

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 28

1. **Calculating the Cost of Climate Change** 気候変動のコストを計算→ P.2 【気候変動】
気候変動リスクが高い企業のランキング
2. **Up and Down Wall Street** 富裕層を標的とした増税→ P.8 【コラム】
限界税率の引き上げと富裕税の導入 利上げ小休止
3. **A Silver Lining in Unloved Dell** 不人気のデルだが株価は不当に割安→ P.10 【デル】
デル自体の時価を大幅に上回る価値の株式を保有
4. **Barron's Bullish Picks Trailed Market in 2018** パフォーマンス検証→ P.12 【推奨銘柄】
本誌推奨銘柄はアンダーパフォーム、タイミングを捉えた弱気銘柄
5. **Dividend Growth May Be Slowest** 配当成長率は2016年以降で最低か→ P.16 【配当投資】
貿易および地政学的な緊張により市場の不透明感が拡大
6. **A Fund's Smart Bets** 本誌の持続可能性ランキングで1位→ P.18 【ミューチュアルファンド】
高確信度・低回転率戦略で市場をアウトパフォームしてきたボーレン・グロース・ファンド
7. **Casino Stocks Look Tempting to a Value Investor** カジノ関連銘柄→ P.21 【インタビュー】
バリューストック投資家クラベッツ氏に魅力的に映る銘柄
8. **Software Stocks Can Work In Good or Bad Times** 株価上昇の見込み→ P.24 【ソフトウェア】
景気悪化にも強いソフトウェア需要
9. **The Trader** 年初からの急騰のあと、上昇一服→ P.26 【米国株式市場】
相場の勢いを持続させるには至らなかったものの、上昇余地はありそう
10. **Preview** 今週の予定→ P.29 【経済関連スケジュール】
住宅市場の変調にも、投資家は楽観的

※ 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. Calculating the Cost of Climate Change 気候変動のコストを計算 気候変動リスクが高い企業のランキング

【気候変動】

■ 気候変動リスクの上昇、投資家の関心の高まり

2017 年、ハリケーン「マリア」がプエルトリコを直撃し、同島に生産拠点を置く製薬会社メルク（MRK）は対応を余儀なくされた。工場は 1 週間以内に稼働を再開したが、道路は依然として壊滅状態だったため、同社はシンガポールにおけるサプライチェーン新設の検討を始めた。メルクでサプライチェーンを担当するクレイグ・ケネディ氏は、「インフラが破壊された場合の十分な備えができていなかった。何が起きるか予測することはできない」と語る。



こうした予測不可能なリスクは増える一方だ。科学者によれば、ハリケーンの強さや頻度が上昇しているのは、地球温暖化、すなわち気候変動による影響の一環である。近年は企業の開示書類でもリスク要因として気候変動が挙げられるようになった。S&P グローバル・レーティングによれば、2017 年度は S&P500 指数構成企業の約 15%が気候関連のイベントによる利益への影響を開示している。影響を定量化している企業は 4%にすぎないが、その 4%における利益への影響額は 6%に及ぶ。

異常気象による影響は多岐にわたり、製品の需要を減らす場合もあれば増やす場合もある。物理的な拠点は、特にリスクにさらされる可能性がある。気象災害の頻度が高まっていることを踏まえれば、株主はこうしたコストを検討しなければならない。非営利団体 CDP のポーラ・ディペルナ氏は「環境問題へのエクスポージャーに関する投資家の質問は詳細さを増している」と語る。

気候変動による影響は、どのように計算すべきだろうか。本誌は市場調査会社のフォー・トゥエンティ・セブンに依頼して、同社の気候リスク分析に基づき、S&P500 指数構成企業の中で異常気象と気候変動による影響を最も受けやすい企業を特定した。同社は企業の拠点や気候に関するデータベースを利用してスコアを策定し、金融機関などにデータを販売している。

スコアの約 70%は、熱ストレス（真夏日の頻度と厳しさ）、水ストレス（干ばつなど）、洪水、海面上昇、ハリケーン、台風などに対する事業リスクと、社会・経済的リスク（企業の事業地域や、気候による影響を受けた場合の回復力）が占める。スコアの残りの部分は、市場リスク（気候リスクに対する最終市場の脆弱（ぜいじゃく）性）とサプライチェーンリスク（サプライチェーンが置かれている国が抱える気候リスク）から成る。

フォー・トゥエンティ・セブンの創業者であるエミリー・マツアクラティ最高経営責任者（CEO）は次のように語る。「当社は事業拠点のデータを取得するに当たり、複数の民間のデータソースや公共のデータソースに依拠している。情報が古くなっている場合や、拠点のカテゴリーが誤っている場合もある。投資家がポートフォリオにおける気候リスクのエクスポージャーを把握するためには、企業が主要な施設の立地に関して透明性を高めなければならない。データの質が向上すれば、投資家と企業自身にとってリスクのプライシングが改善する」

■ 気候変動エクスポージャーが大きい 15 社

エクスポージャーの上位 15 社には、驚くべきことに、米国で最高クラスの経営が行われている企業が含まれる。例えば、14 位には資産運用大手 T.ロウ・プライス（TROW）が入った。同社は米国メリーランド州ボルティモアの海に面した地域に本社を置く。フォー・トゥエンティ・セブンによれば、T.ロウの拠点の 3 分の 2 が海面上昇のリスクに、半分以上が洪水のリスクにさらされている。

T.ロウのグローバル業務継続担当バイスプレジデント、ブレイズ・ダンブロージオ氏は、2017 年のハリケーン「ハービー」以来、同社が上記のリスクについて検討してきたと語る。同社は 100 年および 500 年に一度の規模の洪水を想定し、ボルティモアに対する影響を分析した。ダンブロージオ氏によれば、必要不可欠な事業部門を維持するための準備は十分に整っており、自然災害が発生しても顧客にサービスを提供できる。ボルティモアの南部に復旧用の拠点を設置しており、グローバルなトレーディング用のバックアップ拠点も有する。同社は米国外の全ての拠点で事業継続戦略を策定している。

6 位の電力会社コンソリデテッド・エジソン (ED) は、拠点の 4 分の 1 が海面上昇のリスクにさらされており、特にニューヨーク周辺でその傾向が強い。フォー・トゥエンティ・セブンによれば、カリフォルニア州の拠点は水ストレスに、テキサス州南部の拠点は熱ストレスと水ストレスに直面している。2012 年、同社の顧客はハリケーン「サンディ」の被害を受けた。海水が電気系統に接触し、火災が発生したのだ。配電システムが損傷し、140 万件の顧客への電力供給が中断され、コストは 4 億 6000 万ドルを上回った。

コンソリデテッド・エジソンの広報担当者は、サンディ以後、「気候のパターンが根本的に変化しており、顧客と設備を守る必要があるということが明確になった」と語る。その後、同社は配電システム強化のために 10 億ドルを投資することについて規制当局から承認を得た。同社によれば、この投資によって 2013 年以降で 37 万件以上の停電が防止されている。

なお、同じく電力会社で、送電線の出火がカリフォルニア州の山火事の原因になった可能性がある PG&E (PCG) は、潜在的な債務が 300 億ドルに上るとして破産を申し立てることを発表した。それでも、同社の順位は 46 位である。

ランキング 1 位はクルーズ船運航会社のノルウェー・クルーズ・ライン・ホールディングス (NCLH) である。同社はフロリダ州マイアミに本社をはじめとする複数の拠点を有するが、これらの拠点は全て豪雨やハリケーンによる洪水の高いリスクにさらされている。同社は本誌の取材に返答しなかった。2 位の半導体大手ウエスタン・デジタル (WDC) は、5 分の 1 以上の拠点が洪水と水ストレスに対して高いエクスポージャーを有する。同社は本誌へのコメントを拒否した。

3 位のネクステラ・エナジー (NEE) は、時価総額ベースが世界最大の電力会社で、太陽光発電、風力発電、バッテリー技術などの持続可能性に関するソリューションに多額の投資を行っている。それでも順位が高いのは、52%の拠点がハリケーンのリスクにさらされているためである。このリスクは、フロリダ州の大西洋岸に位置する数十件の拠点到集中している。同社も本誌に対してコメントを拒否した。

4 位の半導体大手マイクロン・テクノロジー (MU) は、約 4 分の 1 の拠点が洪水や台風に対するエクスポージャーを有する。オペレーションリスクの大半は東アジアに集中している。同社の広報担当者は、フォー・トゥエンティ・セブンのデータを疑問視し、一部の拠点が洪水や台風リスクにさらされていたとしても、「当社がこうした災害によって重大な財務的影響を受けるとは限らない」と指摘。「十分な評価を行うためには、実際に現地と建物を観察して、どのような活動が行われているか把握しなければならないはずだ」と付け加えた。

5 位の化学会社イーストマン・ケミカル (EMN) は、27%の拠点が米国などで洪水のリスクに、14%の拠点が東アジアで台風リスクにさらされている。フォー・トゥエンティ・セブンは、



「洪水によって汚染物質が漏えいした場合に世論の批判を受けるため、洪水は化学会社に対して重大なレピュテーション（評判）リスクをもたらす」と述べる。イーストマンは本誌の取材に返答しなかった。

その他にランキングに入ったのは、ハードディスクドライブ (HDD) 大手シーゲイト・テクノロジー (STX)、半導体製造装置大手アプライド・マテリアルズ (AMAT)、エネルギー会社のパブリック・サービス・エンタープライズ・グループ (PEG)、電力・ガス会社のドミニオン・エナジー (D)、クルーズ大手ロイヤル・カリビアン・クルーズ (RCL)、バイオ製薬会社インサイト (INCY)、製薬会社ブリストル・マイヤーズ・スクイブ (BMY) などである。

■ ハリケーン被害の教訓を生かす

企業は株主によって、気候リスクに関する開示を拡大するように圧力をかけられる公算が大きい。この動きをけん引する一因になるとみられるのが、金融安定理事会が設置した気候関連財務情報開示タスクフォースである。議長を務める前ニューヨーク市長のマイケル・ブルームバーグ氏は、企業がシナリオ分析を実施することなどを提言している。

ランキング 8 位のメルクは、25%の拠点が日本や米国東部で台風やハリケーンのリスクに、20%の拠点が米国、スイス、中国、韓国などで洪水のリスクにさらされている。ケネディ氏は過去数年間、同社のグローバル・サプライチェーンの責任者として、事業に混乱をもたらす要因を特定し、対応策を追求してきた。同社は南アジアに非常に多くの拠点を有し、気候リスク、資源リスク、コンプライアンスリスクを抱えていた。そこで同氏は、欧州で代替的なサプライチェーンの構築を開始する一方、生産拠点の一部を米国に移し始めた。こうした大規模な活動には入念な計画が必要となる。同氏は「規制上の綿密な審査の対象となるため、製薬サプライチェーンの移転と調達には長い時間がかかる」と語る。

昨年秋、ハリケーン「フローレンス」が米国の東海岸に接近したことを受け、ケネディ氏のチームは行動を開始した。焦点となったのは、ノースカロライナ州とバージニア州に位置する二つの拠点である。これらの拠点では、はしかなどのワクチンや病院用品の製造、医薬品の包装を行っていた。チームメンバーは防災計画を確認し、大規模な混乱に備えて発電機などの非常用設備を準備した。一部の社員は工場で寝泊まりを始めた。フローレンスの接近を踏まえ、ケネディ氏は予防措置として工場を閉鎖した。その後、フローレンスは進路を変更し、メルクは打撃を免れた。2 日後、工場は再開された。

ケネディ氏は次のように語る。「われわれはマリアから多くのことを学び、フローレンスに応用した。気候変動は企業に良い影響を及ぼす場合もあれば、悪い影響を及ぼす場合もある。どちらに転んでも問題がないように準備しておく必要がある。どんな状況でも、最終的に何が起きるかを予測することはできない」

Greatest Exposure

The 15 companies whose facilities have the greatest exposure to climate change and extreme weather, according to the market intelligence firm Four Twenty Seven, are shown below, ranked by the overall score. We also show the operations risk, which accounts for 70% of a company's score, as well as market risk and supply chain risk. Market risk is the vulnerability of a company's end market to climate risk. Supply chain risk is the risk associated with countries that make up a company's supply chain.

