明白な原因である製品サイクルの失敗については言及しなかった。ここでいう失敗とは、昨年秋に発売した新型 iPhone の機能の魅力が不十分だったことだ。

ニュー・ストリート・リサーチのアナリストであるピエール・フェラギュ氏は、会社見通しの予想未達幅の 80% はモデル更新が期待を下回るレベルだったことが原因で、残りが中国によるものだったと推定する。同氏は本誌の取材に対し、「ユーザーは自分の iPhone を愛するあまり、より長く使用するようになった」と指摘している。

とはいえ顧客の忠誠は依然として良いニュースだ。フェラギュー氏はアップル株の投資判断をニュートラルに引き上げ、アンダーパフォームする理由はもはやないと述べた。

投資家のアップルに対するセンチメントは、iPhone 5C の失望から大画面の iPhone 6 の大成功へ、さらには iPhone 6S の不振といった具合に、極端な悲観と極端な楽観の間で数年おきに揺れ動いてきた。だが、次の製品サイクルが平凡なものだったとしても、強固なバランスシート、輝かしいブランド、優良な顧客基盤、ユーザーを捉えて離さないソフトウェアとサービスのエコシステムといった同社の特質は変わらない。

■ 悪材料は出尽くした

アップルの 2019 年度予想株価収益率 (PER) は 12 倍で、S&P500 指数の 14.2 倍を下回る。1300 億ドルのネットキャッシュを考慮に入れるとなおさら割安だ。

本誌はここ 2 年にわたりアップルの浮沈を記事で取り上げてきた。本誌の主な主張は、iPhone の精彩を欠いた製品サイクルがウォール街の予想に十分に織り込まれるまで投資家は待つべきだというものだ。2 日の会社見通しの引き下げを受けてウォール街は 2019 年度の iPhone 出荷台数予想を 11% 下方修正した。これは、本誌が予想していた買い場の到来を意味している。

ヘラー・ハウスのヘッジファンド・マネジャーを務めるマルセロ・リマ氏は、アップルは最近幾つかのテクノロジーで競争の後手に回っているものの、現在のバリュエーションは悲観的過ぎると指摘する。

過去の下降サイクルとのもう一つの重要な違いは、アップルが株主還元の強化を約束しており、それが株価を下支えする可能性があることだ。クック氏は先週、アップルは「ネットキャッシュをやがてゼロにする」という目標を維持していると述べ、自社株買いの拡大または増配をほのめかした。

RBC キャピタル・マーケッツのアミット・ダリヤナニ氏は、「新しい会社見通しは評価の基準をリセットするものであり、悪いニュースはなくなった。アップルは強靱なバランスシートを備え、積極的な自社株買いを続けており、依然として保有すべき大型ハイテク株の中心的存在だ」と考えている。さらに同氏は、iPhone の販売台数が今後数年にわたり横ばいとなった場合でも 10% の増益率を達成できると指摘する。つまり、同社の利益は収益性の高いサービス部門と持続的な自社株買いの恩恵を受け続けている。

アップルが iPhone の販売を再び活性化させる可能性もある。同社は 2019 年後半に機能を改善した製品ラインアップを投入するだろう。だが、iPhone の復活をけん引する可能性がより高いのは第 5 世代の通信技術 (5G) だ。これは恐らく 2020 年か 2021 年のシナリオだが、投資機会が認識され始める時期はそれより早いかもしれない。

株価の下落により、アップル株への投資で成功するための複数の方法が開けている。配当利回りは 2% と高い。同社の予想 PER が過去の平均である 13.6 倍に回帰すると想定した場合、株価は 166.46 ドルだ。1 株当たり現金の 27 ドルを足し戻すと (ネットキャッシュを最終的にゼロにするという約束を踏まえると論理的なステップ)、同社株には直近終値の 148.26 ドルを 31% 上回る 194 ドルの価値があることになる。

Apple

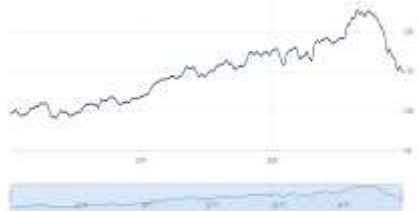
(AAPL/Nasdaq) Weekly close
on Jan. 4



Source: SIX

Apple Inc. (AAPL)

チャートは 3 年



By TAE KIM
(Source: Dow Jones)

3. The Top Sustainable Funds サステナブルなファンドランキング 【ESG 投資】 市場を上回るパフォーマンスと高いサステナビリティ評価を両立させたファンド

■ サステナビリティで高評価の米国大型株ファンドをランク付け
不測の事態は起こるものだが、無知を主張することはもはや選択肢ではない。良き企業市民は ESG（環境、社会、ガバナンス）要素に注意を払うものであり、一部の著名な投資家は、その重要性を明確に提唱し始めている。



本誌がモーニングスターのデータベースに基づいて実施した年次のファンド調査は、その主張を裏付ける結果となった。2016 年と 2017 年に続き、持続可能性（サステナビリティ）の高い企業を重視した投資家は 2018 年にも市場を上回る成績を上げている。本誌が抽出した大型株ファンドのうち、大型株の S&P500 指数をアウトパフォームしたのは 39%で、アクティブ運用のファンド全体の 36%を上回った。

ランキングのトップ 3 は、ボレン・グロース (POLIX)、フィデリティ・フォーカスト・ストック (FTQGX)、カルバート・エクイティ (CSIEX) で、いずれも前回までトップ 25 にも入っていなかったファンドである。3 本とも運用資産 20 億ドル以上で、集中的なグロース株ポートフォリオからのリターンは 5%超と、2018 年の S&P500 指数のトータルリターンのマイナス 4.4%を軽々と上回った。

モーニングスターと提携する ESG 調査会社サステナリティクスは、100 を超える ESG 項目に基づいて、世界中の 1 万社以上の企業のサステナビリティスコアを算出している。モーニングスターはこの情報を利用して、保有銘柄に基づいて、データベース内の 3 万 5500 本のファンドを評価する。本誌はモーニングスターのデータを使用して、サステナビリティの評価が「高い」（カテゴリーの上位 10%以内）または「平均以上」（上位 3 分の 1）の米国大型株ファンドを抽出した。

対象を運用資産 3 億ドル以上で少なくとも 1 年間の運用実績がある米国大型株ファンドに絞ったところ、188 本のファンドが抽出され、その総運用資産は 1 兆ドルを超えた。本誌は 12 月 31 日までの 12 カ月間のリターンに基づいてこれらのファンドをランク付けした。

ESG 要素を銘柄選択の手順に取り入れているマネジャーの一部は、分析手法をさらに進化させている。イートン・バンス (EV) の一部門であり、サステナビリティ投資の権威であるカルバート・リサーチ・アンド・マネジメントを統括するジョン・ストラウアー氏は、この動きを ESG 2.0 と呼んでいる。「5 年前の ESG に関する調査やエンゲージメントは、苦戦したり問題を抱える企業を見付けたりするリスク軽減の面に主眼を置いていた。それは今でも重要だが、ESG 2.0 の焦点は機会にあり、競争力を向上させている企業の特定に焦点を置く。現在それを行っているファンドマネジャーは極めて少ない」と同氏は解説する。

■ 優良銘柄がサステナビリティでも高評価

本誌のリストの上位 2 本のファンドは、サステナビリティをマニフェストに定めているわけではないが、高い

サステナビリティスコアを有する銘柄を保有している。そしてファンドが高得点を獲得したことは、ポートフォリオマネジャーが自分たちのプロセスについて検討を深めるきっかけとなっている。

リストのトップを飾った運用資産 25 億ドルのポレン・グロースファンドは、株式市場の変動時にパフォーマンスを上げる傾向がある。マネジャーを務めるダン・ダビドウィッツ氏は優良銘柄を重視し、昨年は自動車用品販売のオライリー・オートモーティブ (ORLY)、ソフトウェア大手のアドビ (ADBE)、クレジットカード大手マスターカード (MA)、マイクロソフト (MSFT) といった「退屈」と評されがちな銘柄がパフォーマンスを押し上げたと指摘する。

ダビドウィッツ氏は、自身のポートフォリオがサステナビリティで高評価を得ていることと、欧州の顧客の要望に応じて ESG 分析レポートを読み始めたが、評価は既に知っていることの確認にすぎないと述べる。ESG で高評価の企業は長期的に市場をアウトパフォームできると主張する文献もあるが、ダビドウィッツ氏の考え方は異なる。「ESG データが示すのは、世界有数の企業は良き企業市民でもある傾向があるということだ。因果関係は逆で、優秀な企業は正しいことに再投資する傾向があると言える」と同氏は指摘する。

ランキング 2 位は、運用資産 23 億ドルのフィデリティ・フォーカスト・ストックだった。これは、ベテランのポートフォリオマネジャーであるスティーブン・ドゥフォー氏の堅実な銘柄選択を反映している。アドビ、マイクロソフト、マスターカード、そして医療機器大手のボストン・サイエンティフィック (BSX) などが過去 1 年のパフォーマンスを後押しした。

フィデリティ・フォーカストは昨年 5% のリターンを上げ、大型株グロース・ファンドの 94% をアウトパフォームした。ドゥフォー氏は、自分の選択した銘柄が ESG 高評価を得る理由を調べている。「私の仕事はファンド成績の変動要因を理解することだ。そこで、このような結果が出る要因とそれを強化する方法を探るチームを結成した。今のところガバナンスが主要因に挙がっているが、まだやるべきことがたくさんある」と同氏は述べる。

ランキング 3～5 位は、カルバート・エクイティ、ブラウン・アドバイザリー・サステナブル・グロース (BAFWX)、ジョン・ハンコック US グローバル・リーダーズ・グロース (USGLX) だった。

■ サステナビリティへのアプローチはまちまち

トップ 10 のうち、明確なサステナビリティのマンデートを定めているのは、カルバート・エクイティ、ブラウン・アドバイザリー、ジェンセン・クオリティ・グロース (JENSX)、アマナ・グロース (AMAGX) の 4 本にとどまる。アマナはシャリアを重視する宗教的なファンドだが、それ以外は成長株に集中投資を行うファンドであり、サステナブル投資へのアプローチはそれぞれ異なる。

カルバートでは、ESG リサーチアナリストがポートフォリオマネジャーの銘柄選択を手助けしている。ジェンセンは ESG 情報を銘柄選択ではなく主に企業の精査に使用している。一方、ブラウン・アドバイザリー・サステナブル・グロースは、カリナ・ファンク氏と共同マネジャーを務めるデビッド・パウエル氏によると、二酸化炭素 (CO2) 排出量や水使用量の削減を重視するなど、事業運営を通して他社を凌駕する企業を探すために使用している。「われわれはサステナビリティで攻勢に出ている」と同氏は述べる。それが功を奏し、ファンドは 2018 年に 5% のリターンを上げた。

市場をアウトパフォームし、サステナビリティで高スコアを獲得した他のファンドとしては、GMO クオリティ IV (GQEFX)、MFS マサチューセッツ・インベスター・グロース・ストック (MIGFX)、クリアブリッジ・ラージ・キャップ・グロース (SBLGX)、バンガード・プライムキャップ (VPMCX) がある。

パルナッソスのファンド 3 本は 3 年連続でランキングに登場した。パルナッソス・コア・エクイティ (PRBLX) はトップ 30 に入ったが、グロース志向のパルナッソス (PARNX) はリストの中盤から下位 25 本に、パル

ナッソス・エンデバー（PARWX）は、昨年の 23 位から下位 10 番まで落ち込んだ。3 本とも一貫してサステナビリティスコアが高く、優れた長期成績を有するものの、投資スタイルと時流に応じてパフォーマンスも変動する。エンデバーファンドを共同運用するビリー・フワン氏は、「市場は注目銘柄を追いかけて、本質的価値、少なくともわれわれが推計する価値を認めてこなかったが、そのことは変わり得る」と述べる。

The Top Sustainable Mutual Funds

Barron's selected the top U.S. large-company, actively managed funds with the most sustainable portfolios, and ranked them by one-year returns. Of the funds, 39%, or the first 73 funds, beat the S&P 500 Index's negative 4.4% return in the year ended on Dec. 31, 2018. Asterisks denote funds with a sustainable mandate—ESG-focused, socially responsible, or religious. The others come by their sustainable portfolios via their stock-picking process. The ranking was based on data provided by independent research firms Morningstar and Sustainalytics.

