

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 February 18

1. **You've Got to Be High to Buy Them** 様子見の姿勢を推奨→ P.2 【マリファナ関連銘柄】
 米国のマリファナ企業に投資するのはまだ早い
2. **4 Stocks to Play the Data-Center Boom** ブームに乗る4銘柄→ P.6 【データセンター銘柄】
 低迷していたデータセンター銘柄に復活の兆し
3. **5 Ways to Invest in the Robotics Revolution** 革命に乗る5社に注目→ P.9 【ロボティクス】
 新技術で自動化の範囲と顧客層を広げるロボティクス銘柄を紹介
4. **Loews: A Conglomerate That Investors Can Love** 実は複合企業→ P.12 【ロウズ・コープ】
 ロウズ・コープはロウズ・ホテルズや保険会社などを所有するコングロマリット
5. **Medical-Device Stocks** 医療機器・医療サービス株で成功→ P.15 【ミューチュアルファンド】
 フェデレーテッド・カウフマン・スモール・キャップ・ファンドの銘柄選びの秘訣
6. **Up and Down Wall Street** 株価が実体経済を振り回す→ P.18 【コラム】
 小売売上高減少の背景に株安 次に崩壊するバブルは社債か
7. **What New York's Amazon Protestors Missed** NY 第2本社設置を断念→ P.20 【アマゾン】
 反対派の論点は妥当だったのか
8. **A U.S. Ban of Huawei Would Reshape the Telecom Market** 制裁の影響→ P.22 【通信業界】
 5G ネットワーク導入を脅かすファーウェイ製品の使用禁止、市場勢力図は一変か？
9. **The Trader** 経済指標よりも米中貿易交渉の進展を好感→ P.24 【米国株式市場】
 割高感はなく、これまでの売り手が買い手に回っている状況
10. **Preview** 今週の予定→ P.26 【経済関連スケジュール】
 バフェット氏による恒例のバークシャー・ハサウェイ株主への手紙

※ 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. You've Got to Be High to Buy Them 様子見の姿勢を推奨 【マリファナ関連銘柄】 米国のマリファナ企業に投資するのはまだ早い

■ 株価にはリスクが反映されていない

ベス・スタボラ氏は、投資を大きく誤ったのではないかという不安を抱いていた。かつてウォール街で勤務していた同氏は、2012年に医療用マリファナ（大麻）を手掛けるベンチャー企業が売却されることを知り、同社を約100万ドルで買収した。マリファナについて何も知らなかった同氏は、マネジャーに事業運営を任せて会計に専念していたが、間もなく不審な小切手や支出に気付いた。調査の結果、マネジャーには強盗の共謀などの前科があることが判明した。解雇されたマネジャーは、スタボラ氏の家族を脅迫した。同氏は「怖かったし、非常に憤慨した。こんな世界は初めてだった」と語る。



元本を回収するため、スタボラ氏は自ら経営に乗り出した。同氏の企業は、2店のディスペンサリー（マリファナ販売店）を買収し、他州にも事業を拡大した後、2017年に2500万ドルで買収された。今月、その買収者であるMPX バイオシューティカルは、米国でマリファナチェーンを展開するアイアンサス・キャピタル・ホールディングス（IAN.カナダ）と合併した。同社をはじめとするマリファナチェーンは、年間売上高500億ドル以上に成長するともいわれる合法マリファナ市場のシェアをめぐる競争を繰り広げている。

マリファナ企業に興味を抱く米国の投資家は、スタボラ氏ほどではないにせよ、困難な課題に直面している。そもそも株式を買うのが難しい。多くの州では娯楽用や医療用のマリファナは合法だが、連邦法では依然として違法である。そのため、マリファナ企業はナスダックやニューヨーク証券取引所（NYSE）には上場できず、カナダのトロント証券取引所で上場している。なお、カナダのみでマリファナを販売するキャノピー・グロース（CGC）などは米国で上場することができる。

米国のマリファナ企業は、連邦当局による捜査から利益相反の疑惑まで、さまざまな投資リスクを開示している。さらにリスクを高めているのが、カナダ市場の出来高の小ささである。上場前から投資してきた投資家の一部は、最初のチャンスで売り抜けようとしている。

こうした問題は株価に反映されていないようだ。まだ赤字のスタートアップ企業で、売上高が小さく、すさまじい勢いで現金を消費しているにもかかわらず、これらの企業の合計時価総額は140億米ドルに上る。アイアンサスのハドリー・フォード最高経営責任者（CEO）は、「現時点でのデューデリジェンスは難しい。店舗数は少なく、初期投資は巨額で、フリーキャッシュフローは存在しない」と語る。

早期に勝ち組と負け組を見分けるのはほとんど不可能だ。今は様子を見て、どれだけの企業が黒字になるか見極めるのが賢明だろう。待ちきれない投資家には二つの選択肢がある。一つは各社に少額の投資を分散させる方法、もう一つはマリファナに関する上場投資信託（ETF）に投資する方法である。後者としては、ホライズンズ・エマージング・マリファナ・グロウワーズ・インデックス（HMJR.カナダ、米国のティッカーはHZEMF）などが挙げられる。

■ 多くの企業は赤字で不透明な開示

医療用マリファナは33州で合法化されている。娯楽用マリファナが合法なのは10州で、ニューヨーク州、ニュージャージー州、イリノイ州といった大規模な州も合法化を目指している。複数の州でマリファナ販売を手掛ける事業者にとっては一生に一度のチャンスだ。というのも、ブラックマーケットにおける年間500億ドルの売上高がマリファナ業界に流入するためである。

強気派は米国の合法マリファナ市場がいずれ世界最大になると主張している。米国の主なマリファナ企業には、アイアンサスの他に、キュラリーフ・ホールディングス (CURA.カナダ)、エイカリッジ・ホールディングス (ACRG.U.カナダ)、グリーン・サム・インダストリーズ (GTIL.カナダ)、メッドメン・エンタープライジズ (MMEN.カナダ)、ハーベスト・ヘルス・アンド・レクリエーション (HARV.カナダ)、トゥルリーフ・カナビス (TRUL.カナダ) などがある。

これらの米国企業は、直近四半期の売上高を年換算した数値に対して、株価売上高倍率が平均で約 30 倍にも上る。このうち黒字なのは、2018年1~9月の売上高が3000万ドル、利益が400万ドルだったハーベストと、同期間の売上高が6700万ドル、利益が3200万ドルだったトゥルリーフの2社のみである。他社は年間フリーキャッシュフローが数百万ドルものマイナスとなっている。ハーベストのスティーブ・ホワイト CEO は、「われわれは利益について話さなければならない。どの業界でも、企業は利益に基づいて評価される」と語る。

増収・増益を待つ投資家の前途は多難だ。第一に、カナダを本拠地とする企業の監視が難しい。カナダの証券規制はマリファナ規制と同様に比較的緩い。カナダの証券当局に提出された報告書には、株式の保有者に関する情報がほとんどなく、経営者が誰なのか分からない場合さえある。

例えばカリフォルニア州のマリファナ企業サンニバ (SNN.カナダ) の年次報告書には、ピナヤク・シャストリ氏が社長および生産拠点の所有者として記載されている。同氏は以前、別の氏名を名乗っており、プライベートエクイティ会社のインサイダー取引に関与した前歴があるが、年次報告書には直接的な言及がない。先月、サンニバはシャストリ氏の退任を発表したが、同氏は引き続きストックオプションを保有し、同社との取引関係を継続するという。

他にも警戒すべき企業はある。メッドメンは投資家向けプレゼン資料において、店舗単位の年間売上高が2000万ドル、粗利益率が60%、キャッシュフローマージンが25%とうたっている。しかし、スライドには、上記の数字の10分の1の大きさの細かい文字で、「これらは娯楽用マリファナの販売店における安定的な社内目標を示すものであり、実際の数値ではありません」と記載されている。実際の業績はとても好調とは言えない。2018年1~9月の業績は売上高が7400万ドルで、1億6300万ドルの赤字だった。本誌の推定では、同期間のフリーキャッシュフローは1億5000万ドル以上のマイナスである。

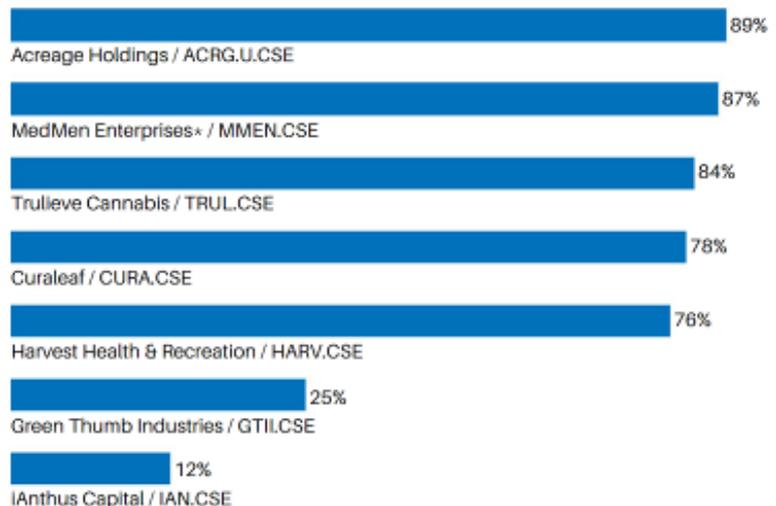
■ ライセンス取得の重要性

マリファナ企業は利益が乏しいため、ライセンスの取得件数を喧伝する傾向がある。この指標では、エイカリッジが19州で合計79件と最多だ。拠点地域の人口の多さを吹聴する企業もある。エイカリッジは潜在顧客が1億7600万人に上ると主張し、キュラリーフは1億4600万人としている。もっとも、ハーベストのホワイト CEO は、数カ所の店舗で何百万人もの顧客を獲得できるという主張は馬鹿げていると指摘する。

米国で州ごとに規制が異なることも、事業運営を複雑にしている。州境を超えるマリファナの輸送は違法のため、

How Patient Are the Stewards Of Cannabis Capital?

Insiders hold sizable portions of the outstanding shares of the leading U.S. marijuana companies, raising questions about how quick they'll be to unload shares.



Note: *Including PharmaCann acquisition
Source: Company filings

各州で栽培と販売のライセンスが必要になる。多くの州では卸売りさえ認められていない。いずれ州規制は緩和されるかもしれないが、連邦法で州間取引が認められる可能性もある。しかし、当面は各州のライセンス取得が生き残りに関わってくる。ほとんどの州では、数十件の申請に対して付与されるライセンスは数件だ。当局の印象を良くするため、引退した保守派の政治家を雇うマリファナ企業もある。

マリファナ企業は、なるべくライセンス件数を制限している州に店舗を設置したいと考えている。例えば、キュラリーのジョー・ルサーディ CEO はオレゴン州に関心がない。同州でライセンスが広く付与された結果、供給過剰で価格が下落したためだ。

一方、トゥルリーブはフロリダ州の医療用マリファナ市場に集中している。同社は既に 24 カ所の拠点を設置している上、州当局がディスペンサリーに上限を設けるのは違憲との判決を州裁判所から引き出した。この判決が維持されるか、州が控訴しなかった場合、トゥルリーブのようにライセンスを受けた会社は、無制限に店舗を開設することができる。同社のキム・リバーズ CEO は「限定的な競争の下でしか成功できないとすれば、長期的に見て健全なビジネスモデルとは言えない」と指摘する。同社は堅調な利益を上げている。

しかし、トゥルリーブもスキャンダルに脅かされている。リバーズ氏はフロリダ州の州都タラハシーの著名な不動産開発業者であり、ビジネスパートナーのジョン・バーネット氏と合弁事業を運営している。トゥルリーブの年次報告書によれば、リバーズ氏とバーネット氏は、2017年にタラハシー市当局の汚職の捜査をめぐる連邦大陪審の証拠提出命令を受けた。2018年12月には、市のコミッショナーであるスコット・マドックス氏が恐喝と収賄の疑いで起訴された。リバーズ氏とバーネット氏は起訴されていない。

マリファナ業界における当面の事業機会は地方の政治家に左右されるため、リバーズ氏のような経営者は、合法化に賛成する政治家を支持している。フロリダ州では政治資金規制によって個人献金は制限されているが、民主党の2017年の調査によれば、リバーズ氏とバーネット氏の企業を所在地とする40社の有限責任会社(LLC)が共和・民主両党の政治家に献金していた。特に多額の献金先は2人で、うち1人はマドックス氏である。こうした LLC による献金は、フロリダ州では合法であり、リバーズ氏は何も不正行為はないと述べている。

もう1社の黒字企業であるハーベストは、買収ではなく自社建設の拠点でライセンスを取得することでフリーキャッシュフローの消費を抑えている。新規ライセンス獲得の重要性が増している背景には、既存のディスペンサリーの入札価格が高騰していることがある。同社の経営幹部によれば、優良な物件は非常に少なくなっており、売り手はキャッシュフローの10~15倍を要求している。同社は業界で最高クラスのライセンス取得実績を誇り、12州でライセンスを有する。現在の店舗数は13店だが、2020年末までに97店以上への拡大を目指している。

カジノ業界と同様に、マリファナのライセンスは、ロビイスト、州の元役人、有力なコネを持つ実業家といったメンバーと組む申請者が取得することが多い。アーカンソー州でハーベストの支援を受けてライセンスを得たある事業者は、ホワイト CEO のほか、同州の元司法長官、同州に本社を置く金融機関の会長などによるグループが所有する企業だった。同州のライセンス付与には異議が申し立てられ、州の最高裁まで争われたが、裁判所は州当局を支持した。ハーベストは6月、同州で最初の収穫を行う予定である。

■ ロックアップの解除による株価下落の懸念

多くの米国マリファナ企業では、ロックアップ(売却制限)期間の満了による株価の下落が懸念される。浮動株の売買が乏しい中、インサイダー(内部者)が保有する株式や私募株式が市場に流入するためである。業界最大の4億米ドル超の私募調達を実施したキュラリーでは、4月後半に78%の株式がロックアップ期間の満了を迎える。先月、カナダのマリファナ企業ティルレイ(TLRY)のロックアップ期間が満了した際は、株価が100ドルから72ドルに下落した。

アイアンサスはバランスシート上の現金が約 4000 万ドルと、業界内でも資本が小さい部類に入る。しかし、フォード CEO によれば、同社はカナダで初めて上場した米国マリファナ企業であり、インサイダーが保有する株式の割合は 13%を下回る。グリーン・サムスのインサイダーは 25%の株式を保有する。同 CEO のプレゼン資料では、他社のインサイダーによる保有割合は 75%を超えるとされる。

ハーベストのホワイト CEO は、ほとんどのインサイダーとの間で、6 カ月ごとに売却できる株式を保有株の 10%に限定する旨を合意済みだと述べる。トゥルリーブでは、当初のロックアップ合意において、創業者が先月に 69%の持ち分の売却を開始することが認められていた。しかし、リバーズ CEO は、ロックアップ期間を今年 7 月 25 日まで延長することを発表した。

期間満了を待つ気がない投資家もいる。1 月、メッドメンの大口株主 2 人は同社に対してロックアップ期間の解除を求める訴訟を提起した。2018 年 5 月の上場以降、同社の株価はピークの 9 カナダドルから直近の 3.77 カナダドルまで下落している。原告の 2 人は、同社が昨年、経営陣に多額の報酬を支払う一方で、「天文学的なペースで」現金を消費したと主張する。これに対し、同社の広報担当者は、原告が元本に相当する現金還元とともに「大きな利益」を得ていると反論している。

カナダで上場している米国マリファナ企業は、時価総額が合計 140 億ドルに達する上、利益を生み出せる根拠が乏しい。また、ブームに加わる企業は今後も増えるはずだ。米国で禁酒法が廃止されたとき、アルコール飲料業界も同様に混乱と好況の中にあっただのは間違いない。しかし、米国のマリファナ関連銘柄に投資したいなら、「煙が晴れる」のを待つ方が良いだろう。

Top Contenders in the U.S. Marijuana Market

The leading companies are pursuing varied strategies. Only two are profitable so far.

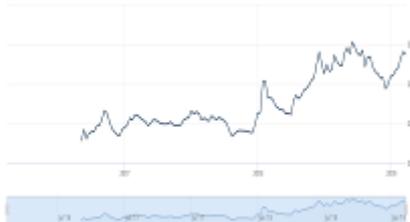
Company / Canadian Ticker / U.S. Ticker	Recent Price (C\$)	Market Value (\$mil)	Cash (\$mil)	Revenue**	Net Income (Loss)**	Ebitda**	Operating***	License d***	Number of States	Comment
Acreage Holdings / ACRG.U / ACRGF	19.15	1,670	74	54	-2	-2	19	79	19	Best known for conservative political advisers
Green Thumb Industries / GTII / GTBIF	18	2,110	150	42	-5	3	20	83	10	Boasts a wide variety of products
MedMen Enterprises / MMEN / MMNFF	3.77	1,560	130	74	-163	(89)*	30	78	12	Aims to be a tony retailer of cannabis
Harvest Health & Recreation / HARV / HRVSF	10.65	2,180	246	30	4	8	13	86	12	Works with locals to get licenses
Trulieve Cannabis / TRUL / TCNNF	15.43	1,270	42	67	32	30	24	44	3	Profitably dominates Florida
iAnthus Capital Holdings / IAN / ITHUF	6.96	1,160	38	39*	(55)*	(23)*	18	63	11	Early IPO makes insider sales less of a risk

Notes: Ebitda=Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization *Estimated **9 Mos. ended Sept. 2018 (\$mil)

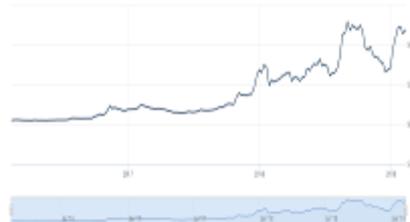
***Number of Stores

Sources: Sentio; company reports

iAnthus Capital Holdings Inc. (ITHUF)



Canopy Growth Corp. (CGC)



Horizons Emerging Marijuana Growers Index ETF (HZEMF)



Curaleaf Holdings Inc. (CURLF)



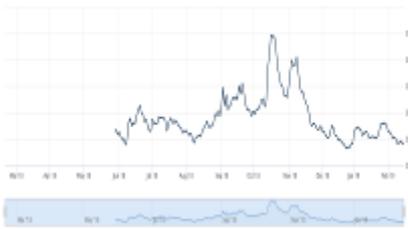
Acreage Holdings Inc. (ACRGF)



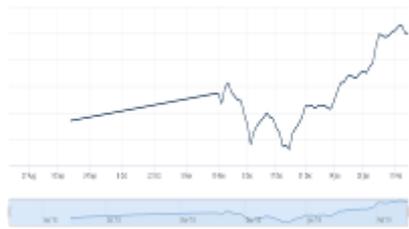
Green Thumb Industries Inc (GTBIF)



MedMen Enterprises Inc (MMNFF)



Harvest Health & Recreation Inc. (HRVSF)



Trulieve Cannabis Corp (TCNNF)



Sunniva Inc. (SNNVF)



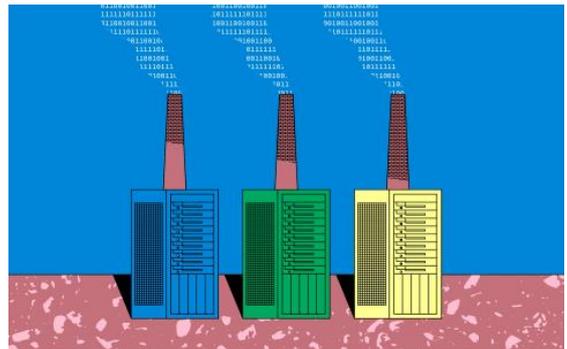
チャートは3年
(SNNVFは2年、HZEMF、GTBIF、
MMNFFは1年、CURLF、ACRGF、
HRVSF、TCNNFは6ヶ月)

By BILL ALPERT
(Source: Dow Jones)

2. 4 Stocks to Play the Data-Center Boom ブームに乗る4銘柄 【データセンター銘柄】 低迷していたデータセンター銘柄に復活の兆し

■ 難局を乗り越えつつあるデータセンター銘柄

金利上昇と業界の成長鈍化に対する懸念から、データセンターの不動産投資信託 (REIT) は昨年10%以上下落した。しかし、その価格には回復の兆しが見られ、さらなる上昇が見込まれる。エクイニクス (EQIX) などのデータセンターREIT大手は年初来、市場を上回る15%超の上昇を見せている。米連邦準備制度理事会 (FRB) がハト派の論調に転じてきていることも、金利上昇の脅威を和らげている。長期的な成長をけん引する要素としてネットワーク機器大手のシスコシステムズ (CSCO) は、データセンターの通信量が2021年までに年率25%で成長し、大手情報通信企業向けの巨大な「ハイパースケール」センターの数が、クラウドベースのサービスの普及に伴い2021年までに50%増加する、と予想している。



「最大のマクロトレンドはデジタル・トランスフォーメーションだ。企業はクラウド中心に進化しつつあり、それが当社ビジネスの主な推進力となっている」と、エクイニクスのチャールズ・メイヤーズ最高経営責任者 (CEO) は述べる。

■ 本誌が選んだ4銘柄

本誌は魅力的なデータセンター銘柄として、エクイニクス、コアサイト・リアルティ (COR)、アイアン・マウンテン (IRM)、そしてオランダ企業のインターシオン・ホールディング (INXN) に着目した。

エクイニクス、コアサイト、インターシオンの3社は、「リテール」データセンターを主力にしている。これは企業がデータをやり取りしたり、アマゾン・ドット・コム (AMZN) のようなクラウドプロバイダーにアクセスしたりする、ネットワーク密度の高いデータセンター形態である。ベレンバーク・キャピタル・マーケットツでアナリストを務めるネイト・クロセット氏によると、「リテール」データセンターのリース料率は、大企業向けのストレージとネットワークに注力し、大規模顧客に対応する「ホールセール」データセンターよりも有利に見える。

アイアン・マウンテンは文書保管施設を中心とする REIT だが、現在はデータセンター事業に移行してきている。同社の配当金利回りは 6.9%と、REIT の平均 3.8%を大きく上回る魅力的な水準となっている。

データセンター業界が課題に直面しているのは事実だ。懸念の一つは、大手クラウドプロバイダーが自前のデータセンターを増やして第三者の施設への依存度を下げることだ。また、データセンターで物理的に配線することなくサーバー同士をつなぐソフトウェア定義ネットワーク (SDN) も増えてきている。

さらに、データセンター業界はハイテク支出の動向に大きく影響される。インテル (INTC)、画像処理半導体 (GPU) 大手のエヌビディア (NVDA)、サムスン電子 (005930.韓国) は最近、データセンターで使用される半導体の需要が弱まっていると報告している。アマゾン、フェイスブック (FB)、グーグルの親会社アルファベット (GOOGL)、マイクロソフト (MSFT) は、2019年の設備投資は堅調に推移すると示唆しているが、減速の兆候があればデータセンター銘柄の下落につながるだろう。センターのリース件数は 2018年のピーク水準を下回っており、大規模センターを中心に価格競争も激化している。

それでも、データセンターは比較的良いバリュエーションを備えた成長産業だ。データセンター銘柄の株価純資産倍率 (PBR) は 0.94 倍だが、REIT 全体では 1 倍となっている。2019年の予想 AFFO (REIT における営業キャッシュフローの指標) に対する株価は、一般的な REIT で 20 倍だが、データセンターは 18 倍となっている。クロセット氏によると、2019年から 2020年にかけての AFFO の成長率は、REIT 全体の平均 6%に対し、データセンター10%と予測されている。

■ 安定成長が期待される最大手のエクイニクス

売上高と企業価値 (431 億ドル) で最大のデータセンター REIT であるエクイニクスは、世界 52 の都市圏で 200 のデータセンターを運営している。同社は数百、数千という顧客を高密度のデジタルエコシステムにネットワーク化するインターコネクト事業に注力している。

エクイニクスは買収を通して世界へ事業を展開しており、オーストラリアやテキサス州ダラスのデータセンターとともに、通信大手ベライゾン・コミュニケーションズ (VZ) の資産の大規模なポートフォリオを取り込んでいる最中だ。こうした買収は顧客を引き付け、アマゾンのような企業がエクイニクスの施設内にサーバーを置いた場合、同社のクラウドサービスへの接続ビジネスもついてくるだろう。クロセット氏によると、エクイニクスはデータセンターのクラウド接続において 52%と最大のシェアを有している。

エクイニクスは、2022年までの売上高成長率が 9%と、過去 5年間の 18.2%の半分以下になると予測している。しかし、AFFO ベースの利益は健全な 10%成長を維持している。配当金利回りはわずか 2.3%だが、キャッシュフローが増加していることから、着実に増配する可能性は高い。ジェフリーズでアナリストを務めるジョナサン・ピーターセン氏は、「同社はデータセンター REIT の中でも最も力強く安定した内部成長を続けるだろう」と述べる。同氏の銘柄に対する評価は「アウトパフォーム」で、最近目標価格を 500 ドルに引き上げた。

■ 今後の成長が鍵となるコアサイト

時価総額 36 億ドルのコアサイトは、優良ロケーションにデータセンターを有し、クラウド接続のシェアが

エクイニクスに次ぐ6.5%となっている。クロセット氏によると、同社は最近、施設の稼働率が0.4%ポイント上昇して92.8%となり、月々の経常的売上が6%超増加したと報告している。コアサイトは、エクイニクスの施設が満杯であるか展開していない米国の都市圏で顧客を集めることができる。ソフトウェアネットワークキングを外部委託していることもあり、運用コストは比較的低い。

コアサイトの最大の問題は、データセンターがほぼいっぱいになり、成長が制限されていることだ。アナリストは同社のAFFOは2019年には3.5%だけ上昇し、1投資口当たり5.01ドルに達すると予想している。しかし、賃貸面積の割合としてのパイプラインは47%と、業界有数の水準となっている。これに基づくコンセンサス予想では、2020年にはAFFOが7.9%上昇して1投資口当たり5.41ドルになると見込まれている。4.3%の分配金利回りは業界で最高水準にあり、過去5年間で年率29%成長している。

■ デジタル移行を加速させるアイアン・マウンテン

デジタル化が進む中、投資家はアイアン・マウンテンの文書保管事業を衰退産業とみなしているが、同社の紙の保管量は概ね安定している。同社はまた、グーグルとの提携により、文書のコーディングや分析などのデジタルサービスへの移行も進めている。

アイアン・マウンテンは、データセンターにおける新勢力として魅力的に映る。同社はクレディ・スイスからデータセンターを購入し、現在同社にリースバックしている。エバーコアISIでアナリストを務めるシーラ・マッグラス氏は「同社は環境変化を認識し、それに追いつくための投資をしている」と指摘する。

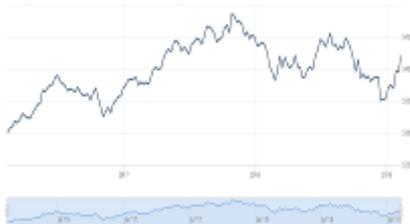
データセンターは売上高の5%を占めるにすぎないが、収益性は非常に高く、同社はこの事業が2020年までに利払い・税引き・償却前利益(EBITDA)の10%を占めると予想している。アナリストは、2019年にAFFOが3.6%増の1投資口当たり3.13ドルになると予測している。データセンターとしては貧相だが、そのことは2019年予想AFFOの12倍というバリュエーションに反映されている。データセンターが事業全体に占める割合の拡大とともに、投資家の評価も上がる可能性がある。AFFOの15倍になったとしても、アイアン・マウンテンは業界平均に対して17%のディスカウントで取引されていることになるが、投資口価格は47ドルとなる計算だ。

■ 欧州の強力な基盤を活かすインターシオン

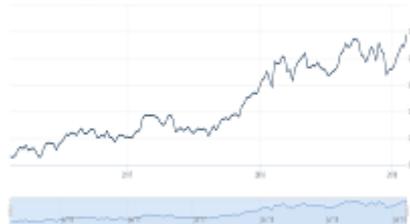
欧州最大級のデータセンター企業であるインターシオンは、フランクフルト、ロンドン、パリといった主要都市圏に展開し、インターコネクト事業で強力な基盤を築いてきた。現在は、その基盤を活かして大口顧客に売り込んでいる。インターシオンは2019年に記録的な拡大計画を発表しており、その一環として、海底通信ケーブルの要所であるフランスのマルセイユにあるデータセンターの拡張を計画している。

インターシオンは、バリュエーションはEBITDAの17倍と業界最高水準になっている。しかし、2019年のEBITDA成長率は業界有数の16%と予想され、売上高も業界の中央値11%に対して年率15%で増加している。カウエンでアナリストを務めるコルビー・シネサエル氏によると、欧州市場は米国ほどデータセンター企業が展開しておらず、その分インターシオンが成長する余地は大きい。

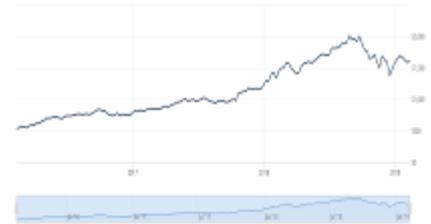
Equinix Inc. (EQIX)



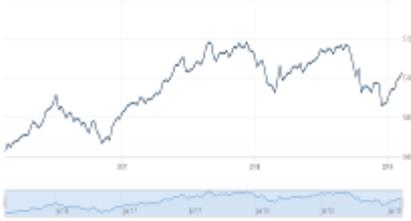
Cisco Systems Inc. (CSCO)



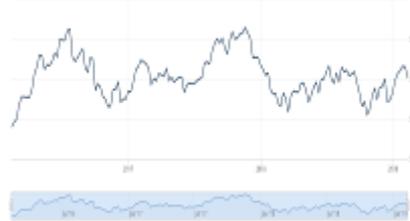
Amazon.com Inc. (AMZN)



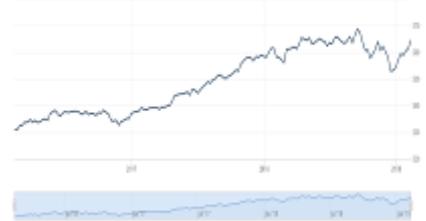
CoreSite Realty Corp. (COR)



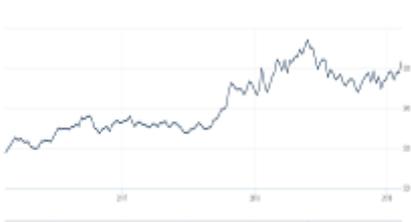
Iron Mountain Inc. (IRM)



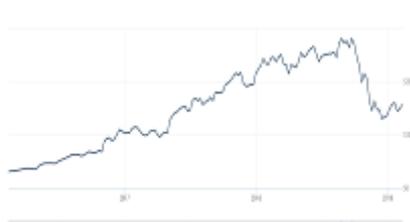
InterXion Holding N.V. (INXN)



Intel Corp. (INTC)



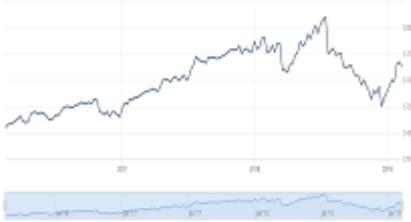
NVIDIA Corp. (NVDA)



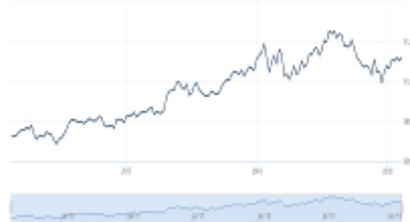
Samsung Electronics Co. Ltd. (KR:005930)



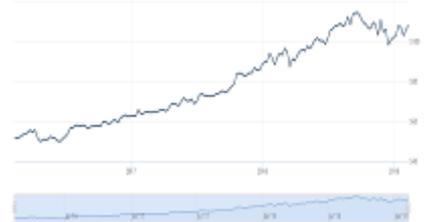
Facebook Inc. CIA (FB)



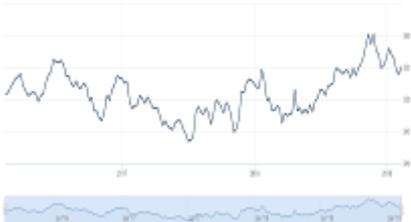
Alphabet Inc. CIA (GOOGL)



Microsoft Corp. (MSFT)



Verizon Communications Inc. (VZ)



チャートは3年

By DAREN FONDA
(Source: Dow Jones)

3. 5 Ways to Invest in the Robotics Revolution 革命に乗る5社に注目 【ロボティクス】
新技術で自動化の範囲と顧客層を広げるロボティクス銘柄を紹介

■ 急成長する業界

大きな黄色い金属アームが、無数の作業を黙々とこなしている。車体へのフロントガラス取り付けから、ボックスの積み上げ、容器から乱雑にぶちまけられた赤と緑の錠剤の仕分けまで。ここはデトロイトから北へ40分ほどのロチェスターヒルズにあるファナック(6954)のロボティクステストセンターだ。

施設の担当者が「当社で最大」と紹介する超巨大ロボットは、起亜自動車の赤いセダンを軽々と持ち上げ、回転させている。壮観ではあるが、今日のロボット自動化で何よりも目を見張るのは、その筋力よりも頭脳だ。新たなアプリケーションやソフトウェア、コネクテッド技術により、ロボットは今まで以上に効率的かつ多才になっている。



ゼネラル・モーターズ（GM）では、世界の工場で使われているロボット 3万台のうち 1万 3000台がネットにつながっている。毎日、各ロボットは作業記録をクラウドへ上げており、GMはこのデータを機械の予知保全（劣化状況を把握して故障する前にメンテナンスを実施）に生かしてアップタイム（正常稼働率）の向上を実現している。

「アップタイムが 1%ポイント改善するだけでも大きい。データ解析を始めた月だけで 7%ポイント改善した。効果は巨額だ」と GM でグローバル製造技術統合を進めるダン・グリーンシェーパー氏は説明する。

新テクノロジーによってロボットにできる仕事も増えている。ファナックの施設で錠剤を仕分けしたロボットは、人間の指示を受けていたわけではない。機械は自ら色を認識し、目標を与えられるだけで作業を進め、環境変化にも対応できるようになっている。

中でも成長著しいニッチ分野が、人とコラボする協業ロボット、略して「コボット」だ。小型で人間と一緒に作業でき、比較的安価に導入できる。プログラミングも容易で、ロボット自動化など考えられなかった中小企業にも入り込む余地がある。

こういったロボット顧客層の拡大を伴う新たな「産業革命」により、業界は急速に成長している。この 5 年間、ロボット出荷台数は年平均 19%のペースで増加。その前の 20 年間の伸び率は年平均 5%程度だった。

■ 主要 5 銘柄

このロボット市場のリーダーがファナックで、ABB グループ(ABB)、クーカ (KU2. ドイツ)、安川電機 (6506) が続く。これに 2015 年、ユニバーサル・ロボッツを 2 億 8500 万ドルで買収した半導体テスター世界最大手のテラデザイン (TER) が加わった。

5 銘柄の中でも特に魅力的なのは、そのテラデザインだ。現状で総売上高の 12%にとどまる自動化事業は急速に伸びているが、投資家には評価されていない。2019 年予想株価収益率 (PER) は 17.2 倍で、同様の事業を持たない他の半導体製造装置メーカーに対するプレミアムは小さい。

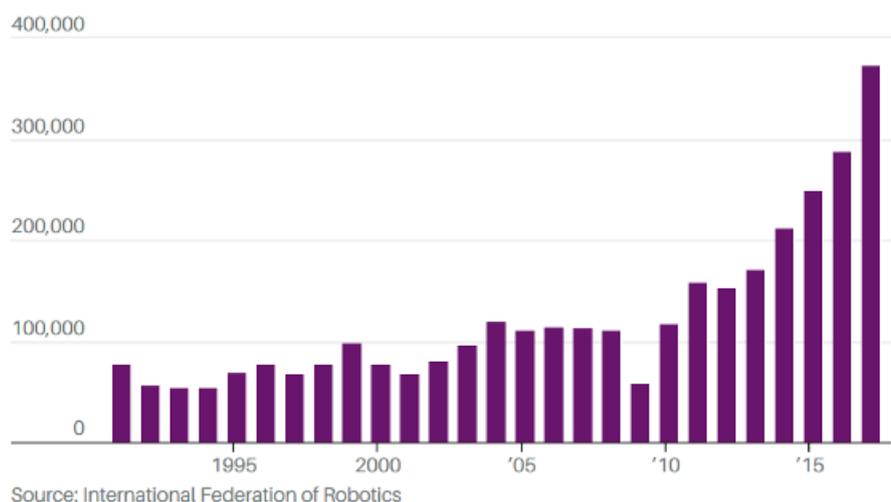
キーバンクのアナリストであるウェストン・ツイッグ氏によると、コボット市場は 2021 年までに 10 億ドル規模に拡大する可能性があり、そうだとすれば総売上高 21 億ドルのテラデザインにとって伸びしろは極めて大きい。他の高成長資本財メーカー、そして競合する半導体製造装置メーカーの PER に基づけば、株価は今後 2 年で 2 倍にもなり得る。

本誌は以前から ABB にも強気だ。同社は成長性の低い送配電システム事業の売却を進め、電化システム、そしてロボティクスを含む先進自動化技術に集中しようとしている。

ロボティクスの話題と切り離せないのが、工場労働者への影響に関する議論だ。労働者側は仕事を奪われることへの懸念を示すが、会社側は働き手が不足しがちな汚く危険な仕事をロボッ

Rise of the Machines

Industrial robot shipments by year



トに任せるとし、なおかつ生産性の向上は雇用を生み出すと主張する。ABBのウルリッヒ・シュピースホーファー最高経営責任者（CEO）に言わせれば、ロボティクスが最も普及している韓国、ドイツ、日本の3カ国は製造セクターが健全で、雇用を創出している。

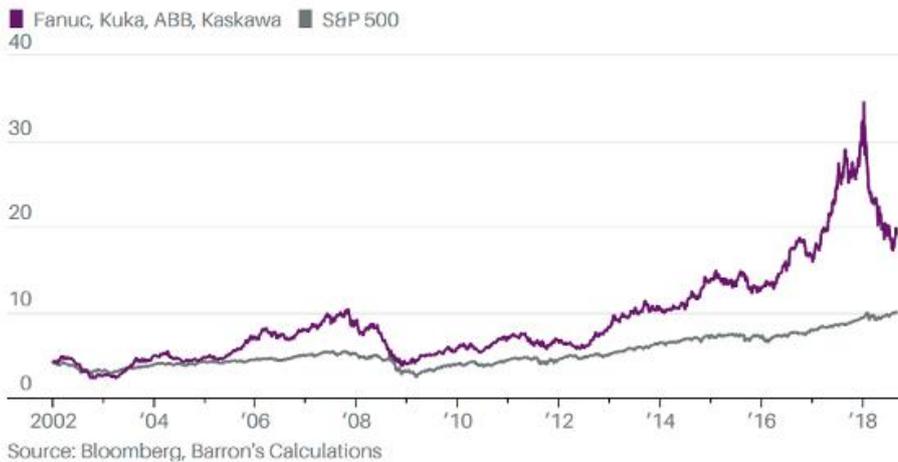
普及率のデータは潜在需要も物語る。世界のロボット密度を先進3カ国のレベルまで高めるには、400万～500万台の産業ロボット出荷が必要であり、これには現在の出荷ペースだと11年以上かかる（現在の世界ロボット台数は約200万台）。

中国が経済大国として台頭したことで、航空機業界ではボーイング（BA）の受注残が3年分から7年分に拡大。同社の予想PERは15倍から約18倍に上昇した。そしてロボティクス業界でも受注残が同様に拡大している。

その上、産業ロボットの場合、投資家が頼れるのはバリュエーションの上昇だけではない。テラダインやABBは、高い成長性と安定した産業構造にも支えられている。

Rise of Robot Stocks

Big four industrial robot makers versus the market



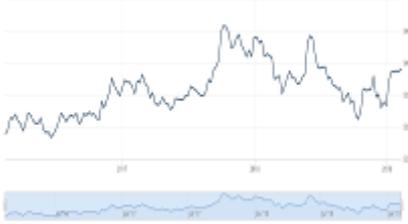
Industrial Robotics

Makers and market shares

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (bil)	PE Ratio	Robot Sales (mil)	Robot Slaes/Total Sales	Share
Fanuc / 6954.Japan	¥18,955	\$35.0	23.8	\$2,073	33.3%	32.5%
ABB / ABB*	\$19.35	42.0	15.4	2,000	7.4	31.3
Kuka / KU2.Germany	€ 54.00	2.4	25.7	1,357	34.6	21.2
Yaskawa Electric / 6506.Japan	¥3,150	7.6	17.2	695	17.1	10.9
Teradyne / TER	\$39.53	7.1	17.1	261	12.4	4.1

*Current year estimate; **pro forma ABB for Power Grids sale
Source: Company filings; Bloomberg; Barron's calculations

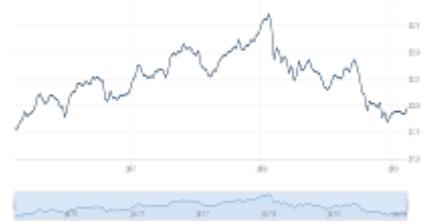
General Motors Co. (GM)



Fanuc Corp (JP:6954)



ABB Ltd. ADR (ABB)



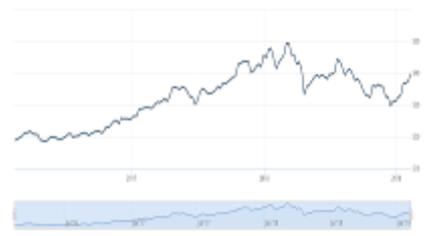
Yaskawa Electric Corp. (JP:6506)



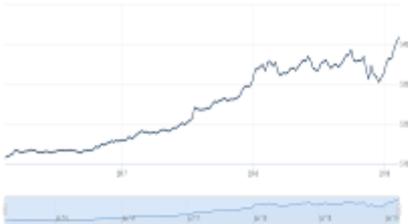
KUKA AG (DE:KU2)



Teradyne Inc. (TER)



Boeing Co. (BA)



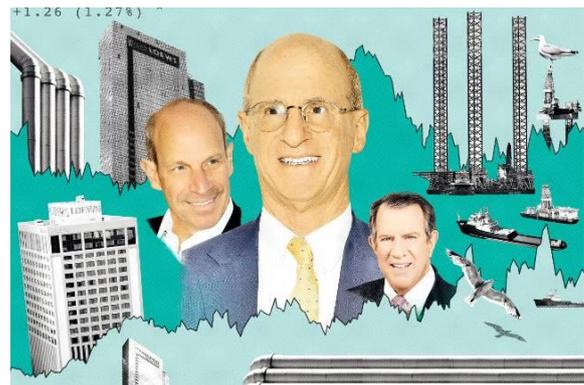
チャートは3年

By AL ROOT
(Source: Dow Jones)

4. Loews: A Conglomerate That Investors Can Love 実は複合企業 【ロウズ・コープ】
 ロウズ・コープはロウズ・ホテルズや保険会社などを所有するコングロマリット

■ ロウズ・コープはバークシャー・ハサウェイと類似点のあるコングロマリット

ロウズ・コープ (L) は、アナリストのカバレッジもほとんどなく、ウォール街のレーダー圏外の銘柄だが、時価総額約 150 億ドルのコングロマリットであり、保守的な経営で、株主価値を重視し、適度な成長の見込みもある。にもかかわらず純資産総額を大きく下回る株価となっている。ロウズの株価 (約 47 ドル) は、本誌が算定した 1 株当たりの純資産総額 58 ドルを 19% 下回っている。本誌の計算には、保険持株会社 CNA ファイナンシャル (CNA) と海洋石油・ガス掘削大手請負業者ダイヤモンド・オフショア・ドリリング (DO) の上場企業 2 社の持ち分と、未公開企業の推定価値を反映させている。



ロウズは、CNA ファイナンシャルの 89% の株式を所有するほか、高級ホテルチェーンのロウズ・ホテルズのオーナーだ。ニューヨークのエリートたちのパワーブレイクファストで有名なマンハッタンのロウズ・リージェンシー・ニューヨーク・ホテルはロウズ・ホテルズが所有している。ロウズはその他に、天然ガス用パイプライン会社、ボードウォーク・パイプライン・パートナーズを所有し、ダイヤモンド・オフショア・ドリリングの 53% も所有している。これらを見ると、ロウズはコングロマリットそのものだ。最近の投資家は専門企業を選好しており、例えば複合企業ユナイテッド・テクノロジーズ (UTX) はアクティビスト投資家の圧力の下で個別の専門企業に分社化される予定である。今やコングロマリットは絶滅危惧種になってい

る。

しかし、ロウズの最高経営責任者（CEO）のジム・ティッシュ氏は、「われわれはコングロマリットであることを恥じたりしない。経済や個々の子会社についても楽観的だ。われわれの目的は株主価値の増大にある」と述べている。まるで、ウォーレン・バフェット氏が言いそうな言葉だ。実際にバフェット氏が率いる投資会社バークシャー・ハサウェイ（BRK）もコングロマリットで、両社ともに1株当たり価値の増加を重視し、幅広い事業を保有し、利益を再投資すべきか株主に還元すべきか、すなわち資本配分を常に気に掛けている。

両社の歴史は50年以上におよび、長期的実績はいずれも非常に素晴らしい。しかし、過去5年間にロウズは、株式市場全体だけでなくバークシャーに対してもアンダーパフォームしている。ロウズを見限った人たちによると、長らく株価が純資産総額を下回っており、今後もロウズの約3分の1の株式を保有すると推定されるティッシュ家が支配する限り変化はないだろうということだ。

■ 傘下のCNAファイナンシャルの改善と好調なロウズ・ホテルズ

しかし、今やロウズの見通しが改善しつつある。10年前は平均以下の保険会社だったCNAファイナンシャルの営業成績も改善してきている。2018年第4四半期こそカリフォルニアの山火事をはじめ、保有株式やヘッジファンドの下落を受けて8400万ドルの赤字だったが、CEOのディノ・ロブスト氏は例外的出来事だと述べた。実際、2018年全体の1株当たり利益（EPS）は2.98ドルだった。年末の株価下落分は今年年初の上昇で大半を取り戻した。好調な業績を背景に配当も高い。四半期配当は0.35ドルで、最近では5年連続となる1株当たり2ドルの特別配当も発表している。

高級ホテルの経営は、フロリダ州オーランドにあるテーマパーク、ユニバーサル・スタジオ・フロリダでのメディア大手コムキャスト（CMCSA）との提携から恩恵を受け続けている。ロウズとユニバーサル・スタジオは6カ所のホテルの対等パートナーで、これだけでロウズ・ホテルズが保有する1万3000室の約半分を占める。現在、この2社はユニバーサル・スタジオの保有地に2800室の新ホテルを建設中だ。ロウズのホテルは自社保有で、フランチャイズ方式ではない。このため多額の資本が必要となるが、ロウズの資本は潤沢にある。ティッシュCEOは、開発のパートナーや地元政府はロウズが資金を投入することを好ましいと思っていると述べている。

ダイヤモンド・オフショアは2014年以降株価が80%も下落し、今や重要な資産ではない。10年前にドミニオン・リソーシズから買った天然ガス事業は数年前に売却損を出して売却した。たばこ「ニューポート」のメーカー、ロリラードを何十年も保有していたが2008年に分離し、ロリラードは現在ブリティッシュ・アメリカン・タバコ（BTI）の一部となっている。

■ ロウズの純資産の中身とティッシュ家の人々

大半の投資家はロウズを1株当たり利益（EPS）ではなく、サム・オブ・ザ・パーツ分析で評価する。ロウズの2018年のEPSは約2ドルで、概ねCNAの利益を反映したものだ。純資産は1株当たり59ドルで、本誌によるサム・オブ・ザ・パーツ分析による推定58ドルと概ね一致する。本誌による算出にはCNAとダイヤモンドは時価総額を使用し、ボードウォークは買収の際に支払った対価を参考にした30億ドル、ホテル事業は20億ドルと推定した。パッケージング事業は買収対価の6億ドルとした。

ロウズのバランスシートは堅牢だ。負債18億ドルに対し、現金や投資（株式やヘッジファンド）が31億ドルある。自社株買いにも熱心で、2008年以降に41%もの自社株を買い戻した。ジム・ティッシュCEO

Loews
(L/NYSE) Weekly close on Feb. 15
\$55



Source: SIX

は、「自社株買いこそ、中長期的な投資家に向けた最も株主に優しい行動だと思う」と述べている。配当よりは自社株買いを重視しており、配当利回りは1%に満たない。同CEOはCNAも割安だとし、「CNAは割安で、保険業界も割安で、CNAの利益にけん引されるロウズも割安と三重の割引価格だ」と述べている。ロウズに活気がないと批判する人たちに対し、同CEOは個々の子会社は「その業界では積極的に活動している」と述べ、またロウズ自体も過去5年間に積極的に買収、ホテル、自社株買いに投資してきたことを指摘した。

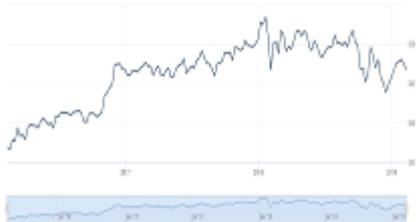
会社は依然として家族経営でもある。ジム・ティッシュ CEO の父、ラリー・ティッシュ氏と叔父のプレストン・ボブ・ティッシュ氏が 1950 年台後半にロウズの支配権を握った。当時同社は価値の高いニューヨークの土地にある映画館を所有しており、その後その不動産の再開発を行った。ティッシュ家はアメリカン・フットボールチームのニューヨーク・ジャイアンツの半分を所有していることでも知られている。元々はボブ・ティッシュ氏個人が所有していたが、同氏が 2005 年に亡くなった後、家族が持ち分を管理している。ジム・ティッシュ CEO の兄、アンドリュー・ティッシュ氏は取締役会の共同副会長で、同じく共同副会長のジョナサン・ティッシュ氏はボブ・ティッシュ氏の息子で、ホテル事業のトップだ。ジムとアンドリュー・ティッシュ氏の息子たちもロウズで働いており、今後は第三世代が経営することになるのかもしれない。ジム・ティッシュ CEO は当面引退の意向はないと述べている。忍耐強い投資家にとって、ロウズは過小評価された資産を持つ、割安で魅力的な投資かもしれない。

Loews Key Data

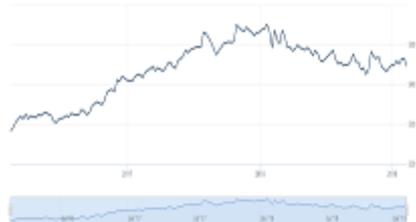
Loews Asset	Value (bil)
CNA Financial (89% owned)	\$10.5
Diamond Offshore (53% owned)	0.7
Loews Hotels (100% owned)*	2
Boardwalk Pipeline (100% owned)*	3
Consolidated Container (99% owned)*	0.6
Net Cash and Investments	1.3
Total Value*	\$18.1
Value per Loews Share*	\$58
Recent Stock Price	\$47
Discount to Asset Value	19%

*Estimated
Source: Company reports; Barron's calculations

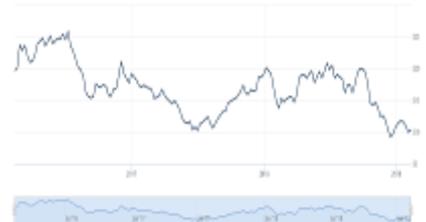
Loews Corp. (L)



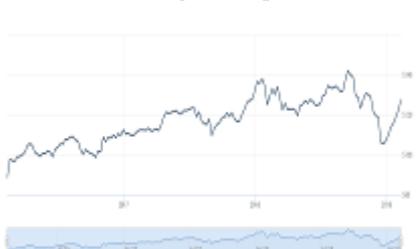
CNA Financial Corp. (CAN)



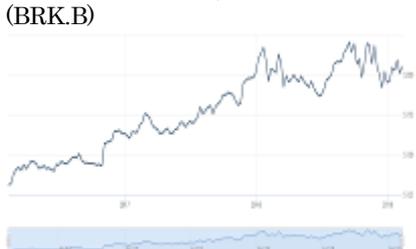
Diamond Offshore Drilling Inc. (DO)



United Technologies Corp. (UTX)



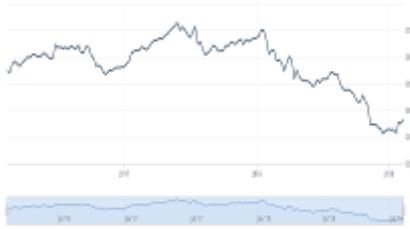
Berkshire Hathaway Inc. Cl B (BRK.B)



Comcast Corp. Cl A (CMCSA)



British American Tobacco PLC ADR
(BTI)



チャートは3年

By ANDREW BARY
(Source: Dow Jones)

5. Medical-Device Stocks 医療機器・医療サービス株で成功 【ミューチュアルファンド】 フェデレーテッド・カウフマン・スモール・キャップ・ファンドの銘柄選びの秘訣

■ 患者の意見や動きも調査活動の対象

ビビアン・ウォール氏はフェイスブックの閲覧に途方もない時間を費やしていると認めている。患者のグループをフォローして、新しい医療機器やサービスに関する意見を知るためだ。投稿された意見に基づいて投資判断をすることはないが、新しいアイデアが浮かんだり、既存のアイデアが再確認されたりすることがある。



例えば 2014 年、同氏はある糖尿病患者擁護団体が医療デバイスメーカーのデックスコム (DXCM) の血糖監視装置にハッキングしたこと

を知った。患者の血糖値が危険な水準にまで低下したときに、その装置が家族に警報を送信するようにしたのだ。これにより、同社が次に発売する警報機能が備わった製品に強い需要があることが分かった。運用資産 17 億ドルのフェデレーテッド・カウフマン・スモール・キャップ・ファンド (FKASX) の 8 人の共同ポートフォリオマネジャーの 1 人で、医療機器、医療関連のソフトウェアやサービスを担当しているウォール氏は「その事案のおかげでデックスコムの情報共有技術が緊急に米食品医薬品局 (FDA) に承認される必要性が明確になり、そのプロセスが速まる要因にもなった」と話す。

昨年、ウォール氏がカバーした 20 社は 69% のリターンを上げた。医療関連の資産の割合が 25~30% の同ファンドにおいて、貢献度はかなり高い。製薬・バイオ医薬については共同マネジャーのトム・ブラケル氏がカバーしている。ファンドの 2018 年のリターンは 6.9% だった。これに対してモーニングスターのカテゴリー「小型グロース」の平均リターンはマイナス 5.8% だった。同ファンドの過去 3 年間の年平均リターンは 32.6% で、同カテゴリーのファンドの上位 2% に入る。また 2002 年の設定以来の過去の期間別リターンでは、あらゆる期間で上位 10% に入っている。

■ 投資対象となるための条件

革新的な医療関連企業を見つけ、多くの場合は新規株式公開 (IPO) 時やそれ以前に小さなポジションを取るというウォール氏の投資スタイルにとって、従来型のスクリーニングはほとんど役に立たない。その代わりに同氏は、35 年の投資キャリアの中で独自のプロセスを開発してきた。例えば投資対象となる企業にはその市場で 1 位か 2 位になる可能性がなければならない。「3 位、4 位では利益を上げたり、買収ターゲットになったりするのが難しい」と同氏は指摘する。

一般的に投資対象となる企業には 65% の粗利益率が必要だという。そこから研究開発費を差し引くと最終的な営業利益率は 20% になる。市場シェアを獲得するだけでは不十分で、製品やサービスに対する需要は伸び

ていなければならない。その一方でウォール氏はニッチな問題を解決する企業も選好している。

その好例がある。ウォール氏は昨年、仙腸関節の機能障害治療用の低侵襲インプラントを製造する SI ボーン (SIBN) に投資した。ウォール氏によると同社は「市場を作り出し、成長させている」という。同社は 2018 年に IPO を実施し、同年第 3 四半期の粗利益率は 89% だった。

もちろん、収益性も非常に重要な要件である。ウォール氏は「保険会社が支払うだろうか」と自問するという。

昨年 5 月に医療機器メーカーのインスパイア・メディカル・システムズ (INSP) が上場した時、ウォール氏は小さなポジションを取った。同社は舌の裏の筋肉を刺激して気道が開いた状態にしておくことで閉塞性睡眠時無呼吸症 (OSA) を治療するインプラントを製造している。これは多くの患者にとってマスクの着用が必須の経鼻的持続陽圧呼吸 (CPAP) 療法よりも好ましい代替療法である。

その製品は 2014 年に FDA に承認されたが、保険経由の費用請求が大きな障害となっていた。「患者と医師がその製品を使いたがっていることは分かっていたが、保険が適用される必要があった」とウォール氏は振り返る。昨年夏に医療保険大手のエトナがそのインプラントをカバーすると発表すると、他の保険大手もそれに続いた。2018 年の売上高が 4800 万ドル程度のインスパイアについてウォール氏は「売上高が 10 億ドルの企業になる可能性がある」と話す。

■ 最大のポジションはビーバ・システムズ

ウォール氏は経営幹部の質と計画実行能力にも細心の注意を払っている。「第 1 世代製品には粗削りなものが多い。従って、その企業に製品の改善、販売組織の構築、臨床試験の実施、資源の管理などを行える優秀なチームがあるかどうかは非常に重要だ」とウォール氏は指摘し、経営陣の交代は投資を決めたり、ポジションを増大させたりするきっかけになることが多いと付け加えた。

ウォール氏が 3 ドル前後で取引されていたデックスコム株を買った理由もそこにあった。最初に同社株を購入したのはまだ未公開だった 2002 年だが、2005 年の IPO 後に売却した。というのも、デックスコムの血糖監視装置にはまだ改善が必要だと考えたからだった。同社が 2007 年に新しい最高経営責任者 (CEO) を迎え入れると、ウォール氏はまた同社株を購入した。同社株は最近、150 ドル前後で取引されている。

ウォール氏は有望な新興企業を探す一方で、既に市場で成功している優良銘柄も保有し続ける予定だ。ファンドの組み入れ銘柄の時価総額の平均は 20 億ドル超だが、組み入れ銘柄の 80% が小型株のカテゴリーに入ってさえいれば大型株も保有できるからだ。

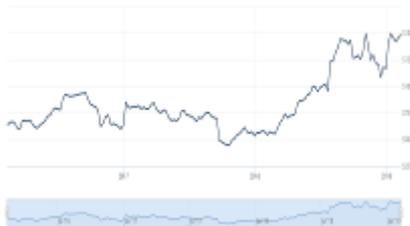
ウォール氏の最大のポジションは 2013 年の IPO 直後に購入して現在も保有し続けている、ライフサイエンス業界向けのクラウドベースのソフトウェアソリューションを提供するビーバ・システムズ (VEEV) である。同社株はウォール氏がフェデレーテッド・カウフマンで共同運用している中型株ファンド、大型株ファンドにも組み入れられている。生命科学企業、その他の関連業界向けのクラウドソフトウェアに特化したビーバは「市場向けにどういったソフトをどのように構築すべきかを判断する方法を確立してきた」とウォール氏は言う。ビーバの営業利益率は 35% で、売上高は年率約 20% で伸びている。同社株は最近、IPO 価格の 4 倍以上となる 120 ドル近辺で取引されている。

Federated Kaufmann Small Cap Fund

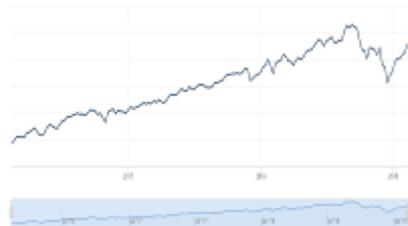
	1Yr	3Yr*	5Yr*
FKASX	20.1%	32.6%	14.1%
Russell 2000	6.2	19.7	8.4
Wohl's Top 10 Holdings		% Assets	
Company / Ticker			
Veeva Systems / VEEV		1.43%	
Inspire Medical Systems / INSP		0.85	
DexCom / DXCM		0.82	
Tandem Diabetes Care / TNDM		0.78	
Horizon Discovery Group / HZD		0.70	
Glaukos / GKOS		0.65	
PRA Health Sciences / PRAH		0.60	
NeoGenomics / NEO		0.58	
iRhythm Technologies / IRTC		0.57	
Intersect ENT / XENT		0.55	
Total		7.53%	

Note: *Annualized. Returns as of 2/12/19; holdings as of 12/31/18
Sources: Morningstar; Federated

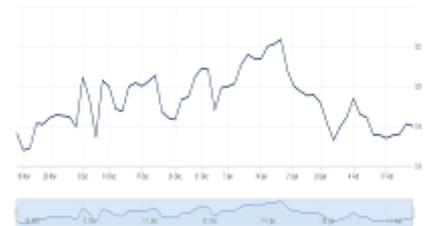
DexCom Inc. (DXCM)



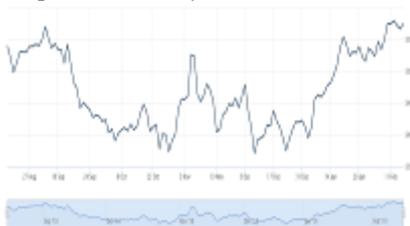
Federated Kaufmann Small Cap Fund:A (FKASX)



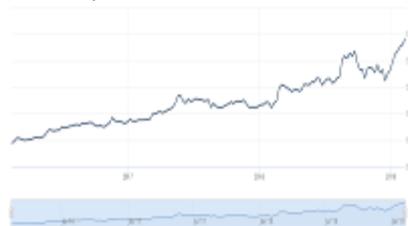
SI-BONE Inc. (SIBN)



Inspire Medical Systems Inc. (INSP)



Veeva Systems Inc. CIA (VEEV)



チャートは3年
(SIBNは3カ月、INSPは6カ月)

By SARAH MAX
(Source: Dow Jones)

6. Up and Down Wall Street 株価が実体経済を振り回す 小売売上高減少の背景に株安 次に崩壊するバブルは社債か

【コラム】

■ 小売売上高の大幅減少

ダウ工業株 30 種平均 (NY ダウ) が 8 週連続で上昇した後だが、悲惨な経済統計に直面しながら株式やその他のリスク資産が年初来の上昇を続けるというのは、つじつまが合わないように思える。一方で、実体経済の弱さは、2018 年第 4 四半期のウォール街の軟調に対する反応かもしれない。

12 月の小売売上高は政府機関閉鎖の影響で発表が遅れていたが前月比 1.2%減と発表され、エコノミスト予想からあまりにもかけ離れているため、統計が間違っているという声さえもあった。



小売売上高が予想を下回ったため、アトランタ連銀の GDP ナウによる 2018 年第 4 四半期の米国の実質経済成長率予想は年率換算 2.7%から 1.5%へ下方修正された。第 2 四半期の 3.4%、第 3 四半期の 4.2%からは大幅な減速となる。

クリスマス前最後の週末を迎える 12 月 22 日に政府機関が閉鎖されたことが、小売売上高の驚くべき落ち込みに一役買った公算が大きい。しかし、当時既に大幅に下落していた株式市場が、12 月の小売売上高減少にさらに大きな影響を及ぼした可能性がある。

1 月の本コラムで指摘したように、ゴールドマン・サックスのエコノミストは、株価下落が消費に与える影響が 1980 年代よりも現在の方が大きいと判断した。家計資産に占める株式の割合が高まっているためだ。バンクオブアメリカ・メリルリンチのエコノミストも先週のレポートで、小売売上高減少の理由が株式市場の下落にあるとした。

しかし、その後の NY ダウの反発と共に、現場ベースの消費者センチメントも改善しているという兆候がある。ベテランエコノミストのナンシー・ラザール氏率いる調査会社のコーナーストーン・マクロは、同社独自の消費者信頼感指標が、12 月の小売売上高減少に反映された落ち込みからはほぼ完全に回復したと判断している。投資アドバイザーのウィルシャー・アソシエーツは、より楽観的な態度は、米国株式市場の時価総額がクリスマス・イブの底から 4 兆 9000 億ドル増加したことと整合的であると判断している。

今週は、政府機関閉鎖の影響で遅れていた統計がさらに発表される予定だ。12 月の耐久財受注は、毎月の変動が激しい航空機受注急増のおかげで高い伸びになる見込みだ。中古住宅販売戸数は 12 月に前月比 6.4%減少しており、1 月の統計がより多くを語る可能性がある。

株式市場が反発した最大の理由は、米連邦準備制度理事会 (FRB) による利上げに対する姿勢の変化だ。今週発表される予定の、米連邦公開市場委員会 (FOMC) の 1 月の議事録が、FRB の考え方を一段と浮き彫りにするだろう。米中協議が進捗しているとみられることで米中貿易戦争に対する懸念は後退したが、欧州は依然として多くの政治的苦悩に直面している。いずれにせよ、これらの結果としてドル高となれば FRB が金融引き締めを引き続き手控えることになり、それは株式市場、ひいては消費にとって良いことになるだろう。

■ 社債市場がリスク

社債市場の警告はまたも無視されている。そのような警告にもかかわらず (あるいはその警告が理由で)、企業や各国が低コストの資金を獲得している。

今年の本誌のラウンドテーブルでダブルライン・キャピタルのジェフリー・ガンドラック氏は、債務に依存している経済にとって社債市場が最大のリスクになると警告した。投資適格債市場は拡大したが質は低下しており、投資適格債のうち質の低い債券は実際には投資不適格の格付けが適切となっている。

しかし、企業は市場が閉ざされる前に多額の資金を調達している。たばこ大手のアルトリア・グループ (MO) は 115 億ドル、ビール世界最大手のアンハイザー・ブッシュ・インベブ (BUD) は 155 億ドル、通信大手の AT&T (T) は 50 億ドル、航空機大手のボーイング (BA) は 15 億ドルの社債を発行した。

パウエル FRB 議長は FOMC 後の記者会見で、利上げ一服が社債バブル拡大に寄与しないかと質問された。同議長は、社債がリスクであるとは述べたものの、そのリスクはわずかであると付け加えた。調査会社であるマクロメイブズのステファニー・ポムボイ氏には、この発言がサブプライムローンには問題がないと言った 2007 年 5 月のバーナンキ元議長の発言に似ているように聞こえている。

規制当局は、銀行の資本が当時と比べて厚みを増し、監督も強化されているため、2008~2009 年の金融危機の再来はありえないと主張している。しかし、ポムボイ氏が指摘するように、当時の問題はノンバンクにあった。当時、銀行は懸念のある債権を最上級の格付けを備えたデリバティブに組成し直して、疑いを持たない投資家が債務担保証券 (CDO) として購入した。ポムボイ氏によると、「当時は銀行と CDO がレバレッジを提供していたが、現在は上場投資信託 (ETF) がレバレッジを提供している」。

同氏によると、レバレッジを利用したファンドが原資産の変動を 2 倍または 3 倍に増幅する一方、多くの個人投資家がハイイールド債の ETF に投資している。さらに、ETF に流動性があるという神話によって、個人投資家が本来以上のポジションを抱えており、それは、優良資産に投資していると信じて CDO を買った当時の状況に似ていると、ポムボイ氏は言う。機関投資家による社債保有額が減少しており、ETF の売りが始まった際に介入できるマーケットメーカーの数も減っている。

ETF の運用会社はそのような悲慘な予想に反論するが、ポムボイ氏によるとその流動性は、1 兆 3000 億ドルのレバレッジド・ローン、1 兆 2000 億ドルのジャンク債、格付けがジャンク債をわずか 1 ノッチ上回る 3 兆ドルの投資適格債によって試練にさらされる可能性がある。

■ 下げに賭けた取引

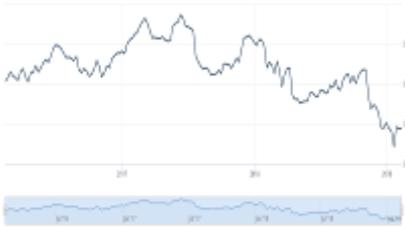
金融サービス会社のカンター・フィッツジェラルドでチーフ・マーケット・ストラテジストを務めるピーター・ケッチーニ氏は最近、機関投資家の顧客に対して、i シェアーズ・i ボックス\$ハイ・イールド・コーポレート・ボンド ETF (HYG) のプット・スプレッドを買うよう勧めた。それは、4 月 18 日までに同 ETF を 83 ドルで売る権利をもたすプット・オプションの買いと、行使価格 80 ドルのプットの売りを組み合わせたもので、差し引きのコストは 40 セントだ。

取引推奨時点の同 ETF の価格は 85.12 ドルで、利益を生むためには価格が 82.60 まで低下しなければならぬ。同 ETF の価格が 80 ドルまで低下すると利益が最大の 2.60 ドルになる。ちなみに、同 ETF の最近の底は 12 月 24 日の 79.27 ドルだった。

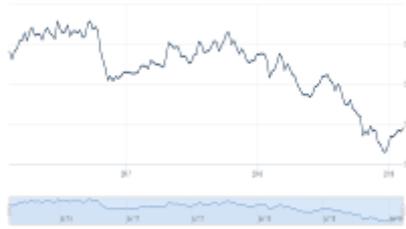
ポムボイ氏の指摘は過剰に悲観的に聞こえるかもしれない。しかし、同氏は、10 年前の住宅ローンの危機を実際のはるか前に警告している。警告が無視されれば、カッサンドラ王女の神話 (信じられなかったトロイア城落城の予言) が現実になるかもしれない。



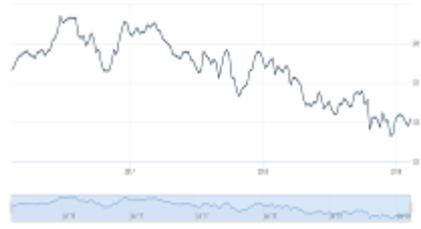
Altria Group Inc. (MO)



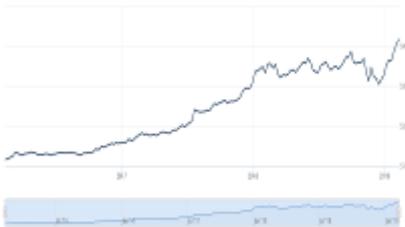
Anheuser-Busch InBev S.A. ADR (BUD)



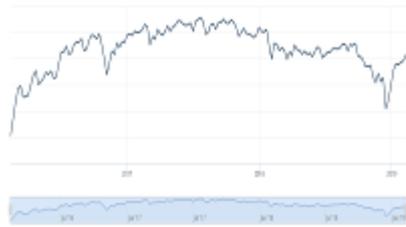
AT&T Inc. (T)



Boeing Co. (BA)



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



チャートは3年

By RANDALL W. FORSYTH
(Source: Dow Jones)

7. What New York's Amazon Protestors Missed NY 第2 本社設置を断念 【アマゾン】 反対派の論点は妥当だったのか

■ アマゾンに関する二つの報道：ニューヨーク第2 本社設置の断念、2018年の税負担なし

アマゾン・ドット・コム (AMZN) のジェフ・ベゾス最高経営責任者 (CEO) の不倫脅迫騒動に続き、同社関連の二つの出来事があった。一つは、先週木曜日に、ニューヨーク市クイーンズ区での第2 本社設置を断念したと発表したことである。調査では、大半のニューヨークカーが、同計画に伴う2万5000人の雇用創出を望むと答えたが、抗議する人々は税制優遇、家賃高騰、学校の生徒数増加などの理由で反対した。アマゾンは、地域政治家もこの反対に同調すると判断して設置を断念した。



もう一つは、その前日、「公平で持続可能な税制」の研究に特化したワシントンのシンクタンクである税制・経済政策研究所 (ITEP) がレポートで、アマゾンが2018年に、税引前利益を112億ドルへと倍増させたにもかかわらず、連邦所得税を払っていないと発表したことである。

これら二つの出来事は見た目以上に深く関わっており、ニューヨーク市は、史上最大の単一納税者による税収急増の機会を逃したことを意味している。

■ 利益と税制

過去20年間同社は、利益を全て投資に回してきたが、もう利益に無縁といった姿勢は維持できない。長期にわたる投資の成果として世界を席卷する電子商取引およびクラウド・コンピューティング・プラットフォームを築き上げた今、昨年の利益急増も、今後生み続けるであろう巨額利益の始まりにすぎない。ウォール街の予測筋は、アマゾンの年間利益は、5年以内に400億ドル弱～600億ドル以上に増加するとみている。

税制面では、利益を全て投資に回してきたことと、従業員への自社株による支払いに関連した控除の恩恵を受けており、この恩恵は成長を続けていて株価が上昇している企業にとっては大きい。昨年の法人税減税も同社の税負担を軽くした。しかし、過去の繰延税金資産の効果がなくなり、利益がアップル (AAPL) 並みの水準に、しかも倍以上のスピードで達すれば、税制対策に長けた同社の有能な会計士たちの仕事も困難と

なろう。

「アマゾンが大きくなればなるほど、税制上の利益をゼロにすることは難しくなるだろう」と、ITEP のレポートの著者であるマシュー・ガードナー氏は言う。ポイントは、米国の税制が完璧だということではなく、ニューヨークの抗議者たちが、もっと注意深く損得の計算をすべきだった、ということだ。

■ 反対派の論点は妥当だったのか

確かに、アマゾンはニューヨーク市と同州から 30 億ドルの助成金や税制優遇を受ける約束を取り付けはしたが、これは同社の将来の利益に対する税収等によって相殺されるはずだった。ニューヨーク州が行った調査によれば、今回の同社に対する優遇税額の 9 倍の額が、今後 25 年間で、ニューヨーク州およびニューヨーク市における同社およびその新規雇用労働者からの税収として還元されるとみられていた。実現したならば、過去 25 年間の米国株式市場のパフォーマンスと同程度ということになる。

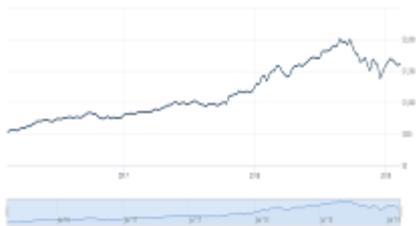
当然ながら、アマゾンが来れば周辺の家賃は上がるだろう。しかし、働き口が減っている都市では家賃下落といったより深刻な問題も現実には起きている。果たして反対派は生活費が上がらないようにするために、JP モルガン・チェース (JPM)、通信大手ベライゾン・コミュニケーションズ (VZ) やその他のニューヨークの大手雇用主をも追い出すのだろうか。

■ 今後アマゾンは大きな利益が重荷に

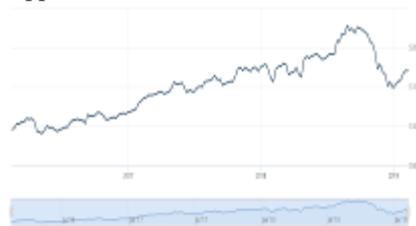
「ニューヨーク市では既に、過去 8 年間、毎年 10 万人近く雇用が増えているので、アマゾンの撤退によって今後 10 年間で 2 万 5000 人の雇用を失うことは、許容しうる失望だ」とはサントラスト・ロビンソン・ハンフリーのアナリスト、マイケル・ルイス氏のコメントである。同氏はまた、「それよりもはるかに大きな影響がアマゾンによって生み出されたであろう。雇用創出が大きな波及効果をもたらし、より多くの企業、投資、イノベーションを呼び込み、クイーンズ区の変革の促進につながる可能性があった」とも述べる。

アマゾンにとってはこの一件は財務に影響を及ぼすものではない。しかし、株主は同社の利益急増が、進歩的な抗議者のみならず、熱心な資本主義者の反動をも招くかもしれない、という点には留意しておくべきだろう。第 4 四半期決算はコンセンサス予想を上回ったにもかかわらず、決算発表の翌営業日に株価は 5% 下落した。アマゾンが過去 2 四半期で予想を非常に大きく上回ったため、期待が過度に高まっていたためだ。

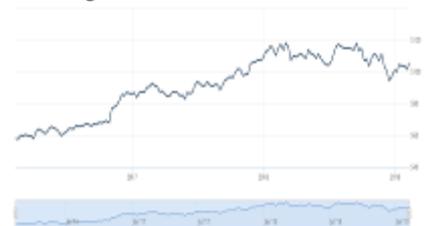
Amazon.com Inc. (AMZN)



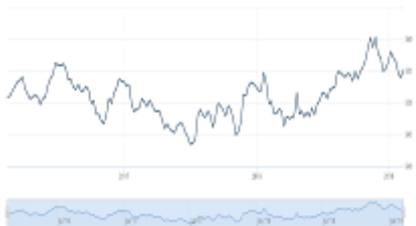
Apple Inc. (AAPL)



JPMorgan Chase & Co. (JPM)



Verizon Communications Inc. (VZ)



チャートは 3 年

By JACK HOUGH
(Source: Dow Jones)

8. A U.S. Ban of Huawei Would Reshape the Telecom Market 制裁の影響 【通信業界】
5G ネットワーク導入を脅かすファーウェイ製品の使用禁止、市場勢力図は一変か？

■ **ファーウェイの通信設備の使用を禁じる大統領令を準備中**

激化する米中貿易戦争における次の攻撃手段は、米国通信企業による特定の外国企業の設備の使用を禁じる米国の大統領令によってもたらされる可能性がある。最大のターゲットは中国の通信機器大手ファーウェイ・テクノロジーズ（華為技術）だろう。国家安全保障に基づく製品使用禁止措置は同社のライバル企業に恩恵をもたらす一方、中国以外の通信事業者にとっては問題となりにかぬない。



報道によると、トランプ政権は上記の大統領令を準備中だ。その狙いは総じて、次世代の無線技術である 5G から特定の外国企業の設備を締め出すことにある。

ファーウェイは世界最大の通信設備メーカーであり、しばしばライバルよりも先進的な製品をより低い価格で提供することで独占的地位を獲得し、今ではアップル（AAPL）、クアルコム（QCOM）、シスコシステムズ（CSCO）を一つにしたような業容を持つ。一方で、米国の安全保障当局や諜報当局から長期間にわたって監視されてもいる。米国当局は同社の設備が中国によるスパイ活動に使用されていると警告してきた。ファーウェイはそうした疑惑を否定しており、米国は嫌疑を証明する証拠を提供すべきだと主張している。

■ **ファーウェイへの依存度の高い欧州とオーストラリアの通信事業者は打撃を受ける**

アナリストは、米国ではファーウェイの存在感が限定的であることから、米国のネットワークにおける同社製品の使用禁止はほぼ象徴的なものだと評している。実際、米国の多くの大手通信事業者は 5G ではファーウェイ製品を使用しないと述べている。だが米国は、ファーウェイの製品がはるかに浸透している同盟国に対し、ネットワークからファーウェイを締め出すよう呼び掛けている。こうした同盟国では、使用禁止はより大きな影響を及ぼすことになる。

使用禁止措置による敗者がファーウェイであることは明らかだが、同社は新興国への売り込みを強化することで、喪失した売上高を相殺しようとするだろう。一方、欧州の各国政府が自国のネットワークでファーウェイ製品の使用を禁じた場合、欧州の通信事業者も敗者となる可能性がある。実際、英国を本拠とするボーダフォン・グループ（VOD）は 5G ネットワークの基幹部分でのファーウェイ製品の購入を一時的に停止している。

アナリストによると、ファーウェイの設備の撤去やより高価な他社製品への交換には数十億ドルの費用を要する。例えばドイツでは通信事業者のうち 3 社がファーウェイ製品を使用している。欧州の通信事業者はファーウェイの排除は欧州での 5G の実用化を少なくとも 2 年間遅らせる可能性があると警告している。また、ファーウェイ製品を真っ先に禁止した国の一つであるオーストラリアでは、シンガポール・テレコムの子会社であるオプタスや TPG テレコム（TPM 豪州）などの通信事業者が最も大きな打撃を受けた。TPG テレコムの株価は昨年 8 月末から年末にかけて 33% 下落した。

■ **受益者はノキア、シエナ、シスコ、ジュニパー・ネットワークス**

ファーウェイ製品の使用禁止措置による明確な勝者はいない。だが、通信設備メーカーであるノキア（NOK）とエリクソン（ERIC）は恩恵を受ける可能性がある。

この 2 社のうち、市場シェア拡大余地のある分野をより多く持つのはノキアだ。同社は光ネットワークやル

ーターの事業でもファーウェイと競争しているからだ。だが、ファーウェイ排除による恩恵はすぐには実現しないだろう。レイモンド・ジェームスのアナリストであるサイモン・レオポルド氏は、「どのような変化であれ、ゆっくりと起こると考えられる。数四半期かそれ以上の時間を要するかもしれない」とみている。

ファーウェイは光ネットワーク機器でも独占的なシェアを握っている。同社への逆風はノキアのほかにシエナ(CIEN)の追い風となるかもしれない。レオポルド氏は専業メーカーであるシエナの方が影響は表れやすいと指摘する。

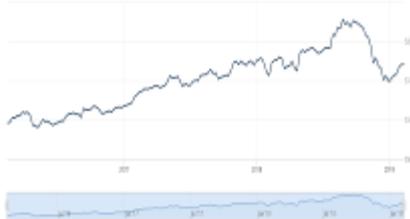
ルーター分野の受益者はシスコとジュニパー・ネットワークス(JNPR)となる可能性がある。両社ともに、中国での事業の比重があまり高くないことが有利に働く。潜在的な報復措置から遮断されやすいからだ。

■ 中国は西欧企業を完全には排除しない

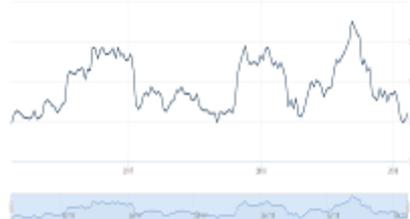
中国が特定の国からの製品のボイコットに積極的であることから、一部の企業にとって報復措置の脅威は現実である。例えば韓国の化粧品メーカーと旅行業者は2017年末、同国が米国製の迎撃ミサイルシステムを設置したことを受けた中国の報復措置に直面した。

だがハイテクの場合、こうしたボイコットは中国により厳しい現実を突きつけるかもしれない。アリエル・インベストメンツの通信業界アナリスト、クリシュナ・チンチュタラップアリー氏は「ノキアの市場シェアはやや低下するかもしれないが、中国が西欧企業を完全に排除するとは思わない」と指摘する。「中国の国内市場は巨大だ。だが、中国がハイテク島国と化した場合、他の国が何をしているのか分からなくなり、追従する立場となる。そうした状況は、中国が追い求めている技術革新を阻害することになる」からだ。

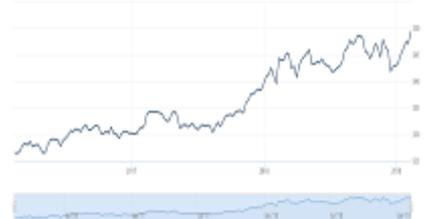
Apple Inc. (AAPL)



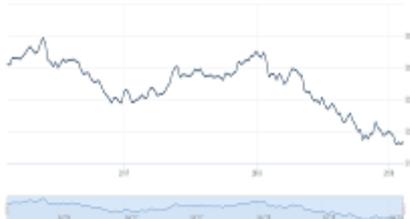
Qualcomm Inc. (QCOM)



Cisco Systems Inc. (CSCO)



Vodafone Group PLC ADR (VOD)



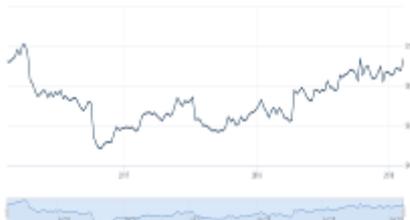
TPG Telecom Ltd. (AU:TPM)



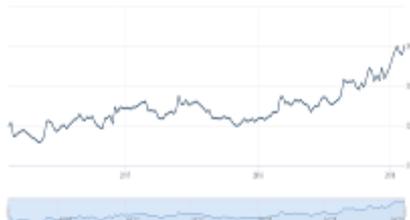
Nokia Corp. ADR (NOK)



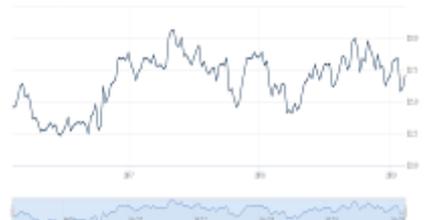
Telefon AB L.M. Ericsson ADR (ERIC)



Ciena Corp. (CIEN)



Juniper Networks Inc. (JNPR)



チャートは3年

By RESHMA KAPADIA
(Source: Dow Jones)

9. The Trader 経済指標よりも米中貿易交渉の進展を好感 割高感はなく、これまでの売り手が買い手に回っている状況 【米国株式市場】

■ ファンダメンタルズ面はさえないが…

良いことには全て終わりがあるものだが、2019年の株価上昇はすぐ終わりそうにないようだ。

先週、ダウ工業株30種平均は3.1%高の2万5883ドル25セントとなり、2017年11月以来となる8週連続高を記録した。S&P500指数は2.5%高の2775.60で引け、ナスダック総合指数は2.4%高の7472.41となった。小型株のラッセル2000指数は4.2%高の1569.25で週末を迎えた。

これだけの上昇を踏まえると多くの好材料があったように思われるが、それほど多くあったわけではなく、農機のディア (DE) やコカ・コーラ (KO) の業績は投資家に不満を残した。米経済指標は、1月の鉱工業生産が8カ月ぶりの低下となり、12月の小売売上高が2009年以降で最も落ち込むなど、不調かひどいという状況だった。

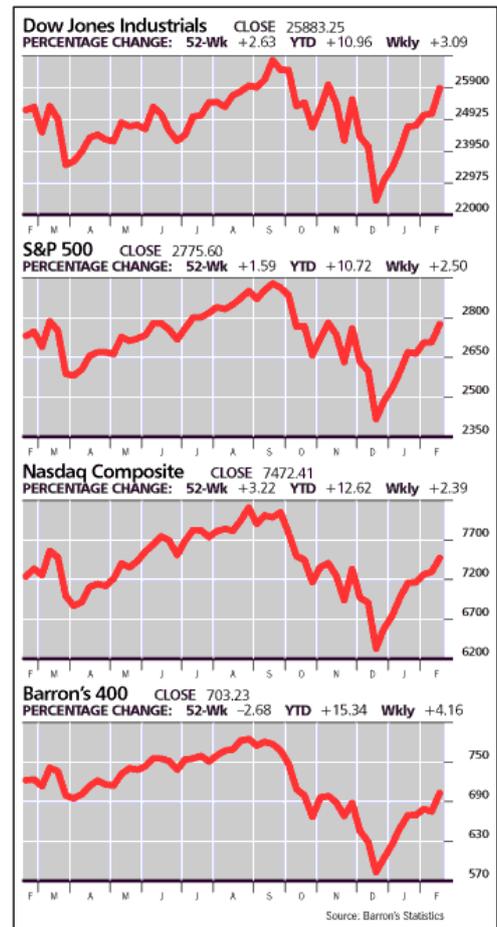
しかし、米中貿易交渉の進展があれば好材料は必要なかったようだ。確かに詳細に関しては明確ではないものの、少なくとも全体のトーンは前向きだった。グレンミードのプライベート・ウェルス部門で最高投資責任者 (CIO) を務めるジェーソン・プライド氏は「交渉が進んでいるとの断片的なニュースを聞いており、発表内容を聞けば以前よりもトーンが穏やかなことが分かる」と述べる。

中国に関する楽観論と米連邦準備制度理事会 (FRB) の新たな緩和姿勢を受けて、S&P500指数は今年10.7%上昇した。エバーコア ISI のストラテジストであるデニス・デブッシュェール氏は、このペースで行けばS&P500指数が年初時点の2倍の5200に達すると試算する。上昇ペースが今後鈍ると言い切るのも難しい。

■ イールドカーブに注目

ペースはともかく、市場の上昇が続く可能性はある。12月の下落を受けて2018年末のS&P500指数の予想株価収益率 (PER) は14.5倍と割安水準にあった。ブルームバーグによると、その後に11%近い上昇があってもPERは16.2倍でしかない。グレンミードのプライド氏は「これはまさに適正水準であり、市場が割高になっていることはない」と指摘する。

ここまでの上昇を受けて、12月の下落局面で株を売却した投資家は投資ポジションの再構築を迫られているはずだが、まだ終わっていないだろう。JPモルガンでクオンツとデリバティブ戦略の責任者を務めるマルコ・コロノビッチ氏は、ヘッジファンドやリスクコントロールを主体とするポートフォリオは、過去と比較して株式の組入比率が依然として低い状況にあり、個人投資家も下落の後に十分に資金を投じ切れていないと指摘する。同氏は「もしボラティリティが収まっている状況が続けば、再度リスクを取る動きが続く」ことから、この上昇局面が5月まで続く可能性があるとしている。



最終的にどの程度上昇するかは景気次第であり、目下は現在の軟調な状況が景気後退につながるかどうか注目される。注意すべき指標の一つはイールドカーブだ。3カ月財務省短期証券（Tビル）と10年国債の利回り差はわずか0.236%ポイントで、利回りが逆転してこれがマイナスになれば、景気後退が差し迫っていることを示す。

カラモス・インベストメンツで共同CIOを務めるマット・フロイント氏は、イールドカーブは非常にフラットな状態にあるものの、過去数週間に発表された経済指標がさえないにもかかわらず、イールドカーブに変化が見られなかったのは良い兆候だと指摘し、「これでイールドカーブがスティープ化すればもっと良いのだが」と述べる。同感である。

■ アマゾンの影響

アマゾン・ドット・コム（AMZN）が経済のあらゆる面に侵食しており、その影響から安全なセクターは皆無のように感じられる。投資家はアマゾンの影響がプラス面とマイナス面でどの程度あるのか、産業ごとに正確に認識する必要がある。

物流会社 XPO ロジスティクス（XPO）は、金曜日の業績発表である顧客を失ったと発表した。この顧客はアマゾンとみられている。これを受けて XPO の株価は 20% 近く下落した。同社はアマゾンに対して、配達「最後の1マイル」を提供する（していた）。ここ数年で航空機リースの契約増加やトラック運送能力の拡大を進めてきたアマゾンの影響は特に物流関係で大きい。アマゾンがフェデックス（FDX）を買取するとの思惑もあって運輸セクターのボラティリティが大きくなっており、PERには重しとなっている。フェデックスとユナイテッド・パーセル・サービス（UPS）は、過去の PER 平均の 25% 安の水準にある。



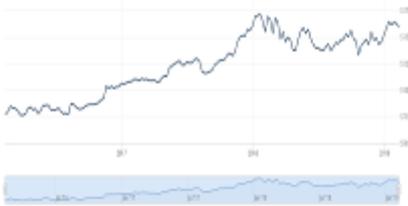
金曜日には電気トラックメーカーのベンチャー企業であるリビアンが、アマゾン主導で7億ドルの投資が行われると発表した。既存自動車メーカーにとって、テスラ（TSLA）以外にも注意を払うべき存在が増えたことになる。アマゾンによるホールフーズ買収は食品小売りチェーンに大きな影響を与えたほか、「アマゾン・ビジネス」は製造業向け配送サービスを手掛けるファスナル（FAST）や WW グレンジャー（GWW）への脅威となっている。アマゾンはヘルスケア業界にも照準を合わせており、2018年にはオンライン薬局のピルパックを買取した。これは既存のドラッグストアチェーンの PER の重しとなっている。

一方、アマゾン効果が追い風となる場合もある。

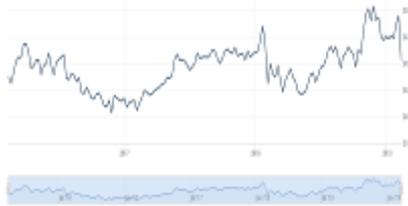
例えば、アマゾンはスマートスピーカーのアレクサを軸として、住居のスマートホーム化を進めている。年初にメッシュ型 Wi-Fi ルーター企業のイーロを買取したほか、スマートインターホン企業などの家庭用機器メーカーを買取している。スマートホーム化はスマートキーやスマートロックの普及を速めるため、アマゾンとのパートナーシップを昨年発表したアレジオン（ALLE）などの関連メーカーには恩恵となる。倉庫自動化機器メーカーのゼブラ・テクノロジーズ（ZBRA）にとっても追い風となっている。

アマゾンは本当にどこにでもある存在で、すぐに参入する計画がないのは鉱業くらいなのかもしれない。

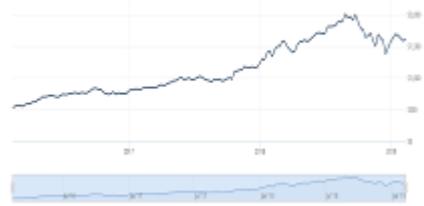
Deere & Co. (DE)



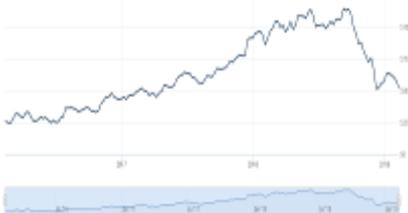
Coca-Cola Co. (KO)



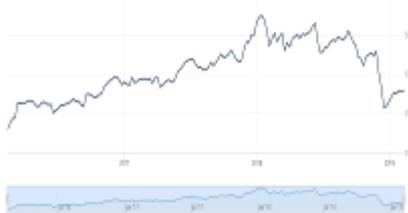
Amazon.com Inc. (AMZN)



XPO Logistics Inc. (XPO)



FedEx Corp. (FDX)



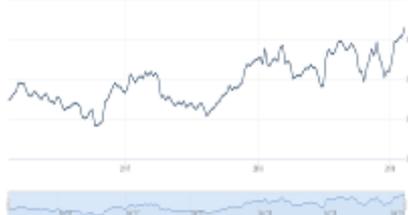
United Parcel Service Inc. Cl B (UPS)



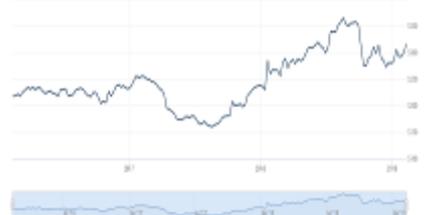
Tesla Inc. (TSLA)



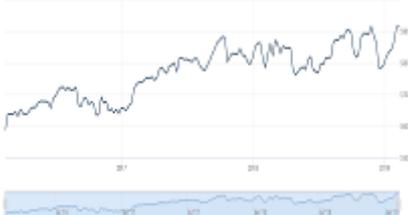
Fastenal Co. (FAST)



W.W. Grainger Inc. (GWW)



Allegion PLC (ALLE)



Zebra Technologies Corp. Cl A (ZBRA)



チャートは3年

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

10. Preview 今週の予定

【経済関連スケジュール】

バフェット氏による恒例のバークシャー・ハサウェイ株主への手紙

■ 力強い業績に見劣りする株価

バークシャー・ハサウェイ (BRK.A) を率いる著名投資家ウォーレン・バフェット氏は、毎年恒例となっている株主への手紙を来たる2月23日に発表する。同社の2018年の業績は好調だった。2018年第3四半期までの税引後営業利益は、前年同期比71%増の191億ドルとなっている。一方、同社のクラスA株式は2月15日時点で30万6600ドルであり、年初来および過去12カ月ともに0.2%の上昇にとどまる。S&P500指数の年初来の上昇率10.6%、過去12カ月の上昇率3.2%に比べると見劣りがする。



投資家は、88歳のバフェット氏の後継者に関する詳細を心待ちにしている。およそ1年前に保険以外の部門を統括するグレッグ・アベル氏と保険部門を統括するアジット・ジェイン氏を取締役副会長に昇格させてお

り、このどちらかが後継者となるとみられている（本誌はアベル氏と予想する）。

投資家は、パークシャーが9億2800万ドルを投じて自社株買いを行った2018年第3四半期に続き、第4四半期に自社株買いを増やしたかに注目している。自社株買いに対して議会から批判が上がったことを受けて、バフェット氏が自社株買い自体を見直す可能性もある。

■ 「極めて大きな買収」はあるか

さらに同社は、第4四半期に大手銀行JPモルガン・チェース（JPM）とバンク・オブ・アメリカ（BAC）の買い増しを行った。銀行株の保有を拡大していることに関し、ウェッジウッド・パートナーズのデービッド・ロルフ最高投資責任者（CIO）はバフェット氏の意図を聞きたいと考えている。

1000億ドル以上の現金・同等物を保有しているにもかかわらず、パークシャー・ハサウェイは、もう1年以上「極めて大きな買収」を行っておらず、そろそろ次の買収を行う可能性もある。バフェット氏は、同社の最重要事業であるバーリントン・ノーザン・サンタフェや公益事業、さらに保険事業を見直すかもしれない。大手保険会社として、同社は地震やハリケーン、山火事といった巨大災害に関するリスクを見越しており、地球温暖化が保険事業のリスクを高めるかどうかについて備えている。

By ANDREW BARY

■ 今週の予定

2月18日（月）

- ・ 米国はプレジデントデーのため全ての市場が休場。カナダの市場はファミリーデーのため休場。
- ・ ニューヨーク・コンシューマー・アナリスト・グループ（CAGNY）会議がフロリダ州ボカラトンで開催される。食品大手コナグラ・ブランズ（CAG）、ゼネラル・ミルズ（GIS）、チョコレートメーカー大手ハーシー（HSY）、インスタント食品大手キャンベル・スープ（CPB）、家庭用品大手プロクター・アンド・ギャンブル（P&G、ティッカーはPG）、クロロックス（CLX）といった企業が参加。

2月19日（火）

- ・ 自動車部品小売り大手アドバンス・オート・パーツ（AAP）、部品流通企業ジェニユイン・パーツ（GPC）、バイオ医薬品製薬企業セージ・セラピューティクス（SAGE）、エネルギー会社ノーブル・エナジー（NBL）、医療機器大手メドトロニック（MDT）、小売り大手ウォルマート（WMT）、レストランチェーンのテキサス・ロードハウス（TXRH）などが決算発表。
- ・ 全米住宅建設業協会（NAHB）が2月の住宅市場指数を発表。エコノミストは、60を予想（1月は58）。
- ・ クリーブランド連銀のメスター総裁がデラウェア大学での経済見通しに関するイベントにて講演。

2月20日（水）

- ・ 半導体メーカーのアナログ・デバイセズ（ADI）、半導体設計用ソフトウェア開発会社シノプシス（SNPS）、医療製品の販売を行うヘンリー・シャイン（HSIC）、ドラッグストア大手のCVSヘルス（CVS）、総合エネルギー会社エンタジー（ETR）、分析機器メーカーのアジレント・テクノロジーズ（A）、ドメイン名登録・ホスティングサービス大手ゴードアディ（GDDY）が四半期決算発表。
- ・ パークレイズ・インダストリアル・セレクト・コンファレンスがフロリダ州で開催。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）、自動車部品・セキュリティシステム大手ジョンソン・コントロールズ（JCI）、鉄道大手ノーフォーク・サザン（NSC）、航空機大手ボーイング（BA）などが参加予定。
- ・ 1月29-30日開催の米連邦公開市場委員会（FOMC）の議事要旨が公表される。次の政策動向の手がかりとして、利上げに「慎重な姿勢」を見せていることに対する見解が探られる。

2月21日（木）

- ・ 宅配ピザチェーンのドミノ・ピザ（DPZ）、プラスチック加工のミラクロン・ホールディングス（MCRN）、

食品製造・販売のホーム・フーズ (HRL)、レンタカー大手エイビス・バジェット・グループ (CAR)、不動産情報サイトを運営するジロー・グループ (ZG) が決算コンファレンスコールを開催。

- ・ 12月の耐久財受注発表。1.7%の増加を予想 (11月は0.7%増加)。航空機を除いた非国防資本財 (コア資本財) 受注は0.2%の増加を予想 (11月は0.6%減少)。
- ・ 1月の景気先行指数発表。エコノミストは0.15%の上昇を予想 (12月は0.1%低下)。
- ・ 2月製造業購買担当者景気指数 (PMI) 発表。予想は54.5 (12月は54.9)。
- ・ 全米不動産協会 (NAR) が1月の中古住宅販売戸数発表。予想は季節調整済み年率換算で501万戸 (12月は499万戸)。

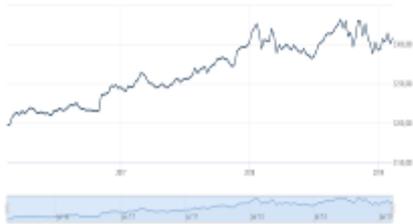
2月22日 (金)

- ・ 家具・インテリア販売ウェイフェア (W)、不動産投資信託会社のキューブスマート (CUBE)、自動車販売・保守サービスのオートネーション (AN)、石油およびガスの開発・探査を行うキャボット・オイル・アンド・ガス (COG)、航空・宇宙関連部品メーカーのバーンズ・グループ (B)、映画館運営大手シネマーク・ホールディングス (CNK)、レストランチェーンのルースズ・ホスピタリティ・グループ (RUTH) などが四半期および2018年度決算発表後に投資家向け決算コンファレンスコールを開催。
- ・ シカゴ大学で年次経済政策フォーラム開催。セントルイス連銀のブラード総裁が米連邦準備制度理事会 (FRB) のバランスシートに関するパネルディスカッションに参加。

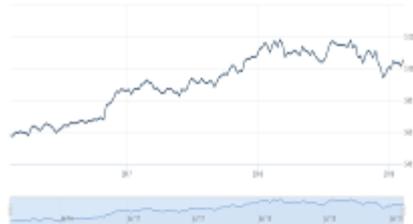
2月23日 (土)

- ・ バークシャー・ハサウェイがアニュアルレポートと、バフェット会長の株主向け書簡を公表。

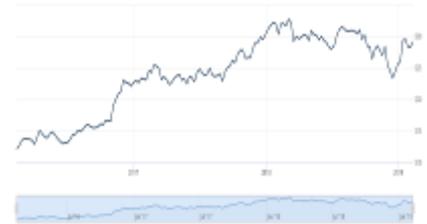
Berkshire Hathaway Inc. Cl A (BRK.A)



JPMorgan Chase & Co. (JPM)



Bank of America Corp. (BAC)



チャートは3年

By ROBERT TEITELMAN and PAULINE YUELYS
(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. You've Got to Be High to Buy U.S. Marijuana Stocks
A half-dozen companies are vying for leading roles in what bulls believe could be a \$50 billion business. But it's too early and the outlook is too uncertain to pick winners.

FEATURE

U.S. Marijuana Sellers On a Tortuous Path to Widespread Approval
Cannabis companies like Curaleaf and Acreage can't list their stocks in the U.S., or draw on U.S. bank lines. They also must cope with wide variations in state regulations. Don't look for much progress from the federal government for at least a year.

FEATURE

2. 4 Stocks to Play the Data-Center Boom
Equinix, CoreSite Realty, Iron Mountain, and Interxion look alluring as companies increasingly tap into the cloud for software and data storage.

FEATURE

3. 5 Smart Plays on the Robotics Revolution
New technologies are making robotic automation more versatile and more accessible. It's time to invest in Teradyne, ABB, and other robot makers

FEATURE

4. Loews: A Conglomerate That Investors Can Love
The value-focused, family-controlled company has underappreciated assets with decent growth prospects.

INTERVIEW

3 Water Stocks That Could Rally
Seasoned water investor Matt Diserio likes Suez, Rexnord, and A.O. Smith. Why he's wary of Primo Water.

MUTUAL FUND PROFILE

5. Beating the Market With Medical-Device Stocks
Vivian Wohl, co-manager of the Federated Kaufman Small Cap fund, digs deep when researching medical devices and health-care software. Why she likes the stocks of Inspire Medical Systems, Veeva Systems, and others

UP AND DOWN WALL STREET

6. Shop Till the Dow Drops

UP AND DOWN WALL STREET

6. Corporate Credit Could Be the Next Bubble to Burst

STREETWISE

7. What New York's Amazon Protestors Missed

INCOME INVESTING

Oil Companies' New Target Is Yield-Hungry Investors

TECHNOLOGY TRADER

8. Here's How a U.S. Ban of Huawei Would Reshape the Telecom Market

THE ECONOMY

How Will Investors and the Government Split the Costs of Climate Change?

FUNDS

ETFs Turn a Corner

CURRENT YIELD

The Worst Kind of Investment Clients

OTHER VOICES

Again, the Fed Seems Oblivious to a Coming Crisis

THE TRADER

9. Dow Gains 3.1% for Eighth Straight Up Week

TRADER EXTRA

This Outdoor Gear Stock Has 60% Upside

TRADER EXTRA

9. No Sector Is Immune From Amazon

REVIEW

This Solar Company's Stock Looks Ready to Soar
Week in review: Barron's stock picks, China trade talks and more

PREVIEW

10. A Preview of Warren Buffett's Annual Letter to Berkshire Shareholders
The Oracle will probably address at least some of these topics when his shareholder letter is released on Saturday

INTERNATIONAL TRADER – EUROPE

Looking to Reverse Its Slide, Austrian iPhone Supplier Pushes Beyond Apple
AMS, known for its 3-D sensors and laser expertise, got hammered by weakness in smartphone sales. Its shares will eventually reflect its diversification into the medical and automotive markets.

EMERGING MARKETS

Navigating China's Bond Market Is Best Left to Professional Traders
Beijing is trying to take some of the risk out of China's economy, letting some bond issuers default in the process. That has created some values, but they're best left to experienced investors to discern.

STRIKING PRICE

An Energy Options Strategy to Turn Fear Into Profit
How a "role reversal" with the SPDR Oil & Gas Exploration & Production ETF can pay off for investors. Also, a David challenges a Goliath—the Cboe.

COMMODITIES CORNER

Given a Choice, U.S. Consumers Would Take a Free Fill-Up Over a Free Dinner
Gas is more important than savings or health care to U.S. consumers, according to a new study.

MARKET WATCH

Earnings Growth Slows, Inflation Estimates Drop
Annual growth in corporate profits could approach zero

RESEARCH REPORTS

Under Armour Under Siege
The performance apparel maker's slump continues

13D FILINGS

Does Capstar Financial Really Need New Leadership?

MAILBAG

Letters to Barron's

『バロンズ拾い読み』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

監修

時事通信社

編集人

川田 重信 (かわた しげのぶ)

大和証券入社後 1986 年から米国株式を中心に外国株式の営業活動に従事。ペインウェバー (現 UBS) 証券を経て 2000 年にエグゼトラストを設立。神戸大学経営学部卒業 米国ロチェスター大学 MBA。

バロンズ拾い読み 主要作成者の略歴 (五十音順)

内田 薫 (うちだ かおる)

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

西田 万里子 (にしだ まりこ)

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

西村 嘉洋 (にしむら よしひろ)

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

『バロンズ拾い読み』 (2019年2月18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