Company / Ticker	Industry	Total Score	Operations Risk Score	Market Risk Score	Supply Chain Risk Score
Norwegian Cruise Line Holdings / NCLH	Consumer Services	100	60.6	40.1	66.7
Western Digital / WDC	Technology Hardware & Equipment	89.2	47	66.1	69.1
NextEra Energy / NEE	Utilities	86.5	53.5	38.2	69.8
Micron Technology / MU	Semiconductors & Semiconductor Equipment	80.2	41.8	69.5	67
Eastman Chemical / EMN	Materials	80	44.1	61	67
Consolidated Edison / ED	Utilities	79.6	49.7	38.4	70.1
Seagate Technology / STX	Technology Hardware & Equipment	77.7	41.1	66.1	69.1
Merck / MRK	Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences	76.9	44.1	60.7	60.5
Applied Materials / AMAT	Semiconductors & Semiconductor Equipment	76.3	42.2	66.3	60.6
Public Service Enterprise Group / PEG	Utilities	74.6	47.2	38.4	70.1
Dominion Energy / D	Utilities	74.4	47.1	38.4	70.1
Royal Caribbean Cruises / RCL	Consumer Services	74.2	47.4	42.1	63.4
Incyte / INCY	Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences	74	42.4	60.3	62
T. Rowe Price Group / TROW	Diversified Financials	74	55.5	40.6	27.2
Bristol-Myers Squibb / BMY	Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences	73.6	42.2	60.4	62

Source: Four Twenty Seven

Least Exposed

The 16 companies in the S&P 500 whose facilities had the least exposure to climate change and extreme weather, according to a ranking by the market intelligence firm Four Twenty Seven.

Company / Ticker	Industry	Total Score
McKesson / MCK	Health Care Equipment & Services	0.0
Cerner / CERN	Health Care Equipment & Services	1.6
Expedia Group / EXPE	Retailing	8.2
eBay / EBAY	Software & Services	12.9
Henry Schein / HSIC	Health Care Equipment & Services	13.9
Equifax / EFX	Commercial & Professional Services	14.5
Prologis / PLD	Real Estate	15.3
Travelers / TRV	Insurance	15.5
Booking Holdings / BKNG	Retailing	15.7
WW Grainger / GWW	Capital Goods	16
Genuine Parts / GPC	Retailing	16.6
Cognizant Technology Solutions / CTSI	Software & Services	17.0
Netflix / NFLX	Retailing	17.6
Brighthouse Financial / BHF	Insurance	17.8
Discovery / DISCA	Media	17.8
LKQ / LKQ	Retailing	17.8

Source: Four Twenty Seven

Melkior Resources Inc. (MKR)



T. Rowe Price Group Inc. (TROW)



Consolidated Edison Inc. (ED)



PG&E Corp. (PCG)



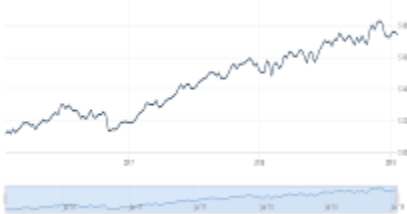
Norwegian Cruise Line Holdings Ltd. (NCLH)



Western Digital Corp. (WDC)



NextEra Energy Inc. (NEE)



Micron Technology Inc. (MU)



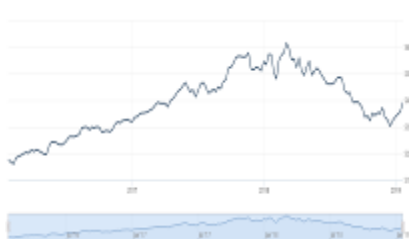
Eastman Chemical Co. (EMN)



Seagate Technology PLC (STX)



Applied Materials Inc. (AMAT)



Public Service Enterprise Group Inc. (PEG)



Dominion Energy Inc. (D)



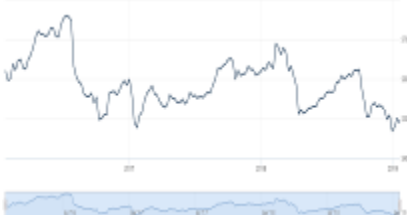
Royal Caribbean Cruises Ltd. (RCL)



Incyte Corp. (INCY)



Bristol-Myers Squibb Co. (BMY)



チャートは3年 (NCLH は1年)

By LESLIE P. NORTON
(Source: Dow Jones)

2. Up and Down Wall Street 富裕層を標的とした増税 限界税率の引き上げと富裕税の導入 利上げ小休止

【コラム】

■ 増税の提案

来年の大統領選挙に向けた民主党の経済政策が姿を見せ始めている。アレクサンドリア・オカシオ＝コルテス下院議員は、1000 万ドル超の所得に対する 70%の税率を打ち出した。一方、エリザベス・ウォーレン上院議員は、資産 5000 万ドル超に対して 2%、10 億ドル超に対して 3%の富裕税を提案した。

これら税制の目的は政府の税収増にある。大統領選挙に向けて準備委員会を立ち上げたウォーレン上院議員は、この富裕税によって 10 年間で約 3 兆ドルの税収が生まれると語る一方で、不公平の是正も目的にしている。



A federal employee organizer at a rally protesting the government shutdown.

コルテス下院議員の限界税率引き上げやウォーレン上院議員の富裕税の本当の重要性は、それが実施される公算ではない。実現のためには、2020 年にホワイトハウスと下院を民主党左派が支配する必要があるだろう。しかし、提案自体は、政治および経済の振り子が 40 年前とは逆方向に振れていることを示唆する。1978 年には、カリフォルニア州の提案 13 号（固定資産税の税率引き下げ）が可決され、レーガノミクスの根幹を形成するケンプ・ロス減税（所得税率引き下げ）の先駆けとなった。

民主党議員による現在の提案は、当時の施策を帳消しにするどころか、さらに逆行することになる。レーガン元大統領以前の水準への最高限界税率引き上げと富裕税導入は、連邦レベルでは前例がない。

スタグフレーション、2 桁台の金利、1000 ドル割れのダウ工業株 30 種平均（NY ダウ、1972 年 11 月に 1000 ドル台に初めて乗った）というカーター元大統領時代（1977～1981 年）からは、時間が相当経過した。しかし、その当時には想像すらできなかった、4%割れの失業率と約 2%のインフレ率という現在の理想的な経済状況でも、NY ダウが 24 倍に上昇した恩恵は、等しく行き渡っているわけではない。同時に米国経済は、当時以上に資産価値、特に株価に依存するようになっている。一方で、共和党議員が提案する増税と富裕税によってもたらされるとみなされている恩恵の中には、資産価値の上昇は含まれていない。

■ 意外と大きい資産効果

ゴールドマン・サックスによる最近のレポート内容を紹介する。米国では超富裕層のみならず、中流階級と上位中流階級の富と支出も株式市場と一段と密接に連動するようになっている。このことは、株式の富がほんの一握りの超富裕層に今や集中しており、彼らが消費を減らさずに株価下落の影響を吸収できるために、株価による資産効果が低下しているという、現在の標準的な経済的想定とは相反している。資産保有額上位 0.1%の世帯が、全世帯の保有株式の 17%を保有しており、上位 1%で 50%を占める。これらの割合は、1980 年代のそれぞれ 13%と 39%から上昇した。全世帯の保有株式は、所得と比較すると 3 倍のペースで増加している。つまり、所得上位 10%の世帯にとって、株価の 1%低下は 1980 年代と比較して 3 倍の影響を持つことになる。上位中流階級（50%から 90%まで）でも、株価下落の影響は当時と比較して 3 分の 1 だけ大きくなっている。従って、ゴールドマン・サックスのエコノミストは 2018 年 9 月の天井から 1 月 15 日（レポートの日付）までの 11%の株価下落が、2019 年の国内総生産（GDP）成長率を 0.5%ポイント押し下げると予想している。

仮にウォーレン上院議員が大統領になって富裕税が施行された場合、超富裕層は不動産ではなく株式や債券といった流動性のある資産を売却するだろう。本誌のマシュー・クラインが先週書いたように、70%の限界税率はプラスかもしれないが、富裕税は資産価格にとってプラスになる公算は小さい。

いずれにせよ、2020 年の選挙が近づくに連れて議論は間違いなく白熱し、投資家も確実に注目するだろう。

■ 連邦公開市場委員会 (FOMC) で注目すべきこと

25 日に、連邦政府機関の一部閉鎖が解除されたことで、NY ダウは 5 週連続で前週比上昇した。ただ、金融市場にとっては、米連邦準備制度理事会 (FRB) がバランスシートの縮小を、現在の予想よりも早期に終了させる可能性があるという、ウォール・ストリート・ジャーナルの報道の方が重要だった。

30 日に終了する FOMC では何の行動も予想されていないが、委員会の金融政策に関する声明とパウエル議長の記者会見は重要だろう。フェデラルファンド (FF) 金利の誘導目標は 12 月に 2.25~2.5%へ 0.25%引き上げられており、近い将来の同様の利上げは予想されていない。むしろ FF 金利先物市場は、2020 年早期の利下げを織り込み始めている。

パウエル議長はといえば 1 月 4 日に、FRB が金融引き締めについて「忍耐強く」判断すると述べて、12 月の FOMC における「将来の幾分かの利上げ」が適当であるとの声明から方針を変更した。また、バランスシート縮小についても、ペースを緩めるとも述べている。

金融政策継続の小休止を正当化する最良の理由は、経済統計にさまざまに影響する政府機関閉鎖の影響を評価するためというものだろう。米商務省が閉鎖されて小売売上高などの統計が公表されておらず、統計に依存する政策決定者にとって金融政策を継続する根拠が薄くなっている。1 月の雇用統計は予定通りに 2 月 1 日に公表される予定だが、政府機関閉鎖の影響を受ける可能性がある。

ドイツ銀行のマクロストラテジストであるアラン・ラスキン氏は、FRB の言い回しの変化を、リスク市場の価格低下に対して保険を提供するための三つのプット（相場下支え要因）のうちの一つであるとみている。金融情勢に敏感な FRB に起因する「パウエル・プット」に加えて、株価に対する米国政府の注目が背景にある「トランプ・プット」があると同氏はみている。さらに、中国については、6%の経済成長率が守られるべき一線であるとドイツ銀行の顧客がみなしていることから、「習近平プット」もあるとラスキン氏は指摘する。

By RANDALL W. FORSYTH
(Source: Dow Jones)