Rank	Fund / Ticker	Percent Rank in Category One-Year Returns	Total Return One-Year	Total Return Three-Year*	Total Return Five-Year*	Fund Sustainability Ranking	Assets (mil)	2017 Ranking
1	Polen Growth / POLIX	3	7.80%	11.10%	12.80%	High	\$2,496	58
2	Fidelity Focused Stock / FTQGX	6	5.30	12.60	8.60	High	2,289	132
3*	Calvert Equity / CSIEIX	6	5.00	10.60	9.30	High	2,373	134
4*	Brown Advisory Sustainable Growth / BAFWX	7	4.60	12.30	11.20	High	742	112
5	JHancock US Global Leaders Growth / USGLX	8	3.60	9.30	8.90	High	1,238	161
6	Nuveen Winslow Large-Cap Growth / NVLIX	8	3.50	10.40	9.70	Above Average	559	N/R
7	MainStay Large Cap Growth / MLAAX	8	3.50	10.00	9.20	Above Average	10,268	N/R
8*	Amana Growth / AMAGX	12	2.40	12.40	10.10	High	1,693	36
9	MassMutual Select Growth Opps / MGRSX	12	2.30	8.00	7.70	Above Average	588	56
10*	Jensen Quality Growth / JENSX	13	2.20	12.10	9.90	High	6,200	147
11	Ivy Large Cap Growth / WLGAX	14	2.10	10.00	9.60	Above Average	4,230	40
12	Janus Henderson VIT Forty / JACAX	14	2.00	10.70	10.60	Above Average	783	13
13	GAMCO Growth AAA / GABGX	16	1.80	10.70	9.40	Above Average	594	79
14	AB Concentrated Growth / WPSGX	17	1.50	9.60	8.50	Above Average	404	41
15*	GuideStone Funds Growth Equity / GGEYX	19	1.20	9.90	9.10	Above Average	1,388	81
16	Janus Henderson Forty / JARTX	19	1.00	10.00	10.00	Above Average	12,020	27
17	MFS Massachusetts Inv Growth Stock / MIGFX	21	0.80	11.20	8.90	High	6,238	110
18	VALIC Company I Large Capital Growth / VLCGX	22	0.70	11.20	8.90	High	421	114
19	Vanguard US Growth / VWUSX	22	0.60	9.50	10.00	Above Average	10,159	45
20	GMO Quality IV / GQEFX	2	0.50	12.50	10.20	High	5,999	71
21	Summit GI US Low Volatility Equity / SILVX	3	0.20	8.30	8.60	Above Average	401	N/R
22	Vanguard Dividend Growth / VDIGX	3	0.20	8.70	8.10	Above Average	34,269	169
23	Bridge Builder Large Cap Growth / BBGLX	25	0.20	9.00	N/A	Above Average	5,818	106
24	Federated Kaufmann Large Cap / KLCIX	25	0.10	9.00	8.40	Above Average	2,834	83
25	TIAA-CREF Large-Cap Growth / TILGX	26	0.00	10.10	10.10	Above Average	4,646	N/R
26	Frontier MFG Global Equity / FMGEX	27	0.00	9.00	7.30	Above Average	957	104
27	Hartford Stock HLS / HSTAX	4	-0.10	8.70	8.00	Above Average	1,329	166
28*	Parnassus Core Equity / PRBLX	4	-0.20	8.70	7.90	High	14,723	186
29	Eaton Vance Atlanta Capital Select Equity / ESEIX	32	-0.30	8.10	7.70	Above Average	378	N/R
30	ClearBridge Large Cap Growth / SBLGX	32	-0.30	10.00	10.50	High	10,413	100
31	Pioneer Fundamental Growth / PIGFX	34	-0.60	8.10	8.90	High	5,416	105
32	Sterling Capital Equity Income / BEGIX	2	-0.70	11.60	7.00	High	1,514	133
33	USAA Aggressive Growth / USAUX	36	-0.80	9.10	8.80	Above Average	1,411	33
34	SEI Large Cap Growth F (SMT) / SELCX	37	-0.90	8.10	7.80	Above Average	1,301	123
35*	Putnam Sustainable Leaders / PNOPX	37	-0.90	11.20	9.20	High	4,325	N/R
36	Dreyfus US Equity / DPUIX	38	-1.00	11.40	7.30	High	437	66
37	T. Rowe Price Dividend Growth / PRDGX	6	-1.10	9.60	8.70	Above Average	8,693	151
38	Dreyfus / DREXV	39	-1.20	8.40	7.30	Above Average	1,133	N/R
39	MassMutual Select Equity Opportunities / MFVSX	6	-1.30	12.30	7.70	Above Average	578	3
40	Nicholas / NICSX	43	-1.50	5.30	5.50	Above Average	2,712	189
41	AMG Managers Montag & Caldwell Growth / MCGFX	46	-1.70	5.70	6.00	Above Average	493	177
42*	Pioneer / PIODX	8	-1.70	9.40	7.60	High	4,443	57
43	Carillon Eagle Growth & Income / HRCVX	4	-1.80	10.10	7.00	Above Average	624	158
44	State Street Instl Premier Growth Eq / SSPGX	48	-1.90	9.20	9.10	Above Average	329	N/R
45	DWS Capital Growth / SCGSX	49	-1.90	8.80	9.50	Above Average	1,319	N/R

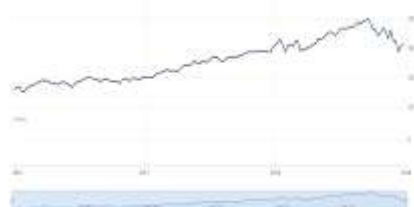
46	Janus Henderson Growth and Income / JNGIX	9	-2.00	11.40	9.30	Above Average	5,527	N/R
47	AAM/Bahl & Gaynor Income Growth / AFNIX	9	-2.00	9.50	8.00	Above Average	722	170
48	DFA US Large Cap Growth / DUSLX	50	-2.00	10.50	9.00	Above Average	1,802	95
49	Vanguard PRIMECAP / VPMCX	50	-2.00	12.00	11.30	High	65,635	12
50	American Funds American Mutual / AMRMX	4	-2.00	9.60	7.60	Above Average	48,908	150
51	ClearBridge Appreciation / SHAPX	10	-2.20	8.40	7.40	Above Average	5,579	146
52	Loomis Sayles Growth / LSGRX	53	-2.50	11.00	10.90	Above Average	7,200	64
53	Touchstone Large Cap Focused / SENCX	12	-2.70	10.10	8.10	Above Average	1,488	69
54	State Street Instl US Equity / SUSIX	12	-2.70	8.80	7.40	Above Average	371	85
55*	American Funds Washington Mutual / AWSHX	13	-2.90	9.80	8.00	Above Average	100,967	65
56	GE RSP US Equity / GESSX	14	-3.00	8.80	7.40	Above Average	4,702	84
57	Scharf / LOGIX	15	-3.10	4.50	5.90	Above Average	370	N/R
58	Delaware Value / DDVIX	7	-3.20	8.10	7.40	Above Average	12,656	193
59	DWS CROCI Equity Dividend / KDHAX	8	-3.20	11.20	7.00	Above Average	977	139
60	PACE Large Co Growth Equity / PCLCX	62	-3.20	8.30	8.20	Above Average	1,109	49
61	Elfun Trusts / ELFNX	63	-3.40	8.80	8.20	Above Average	2,429	N/R
62	Gotham Index Plus / GINDX	18	-3.50	12.80	N/A	Above Average	623	N/R
63	Delaware US Growth / DUGAX	64	-3.50	5.30	6.60	High	2,250	76
64	Principal Capital Appreciation / CMNWX	18	-3.50	8.20	7.70	Above Average	1,661	N/R
65	Vanguard Capital Opportunity / VHCOX	67	-3.80	11.20	10.90	High	17,211	2
66	Fidelity Large Cap Growth Enhanced Index / FLGEX	68	-3.80	9.80	9.30	Above Average	955	52
67	First Investors Select Growth / FICGX	69	-3.90	9.60	8.90	Above Average	670	7
68	Coho Relative Value Equity / COHOX	21	-4.00	7.40	7.00	High	544	190
69	Columbia Disciplined Core / AQEAX	21	-4.00	8.70	8.30	Above Average	4,047	N/R
70	Catalyst Dynamic Alpha / CPEAX	70	-4.10	9.50	11.30	High	351	N/R
71	Nuveen Santa Barbara Dividend Growth / NSBRX	22	-4.10	8.80	7.20	Above Average	2,992	126
72	Columbia Large Cap Growth III / NFEPX	70	-4.10	7.60	7.50	Above Average	1,379	N/R
73	Columbia Large Cap Growth V / GAEGX	70	-4.10	7.20	8.90	Above Average	3,108	N/R
74	Columbia Dividend Income / GSFTX	12	-4.40	9.40	8.20	Above Average	11,327	87
75	USAA Growth / USAAX	72	-4.40	9.30	9.60	High	2,444	60
76	JPMorgan Equity Income / HLIEX	12	-4.50	8.90	7.50	Above Average	17,885	119
77	PRIMECAP Odyssey Growth / POGRX	73	-4.50	11.00	10.60	Above Average	11,880	20
78	Lord Abbett Calibrated Dividend Growth / LAMYX	29	-4.50	9.60	7.60	Above Average	2,140	174
79	Nicholas Equity Income / NSEIX	13	-4.50	6.50	4.80	High	415	N/R
80	Strategic Advisers Growth / FSGFX	74	-4.50	8.90	8.60	Above Average	9,881	28
81	Sterling Capital Special Opps / BOPIX	75	-4.60	6.30	8.50	Above Average	967	138
82	Franklin Equity Income / FISEX	14	-4.70	7.30	6.00	Above Average	2,231	N/R
83	Nuance Concentrated Value / NCVLX	14	-4.70	8.00	5.80	High	400	N/R
84*	Pax Large Cap / PXLIX	76	-4.80	N/A	N/A	High	668	N/R
85*	Ave Maria Rising Dividend / AVEDX	35	-4.80	8.60	5.70	High	781	183
86	PGIM Jennison 20/20 Focus / PTWZX	77	-4.80	7.70	6.90	Above Average	921	N/R
87	Consulting Group Large Cap Equity / TLGUX	77	-4.80	6.80	6.90	Above Average	1,428	N/R
88	Columbia Large Cap Enhanced Core / NMIMX	36	-4.90	9.10	8.40	Above Average	409	46
89	Vanguard PRIMECAP Core / VPCCX	37	-4.90	10.50	10.20	High	10,953	16
90	Fidelity Capital Appreciation / FDCAX	77	-4.90	6.70	6.50	Above Average	5,712	N/R
91	Schroder North American Equity / SNAEX	38	-4.90	8.90	7.60	Above Average	888	N/R
92	Glenmede Quant US Large Cap Growth / GTLLX	78	-5.00	9.20	10.20	High	2,982	43
93	DFA US Hi Relatv Profitability / DURPX	42	-5.10	N/A	N/A	Above Average	749	N/R
94*	VALIC Company II Socially Responsible / VCSRX	43	-5.20	8.20	8.10	High	638	135
95*	Amana Income / AMANX	43	-5.20	8.00	6.00	High	1,222	180
96	Hartford Dividend and Growth / HDGYX	17	-5.30	8.70	7.50	High	7,659	72
97	Franklin Rising Dividends / FRDPX	45	-5.30	9.20	6.60	High	19,304	165
98	MFS Massachusetts Investors Trust / MITTX	45	-5.30	8.40	7.20	High	5,120	63
99	State Farm Growth / STFGX	45	-5.30	8.40	6.50	Above Average	4,588	179
100	Hartford Dividend and Growth HLS / HIADX	17	-5.30	8.80	7.50	High	2,961	70
101	Columbia Dividend Opportunity / INUTX	17	-5.30	7.10	5.60	High	2,590	196
102	Principal Equity Income / PQIAX	18	-5.40	9.50	7.10	Above Average	6,580	89
103	Destinations Equity Income / DGEFX	19	-5.40	N/A	N/A	Above Average	367	N/R
104	Neuberger Berman Equity Income / NBHIX	19	-5.50	7.30	6.00	Above Average	1,359	187
105*	TIAA-CREF Social Choice Equity / TISCX	49	-5.50	9.00	7.10	High	3,443	80

106*	JPMorgan US Research Enhanced Equity / JPIEX	50	-5.60	8.00	7.30	Above Average	5,692	68
107	First Eagle US Value / FEVIX	51	-5.60	7.10	4.80	Above Average	1,614	192
108	Pioneer Disciplined Growth / PINDX	84	-5.70	7.30	7.70	Above Average	1,110	32
109	AB Relative Value / CABDX	22	-5.80	7.50	6.50	Above Average	1,578	75
110	DWS Core Equity / SCDGX	53	-5.80	8.10	8.20	Above Average	3,296	N/R
111*	Neuberger Berman Sustainable / NBSRX	54	-5.80	7.10	6.20	Above Average	1,909	136
112*	JPMorgan US Equity / JMUEX	54	-6.00	8.20	7.80	Above Average	12,450	61
113*	New Covenant Growth / NCGFX	87	-6.10	7.30	6.00	High	392	124
114	Lazard US Equity Concentrated / LEVIX	56	-6.10	5.20	8.20	High	1,112	202
115	BlackRock High Equity Income / BMCIX	25	-6.10	5.70	5.60	High	422	142
116	BNY Mellon Focused Equity Opp / MFOMX	88	-6.10	11.50	9.30	Above Average	398	N/R
117	SEI Tax-Managed Large Cap F (SMT) / TMLCX	58	-6.30	7.10	6.10	Above Average	3,517	113
118	Homestead Value / HOVLX	27	-6.40	8.70	7.60	High	877	86
119	Dreyfus Appreciation / DGAGX	59	-6.40	8.30	6.10	Above Average	1,457	51
120	SEI Large Cap A (SLT) / SLCAX	60	-6.40	6.70	6.50	Above Average	1,216	108
121	BlackRock Advantage US Total Market / MASPX	60	-6.40	8.10	4.30	High	394	N/R
122	Natixis US Equity Opportunities / NEFSX	89	-6.50	9.70	9.60	Above Average	903	30
123	Oppenheimer Rising Dividends / OARDX	61	-6.50	4.50	4.70	Above Average	2,605	N/R
124	Sit Dividend Growth / SDVGX	62	-6.60	7.50	7.00	Above Average	463	144
125	American Funds Fundamental Investors / ANCFX	62	-6.60	9.00	7.90	Above Average	88,296	37
126	Voya Index Plus LargeCap Portfolio / IPLIX	65	-6.80	8.60	8.00	Above Average	844	50
127	AB Equity Income / AUJAX	30	-6.80	6.70	5.10	High	508	155
128	American Century Income and Growth / BIGRX	30	-6.90	8.50	6.30	Above Average	1,978	140
129	SEI Large Cap F (SMT) / SLGAX	66	-6.90	7.40	6.20	Above Average	2,156	98
130	Russell Inv Tax-Managed US Large Cap / RETSX	66	-7.00	7.40	6.80	Above Average	2,807	99
131	Independent Franchise Partners US Equity / IFPUX	68	-7.10	6.90	7.80	High	1,796	185
132	Dodge & Cox Stock / DODGX	31	-7.10	10.10	7.10	Above Average	71,815	9
133	PRIMECAP Odyssey Stock / POSKX	69	-7.10	9.70	9.10	High	9,436	24
134	BlackRock Equity Dividend / MADVX	31	-7.20	8.00	6.60	High	17,618	N/R
135	PGIM Jennison Equity Income / AGOCX	69	-7.20	4.10	2.80	Above Average	1,393	198
136	Fidelity Mega Cap Stock / FGRTX	69	-7.20	7.50	6.40	Above Average	1,900	82
137*	American Century NT Large Co Value / ACLIX	33	-7.30	6.00	5.20	Above Average	1,501	163
138	BBH Core Select / BBTEX	72	-7.40	6.30	4.80	Above Average	745	152
139	Invesco Dividend Income / FSTUX	34	-7.40	5.30	7.00	Above Average	1,457	N/R
140	Federated MDT Large Cap Value Service / FSTKX	34	-7.40	6.70	5.70	Above Average	1,080	N/R
141	PGIM QMA Large-Cap Core Equity / PTEZX	73	-7.50	8.20	7.70	Above Average	446	N/R
142	Vulcan Value Partners / VVPLX	74	-7.70	6.30	4.30	High	1,158	94
143	BlackRock Basic Value / MABAX	37	-7.70	5.90	4.20	High	2,066	201
144	JPMorgan Growth and Income / VGRIX	37	-7.70	7.50	6.70	Above Average	574	N/R
145	Invesco Diversified Dividend / LCEAX	38	-7.80	4.50	5.40	High	18,449	199
146	Glenmede Quant US Large Cap Core Eq / GTLOX	76	-7.80	8.50	8.60	High	2,480	34
147	Putnam Multi-Cap Core / PMYYX	76	-7.90	9.10	7.50	Above Average	2,662	4
148	American Century Large Company Value / ALVIX	39	-7.90	5.70	5.10	Above Average	786	167
149*	ClearBridge Aggressive Growth / SHRAX	95	-8.00	3.60	4.00	Above Average	8,115	197
150	Federated Strategic Value Dividend / SVAIX	42	-8.20	5.30	6.20	Above Average	9,437	200
151	Putnam Equity Income / PEYAX	45	-8.30	7.30	6.10	Above Average	12,286	101
152*	Wells Fargo Large Cap Core / EGOIX	79	-8.40	7.30	7.40	High	945	N/R
153	Wells Fargo Disciplined US Core / EVSAX	80	-8.40	7.20	7.70	Above Average	1,196	78
154	Thrivent Large Cap Value / TLVIX	47	-8.50	8.20	5.90	Above Average	966	48
155	Pioneer Core Equity / PIOTX	81	-8.70	7.30	6.10	Above Average	1,433	5
156	USAA Growth & Income / USGRX	82	-8.70	7.20	6.40	Above Average	1,647	N/R
157	Great-West Putnam Equity Income / MXQIX	52	-8.80	7.00	5.80	Above Average	529	102
158	Fidelity Series Large Cap Stock / FGLGX	82	-8.80	7.50	5.90	Above Average	12,691	N/R
159	Pioneer Equity Income / PEQIX	54	-8.90	7.70	7.10	Above Average	2,309	128
160	Fidelity Growth & Income / FGRIX	83	-8.90	7.30	5.90	Above Average	5,960	N/R
161	VALIC Company I Dividend Value / VCIGX	56	-9.00	7.80	6.40	High	804	74
162*	Dominion Impact Equity / DSEFX	84	-9.10	5.30	4.30	High	672	162

