



THIS WEEK'S MAGAZINE Week of March 18

1. **How Investors Should Navigate Globalization's Decline** 消費地密着選好→ P.2 【投資戦略】
投資家はグローバル化の反転をいかに乗り切るべきか
2. **The Long View for Boeing Shareholders: Don't Panic** ボーイングの危機→ P.6 【ボーイング】
株主はパニックに陥るべきではないが、素早い回復は望めず
3. **4 Stocks That Could Rally With Steel** 鉄鋼業界の回復に乗る 4 銘柄→ P.9 【鉄鋼銘柄】
米鉄鋼業界に追い風の兆し、注目すべき銘柄は
4. **The Outlook Brightens for Oil Stocks** 2019 年エネルギー座談会→ P.11 【エネルギー】
石油会社の株価見通しは明るい
5. **Vanguard's Cheapest Funds** シェアクラス別パフォーマンス比較→ P.17 【バンガード】
バンガードの最低コストのファンドのリターンが最高ではない場合とは
6. **Up and Down Wall Street** 米連邦準備制度理事会に報いの時が来るか?→ P.19 【コラム】
公益セクターに投資家が殺到する理由
7. **Square Sways as It Tries to Balance Tech and Banking** 多角化への挑戦→ P.21 【スクエア】
モバイル決済を足場にソフトウェア、融資、暗号通貨に進出中、新旧事業のバランスに苦慮
8. **Actively Managed Dividend Funds** 配当重視のアクティブ運用ファンド→ P.23 【配当金投資】
本誌がパフォーマンスで厳選した 5 本の運用方針と上位保有銘柄
9. **The Trader** 下落した翌週にすぐ切り返す→ P.25 【米国株式市場】
ファンダメンタルズ面の追い風がない中での上昇の意味
10. **Preview** 今週の予定→ P.27 【経済関連スケジュール】
e スポーツの人気化でデジタル広告が活発化

※ 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。

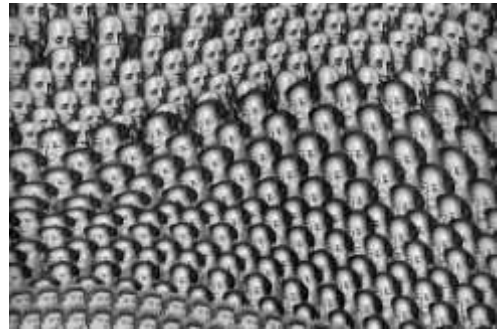
Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. How Investors Should Navigate Globalization's Decline 消費地密着選好 【投資戦略】 投資家はグローバル化の反転をいかに乗り切るべきか

■ グローバル化の反転

投資家は、米中の貿易合意に向けた動きに神経質になっているが、米国のトランプ大統領と中国の習近平国家主席が合意に達したとしても、世界が以前の状態に戻るわけではない。世界の貿易システムは再調整されつつある。国境を越えた自由貿易に向けた数十年にわたる流れは反転を始めた。グローバル化は、大衆迎合主義、国家主義、さらに保護主義に圧倒されつつある。



英国の欧州連合（EU）離脱（ブレグジット）は、英国とその他欧州の間の新たな貿易障壁を構築する恐れがある。インドは、海外事業者によるオンライン販売の制限を始めた。

自由貿易という世界的な共通認識が薄れるにつれて、米国企業はサプライチェーンの修正を迫られ、往々にして最終市場に近い場所へサプライヤーを移している。コンサルティング会社のベイン・アンド・カンパニーが行った、中国で事業を行う多国籍企業の 200 人超の幹部に対するアンケートによると、60%が最近の貿易戦争が事業戦略の修正機会になったと回答し、48%が今後 1 年間で新たなサプライヤーを見つける予定で、42%は原材料の供給先を中国以外に求めると回答した。

企業経営者は、グローバル化がもはや支配的ではない世界への対応を始めている。電動工具メーカーのスタンレー・ブラック・アンド・デッカー（SWK）の最高財務責任者（CFO）であるドン・アラン氏は、「これまでであれば、グローバル化が終わるとは決して言わなかっただろうが、現在はその方向に向かっているようにみえる。各国が自国の保護に一段と焦点を当てている。過去 10 年間で確実に大きな変化があり、しかも過去 5 年間で加速している」と語る。

変化は、テクノロジーと政治の顕著な変化と同時に起こっている。例えば、新たなロボットによる生産技術、北米のエネルギー・ブーム、中国の国家主導の高付加価値製品の販売推進により、企業は世界での展開を再考し、調整している。

これらの変化は、成果が得られるまでに数十年かかる可能性があるため、投資は慎重を要する。再生可能エネルギーやバッテリーを含む中国の新規投資で恩恵を受ける可能性のある銘柄や、ベトナムなどの世界貿易における役割が高まる諸国、および生産に使われるロボットを製造する企業などに投資することで、サプライチェーンの移転から利益を上げられる可能性がある。

■ グローバル化の功罪

エコノミストや政治家は、世界貿易の考え方を長年にわたって推進してきたが、そのペースが減速したり反転したりすることは歴史的にみて異例ではない。とはいえ、20 世紀後半の貿易の急拡大によって、グローバル化は不可避的な力のように思えた。1950 年から 2007 年にかけて、世界の貿易額は平均で年率 6.2%増加し、世界の人口増加率の約 4 倍のペースで拡大した。輸送コストが低下し、メーカーは低コストの原材料を追い求め、サプライチェーンは長く複雑化した。

グローバル化の当初は、先進国で雇用と賃金が着実に増加した。しかし、1980 年代にメーカーが安い労働力を求めて先進国から逃避すると、状況は悪化した。1975 年に、製造業は米国の国内総生産（GDP）の 20%超、雇用の 22%を占めていたが、現在の割合はわずか 11%と 9%だ。インフレを調整すると、一般労働者の所得は 1970 年代後半の水準にとどまっている。

グローバル化の勝者に対する政治的反動は、トランプ大統領の就任やブレグジットではっきりと出た。各国は自国の雇用保護を目的に自立性を強めようとし、貿易に対する障壁を高めてきた。

■ サプライチェーン変更

サプライチェーンに関する判断において、これほど政治が問題となることはまれだ。企業は政治的な影響を考慮して、サプライチェーンの再調整には概ね沈黙を守ってきた。本誌は、関税免除を申請した企業、またはサプライチェーンの変更を議論した 50 社以上の企業に取材を試みたが、応じたのはわずか 2 社だった。



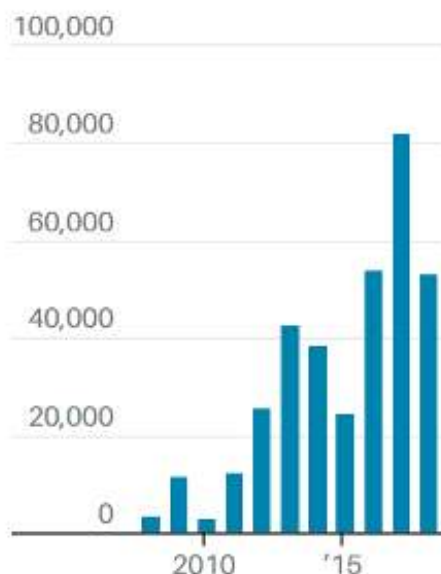
バンクオブアメリカ・メルリリンチのアナリストであるアンドリュー・オビン氏は、「雇用創出、あるいはその欠如が、企業の迷いの根幹になっている公算が大きい」と語る。また、企業は生産拠点を米国に戻しても、人ではなくロボットを使うかもしれない。さらに、「中国から生産拠点を移転する企業は、その公表を望まない可能性がある」と同氏は指摘する。

生産拠点を国内に戻す米国企業は増加している。非営利団体のリショアリング・イニシアチブによると、2016 年には 1970 年以降で初めて、海外移転による雇用喪失を国内移転による雇用創出が上回った。2017 年に、企業は国内移転によって過去最高の 8 万 2250 人を雇用すると発表した。ちなみに 2010 年はわずか 3221 人だった。2018 年の暫定値は 5 万 3420 人に減速している。

多くの企業は、調達や組み立ての全てまたは一部を最終市場に近づける、消費地密着型が魅力的だと判断している。その恩恵は、輸送コストの低下と時間の短縮化、複雑さとサプライチェーン断絶リスクの低下、必要な在庫の減少、販売地での生産による政治的なプラス、などだ。

ウェアラブルカメラメーカーのゴープロ (GPRO) は、アジアの顧客向け供給拠点として中国の工場を維持しているが、米国向け製品についてはメキシコへの移転を計画している。玩具メーカーのハスブロ (HAS) は、マサチューセッツ州にある工場、プレイ・ドール (子ども用粘土) の生産を昨年開始した。太陽光発電システムメーカーのサンパワー (SPWR) も、需要地に近い場所への生産拠点の移転を図っている。

Manufacturing Jobs Slated to Return to U.S.



Source: Reshoring Initiative

スタンレー・ブラック・アンド・デッカーでは、1980 年代に海外生産が始まり、その終わり頃には米国販売分の国内生産比率はわずか約 25%となった。しかし、その後、その割合は 50%へ上昇している。理由の一つが、米国の職人技を評価する顧客へのアピールだという。同社 CFO のアラン氏は、米国国内の生産比率を長期的に 80%にしたいと望んでいる。

米国のシェール・ブームとメキシコ湾岸での洗練された製油所の普及も、消費地密着に拍車を掛けた。ペインのピーター・ガライア氏は、この両者が相まって海外原油に対する依存度が低下し、エネルギー集約型メーカーが米国に移転してもコスト的に見合うものになったと言う。化学品や肥料などのエネルギーや石油に基づく産業の生産が米国に今後戻り始める、と同氏は語る。

■ 国内市場の関連銘柄に注目

中国では、賃金が 2010 年以降で 2 倍以上になっており、人件費の上昇によってサプライチェーンから切り離される可能性がある。また、関税の脅威によって、他の東南アジア諸国の魅力が高まっている。

アップル (AAPL) の AirPods (エアポッズ) を組み立てている中国のゴアテック (002241.中国) は昨年、生産拠点をベトナムに移すとサプライヤーに伝えたと言われている。LG エレクトロニクス (066570.韓国) やサムスン電子 (005930.韓国) などに続く動きだ。また、化学品メーカーのハンツマン (HUN) も昨年夏に、ベトナム工場が操業を開始したと発表した。これは、中国以外のアジアでは初の工場だ。

中国自体は、はるかに大きな野望を持っている。目標は、国外で設計された製品の組み立てではなく、一段と洗練された製品の自国での開発である。ミューチュアルファンド運用会社のマッシュューズ・アジアで最高投資責任者 (CIO) を務めるロバート・ホロック氏は、中国は目標達成のために「組み立てと手作業を国外へアウトソースしなければならないだろう」と語る。同氏は、アウトソース先としてベトナムを予想している。

ホロック氏は、この傾向を活用するために、海外メーカーのための組み立てを行っているメーカーへの投資を避けるよう、投資家に助言する。例えばベトナムでは、加工組み立て会社への投資も可能だが、一方で、生産ブームが国内経済にとって恩恵となっており、投資機会を生み出している。マッシュューズ・エマージング・アジア・ファンド (MEASX) の上位保有銘柄は、海産物加工会社のビンホアン (VHC.ベトナム)、アルコール飲料のサイゴンビール・アルコール飲料 (SAB.ベトナム) である。上場投資信託 (ETF) であるバンエック・ベクター・ベトナム ETF (VNM) は、現地企業と、ベトナムで事業を行っている多国籍企業に投資している。クローズドエンドのビナキャピタル・ベトナム・オポチュニティ・ファンド (VCVOF) も、現地企業に投資している。

中国については、バンク・オブ・アメリカは、国内成長のけん引役になりそうな他の分野への投資を勧めている。具体的には、環境保護プロジェクト管理やコンサルティングの会社で水処理も手掛けるチャイナ・エバークライト (中国光大国際、257.香港)、再生可能エネルギーによる電力会社のチャイナ・ダータン (中国大唐集団新能源、1798.香港)、電池および自動車 (電気自動車) を手掛ける BYD (比亞迪、1211.香港) などだ。

生産拠点の移転は、トランプ大統領就任前から進んでいたが、同大統領の保護主義的な政策が加速させた。スタンレー・ブラック・アンド・デッカーでは、関税によって一部部品の米国における製造コストが増加した。同社の場合は、中国製の一部工具 (チャック) に 25% の関税が掛けられた一方、競合他社は関税の掛からない国から完成品を輸入できた。

各企業は、単に値上げするだけではそのようなコストは回収できない。ペインの調査によると、関税を消費者に転嫁する計画があるのはわずか 33% だ。これは、値上げして売り上げを損なうのではなく、サプライチェーンを変更して関税を回避あるいは最低限にしようとする兆候だ。

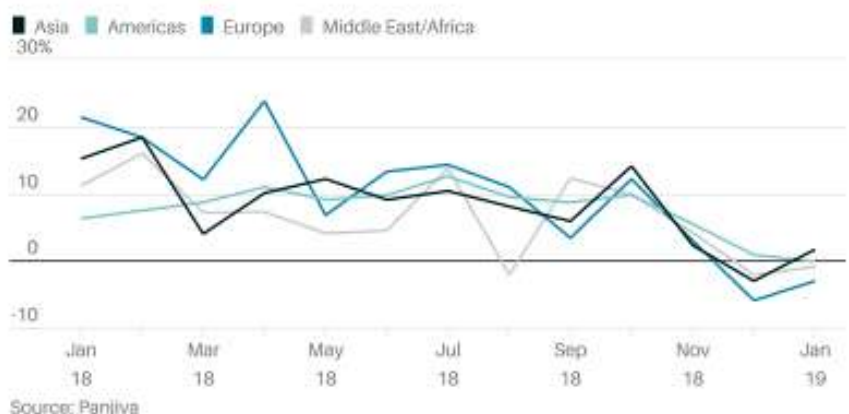
■ 中国に残る企業も

一部の業界では、将来のサプライチェーンが、現在のサプライチェーンと同等の恩恵を受けられない。

Trade in Decline

Global trade growth has decelerated in recent quarters, as countries have erected new barriers to the free flow of goods across borders.

Change in Total Exports

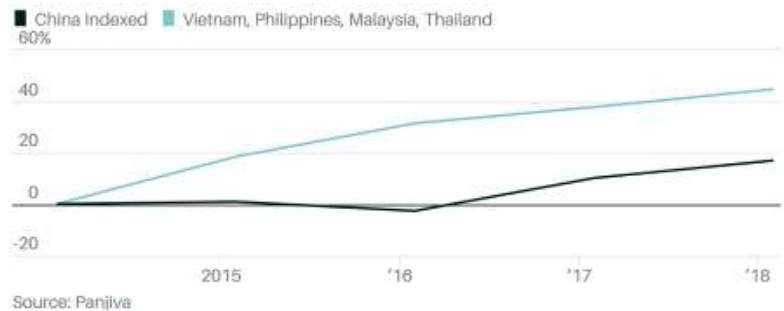


それは、過去 20 年間にハイテク製品の製造を新たに考案した中国に、特に当てはまる。中国の洗練された工場に依存する企業は、生産拠点の海外移転が困難だ。実際、高級スピーカーを手掛けるソノス（SONO）のパトリック・スペンス最高経営責任者（CEO）は、幾つかの「産業コモンズ（協力企業群）」が他では迅速に再現できないと語る。同氏は、「当社の製品には数百の部品と数百のサプライヤーが関わっており、全てが中国にある。過去 30 年近くにわたって構築されてきたものだ」と述べる。

Outpacing China

As labor costs in China rise, production and assembly in many nearby countries has become more attractive. These four countries have outpaced China in exports to the U.S. for several years.

Change in U.S.-Bound Exports of Electronics and Machinery



サンパワーは、米国向け太陽光パネルの組み立ての一部をメキシコに移転させたが、構成する部品は依然としてフィリピンやマレーシアから調達している。それらの国々には部品メーカーのエコシステムが存在し、それぞれが物理的に近距離にあるため、サンパワーは素材を効率的に組み合わせられる。

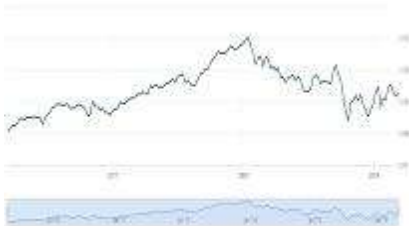
■ 産業用ロボットメーカー

中国を離れて、人件費の高い消費地密着を選ぶ企業は、賃金格差を埋め合わせるためにオートメーションに依存する一方で、輸送費やエネルギーコスト低下の恩恵を得られるとみられる。

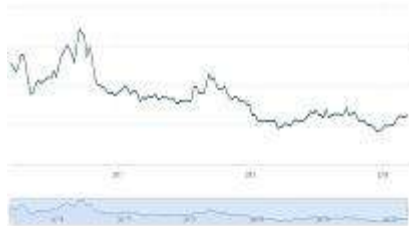
国際ロボット連盟は、世界の産業ロボットの総数が 2009 年から 2021 年にかけて 10 倍超へ増加すると予想する。自動化システムなどを手掛けるロックウェル・オートメーション（ROK）やファナック（6954）などの産業用ロボットメーカーは、オートメーション採用時のコスト低下に取り組んでいる。

スタンレー・ブラック・アンド・デッカーは、ロボットの利用を増やしている。アラン氏は、同社は人をロボットに置き換えているのではなく、ロボットを管理するために従業員を保持していると語る。とはいえ、ロボットの使用によって、将来の採用は減少する可能性がある。

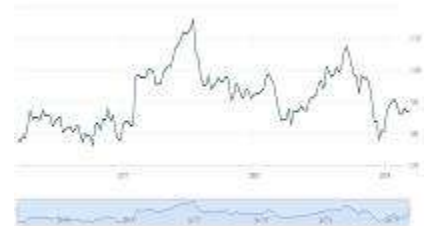
Stanley Black & Decker Inc. (SWK)



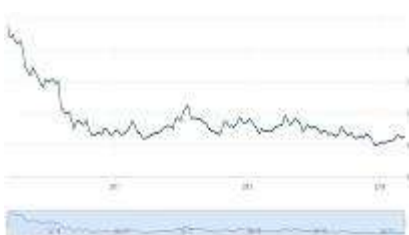
GoPro Inc. (GPRO)



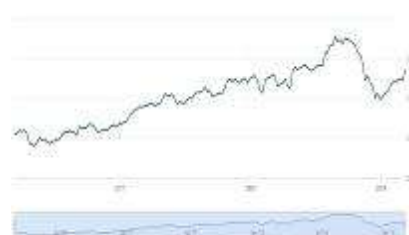
Hasbro Inc. (HAS)



SunPower Corp. (SPWR)



Apple Inc. (AAPL)



GoerTek Inc. (CN:002241)



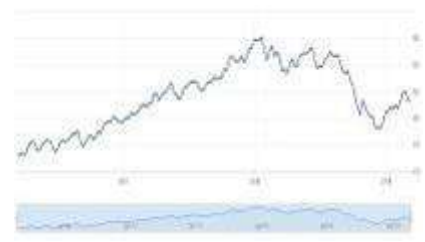
LG Electronics Inc (KR:066570)



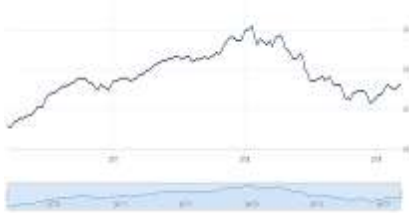
Samsung Electronics Co. Ltd. (KR:005930)



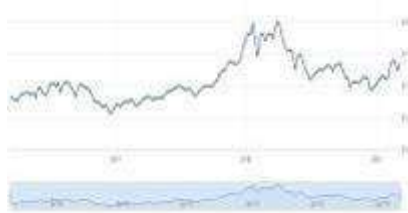
Huntsman Corp. (HUN)



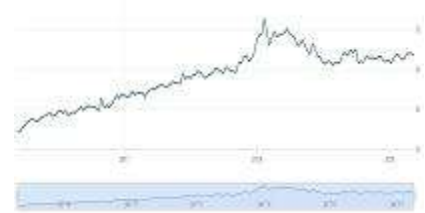
Matthews Emerging Asia Fund;Investor (MEASX)



VanEck Vectors Vietnam ETF (VNM)



Vinacapital Vietnam Opportunity Fund Ltd. (VCVOF)



China Everbright International Ltd. (HK:0257)



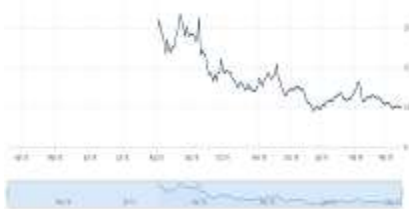
China Datang Corp. Renewable Power Co. Ltd. (HK:1798)



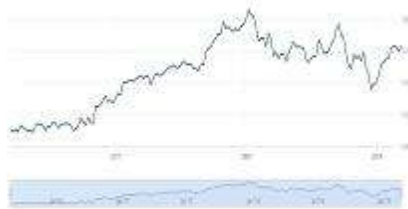
BYD Co. Ltd. (HK:1211)



Sonos Inc. (SONO)



Rockwell Automation Corp. (ROK)



Fanuc Corp. ADR (6954)



チャートは3年 (SONO は1年)

By AVI SALZMAN and NICHOLAS JASINSKI
(Source: Dow Jones)

2. The Long View for Boeing Shareholders: Don't Panic ボーイングの危機 【ボーイング】株主はパニックに陥るべきではないが、素早い回復は望めず

■ ボーイング最新型機の事故

「ボーイング (BA)、737-400 型を 2 機受注」という短い記事がシアトルタイムズ紙に掲載されたのは、1990 年 3 月のことだ。今思えば、それはどのように悲惨なニュースであれ、いずれ消えゆく、ということを示す例といえる。その記事では、同機種が運航開始からの 1 年間で 2 度の死者を伴う事故に見舞われていたことへの言及はなかったが、1989 年 1 月にブリティッシュ・ミッドランド航空機が不時着に失敗して高速道路脇の土手に衝突し、搭乗していた 126 人のうち 47



人が死亡した。また同年 9 月には、US エアウェイズ機がニューヨークのラガーディア空港の滑走路をオーバーランしてイーストリバーに突っ込み、乗員乗客 63 人のうち 2 人が死亡している。

2 度目の事故から 6 カ月後、ボーイングの株価は 20% 上昇していた。いずれの事故も、最新だった 737-400 型に不慣れたパイロットによる操縦ミスが原因とされたものの、同社は事故後に設計変更を行った。注文は 10 年間ペースを落とすことなく続き、昨年夏の時点でも、まだ 250 機を超える同型機が運航していた。

1 週間前のエチオピア航空機事故（ボーイングの最新機種 737 MAX 8 型が墜落し、搭乗していた 157 人全員が死亡）について、事故調査チームが原因究明を進める中、ボーイングの株主は、そのような先例に目を向け、パニックに陥るべきではない。ただし、今回は迅速な回復は期待できない。

悪いニュースの流れや購買決定がどう変化しているかを考えてみよう。1989 年といえば、ケーブルテレビのニュース専門チャンネルは初期段階にあり、その年に考案され翌年に誕生したインターネットも、科学者のための仮想ファイリングキャビネットであり、旅行者が自分で航空券を予約できる場所ではなかった。今、スマートフォンを手にした消費者の周りは、リアルタイムのニュースと消費選択に関する無限の情報で溢れている。

先週水曜日には、米当局も 737 MAX の運航停止に踏み切り、ボーイングは現在、原因の調査を進めている。同社は、規制当局や航空会社の信頼を取り戻すだけでなく、神経質になっている顧客を安心させる必要もある。これは大きな賭けだ。737 MAX は、ボーイングでは史上最も速いペースで売れている機種であり、航空会社は、同機種の燃費の良さと信頼性を高く評価していた。結局のところ、737 型は 1960 年代からずっと使用されてきたのだ。世界の航空機全体に占める 737 MAX の割合はほんのわずかだが、JP モルガンは、ボーイングの今年の営業キャッシュフローに対し 35% の貢献を見込んでいる。

■ 複雑さを増す飛行システム

先週火曜日、トランプ大統領が「航空機は複雑になり過ぎている」とツイートした。その事実については議論の余地はあるものの、今後広がる可能性のある社会の不安を一言で表すコメントだ。

航空安全ネットワーク（ASN）によると、昨年、貨物便を含む民間航空機による犠牲者を伴う重大事故は 15 件で、3 番目に少ない記録だという。最も少なかったのは 2017 年の 10 件だ。昨今のフライト数の増加を考慮して 2000 年の事故率を昨年に当てはめると、重大事故の件数は実際の 4 倍以上になっていただろう。どちらかという、複雑さは、視界不良時の自動着陸システムなどを通じ、何年にもわたって静かに人命を救ってきたといえる。人間は比較的動作が遅く、注意散漫で、疲れやすく、腹を立て、自信過剰になりがちだ。そのため、飛行機の操縦や車の運転を機械が制御する比率は今後さらに高まるだろう。しかし、その過程で、統計上の救世主が感情のない殺人者のように見えることがあるかもしれない。

エチオピア航空の墜落事故の調査はまだ初期段階だが、乗員乗客 189 人全員が死亡した昨年 10 月のライオン航空機墜落事故との不気味な類似点がある。いずれも機種は 737 MAX 8 で、離陸から数分で上昇速度の変動があったようだ。最初の事故で墜落の原因と疑われている操縦特性向上システム（MCAS）が今回の事故にも関係していた可能性がある。737 MAX 独自の MCAS は、機体の迎角が大きくなって失速するリスクが生じると、自動的に機首を下げるよう設計されている。ライオン航空のケースでは、センサーの不具合により機体の傾きに関する誤ったデータが入力され、パイロットが必死に機首を引き上げようとしても、システムが下げるよう働いたとみられている。このシステムをオフにすることはできるが、パイロットがその方法を知っていたかどうかは不明だ。エチオピア航空のフライトデータレコーダーは、今後フランスの機関で分析される予定だが、ライオン航空のケースと同じような原因で墜落したとなれば、早期の解決も見込まれる。

■ 株価と業績への影響

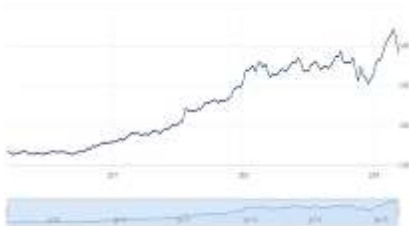
米連邦航空局の指示に従い、ボーイングは 4 月に MCAS ソフトウェアの更新を予定している。UBS のアナリスト、マイルズ・ウォルトン氏は先週の投資家向けレポートで、「MCAS の更新により問題が解決したと思えた場合、航空会社が 737 MAX の注文を調整することはないと考えている」と述べている。また、カナコード・ジェニユイティのアナリスト、ケン・ハーバート氏によると、ボーイングにとっての最良のシナリオは、6～8 週間の飛行停止だという。ハーバート氏の試算では、同社は、737 MAX の納入の遅れで 1 カ月当たり 10 億ドルのフリーキャッシュフローを失う可能性があり（最終的には回収可能）、改修に 5 億ドル、飛行停止に伴う顧客補償に 1 カ月当たり最大 10 億ドルかかる見込みだ。一方、ジェフリーズでは、飛行停止が 3 カ月間に及んだ場合の費用を 50 億ドルとみている。ボーイングはほとんど債務を抱えていない上、今年は 150 億ドルのフリーキャッシュを生み出し、4 年後には 210 億ドルまで増加すると予想されている。

豊富なキャッシュフロー等を材料に、本誌は、1 株 318 ドルだった昨年 11 月に買い推奨の記事を掲載した。今月初めの株価は 440 ドルを超えたが、その後 375 ドルまで下落した。今年の予想フリーキャッシュフローの 14 倍に満たないこの水準では売りたいくない。S&P500 指数は約 20 倍だ。

ソフトウェアの迅速な修正以外にも、信頼性の回復に向けて解決すべき問題はある。しかしながら、737 MAX の注文減少を見込むべきではない。航空機の納入には長い時間がかかる。エアバスの「A320neo」に乗り換えるにしても、何年も待つことになる。より大きなリスクは、ボーイングの背後に迫りつつある新たなライバル、中国商用飛機（Comac）の C919 にとっての大きなチャンスを生み出すことかもしれない。しかし、C919 の納入開始は早くても 2021 年以降であり、これまでのところ、ほとんど全てが中国国内の顧客からの注文だ。

「株は心配の壁を登る」と言われる。ボーイング機が運航を再開した後も、株価の離陸停止状態が続く可能性はある。しかし、時間とともに長期的な安全性が高まるにつれ、ボーイング株も再び浮揚するだろう。

Boeing Co. (BA)



チャートは 3 年

737 MAX: Flyers and Buyers

Total orders	5,012
Delivered so far	376
Backlog	4,636
U.S. Exposure	737 MAX / Total Fleet
American	20 / 1,551
United	9 / 1,329
Southwest	31 / 750
Delta	0
Key Buyers Worldwide	Delivered / Backlog
Southwest	31 / 249
flyDubai	14 / 237
LionAir	14 / 187
VietJet Airlines	0 / 200

Sources: Canaccord Genuity; Cowen

By JACK HOUGH
(Source: Dow Jones)

3. 4 Stocks That Could Rally With Steel 鉄鋼業界の回復に乗る 4 銘柄 米鉄鋼業界に追い風の兆し、注目すべき銘柄は

【鉄鋼銘柄】

■ 老舗 US スチールの復活なるか

米国の元祖鉄鋼王とされるアンドリュー・カーネギーは、投資に関して三つの原則を持っていた。内部情報を持っているときに買うこと、成長業界のみを買うこと、そして他の投資家と組んで投資先への影響力を確保することである（同氏の活躍した 19 世紀後半～20 世紀初頭には、証券取引委員会（SEC）はまだ存在していなかったことに留意が必要だ）。



カーネギーが鉄鋼の長期的な成長見通しに不安を抱いていたのか、単に良いオファーを受けたのかは不明だが、同氏は 1901 年に、後に US スチール (X) となる企業の持ち分全てをジョン・ピアポント・モルガン氏に 4 億 8000 万ドル（現在の価値で 200 億ドル以上）で売却した。

US スチールは第二次世界大戦中から戦後にかけて好調だったが、業界の成長はその後半世紀以上にわたり停滞している。米国の鉄鋼生産は 1970 年代に約 1 億 5000 万トンのピークを迎えたが、昨年の生産量は約 9500 万トンだった。1929 年の株価大暴落直前、同社の株価は 260 ドルに達した。それ以後、株価はその水準には回復していない。

今年は、業績低迷を終わらせる復活への希望がある。関税、貿易訴訟での勝訴、そしてトランプ大統領の米国製造業復活の公約は、鉄鋼業界にとって追い風だ。鉄鋼価格は直近の最低値 1 トン当たり 675 ドルから 703 ドルまで上昇しており、多くのアナリストは今後 1 年で 800 ドル近くかそれ以上になると予想している。

変動の大きな業界の歴史を考えると、株式投資には少し用心深くなった方が良さそうだ。大手から選ぶなら US スチールだが、1 年間の期限付きで、鉄鋼と粗鋼の価格を注視し続けることが前提となる。他の割安な銘柄には、コマーシャル・メタルズ (CMC) やスチール・ダイナミクス (STLD) といった米国の鉄鋼メーカーがある。両社は、価格上昇と低コストメーカーとしてのディフェンシブな立場の恩恵を受けている。より割高な選択肢はニューコア (NUE) だ。同社も低コストのスクラップベースの鉄鋼メーカーだが、バリュエーションはより高くなっている。

米国の鉄鋼需要を満たすには国内生産では間に合わず、輸入が必要だ。そのため、輸入鉄鋼が市場価格を左右する。トランプ大統領が導入した 25% の輸入関税は、国産と輸入鉄鋼の両方の価格上昇につながる。ニューコアのジョン・フェリオラ最高経営責任者 (CEO) は、業界の健全性が向上したのは、関税よりも貿易訴訟での勝訴によるところが大きいと主張する。米国鉄鋼業界は、過去 3～5 年の間に、海外メーカーによるダンピング行為に対する一連の訴えで勝利している。

もう一つの利点として、大型の高炉で鉄鋼を製造している米国企業が鉄鉱石を国内調達している点がある。鉄鉱石価格が世界的に上昇すると、米国の鉄鋼メーカーは自国での供給を通じて、コスト面で有利になる。

Steel Stocks Carry Single-Digit Earnings Multiples

Four of the leading U.S. producers' shares trade well below historical averages.

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (bil)	2018 Shipments*	2019E Revenue (bil)	2019E EPS	2019E P/E
Nucor / NUE	\$58.82	\$18.0	24.9	\$24.7	\$6.12	9.6
Steel Dynamics / STLD	35.12	7.9	12.0	11.6	4.17	8.4
United States Steel / X	19.78	3.4	15.7	14.1	2.75	7.2
Commercial Metals / CMC**	15.79	1.9	7.9	6.1	1.84	8.6

*million tons ** Aug. fiscal year E=Estimate

Sources: Bloomberg, company reports

バンク・オブ・アメリカのアナリスト、ティムナ・タンナーズ氏は、状況を US スチールに有利と考えている。固定費が高めの比較的高コストの生産者として、価格上昇から受ける恩恵は多い。同社は鉄鉱石も自社で採掘している。タンナーズ氏は同社の 1 株当たり利益 (EPS) について、鉄鋼価格が高かった 2018 年には 5.36 ドルだったのに対し、2019 年には 3 ドルになると予想している。株価収益率 (PER) はわずか 7.2 倍と、過去平均に対して 35% 割安になっている。同氏の目標価格 31 ドルは、直近の水準を 60% 上回り、PER としては約 10 倍にあたる。



■ 割安な電炉メーカー2社

他にも複数の鉄鋼銘柄が無視できないほど割安になっているが、これはコモディティー価格が上昇傾向にあるためだけではない。コマーシャル・メタルズの予想 PER は 8.6 倍、スチール・ダイナミクスは 8.4 倍となっている。過去の水準に対して約 35% 割安だ。

長年ゴールドマン・サックスの鉄鋼アナリストを務め、現在自身の調査会社を経営するアルド・マツァフェロー氏は、両銘柄に対して強気の見方をしている。「電炉による鉄鋼生産はまだ成長している」と同氏は説明する。コマーシャル・メタルズ、スチール・ダイナミクス、ニューコアの各社は高炉を使わず、電炉でスクラップを溶かして鉄鋼を生産しており、そのことは資本コストと運用コスト面で有利に働く。

コマーシャル・メタルズの 2018 年度の EPS は 1.49 ドルだったが、最近の買収により、2019 年度の EPS は 1.84 ドルと予想されている。マツァフェロー氏はコマーシャル・メタルズの目標価格を、直近の約 2 倍にあたる 31 ドルとしている。スチール・ダイナミクスの EPS は、2018 年の 5.49 ドルから低下して 4.17 ドルと予測されている。タンナーズ氏は、スチール・ダイナミクスの株価が、先週金曜日の水準から 35% 上昇して 48 ドルに達すると見ている。

■ 安定的に業績を上げ続けるニューコア

ニューコアは、より保守的な鉄鋼株の投資家に向いている。同社はスクラップから鉄鋼を製造するパイオニアとして、高コストの高炉や採鉱インフラの必要性を排除した。ニューコアが鉄鋼製造を開始したのは 1968 年だが、現在は米国最大の鉄鋼メーカーとして、年間 2700 万トンの生産能力を有している。

ニューコアは、あらゆる経済環境において、長期にわたり増益と業績拡大を達成している。同社が通年で赤字を計上したのは、過去 30 年間で金融危機時の 2009 年のみである。2019 年の予想 EPS は 6.12 ドルで、2018 年の 7.68 ドルから減少が見込まれている。ニューコアの PER は約 10 倍と、過去平均に対して 20% 割安になっているが、他の銘柄ほど安くはない。タンナーズ氏のニューコアの目標株価は 71 ドルで、最近の水準から 20% の上昇にあたる。

低コストのスクラップベースのメーカーにこだわる理由の一つに、生産量を引き上げようとする鉄鋼業界の時として誤った試みがある。米国の製鉄所では、2000 万トンを超える生産能力拡大が計画されており、これは米国の鉄鋼生産量全体の 2 割近くに相当する。タンナーズ氏は、鉄鋼業界が完全自給を達成し、輸入を全て締め出すことができるという強気派の主張に同意しない。「世界的な生産能力は失われず、価格に影響を及ぼし続ける」と同氏は述べる。

鉄鋼銘柄を買う投資家は、鉄鋼価格の上昇、国産鉄のコスト保護、効果的な経営の恩恵を受けられる可能性がある。しかし、カーネギーでさえ最終的には売りに転じたことは忘れるべきではない。

■ 他のコモディティーと異なる鉄鋼の特性に注意

鉄鋼は変わったコモディティーで、石油や銅ほど均質ではない。そのため、鉄鋼メーカーを比較したり、市

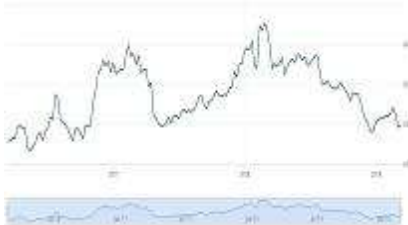
場価格をリアルタイムで把握したりすることが困難だ。多岐にわたる製品特性と細分化された市場は、投資家に流動性と安心を提供する先物市場が限定されていることを意味する。その分ボラティリティも高くなる。

米国の鉄鋼メーカー間の最も基本的な違いは、製造に用いる原材料である。US スチールのような伝統的な鉄鋼メーカーは、巨大かつ高価な高炉を使い、鉄鉱石と石炭から製造する。高炉は年間 200 万トンの液体金属を処理し、できた銑鉄は、溶けた金属に超音速で酸素を吹き込むことで鋼に精製される。

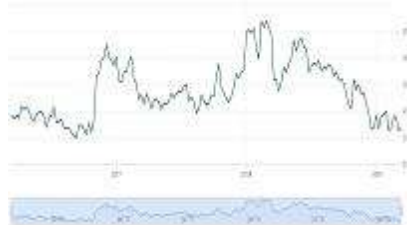
一方、ニューコアのようなメーカーは鉄鉱石から始めるのではなく、スクラップ金属を比較的小規模かつ安価な電炉で溶かして鉄鋼を製造する。スクラップは歴史的に、銑鉄の製造に必要な石炭や鉄鉱石よりもコストが安い。

このような特性を有する鉄鋼だが、コモディティーであることに変わりはなく、市場には循環性がある。しかし、鉄鋼の多様性を理解することは、企業を評価する投資家にとっても有利に働くだらう。

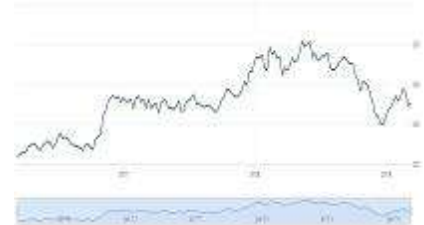
United States Steel Corp. (X)



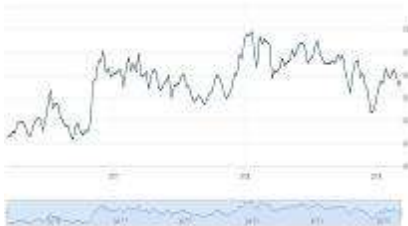
Commercial Metals Co. (CMC)



Steel Dynamics Inc. (STLD)



Nucor Corp. (NUE)



チャートは3年

By AL ROOT
(Source: Dow Jones)

4. The Outlook Brightens for Oil Stocks 2019 年エネルギー座談会 石油会社の株価見通しは明るい

【エネルギー】

■ 投資リターンの重視により株価上昇の見込み

エネルギー産業はシェールオイルと地政学的リスクをめぐって苦境に陥っている。米国のシェールオイルブームによって原油は供給過剰となった。さらに、時に予測不可能な石油輸出国機構 (OPEC) の動きや、OPEC 加盟国に対する米国の制裁が加わった結果、原油価格は大きく変動するようになり、エネルギー会社の株価には持続的な圧力がかかっている。現在、エネルギーセクターは S&P500 指数のうち 5.4% を占めるにすぎない。

しかし、今年の本誌エネルギー座談会のパネリストは、株価が低迷している企業の中に真のバリュー銘柄があると見る。その一因は、米国の探査・生産・エネルギーインフラ企業が、規律ある資本配分、バランスシートの健全性、持続的な配当に重点を置き始めたことである。パネリストは年内の原油価格の大幅な上昇を見込んでいないが、1 バレル当たり 60 ドル以上ならば優良企業にとって業績の妨げにはならないとみる。

今回の参加者は、RBC キャピタル・マーケットズのコモディティー・ストラテジーのグローバル・ヘッドであるヘリマ・クロフト氏、クリアブリッジ・インベストメンツのポートフォリオマネジャーであるクリス・イ

ーズ氏、ハイキネン・エナジー・アドバイザーズの創業者で最高経営責任者（CEO）であるデービッド・ハイキネン氏、ギネス・アトキンソン・グローバル・エネルギー・ファンド（GAGEX）の共同マネジャーであるジョナサン・ワグホーン氏である。なお、今年の座談会は 2 月下旬に開催された。

本誌：エネルギー株は過去 5 年で大幅に下落しており、業界の長期見通しも不透明だ。投資家がエネルギーセクターに注目する必要があるのか？

イズ氏：私は主に米国でエネルギー商品の輸送・加工・貯蔵に従事する川中企業に投資している。こうした企業にとって重要なのは価格で

はなく量だ。2018 年の株価はさえなかったが、キャッシュフローは過去最高を記録した。2019 年のキャッシュフローも過去最高となる見込みだ。バランスシート、配当や配当カバレッジも改善している。にもかかわらず、バリュエーションは過去最低の水準だ。インカム志向の投資家にとって川中企業は興味深い投資先である。配当利回りは 6.5% で、S&P500 指数の約 2%、公益の 3%、不動産投資信託（REIT）の 4% を上回る。

Q：川中企業にとって問題となる原油価格の水準は？

イズ氏：45 ドルを下回ると、米国での採掘活動は大幅に縮小する可能性がある。株価のセンチメントにも影響が及ぶだろう。

ワグホーン氏：当社が保有する 24 社の資本利益率は、1998 年の底である 5% から 2000 年代半ばのピーク時には 20% まで上昇した。その後、原油価格が上昇する中で業界は巨額の投資に乗り出し、資本利益率は低下を続けた。2016 年に 2% で底打ちし、現在は回復基調にあるが、その理由は原油価格の変動ではなく、企業がリターンの改善を重視し始めたためだ。利益率が高まるにつれ、株価は簿価に対してプレミアムとなるだろう。

ハイキネン氏：グロース投資家はエネルギー業界に注目する必要はないが、レラティブバリュー戦略やバリュエーション戦略をとる投資家は注目すべきだ。エネルギーセクターは、S&P500 指数においてわずかな割合まで縮小したため、大型株以外の銘柄を模索する必要性は薄れた。だが、当社は業界に投資機会があるとみている。なぜなら業界の減速によって、企業間の資産の質、資本効率性、フリーキャッシュフロー利回りの差が明確になるためだ。生産量の伸びも需要に沿ったものとなってきている。

クロフト氏：コモディティー全体の観点から見て、第 4 四半期は極めて困難な期間だった。ウエスト・テキサス・インターミディエート（WTI）原油先物価格は 38% 下落した。コンピューターによるシステム取引が異例な動きを生み出しているとみられる。例えば昨年 12 月 26 日には、ファンダメンタルズ面のニュースがないにもかかわらず、原油価格が約 10% 上昇した。今年、OPEC は減産を通じて市場の安定化を試みており、現時点では非常にうまくいっている。産油国にとって基準となる価格は 100 ドルから 60 ドルに変わった。問題は、多くの OPEC 加盟国が変化に合わせて財政を立て直していないことだ。

■ トランプ大統領が原油価格を左右

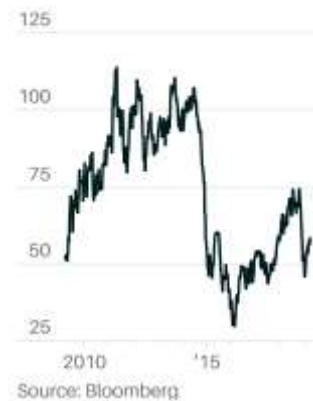
Q：2019 年の予想原油価格は？

クロフト氏：WTI 価格が 60 ドル、ブレント原油先物価格が 68 ドルになるとみる。下振れシナリオは世界的な景気後退、上振れシナリオは計画外の生産停止である。当社はベネズエラの生産量が今年約 30 万バレル

S&P 500 Energy Index
Weekly close on March 14



West Texas Intermediate
(WTI / NYSE) Weekly close on March 14



ル減少すると予想していた。理由は単純に、国営石油会社 PDVSA が従業員に給与を支払っておらず、維持管理やインフラへの支出も行っていないことだった。しかし、PDVSA が米財務省の制裁対象リストに掲載されたことで、多くの制裁が実施される可能性が高まっている。マドゥロ大統領が退陣したとしても回復の道のは困難だ。同国の石油産業の復活には数年がかかり、何十億ドルもの新規投資が必要だろう。



Helima Croft Photograph by Andrew White

イーズ氏：50～70 ドルが妥当な目安と考える。短期的にはこの値幅を超えて価格が変動するとみられる。今後 10 年の平均価格は 60 ドル程度とみている。

ワグホーン氏：ブレント価格が 60 ドルになると予想する。この水準ならば、米国の生産量は妥当なペースで増加し、OPEC による生産もある程度回復するだろう。60 ドルを大幅に上回れば米国の生産量が急増し、大幅に下回れば投資が不足するとみられる。

ハイキネン氏：今後 2 年の予想価格は 50～52 ドルだ。OPEC には余剰生産能力があり、いずれは収入のために価格か生産量を引き上げる必要がある。

Q：トランプ大統領は OPEC が原油価格を引き下げるべきだとツイートしている。このことは市場に影響を及ぼしているか？

クロフト氏：大きな動揺をもたらしている。OPEC などは昨年夏、長期間続いた減産を止め、1 日当たり生産量を何百万バレルも増加させた。これは米国がイランに新たな経済制裁を課するという予想のためだった。OPEC はイラン産原油の禁輸を免除される国はないと想定していたが、実際には一部の国が免除された。年末には再び減産に転じており、すぐに方向転換するとは考えにくい。昨年 12 月の減産合意は丸 1 年続く公算が大きい。

Q：OPEC が減産を続ける場合、今後数年で米国企業の実産量は増加するか？

イーズ氏：増加するだろう。現在、世界の原油需要の増分のうち 65～75% を米国が供給している。直近では米国の 1 日当たり輸出量は 270 万バレルだが、今後 5 年で 700 万～800 万バレルに増加する公算が大きい。天然ガス液（NGL）の輸出は今後 5 年で 110 万バレルから 400 万バレルに増加する可能性が高い。液化天然ガス（LNG）の輸出は、2015 年のゼロから 1 日当たり 29 億立方フィートに増加しており、今後 3～4 年で 75 億立方フィートになるとみられる。成長余地が非常に大きい上、株価には織り込まれていない。

■ ガス会社よりも石油会社を選好

Q：川中で最高のバリュー銘柄は？

イーズ氏：設備投資プログラムを賄えるだけの十分なキャッシュフローを有する企業が勝者となる。バリュエーションの他に八つの要素に注目している。(1) ゼネラルパートナーに支払われるインセンティブ配当権 (IDR) がないこと、(2)

配当や配当カバレッジの高さ、(3) 自己資金による資金調達、(4) バランスシート上の負債が 2019 年度予想利払い・税引き・償却前利益 (EBITDA) の 4.5 倍を下回ること、(5) シェールオイルの産地であるパーミアン盆地やマーセラス層

Chris Eades' Picks

Company/Ticker	Recent Price
Energy Transfer/ET	\$15.08
Enterprise Products Partners/EPD	28.21
Kinder Morgan/KMI	19.98
Plains All American Pipeline/PAA	24.24
Williams Cos./WMB	27.73

Source: Bloomberg

へのエクスポージャー、(6) 米国のエネルギー輸出の増加による恩恵、(7) 内部成長プロジェクトによるキャッシュフロー増加の見通し、(8) キャッシュフローが手数料ベースでコモディティー価格の影響を受けにくいかな、である。



上記の要素に基づき、エナジー・トランスファー (ET)、エンタープライズ・プロダクツ・パートナーズ (EPD)、キンダー・モーガン (KMI)、プレーンズ・オール・アメリカン・パイプライン (PAA)、ウィリアムズ (WMB) の 5 銘柄を選好する。これらの銘柄のバスケットは過去 12 カ月で 10% のトータルリターンを上げた。同期間のアレリアン・ミッドストリーム・エネルギー指数のトータルリターンは 4% だった。

Q: 欧州の見通しは?

ワグホーン氏: 米国の供給過剰や、2014 年に OPEC が減産合意に達しなかったことにより、投資家はエネルギー業界への関心を失っている。電気自動車の普及による需要減の懸念もある。ノルウェーでは、政府の補助金によって新車販売台数の 45% が電気自動車となっている。さらに、各社は既存プロジェクトの生産減を補うために毎年多額の資金を投じなければならない。新規プロジェクトの成長見通しも低下している。

Q: 最も魅力的な銘柄は?

ワグホーン氏: 天然ガスは供給が豊富で価格が低いため、投資機会を見出すことは難しい。従って推奨銘柄は石油会社を中心とする。当社はロイヤル・ダッチ・シェル (RDSA)、BP (BP)、トタル (TOT)、シェブロン (CVX) といった 4~5 社のスーパーメジャーの他に数社の大手総合石油会社を保有している。シェルの米国預託証券 (ADR) は約 64 ドルで、2019 年企業価値 (EV) / EBITDA 倍率は 6 倍を下回る。配当利回りは 6%。カナダのサンコア・エナジー (SU) は 2019 年 EV / EBITDA 倍率が 6 倍。原油価格が下落する中で財務を立て直し、現在は 3.5% の配当利回りと 10% のフリーキャッシュフロー利回りを有する。

国有企業の中国石油天然気 (ペトロチャイナ、PTR) は天然ガスも手掛ける総合石油会社だ。中国経済は減速しており、中国の株価は圧力にさらされている。ADR の 2019 年 EV / EBITDA 倍率は 3.5 倍で、織り込まれているブレント価格は約 50 ドル。配当利回りは 4.5%、フリーキャッシュフロー利回りは 10%。米国のノーブル・エナジー (NBL) も選好している。年末にイスラエル沖の巨大なガス田で生産を開始する予定だ。2020~2021 年の増産により、生産量は 30% 増加する可能性がある。株価は 23 ドルで EV / EBITDA 倍率は 3.5~4 倍。世界第 2 位の油田サービス会社ハリバートン (HAL) は、事業構成が優れており、バランスシートが健全な上、米国のシェールオイル増産による恩恵を受ける。

Q: 他のスーパーメジャーをどう見るか?

ワグホーン氏: バリュエーションが理由でエクソンモービル (XOM) は保有していない。株価は約 78 ドル (直近の金曜終値は 80 ドル) で、2019 年 EV / EBITDA 倍率は 8.2 倍だ。同様の事業を手掛けるシェブロンは 6 倍である。シェブロンはさまざまな新規プロジェクトにより堅調なキャッシュフローを創出できる態勢にあり、エクソンよりも高いフリーキャッシュフロー利回りを提供する。

Jonathan Waghorn's Picks

Company / Ticker	Recent Price
Royal Dutch Shell / RDSA	\$63.05
Suncor Energy / SU	33.63
PetroChina / PTR	64.9
Halliburton / HAL	28.47
Noble Energy / NBL	22.69

Source: Bloomberg

■ 中小規模の油田サービス会社を回避

Q：ハイキネン氏にも推奨銘柄を聞きたい。

ハイキネン氏：当社もノーブル・エナジーを選好している。同社の 2020 年予想フリーキャッシュフロー利回りは 5～6%だ。市場ではイスラエルやエジプトでガス生産ができるか疑われており、フリーキャッシュフロー利回りに対して割安となっている。株価は 30 ドル台まで上昇し得る。



当社はパーミアン盆地に最高のバリュー銘柄が存在するとみる。ミッドランド盆地（パーミアン盆地の一部）に拠点を置く多数の企業でバリュエーションが大幅に低下している。パイオニア・ナチュラール・リソーシズ(PXD)、ダイヤモンドバック・エナジー (FANG)、パースリー・エナジー (PE) をこの順に選好する。これらの企業は成長予想を見直したことで業績予想が引き下げられた。今後は決算の予想超過や業績予想の上方修正が続く見込みだ。

カナダの天然ガス会社エンカナ (ECA) はバリュエーションが魅力的で、自社株買いに十分なフリーキャッシュフローと成長ポテンシャルを有する。最近、オクラホマ州の大手探査会社を買収したが、買収先の主要資産の立地を理由に売り込まれた。そのため、エンカナのテキサス州の資産は競合他社に対して大幅なディスカウントとなっている。

Q：評価が低い銘柄は？

ハイキネン氏：エネルギー大手ヘス (HES) の株価には、2025 年予想フリーキャッシュフローが 60 億ドルに成長するという見通しが織り込まれている。しかし、2025 年ははるか先だ。同社はガイアナ沖の深海油田プロジェクトに大きなエクスポージャーを有する。しかし、石油会社が大規模プロジェクトから EBITDA を創出するようになると、バリュエーションは低下するのが通例だ。

油田サービス会社はシェール革命に追いつこうとしている。こうした企業では、巨額の投資によってリターンが低下し始めた。中小規模の油田サービス専門企業について、2019 年下半期の業績予想が高過ぎるため、下方修正によって打撃を受けると予想する。ただし、ベーカー・ヒューズ (BHGE) やシュルンベルジェ (SLB) といった総合油田サービス企業は売られ過ぎと考えている。

ハイクラッシュ・パートナーズ (HCLP) や US シリカ・ホールディングス (SLCA) など、水圧破碎作業に使用する砂を手掛けるメーカーは空売り候補だ。こうした事業は利益率が低く、米国では供給過剰になっており、参入障壁も存在しない。株価チャートは悲惨だが、業績予想の下方修正は避けられず、バリュエーションは一段と低下するだろう。

David Heikkinen's Picks

Company / Ticker	Recent Price
Noble Energy / NBL	\$22.69
Pioneer Natural Resources / PXD	136.37
Diamondback Energy / FANG	104.21
Parsley Energy / PE	18.07
Encana / ECA	7.24
Schlumberger / SLB	43.09
Baker Hughes / BHGE	27.71
Helmerich & Payne / HP	55.27
Enterprise Products Partners / EPD	28.21
Plains All American Pipeline / PAA	24.24

Source: Bloomberg

David Heikkinen's Pans

Company / Ticker	Recent Price
Hess / HES	\$57.96
HI-Crush Partners / HCLP	4.29
U.S. Silica Holdings / SLCA	15.55
Targa Resources / TRGP	40.58
EnLink Midstream / ENLC	11.68

Source: Bloomberg

■ 今年注目すべきテーマ

Q: 今年、エネルギー投資家が注目すべき大きなテーマは？

ハイキネン氏：企業の安定性が向上し、投資家は優良企業を選別できるようになる。各社はバランスシートを改善し、フリーキャッシュフローを創出している。バリュエーションは割安で、資本効率性や原油価格の上振れ余地もある。従って、今後数年は投資の面で上振れバイアスがかかっている。

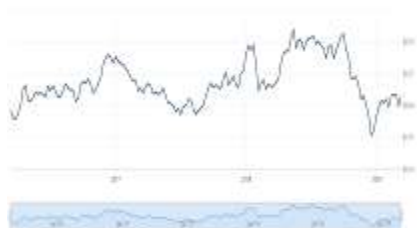
ワグホーン氏：私もこのセクターに注目することを強く推奨する。とりわけ、大手エネルギー企業が規律ある資本配分、コスト管理、フリーキャッシュフロー創出について語っている間は注目すべきだ。この業界は、原油価格が 100 ドルにならなくとも十分な利益を生み出すことができる。株価に織り込まれた長期的な原油価格見通しは約 52 ドルで、投資機会が存在している。

イーズ氏：川中資産の持ち分は、上場されているものの方が、プライベートエクイティ市場で取引されているものよりバリュエーションが低い。これは通常と逆で、おそらく持続可能ではない。企業統合が川中企業の低迷を覆すカタリストとなり得る。プライベートエクイティ投資家による買収の可能性もある。

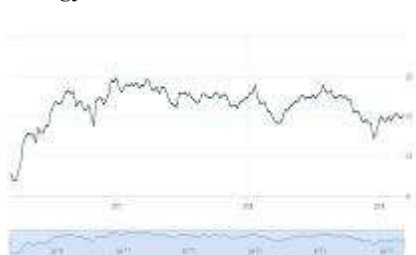
クロフト氏：トランプ大統領は OPEC の方針を 180 度転換させ、エネルギー価格に大きな影響を与えた。大統領は今後も OPEC を自分の意のままにしようとするだろう。そこで重要になるのが石油生産輸出カルテル禁止 (NOPEC) 法案だ。これは OPEC に対して独占禁止法を適用し、訴訟を提起することを可能にする。過去の大統領は NOPEC 法案に拒否権を発動してきたが、トランプ氏は 2011 年に支持を表明している。

一方で、トランプ大統領はサウジアラビアを強く支持している。当社はサウジアラビアが法案に反対するロビー活動を行うと予想する。OPEC 加盟国に武器を供給する防衛・航空宇宙企業もロビー活動に加わるだろう。OPEC は死んだと人々は言うが、原油価格の下値を支える上で不可欠な役割を担っている。

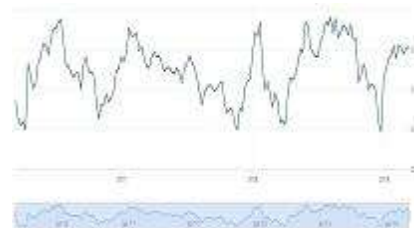
Guinness Atkinson Global Energy Fund (GAGEX)



Energy Transfer LP (ET)



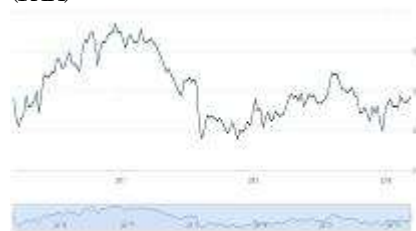
Enterprise Products Partners L.P. (EPD)



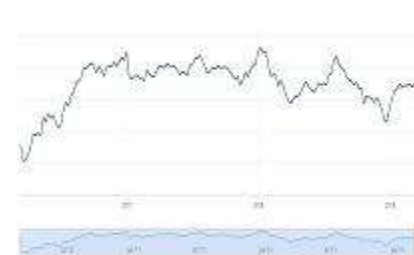
Kinder Morgan Inc. (KMI)



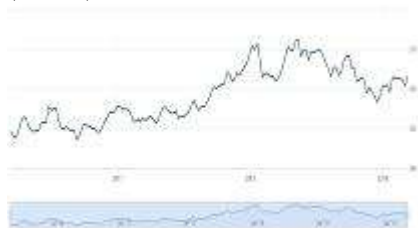
Plains All American Pipeline L.P. (PAA)



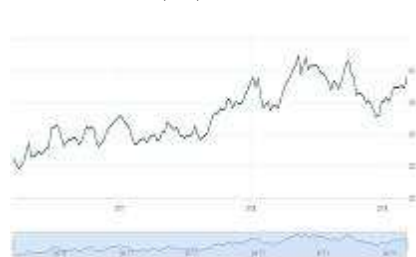
Williams Cos. (WMB)



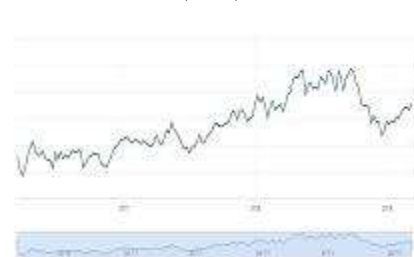
Royal Dutch Shell PLC ADR Cl A (RDSA)



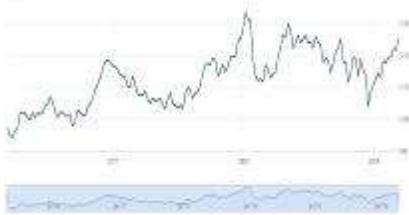
BP PLC ADR (BP)



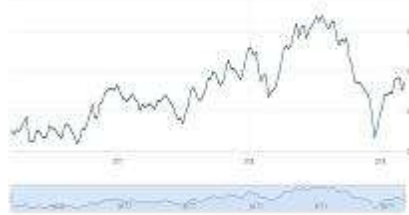
Total S.A. ADR (TOT)



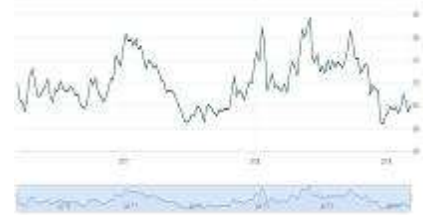
Chevron Corp. (CVX)



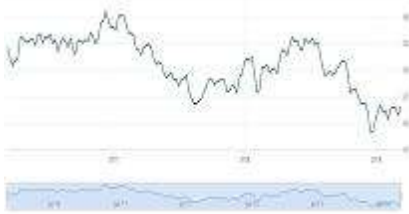
Suncor Energy Inc. (SU)



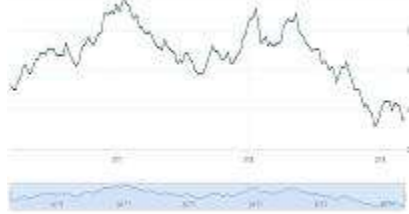
PetroChina Co. Ltd. ADR (PTR)



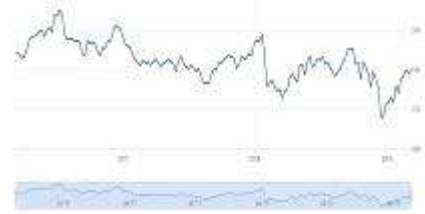
Noble Energy Inc. (NBL)



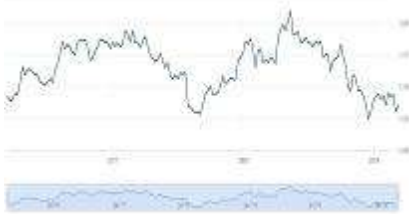
Halliburton Co. (HAL)



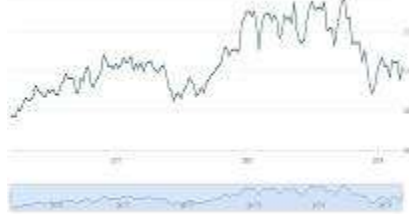
Exxon Mobil Corp. (XOM)



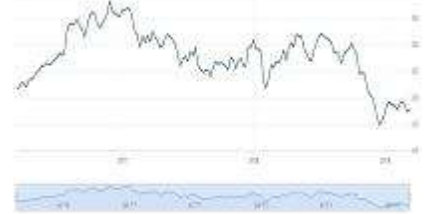
Pioneer Natural Resources Co. (PXD)



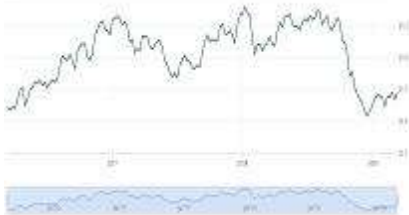
Diamondback Energy Inc. (FANG)



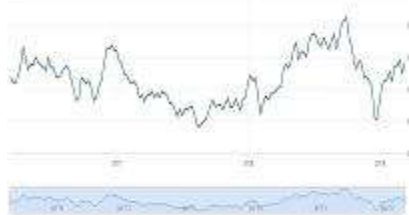
Parsley Energy Inc. CIA (PE)



Encana Corp. (ECA)



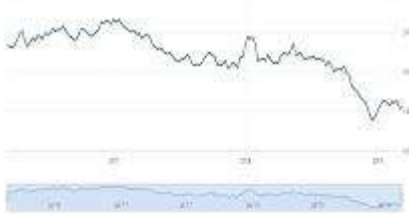
Hess Corp. (HES)



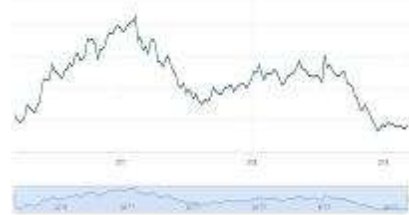
Baker Hughes, a GE co. CIA (BHGE)



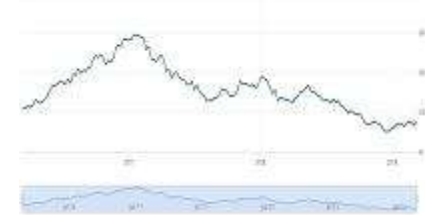
Schlumberger Ltd. (SLB)



Hi-Crush Partners LP (HCLP)



U.S. Silica Holdings Inc. (SLCA)



チャートは3年

By LAUREN R. RUBLIN
(Source: Dow Jones)

5. Vanguard's Cheapest Funds シェアクラス別パフォーマンス比較 【バンガード】 バンガードの最低コストのファンドのリターンが最高ではない場合とは

■ パフォーマンスを考える新たな視点

インデックス投資の伝道者であるジャック・ボーグル氏が提唱した、低コストの方がパフォーマンスが良いというメッセージは、30年ほどの年月と金融危機を経て、ようやく世の中に浸透した。過去10年間、インデックスファンドの中でも特にコストが最低水準のファンドには、前例のないほど大量の資金が流入した。

ブルームバーグのデータによれば、昨年、運用資産残高 4 兆ドルの上場投資信託 (ETF) 業界に流入した資金のうち 97% 以上は、経費率 0.2% 以下のファンドに流れた。

しかし、そのボーグル氏が創業したバンガードのミューチュアルファンドの各シェアクラス対 ETF のパフォーマンス比較を見ると、低コストファンドが必ずしも良いとは限らないことを示している。



運用資産 5 兆 3000 億ドルのバンガードは、組み入れが全く同じになるように、ミューチュアルファンドのシェアクラスの一つとして ETF を設定している。他のほとんどの企業は、ミューチュアルファンドと ETF をわずかながら組み入れに差が生ずる別個のファンドとして設定しなくてはならず、そのため ETF と、ミューチュアルファンドや他の ETF とのパフォーマンスの比較は容易ではない。「ETF を同じ条件で他の ETF と比較することはほぼ不可能であるが故に、経費率を強調する羽目になる」とモーニングスターのグローバル ETF リサーチのヘッドであるベン・ジョンソン氏は言う。

しかし、バンガードの ETF とミューチュアルファンドのパフォーマンスは直接比較することができる。同社のインスティテューショナル・プラス・シェアクラスは、最低買付金額 1 億ドルで経費率は最低である。Admiral シェアクラスはかつて次に経費率が低かったが、最新のアニュアルレポートによると、0.01% 程度の差ではあるが、ETF の方が経費率は低い。同社は、Admiral の投資家に同等の ETF への交換を認めている。

■ ETF の実際のパフォーマンス

組み入れが同じなら、経費の低いシェアクラスの方が運用成績は良いだろうと考えるものだが、必ずしもそうではない。

バンガード・トータル・ストック・マーケット・インデックス・ファンドを例にとると、2018 年までの過去 10 年間、Admiral シェアクラス (VTSAX) は年率 13.25% のリターン、ETF (VTI) は 13.26%、最低コストのインスティテューショナル・シェアクラス (VSMPX) はさらに良く、13.31% だった。しかし、この 10 年の間に ETF も、以前はより経費率の低かった Admiral シェアクラスより 0.01% ポイントではあるが高いリターンを上げた期間があった。

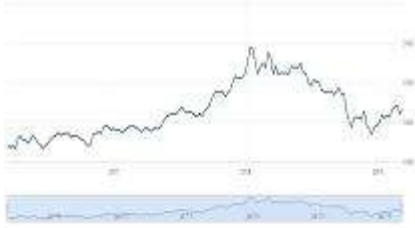
インディペンデント・アドバイザー・フォー・バンガード・インベスターズの編集者であり、投資助言会社のアドバイザー・インベストメンツの会長で、バンガードをよく知るダン・ウィーナー氏は、自身の退職金口座で保有するバンガードの ETF の実際のリターンが、同社が時価として示すものとは異なることに気付いた。バンガードは、ETF の取引コストであるビッド・アスク・スプレッドの中値を取って時価を計算している。理由は、ETF の売買は、売買執行のタイミングや方法によって売買価格が異なるため、基準価額が一律ではないためだ。

ウィーナー氏のようにファンドの設定時に買ったきり、分配金の再投資を除いて売買しない投資家は、自身のリターンが、取引コストが変わることによりウェブサイトには報告されているリターンと数ベースポイント (bp) 違うことなど気付かない。反対に、頻繁に売買する投資家には、「ETF を売るとき、ミューチュアルファンドの投資家が基準価額で売ると同じ金額を受け取るのかどうか分からない」という不満が常に存在する。

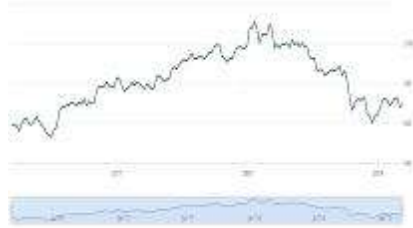
バンガードの ETF プロダクト・マネジメントのヘッドであるリッチ・パワーズ氏は、価格の違いは「端数処理によるもので、その結果、パフォーマンスの差が出ているのかもしれない。理論的にあり得ることだ」と言う。

パフォーマンスの差はほんの数 bp かもしれないが、「その数 bp が問題である」とウィーナー氏は言う。確かに、ほとんどの投資家にとって、長年保有する投資の価値に数 bp の上乗せがうれしいのだ。

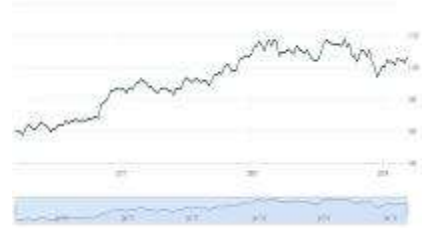
BlackRock Inc. (BLK)



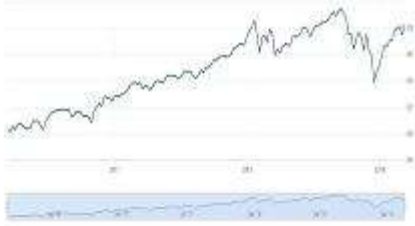
State Street Corp. (STT)



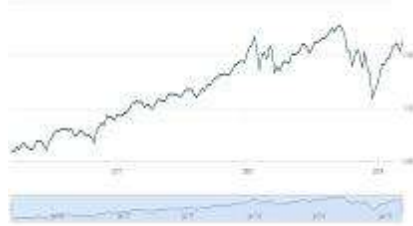
JPMorgan Chase & Co. (JPM)



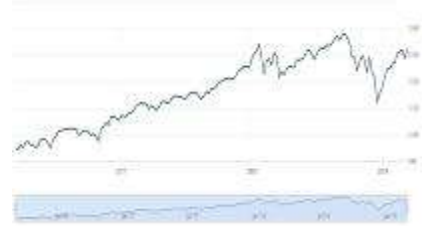
Vanguard Total Stock Market Index Fund:Admiral (VTSAX)



Vanguard Total Stock Market ETF (VTI)



Vanguard Total Stock Market Index Fund:Institutional Plus (VSMPX)



チャートは3年

By CRYSTAL KIM
(Source: Dow Jones)

6. Up and Down Wall Street 米連邦準備制度理事会に報いの時が来るか？ 公益セクターに投資家が殺到する理由

【コラム】

■ 今週は FOMC が注目される

今週の米連邦公開市場委員会（FOMC）での政策金利の変更はなさそう。市場の注目が集まる 2019 年末のフェデラルファンド（FF）金利予想もドットチャートで示される予定だ。FF 金利の誘導目標を 0.25%ポイント引き上げ、2019 年に平均 3 回の利上げを予想した昨年 12 月 18～19 日の FOMC 議事録公表以降の変化は大きい。その後ほどなく 1 月初めにパウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長は、一層の利上げには「忍耐強く」、バランスシート縮小にも柔軟に取り組むと発言した。この態度の急変により、株式市場をはじめリスク資産の市場は急回復し、第 4 四半期の下落分を大方取り戻した。CME フェドウォッチのサイトによると、3 月 15 日の時点で FF 金利先物は、来年 1 月までの利下げの確率を 37%と織り込んでいる。



FRB の使命は雇用の最大化と物価の安定であり、2 月の失業率は 3.8%で、インフレ率は目標の 2%をやや下回る水準にあるため、二つの職責を事実上果たしているといえるが、経済への不満は根強い。金融危機とそれを受けた例外的な金融政策が実施されて 10 年が経つが、一体どれだけの人が豊かに暮らしているのだろうか。ダラス連銀総裁の元顧問で、ニュースレター「マネー・ストロング」を発行するダニエル・ディマルティノ・ブース氏は、先週のブルームバーグの論説で、FRB やその他の中央銀行による金融緩和政策は資産価値を高め、株価やその他資産の上昇は主に裕福な人たちを利して、富の不平等は悪化したとし、「量的緩和を正当化するために使われた「資産効果」がまだ現れず、必要とする人に届いていないのであれば、FRB が誤りを認め、新たな政策の枠組みへの道を開くべき時を過ぎてしまった」と述べた。

フィナンシャル・タイムズ紙のチーフ・エコノミクス・コメンテーターであるマーティン・ウルフ氏は、「金融政策が長期停滞論に対抗するためにできることはし尽くした」と述べ、低金利は中央銀行が人為的に下げているというよりも、実際に経済が必要とする金利の水準が低いのだと指摘する。同氏はさらに、このような低金利でも、野村総合研究所のチーフエコノミスト、リチャード・クー氏が言う「バランスシート不況」の中でもがく経済を浮揚させることはできないと述べる。企業も消費者も、お金を借りて使うよりも、そも

そも借金を減らそうとしているからだ。2016 年に本コラムでもクー氏の言葉を引用したことがある。「マイナス金利は、量的緩和でもインフレターゲットでも思うような結果を出せないことへの絶望感から生まれた自暴自棄的行動だ」という言葉だったが、3 年経った現在、JP モルガンによると、利回りがマイナスになっている債券の総額は 10 兆 2000 億ドルもある。また、低金利であおられた債務は結局返済されなければならない。ゼネラル・エレクトリック (GE) がその最たる例で、成長よりもバランスシートの修復を優先せざるを得ない。



金融政策が袋小路に入ってしまったなら、財政によって需要を喚起する必要があるとウルフ氏は述べる。この議論を一步進めると、政府の債務超過による破綻は起こり得ないとする現代貨幣理論 (MMT) を採用することにつながる。パウエル議長は、MMT は「誤っている」と述べており、大方の主流派の経済学者も同意見だが、左派では MMT の信奉者も増えつつある。

一部批判者は、2015 年後半に FRB が利上げを開始し、2017 年の 10 月にピークだったバランスシートも 4 兆 4000 億ドルから 3 兆 9000 億ドルに縮小され、今や金融情勢はタイトな状態だと述べており、ウォール・ストリート・ジャーナル紙は、金融政策の参考指標としてコモディティ価格を利用すべきとの論説を掲載した。この考えは、20 世紀前半のスウェーデンの経済学者のクヌート・ヴィクセルにさかのぼる。FRB はいまだに 2% のインフレ目標に到達できずにいるが、これは昔の物価安定の使命とは逆である。40 年前の 10 月に FRB は 2 桁台のインフレに対抗するために景気後退を代償にでも利上げを断行した。現在の議論の焦点は景気拡大を維持することに向けられているようだ。今回は史上最長の景気拡大期への道を進んでいるものの、家計の所得よりも資産価値を高めることに成功してきた景気拡大だ。

■ 債券に似たタイプの株式に投資家が駆け込む

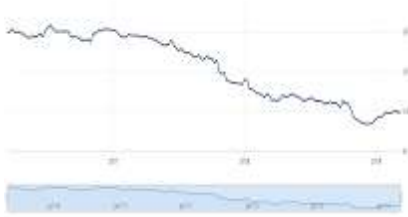
債券市場は株式市場が知らないことを知っているのか、それともその逆か。あるいはどちらも正しいのか。主要株価指数は過去 12 週のうち 10 週を上昇で終え、S&P500 指数とナスダック総合指数は 10 月 9 日以来の高値となった。同時に米国債も上昇し、10 年債の利回りは 2.6% 割れと 2018 年 1 月以降で最低の水準だ。

通常、株価上昇は好調な経済に関連しており、債券価格上昇は経済成長率の減速と関連付けられる。しかし、この 1 年は株式の中でも最も債券に似たセクターのパフォーマンスが良い。ブルームバーグのデータによると、公益セクターの上場投資信託 (ETF) のユーティリティーズ・セレクト・セクター SPDR ETF (XLU) は 3 月 14 日までの 1 年間の配当を含むトータルリターンは 20.3%、不動産投資信託 (REIT) のバンガード・リアル・エステート ETF (VNQ) も 18.3% となっている。対照的に S&P500 指数を対象とした SPDR S&P500 ETF (SPY) の過去 1 年のトータルリターンは 4.08%、テクノロジー・セレクト・セクター SPDR (XLK) は 5.08% だ。

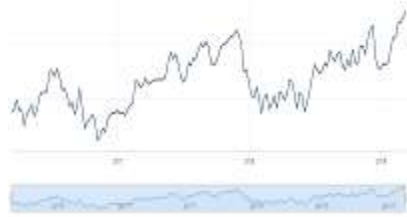
ルーソルド・グループのジム・ポールセン氏によると、公益セクターが強いのは、投資家は臆病になっているが、それでもラリーに参加したいため、最も保守的なセクターを選んでいるためだという。ラリーに乗り遅れる恐怖は、株式ファンドへの資金流入にも明らかに現れて取れる。この 1 週間で 142 億ドルが株式ファンドに流入し、3 月 12 日だけでも 121 億ドル流入した。これは、2018 年 9 月の S&P500 指数のピーク時以降で最高額だ。同氏は、債券利回り低下も株式に有利に働いていると述べている。債券利回り低下で、リスク資産を買う際に超えるべきハードルも下がるからだ。イールドカーブを見ると、短期金利も低水準にとどまることが予想される。満期まで 3~5 年の債券の利回りは 2.4% を下回り、1 年債の利回りは 2.536%、10 年債利回りは 2.589% だ。

中国との貿易交渉、英国の欧州連合 (EU) 離脱 (ブレグジット) をめぐる果てしなく続くドラマ、企業利益の前年比ハードルの高さなど、さまざまな不確実性に直面しているため、確実に得られる利益がますます魅力的に見えてくる。株価が前回の最高値を更新できるか自信が持てない場合はなおさらだ。

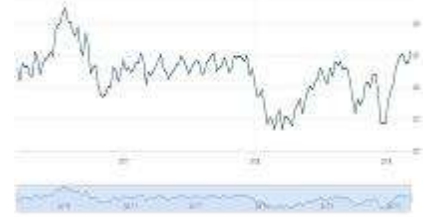
General Electric Co. (GE)



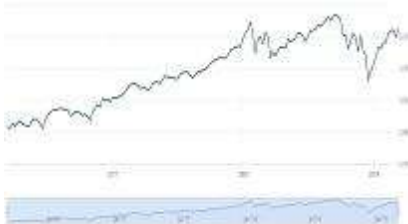
Utilities Select Sector SPDR ETF (XLU)



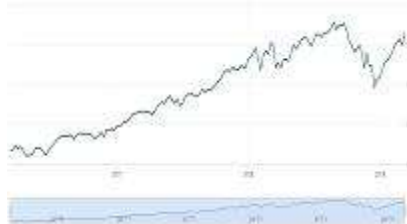
Vanguard Real Estate ETF (VNQ)



SPDR S&P 500 ETF Trust (SPY)



Technology Select Sector SPDR ETF (XLK)



チャートは3年

By RANDALL W. FORSYTH
(Source: Dow Jones)

7. Square Sways as It Tries to Balance Tech and Banking 多角化への挑戦 【スクエア】 モバイル決済を足場にソフトウェア、融資、暗号通貨に進出中、新旧事業のバランスに苦慮

■ 昨秋からの株価乱高下は投資家の懸念の現れ

モバイル決済ソリューション大手のスクエア (SQ) は 2018 年に最もホットな銘柄の一つだった。昨年初年から 9 月までの株価上昇率は 186% を記録したが、その後は投資家の金利上昇懸念を背景に急落し、12 月 24 日にはピークから半値まで下落した。それ以降は回復しているとはいえ、依然として昨年 9 月の最高値を 23% 下回っている。こうした株価の変動は、同社が 2015 年の上場以降、経営の焦点とビジネスモデルを大きく変えてきたことと深い関係がある。



同社は、零細な小売業者のクレジットカード決済導入にビジネスチャンスを見出した最初の企業の一つだ。スマートフォンやタブレット端末に小型のカードリーダー (ドングル) を差し込んで決済端末として利用する方式を採用し、クレジットカード決済導入のハードルを引き下げた。

だが、同社はここ数年、中小企業向けの融資ビジネス、暗号通貨の実験、ソフトウェア・ビジネスへの関与を深めている。これらの分野は市場が強気なときには魅力的に見えたものの、投資家のリスク選好度が後退するにつれ、投資のかさむ成長への取り組みに対する投資家の視線は厳しさが増した。スクエアは通期での黒字化をまだ達成しておらず、ウォール街のアナリストは通期の黒字化を来年以降と見込む。

■ 主力事業の決済プロセッシングがおろそかになっているとの指摘も

スクエアが今年 2 月末に 2018 年第 4 四半期決算を発表すると、同社をめぐる議論は沸騰した。調整後売上高は 4 億 6400 万ドル、調整後 1 株当たり利益 (EPS) は 0.14 ドルといずれも市場予想をやや上回ったのに対し、決済取扱高が予想を若干下回ったからだ。決済取扱高は同社のプラットフォーム経由で取引されたカード決済の総額を示し、顧客にとっての同社の重要性を示す代替指標とみなされている。しかも、同社は 2019 年通期の増収率が急激に減速すると予想している。

議論の焦点は、スクエアのようなハードウェア企業が自らのルーツから離れ、ソフトウェア・プロバイダーやローンの貸し手となることができるのかどうか、である。

モフェット・ネイサンソンのアナリスト、リサ・エリス氏は、同社が決済プロセッシングに再び注力すべきだと考えている。決済プロセッシングは同社の収益の大半を稼ぎ出す主力事業であるにもかかわらず、現在はやや軽視されるようになっており、新規顧客への営業努力が不足していると言う。

スクエアは特に、当座預金口座やデビットカードを代替する決済アプリのキャッシュに力を入れている。また、同社の共同創業者で最高経営責任者（CEO）のジャック・ドーシー氏は決算説明会で「当社のエコシステムは永続的な関係を築いており、極めて強固だと考えている」と述べている。

だが、リサ氏は、同社がこのところ素晴らしい決済端末を導入したことを踏まえると、決済取扱額の伸びの鈍化は直観に反すると指摘する。問題の一端は、同社が依然として、大規模な営業力の投入ではなく顧客の自主的なカード決済の導入を通じた顧客基盤の成長を重視し過ぎていることかもしれない。

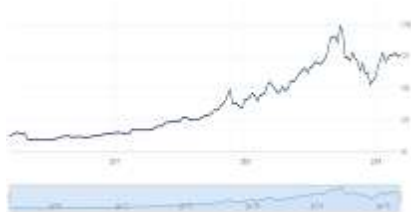
顧客基盤の拡大は、利益率の高いソフトウェアの潜在的な顧客を増やすことにつながる。そうしたソフトウェアには、中小企業が給与管理、請求書発行、マーケティングを電子的に行うためのツールが含まれる。ソフトウェア事業は、食品宅配や融資プログラムとともに、サブスクリプション&サービス部門が担当しており、同部門の昨年の増収率は 134% だった。

■ 予想 PER は 95 倍とソフトウェア会社並み

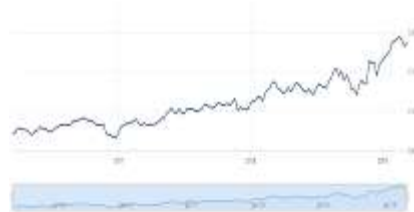
スクエアの事業全体から見れば、ソフトウェア事業の規模は依然として小さい。だが、同社のバリュエーションは法人向けソフトウェア会社と同等の水準に既に達している。予想株価収益率（PER）は 95 倍で、法人向け金融管理・人材管理ソフトウェアのワークデイ（WDAY）の 108 倍と同等だ。決済大手のマスターカード（MA）やビザ（V）の予想 PER は 30 倍前後である。

こうした既存の決済会社とのバリュエーションの違いは、スクエアが既存事業を犠牲にしても利益率の高いソフトウェアの成長を目指しているように見える理由を説明しているのかもしれない。

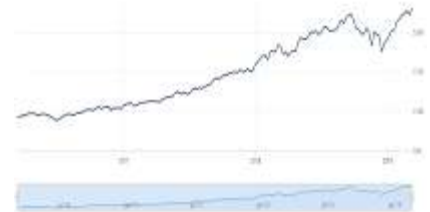
Square Inc. Cl A (SQ)



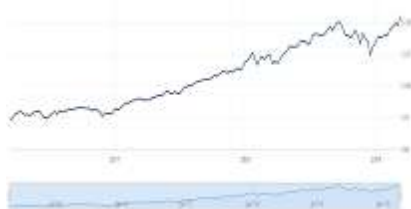
Workday Inc. Cl A (WDAY)



Mastercard Inc. (MA)



VISA Inc. Cl A (V)



チャートは 3 年

By EDITORS
(Source: Dow Jones)

8. Actively Managed Dividend Funds 配当重視のアクティブ運用ファンド 【配当金投資】 本誌がパフォーマンスで厳選した 5 本の運用方針と上位保有銘柄

■ 配当重視ファンドで上位 10%に入るパフォーマンス

配当重視の上場投資信託 (ETF) が平均年率リターンで他のファンドカテゴリーを上回ってきたのは記録を見れば明らかだ。しかし、アクティブ運用ファンドにもインカム重視の投資家に提供できるものがたくさんある。

先週、このコラムでは過去 5 年間のパフォーマンスに基づく配当重視ファンド上位 5 本を紹介した。ETF の大多数がそうであるように、5 本全てが株価指数との連動を目指していた。今週はアクティブ運用ファンドに注目し、過去 5 年間のパフォーマンスに基づく上位 5 本を表に示した。

先週紹介したファンドにはアクティブ運用ファンドよりも有利な点の一つあった。低い経費率である。今週紹介する配当重視ファンドの経費率は高いが、投資家はマネジャーの判断で非常に大きな利益を上げたり、損失を回避したりするチャンスを得ることになる。パフォーマンスで上位 5 本に入ったアクティブ運用ファンドの平均経費率は、先週紹介した ETF の経費率 (0.40%) の 2 倍以上となる 0.83% である。

表に掲載した 5 本全ては、モーニングスター提供の約 250 本の配当重視ファンド (ETF を含む) リストでパフォーマンス上位 10%に入っている。その順位は過去 5 年間の平均年率のトータルリターン (2 月 28 日時点) に基づいている。アクティブ運用マネジャーの選好銘柄については、配当を含む過去 5 年間の平均年率リターンで S&P500 指数を大幅にアウトパフォームしたマイクロソフト (MSFT) と銀行大手 JP モルガン・チェース (JPM) が多くのファンドで保有されている。

■ コロンビア・ディビデンド・インカム・ファンド (GSFTX)

運用資産 131 億ドルのコロンビア・ディビデンド・インカム・ファンドはハイテクセクターの比重が最も大きく、最近では資産の 20%弱を占めていた。1 月 31 日時点の上位保有銘柄にはマイクロソフト、アップル (AAPL)、ネットワーク機器大手のシスコシステムズ (CSCO) などがあつた。

同ファンドのマネジャーの一人、マイケル・パークレー氏はそうしたハイテク企業のバランスシートについて、一般的に負債が非常に少ないと指摘する。その一方で、レバレッジの高い企業が多い生活必需品セクターの比重は 8.6%とかなり小さい。同ファンドの過去 5 年間の平均年率リターンは 10.41%で 5 本中 5 位だった。

■ マッシュューズ・チャイナ・ディビデンド・ファンド (MCDFX)

10.85%という過去 5 年間の平均年率リターンで 5 本中 1 位となったのは運用資産 3 億 3700 万ドルのマッシュューズ・チャイナ・ディビデンド・ファンド。S&P500 指数の 10.67%というリターンを上回ったアクティブ運用ファンドは 2 本だけだったが、そのうちの 1 本である。モーニングスターは「同ファンドは、明確な配当方針や配当成長への



Durable Dividends

These are the five top-performing actively managed dividend-focused equity funds, over the past five years*.

Fund/Ticker	Inception Date
Matthews China Dividend Fund / MCDFX	11/30/09
T. Rowe Price Dividend Growth Fund / PRDGX	12/30/92
BMO Dividend Income / MDIVX	12/29/11
Buffalo Dividend Focus Fund / BUFDX	12/3/12
Columbia Dividend Income Fund / GSFTX	3/4/98

*As of Feb. 28. Morningstar defines a 12-month yield as the sum of a fund's trailing 12-month interest and dividend payments divided by the last month's ending share price plus any capital gains distributed over the same period.

Source: Morningstar

コミットメントに加えて、安定したキャッシュフロー、健全なバランスシート、強固なフランチャイズなどにこだわっている」と評価している。

同ファンドの昨年 12 月 31 日時点の上位保有銘柄には最近の配当利回りが 3.7%の通信会社チャイナ・モバイル（中国移動、CHL）と約 6%の電力会社チャイナ・リソーシズ・パワー（華潤電力控股、836.香港）などがあった。

■ T.ロウ・プライス・ディビデンド・グロース・ファンド (PRDGX)

10.81%という過去 5 年間の平均年率リターンで 5 本中 2 位となったのは運用資産 100 億ドルの T.ロウ・プライス・ディビデンド・グロース・ファンド。モーニングスターによると、そのアプローチはストレートで、主に配当を維持、拡大するのに十分な財務健全性を備えた企業に焦点を絞っているという。昨年 12 月 31 日時点の保有上位 5 銘柄はマイクロソフト、医療保険・管理医療サービス大手のユナイテッドヘルス・グループ (UNH)、JP モルガン・チェース、クレジットカード大手のビザ (V)、製薬大手ファイザー (PFE) だった。

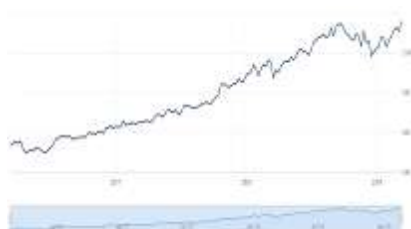
■ BMO ディビデンド・インカム・ファンド (MDIVX)

10.46%という過去 5 年間の平均年率リターンで 5 本中 3 位となったのは運用総資産 2 億 2000 万ドルの BMO ディビデンド・インカム・ファンド。大型株志向、バリュー志向がある同ファンドの 1 月 31 日時点の上位保有銘柄にはマイクロソフト、通信大手ベライゾン・コミュニケーションズ (VZ)、ファイザー、シスコシステムズ、石油大手シェブロン (CVX) などがあった。

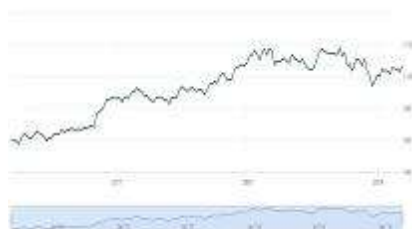
■ バッファロー・ディビデンド・フォーカス・ファンド (BUFDX)

運用総資産 5700 万ドルのバッファロー・ディビデンド・フォーカス・ファンドは 5 本中で最も規模が小さい。モーニングスターの大型株ブレンドカテゴリーに属する同ファンドの最近の上位保有銘柄にはマイクロソフト、ビザ、アップルなどがあった。

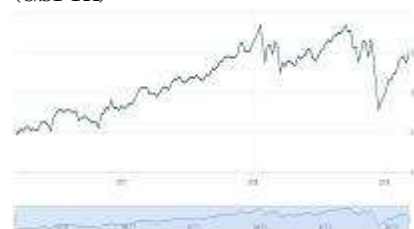
Microsoft Corp. (MSFT)



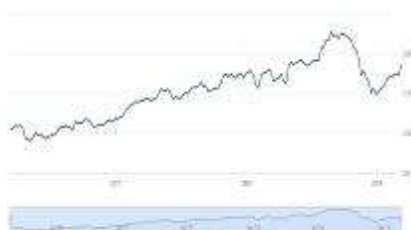
JPMorgan Chase & Co. (JPM)



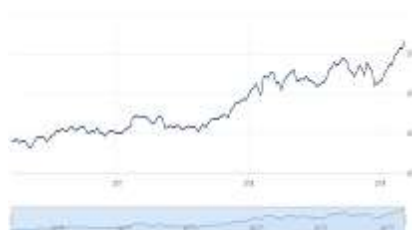
Columbia Dividend Income Fund:I (GSFTX)



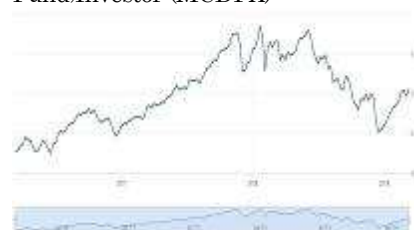
Apple Inc. (AAPL)



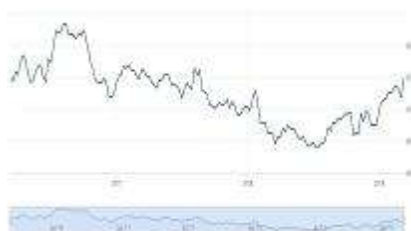
Cisco Systems Inc. (CSCO)



Matthews China Dividend Fund:Investor (MCDFX)



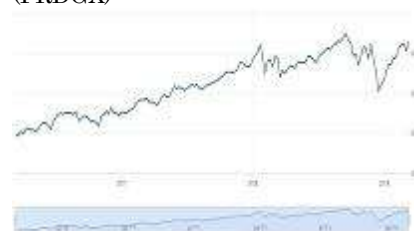
China Mobile Ltd. ADR (CHL)



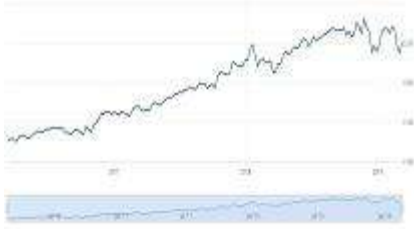
China Resources Power Holdings Co. Ltd (HK:0836)



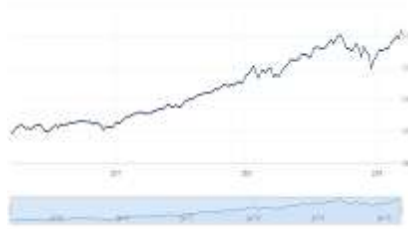
T Rowe Price Dividend Growth Fund (PRDGX)



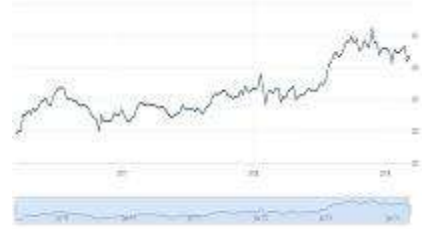
UnitedHealth Group Inc. (UNH)



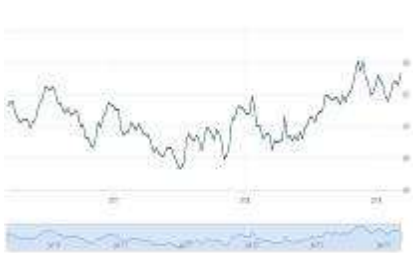
VISA Inc. Cl A (V)



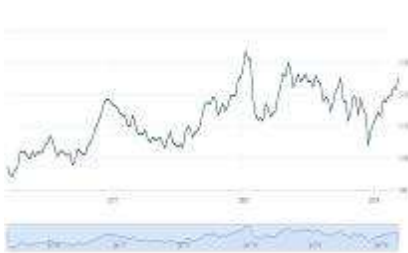
Pfizer Inc. (PFE)



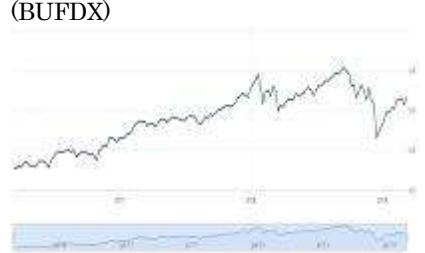
Verizon Communications Inc. (VZ)



Chevron Corp. (CVX)



Buffalo Dividend Focus Fund (BUFDX)



チャートは3年

By LAWRENCE C. STRAUSS
(Source: Dow Jones)

9. The Trader 下落した翌週にすぐ切り返す ファンダメンタルズ面の追い風がない中での上昇の意味

【米国株式市場】

■ チャート面の強さ

押し目買いは有効で、うまくいっているようだ。

先週の株式市場では下落継続の理由となりそうな材料が幾つも見られたが、2019 年に入ってから最悪だった前週の流れを断ち切って回復した。主要株価指数を見ると、ダウ工業株 30 種平均は 1.6% の上昇で 2 万 5848 ドル 87 セントとなり、S&P500 指数は 2.9% 高の 2822.48 で取引を終えた。ナスダック総合指数は 3.8% 高の 7688.53 となり、小型株のラッセル 2000 指数は 2.1% 上昇の 1553.54 で週末を迎えた。



先週上昇した理由がうまく見つかるとうまいのだが。というのも、週初にはエチオピアでボーイング 737MAX8 型機が墜落して 150 人以上が犠牲となったニュースが伝えられ、週末には中国との貿易交渉の状況についてトランプ大統領から曖昧なコメントが出されたからだ。経済指標の発表はそこそこの数値が少し発表されただけで、例えば、3 月のニューヨーク連銀製造業景況指数は 3.7 だったが市場予想の 10 を大きく下回り、2 月の鉱工業生産は前月比 0.1% の伸びにとどまった。

ファンダメンタルズ面で市場を動かす理由が見つからなかったため、チャート上のテクニカル面から見ると、相場の後押しとなる理由があった。S&P500 指数が 3 月 1 日に付けた直近高値の 2803.69 をしっかりと上回り、昨年 10 月 9 日以来の高値を付けた点は強気材料だ。しかし、野村ホールディングス傘下のインスティテットのフランク・カッペレリ氏は、弱気パターンが出て大きく売り込まれることがなかった点が、より楽観的な見方につながっていると指摘する。

同氏は「弱気オシレーター」という指標に注目している。これは、市場の弱気パターンが売りにつながったかどうかを示す指標で、最大が 10 となる指標だ。同氏によると 2019 年の大部分でこのオシレーターは 3

以下にとどまっております、「過去 3 カ月間近く、下値目標に届くような売りになるほどの強い弱気パターンはなかった」ことになる。

■ 景気再加速を示唆する経済指標も

もちろん懸念がないわけではない。米中貿易交渉が合意に至らなければ市場が崩れる可能性は高く、市場予想を下回る経済指標や企業業績の発表がファンダメンタルズ面からの売りの理由となる可能性もある。テクニカル面では小型株が大型株に対して出遅れており、値上がり銘柄数が値下がり銘柄数に対してあるべき数値よりも小さいため、マクロ・リスク・アドバイザーズのチーフ・テクニカル・ストラテジストであるジョン・コロボス氏は「大型株だけがテクニカル面の節目を抜けた状態だ」と指摘する。

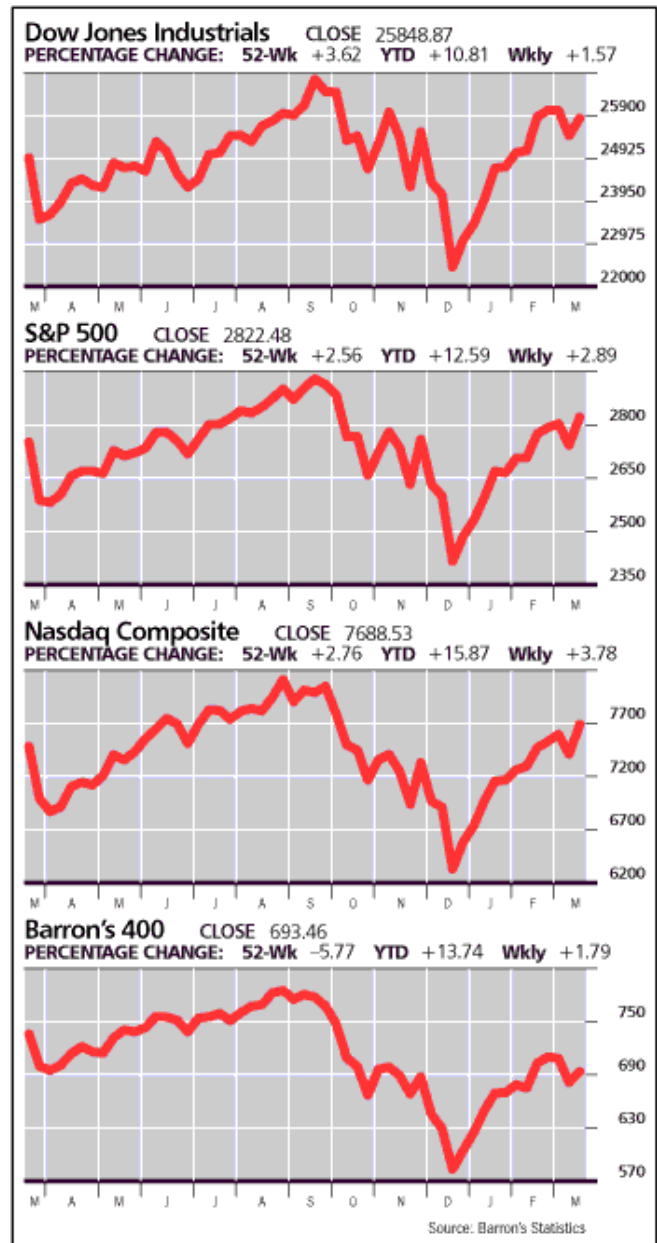
それでもコロボス氏は S&P500 指数の目標値を 3065 に据え置いている。その理由の一部は、多くの投資家が現在の上昇局面に対して確信を持ち切れていない点だ。市場が上昇するほど、そうした投資家は株式市場への参入を考えなければならず、同氏は「こうした痛みを伴った場合の市場は下落ではなく上昇するもので、市場のシナリオにどこに行くか任せれば、落ち着くところに落ち着くものだ」と述べる。

市場で最も語られているシナリオは、米国は来年にも起きそうな景気後退の瀬戸際にあるというものだ（既に景気後退に陥っているのであれば）。これに対してドイツ銀行でチーフ・インターナショナル・エコノミストを務めるトーステン・スロク氏は、景気減速は通常なら何かの過剰があった後に来るものだが、そうした兆候はほとんど見られないと指摘する。「警戒すべきなのは皆が叫び声を上げてシャンパンのボトルを持った時だが、現時点でシャンパンのボトルは冷蔵庫の中にまだあるようだ」と同氏は述べる。

一方、逆のパターンだったらどうだろうか。つまり、多くの経済指標が市場の予想を下回っているものの、景気の再加速を示すごく初期の兆候をスロク氏などは見つけており、実際に再加速した場合の市場はどうなるだろうか。

例えば、コンテナ出荷量を示す指標で毎週発表されるハーバー・ SHIPPING 指数は 1 月末に底入れした後、上昇基調が続いている。同様にブルームバーグ・ベースメタル・スポット価格指数は今年 6.8% 上昇し、バルチック・ドライ指数の上昇も始まっている。

「芽吹きが現れている。つまり経済全般と企業業績の下支えが見られるようになりそうだ」とスロク氏は述べる。同氏が正しいのであれば、後になって現在を振り返ると、あの時に押し目買いをしなかったのはなぜだろうかと思うはずだ。



■ 小型株投資

小型株のラッセル 2000 指数は年初から 3 月 1 日までに 18% 以上の上昇となり、S&P500 指数の約 12% をしのぐ勢いだった。しかし、それ以降は S&P500 指数が 0.5% 程度上昇しているのに対して、ラッセル 2000 指数は 2% 超の下落となっている。この乖離が相場全体に影を落としているとの見方もある。



小型株は大型株よりも米国内の景気に左右される比率が高く、相対的に債務が多く利益率が低いため、一般に金利上昇などのコスト圧力の影響を受けやすくなっている。従って年初からの上昇では米連邦準備制度理事会（FRB）の金利引き上げに対する「忍耐強い」スタンスが大きな役割を果たした。

現在のように小型株が下落して大型株が上昇した直近の局面は昨年 9 月だ。その後の第 4 四半期に株価が大きく下落したため、投資家全体のセンチメントに関する理解を深めるためには小型株のパフォーマンスに注目する必要があるとインスティテットのフランク・カッペレリ氏は指摘する。

同氏は 3 月初めのレポートで「小型株は市場回復を占う上で非常に重要な要素であり、投機色の大きな銘柄に対して物色の予先が向かえば、買い意欲が強いことが分かる」と書いている。ラッセル 2000 指数が昨年 8 月 31 日に付けた終値ベースの高値を上回るまでにはあと 11% 程度の上昇が必要で、これは S&P500 指数が 9 月 20 日に付けた高値を上回るための約 4% よりも大きな乖離となっている。

一方、RBC キャピタル・マーケットの米国株式戦略の責任者であるロリ・カルバシーナ氏が指摘するように、小型株は大型株よりも割安であり、過去の経験から現在が小型株の買い場になっている可能性がある。S&P500 指数構成銘柄は平均すると売り上げの約 40% を海外で得ており、昨年第 4 四半期の業績に対するマイナス要因として欧州や中国の問題を挙げていた。しかし、国内経済のマイナス面に対する言及はなく、これは国内の売り上げが相対的に大きな小型株の追い風になる可能性が高い。

従って、小型株には国内景気の下支えがあり買い場が来ているとの見方になるものの、ラッセル 2000 指数そのものが投資対象となるかどうかは別の問題だ。同指数の構成銘柄には赤字企業や負債比率の高い企業が多く、景気減速の中で苦境に陥る可能性がある多くの企業を実質的にポートフォリオに組み込むことになるからだ。カルバシーナ氏は「バリュエーション面で魅力がある投資機会は利用すべきであるものの、ファンダメンタルズ面で問題のあるこれらの企業への投資を回避できるアクティブ運用のマネジャー選択が重要になる」と指摘する。

By BEN LEVISOHN and NICHOLAS JASINSKI
(Source: Dow Jones)

10. Preview 今週の予定

【経済関連スケジュール】

e スポーツの人気化でデジタル広告が活発化

■ ミレニアル世代が広告のデジタル化を促進

対戦型のビデオゲームの e スポーツが、プロリーグの人気化などで数十億ドル規模の市場に成長し、デジタル広告業界の注目となっている。デジタルマーケティング調査会社のイーマーケットによると、e スポーツ関連のデジタル広告収入が、2020 年に 2 億ドルを超える見通しである。企業のスポンサー料、放映権収入、チケット販売、関連商品の売り上げなどに押し上げられ、2019 年の広告収入は前年比 25% 増の 1 億 7810 万ドル、2020 年は 20% 増の 2 億 1380 万ドルに達する見込みである。

1981-96 年生まれの「ミレニアル世代」はテレビ離れが顕著で、スポーツ観戦も YouTube（ユーチューブ）や Twitch（ツイッチ）などのデジタル・プラットフォームが中心であるため、企業広告もデジタルの比重が大きくなっている。イーマーターによると、2019 年は全米で 3030 万人（前年比 18% 増）が、少なくとも月に 1 度は e スポーツを観戦するとのことである。



ゲームソフト会社のアクティビジョン・ブリザード（ATVI）が提供する e スポーツのプロリーグであるオーバーウォッチリーグ（OWL）は、2 月に 2 年目のシーズンが開幕した。OWL は、米国、中国、ヨーロッパで合計 20 チームを擁し、オーナーには米ナショナル・フットボールリーグ（NFL）ニューイングランド・ペイトリオッツのオーナー、米プロバスケットボール協会（NBA）デンバー・ナゲッツのオーナー、大リーグ（MLB）ニューヨーク・メッツの最高執行責任者（COO）、北米アイスホッケーリーグ（NHL）フィラデルフィア・フライヤーズの役員なども名を連ねる。

昨シーズンの OWL ファイナルはニューヨーク市ブルックリン区にあるパークレイズ・センターで開催され、チケットは完売となった。また、スポーツ専門チャンネル ESPN で中継された。オンラインゲーム業界に特化した調査会社のニューズーによると、e スポーツの月間観戦者数は全世界で 1 億 6700 万人を数え、MLB や NHL の月間観戦者数を凌駕（りょうが）している。2020 年には、e スポーツの月間観戦者数が全世界で 2 億 7600 万人となり、NFL と肩を並べるとのことである。

By JON SWARTZ

■ 今週の予定

3 月 18 日（月）

- ・医薬品企業ティルレイ（TLRY）が四半期決算発表。
- ・全米住宅建設業協会（NAHB）が 3 月の住宅市場指数を発表。エコノミストは、63 を予想（2 月は 62）。
- ・医療器具メーカーのクーパー（COO）が年次株主総会開催。
- ・ホテルチェーン大手マリオット・インターナショナル（MAR）が、2021 年の業績見通しについてアナリスト説明会を開催。説明会の模様は、ネットでライブ配信される。

3 月 19 日（火）

- ・宅配・航空貨物大手フェデックス（FDX）、カナダの資源採掘投資会社フランコ・ネバダ（FNV）、設備資材販売持ち株会社 HD サプライ・ホールディングス（HDS）、中国の音楽配信会社テンセント・ミュージック・エンターテインメント（TME、騰訊音楽娛樂集團）が四半期決算発表。
- ・1 月製造業受注発表。前月比 0.4% 増となる見込み（12 月は 0.1% 増）。
- ・医療保険の持ち株会社ヒューマナ（HUM）が 2 年に 1 度の投資家イベント開催。
- ・画像処理半導体（GPU）大手エヌビディア（NVDA）が年次の投資家イベント開催。

3 月 20 日（水）

- ・大手食品メーカーゼネラル・ミルズ（GIS）、半導体製造大手マイクロン・テクノロジー（MU）が四半期決算発表。
- ・化学分析機器メーカーのアジレント・テクノロジーズ（A）、コーヒーチェーン大手スターバックス（SBUX）が年次株主を開催。
- ・バイオ医薬品大手アレクシオン・ファーマシューティカルズ（ALXN）が、難病治療の新薬開発をテーマに投資家イベントを開催。

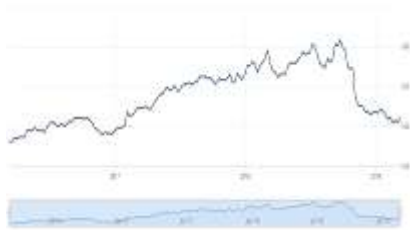
3 月 21 日 (木)

- ・ 食品メーカーのコナグラ・ブランズ (CAG)、外食チェーン大手ダーデン・レストランズ (DRI)、大手スポーツ用品メーカーのナイキ (NKE) が四半期決算についてコンファレンスコール開催。
- ・ 日本の株式市場は春分の日で休場。
- ・ イングランド銀行 (英中央銀行) が金融政策決定を発表。政策金利を 0.75% に据え置くと予想される。
- ・ ジーンズ大手リーバイ・ストラウスがニューヨーク市場に再上場となる見込み。ティッカーは LEVI となる予定。
- ・ コンファレンス・ボードが 2 月の景気先行指数を発表。コンセンサスは 111.5 を予想 (1 月は 111.3)。
- ・ 電子計測器メーカーのキーサイト・テクノロジー (KEYS) が年次株主総会開催。
- ・ 3 月のフィラデルフィア連銀景況指数発表。2016 年 5 月以来のマイナスとなった 2 月 (-4.1) から 7 へと上昇する見込み。

3 月 22 日 (金)

- ・ 宝飾品大手ティファニー (TIF) が四半期決算発表。
- ・ 全米不動産協会 (NAR) が 2 月の中古住宅販売戸数を発表。エコノミストは、季節調整済み年率で 513 万戸を予想 (1 月は 494 万戸)。
- ・ 1 月の企業在庫発表。前月比 0.3% 低下となる見込み (12 月は 1.1% 上昇)。
- ・ 米財務省が 2 月の予算報告書を発表。2320 億ドルの赤字となる見込み。米議会予算局 (CBO) は、2019 年度 (2018 年 10 月～2019 年 9 月) の財政赤字を 9000 億ドル近くと予想。

Activision Blizzard Inc. (ATVI)



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. Investing as Globalization Declines

Trade deal with China or not, U.S. multinationals are revamping their supply chains. What investors need to know.

FEATURE

2. The Long View for Boeing Shareholders: Don't Panic

With just two major plane makers in the world, and booming orders, Boeing is almost certain to survive its latest crisis. But the cost could be high.

FEATURE

3. 4 Stocks That Could Rally With Steel

Tariffs, successful antidumping lawsuits, and Trump's bid to jump-start U.S. manufacturing are supporting domestic steel makers.

FEATURE

4. 2019 Energy Roundtable: The Outlook Brightens for Oil Stocks

From pipeline operators to the supermajors, energy companies are gushing cash and returning it shareholders. Where to find bargains—and 7% yields.

MUTUAL FUND PROFILE

A Way to Play European Stock Dividends

Natasha Sibley, who co-manages the Castor Fund at Janus Henderson, sees an opportunity amid the political uncertainty in Europe.

FUNDS

5. When Vanguard's Cheapest Funds Don't Yield the Best Returns

A slightly less expensive fund might not yield better returns. A case study of the Vanguard Total Stock Market strategy in all its various forms—Institutional Plus, Admiral, and ETF.

CURRENT YIELD

Jim Grant: The Difficult Art of Conjuring Yield From Mortgage-Backed Securities

The second-largest mortgage real-estate investment trust, AGNC Investment, conjures up yield from what may be the most perverse securities in the bond market.

UP AND DOWN WALL STREET

6. Why Investors Are Rushing Into Stocks That Act Like Bonds

UP AND DOWN WALL STREET

6. The Federal Reserve Faces a Reckoning

STREETWISE

Want to Earn a Degree in Outrage? Study U.S. Colleges

TECHNOLOGY TRADER

7. Square Sways as It Tries to Balance Tech and Banking

INCOME INVESTING

8. The Top 5 Actively Managed Dividend Funds

THE ECONOMY

China's Slowdown Is Worse Than You Thought

FACTOR INVESTING

Factors Don't Always Work As Research Suggests. Here's Why.

THE TRADER

9. S&P 500 Gains 2.9% for the Week Because Up Is the New Down

TRADER EXTRA

Solar Stocks Get Their Power Back

TRADER EXTRA

9. How to Play Small-Cap Stocks Now

REVIEW

Health Care Is Going Digital, and This Stock Is Poised to Benefit

Of some 1.4 billion U.S. health visits, all but 10 million still occur in an office. Digital trends are sure to change that dynamic, and Teladoc is well positioned to profit from the change.

PREVIEW

10. As E-sports Gain in Popularity, Advertisers Come to Play

Professional videogaming has blossomed into a multibillion-dollar industry, drawing the dollars of investors, sports owners, and advertisers.

INTERNATIONAL TRADER - EUROPE

A Solid U.K. Insurer With an Eye-Catching 7.5% Yield

EMERGING MARKETS

Emerging Markets Are Poised to Rally Again

STRIKING PRICE

How Boeing Stock Investors Can Hedge Their Bets

Since the stock is likely to remain under pressure, investors should focus on hedging their shares if they are not interested in selling them

COMMODITIES CORNER

Rising U.S. Shale Output to Test OPEC's Production Limits

The oil cartel has successfully limited oil production to lift prices in 2019, but may find itself thwarted by the U.S.'s soaring shale output and market share gains. Flatter pricing gains could result.

MARKET WATCH

The 2019 Stock Market Rally Holds

But there was no obvious recent catalyst for either the move lower or the subsequent rebound

RESEARCH REPORTS

AT&T Bets on Diversity

The wireless giant invests in a broad range of content

13D FILINGS

Starboard Value Urges Zayo Group to Sell Itself

Plus, 11 other deals made or in the making

MAILBAG

Letters to Barron's

Letters on Delta Air Lines, Detroit, the trade deficit, the price of coffee, and tech's "cold war"

『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 3 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