3. A Silver Lining in Unloved Dell 不人気のデルだが株価は不当に割安 デル自体の時価を大幅に上回る価値の株式を保有

【デル】

■ デル・テクノロジーズ

デル・テクノロジーズ (DELL) の再上場は期待外れだったが、同社株は現在の市場で最も魅力的な割安銘柄の一つである。同社は急成長中の仮想化ソフトウェアである VM ウェア (VMW) の株式の 81%、そしてピボタル・ソフトウェア (PVTI) およびセキュアワークス (SCWX) の持ち分も保有しており、これらを合計すると時価総額で 530 億ドルと、デルの現在の時価総額 340 億ドルを 190 億ドル上回っている。デルの他には、中国のインターネット大手のテンセント・ホールディングス (700.香港) の株式を保有している南アフリカのナスパズ (NPSNY) の例があるが、保有している株式の価値が自社の時価を大幅に上回る大手企業はまれである。



Michael Dell

■ 490 億ドルの VM ウェア株を保有

デルのこの状況には、巨額の負債、税金の問題、コーポレート・ガバナンス、そして株価の高安にかかわらず売却を考慮している可能性のある株主基盤などの理由があるが、これらを考慮しても 45 ドルの株価は割安である。利益だけをみても、2020 年 1 月期の予想 1 株当たり利益 (EPS) 6.76 ドルをベースにすると予想株価収益率 (PER) は 7 倍未満であり、予想 PER が 9~10 倍のヒューレット・パカード・エンタープライズ (HPE) や IBM (IBM) よりも割安である。

デル株を買う最も説得力のある理由は、同社の保有する 490 億ドルの VM ウェア株である。VM ウェアは主に従来型のストレージを保有する企業に製品を提供するソフトウェア開発会社だったが、企業の自社ストレージとクラウドストレージの組み合わせであるハイブリッド・クラウドに集中する戦略への転換に成功しており、クラウドで支配的な地位にあるアマゾン・ウェブ・サービスと重要な関係を確立している。VM ウェア株の昨年のリターンは配当込みで 28%であった。

ハイテク大手のデルは、PC、サーバー、ストレージ機器で主導的な地位にあり、2019 年 2 月 1 日終了年度の売上高は約 910 億ドルに達すると予想されている。シティグループのアナリストであるジム・スバ氏は最近、デルのカバーを「買い」の投資判断、目標株価 55 ドルで開始している。同氏は 2020 年度の EPS を 8 ドルと予想している。また、ウルフ・リサーチのアナリストであるスティーブ・ミルノビッチ氏は投資判断を「アウトパフォーム」とし、目標株価を 58 ドルとしている。

■ ヘッジファンドの売り、負債、コーポレート・ガバナンスの懸念が重し

デルの現在の株価には、同社が最高経営責任者 (CEO) のマイケル・デル氏とプライベート・エクイティ会社のシルバーレイク・パートナーズの下で非公開となってから 5 年ぶりに再上場に至った経緯も影を落としている。昨年終盤に、デルは VM ウェアの株価と連動するデルのトラッキング株式を 140 億ドルの現金と、約 70 億ドルのデルの新規発行株式 (約 1 億 5000 万株) で取得することでトラッキング株式の保有者と合意した。株式は 12 月終わりにトラッキング株式の保有者に分配されたが、これらの保有者の多くはヘッジファンドであり株式を売却して現金化する可能性がある。

また、デルにはハイテクセクターで最大級の 504 億ドルの負債がある。この負債の大部分は、2016 年の 580 億ドルでの EMC 買収の際に負ったものである。しかし、同社の保有する他社株式の価値は負債額を上回っており、アナリストは同社が今後数年で負債を着実に返済すると予想している。コーポレート・ガバナンス

も投資家にとって問題である。公開株式の所有者の持ち分はわずか 20%であり、その保有株式は 1 株当たりの議決権が 1 個の C クラスの株式である。同社を支配するマイケル・デル氏とシルバーレイクがそれぞれ保有するクラス A とクラス B 株式には 1 株当たり 10 個の議決権がある。デルは無配当で、同社が負債の返済に注力していることを考慮すると、近い将来に配当を行う可能性も低い。浮動株の少なさから、S&P500 指数に組み入れることも不可能である。

■ VM ウェアのスピンオフの可能性も

強気のシナリオの一つには、デルが保有する VM ウェアの株式の一部を株主に分配する可能性がある。デルは EMC 買収の一環として VM ウェア株を取得したため、EMC 買収から 5 年になる 2021 年までは税務上の理由から分配の可能性は低い。クライアントに多くのヘッジファンドを抱えるニューヨークの税務専門家のロバート・ウィレンズ氏は本誌へのメールで「そのようなスピンオフには高い関心が寄せられている」と回答している。同氏によれば、デルは VM ウェアへの一部事業の提供によって、スピンオフを加速する可能性がある。このような戦術は、課税を嫌う投資家のジョン・マローン氏が複数の傘下企業に対して行ったものである。

デルは同社の資産の価値と収益力を考慮すると不当に割安であるように見える。ヘッジファンドによる売却が減り、デルの内容がよく知られるようになれば、同社株は今年最高の成功となる可能性がある。

Dell Technologies Key Data

Recent Stock Price	\$45
2019E Earnings Per Share*	\$6.76
2019E P/E *	6.6
2019E Revenues *(bil)	\$94
Shares Outstanding (mil)	747
Market Value (bil)	\$33.60
Core Net Debt (bil)	\$37.30
Value of VMware Stake (bil)	\$49
Combined Value of Pivotal, SecureWorks Stake (bil)	\$4
Value of Core Dell** (bil)	\$17.90
Key Shareholders	Michael Dell (55%); Silver Lake Partners (18%)

*Estimates for FY 2020 ending Jan. 2020; ** Including debt and reflecting value of equity stakes

Sources: Bloomberg; Company reports

Dell Technologies Inc. Cl C (DELL)



VMware Inc. (VMW)



Pivotal Software Inc. (PVTL)



SecureWorks Inc. Cl A (SCWX)



Naspers Ltd. ADR (NPSNY)



Tencent Holdings Ltd. (HK:0700)



Hewlett Packard Enterprise Co. (HPE)



International Business Machines Corp. (IBM)



チャートは3年 (DELLは1カ月, PVTLは6カ月)

By ANDREW BARY
(Source: Dow Jones)

4. Barron's Bullish Picks Trailed Market in 2018 パフォーマンス検証 本誌推奨銘柄はアンダーパフォーム、タイミングを捉えた弱気銘柄

【推奨銘柄】

■ 2018 年の推奨銘柄と弱気銘柄のパフォーマンス

本誌が昨年紹介した推奨銘柄と弱気銘柄の 2018 年末での結果はまちまちだった。推奨銘柄はベンチマークに対して約 1%ポイントのアンダーパフォームという結果となった。一方、弱気銘柄はタイミングを捉えたものが多く、企業の課題を的確に指摘し、記事に続いて株価が下落した銘柄もあった。

本誌はアカウンタビリティと透明性を期すために、これから 71 の推奨銘柄と 9 の弱気銘柄のパフォーマンスを追跡している。各銘柄のパフォーマンスは企業規模によって、S&P500 指数、中型株の S&P400 指数、小型株のラッセル 2000 指数をベンチマークとして評価している。

株式市場にとって昨年は厳しい年だったが、本誌推奨銘柄にとってはさらに厳しい年となった。ベンチマークの平均がマイナス 9.5%だったのに対して、本誌が推奨した 71 銘柄の平均リターンはマイナス 10.5%となった。配当を加味するとベンチマークがマイナス 8.5%、本誌推奨銘柄がマイナス 9.4%である。ちなみに同期間の S&P500 指数のリターンはマイナス 7.4%だった。銘柄評価の対象となる期間は、記事発表の 1 営業日前から 2018 年末までとした。



2018 年に本誌が推奨した銘柄で特に好成績を収めたのは、3 月末に取り上げた石油精製のアンデバーだ。4 月末に同業大手のマラソン・ペトロリアム（MPC）による買収が発表されて 10 月に完了したが、その買収額は、記事直前の株価から 54%高い水準となった。

昨年 2 月には、当時 70.9 ドルだったデル・テクノロジーズのクラス V 株と呼ばれるトラッキングストック（子会社連動株）を推奨した。同社のクラス V 株は、当時デルが大株主となっていた VM ウェア（VMW）の株価に連動する仕組みだったが、VM ウェアと比べて割安であることから妙味があった。その後クラス V 株は VM ウェア株上昇を反映して上昇し、デル・テクノロジーズが約 107 ドル相当の現金および株式で買い戻すこととなり、株価上昇率は約 50%となった。

■ 推奨銘柄の中にはベンチマークを大幅に下回るものも

一方、本誌が推奨した銘柄には市場を大幅にアンダーパフォームした銘柄も多かった。昨年最も大きな打撃を受けたのは資本財・サービスと金融セクターだが、本誌はこれらのセクターからも多くの銘柄を推奨していた。

昨年 2 月に推奨銘柄として取り上げた高級住宅建設会社ホブナニアン・エンタープライジズ（HOV）は、厳しい住宅市場の中で業績が悪化したことなどから下落を続け、年末時点での下落率は約 70%となった。7 月に推奨銘柄として採り上げた英国の自動車部品大手デルファイ・テクノロジーズ（DLPH）も下落が続き、2018 年末時点での下落率は 68%となった。売り上げ見通しの引き下げなどから、10 月には当時の最高経営責任者（CEO）が就任後 1 年足らずで退任し、さらに先週は減配を発表している。経済の先行き不透明感から打撃を受けた金融銘柄では、本誌が推奨したインベスコ（IVZ）とゴールドマン・サックス（GS）が大幅に下落した。

一方、本誌が弱気銘柄と採り上げたものに関しては、タイミングをうまく捉えたものが多かった。例えば昨年 1 月、本誌は工具メーカーのスナップオン（SNA）について、利益における金融子会社への依存度が高まっていると警告した。同社は昨年 9 月以降急落し、年末時点での下落率は 59%となった。

大手複合会社ゼネラル・エレクトリック（GE）については、昨年 2 月に記事にした時点の株価は 15.05 ドルだったが、2017 年初めの水準から半分になっていたこともあり、関心を寄せるバリュー志向の投資家もいた。しかし、本誌は軟調な電力機器事業と不透明なバランスシートに鑑みて、手控えるように推奨した。2018 年年末で、株価はさらに半分の 7.57 ドルとなった。

2018 Review

Our 71 bullish picks trailed the market, but we hit the mark with most of our bearish stories.