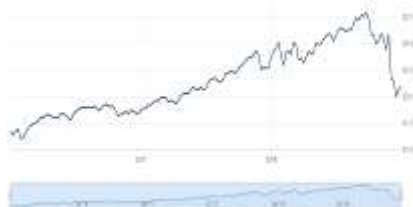
163	Fidelity Advisor Growth & Income / FGIOX	84	-9.20	7.10	5.80	Above Average	562	N/R
164	Schwab Core Equity / SWANX	85	-9.30	6.40	6.80	Above Average	1,943	N/R
165	AllianzGI NFJ Large-Cap Value / ANVIX	62	-9.40	7.90	5.80	High	317	10
166	Optimum Large Cap Value / OILVX	62	-9.40	5.40	3.60	Above Average	1,403	149
167	Invesco Charter / CHTRX	87	-9.60	4.10	2.60	Above Average	2,934	191
168*	Parnassus / PARNX	88	-9.70	5.90	6.40	Above Average	841	111
169	GMO US Equity III / GMUEX	88	-9.80	6.70	5.90	Above Average	834	92
170	MFS Value / MEIAX	70	-10.10	6.30	5.60	Above Average	41,656	122
171	First Investors Growth & Income / FGINX	74	-10.40	5.00	3.70	Above Average	1,537	172
172	PMC Diversified Equity / PMDEX	91	-10.80	4.70	3.20	Above Average	729	117
173	Gabelli Equity Income AAA / GABEX	91	-10.80	4.20	3.00	Above Average	859	175
174	DWS CROCI US / DCUIX	78	-10.90	6.80	N/A	Above Average	729	88
175	AIG Focused Dividend Strategy / FDSAX	80	-11.30	7.20	5.90	High	10,627	157
176	VY Invesco Comstock / IMKIX	86	-12.20	7.00	4.80	Above Average	450	N/R
177	Invesco Comstock / ACSTX	86	-12.20	6.80	4.60	Above Average	10,690	N/R
178	Sound Shore / SSHFX	88	-12.60	5.20	4.30	Above Average	1,671	120
179	Oakmark / OAKMX	94	-12.70	7.80	6.00	Above Average	16,400	11
180	Pioneer Disciplined Value / CVFCX	91	-13.40	6.20	4.40	Above Average	396	6
181	Invesco Growth and Income / ACGIX	92	-13.50	5.80	4.80	Above Average	6,545	31
182*	Parnassus Endeavor / PARWX	96	-13.50	8.00	9.00	High	3,719	23
183	Becker Value Equity / BVEFX	92	-13.60	5.70	4.10	Above Average	318	145
184	VY Invesco Growth and Income / IVGSX	92	-13.60	5.70	4.80	Above Average	420	38
185	HCM Dividend Sector Plus / HCMZX	93	-13.70	10.70	N/A	Above Average	401	N/R
186	Vanguard Capital Value / VCVLX	93	-13.90	2.90	0.60	Above Average	811	N/R
187	TCW Relative Value Dividend Apprec / TGIGX	95	-14.30	3.30	2.80	Above Average	451	181
188	Hotchkis & Wiley Large Cap Value / HWLIX	95	-14.30	6.90	5.00	High	394	15
	S&P 500		-4.40%	9.20%	8.50%	Average		

Total returns as of Dec. 31, 2018; Three- and five-year returns are annualized; N/A=Not applicable; N/R=Not ranked

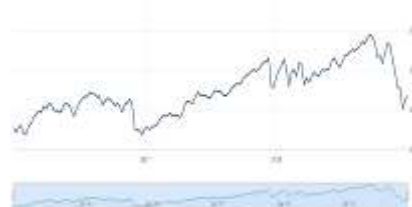
Polen Growth Fund:Institutional (POLIX)



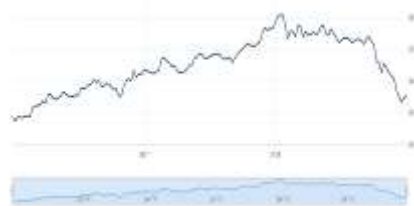
Fidelity Focused Stock Fund (FTQGX)



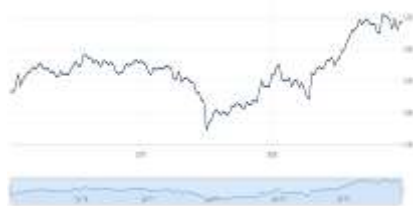
Calvert Equity Fund:A (CSIEX)



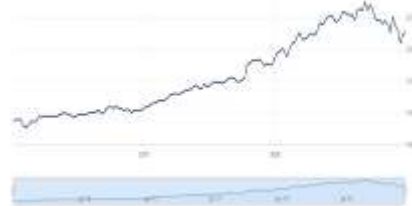
Eaton Vance Corp. (EV)



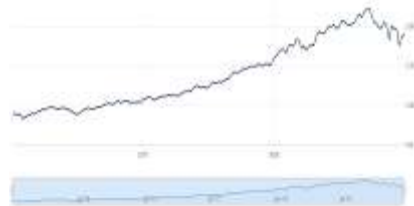
O'Reilly Automotive Inc. (ORLY)



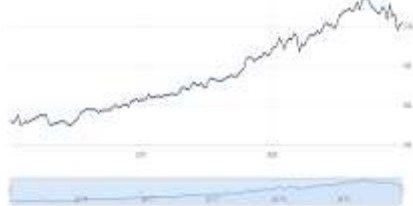
Adobe Inc. (ADBE)



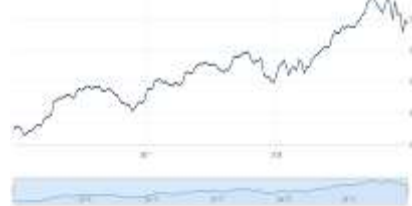
Mastercard Inc. (MA)



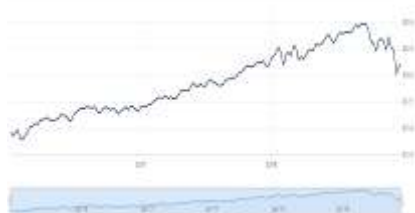
Microsoft Corp. (MSFT)



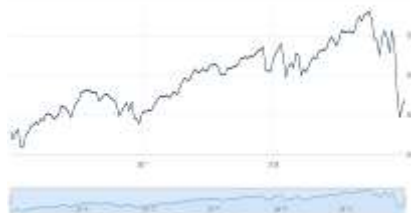
Boston Scientific Corp. (BSX)



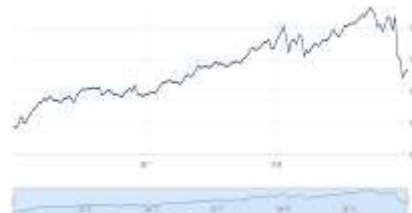
Brown Advisory Sustainable Growth Fund:Inst (BAFWX)



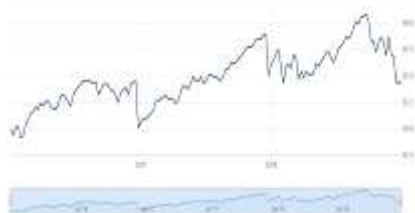
John Hancock US Global Leaders Growth Fund:A (USGLX)



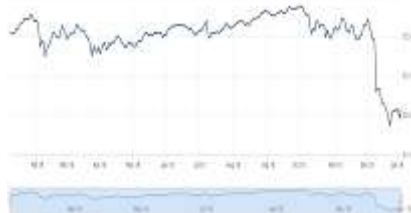
Jensen Quality Growth Fund:J (JENSX)



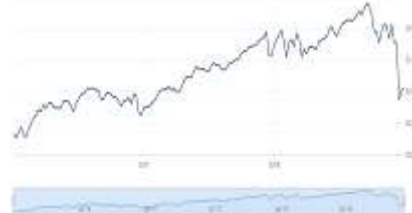
Amana Growth Fund:Investor (AMAGX)



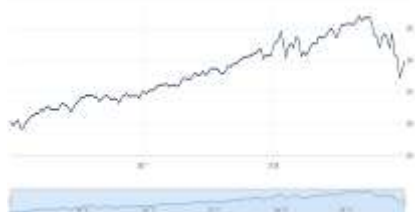
GMO Quality Fund:IV (GQEFX)



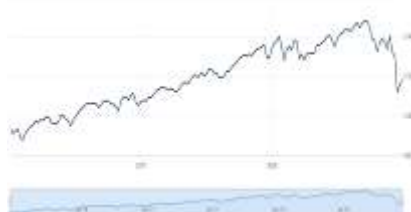
MFS Massachusetts Investors Growth Stock Fund:A (MIGFX)



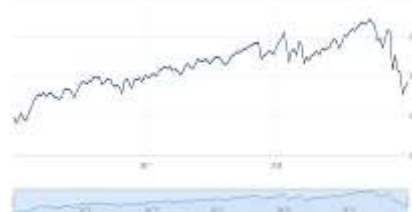
ClearBridge Large Cap Growth Fund:A (SBLGX)



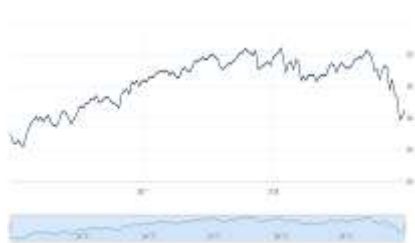
Vanguard PRIMECAP Fund:Investor (VPMCX)



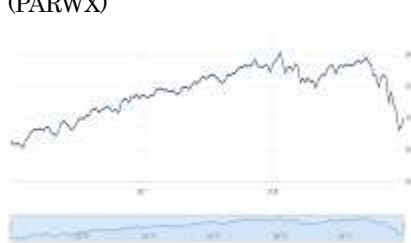
Parnassus Core Equity Fund:Investor (PRBLX)



Parnassus Fund:Investor (PARNX)



Parnassus Endeavor Fund:Investor (PARWX)



チャートは3年

By CRYSTAL KIM
(Source: Dow Jones)

4. Values and Value Stocks—How to Beat the Market バリューストック 市場をアウトパフォームする方法をジェローム・ドッドソン氏に学ぶ

【投資講座】

■ ドッドソン氏の授業

パルナッソス・インベストメンツの創業者であるジェローム・ドッドソン氏は雑草の中から金を見付ける才能によって、ニューヨーク大学で講座を持ち、経営学修士 (MBA) 取得を目指す学生 (と筆者) を引き付けている。そういった学生を前に同氏は、「企業について知る必要があることは、わずかに三つか四つだ。しかし、残念なことに、その必要なことが何であるかを見付ける前に、多くの不要なことを調べなければならない」と語る。しかし、学生がその先を聞くにつれて、ドッドソン氏が特定の株式に投資するか否かを判断する前に、三つや四つでは済まない大量のことを考慮していることが明らかになる。



Jerome Dodson

ドッドソン氏はサステナブル投資の巨人であり、投資のベンチマークや、バリュー志向のアプローチを取らない競合ファンドを一貫してアウトパフォームしてきた。同氏は、パルナッソス・インベストメンツの旗艦ファンドであるパルナッソス (PARNX) の運用から 2018 年始めに手を引くまでの 20 年以上にわたって、どの期間をとってもほとんど S&P500 指数をアウトパフォームした一握りのマネジャーの中の一人だ。

パルナッソス・インベストメンツは、パルナッソス、パルナッソス・コア・エクイティ (PRBLX)、パルナッソス・フィクスト・インカム (PRFIX)、パルナッソス・ミッド・キャップ (PARMX)、パルナッソス・エンデバー (PARWX) の 5 本のファンドで 280 億ドルの資産を運用している。

■ バリュー投資入門

ロスチャイルド男爵はかつて、「だれもが売っている時が買いの好機だ」と述べたことで、バリュー投資の基礎について明確に語ったとされている。その後、コロンビア大学教授で投資家のベンジャミン・グレアム氏が、授業で使う教科書である『The Intelligent Investor (賢明なる投資家)』の中で、バリュー投資を体系化した。ちなみに、ドッドソン氏も同書を教科書に使用している。グレアム教授は、株価が本源的価値に対してわずかな額で取引されている時が買い時であると説明する。また、企業に対する投資家の願望が実現しないリスクを軽減するためには分散投資が有効で、10 銘柄から 30 銘柄で十分だとも言う。

グレアム教授の最も有名な生徒であるウォーレン・バフェット氏もドッドソン氏のお気に入りだ。グレアム教授は大恐慌時代の 1930 年代を経験しており、安全に焦点を当てた。バフェット氏も同様に過大な債務を回避する。その一方で、成長と、持続可能な競争優位性である「モート」も求める。さらに、無形財産も高く評価している。例えば、コカコーラ (KO) は単に割高であるという理由でグレアム教授のポートフォリオに決して含まれなかったが、バフェット氏は同社の着実な成長を好んでいる。

ドッドソン氏はバフェット氏の順応的な姿勢を評価している。同氏は授業で、「パルナッソスではバリュエーションの基準が厳格過ぎて、多くの素晴らしい投資対象を逃してきたと分かった」と語る。バリューは主観的な概念だが、不変で真実であるという仮面をかぶっている。ドッドソン氏は、「私はグロースとバリューの区別を信じていない。バリューとグロースは一心同体だ」と述べる。

ドッドソン氏は企業の評価において、景気後退局面で費用を支払い続けられる能力を示す、財務の四つの健全性指標に注目する。1) 流動比率：流動資産を流動負債で割った比率で、少なくとも 2 倍以上。2) 当座比率：流動資産から在庫を差し引いた額を流動負債で割った比率で、少なくとも 1 倍以上。3) 長期債務を自己資本で割った比率が 0.7 倍未満。4) 債務を利払い・税引き・償却前利益 (EBITDA) で割った比率が 2 倍未満。

ドッドソン氏はバリューを定義するために、株価収益率 (PER)、株価売上高倍率 (PSR)、株価/5 年高値比率を用いる。PER が 12 倍を超える株式に投資しないバリュー投資家もいるが、ドッドソン氏は比較的寛容だ。とはいえ、PER と PSR は過去 5 年平均を下回っていなければならない。さらに株価の絶対的な水準として、過去 5 年間高値の 80% 未満の水準でなければならない。

最後にグロースを評価するために単純な規則に従う。つまり、自己資本利益率 (ROE) が定期的に 15% を上回ることだ。

投資の成功はこのようなありふれた要因だけに基づけるものなのだろうか。実際にはそうではなく、持続可能という部分があり、生徒は後にそれを学ぶことになる。

■ 歴史入門

ドッドソン氏は、シカゴ近郊のオークパークに生まれ、カリフォルニア大学バークレー校で政治学を専攻して 1965 年に卒業。国務省外交局職員としてベトナムとパナマに勤務した。

1968 年にアダム・スミスの『The Money Game (マネー・ゲーム)』を読み、グレーム氏に行き着いた。さらに、アダム・スミスの『Supermoney (スーパーマネー)』を読み、バフェット氏のことを知るようになった。

1971 年にハーバード大学で MBA を取得した後にサンフランシスコの地域開発に携わり、その後、銀行から融資を受けられない地域に融資を提供する銀行を経営するようになった。それと並行して、サンフランシスコ市内のヘイト・アシュベリーにマンションを購入した。1 平方フィート当たりの価格は、当時の 6 ドルから現在では 1252 ドルになっている可能性がある。

1984 年にパルナソス・インベストメンツを設立した。

■ 実社会でのレッスン

ある日、生徒の一人で、カリフォルニア工科大学を卒業してバンク・オブ・アメリカのトレーダーを務めているイシュワリ君がドッドソン氏に対して、最も強烈な思い出を質問したところ、ドッドソン氏は破産しそうになった時だ、と答えた。

パルナソス・インベストメンツの損益分岐点となる運用資産は 3000 万ドル弱だが、運用資産が 2600 万ドルに達するまで 5 年を要した。しかし、1990 年にはイラクがクウェートに侵攻。パフォーマンスの悪さもあり、運用資産は 800 万ドルまで急減した。それに奮起して、1991 年にはパルナソス・ファンドのパフォーマンスはグロス・ファンドの上位に躍進した。

中国からの留学生であるジャネット君の「バリュートラップを回避する方法」という質問への答えは、「良く分からない。私もバリュートラップに陥っている」だった。

例えばウェルズ・ファーゴ (WFC) で、同社が数百万件にも及ぶ口座を無断で開設したと発表した際に、ドッドソン氏は長期保有していた。その時は、ESG (環境・社会・ガバナンス) に関する良好な実績もあって、保有を続けた。しかし、不正のさらなる詳細が公表されるにつれて、パルナソスは 2018 年に遂にポジションを売却した。

言うまでもなく、失敗は様相の一部にすぎない。アップル (AAPL) やマイクロン・テクノロジー (MU) は大成功の好例で、ドッドソン氏は早過ぎる売却の危険の例として引き合いに出している。両銘柄共に、株価がドッドソン氏の当初の目標株価を大幅に上回り、同氏の売却は早過ぎた。

■ サステナブル投資入門

ドッドソン氏と時間を共に過ごせば、社会責任投資、そして特にドッドソン氏を冷笑的に書いた 1980 年代のフォーブス誌の記事に対する言及を聞くことになるだろう。同記事は、高いリターンを得られる可能性のある全ての投資を選別して除外することを示唆するものだったからだ。

投資家が投資対象を選別するのは当然だが、サステナブル投資では投資家間の価値観が必ずしも同じとは限らないため、特に困難だ。また、特定のファンドに対するサステイナリティクスと MSCI リサーチの格付けが大きく異なる場合もある。

サステナブル投資の信条は、環境に責任を持ち、従業員を価値あるパートナーとみなし、収益だけを重視するのではない優れた企業市民が、長期間で見て市場をアウトパフォームするということだ。それは正しいかもしれないが確たる証拠はない。モーニングスターによると、大型サステナブル銘柄ファンドの大半は S&P500 指数をアウトパフォームしていない。

ドッドソン氏の最も重要な基準は、企業が従業員と環境をいかに扱うかだ。従業員が満足していれば従業員の回転率も低く、採用や研修の費用が減少する。また、満足した労働者の生産性は比較的高い。環境面では、

エネルギー、水および素材の節約は費用節減になる。さらに、汚染回避は、疾病や、費用のかかる訴訟や罰金の脅威も避けられる。

ドッドソン氏は企業の慈善活動についても、企業に質問するよう生徒に言う。同氏は、利益の 1%を慈善活動に充てることは大きなコミットメントであると指摘する。実際、非営利の世界に関する新聞であるクロニクル・オブ・フィランソロピーによると、寄付に関するデータを提供している米国の大手 300 社のうちの 63 社が、税引き前利益の約 1%を慈善活動に充てている。

■ 授業に戻る

インドで一族の資金運用を行う会社でアナリスト経験のあるイラ君は、レポートのテーマを赤字のバイオテック企業にして良いか否か質問した。ドッドソン氏の答えは否で、「あなたが話している内容をあなたが理解しているかどうか判断する手段が、私にはない。また、大麻を扱う企業の調査もしないでほしい」と語った。

エグゼクティブ MBA を目指すカール君は、ESG 投資において対象企業が ESG の構成項目である社会、環境、ガバナンスの全てに当てはまらなければならないのか質問した。ドッドソン氏は、その必要はないと答えた。同氏が最も関心を持っているのは環境と従業員に対する企業の慣行だ。そして、理想主義よりも現実主義が優先しなければならないと教える。例としてコングロマリットのコントロール・データを挙げる。同社がスラム街や刑務所に工場を建設し、風力発電を開発し、犯罪歴のある人に自動車をリースしていたため、数十年前に社会責任投資ファンドが同社を好んでいた。しかし、コントロール・データは債務不履行に陥った。ドッドソン氏は潜在的投資対象に関して、「まず第 1 に、優れた事業でなければならない」と言う。

ドッドソン氏は、企業の成長を判断するためにモートを精査するよう強く勧めている。モートは、マーケティングのユニークなコンセプト、著名ブランド、または、模倣が難しい製造プロセスなどが含まれる。

最後に本源的価値を計算して、グレーム教授の安全余裕度を加味するために、3 分の 1 を差し引く。

■ 最終考査

授業最後のプレゼンテーションの時が来た。ドッドソン氏は、内容を明確に書く、プレゼンテーションは 30 分を超えない（超えると聴衆が飽きる）、話す時は聴衆を見る、そして何度も練習するように指導した。

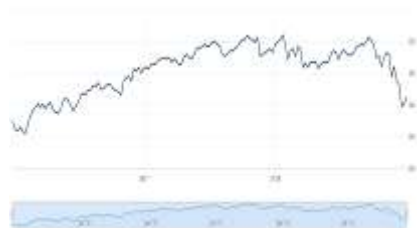
生徒が選んだ企業は広範囲にわたった。イシュワリ君は自身が働くバンク・オブ・アメリカを取り上げ、金融危機後の持続可能性に向けた歩みを振り返った。イラ君は、投資運用のインターンシップで調査したインフラ事業持株会社のマッコーリー・インフラストラクチャー (MIC) にした。

グラス・ルイスで委任状アナリストの経験を持つグレッグ君は、株価が急落した歯科用機器および歯科用製品メーカーのデンツプライ・シロナ (XRAY) を取り上げた。合併後に足がかりを見出すことにグレッグ君は賭けている。企業の社会的責任の分野における就職が決まっているコリー君は、株価が高値から急落しているバイオ医薬品会社のリジェネロン・ファーマシューティカルズ (REGN) にした。カール君は半導体メーカーのアナログ・デバイセズ (ADI)、ジャネット君は住宅建設会社のレナー (LEN) について発表した。

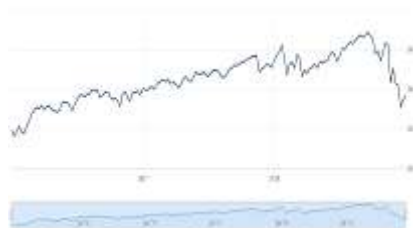
筆者は、半導体製造装置メーカーのアプライド・マテリアルズ (AMAT) を選んだ。だが原稿の締切も近づいていたためプレゼンテーションにあまり時間を割けず、結果的にはあまりうまくいかなかった。ドッドソン氏は、「急いだようにみえる。的を射られていない。時間をかければ、非常に良くなったはずだ」と批評した。私は、同社のマーケティングに関して話しておらず、スライドにも一貫性がなかった。

「シャーク・タンク」(米国版「マネーの虎」) で、投資を受けられなかった起業家が言われるような内容だ。筆者は A の評価は得られないかもしれないが、グレーム教授とドッドソン氏の考え方が良く分かったのであまり気にしていない。これから役立つだろう。

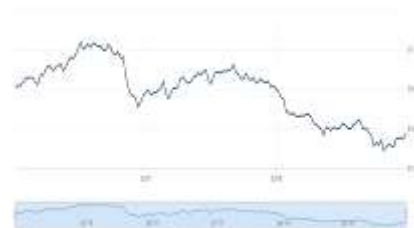
Parnassus Fund;Investor (PARNX)



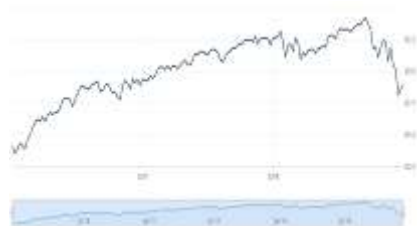
Parnassus Core Equity Fund;Investor (PRBLX)



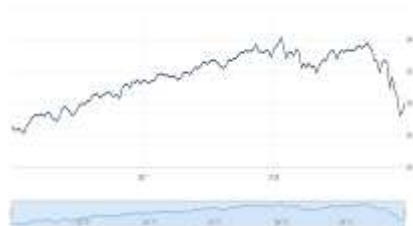
Parnassus Fixed Income Fund; Investor (PRFIX)



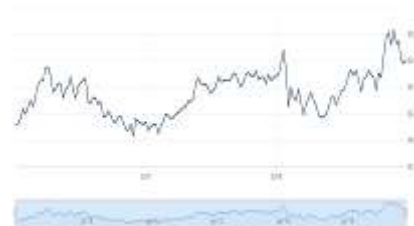
Parnassus Mid Cap Fund; Investor (PARMX)



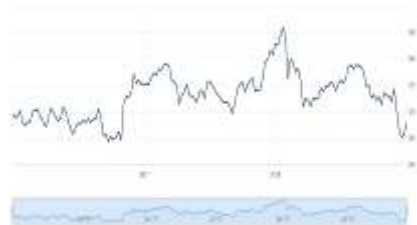
Parnassus Endeavor Fund;Investor (PARWX)



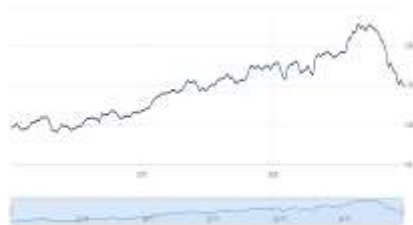
Coca-Cola Co. (KO)



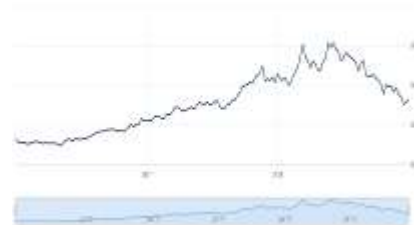
Wells Fargo & Co. (WFC)