Bullish Company / Ticker	Pub Date	Price Pre-Story	Price 12/31/2018	Total Return	Benchmark Return
Andeavor 1 / ANDV	2-Apr	\$100.56	\$153.50	53.80%	11.40%
Dell Technologies 2 / DVMT	5-Feb	70.90	107.00	50.9	-8.3
Spirit Airlines / SAVE	5-Feb	41.07	57.92	41.0	-12.0
Kroger 3 / KR	14-May	24.57	31.39	29.0	2.9
IAC/InterActiveCorp / IAC	9-Apr	150.23	183.04	21.8	-2.3
Coca-Cola European Partners / CCEP	12-Mar	40.90	45.85	14.6	-8.6
GlaxoSmithKline / GSK	1-Jan	35.47	38.21	13.7	-4.4
Walt Disney / DIS	30-Apr	99.23	109.65	12.3	4.8
Broadcom / AVGO	19-Sep	239.73	254.28	7.2	-13.2
Time Warner 4 / TWX	26-Mar	92.57	98.77	7.1	8.0
Berkshire Hathaway / BRK.A	18-Jun	287.6K	306.0K	6.4	-8.9
Lumentum Holdings / LITE	21-Nov	39.93	42.01	5.2	-8.0
Verizon Communications / VZ	3-Oct	54.42	56.22	4.4	-13.8
Barnes & Noble / BKS	8-Oct	6.95	7.09	4.3	-17.1
Lennox International / LII	5-Nov	212.47	218.86	3.3	-10.4
Triton International / TRTN	30-Jul	30.98	31.07	3.2	-18.4
Alphabet / GOOG	9-Apr	1007.04	1035.61	2.8	-2.3
Caterpillar / CAT	10-Dec	123.55	127.07	2.8	-4.7
Comcast / CMCSA	2-Apr	34.17	34.05	1.9	-3.7
Boeing / BA	28-Nov	318.03	322.50	1.4	-6.3
Altice USA / ATUS	28-May	18.48	16.52	-0.3	-6.8
Mosaic / MOS	20-Aug	29.63	29.21	-1.3	-11.4
Wyndham Hotels & Resorts / WH	24-Oct	46.68	45.37	-2.3	-9.5
La-Z-Boy / LZB	26-Mar	28.75	27.71	-2.4	-9.8
Applied Materials / AMAT	10-Dec	33.64	32.74	-2.7	-4.7
Corning / GLW	1-Jan	31.99	30.21	-3.3	-4.4
Milacron Holdings / MCRN	12-Dec	12.39	11.89	-4.0	-6.2
Royal Caribbean Cruises / RCL	9-Jul	104.74	97.79	-5.5	-8.3
Bank of America / BAC	29-Oct	26.39	24.64	-6.1	-5.3
Ingersoll-Rand / IR	5-Nov	98.18	91.23	-6.6	-7.6
Southwest Airlines / LUV	11-Jun	50.48	46.48	-7.4	-8.8
CF Industries Holdings / CF	20-Aug	47.52	43.51	-7.8	-11.4
Volkswagen 5 / VOW.Germany	7-Nov	151.70	139.10	-8.1	-8.7
General Mills / GIS	23-Apr	43.41	38.94	-8.3	-4.8
U.S. Bancorp / USB	16-Apr	50.95	45.70	-8.4	-4.3
Exxon Mobil / XOM	7-May	76.90	68.19	-8.6	-4.6
Progressive / PGR	3-Dec	66.29	60.33	-9.0	-9.0
Viacom / VIAB	10-Sep	28.98	25.70	-10.1	-12.2
Toll Brothers / TOL	9-Jul	37.01	32.93	-10.4	-14.1
Vivendi5 / VIV.France	15-Jan	23.38	21.28	-12.3	-8.3
Marathon Petroleum / MPC	31-Oct	68.80	59.01	-13.6	-6.2
Pershing Square Hldings / PSH.Netherlands	16-Jul	15.10	12.94	-14.3	-16.0
Fiat Chrysler Automobiles / FCAU	30-Jul	16.91	14.46	-14.5	-10.3
Nutrien / NTR	20-Aug	55.96	47.00	-14.6	-11.4

Bullish Company / Ticker	Pub Date	Price Pre-Story	Price 12/31/2018	Total Return	Benchmark Return
CK Hutchison Holdings 5 / 1.HK	28-May	89.50	75.20	-15.0	-6.8
General Motors / GM	5-Feb	41.00	33.45	-15.1	-7.6
Sirius XM Holdings / SIRI	2-Jul	6.77	5.71	-15.4	-6.9
Cabot Oil & Gas / COG	14-Nov	26.49	22.35	-15.6	-7.6
Gap / GPS	19-Mar	31.74	25.76	-16.8	-7.5
Kansas City Southern / KSU	3-Sep	115.96	95.45	-17.1	-13.0
Citizens Financial Group / CFG	22-Oct	36.37	29.73	-17.6	-9.0
Facebook / FB	26-Mar	159.39	131.09	-17.8	-1.7
Cowen / COWN	26-Sep	16.55	13.34	-19.4	-20.7
Allergan / AGN	19-Mar	168.96	133.66	-19.9	-7.5
Hasbro / HAS	1-Oct	105.12	81.25	-22.2	-13.5
Lincoln National / LNC	4-Jun	67.38	51.31	-23.1	-7.3
Anheuser-Busch InBev / BUD	10-Oct	86.59	65.81	-23.1	-12.6
Apple / AAPL	6-Aug	207.99	157.74	-23.6	-11.0
LyondellBasell Industries / LYB	13-Aug	112.57	83.16	-24.6	-10.8
State Street / STT	20-Aug	84.96	63.07	-24.8	-11.4
Franklin Resources / BEN	15-Jan	44.53	29.66	-25.4	-8.3
At Home Group / HOME	29-Oct	26.27	18.66	-29.0	-8.8
Autoliv / ALV	23-Jul	104.09	70.23	-31.6	-9.7
American Axle & Mfg Hldgs / AXL	18-Jun	17.12	11.10	-35.2	-19.3
Goldman Sachs Group / GS	29-Jan	268.14	167.05	-36.8	-11.1
FedEx / FDX	8-Jan	265.92	161.33	-38.7	-6.8
GTT Communications / GTT	17-Oct	39.79	23.66	-40.5	-15.3
BrightView Holdings / BV	20-Aug	17.45	10.21	-41.5	-19.9
Invesco / IVZ	5-Mar	32.21	16.74	-46.1	-5.3
Delphi Technologies / DLPH	23-Jul	44.82	14.32	-67.7	-16.1
Hovnanian Enterprises / HOV	19-Feb	2.24	0.68	-69.5	-11.6
AVERAGE				-9.40%	-8.50%

1 Acquired by Marathon Petroleum on 10/1/18. 2 \$107 is the value received by DVMT holders who elected to receive cash in the Dell buyout on 12/28/18. 3 Barron's said to take profits on 11/12/18. 4 Acquired by AT&T on 6/15/18. 5 Prices in local currency; returns in USD.

Bearish Picks

Bearish Company / Ticker	Pub Date	Price Pre-Story	Price 12/31/2018	Total Return	Benchmark Return
Snap-on / SNA	29-Jan	\$13.56	\$5.51	-59.4%	-11.1%
General Electric / GE	19-Feb	15.05	7.57	-48.3	-6.7
Trupanion / TRUP	1-Oct	35.73	25.46	-28.7	-20.2
Net Element / NETE	30-Apr	7.98	5.72	-28.3	-12.5
Mednax / MD	25-Jun	45.81	33.00	-28.0	-16.2
Kraft Heinz / KHC	13-Aug	59.65	43.04	-26.2	-10.8
Texas Roadhouse / TXRH	5-Dec	64.77	59.70	-7.5	-8.8
Western Union / WU	8-Oct	18.17	17.06	-5.1	-12.7
Wolverine World Wide / WWW	7-May	29.74	31.89	8.0	-11.4
Average				-24.8%	-12.3%

Marathon Petroleum Corp. (MPC)



VMware Inc. (VMW)



Hovnanian Enterprises Inc. CIA (HOV)



Delphi Technologies PLC (DLPH)



INVESCO Ltd. (IVZ)



Goldman Sachs Group Inc. (GS)



Snap-On Inc. (SNA)



General Electric Co. (GE)



チャートは3年 (DLPH は1年)

By AVI SALZMAN
(Source: Dow Jones)

5. Dividend Growth May Be Slowest 配当成長率は2016年以降で最低か 貿易および地政学的な緊張により市場の不透明感が拡大

【配当投資】

■ 世界の配当成長は減速

ロンドンに拠点を構える金融データ分析会社の IHS マークイットによると、世界の配当の伸びは減速している。同社は、2019 年の配当を 1 兆 8000 億ドルと、昨年の 1 兆 7000 億ドルから 6% 増加すると予想している。2018 年における配当成長率は前年比 14.3% だったが、2017 年と 2016 年はそれぞれ 9.4%、3.3% となった。直近の見通しは、貿易および地政学的な緊張による市場の不透明感の拡大を反映しており、購買担当者指数 (PMI) により示される景況感 は 4 年ぶりの低水準にある。これらの要因が重なり合った結果、一部の企業はガイダンスを下方修正しており、経営陣が短期的な景気見通しに弱気であることを示している。



海外における配当成長の減速も、本誌が昨年末 (2018 年 12 月 24 日号「来年の配当成長率」) に書いた、米国企業に起きている状況と同様である。IHS マークイットは、分析した全ての主要地域 (米州、アジア太平洋、欧州、中東およびアフリカ) で配当成長が減速すると予想している。

どのような見通しであれ、海外の配当を追求する米国投資家は、一部の国で配当収入が源泉徴収（税率は概ね 15%）の対象になることを理解しておく必要がある。源泉徴収税が課せられる場合は、米国で税額控除が受けられ、節税に貢献してくれる可能性がある。なお、英国やアイルランドなどは源泉徴収を行わない。

■ 地域別の配当成長率

欧州では、配当は 2019 年に 7.3%増加し、2018 年の成長率から 2%ポイント低下すると見込まれている。IHS マークイットによると 2018 年はコモディティ価格の暴落およびユーロ危機を乗り越え、配当が力強さを取り戻した年であった。コモディティ価格の上昇は英国の鉱業会社に多くのキャッシュをもたらし、その後数年間の力強い配当成長に通常貢献するが、そのペースは早くも減速が予想されている。IHS マークイットはまた、ドイツの配当成長が減速すると予想しているが、その理由として、自動車メーカーが欧州の新排出ガス規制への対応に追われているためとしている。

アジア太平洋地域では、貿易戦争が輸出主導の日本や台湾などに影響を与えている。IHS マークイットは、日本企業は先行きを引き続き注意深く見ており、配当に前向きな姿勢はほとんど見られないと述べている。例えば、ダイキン工業（6367）は昨年後半に貿易戦争に関する不確実性が増していると述べ、住友金属鉱山（5713）は配当予想を引き下げた。唯一明るい材料があるのは中国で、貿易戦争にもかかわらず 2 年連続で配当成長率が 2 桁台となる見込みである。今年の配当成長率は、2018 年の 24%から低下するものの、11%と見込まれている。

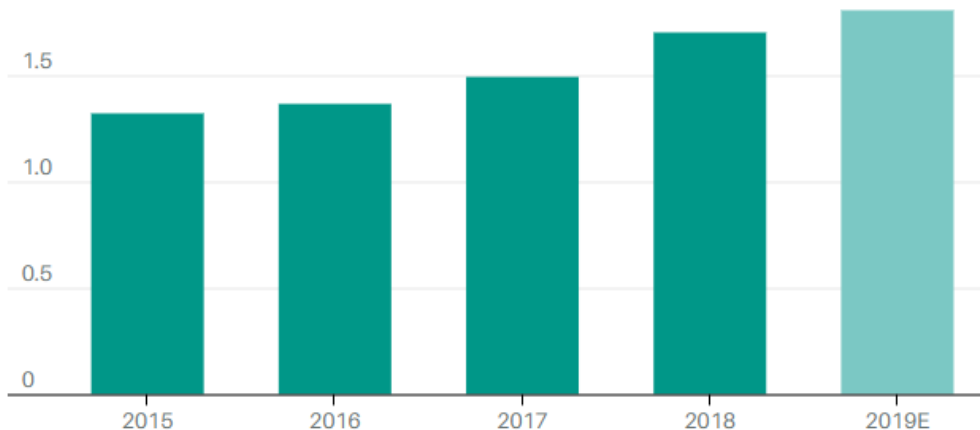
新興国市場の株式はプレッシャーにさらされてきた。S&P500 指数がこの 1 年で約 8%下落した一方、MSCI エマージング・マーケット・インデックスは約 15%下落した。それにもかかわらず、IHS マークイットは今年、新興国の配当成長が先進国を上回ると見込んでいる。中国以外には、ブラジル（9%）およびロシア（11%）の企業が力強い配当成長を見込んでいる。これらの国々においては、政府の事業に対する支配が高配当をもたらしていると IHS マークイットは分析している。

米国では、企業の配当総額が今年 8%増加して 6276 億ドルに達するものの、伸び率は昨年の 10.6%から低下する見込みである。2019 年には減税効果が色あせるとみられ、米国の配当成長がより穏やかなペースに戻ると予想される。米国における高配当セクターは、テクノロジー、石油およびガス、ヘルスケア、工業製品およびサービス、不動産、銀行である。銀行セクターは、最も高い 16.1%の配当成長が見込まれている。

Leveling Off

Global dividend growth is expected to slow this year.