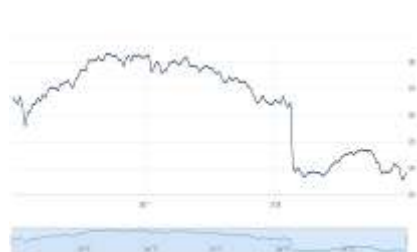
Apple Inc. (AAPL)



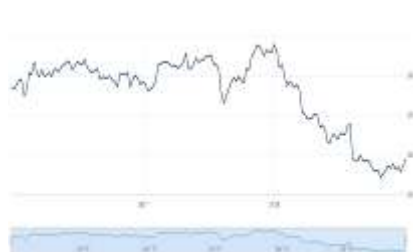
Micron Technology Inc. (MU)



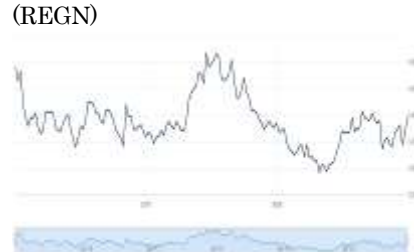
Macquarie Infrastructure Corp. (MIC)



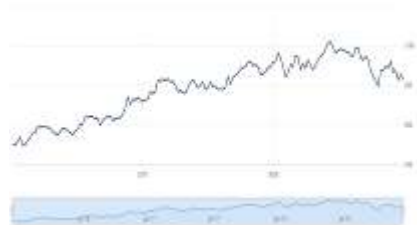
Dentsply Sirona Inc. (XRAY)



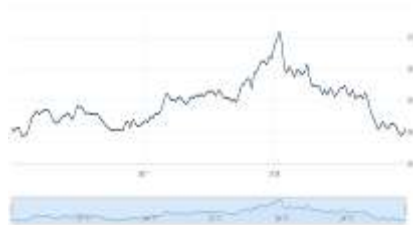
Regeneron Pharmaceuticals Inc. (REGN)



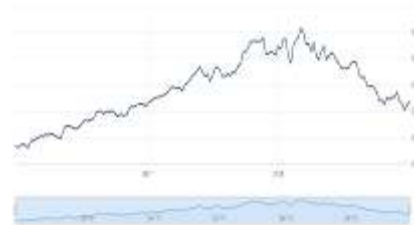
Analog Devices Inc. (ADI)



Lennar Corp. Cl A (LEN)



Applied Materials Inc. (AMAT)



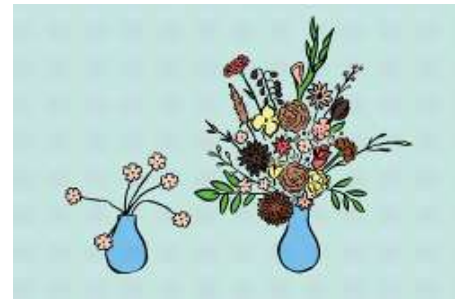
チャートは3年

By LESLIE P. NORTON
(Source: Dow Jones)

5. How a Diverse Workforce Can Help Company Performance ダイバーシティー 【経営】 人材の多様性が企業にもたらす恩恵とは

■ ダイバーシティー推進の取り組み

昨年、顧客情報管理サービス大手セールスフォース・ドットコム（CRM）の従業員が、インドで開催された性的マイノリティのイベントに初めて参加した。地元紙によると、ハイデラバードで行われたパレードには、過去数年を上回る 200 人近くが参加したというが、参加者の 10 人に 1 人を占めたセールスフォースの従業員（他の事業所からも駆け付けた）が増加に寄与したようだ。



セールスフォースのイクオリティ（平等）推進室のモリー・フォード氏は、「今回のパレードへの参加は、従業員が職場でも本当の自分でいられるよう支援する当社の取り組みの一例にすぎない」と述べている。同社に限らず、ますます多くの企業が、より包摂的で多様性に富む人材構築を目指している。その取り組みの一端を支えているのが、多様化された人材がもたらす恩恵に関する数多くの研究だ。

カタリスト（女性が働きやすい職場作りを支援する国際団体）のキャサリン・コーリー氏は「相関性を示すことはできても、因果関係を明らかにするのは難しい」と警告するが、多くの企業が人材戦略を変えようとする背景には、因果関係が存在するかもしれないとの考えがあるようだ。

コンピューター機器メーカーの HP インク（HPQ）でダイバーシティー（多様性）の責任者を務めるレスリー・スレイトン・ブラウン氏は、「当社は、ダイバーシティーとインクルージョン（包摂）が新たなビジネスをもたらすと信じている」と話す。セールスフォースのフォード氏もこれに同意し、「職場での平等が従業員のモチベーションに影響を与えるだけでなく、包摂的な企業文化は生産性を向上させる」との調査を引用し、「包摂的な職場を作りたい」と話す。

■ 企業業績との関係

人材の多様性と業績の改善との関係を立証する研究の中から主なものを幾つか挙げよう。

・クレディ・スイス（CS）が世界の 3000 社以上の企業で 2 万 7000 人の上級管理職を調査したところ、女性が意思決定の役割の 25%を担う企業の CFROI（投資に対する現金収益率）は、MSCI オール・カンントリー・ワールド・インデックス（ACWI）全体よりも 4%高いことが分かった。女性が上級管理職の半分以上を占める企業の CFROI は、MSCI ACWI を 10%上回る。

・マッキンゼーが行った 1000 社以上を対象とする世界的な調査によると、経営陣におけるジェンダーの多様性が進んだ企業は、利益率（21%）と価値創造（27%）が平均を上回る傾向がある。民族・文化的多様性の高さで上位 4 分の 1 に入る企業は、多様な経営陣の場合は 33%、取締役会は 43%、それぞれ業界平均を超える利益率を達成する可能性がある。反対に、ジェンダーおよび民族・文化的多様性の両方で下位 4 分の 1 に入る企業は、平均を超える利益率を達成する可能性が 29%低下する。同調査では、EBIT（利払い・税引き前利益）マージンの平均を使用して利益率を測定した。

・BCG とミュンヘン工科大学が、オーストリア、ドイツ、スイスの 171 社でダイバーシティー責任者、人事担当役員、マネジング・ディレクターを対象に行った調査によると、管理職における多様性は新製品や新サービスからの収益増加に貢献している。また、働きやすい職場環境を築いている企業の EBIT マージン（17%）は、そうでない企業（13%）を上回る。

こうした研究に後押しされ、企業はダイバーシティーの取り組みを進めているが、意思決定の方法は企業によってさまざまである。以下に、4 社の企業の取り組みを紹介する。

■ 各企業の取り組み

フランスのフードサービス会社ソデクソ（SW.フランス）は、ジェンダーのバランスが取れた経営陣と組織の業績（ブランド認知度、顧客維持、従業員のモチベーションなどの財務および非財務的パフォーマンス）の相関関係について、社内的な「重要業績評価指標（KPI）」を使って調査し、管理職において男女の割合がほぼ均等なグループの KPI が他のチームよりも高く、さらに 3 年連続で他を上回る増益と成長を達成していることを発見した。また、管理職における女性の割合が 60%を超えると KPI の結果は頭打ちになることから、「女性の多さではなく、ジェンダーの混在が成功をもたらすことを示唆するものだ」という。この調査は、2025 年までに 1200 人の管理職の 40%を女性にするという同社の目標設定の根拠となっている。

セールスフォースの共同 CEO であるマーク・ベニオフ氏は、インクルージョンに関連するデータを活用し、社内の変化と経営陣の能力開発を推し進めてきた。フォード氏によると、ベニオフ氏直属の幹部（一般に 500 人を超える部下を持つ管理職）には、部門別の売上高の推移だけでなく、組織内のマイノリティーの従業員数と、その昇進、退職、採用の割合を月次で記録したスコアカードがあり、四半期ごとにベニオフ氏にレポートが送られる仕組みになっているという。

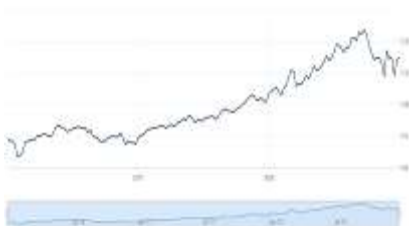
HP インクは、広告や広報といった分野の外部ベンダーに対し、クリエイティブで戦略的な役割を担う女性やマイノリティーの従業員数を増やす計画を提出するよう求め始めた。HP は広告代理店に、実質的な変化のための期間として 1 年を与えたが、その結果、女性が制作した HP のコマーシャルは、従来のゼロから全体の 60%近くにまで急上昇した。2016 年のダイバーシティに関する取り組みの前後に制作された HP の広告の影響度を測定したところ、実際に HP 製品を購入する消費者の割合や、表示 1 回当たりの収益が大幅に向上したという。以来、同社ではダイバーシティとインクルージョンに関する外部的な取り組みを法務サービスなど他の分野のビジネスパートナーに拡大し、要求を満たさないと不利になる措置も講じている。

一方、ノーザン・トラスト・アセット・マネジメントでは、潜在的な投資対象企業の労働慣行および指針に注目している。社長のシャンドローン・トーマス氏によると、ダイバーシティ対策が優れている企業は、3 年から 5 年にわたり株価パフォーマンスのボラティリティが低下する傾向にあるという。同社の運用資産残高 9720 億ドルのうち 24 億ドルを、25 名のマイノリティーおよび女性ファンドマネジャーが運用し、運用資産の 10%をマイノリティー企業に向けている。また、同社はインデックス運用において世界第 5 位であり、議決権の代理行使でもダイバーシティ関連のデータが重要な役割を果たしている。トーマス氏は、「当社は、多様性を支持するための明確な措置を取っており、レプリゼンテーション（多様性が体現されること）が欠けている場合は投票を控える」と話す。

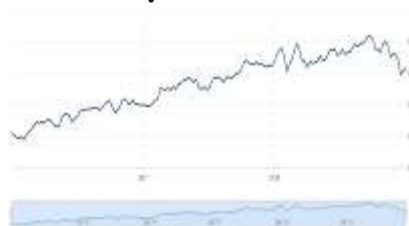
かつてアインシュタインは「価値のある全てが数えられるものとは限らない」と記したが、企業は、人材の多様性が将来の業績をけん引する中心的課題であることを期待している。

筆者のシェリル・シュトラウス・アインホーン氏は、コロンビア・ビジネス・スクールの非常勤教授。『Problem Solved: A Powerful System for Making Complex Decisions With Confidence and Conviction』（問題は解決された：自信と確信を持って複雑な決断を下すための強力なシステム（仮訳））および近刊の『Investing in Financial Research』（金融リサーチへの投資（仮訳））の著者でもある。

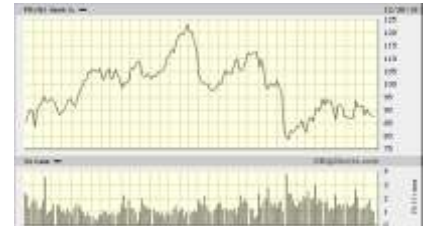
Salesforce.com Inc. (CRM)



HP Inc. (HPQ)



Sodexo S.A. (FR:SW)



チャートは 3 年

By CHERYL STRAUSS EINHORN
(Source: Dow Jones)

6. Up And Down Wall Street この 20 年間より期待できる次の 20 年間 【コラム】 歴史的に低水準となった、S&P500 指数の 2018 年までの 20 年間の年平均上昇率

■ 年平均上昇率は拡大し始めるはず
年間予想というのは時代遅れである。

12 月の米雇用統計では非農業部門就業者数の伸びが市場予想を上回り、1 月 4 日の S&P500 指数が 3.4% も反騰する一因となった。それでも年初の最初の 2 取引日のリターンは 2000 年以降で最低となった。1 年後の米株式市場がどうなっているかを今現在の相場から予想するのはほとんど不可能だ。2017 年を 22% というリターンで終えたばかりだった 12 カ月前、われわれは 2018 年のリターンもプラスになると思っていたが、9 月には歯車が狂い始めた。



皮肉な話だが、1 年後よりも 10 年後、20 年後の予想の方が当たりそうである。投資家はそれぐらいの長い期間で考えるべきなのだ。過去数十年の移動リターンが吟味されることはめったにないが、5.52% という値は多くのことを教えてくれる。これは S&P500 指数の 2018 年までの 20 年間の名目年平均上昇率である。

10 年近く続いてきた強気相場の後なので、その上昇率は意外に思えるかもしれないが、データトレック・リサーチの共同創業者、ニコラス・コラス氏は「過去 20 年間の年平均上昇率としては、2018 年は世界大恐慌以降で下位 20 位に入る年だった」と指摘する。2000 年以降にマイナス 35% 超の弱気相場が 2 回あったせいである。ちなみに 1928 年以降の 20 年移動年平均上昇率の平均は 10.7% となっている。

こうした低リターンは何よりもパッシブ運用型の投資商品の台頭や上場投資信託 (ETF) の成長を生み出してきた。これによって下がった手数料をさらに引き下げるための自動化の利用も促されてきた。一定のリターン (通常 7~10%) を上げることが求められている機関投資家、年金基金、政府系ファンドなどは、その達成のためにベンチャーキャピタルや未公開株 (PE) に出資するなど、より高いリスクを負ってきた。

アマゾン・ドット・コム (AMZN)、グーグルの親会社であるアルファベット (GOOGL)、アップル (AAPL) といった直近の大躍進銘柄の時価総額が向こう 10 年間に 2 倍になるというのは想像し難い。長期的リターンが上向くには市場に多くの新しい勢力が必要になるとコラス氏は言う。つまり、既存の価値観を打ち砕くような新興ハイテク企業が上場する必要があるのだが、配車サービス大手のウーバー・テクノロジーズとリフト、民泊仲介サイト大手エアビーアンドビー (Airbnb) や他数社がその準備を進めているのは朗報と言えよう。

過去 20 年間の年平均上昇率が低水準だったという事実の裏にある最大のメリットは、その上昇率の拡大が始まるはずであり、今後 10~20 年間にかなりの改善が見込まれるということだとコラス氏は主張する。納得していただけただろうか。2019 年の相場がどうなるかについては、景気後退に陥るかどうかで変わってくる。

■ 自社株買いが果たしてきた役割

10 年近い強気相場を支えてきた最も重要で持続的な要因の一つに、企業トップが株主の資金を使って気前よく行ってきた自社株買いがある。これとは対照的に個人投資家は、この長期の強気相場に過去の強気相場ほどは参加してこなかった。彼らは 2 回のひどい弱気相場で味わった痛みをまだ覚えているからだ。

調査会社マクロメイブンズの創業者、ステファニー・ポムボイ氏は、強気相場を支える上で「自社株買いが果たす役割の大きさ」が十分に理解されていないと断言する。「自社株買いが行われなくなってようやくその価値に気付くだろう」と同氏は付け加えた。

米国株が昨年の 9 月 20 日以来で 14% も急落していることで大胆になった最高経営責任者（CEO）は依然として潤沢な手元資金で自社株買いを続けると思われがちだ。ところがそこには幾つかの盲点がある。第 1 に経営陣のタイミングの悪さは有名で、相場が好調で自社株が割高な時に購入することが多いため、リターンは小さくなる。そして相場が下落して自社株が割安になると、企業トップはおじけづき、自社株買いを抑えてしまう。市場が低迷すると、状況が悪化した場合に備えて手元に資金を保持しておきたくなるのだ。

米企業の社債発行額は 2018 年に 21% も減少しており、投資家は今になってようやく、自社株買いブームをあおってきた社債バブルがしばんでいることに気付いてきたとポムボイ氏は指摘する。

2011 年以降の金融危機後の回復期に 6 倍に増えた自社株買いはバブルの定義に当てはまっていると同氏は主張する。2018 年だけで 7000 億ドル以上の自社株買いが行われた。その規模は既に 2007 年当時のサブプライム住宅ローン市場を上回っている。にもかかわらず、強気筋は今年、自社株買いがさらに増えるの見込んでいる。

米株式市場が金融危機以前の水準に戻った 2011 年初め以来の自社株買いの総額は約 4 兆ドルに達している。これは S&P500 指数の時価総額増加分 12 兆 5000 億ドルの約 3 分の 1 に相当する。株式発行額が自社株買いの金額を上回る金融セクターを除く S&P500 指数の時価総額増加分は 8 兆 6000 億ドルだが、自社株買いが少なからず貢献している。「株価回復の半分は自社株買いによるものだということに誰も気付いていないと思う」とポムボイ氏は言う。

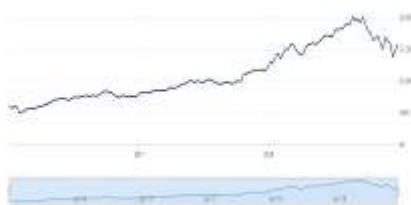
自社株買いは一つの収入源であって、担保にして借入れしたりレバレッジを利かせたりできる資産ではないと同氏は指摘する。にもかかわらず、期待される収入にレバレッジを利かせているところに問題が待ち受けている。

株式投資家は自社株買いを配当のように恒久的なものとみなすようになっている。そのため、自社株買いのための資金が枯渇すると、そうした期待に疑念が生じるという危険がある。

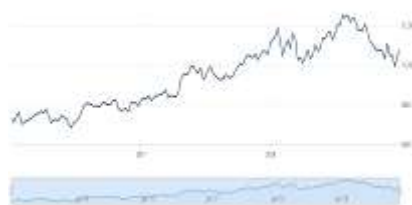
また、自社株買いは発行済株式数を減らすことで 1 株当たり利益（EPS）を膨張させたり、利益成長をより大きく見せたり、強気相場の追い風になったりしてきた。2011 年以来、S&P500 指数の「自社株買いで膨張した」EPS は 67% も増大したが、米商務省経済分析局が記録した同期間の米国企業の利益総額の増加率は 23% にとどまっている。

投資家は自社株買いバブルが崩壊したときの影響を本気で心配していないようだ。ポムボイ氏は「本気で心配する理由などない。住宅価格が上昇し続けるように、自社株買いも増え続ける一方なのだから」という投資家心理があるとみている。他のバブルがそうであるように、このバブルも弾けて初めて実態が分かることになるだろうと同氏は付け加えた。

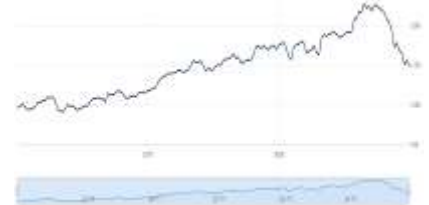
Amazon.com Inc. (AMZN)



Alphabet Inc. Cl A (GOOGL)



Apple Inc. (AAPL)



チャートは 3 年

By VITO J. RACANELLI
(Source: Dow Jones)

7. Our New Year's Wishes 本誌スタッフが 2019 年に寄せる期待 【新年の期待】 市場の沈静化、手厚い配当、iPhone（アイフォーン）に取って代わるテクノロジー

■ 新たな年を迎えて、金融界と世界がより良くなるために
本誌スタッフが願うこと

ベン・レビソーン：2019 年はボラティリティが低下することを期待する。2017 年のような不自然な平穏さが市場に戻ってくとは思わないが、2018 年 12 月は S&P500 指数が 1%以上変動する取引日が 10 回あるなど、非常に動きが激しかった。こういった大きな変動があると、常識だと思っていることが疑わしくなり、見逃しているものがあるのではと考えるようになる。ボラティリティが低下するには、多くのことが必要だ。共和党と民主党は歩み寄りを模索する必要がある。米国経済は、景気後退に陥っていないことを証明する必要がある。そして米連邦準備制度理事会（FRB）は、自らが投資家の懸念を理解していると示す必要がある。



ランドール・W・フォーサイス：パウエル FRB 議長に対し、「既知の未知」と「未知の未知」について考えるよう期待する。既知の未知とは、欧州中央銀行（ECB）が過去 10 年間にわたる資産価格上昇の主な原動力となっていた債券買い入れを終了させる中で、FRB が猛烈な速さでバランスシートを縮小していることだ。未知の未知とは、この動きがグローバル経済に与える影響だ。未知を知ることが重要だ。

アル・ルート：貿易摩擦がグローバル経済を混乱させる事態がなくなるよう期待する。中国と米国を合わせるとグローバル経済の 40%近くを占めており、両国の貿易摩擦は全世界に影響をもたらしている。企業の経営者はトランプ大統領の関税が自社に与える影響を見積もろうとしているが、ほとんどは輸入材料にかかる追加コストを推測するにとどまっている。これまでのところ、需要破壊による売上高減少については触れられていない。

加えて、人と機械がうまく共存することを期待する。トラックの自動運転といった産業の自動化は大きな社会的不安を生む可能性がある。より高い水準の自動化への移行が新たな雇用を生み出し、国内外の労働者を大量に解雇することがないように願う。

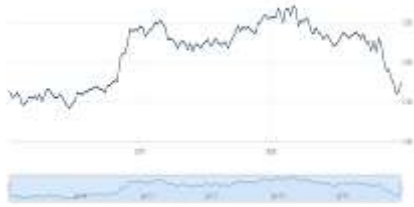
ローレンス・C・シュトラウス：インカムを求める投資家のために期待することが幾つかある。FRB が金融政策において優れた統率力を発揮するよう望む。債券市場の不透明感は株価にも圧力をかけ、配当利回りを帳消しにしてしまう可能性があるからだ。さらに、企業は配当を増やしても自社株買いはあまり重視しないよう望む。しかし、2018 年 12 月の下落を受けて、企業は割安な水準での自社株買い拡大を考えるかもしれない。ゴールドマン・サックス（GS）は、S&P500 指数を構成する企業が 2019 年に 9400 億ドルの自社株買いを行うと見込む（2018 年は 7700 億ドル）。この資金が配当に使われないとしたら残念だ。

テイ・キム：減速するスマートフォンや PC、コンシューマー・エレクトロニクス市場を引き継ぐ新たなテクノロジーが現れることを期待する。だが、テクノロジー・セクターを勢いづけるような新しい製品サイクルの出現は見当たらない。また、貿易戦争が収束に向かうことで、企業が確信をもってサプライチェーンや工場の生産能力拡大に投資できるようになることを期待する。

アレクサンドラ・スキヤッグス：政府による借入れが民間の融資や経済活動を抑制する、いわゆる“クラウディング・アウト”に対し、エコノミストが警告を出すことはよくある。“クラウディング・アウト”は好ましくない事態のように見られるが、2019 年はこの動きが市場で起こることを期待する。ここ 10 年ほど、ジュースを販売していたジュースや血液検査を手がけていたセラノスといった、今は消滅したスタートアップが多額の資金を調達していたことなどもあり、今では民間セクターが政府よりも効率的だという主張

は通りにくくなっている。政府債務に対して悲観的な見方をする人はこう自問してほしい。カスタマー・サービスのアウトソーシング会社は、政府が出資したインフラよりも社会的に有益だろうか。ノーと答えた人は、米国債市場に“クラウドイング・アウト”を期待するかもしれない。

Goldman Sachs Group Inc. (GS)



By BARRON'S STAFF
(Source: Dow Jones)

8. Blame the Bankers for Bad Corporate Behavior 企業の不正と投資家 【インタビュー】 空売りアクティビストのカーソン・ブロック氏に聞く

■ 道徳に基づく空売りアクティビズム

カーソン・ブロック氏は 2010 年に、不正を働いているとみられる企業の詳細にわたる批判を公表する空売りアクティビズム戦術を開始し、当時ダミー会社を通じて米国に上場することで精査を免れていた疑わしい中国企業のバブルに風穴を開け、5 年後には空売りアクティビズム戦略のヘッジファンドを設立した。先月、投資家のホイットニー・ティルソン氏が主催する KASE ラーニング・ショーディング・コンファレンスで、国民に害を与える企業に対するウォール街からの支持をやめさせようと訴えた。



Muddy Waters' Carson Block

本誌：オリエント・ペーパーのようなニューヨーク証券取引所上場の中国企業の批判レポートを発表して「空売りアクティビスト」の先駆けとなったが。

ブロック氏：オリエント・ペーパーの批判の公表で米国に上場する中国企業の不正全体に目を向けさせることができた。この成功と、次のリノ・インターナショナルの件を受けて、競合相手が出現し、不正を暴こうと皆が奮闘している。中国企業に限らず、利益相反や非道徳的経営者による不正は至るところにある。

Q：成功もある半面、2012 年にはシンガポールを本拠とする農業総合商社オラム・インターナショナル (O32. シンガポール) で失敗したが。

A：同社は、政府系ファンドのテマセクの複数回にわたる救済を受けて、株価が上昇した。われわれの考えは正しかったのだが、長期間の空売りでは利益は出なかった。われわれが空売りする銘柄の大半は中長期的に値下がりがする。10 年にわたる強気市場の最中であっても、的中率は非常に高い。

Q：現在どんなビジネスをしているのか？ヘッジファンドか？

A：2015 年までは外部資金の運用は行っていなかったが、2015 年後半にヘッジファンドのマディ・ウォーターズ・キャピタル LLC を立ち上げた。空売りアクティビズムを主な戦略としている。運用資産は約 2 億ドルの小規模な会社だ。レポートの公表は続けているが、過去 8 年半の間に困難さも増した。人間の集中力が持続する期間は伸びていない。以前はレポートの最初の 3～5 ページ程度は読まれているとの印象を受けたが、最近は最初の 3～5 センテンスさえ読まれていないのではと思う。そのため二つのテーマについて動画を制作し、ホームページで公開している。OSI システムズ (OSIS) の動画を是非見てほしい。

(<http://www.muddywatersresearch.com/research/osis/mw-is-short-osis/>)

Q : KASE コンファレンスでは新たな空売り対象企業の発表ではなく、倫理を強調していたが。

A : 道徳に基づく空売りアクティビズムについて考えていた折、考えを発表する良い機会だと思った。

Q : 道徳的目的のために行動しているように聞こえるが。

A : われわれが空売り対象とする企業は、不正を隠している。それを暴くことは社会改革につながる。悪事で儲けることができないようにすれば、社会に対する善となる。空売りアクティビズムは株式市場を健全化し、社会全体もその恩恵を受ける。

Q : KASE コンファレンスで言及された数少ない会社の中に、子会社を通じて薬物乱用の入院治療サービスを提供する AAC ホールディングス (AAC) やがん支持療法に用いる医薬品を開発するインシス・セラピューティクス (INSY) があるが。

A : AAC では死亡事故があった。事業運営について問題がある企業の株式を保有するべきではないだろう。インシスでは、オピオイド鎮痛剤スプレの乱用による死亡事例があり、連邦の捜査を受けて使用奨励のためのキックバック制度が判明し、最高経営責任者 (CEO) が共謀と詐欺の罪を認めた。ただし、私はいずれの会社も空売りしたことはない。

■ 不正を行う企業の株式の保有は不正の助長になる

Q : ウォール街が不正を可能にするプロセスとは？

A : 企業の悪事が表面化した時、メディアの報道では企業の利益追求の結果だとされる。それでは曖昧過ぎる。実は、上級幹部は株式を保有しているため、株価上昇で含み益が出るし、多くの場合その株式を現金化することもできる。従って、株式市場で株が買われる限り、悪事の継続を奨励していることになる。ニュースになるまで悪事を働いているか否かは分からないものだが、表面化した場合、投資家はその会社を調べる倫理的義務があると私は思う。経営陣に電話で聞く程度ではなく、本当に調べることだ。

Q : 道徳的アクティビズムにはセルサイドのアナリストやバンカーへの接触も含まれているが。

A : 空売りアクティビストは、ポジションを管理するバイサイドの担当者やセルサイドのアナリストに連絡を取るべきだと思う。セルサイドのアナリストが、証拠を見せられても投資判断を引き下げないなら、名指しで公表すべきだ。結局悪事を働いている会社を野放しにしていることになるからだ。もちろんアナリストの行動は合法的だが、自分の行動で悪影響が助長されることはないとの思い込みを払拭したいと思っている。