\$2.0 trillion (worldwide payouts)



Note: E=Estimate
Source: IHS Markit

Daikin Industries Ltd. (JP:6367)



Sumitomo Metal Mining Co. Ltd
(JP:5713)



チャートは3年

By LAWRENCE C. STRAUSS
(Source: Dow Jones)

6. A Fund's Smart Bets 本誌の持続可能性ランキングで1位 【ミューチュアルファンド】 高確信度・低回転率戦略で市場をアウトパフォーマンスしてきたポーレン・グロース・ファンド

■ 五つの厳しい基準

今月初めに発表された本誌のミューチュアルファンドの持続可能性（サステナビリティ）ランキングで1位になったのは運用総資産 27 億ドルのポーレン・グロース・ファンドだった。驚いた人もいたかもしれないが、選ばれたのにはそれなりの理由がある。20 銘柄を保有する同ファンドは環境、社会、ガバナンスの問題に注意を払って投資する ESG ファンドをうたっているわけではないが、リードマネジャーのダン・ダビドウィッツ氏は「昔からそうした要素を多く備えた企業を探してきた」と明かした。堅調な業績を上げる企業は良き財産受託者・雇用主になるための資源に恵まれていることが多いというのだ。



Dan Davidowitz

ポーレン・キャピタルについても同じことが言えるかもしれない。2018 年に 7.5%を超えるリターンを記録し、モーニングスターのカテゴリー「大型株グロース」に含まれるファンドの 97%をアウトパフォーマンスした同ファンドの戦略を開発したのは創業者のデービッド・ポーレン氏である。2012 年にポーレン氏が亡くなると、ダビドウィッツ氏、共同マネジャーのデイモン・フィックリン氏、最高経営責任者（CEO）のスタン・モス氏は創業者の遺志を継ぐだけでなく、繁栄につながる企業文化を育てようとした。

2010 年に設立されたポーレン・グロース・ファンドは、ポーレン氏が 30 年前に考案した高確信度・低回転率戦略に従っている。同ファンドがこれまでに保有してきた銘柄数はわずか 120 社である。

集中型ポートフォリオと聞くと、平均を上回るボラティリティを連想しがちだが、ポーレンの実績はそうした見方を覆している。2000～2002 年のハイテクバブルの崩壊では S&P500 指数のピークから底までの下落率が 50%近くに達したが、ポーレンの下落率は 14%だった。金融危機が起きた 2008 年の下落率は S&P500 指数の 37%に対して 27%だった。ポーレン・グロース・ファンド・インベスタークラス（POLRX）の過去 5 年間の平均年率リターンは「大型株グロース」カテゴリーに属するファンドの上位 2%に入る 13.4%で、S&P500 指数の同期間の平均年率リターンを 4%ポイント近くも上回っている。

ダビドウィッツ氏、フィックリン氏と他 8 名から成るポートフォリオマネジャーとアナリストのチームが投資を検討する企業は基本的に五つの基準——債務がほとんどなくキャッシュが潤沢なバランスシート、買収や株主還元を賄うのに十分なフリーキャッシュフロー、最低でも 20%の持続可能な自己資本利益率、右肩上

がりの利益率、景気サイクルや業界サイクルの影響を受けにくい売上高成長——を満たしていなければならない。

「それぞれのハードルがかなり高いので、その五つ全てをクリアする企業はごく少数だ」とダビドウィッツ氏は言う。

ファンドのユニバースの大型株約 1000 銘柄のうち、最初の審査を通過するのは 4 分の 1 ぐらいかもしれない。そこからチームはリサーチを通じて銘柄数をさらに絞る。コーヒーチェーン大手のスターバックス (SBUX) や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) といったトップパフォーマンスから経営コンサルティング大手のアクセンチュア (ACN)、自動車用品販売のオライリー・オートモーティブ (ORLY)、ディスカウントチェーン大手のダラー・ゼネラル (DG) などの安定成長銘柄まで、同ファンドが保有するグロース株はさまざまだ。

■ マイクロソフト、ビザ、マスターカード

同ファンドの上位保有銘柄の一つ、マイクロソフト (MSFT) も安定成長銘柄だが、最近の株価上昇率は急成長銘柄に近い。ポーレン氏によって 1992 年に初めて購入された同社株だが、もはや保有銘柄ではなくなっているアップル (AAPL) を組み入れるために 2009 年に売却された。ダビドウィッツ氏らは 2017 年、サブスクリプション (定額課金) 型に移行し、他企業との連携に関して方針を変更したマイクロソフトに新たな可能性を見いだした。「10-12 月期の既存事業の売上高成長率は 18%だった。これだけの大企業がその成長率を実現できたというのは衝撃的なことだ」とダビドウィッツ氏は話す。

クレジットカード大手のマスターカード (MA) とビザ (V) はポーレンの投資チームが選好する銘柄の好例である。健全なバランスシートと潤沢なキャッシュフローに加えて、両社にはファンドが定める 20%という最低基準の 2 倍の自己資本利益率がある。両社のコストは比較的固定されているので、取扱額が増大すれば利益率も上昇する。「マスターカードが上場した 2006 年、営業利益率は 10%台半ばだった。今日では 60%に近づいている」とダビドウィッツ氏は指摘する。

同ファンドはこれまでに両社の株式を何度か売買してきた。直近では 2013 年にビザ株を約 39 ドル、マスターカード株を約 51 ドルで購入した。その後、両銘柄はそれぞれ約 24%と 28%の平均年率リターンを上げてきた。複占状態にある両社の成長を後押ししてきたのは現金決済から電子決済への移行だが、それが拡大する余地はまだ残されている。ダビドウィッツ氏は「世界の個人支出に占める電子決済の割合は 3 分の 1 未満だ」と指摘した。

Polen Growth

	1-Year	3-Year*	5-Year*
POLRX	4.2%	14.6%	13.4%
S&P 500	-5.2	13.7	9.6
Top 10 Holdings			
Company / Ticker	% of Assets		
Microsoft / MSFT	8.9%		
Alphabet / GOOG	8.8		
Visa / V	7.0		
Facebook / FB	6.1		
O'Reilly Automotive / ORLY	6.1		
Automatic Data Processing / ADP	5.9		
Adobe / ADBE	5.8		
Nike / NKE	5.2		
Starbucks / SBUX	5.1		
Zoetis / ZTS	4.9		
Total	63.8		

*Annualized. Returns as of 1/22/19; holdings as of 12/31/18.

Source: Morningstar

Polen Growth Fund:Investor (POLRX)



Starbucks Corp. (SBUX)



Regeneron Pharmaceuticals Inc. (REGN)



Accenture PLC CIA (ACN)



O'Reilly Automotive Inc. (ORLY)



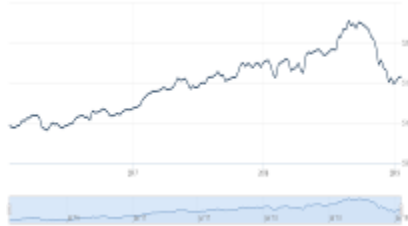
Dollar General Corp. (DG)



Microsoft Corp. (MSFT)



Apple Inc. (AAPL)



Mastercard Inc. (MA)



VISA Inc. Cl A (V)



チャートは3年

By SARAH MAX
(Source: Dow Jones)

7. Casino Stocks Look Tempting to a Value Investor カジノ関連銘柄 【インタビュー】 バリュー投資家クラベッツ氏に魅力的に映る銘柄

■ カジノ関連銘柄は 2018 年末に急落

ショーン・クラベッツ氏は、抜け目ないバリュー投資で知られるタイニー・エスプラナード・キャピタルの設立者だ。同社の旗艦ヘッジファンド、エスプラナード・キャピタル・パートナーズの 2000 年 1 月の設定以来の年率リターンは同期間の S&P500 指数の 4.9% に対して 7%。太陽光発電を主とするファンド、エスプラナード・キャピタル・エレクトロン・パートナーズは 2009 年 6 月の設定以降の年率リターンが 6%（太陽光発電関連銘柄指数アダー・ソーラー・エナジー・インデックスは同期間にマイナス 19.8%）。クラベッツ氏は、流行から外れ、見過ごされて、割安で、嫌われている銘柄を選好する。昨年末の急落を受け、カジノ関連銘柄は年初から上昇したが、まだまだ上昇余地があると氏はみる。



Shawn Kravetz of Esplanade Capital

本誌：今年の市場はどうか？

クラベッツ氏：出足は好調だ。年末の税金対策の売りや市場急落のパニックが収まった以外に目新しい理由もないまま多くの銘柄が 20~30% 上昇した。個別銘柄に好機が存在すると非常に強気である。

Q：12 月にカジノ関連銘柄に強気になった理由は？

A：カジノ関連銘柄は 2017 年や 2018 年の大半で、地域的企業だけでなくラスベガスやマカオも含め世界中で好調だったが、昨年 10 月から 12 月にかけて、負債の多さと需要の鈍化が懸念されて株価が急落した。例えば、ペン・ナショナル・ゲーミング（PENN）の株価は、2017 年前半は 10 ドル台前半だったが、2018 年夏には 37 ドルに達し、その後 18 ドルに下落した。現在は約 24 ドルだ。マカオでは地域特有の問題や中国経済減速の悪影響を受けている。米中貿易問題が騒がれる中、マカオで高収益を上げる米国のカジノ会社はその象徴的存在だ。われわれはカジノ関連銘柄の混乱に乗じて選別した銘柄を買い増し始めた。

Q：マカオのカジノでの営業許可の更新に懸念はないか？

A：多少は懸念している。そのためもあり、加えてバリュエーションの魅力が乏しいせいもあるが、ラスベガス・サンズ (LVS) やウィン・リゾーツ (WYNN) などのマカオへのエクスポージャーが大きな銘柄には飛び付かなかった。われわれには上昇余地が最大でリスクが最低の銘柄を厳選する能力がある。

■ ペン・ナショナル・ゲーミング

Q：現水準でもペン・ナショナル・ゲーミングは魅力的か？

A：魅力的だ。2016 年から付き合いがある。当時同業他社の株価は既に上昇し始め、ペンは取り残されていた。買収意欲もなく、買収標的にもならず、不動産の大半を不動産投資信託 (REIT) に組み入れていた。同業の MGM ナショナル・ハーバーがペンのウェストバージニア州の事業に悪影響を及ぼすのではと懸念されていたが、われわれは構うことなく 10 ドル台前半でペンに投資したところ、程なく 2 倍になり、20 ドル台前半から半ばで売却した。

ペンは、同業のピナクル・エンターテインメントを買収したことで、北米地域で最大のゲーミング事業会社となり、現在も買収意欲がある。2018 年第 4 四半期に株価が下落した時、このなじみの銘柄に再度投資した。現在の株価はコンセンサス EBITDAR (利払い・税引き・償却・賃料前利益) のわずか 7 倍程度だ。ピナクル買収時のシナジー目標を超える公算が大きく、達成後のフリーキャッシュフロー利回りは 10% 台後半とわれわれは予想しており、それ以上になる潜在力もある。ペンは大規模事業者として全般的に事業業績が好調なため EBITDAR 倍率は程なく 7 倍を下回る可能性があり、株価は 36 ドルに上昇する可能性がある。

Q：ラスベガスに話を移そう。2019 年の環境はどのように見えるか？

A：ラスベガスの経済は好調で、建設は活況を呈している。数十億ドルを注ぎ込んだリゾート・ワールドもようやく完成が近づいた。ナショナル・フットボール・リーグ (NFL) のレイダースが使用予定のスタジアムも建設中だ。2019 年に好位置にいるのは地元民やバリュー志向の旅行客を相手とする企業だ。

■ ゴールデン・エンターテインメント

Q：投資先として選好するのはどこか？

A：ゴールデン・エンターテインメント (GDEN) はラスベガスを本拠とする会社で、カジノやパブ、スロットのルート営業などを行っている。今はゴールデンが保有しているラスベガスのカジノホテル、ストラトスフィアを経営していたレークス・エンターテインメントと非上場だったゴールデン・ゲーミングが数年前に合併した。これは賢明な合併だった。レークスは熟練した経営陣と大量のキャッシュを有し、ゴールデンは若い、野心的なチームが経営していた。合併以降ゴールデン・エンターテインメントは積極的に買収を行った。今や時価総額は 5 億 5000 万ドル、企業価値 (EV) は 14 億ドルだ。

しかし、ストリップ地区へのエクスポージャーや 10 億ドル近い負債が懸念材料だったほか、急騰が数年続いていたこともあり、株価は 2018 年の夏のピークの約半額で、EV/利払い・税引き・償却前利益 (EBITDA) 倍率は 8 倍、2019 年予想株価収益率 (PER) 7 倍の水準の 19 ドルに下落した。もっと重要なことは、改築は価値を最大化するために堅実な行動だが、ストラトスフィアの改築に 1 億 4000 万ドルの使用を決めたため、一般の投資家には自由に使えるフリーキャッシュフローの規模が分かりにくくなっている。だが、実はフリーキャッシュフロー利回りは 20% 以上ある。インサイダーの買いが相当量あり、他の 2 カ所のカジノの買収とともに、自社株買いも実施した。

■ センチュリー・カジノス

Q：他の銘柄は？

A：センチュリー・カジノス (CNTY) はオーストラリアを本拠とし、1994 年に新規株式公開 (IPO) した。コロラド州、ポーランド、英国のバースなどに比較的小規模なカジノを営業している。2018 年にカナダに 4800 万ドルを投資し、カジノ施設「センチュリー・マイル」を今年 4 月に開業予定だ。つまり、地中に設備投資費が埋まったままでまだ果実が成っていない。インサイダーとして設立者のうちの 1 人が最近株式を

買った。今後数年でカナダの事業により EBITDA が倍増する可能性がある。センチュリーは米国市場に上場するカジノ会社の中で、内部成長率が最高で、株価 EBITDA 倍率が最低水準で、負債が最小だ。執行を確実にして現状を維持すれば、数年で株価が現在の 7 ドル強から 10 ドル台前半に上昇するのは難しくない。

Q：カジノに関する専門知識はどのように築いてきたのか？

A：2001 年に投資を開始した。消費関連銘柄には積極的に投資していたが、カジノも消費関連事業を含んでいる。投資の世界では当時、多くのフリーキャッシュフローを創出するだけの消費関連企業よりもグロース銘柄がもてはやされた。カジノは両方の側面がある。

■ インドのアジュール・パワー・グローバル

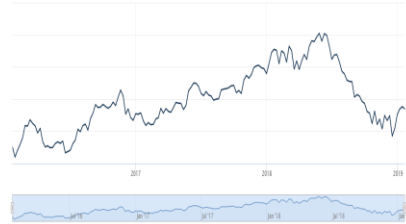
Q：太陽光発電も専門領域だが、コモディティーではないのか？

A：低コストのメーカーやサービス事業者は依然としてかなりの利益を上げることができる。流行遅れとされる銘柄の一つにインドの太陽光発電企業、アジュール・パワー・グローバル（AZRE）がある。2016 年 10 月に 18 ドルで IPO を行ったが、新興国市場全般やインド通貨への懸念もあり、現在株価は 9.20 ドル、弊社予想 EBITDA の 4.5 倍程度だ。アジュールはインドの太陽光発電の開発や保有においてトップ企業であり、今後インドの市場は急拡大すると見込まれる。現在の稼働実績を保守的に見積もり、稼働前で契約済み分の妥当な評価を加えるだけでも簡単に 20 ドルに達する。2019 年に開花しなかったら意外だ。

Penn National Gaming Inc. (PENN)



Las Vegas Sands Corp. (LVS)



Wynn Resorts Ltd. (WYNN)



Golden Entertainment Inc. (GDEN)



Century Casinos Inc. (CNTY)



Azure Power Global Ltd. (AZRE)



チャートは 3 年

By LESLIE P.NORTON
(Source: Dow Jones)

8. Software Stocks Can Work In Good or Bad Times 株価上昇の見込み【ソフトウェア】 景気悪化にも強いソフトウェア需要

■ ソフトウェアは今も世界を飲み込んでいる
米中貿易問題、米連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策、中国および欧州の経済成長の減速、米政府における混乱と、2019 年は投資家にとって心配の種となり得る事項が並んでいる。しかし、企業向けソフトウェアによるディスラプション（創造的破壊）は、世界経済が悪化する中でも依然として有望と考えられる投資テーマだ。



ベンチャー・キャピタリストであり、ウェブブラウザのネットスケープを開発、提供したネットスケープ・コミュニケーションの共同創業者であるマーク・アンドリーセン氏は 2011 年、インターネットによるユビキタス（遍在）化、クラウドコンピューティングによるコスト削減の変革効果により、ソフトウェアが経済の大部分、ほぼ全ての業界に創造的破壊をもたらすと予測していた。クラウドネイティブ企業に注目した同氏の先見は的中し、この流れはとどまる兆しを見せない。アンドリーセン氏がこの考えを発表した記事のタイトルにある「ソフトウェアが世界を飲み込む」は、同氏のベンチャー・キャピタル会社であるアンドリーセン・ホロウィッツのスローガンとして今も用いられている。

■ 企業のソフトウェア投資は今や必須、経済悪化でも強い需要

ソフトウェアセクターがいかに抵抗力がありディフェンシブかについて、モルガンスタンレーのアナリストであるキース・ウェイス氏は、「たとえ低迷する経済環境においてさえ、企業によるソフトウェアへの投資は、今や選択ではなく必須である。従ってソフトウェアに対する需要は継続的なトレンドである」と述べる。顧客エクスペリエンスの改善とバック・オフィス業務の効率化のため、ソフトウェアは不可欠となっている。

かつてソフトウェア主導のサービスは、不要なハードウェアを廃棄することでコスト削減を促した。例えばアルファベット（GOOGL）傘下のグーグルが提供するクラウド型グループウェアである G Suite（G スイート）は、よりコストの高いマイクロソフト（MSFT）の Exchange（エクスチェンジ）からの乗り換えを促した。数年経った現在、G Suite の主な効果はコスト削減というより業務効率の改善に見られるようになった。本誌でもウェブメールである Gmail の企業版を採用しているが、従来のオンプレミス型（自社サーバーを使用する）電子メールと比べ、機能が大きく向上していると感じる。グーグルは今年、G Suite の初めての値上げとして、ユーザー一人当たり月額使用料を 20%引き上げると発表した。同社によれば G Suite を使用する企業・団体数は 400 万を超えており、自身の強みを心得ているようだ。

■ クラウド型ソフトウェアの強み

ソフトウェア革命の中核要素であるクラウドコンピューティングは、コンピューター資産を必要とする従来型のソフトウェアに対し、スケーラビリティ（システム規模の増大への適応性）やコスト節約の面で優れたクラウド型ソフトウェアの提供を可能とした。一方、ハードウェア機器のような物理的製品のメーカーは既に、米中貿易問題の深刻化、関税問題やサプライチェーンのグローバル化・複雑化によるコスト上昇の影響を感じ始めているが、ソフトウェアに関してはこれらの問題はない。一度プログラムが完成すれば何度でも販売が可能であり、販売量が増えても追加費用はほぼゼロである。

過去 10 年間でソフトウェアのビジネスモデルは劇的に改善した。ウェイス氏によれば、ソフトウェア売上高のうち経常的な収入が占める割合は、2008 年には 50%だったものの、現在は 80%近くとなり、ライセンス更新率は 90%を超える。一貫性と持続性の観点から投資家は、売り切り型のライセンス販売よりも、定期

的な収入があるモデルを特に好む。

従来型のアプリケーションからクラウド型ソフトウェアへの切り替えは、まだ成長曲線の初期段階にあるとも考えられる。ウェドブッシュ証券によれば、現時点で技術系業務の約 30%がクラウドに移行されており、2022 年にはこの割合が 55%まで上昇し得る。

世界経済が深刻なリセッション（景気後退）に陥れば、クラウドベースのソフトウェア企業も、大規模なレイオフがユーザー当たり売り上げに響き、打撃を受けるだろう。しかし、景気落ち込みの想定をより穏やかにしたシナリオでは、企業がサーバーの削減と、クラウドおよびソフトウェアへの移行とによるコスト削減に努めるということも考えられる。

■ 推奨銘柄

ウェルズ・ファーゴによれば、2009 年以来、ソフトウェアセクターは S&P500 指数に対し年平均 14%ポイントのアウトパフォームとなっている。モルガンスタンレーとジェフリーズのソフトウェアアナリストは共に、顧客情報管理（CRM）サービス大手のセールスフォース・ドット・コム（CRM）を 2019 年のトップ・ピックの一つとして挙げる。企業の信頼を得ており、既存の販売管理システムの顧客ベースに対し、拡大中のマーケティングおよび分析サービスの販売も見込める。セールスフォース・ドットコムの目標株価は、ジェフリーズが 189 ドル、モルガンスタンレーは 178 ドルとしており、それぞれ先週金曜の終値を 26%、19%上回る。

モルガンスタンレーのウェイス氏は、マイクロソフトも 1) クラウドコンピューティング、2) ビジネス分析ソリューション、3) サブスクリプション型生産性向上サポートのベンダー、という三つの側面での利点があることから、推奨銘柄としている。同氏はマイクロソフトの純利益は向こう 3 年間で 16~17%増加すると予想している。現在の株価水準は妥当と考えており、目標株価は先週金曜の終値を 31%上回る 140 ドルに設定している。

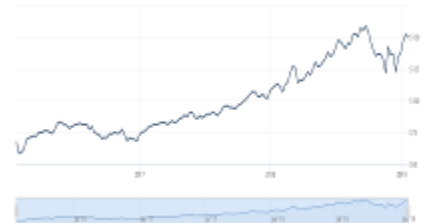
Microsoft Corp. (MSFT)



Alphabet Inc. Cl A (GOOGL)



Salesforce.com Inc. (CRM)



チャートは 3 年

By TAE KIM
(Source: Dow Jones)

9. The Trader 年初からの急騰のあと、上昇一服 相場の勢いを持続させるには至らなかったものの、上昇余地はありそう

【米国株式市場】

■ 政府機関再開のニュースには無反応

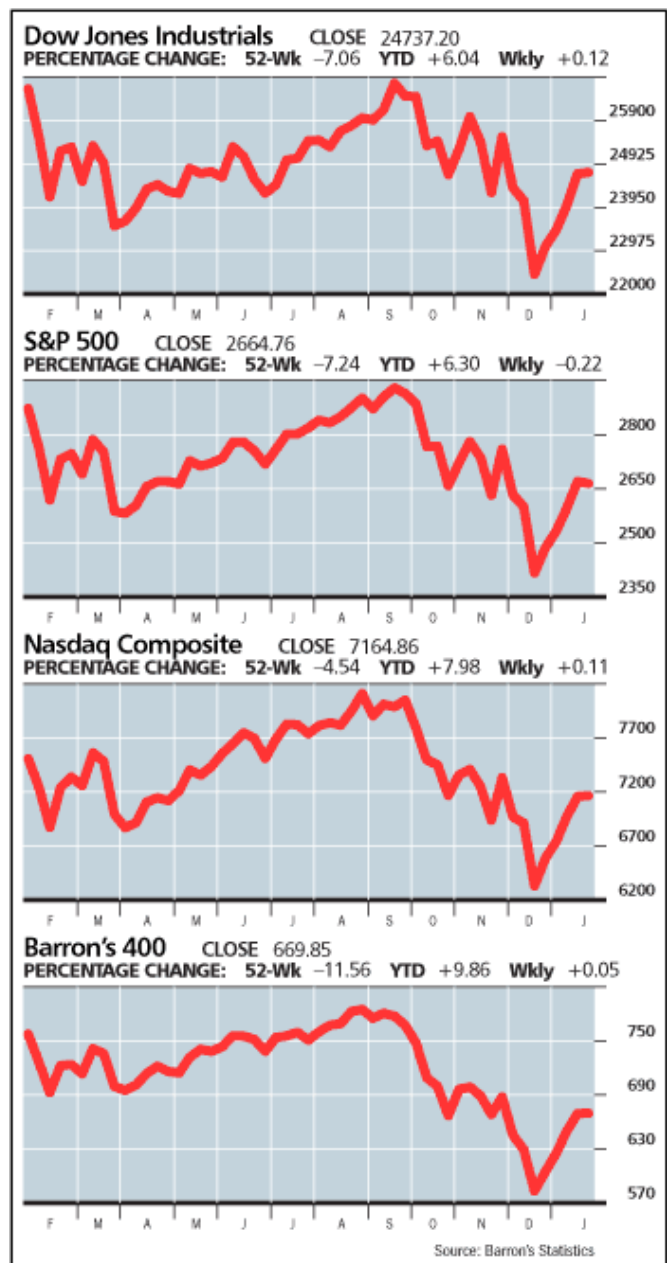
1987 年以来の好調なスタートとなった 1 月がここまで来た後では、S&P500 指数が上げ一服となっても不思議はないだろう。同指数は前週末比 0.2% 安の 2664.76 となり、週間ベースでの上昇は 4 週で終わった。ただし、ダウ工業株 30 種平均 (NY ダウ) は 0.1% 高の 2 万 4737 ドル 20 セントとなり、ナスダック総合指数も 0.1% 上昇して 7164.86 で引けた。小型株のラッセル 2000 指数はほぼ横ばいの 1482.85 で週末を迎えた。

株式市場では米中貿易摩擦、ダボス会議からの懸念を示すヘッドラインなどの悪材料のほか、半導体大手テキサス・インスツルメンツ (TXN) の好業績の発表や米連邦準備制度理事会 (FRB) がバランスシートの縮小停止を検討しているとの報道などの好材料も見られた。ただしアルガーでマーケット・ストラテジストを務めるブラッド・ニューマン氏が言うように、相場が織り込んだ材料は少なかったようだ。

一方、市場が簡単に消化してしまったものもある。金曜日に政府機関閉鎖を終わらせる合意が成立したとのニュースが流れた時、市場はほとんど反応しなかった。市場が政府機関の閉鎖を気にしていなかったからだろう。実際、S&P500 指数は閉鎖が始まってから 10% 上昇しているが、こうした事態が生じた中で、少なくとも 1976 年以降では最高のパフォーマンスだ。シティグループの米国株式ストラテジストであるトビアス・レフコビッチ氏は「給与は支払われるべきものだが、市場はこれを経済問題ではなく政治問題とみている」と指摘する。

また、政府機関閉鎖の終了が市場にとって悪材料になるとの見方もある。FRB にとっての懸念材料が一つ減り、市場が期待するほど金融政策が戻らない可能性があるからだ。ナットアライアンス・セキュリティーズのアンドリュー・ブレナー氏は「懸念材料が一つ消えると、FRB の政策の足かせも軽くなる」と書いている。

ただし、FRB が弱気になる他の要因がないわけではない。世界経済の成長率は減速し、貿易問題は依然として解決されず、アナリストが 2019 年の



業績予想を下方修正しているからだ。2019 年の増益率の予想は昨年 9 月の段階では 10%以上だったが、今は 6%をわずかに超える程度だ。エバーコア・ウェルス・マネジメントのポートフォリオマネジャーであるチャーリー・ライアン氏は「景気の現状を踏まえると、2019 年に金融引き締め議論を行うことは難しい」と述べる。

■ 上値余地

S&P500 指数は昨年 9 月の高値からクリスマスイブに付けた底値まで 19.8%下落したが、その過程で多くの悪材料、恐らくは景気後退の可能性さえ織り込んだようだ。ファンドストラットの調査責任者であるトム・リー氏は、経済成長が続く限り、こうした下落局面は概して買い場だったと指摘する。過去のそうした 7 回下落局面では、その後の上昇率の平均は 32%だったが、リー氏は、今回の現時点からの上昇率は 6%にすぎないとみている。

もちろん市場は 12 月の下落から既に大きく戻している。12 月 24 日の底値からの S&P500 指数の戻りは既に 13.3%で、上昇の幅やスピードは投資家を驚かせている。これまでの上昇で短期的な資金が流入したことは分かるが、バリュエーション面でまだ上値余地はあるようだ、シティグループのレフコビッチ氏は指摘する。同氏によれば、S&P500 指数の実績ベースの予想株価収益率 (PER) が現在のように 16~18 倍の時、その後の 12 カ月間の上昇率の中央値はこれまで 9%だったという。「懸念が和らげば、株価には上昇余地があり、上昇するはずだ」と同氏は述べる。

そこまでいなくても、投資家はハッピーだろう。

■ 廃棄プラスチック問題と投資テーマ

先週のダボス会議のパネル討論でプラスチックの廃棄問題が採り上げられた。毎年世界中で生産される約 3 億トンのプラスチックのうち 800 万トンが廃棄物として海に投棄されているということに加え、海中のプラスチックの量が 2050 年までに全ての魚の量を上回るというもう一つの驚くべき統計も示された。

ダボス会議で討論されただけでなく、欧州連合 (EU) は 2018 年に、全生産量の約 40%を占める使い捨てプラスチックの使用を 2021 年までに禁止することを決定した。このため、遠いこととされていたプラスチック汚染の問題は、実際の企業活動や投資ポートフォリオに影響し始めている。

RW ベアードの包装業界アナリストであるガンザーム・パンジャビ氏は、「消費者向けに包装された商品を生産する企業の多くが、リサイクル性の向上と廃棄物の排除を確実にするための計画を発表した」と指摘する。こうした動きに対応して、例えばプラスチック製造企業のベリー・グローバル・グループ (BERY) は、独自の設計能力を基に、ストロー廃止の動きに合わせた蓋をデザインし、製品化している。また、アルミ缶製造業者のボール (BLL) のように、プラスチックからの回帰が後押しになるとの見方もある。同社の最高経営責任者 (CEO) であるジョン・ヘイズ氏は、「人々は海洋と世界をプラスチックで汚染しているという非常に困難な事実を目覚め始めている」と語り、アルミ缶を「世界で最も持続可能なパッケージ」と呼んだ。



ただし、プラスチック汚染の問題

がこうした業界に影響を及ぼしているかは明らかではない。PER を見ると、ボール株は 2019 年の予想利益に対して 19 倍と、これまでの同株の PER のレンジ内にある。一方、ベリー・グローバルは予想利益に対して PER13 倍であるものの、同社は過去に大規模な買収を行ったため、多額の負債がある。

より厳しくなる環境基準に対応する銘柄として、廃棄物処理業者はどうだろうか。廃棄物のリサイクル事業は、この 1 年は中国の輸入制限を受けてリサイクル用廃棄物の価格が低迷していたため、例えばリパブリック・サービス (RSG) の場合、2018 年の予想利益の約 10% の減益要因となっていた。

同業のウェイト・マネジメント (WM) やウェイト・コネクションズ (WCN) もリサイクル事業から利益を上げられていない。ただし、リパブリックのリサイクルおよび持続可能性担当バイスプレジデントのピート・ケラー氏が望むような、処理業者は回収と分別だけ担当してそのサービスに対する料金を課し、リサイクル品の価格変動は回収を依頼する自治体が引き受けるモデルが確立されると、一層安定したビジネスモデルになると思われる。

廃棄物処理業者におけるリサイクル事業の比率はそれほど大きくなく、会社全体の利益は景気変動の影響を受けにくい。例えばリパブリックの PER は 23 倍であり、過去のレンジ内ではあるものの、資本財セクターの中では割高だ。ただし、景気の不透明感がある現状を懸念することなく、リサイクル事業の将来性という材料があることから、投資妙味はあると思われる。

Texas Instruments Inc. (TXN)



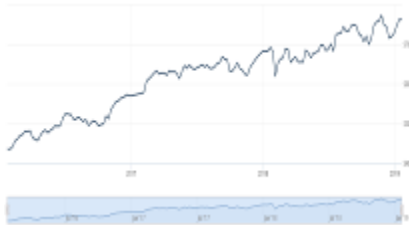
Berry Global Group Inc. (BERY)



Ball Corp. (BLL)



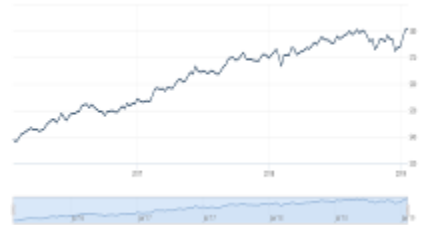
Republic Services Inc. (RSG)



Waste Management Inc. (WM)



Waste Connections Inc. (WCN)



チャートは 3 年

By BEN LEVISOHN and AL ROOT
(Source: Dow Jones)

10. Preview 今週の予定 住宅市場の変調にも、投資家は楽観的

【経済関連スケジュール】

■ 住宅販売関連データは急速に悪化

米国住宅市場が、変調をきたしつつある兆候が増えている。クレディ・スイスのレポートによると、12 月までの 12 カ月間の住宅購入者数は、14%減少した（11 月は同 12%減少）。また、中古住宅販売戸数も、12 月に前年同月比で 10%減少した（11 月は同 7%減）。



資産運用会社グラスキン・シェフのエコノミストであるデービット・ローゼンバーグ氏によると、この住宅販売の落ち込み度合いは 2011 年 5 月以来である。過去 6 カ月間では年率換算で 14%減と、減少傾向がより顕著である。住宅ローン金利は上昇しており、生計費に占める住宅費用の割合も高止まりしている状況で、住宅販売価格の中央値は 12 月に前月比 1.4%低下した。直近 6 カ月間で 5 カ月目の低下であるが、これにより、住宅販売価格の上昇率が前年比で 4.1%から 2.9%へと低下した。ローゼンバーグ氏によると、これは過去 7 年あまりで最も急な減速である。

とはいえ、住宅市場は急速に悪化しているわけではない。不動産情報サイトを運営するジロー・グループ (ZG) によると、12 月の住宅価格の中央値は 22 万 3900 ドルと、前年同月比で 7.6%上昇した（2011 年後半の中央値の 15 万ドルからも上昇）。また、平均在庫日数は 78 日であり、2016 年の 114 日より短い。住宅ローンの延滞率は 1.1%と低く、債務超過状態の住宅は全体の 8.2%と、いずれも数年前の水準を大幅に下回っている。差し押さえ率も、2009 年の 6.3%と比べ大幅に低い 1.2%である。

事実、投資家は意外にも楽観的である。上場投資信託 (ETF) の SPDR S&P ホームビルダーズ (XHB) は、2018 年に 25.7%下落したものの、2019 年は年初から 6.3%上昇している。一部の住宅関連銘柄が苦戦している一方で、同 ETF に含まれる、住宅向け温水機器製造・販売の AO スミス (AOS) は年初から 8.9%上昇、住宅建設のレナー (LEN) は 11.5%上昇、家電大手ワールプール (WHR) は 12.1%上昇などとなっている。もちろん、住宅市場の変調がより顕著になれば、この傾向も長くは続かないだろう。

By DAREN FONDA

■ 今週の予定

1 月 28 日 (月)

- ・ 建機大手キャタピラー (CAT) 化学製品メーカーのセラニーズ (CE)、ワールプールが四半期決算発表。
- ・ 1 月のダラス連銀製造業活動調査発表。エコノミストは -0.6 を予想。予想通りとなれば、2 年以上ぶりの低水準だった 12 月の -5.1 から改善となる。
- ・ 米議会予算局 (CBO) が予算および経済見通しの年次報告を公表。2019-29 年の経済見通しが含まれる。

1 月 29 日 (火)

- ・ 化学・電気素材メーカーのスリーエム (MMM)、半導体メーカーのアドバンスト・マイクロ・デバイス (AMD)、製薬大手アラガン (AGN)、バイオ医薬品のアムジェン (AMGN)、アップル (AAPL)、バイオ医薬品のバイオジェン (BIIB)、特殊ガラス・セラミック大手のコーニング (GLW)、オークションサイト運営のイーベイ (EBAY)、産業機器メーカーのダナハー (DHR)、軍事用航空機・宇宙関連機器大手のロッキード・マーチン (LMT)、製薬大手ファイザー (PFE)、通信大手ベライゾン・コミュニケーションズ (VZ) が四半期決算発表。
- ・ 1 月のコンファレンス・ボード消費者信頼感指数発表。125 となる見込み（12 月は 128.1）。

- ・ 11 月の S&P ケース・シラー²⁰ 都市圏住宅価格指数発表。前年同月比 4.8%の上昇が見込まれる。10 月は 2 年以上ぶりの低水準（同 5%上昇）だった。
- ・ 食肉製品製造・販売のホーム・フーズ（HRL）、クレジットカード大手のビザ（V）が年次株主総会開催。

1 月 30 日（水）

- ・ 電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団、BABA）、医療保険会社アンセム（ANTM）、通信大手 AT&T（T）、給与計算代行サービスのオートマティック・データ・プロセッシング（ADP）、航空機大手ボーイング（BA）、フェイスブック（FB）、軍事用重機製造のゼネラル・ダイナミクス（GD）、大手ファストフード・チェーンのマクドナルド（MCD）、ソフトウェア大手マイクロソフト（MSFT）、電子決済サービスのペイパル・ホールディングス（PYPL）、電気自動車メーカーのテスラ（TSLA）、ビザが四半期決算についてコンファレンスコール開催。
- ・ 連邦公開市場委員会（FOMC）が政策金利を発表、パウエル議長が記者会見を行う。2.25～2.50%への据え置きが見込まれる。
- ・ オートマティック・データ・プロセッシングが 1 月の民間部門雇用者数を発表。エコノミストは、17 万 7500 人増加を予想（12 月は 27 万 1000 人増加）。
- ・ 米商務省経済分析局が 2018 年第 4 四半期の国内総生産（GDP）を発表（予想通りに米政府機関の一部閉鎖が解決した場合）。2.7%上昇が見込まれる。
- ・ 全米不動産協会（NAR）が 12 月の中古住宅販売成約指数発表。前月比で横ばいが見込まれる（11 月は 0.7%低下）。

1 月 31 日（木）

- ・ たばこ・ワイン製造持ち株会社アルトリア・グループ（MO）、アマゾン・ドット・コム（AMZN）、油田サービス大手のベーカー・ヒューズ（BHGE）、ケーブルテレビ事業持ち株会社チャーター・コミュニケーションズ（CHTR）、大手石油会社コノコフィリップス（COP）、総合化学グループ持ち株会社のダウデュポン（DWD）、大手複合企業のゼネラル・エレクトリック（GE）、クレジットカード大手のマスターカード（MA）、防衛大手ノースロップ・グラマン（NOC）、防衛・政府機関向けテクノロジー企業レイセオン（RTN）、宅配・航空貨物大手ユナイテッド・パーセル・サービス（UPS）が四半期決算発表。
- ・ 米労働省が 2018 年第 4 四半期の雇用コスト指数を発表。エコノミストは、季節調整済み前期比 0.7%上昇を予想（第 3 四半期は同 0.8%上昇）。
- ・ 1 月のシカゴ購買部協会景況指数（シカゴ PMI）発表。コンセンサスは 62 を予想（12 月は 65.4）。

2 月 1 日（金）

- ・ バイオ製薬大手アッヴィ（ABBV）、消費財メーカーのコルゲート・パルモリーブ（CL）、住宅建設大手 DR ホートン（DHI）、公益事業持ち株会社ネクステラ・エナジー（NEE）、金融持ち株会社シンクロニー・ファイナンシャル（SYF）が四半期決算発表。
- ・ 石油大手シェブロン（CVX）、医療保険大手のシグナ（CI）、電力・ガス事業持ち株会社ドミニオン・エナジー（D）、石油大手エクソンモービル（XOM）、大手総合テクノロジー企業ハネウェル・インターナショナル（HON）、医薬品大手メルク（MRK）が四半期決算発表。

Zillow Group Inc. Cl A (ZG)



SPDR S&P Homebuilders ETF (XHB)



A.O. Smith Corp. (AOS)



Lennar Corp. Cl A (LEN)



Whirlpool Corp. (WHR)



チャートは3年

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

2019 年 特集記事年間予定表

Special News Reports

January

7 Fund Quarterly
14 ETF Feature
14 Barron's Roundtable Pt. I
21 Barron's Roundtable Pt. II

February

4 ETF Feature
11 Top 100 Sustainable Companies
25 Best Online Brokers

March

4 ETF Feature
11 Top 1,200 Advisors
11 Best Fund Families
18 Roundtable Energy
25 Retirement Quarterly
25 Penta

April

1 ETF Feature
8 Fund Quarterly
15 Big Money Poll
22 Top 100 Financial Advisors
29 Best Performing Hedge Funds

May

6 ETF Feature
6 Roundtable: Biotech Investing
13 Income Investing
20 Technology
27 Top CEOs

June

3 ETF Feature
3 Retirement Quarterly
10 Top 100 Women Financial Advisors
17 Penta
24 Sustainable Investing

July

1 ETF Feature
8 Fund Quarterly
15 Midyear Barron's Roundtable
22 Top Annuities
29 Ranking Robo Advisors

August

5 ETF Feature
19 Technology

September

2 ETF Feature
9 Retirement Quarterly
16 Top Independent Financial Advisors
23 Penta

October

7 Fund Quarterly
14 ETF Feature
21 Big Money Poll

November

4 ETF Feature
11 Technology

December

2 ETF Feature
9 Retirement Quarterly
9 Penta
16 Outlook: Where to Invest in 2020



THIS WEEK'S MAGAZINE

BARRON'S COVER

1. Calculating the Cost of Climate Change

How the S&P 500 companies rank in their exposure to climate risks, according to new data.

UP AND DOWN WALL STREET

2. The Push to Tax the Rich

Amid government shutdown, two radical tax proposals showed how far the economic pendulum has swung from the heyday of Reaganomics.

STOCK PICK

Low-Debt, High-Return Stocks for Your Portfolio

Stocks of companies that have more cash than debt are perfectly positioned for an environment of slowing economic growth and elevated macro risks

FEATURE

3. In Unloved Dell, Investors Can Find a Silver Lining in Its VMware Stake

The technology conglomerate has \$50 billion in debt, but powered by VMware and a group of strong, if mature, businesses, the stock has room to rise

STOCK PICK

4. A Mixed Year for Barron's Stock Picks

While our bullish calls trailed the market in 2018, our bearish ones mainly were spot-on

STREETWISE

The Cost of Rising Nationalism Is So Much More Than Political Turmoil

Fears that nationalism poses a real threat to globalization ran very strongly through this year's World Economic Forum in Davos. One of the greatest: funding the distribution of medicines around the globe.

FUND OF INFORMATION

A Minor Tweak to a Momentum Investing Model Could Have Changed Returns Dramatically

Slight differences in ETFs produced wildly different results in 2018 and early 2019. Experts are still debating what happened and how to prevent it.

INCOME INVESTING

5. Global Dividend Growth This Year May Be Slowest Since 2016

INTERVIEW

6. Casino Stocks Look Tempting to This Value Investor

FACTOR INVESTING

When Markets Crash, Everything's Correlated. Even Factors

PROFILE

7. High Quality, Low Turnover Pay Off for Polen Growth Fund

TECHNOLOGY TRADER

8. Software's Big Run Is Far From Over

THE ECONOMY

China's Slowdown Is Only Just Beginning

ADVISOR CENTER INVESTING

How to Avoid a Costly, Bitter Split With Your Partner

THE TRADER

9. The S&P 500 Goes Nowhere After Its Big Runup

THE TRADER

9. The Great Plastic Cleanup — and How to Profit From It

REVIEW

MSG Stock Is a Winning Bet Even If the Knicks and Rangers Aren't

PREVIEW

10. Investors Remain Upbeat—for Now—as Housing Data Dive

COMMODITIES

Natural Gas Is Finally Calming Down. Here's How to Play the Market.

RESEARCH REPORTS

Smaller Banks and Financials Hold Their Own

13D FILINGS

Elliott Associates Wants Big Changes at eBay

MAILBAG

Letters to Barron's

『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 28 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