Q : どんな悪事を対象とするのか？

A : 地位の低い社員による 1 回限りの偶発的行動ではなく、事業の基礎となるような部分での有害な行動だ。それが判明した場合はセルサイドのアナリストはカバレッジを中止するか売り推奨にする倫理的義務がある。

■ ESG 投資と空売りアクティビズムの違い

Q : 化石燃料、銃器、たばこ、オピオイドなどは批判の対象だが、アクティビズムにとってはどうか？

A : 投資界の 90~95% の人が悪いと考えるようなことから始めるしかない。化石燃料やたばこはその基準に達しない。むしろ特定のヘルスケア企業は対象になるかもしれない。個人や制度に巣くう寄生虫のような存在で、必要な医療を利用する機会を狭めてしまい、人々の生活に悪影響を与えている。あるいは、手抜きにより人命にかかわる事故につながっているような場合も、投資家の大多数が悪行と考えるだろう。

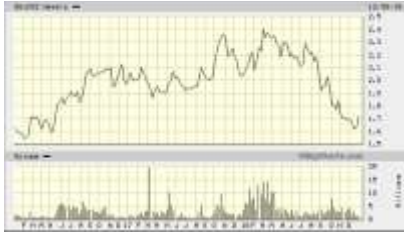
Q : 環境・社会・企業統治を重視する既存の ESG 投資の隙間を空売りアクティビズムはどう埋めるのか？

A : 結局 ESG 投資は買い持ちが主だ。非常に悪いことをしながら利益を得ている企業の株を買ってから、ビジネスのやり方を大幅に変えようと望んでも難しい。

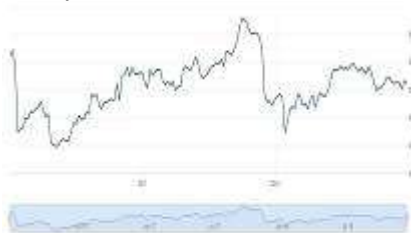
Q : ESG 投資は買うか買わないかの選択しかなく、空売りや批判はしないということか？

A : 空売り志向であれば、企業に変革を迫る動機付けを得られる。規制当局が動いた後に先ほどの 2 社の事業はぼろぼろになったが、規制当局の厳しい行動が付随するのは稀なことだ。だからこそ、空売り派は道徳的アクティビズムをもっと強化する必要がある。

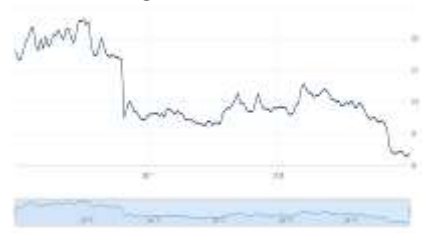
Olam International Ltd. (SG:O32)



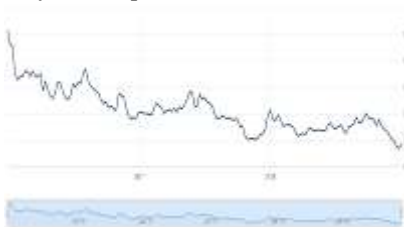
OSI Systems Inc (OSIS)



AAC Holdings Inc. (AAC)



Insys Therapeutics Inc. (INSY)



チャートは3年

By BILL ALPERT
(Source: Dow Jones)

9. The Trader 景気後退懸念が和らぎ週間では上昇 景気後退の回避を予想するなら上値余地はある

【米国株式市場】

■ 木曜日と金曜日で一変

先週の株式市場はティーンエージャーのような動きを示した。すなわち、自身の悪い噂に対して純粋な気持ちで全て反応したのだ。主要株価指数は、ダウ工業株 30 種平均 (NY ダウ) が 1.6% 高の 2 万 3433 ドル 16 セントとなり、S&P500 指数は 1.9% 高の 2531.94 で引けた。ナスダック総合指数は 2.3% 上昇して 6738.86 となり、小型株のラッセル 2000 指数は 3.2% 高の 1380.75 で週末を迎えた。



木曜日に市場が引けた時点では、また下落の週になるとの見方が強かった。12 月のサプライ管理協会 (ISM) の製造業景況感指数が 11 月の 59.3 から 54.1 に低下したことを受けて、木曜日に NY ダウが 660 ドル 2 セント (2.8%) の下落となったからだ。ISM 指数の今回の低下幅は 2008 年 10 月以来の大きさだが、50 以上の値は景気の拡大局面を示している。ただ内訳を見ると、今後の企業活動との関連性が高い新規受注指数は 51.1 となり、2016 年以降で最低水準となった。これはむしろ、景気下降局面が来るとの市場の懸念を確認するような内容だ。

そして迎えた金曜日に NY ダウは 746 ドル 94 セント (3.3%) 上昇し、再び世界は全てうまくいっているように見えた。トランプ大統領が貿易交渉のために中国に代表団を派遣したと伝えられたことや、12 月の雇用統計で米国の雇用創出が 2018 年 2 月以降で最も強かったことが好感された。米連邦準備制度理事会 (FRB) のパウエル議長からも今年の利上げに対する柔軟な姿勢が示され、これらは景気後退を織り込む過程にあった市場にとって天からの恵みとなった。

■ 景気後退がなければ上値は望める

景気後退の懸念は長期金利と短期金利の差を示すイールドカーブに表れていた。過去を振り返ると、イールドカーブの逆転は景気後退の前触れとなることが多かったからだ。先週、イールドカーブは逆転の寸前まで迫っていたが、金曜日に好材料が発表されたことで再びスティープ化した。今後悪いニュースが続けば、依然としてイールドカーブは逆転する可能性がある。ただし、その場合でも景気の減速はほぼ確実ではあるものの、後退は必然というわけではない。例えば 1998 年の場合、逆イールド状態が発生したものの景気後退には至らず、株式市場はその後に天井を付けるまで 2 年以上の上昇となった。

当然、現在は 1998 年とは異なる。当時、インフレが起きず、景気が過熱することなく経済成長が達成できたことで、景気後退と株式の弱気市場は辛うじて避けられた。ルーソルド・グループのチーフ・インベストメント・ストラテジストであるジム・ポールセン氏はこの状態を「生産性の奇跡」と呼ぶ。

同様のことが起きるとは思えない。しかし、株式市場は、ポールセン氏が「バリュエーションの奇跡」と呼ぶものを経験してきた。S&P500 指数の実績株価収益率（PER）は、昨年のピーク時の 24 倍から 12 月に 16 倍まで低下した。1950 年以降の PER 水準を並べた場合、24 倍は上位 8%に入るが、16 倍は下から数えて 42%の位置にすぎない。

同氏は「株式市場は弱気相場の底値を付けたわけではないが、インフレ率と金利の上昇が止まり、景気後退が回避されるのであれば、幾らかの上値が望める水準に戻っている」と述べる。ここには多くの仮定が含まれているが、本質的に米国の経済成長は速過ぎることは避けなければならないようだ。ポールセン氏は 3%以下の成長が理想的だとみている。そうであれば、FRB には利上げ継続の必要がなく、景気後退というほどの減速でもない。

2017 年末に株式市場に対して弱気に転じたポールセン氏だが、株式市場はこうした非常に狭い経路をうまく歩むことができそうだとみている。同氏が重視しているイーロッドカーブや景気先行指標のどれもが景気減速を示していないため、市場の調整局面が買い場になるとみている。

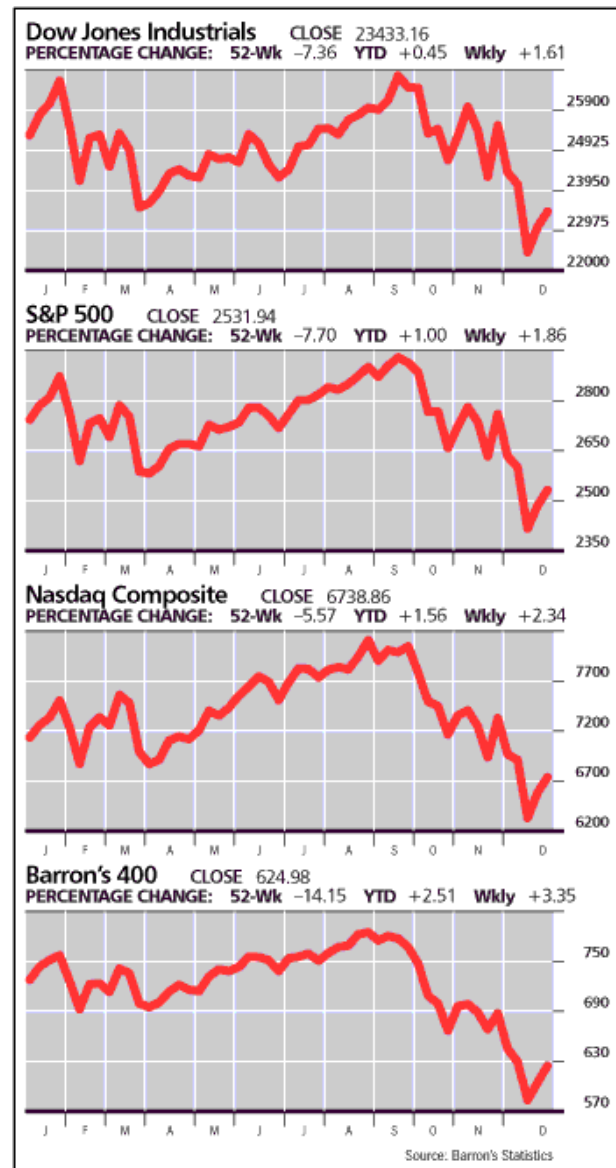
同氏が最も懸念するのは、金融危機からの景気回復過程が非常に特殊であり、それだけの理由でこれらのシグナルが以前のように機能しないという点だ。同氏は「この点が最も懸念されるが、いずれにせよ決断は必要だ」と語る。

■ 昨年の銘柄選定の通信簿

昨年は株式市場全体にとって痛手の大きな年だったが、筆者の銘柄選定も同様の厳しさを味わった。

主要株価指数は、大みそかの反発にもかかわらず前年末比マイナスとなり、NY ダウは 5.6%の下落で、2008 年以降で最大の下落率だった。S&P500 指数はマイナス 6.2%、ナスダック総合指数は 3.9%のマイナスで引けた。小型株のラッセル 2000 指数は 12.2%と大きく下落した。

ダメージの大半は最後の 3 カ月に集中し、NY ダウは 3 カ月間で 12%下落して、四半期としては 2011 年以来で最悪のパフォーマンスとなった。また、景気過熱に対する市場の懸念が、景気後退に向かっているとの懸念に急速に変化した。そうした相場環境で投資家が好んでいたアップル（AAPL）やアマゾン・ドット・コム（AMZN）などの銘柄が急落したことで状況は悪くなった。2018 年の株式市場は最悪の事態に備えた状況で終わったと言うべきなのだろう。



最悪は、筆者の 2018 年銘柄選定にも付けられそうな形容詞だ。当コラムで紹介した 15 銘柄のうち、S&P500 指数を上回った銘柄は 7 銘柄のみで、プラスのリターンを確保したのは 4 銘柄にすぎない。全体を平均すると、S&P500 指数のパフォーマンスを 4.8%ポイントも下回ってしまった。



個別銘柄の推奨では、タイミングが悪かったものがある。10 月 5 日に石油掘削サービスのトランスオーシャン (RIG) を推奨した後、需要のピーク懸念と供給過剰懸念から原油価格が 35%下落したため、推奨時点から株価は半値になってしまった。それでも、景気後退がないと考えれば、同銘柄を 1 桁台の半ばで買うのは底値買いとして考える余地があると思われる。

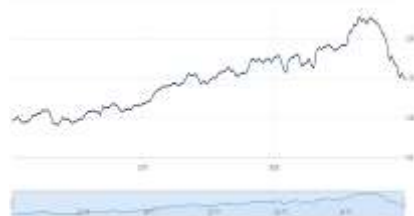
中国のオンライン販売大手であるバイドゥ (百度、BIDU) を推奨した時、筆者は、米国の同業者と異なる動きだった中国のインターネット関連株が再び同様の値動きとなるとの見方を持っていた。この見方は正しかったが、バイドゥ株が上昇したからではなく、米国のインターネット株も同様に下落したためだった。バイドゥ株は推奨した 9 月 7 日以降で 27%下落し、S&P500 指数を 14%ポイント下回る。

成功した銘柄推奨では、ホームセンターチェーンのロウズ (LOW) とコーヒー店チェーンのスターバックス (SBUX) が挙げられる。両銘柄とも復活ストーリーに基づいた推奨だったが、アクティビストが介在して株価上昇のきっかけになるとの見方も示し、その通りになった。ロウズは、昨年 5 月に推奨した後に新たな最高経営責任者 (CEO) が就任し、パーシング・スクエアを率いるアクティビスト投資家のビル・アックマン氏が株式を取得したことで 8%の上昇となり、S&P500 指数を 16%ポイント近く上回った。スターバックスは 6 月の推奨タイミングはやや早かったものの、同様にアックマン氏が株式を取得したことで 15%上昇し、S&P500 指数を 25%ポイント上回った。

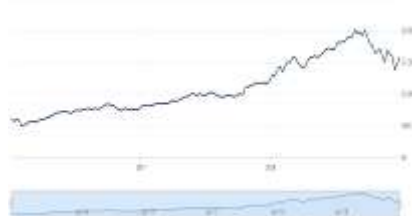
しかし、空売りが成功しやすかった相場環境で、筆者の最良の推奨もアパレルの L ブランズ (LB) の空売りとなった。筆者が 3 月 3 日に同社を売り推奨したのは、ジェフリーズのアナリストであるランディ・コニク氏の警告による。同氏は L ブランズの有力ブランドであるビクトリア・シークレットについて、スーパーモデルに焦点を当てた広告戦略が消費者の嗜好から離れていると指摘した。株価は 3 月 3 日の時点でかなり売り込まれていたものの、その後 37%下落したことから、同期間の S&P500 指数に対して 30%ポイント上回った。

2019 年は、L ブランズのような銘柄をもっと見付けられるように最善を尽くしたいと思う。

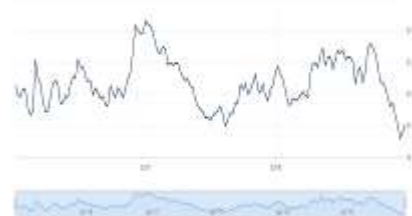
Apple Inc. (AAPL)



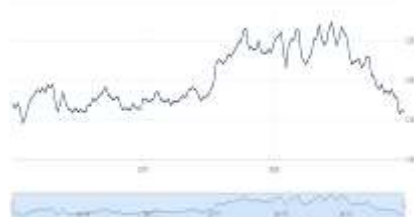
Amazon.com Inc. (AMZN)



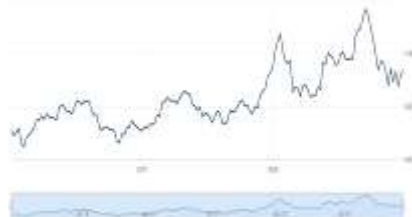
Transocean Ltd. (RIG)



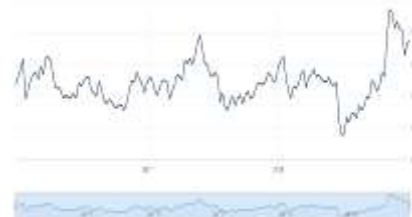
Baidu Inc. ADR (BIDU)



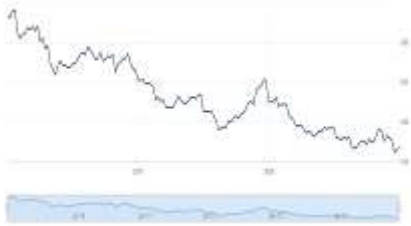
Lowe's Cos. (LOW)



Starbucks Corp. (SBUX)



L Brands Inc. (LB)



チャートは3年

By BEN LEVISOHN
(Source: Dow Jones)

10. Preview 今週の予定 ブランド力の高さに比例しない投資リターン

【経済関連スケジュール】

■ ブランド価値プレミアムによりリターンが低下

著名投資家のピーター・リンチ氏は、数十年前にフィデリティ・マゼラン・ファンドを運用していた時期に、「自分の知っているものに投資する」という格言通りの手法で投資家に巨額の富をもたらした。この手法は、ブランドや評判に基づいて銘柄選択するというもので、ショッピングモールなどに出向き、実際に何が売れているかを判断の材料とする。これは、口で言うほどたやすくはない。



また最近では、ブランド力の高さは投資リターンに悪材料であるという考えもある。これは、エール大学経営大学院のロジャー・イボットソン教授、モーニングスターのリサーチャーであるトーマス・イゾレック、ポール・カブラン、ジェームズ・シオンの各氏による共同研究「Popularity: A Bridge Between Classical and Behavioral Finance」(CFA インスティテュート・リサーチ・ファンデーション刊) に詳しく書かれている。研究では、米国株のリターンを数十年にわたって分析し、評判、ブランド力、競争力の高い銘柄は、リターンが市場平均を下回る傾向があるとの結論を得ている。

ブランド力を係数に取った例を見てみよう。2000～17 年のグローバル・ブランド価値ランキングなどに基づく、ブランド力上位の銘柄群は期間中の平均年率リターンが 5.9%であった一方で、ブランド力下位の銘柄群のリターンは 12%であった。これは均等加重ベースでの数値だが、時価総額加重ベースでも同様の結果が得られた。

もちろん、ブランド力は時代とともに変遷する。

2000 年にブランド力で最上位であった飲料大手コカ・コーラ (KO) は、2017 年にその座をアップル (AAPL) に明け渡した。また、トップ 5 に名を連ねていた IT 大手 IBM (IBM) や国際通信会社ノキア (NOK) は、検索サイトグーグルを運営するアルファベット (GOOGL) やアマゾン・ドット・コム (AMZN) に取って代わられた。とはいえ、かつてブランド力が高かった銘柄は、投資家に選好されやすい。株価にプレミアムが付されることで、リターンが低下するのである。

By DAREN FONDA

■ 今週の予定

1 月 7 日 (月)

- ・ 12 月のサプライ管理協会 (ISM) 非製造業景況指数発表。エコノミストは 58.7 を予想 (11 月は 60.7)。非製造業の経済活動は、11 月まで 106 カ月連続で拡大 (同指数が 50 以上で推移)。
- ・ 第 37 回 J.P.モルガン年次ヘルスケア・コンファレンスがサンフランシスコで開催。製薬大手アラガン (AGN)、バイオ医薬品のバイオジェン (BIIB)、ヘルスケア製品のジョンソン&ジョンソン (J&J、ティッカーは JNJ) など、450 社以上の公開・未公開企業が参加予定。

1 月 8 日 (火)

- ・ コンシューマー・テクノロジー・アソシエーション (CTA) 主催のコンシューマー・エレクトロニクス・ショー (CES) がラスベガスで開会 (11 日までの予定)。1967 年から毎年開催されており、ビデオテープレコーダー (VCR)、コンパクトディスク (CD) プレーヤー、ハイビジョン (HD) テレビ、3D プリンターなど、時代を代表する革新的なテクノロジーの数々が発表されてきた。
- ・ 11 月の求人離職統計 (JOLTS) 発表。10 月と同水準の 700 万件となる予想。
- ・ 全米独立企業連盟 (NFIB) が 12 月の中小企業楽観度指数を発表。11 月の 104.8 から 103 へと低下する見込み。過去最高となった昨年 8 月から低下が続く模様だが、過去に例を見ない高水準での推移が 2 年にわたって続いている。

1 月 9 日 (水)

- ・ 生活用品小売チェーンのベッド・バス・アンド・ビヨンド (BBBY)、酒類大手コンステレーション・ブランズ (STZ)、住宅建設のレナー (LEN) が四半期決算を発表。
- ・ カナダ中銀が政策金利を発表。1.75%で据え置かれるとの見方が大勢。
- ・ 連邦公開市場委員会 (FOMC) 会合の議事要旨 (12 月 18-19 日開催分) 発表。
- ・ 会員制量販店チェーンのコストコ・ホールセール (COST) が 12 月の販売データを発表。
- ・ シティ・グローバル・テクノロジー・メディア・アンド・テレコム・コンファレンス・ウエストが 2 日間の予定で開催(ラスベガス)。メディア企業のディスカバリー・コミュニケーションズ(DISCA)、画像処理半導体 (GPU)、大手エヌビディア(NVDA)、通信大手ベライゾン・コミュニケーションズ (VZ) などが参加予定。

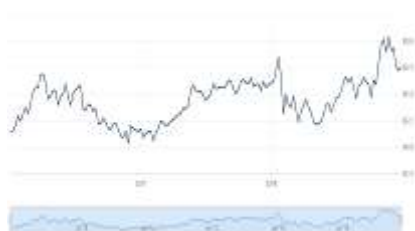
1 月 10 日 (木)

- ・ 新規失業保険申請件数 (1 月 5 日までの週) 発表。22 万 5000 件となる見込み。
- ・ 欧州中央銀行 (ECB) が 12 月会合の議事要旨を発表。

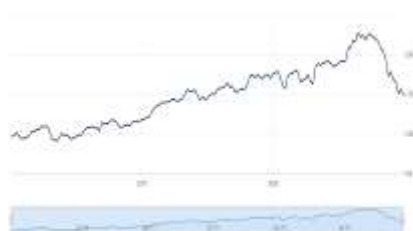
1 月 11 日 (金)

- ・ 12 月の消費者物価指数 (CPI) 発表。エコノミストは前月比 0.1%低下を予想 (11 月は同 0.0%)。食品・エネルギーを除くコア CPI は、11 月と同程度の前月比 0.2%上昇が見込まれる。同時に、12 月の実質平均時給と実質平均週給が発表される。11 月は、時給が季節調整済み年率で 0.8%上昇、週給は同 0.6%上昇。
- ・ 米財務省が月次予算報告書を発表。2018 年度 (2017 年 10 月～2018 年 9 月) は、連邦財政赤字が前年比 17%増加の 7790 億ドルとなった (2012 年度以降で最大)。米財務省は、2019 年度の財政赤字が 1 兆ドルに達すると予想。

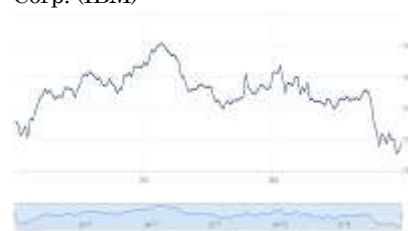
Coca-Cola Co. (KO)



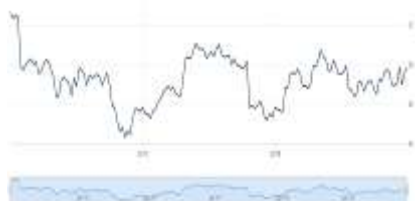
Apple Inc. (AAPL)



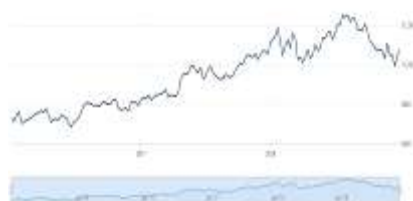
International Business Machines Corp. (IBM)



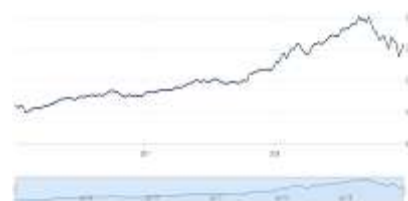
Nokia Corp. ADR (NOK)



Alphabet Inc. Cl A (GOOGL)



Amazon.com Inc. (AMZN)



チャートは 3 年

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

**THIS WEEK'S MAGAZINE**

BARRON'S COVER

1. Best Income Investments for 2019

How investors can get yields from 3% to 10% through individual securities, mutual funds, exchange-traded funds, and a hard-hit group of closed-end funds.

FEATURE

2. Why There's Still Plenty of Value in Apple's Core

A mediocre product cycle doesn't change Apple's strengths: a robust balance sheet, loyal customers, a stellar brand, and a sticky ecosystem of software and services.

FEATURE

These Low P/E Stocks Have Better Days Ahead

Here's why AT&T, DXC Technology, Morgan Stanley, and Mylan look like good bets

BARRON'S MFQ

3. The Top Sustainable Funds

Barron's third annual performance ranking of the most sustainable, ESG-oriented funds highlights dozens of funds that beat the market by focusing on good corporate governance and other measures of social and environmental sustainability.

BARRON'S MFQ

4. How to Invest Sustainably and Still Beat the Market, According to a Master

Parnassus founder Jeremy Dodson has taken his legendary value investing skills to the classroom. Barron's senior writer Leslie P. Norton took his seminar at New York University and came away with some valuable lessons.

FEATURE

The Inventor of the Apple Store on Retail Revolutions—Past and Future

Ron Johnson played a key roles at Target and Apple before stumbling at J.C. Penney. Now he's starting anew in Silicon Valley, with some ideas about where retail is heading.

FEATURE

5. How a Diverse Workforce Can Help Company Performance

Corporate drives for diversity are being bolstered by an expanding body of research tying a diverse workplace to financial performance.

UP AND DOWN WALL STREET

6. It's Been a Rough 20 Years for Stocks. The Next 20 Should Be a Lot Better

UP AND DOWN WALL STREET

Air Lease Shares Are Down and Could Be a Bargain

STREETWISE

7. Here's to Calmer Markets, Fatter Dividends, and More Innovation In Tech

BARRON'S MFQ

How Long Does It Take to Forgive a Company?

BARRON'S MFQ

8. Carson Block Pioneers A New Kind of Activism

OTHER VOICES

3 Tech Trends to Watch in 2019

FEATURE

A Leaner Navistar Offers a Low Price, a Clean Balance Sheet, and a Possible Suitor

TECHNOLOGY TRADER

CES Opens at a Perilous Time for Tech

THE TRADER

9. Dow Gains 370 Points as Recession Fears Recede

TRADER EXTRA

9. The Winning and Losing Stock Picks of 2018

TRADER EXTRA

Utility Stocks Can Be Steady Performers in Times of Turmoil

REVIEW

Will Bank Stocks Rally in 2019?

Three analysts answer the question, What does 2019 hold for bank stocks?

PREVIEW

10. No, the Best Brands Don't Make the Best Stocks

It's easy for investors to think popular companies with strong brands—like Apple, Alphabet, and Amazon—are paths to riches. But a new study says otherwise.

EMERGING MARKETS

Politics Weigh On Brazilian, Indian Stocks

Headwinds, particularly from Washington, blew many of New President Jair Bolsonaro confronts Brazilian pension problems. Narendra Modi faces challenges to Indian success.

BARRON'S MFQ

Table: Top Sustainable Mutual Funds—2018

We selected the top U.S. large-company, actively managed funds with the most sustainable portfolios, and ranked them by one-year returns.

BARRON'S MFQ

Who's Not on the List—And Why

Our list of the mutual funds with the most sustainable portfolios does not include 54 of the 78 funds that explicitly state they're sustainable. Some were too small to make the list, others turned in surprisingly low sustainability scores, according to Morningstar data. Here's a look at some of the offenders.

BARRON'S MFQ

Leaders & Laggards—Fourth Quarter 2018

A glance at the best and worst performing mutual funds

BARRON'S MFQ

The Evolution of ESG

As sustainable investing evolves, it looks more and more like good, old-fashioned stock-picking. In this Fund Quarterly, Barron's talks to Jerome Dodson of Parnassus about his nearly 35 years of investing sustainably, and ranks the performance of the most sustainable funds.

THE STRIKING PRICE

When Volatility Means Opportunity

We offer principles to provide some ballast to the tumult that should define 2019's market.

COMMODITIES CORNER

Why Beef Prices Are Primed to Sizzle

RESEARCH REPORTS

MetLife Upgraded to Buy

13D FILINGS

Starboard Sees Value in Magellan Health Sale

『バロنز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نز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 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نز拾い読み』 (2019 年 1 月 7 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 © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます