2019年4月29日号

Dow Jones Weekly Newsletter

バロンズ拾い読み

& ダウ・ジョーンズ ニュース

DOW JONES

THIS WEEK'S MAGAZINE　Week of April 29

1. Big Money Poll: Even Bulls Are Cautious　強気派すら慎重→ P.2　【ファンドマネジャー調査】

ビッグ・マネー調査：年初来の上昇を受けて強気な見通しの割合が低下

2. Buffett Is to Face Some Tough Questions　問題に直面→ P.8　【バークシャー・ハサウェイ】

株価がアンダーパフォームする中での株主総会　本誌提案の再掲

3. The Trader　S&P500 指数とナスダック総合指数が高値更新→ P.11　【米国株式市場】

予想を上回る業績発表と GDP 成長率が原動力となる

4. A Top Investment Manager's Stock Picks　辣腕マネジャーの推奨銘柄→ P.14　【インタビュー】

最大の懸念材料は貧富の格差と国家債務

5. Up And Down Wall Street　最高値更新の中、良いことずくめではない→ P.16　【コラム】

S&P500 指数とナスダック総合指数は最高値、米国の GDP 成長率は 3.2%

6. The Zoom Video IPO Shows That Crazy Bubbles Still Exist　依然としてバブル→ P.19　【IPO】

高過ぎるバリュエーションのリスク

7. Avengers, Game of Thrones, and a Stock to Rule Them All　映画界の覇者→ P.20　【メディア】

新動画配信サービスの詳細を発表したウォルト・ディズニーに注目

8. How to Spot the Best Multifactor Stock ETFs　マルチファクターETF→ P.22　【ETF】

ハイテク株 1 強市場に多様性をもたらす

9. Stock Dividends Aren't What They Used to Be　配当に対する見方の変化→ P.24　【配当】

配当利回りが低下してきた理由

10. Preview　今週の予定→ P.26　【経済関連スケジュール】

マイクロソフトの時価総額が一時 1 兆ドルを突破

※　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. Big Money Poll: Even Bulls Are Cautious　強気派すら慎重　【ファンドマネジャー調査】ビッグ・マネー調査：年初来の上昇を受けて強気な見通しの割合が低下

■　強気派が 49%に減少、弱気派は 16%に増加

米国株は年初来で大幅に上昇している。上昇率はナスダック総合指数が 22%、S&P500 指数が 17%で、両指数は先週に過去最高値を更新した。ダウ工業株 30 種平均（NY ダウ）も 14%上昇しており、過去最高値を上回る勢いである。

しかし、上昇相場が続くという信頼感は後退している。本誌が春と秋の 2 回行うビッグ・マネー調査の最新版によると、148 社の資産運用マネジャーのうち、今後 12 カ月の株価見通しについて強気と回答した割合は 49%と昨年秋の 56%から減少した。強気派が 50%を下回ったのは 2016 年秋以来である。同時に、弱気派は昨年秋の 9%から 16%に増加している。株価が妥当と考えている資産運用マネジャーの割合は、約 70%とほぼ 5 年ぶりの高さに上る。

強気派の根拠は、米連邦準備制度理事会（FRB）による利上げの一時停止、米中の貿易交渉における合意の可能性、粘り強い企業利益の伸び、半世紀ぶりの強さを見せる米国労働市場である。ブリッジズ・インベストメント・マネジメントのエドソン・ブリッジズ氏は、「企業利益は堅調を維持している。利益の 1 桁半ばの伸びに相当する分、株価が上昇すると考えている」と語る。

一方の弱気派は、米国経済と企業利益の伸びの減速や、政策の失敗による景気後退の可能性を重視している。モーガン・デンプシー・キャピタル・マネジメントのマーク・ディオン氏は、「企業利益の伸びが鈍化したり、減益となったりする中で、バリュエーション上昇による強気相場が持続するという見方には賛同しかねる」と述べる。

米国経済が景気後退に入る時期については、回答者の約 44%が 2020 年、32%が 2021 年、20%が 2022 年以降とみている。米国の国内総生産（GDP）成長率は、2018 年第 2 四半期に年率 4.2%のピークを付けた後、2019 年第 1 四半期は 3.2%まで低下している。

今後 12 カ月の最大のリスクについては、28%が景気の後退や減速、21%が企業利益の予想未達を挙げた。キングズ・ポイント・キャピタル・マネジメントのジャック・サルツマン氏は、前者が後者の原因となることを懸念している。この場合、同氏は S&P500 指数が約 15%下落し、2020 年半ばまでに 2500 になると予想する。

キャピタル・マネジメント・コーポレーションのティモシー・コール氏は、米国の堅調な消費を理由に楽観的な見方を取る。同氏は「個人消費は米国経済の 68%を占め、消費者は現在堅調な状態にある」と語る。10 年近く停滞していた賃金は上昇し始めており、最近の伸び率は年率 3%を上回る。同氏は米国の労働人口の拡大も指摘し、「消費者の今年の所得は 5%増える」と予想する。

企業と政府の消費も増えている。コール氏は今年、米国事業を拡大するための企業投資が増加する一方、高齢化によって給付金支出も増えるとみている。同氏は今後 12 カ月の米国 GDP 成長率が 3.5%に加速すると予想している。

■　FRB には「何もしない」ことを希望

年初来の好調な出足を踏まえ、強気派も上値余地は小さいと考えている。強気派が予想する S&P500 指数の上昇率の平均値は、年末までに 1%未満、来年 6 月までの期間が 4%となっている。弱気派は大幅な下落を見込んでおり、予想下落率の平均値は年末までに 12%、来年 6 月までの期間が 14%である。

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

今後 FRB が取るべき行動については、過半数のマネジャーが、利上げも利下げも行わず、バランスシート縮小を続けることを望んでいる。要するにマネジャーは、昨年の金融政策の変化を経済が吸収するまでの間、FRB が「何もしない」ことを求めている。ヘンダーショット・インベストメンツのイングリッド・ヘンダーショット氏は、「賃金圧力がインフレにつながる場合や、経済成長率が加速する場合は、利上げを再開するのは問題ないと考える。しかし、12 月の状況を鑑みると、利上げを一時停止するのが賢明だ」と語る。

全てのマネジャーが FRB の手法に賛成というわけではない。ストラレム・アンド・カンパニーのハーシェル・アベルソン氏は、量的緩和を疑問視している。同氏の見解では、各国の中央銀行が大規模な資産買い入れを実施したことで、世界の債務が GDP を大きく超えるほどに増加し、持続不可能な水準に達した。本調査の回答者の 80%は米国政府債務の膨張を懸念している。アベルソン氏は、危機が差し迫っているとは考えていないものの、ポートフォリオの保有銘柄の約 3 分の 1 を弱気相場に強い銘柄としている。

年初来ではディフェンシブな銘柄が市場をアンダーパフォームする一方、黒字化していないハイテク銘柄やバイオ製薬銘柄の株価が急上昇している。回答者の約 75%はハイテクセクターの投資判断を「買い」としている。しかし、成長ストーリーよりもファンダメンタルズに注目した方が良いかもしれない。ヘンダーショット氏は「オンライン旅行代理店のブッキング・ホールディングス（BKNG）やグーグル親会社のアルファベット（GOOGL）など、当社が長年保有している銘柄の株価は依然として妥当とみている。新規上場する企業に多くの資金が集まっているが、旧来のハイテク株のバリュエーションも合理的だ」と語る。

サルツマン氏は、現在の S&P500 指数の予想株価収益率（PER）が約 17 倍であることを妥当とみているが、バリュエーションの差が拡大していると指摘する。同氏は、「PER は勝ち組が 20 倍台半ば、負け組が 10 倍台前半となっている」と述べ、「市場で見落とされている側」に注目することを推奨する。強気相場が最高値を更新し続けるためには、幅広い銘柄が上昇する必要がある。昨年に大幅な上昇となった銘柄の多くが過去最高値を付けるまで回復したことを踏まえると、今こそ「見落とされている」銘柄が輝く時かもしれない。

1. Is the U.S. stock market overvalued, undervalued, or fairly valued at current levels?

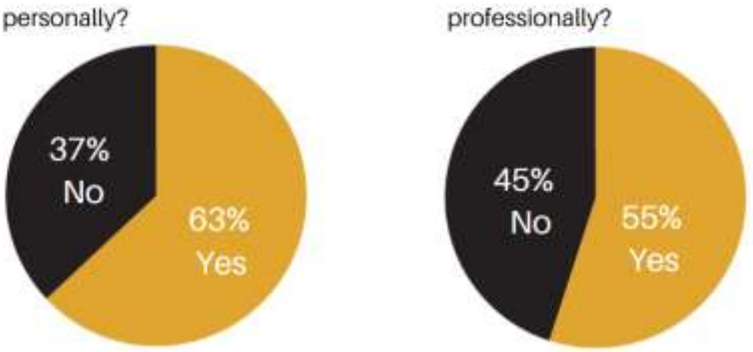
2. Predict the value of these market measures at year-end 2019 and mid-year 2020.

Bullish	Dec '19	June '20
DJIA	27,037	27,747
S&P 500	2,946	3,044
Nasdaq	8,040	8,274

Bearish	Dec '19	June '20
DJIA	23,734	23,422
S&P 500	2,569	2,526
Nasdaq	6,884	6,706

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

3. Are you beating the S&P 500 this year...



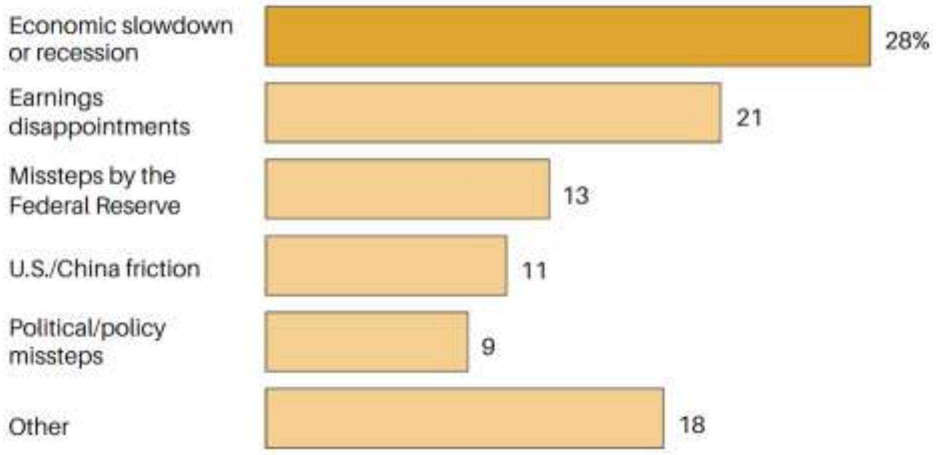
4. Describe your 12-month investment outlook for U.S. equities.

49%	16%	35%
Bullish	Bearish	Neutral

5. Are your clients bullish, bearish, or neutral about U.S. stocks?

14%	19%	67%
Bullish	Bearish	Neutral

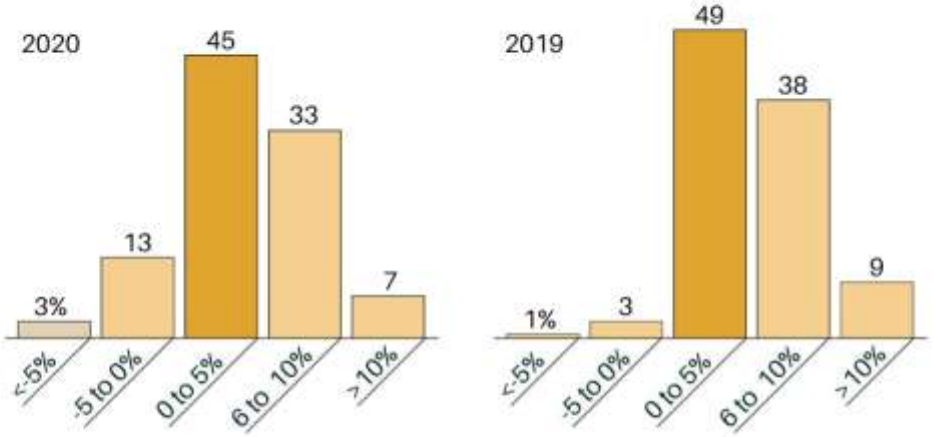
6. What is the biggest danger to the market in the next 12 months?



7. Is it easier or harder than in the past to "beat the market," or outperform your benchmark?

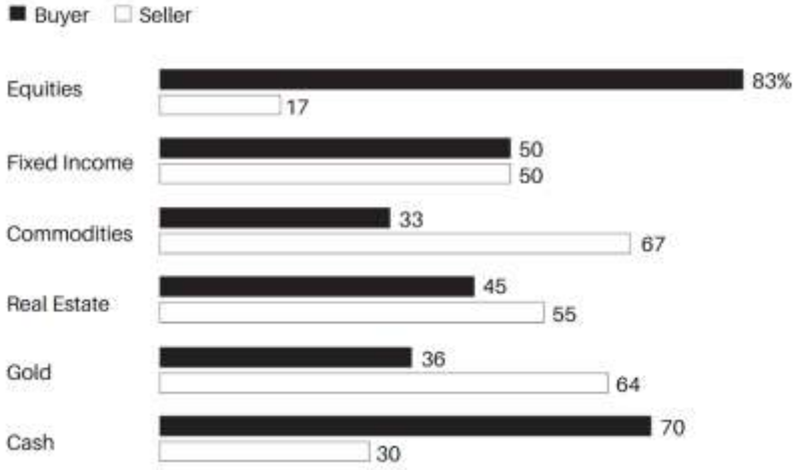
Easier	No change	Harder
10%	49	41

8. What is your estimate for U.S. corporate profit growth in 2019 and 2020?



Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

9. Are you a net buyer or net seller of the following assets?



10. Predict the levels of the following as of year-end 2019.

$60.73	$1,298.76	16.25
Oil (Nymex/bbl)	Gold (per troy ounce)	Cboe Volatility Index (VIX)
Recent Price: $63.30	Recent Price: $1,288.60	Recent Level: 12.78

11. Are you bullish or bearish on the outlook for the U.S. housing market?

12. Which major equity market will perform best in the next 12 months?

13. Should the Federal Reserve...

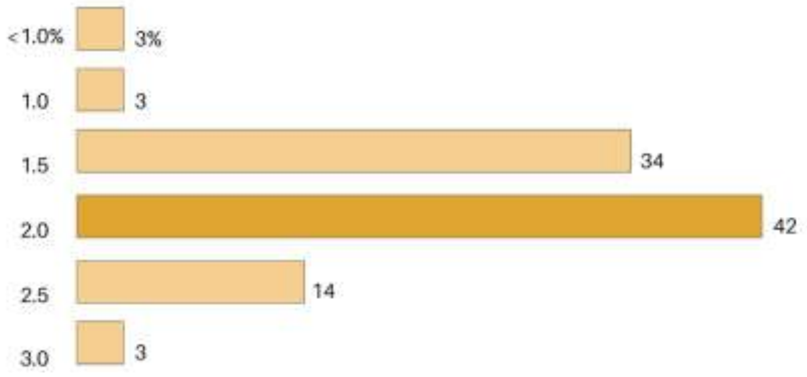
	Yes	No
...Resume interest-rate hikes?	17%	83%
...Lower interest rates?	12	88
...Shrink its balance sheet further?	64	36
...Resume quantitative easing?	8	92

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

14. Are you bullish or bearish about the following investments?

	Bullish	Bearish
Berkshire Hathaway	73%	27%
General Electric	37	63
Tesla	9	91
Apple	72	28
Facebook	31	69
Marijuana Stocks	39	61
Cryptocurrencies	9	91

15. Predict the inflation rate in the next 12 months.



16. To what degree do ESG factors (environmental, social, and governance) influence your investing decisions?

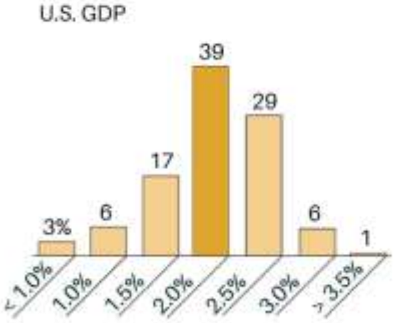
Significantly	Moderately	Not at all
5%	48	47

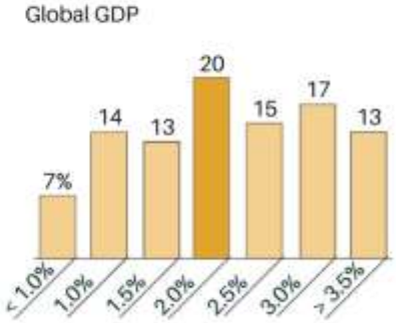
17. Are you buying or selling the following S&P 500 sectors?

	Buying	Selling
Communication Services	65%	35%
Consumer Discretionary	59	41
Consumer Staples	57	43
Energy	65	35
Financials	54	46
Health Care	78	22
Industrials	64	36
Information Technology	74	26
Materials	37	63
Real Estate	38	62
Utilities	36	64

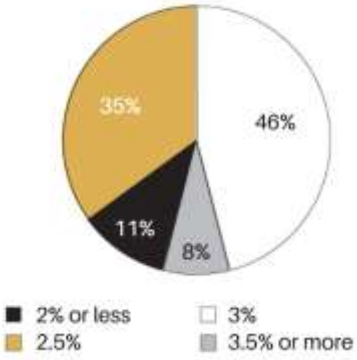
Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

18. Predict the growth rate of the real U.S. GDP and global GDP in the next 12 months.

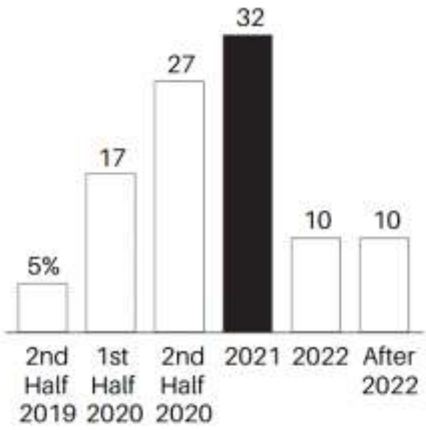




19. What will the 10-year Treasury bond yield one year from now?

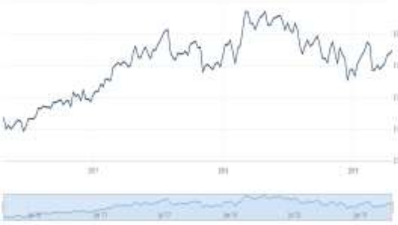


20. When will the next recession arrive?

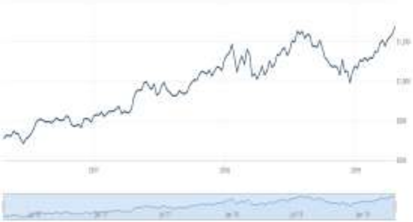


21. Will the dollar strengthen, weaken, or stay the same in the next 12 months against the euro and yen?

Booking Holdings Inc. (BKNG)



Alphabet Inc. Cl A (GOOGL)



チャートは３年

By NICHOLAS JASINSKI
(Source: Dow Jones)

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

2. Buffett Is to Face Some Tough Questions　問題に直面　【バークシャー・ハサウェイ】株価がアンダーパフォームする中での株主総会　本誌提案の再掲

■　株主は不満か？

バークシャー・ハサウェイ（BRK.A）の株主総会が 5 月 4 日に開催されるが、株価が年初来でアンダーパフォームしている状況では株主はあまり喜べない。株価不振の原因は、大型買収に備えて確保されている 1100 億ドルを超える現金や、ウォーレン・バフェット氏の年齢（88 歳）、後継者問題、同社が保有する 2000 億ドルの株式ポートフォリオのパフォーマンス不振、バリュー銘柄全般の不人気などが挙げられる。

2018 年 8 月には、自社株買いプログラムが修正されてバフェット氏の裁量の余地が広がったために、市場は一時興奮した。しかし、今年 2 月までの自社株買いは 13 億ドルで、時価総額のわずか 0.25%だ。対照的に大手銀行は年間で 5%超の自社株買いを実施している。

ウエッジウッド・パートナーズの最高投資責任者（CIO）であるデイブ・ロルフ氏は、バークシャー・ハサウェイが現金をため込むのではなく自社株買いをすべきだったと語る。同社は、2013 年から 2017 年まで自社株買いを実施していなかった。スミード・キャピタル・マネジメントの CIO であるビル・スミード氏はバークシャー・ハサウェイを保有しており、少なくとも四半期当たり 50 億ドルの自社株買いを望んでいる。

バフェット氏はフィナンシャル・タイムズ紙の最近のインタビューで、自社株買いが加速し、最大で 1000 億ドルを購入する可能性があると示唆した。ただし、自社株買いの期間は示されていない。同氏はまた、バークシャー・ハサウェイと S&P500 指数のリターンが非常に接近すると予想していると述べた。本誌は、バフェット氏が、自分が語ったことを実際に信じているとは思っていない。バフェット氏のような有能な投資家が、構築に半世紀以上も携わった企業がベンチマークに勝てないことを受け入れるとは、考えがたいからだ。

バークシャー・ハサウェイ株は、利益、自己資本および事業見通しの面でも依然として魅力的にみえる。2019 年予想株価収益率（PER）は 20 倍だ。S&P500 指数の 17 倍に対してはプレミアムだが、その差は過去数年で縮小傾向にある。バークレイズのアナリストであるジェイ・ゲルブ氏は、バークシャー・ハサウェイの各事業の長期的な成長機会を考慮すると、バリュエーションが非常に割安だと述べ、目標株価を 37 万 5000 ドルとしている（26 日の株価は 32 万 1000 ドル）。

バークシャー・ハサウェイの今年の利益は 260 億ドルになると予想されている。同社の株価純資産倍率（PBR）は 1.4 倍だ。利益創造力を考慮すると、今後の純資産は年率約 10%で増加する可能性があり、PBR が一定ならば株価も同様のペースで上昇することになる。

バフェット氏は、現金での買収を好み、市場が暴落する場合に備えた資金力の保持を望むため、多額の現金を保有しておきたいと語ったことがある。実際、2008 年の金融危機時には奏功して、ゴールドマン・サックスの転換権付き優先株を含む、魅力的な投資が可能となった。

バフェット氏の際立った名声と 17%の持ち分がなければ、バークシャー・ハサウェイは保有現金の還元を求めるアクティビストを引きつけたかもしれない。バフェット氏が保有企業に対して自社株買いを強く勧める一方で、自身が率いる会社が自社株買いに後ろ向きなのは皮肉なことだ。

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

■　本誌の提案

本誌は昨年 6 月に、バークシャー・ハサウェイを取り上げている。当時の提案は、配当の検討、将来のリーダーシップ候補を示すこと、多くの事業の報告内容の改善、株式ポートフォリオの運用を引き継ぐ公算が大きいトッド・コーム氏とテッド・ウェシュラー氏の考え方の提示、事業内容を説明するための投資家説明会の開催、だった。

バフェット氏は配当を好んでいない。とはいえ、後継者による利益再投資の負担軽減と投資家による配当支払い要求を満たすために、同氏が引退する際には配当が支払われるかもしれない。バフェット氏が投資家よりもはるかにうまく買収や株式に投資してきたために、投資家は無配でも喜んでいた。しかし近年は、買収がほとんどなく、投資のパフォーマンスも低迷しているため、価値をあまり生み出せていない。保有している現金の規模に鑑みると、1%か 2%程度の配当利回りに相当する配当を開始してはどうだろうか。

バークシャー・ハサウェイは、グレッグ・アベル氏とアジット・ジェイン氏を 1 年前にバイス・チェアマンに取り立てた。本誌は、ジェイン氏の年齢（67 歳）に鑑み、アベル氏（56 歳）が CEO を引き継ぐ公算が大きいと述べてきた。しかし両者の知名度が低いため、年次株主総会などで登壇して投資家との接点を増やしたらどうかと提言したが、バフェット氏は 2 月にその考え方を一蹴した。

スミード氏は、コーム氏とウェシュラー氏から話を聞ければ良いだろうと考えている。両氏は、バフェット氏とは別に約 130 億ドルの株式を運用しており、バークシャー・ハサウェイの保有銘柄の一部に投資していると考えられている。

■　買収の臆測

バークシャー・ハサウェイが次にどの会社を買収するのかについては、常に臆測が飛び交ってきた。最近では、デルタ航空（DAL）や格安航空（LCC）大手のサウスウエスト航空（LUV）に注目が集まっている。その理由は、バフェット氏が同業界に詳しいことや、各社が割安なことだ。バークシャー・ハサウェイは既に両社の 10%を保有している。

同社の次の買収に関する一つの手掛かりは、既に投資している会社だ。鉄道会社のバーリントン・ノーザンと金属加工会社であるプレシジョン･キャストパーツという最近の二大買収では、買収前に投資されていた。また、エイモス家が支配権を握っている保険会社のアフラック（AFL）も候補の一社だ。

しかし、バフェット氏は、企業の買収競争に参加しないということで、自らに大きなハンディを負わせている。身売り候補企業の取締役会にとって、他のオファーを検討せずにバフェット氏の提案を受け入れることは難しいだろう。一方で、バフェット氏が「良好な長期的見通しを備えた事業の価値は、非常に高い」と年次レターの中で認めているため、大型買収は期待できそうにない。

■　バフェット氏以降

バフェット氏が CEO を退任した後に、アクティビストが台頭する可能性がある。バフェット氏がいなければ、バークシャー・ハサウェイの取締役会にとってアクティビストの圧力をはねのけることは困難だろう。

バークシャー・ハサウェイの中には、いつか開放される可能性のある多くの価値が確実にある。バーリントン・ノーザンは、鉄道大手ユニオン・パシフィック（UNP）を参考にすると 1250 億ドルと評価される可能性がある。公益事業は、約 20 倍の PER を適用して恐らく 500 億ドルと評価され、保険会社のガイコの価値は規模が小さい同業のプログレッシブ（PGR）に対してプレミアムの 500 億ドルとなる可能性がある。

バークシャー・ハサウェイは、バランスシートと収益力に鑑みると究極的なディフェンシブ銘柄で、多くのポートフォリオに含まれるにふさわしい。現在のバリュエーションは妥当で、積極的な自社株買いや大型買収などのカタリストがあれば株価は上昇する可能性がある。バフェット氏退任後のリスクはあるが、その際は自社株買い、配当、そして潜在的な企業分割の恩恵を受ける可能性がある。

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

A Recommended To-Do List for Berkshire Hathaway

1. Buy Back More Stock
2. Pay a Dividend
3. Showcase the Next Generation of Leaders
4. Offer Better Financial Disclosure
5. Provide annual letter from equity managers Todd Combs, Ted Weschler
6. Hold an annual Investor Day

Berkshire Hathaway Versus S&P 500 Index

	YTD	1-Yr	5-Yr	10-Yr	15-Yr	20-Yr
Berkshire Hathaway	4.1%	7.9%	10.8%	13.7%	8.5%	7.4%
S&P 500	17.5	13.1	11.7	15.3	8.7	5.9

All returns except YTD are annualized.
Source: Bloomberg

Berkshire Hathaway's Key Equity Holdings

	Total Return		
Company/ Ticker	1-Yr	3-Yr	5-Yr
American Express/ AXP	19.1%	22.8%	7.5%
Apple/AAPL	27.4	21.0*	NM
Bank of America/BAC	1.8	28.4	15.2
Coca-Cola/KO	16.7	5.8	6.5
Kraft Heinz/KHC	-40.1	-22.9	-16.2**
Wells Fargo/WFC	-7.6	1.0	2.3
S&P 500	13.1	14.2	11.7

All returns annualized. *Two-year annualized return. **Annualized return since Kraft Heinz merger on 7/2/15. NM=Not Meaningful
Source: Bloomberg

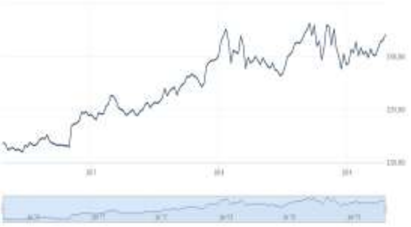
Berkshire Key Data

Recent Price	$318,500.00
Market Value (bil)	$522
2019E EPS	$15,624
2020E EPS	$16,536
2019E P/E	20.4
2020E P/E	19.3
Book Value	$224,400*
Price/Book Ratio	1.4
Cash (bil)	$112
Top shareholder	Warren Buffett 17%

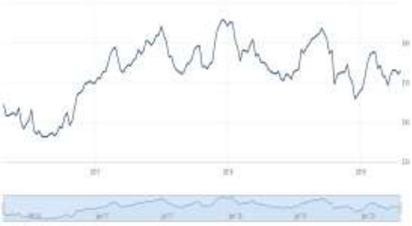
*1Q estimate E=Estimate
Sources: Bloomberg; company reports; Barclays

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

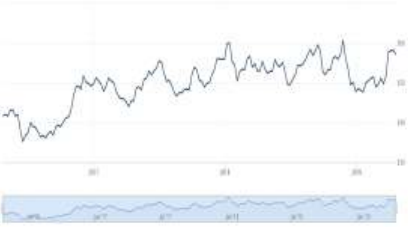
Berkshire Hathaway Inc. Cl A (BRK.A)



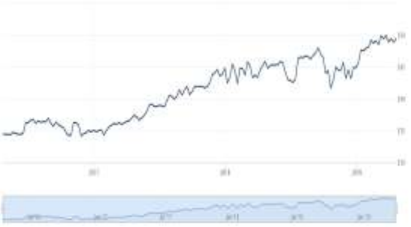
Southwest Airlines Co. (LUV)



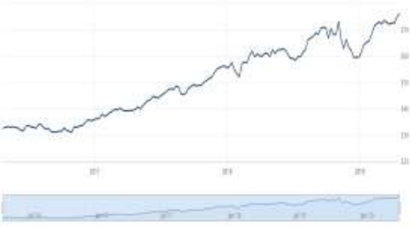
Delta Air Lines Inc. (DAL)



AFLAC Inc. (AFL)



Progressive Corp. (PGR)



チャートは 3 年

By ANDREW BARY
(Source: Dow Jones)

3. The Trader　S&P500 指数とナスダック総合指数が高値更新　【米国株式市場】 予想を上回る業績発表と GDP 成長率が原動力となる

■　史上最高値更新

ささいなことでも心配する人になるのは難しい。

何も、本誌が弱気になるのが難しいと言っているわけではない。ただ、懸念材料を見つけるのが難しいと言っているだけだ。力強い企業業績、予想外に良かった経済成長率、そして株式市場の史上最高値更新だ。

先週、ダウ工業株 30 種平均はわずかに 0.1%下落して 2 万 6543 ドル 33 セントで引けたが、他の主要 2 指数は火曜日と金曜日に史上最高値を付けた。S&P500 指数は 1.2%高の 2939.88、ナスダック総合指数は 1.9%高の 8146.40 となった。小型株のラッセル 2000 指数は 1.7%上昇して、1591.82 で週末を迎えた。

スマートマネーは用心深くしていることに誇りを感じているようだ。しかし、2019 年第 1 四半期の国内総生産（GDP）の成長率が年率 3.2%になったのは「大きな前進だ」と米国家経済会議（NEC）のクドロー委員長が CNBC に語ったのを聞いて、慎重派は非常に驚いたようだ。今週号のカバーストーリーの「ビッグ・マネー調査」では、回答者は 10 年間の強気相場が続いた後で一層弱気に傾いていた。

しかし市況を示すディスプレーを見ると、賢そうにしているのが間違いだったことが分かる。何も考えずに強気な方が良いようだ。

強気相場はヤギのように心配の壁をうまく乗り越えてきた。先週末の史上最高値更新を受けて、S&P500 指数は年初から 17%、ナスダック総合指数は 23%近く上昇したことになる。過去の市場の動きに詳しい専門家によると、昨年秋の下落から回復した第 1 四半期の大幅上昇は、年末にかけて上昇する明るい兆しになっているという。株式市場を動かしている要因に力強さが見られるからだ。

■　好材料

先週金曜日の朝に発表されたように、第 1 四半期の GDP 成長率は年率 3.2%と、昨年第 4 四半期の同 2.2%

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

から加速した。振れ幅が大きくなる傾向のある輸出入に影響された部分はあるものの、大方の予想を上回るものだった。

ナスダック市場をけん引するハイテク企業の第 1 四半期の業績は堅調だった。先週発表したアマゾン・ドット・コム（AMZN）の利益は倍増し、好調な業績を発表したマイクロソフト（MSFT）の時価総額は一時 1 兆ドルを超え、アマゾン、アップル（AAPL）とともに 1 兆ドルクラブの仲間入りとなった。好調の波に乗って注目の新規株式公開（IPO）も控えており、ビジネスチャット大手のスラック・テクノロジーズ（SK）とライドシェア大手のウーバー・テクノロジーズ（UBER）は金曜日に IPO のための目論見書を提出した。

米連邦準備制度理事会（FRB）が金利据え置きを表明したことを受けて、投資家は喜んでハイテク株投資に戻っている。バンクオブアメリカ・メリルリンチのストラテジストであるマイケル・ハートネット氏が述べたように、FRB が「金利を再び引き上げることは決してないだろう」という投資家の確信を資金の流れは反映している。

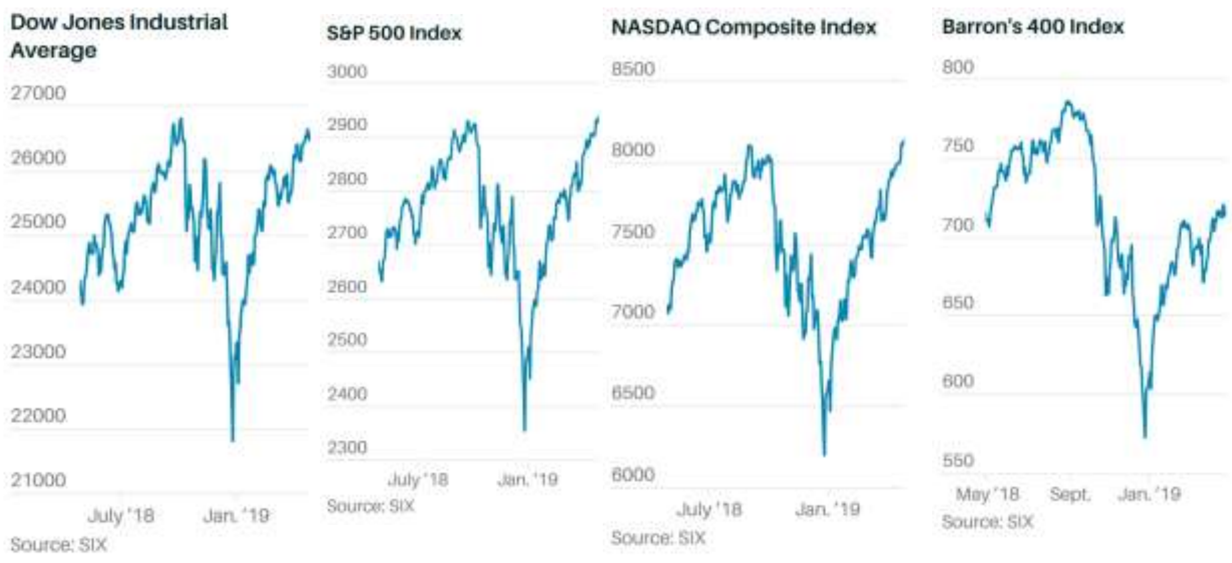
上場企業も楽観的になっている。ハートネット氏がよく指摘するように、企業による自社株買いが主な買い手となっていた。同氏は第 1 四半期の自社株買い額を前年同期比で 22%増と推定しているが、こうした急激な自社株買いは、自社株買いを抑制しようというポピュリストによる呼び掛けに対する皮肉な結果であり、銃規制の恐れが拳銃の売り上げに拍車を掛けるのと同様だとみている。

強気相場が心配の壁を上るのであれば、それは米国のロッククライマーとして有名なアレックス・オノルドのようなフリー・ソロ・クライミングになると思われるが、「リスク資産に対して引き続き強気姿勢を保つ」としたハートネット氏には多くの同調者がいるようだ。

■　業績発表の前半戦終了

企業利益は、貿易問題、ツイート、トランプ大統領の動向を抑えて、先週の株式市場の大きな材料となった。S&P500 指数採用企業の 230 社（全体の約 46%）が第 1 四半期の業績発表を済ませたが、約 80%が市場予想を上回った。昨年第 4 四半期の業績発表で約 73%の企業が予想を上回ったことを踏まえると、健全な状況だ。

ただし、経営陣が超えることが容易になるように利益予想を低めに設定していた点は頭に入れておくべきで、予想の未達が数多くあれば株式市場にとって大きな問題となる。これまでの第 1 四半期の利益の伸びは 2%で、2018 年の 23%増益と比較すると大した数字ではない。もっとも昨年の増益の一部は新たな法人税率の引き下げによるものだが、それでも第 1 四半期の利益は前年比で減益になると予想されていたため、投資家にとって最悪シナリオが現実になったわけではない。



Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

こうした背景は興味深いものだが、今後の投資方針の策定には役立たない。投資家が業績発表から新たに知り得たものはあっただろうか。世界経済は成長しているものの成長ペースが最近低下していること、および経済の大きな部分を占める自動車の売り上げが落ち込んでいる点（自動車部品や関連業界の売上高や利益率に悪影響を及ぼす）に関して、投資家は既に知っているか知っているべきだったが、業績発表とともに開かれた電話会議を聴いても、この見方が変わることはなかった。

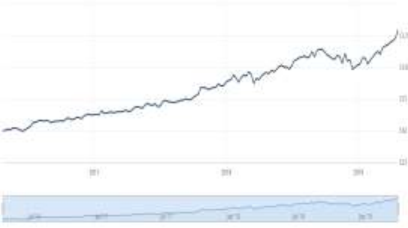
自動車、住宅および携帯電話は経済のけん引車であり、自動車業界、建設業界およびパソコン業界は世界中で何百万もの雇用を創出する 1 兆ドル規模の市場だ。自動車市場が投資家にとって重要な理由はここにある。それでも、自動車の売り上げ不振はある程度「知られていた」ものの、先週に化学・電気素材メーカーの 3M（MMM）の株価が 1 日としてはブラックマンデー以来の急落になったことを見ると、自動車関連の悪材料が全て織り込まれていたわけではないことが分かる。3M の最高経営責任者（CEO）であるマイケル・ロマン氏は、自動車販売の減少による同社製品の在庫過剰が要因になったと説明した。最終の消費者需要とサプライチェーンにおける需要に乖離（かいり）がある点は、投資家にとって良い教訓となったはずだ。

投資家にとってもう一つの教訓となったのは、アマゾンのビジネスモデルの力だ。同社は 1 株当たり利益（EPS）が市場予想の 4.67 ドルをはるかに上回る 7.09 ドルと発表した。ただしアマゾンの利益は急増したものの、発表後の先週金曜日の株価は 0.6%高にとどまった。決算報告はどの期間においても期待のゲームだ。成功するためには、決算が予想を上回ることや、投資家の期待を調整することが必要だという点は覚えておくべきである。

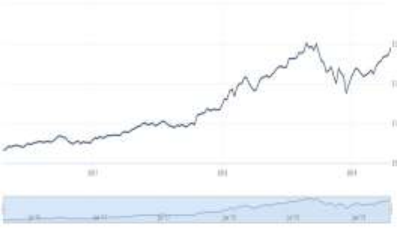
今後、市場が史上最高値に近づく中で、アナリストは業績の加速を予想している。現時点の予想増益率は第 4 四半期には 8.6%に回復し、2020 年には 11.3%増益になると予想されている。どちらも過去 5 年間の EPS の年間平均成長率である 7.7%を上回る。

このような予想と異なる見方もある。「S&P500 指数の EPS が 2019 年の第 2 四半期から第 4 四半期まで連続して増加することはない」とスタイフェルで機関投資家向け投資戦略の責任者を務めるバリー・バニスター氏は述べる。「われわれが目にしている問題は、市場が非常に高い PER で完璧な状態を織り込んでいる点だ」と同氏は指摘し、増益率が加速しなければ株式市場は問題を抱えることになると考える。当然これは懸念事項ではあるが、これまでの決算発表で経営陣が増益率の鈍化見通しを示すことはなかった。

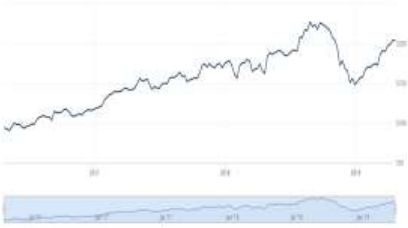
Microsoft Corp. (MSFT)



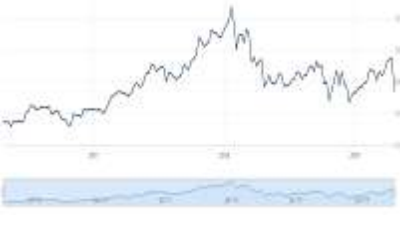
Amazon.com Inc. (AMZN)



Apple Inc. (AAPL)



3M Co. (MMM)



チャートは 3 年

By BILL ALPERT and AL ROOT
(Source: Dow Jones)

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

4. A Top Investment Manager's Stock Picks　辣腕マネジャーの推奨銘柄　【インタビュー】最大の懸念材料は貧富の格差と国家債務

■　株式市場に対する前向きな見方を維持

銘柄選択で米国屈指のチームを抱える資産運用会社、サンドヒル・インベストメント・マネジメントは、ニューヨーク州バッファローに拠点を置き、運用資産は 14 億ドルに上る。創設者のエドウィン・ジョンストン 3 世氏率いる 4 人のチームが運用するコンセントレーテッド・エクイティ・アルファ（CEA）ポートフォリオは、投資対象を 25～30 銘柄に絞り込み、2004 年の設定から今年 3 月末までに 330%のリターンをたたき出している（S&P500 指数は 148%）。本誌はジョンソン氏に株式市場に関する見方や懸念材料、有望銘柄について聞いてみた。

本誌：昨年の株式市場に対する懸念は的中したが、現状についてどうみているか？
ジョンソン氏：昨年夏には株式をかなり売却した。バリュエーションが明らかに持続不可能な水準にあったためだ。だが、第 4 四半期の相場下落でバリュエーションは元の水準に戻っている。われわれは投資先企業の幹部や市場アナリストと対話を重ねることをモットーとしている。経済や企業の増収率はなお極めて健全な状態にあるため、前向きな見方は崩していない。ただし、景気拡大サイクルは既に 10 年目に入っている（平均は 7 年）ため、ある時点で市場が大きく反落する局面が訪れるだろう。

Q：楽観的な見方をしているようだが。
A：中国に対する関税、ブレグジット（英国の EU 離脱）、金利、国境の壁といった問題がひっきりなしにニュースの見出しを飾っているが、市場に長期的な影響を及ぼすとは考えていない。

■　懸念材料は社会の分断・貧富の格差と政府債務

Q：懸念材料はあるはずだが。
A：資本市場に大きな混乱をもたらしかねない不安材料が二つある。一つ目は社会の分断と貧富の格差だ。米国の総人口のわずか 0.1%が国全体の富の 12%を占める状況の中で、意見の対立が深まっており、さまざまな問題が不当に政治利用されている。二つ目の不安材料は政府債務だ。現時点で 22 兆ドル弱、対国内総生産（GDP）比で 107%まで膨れ上がっている。大半の政治家は、米ドルは準備通貨なので財政赤字を構造的に増やせると考えているようだが、世界全体の外貨準備高に占める米ドルの割合は 1977 年の 85%から 62%に低下している。

■　銘柄選択のポイントと推奨銘柄

Q：ファンドに組み込む銘柄をかなり絞り込んでいるようだが、保有する銘柄をどうやって選択するのか？
A：米国内のミューチュアルファンドは平均で 91 銘柄を組み込んでいるが、91 銘柄も保有するのであれば、単純に上場投資信託（ETF）の SPDR シリーズでも買えば手数料を節約できる。30 銘柄でもかなりの分散化が可能だ。

われわれは構造的に競争優位にある長期的に有望な銘柄を探している。例えば、山岳リゾート施設運営の持ち株会社ベイル・リゾーツ（MTN）は北米の高級スキー場を対象に 10 年～40 年のリース契約を農務省と結んでいる。また、画像編集ソフトウエア企業アドビ（ADBE）が販売する「フォトショップ」は世界のクリエイティブ系プロフェッショナルの 90%超が利用しており、「クリエイティブ・クラウド」アプリのダウンロード数は 1 億 1000 万件を上回る。われわれはアドビを 2011 年に、ベイル・リゾーツを 2012 年に購入し、株価はそれぞれ 10 倍、4.5 倍になっている。双方とも将来が有望視されるため、われわれは引き続き保有している。

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

Q：ファースト・データを買収したファイサーブ（FISV）の投資テーマは？
A：ファイサーブは金融情報処理システムとサービスを銀行に提供しており、米銀の 3 行に 1 行は同社のシステムを利用している。同社は電子決済処理大手のファースト・データを投資会社 KKR から取得し、間接費の重複を踏まえたシナジー効果を年間ベースで 9 億ドル、売上高のシナジー効果を 5 億ドルと見込んでいる。われわれは総負債／EBITDA 倍率（総負債と利払い・税引き・償却前利益の比率）が 2015 年の 7 倍から 2019 年末までに 3.7 倍に低下すると予想している。

目下、フィンテックはホットな話題であり、銀行はさらなる効率向上に向けてシステムの更新に迫られている。同社は過去 34 年間にわたり一貫して 10%以上の利益率を生み出すという偉業を達成してきた。

Johnston's Picks

Company/Ticker	Recent Price
Fiserv/FISV	$86.30
Dentsply Sirona/XRAY	50.18
Bloom Energy/BE	12.34

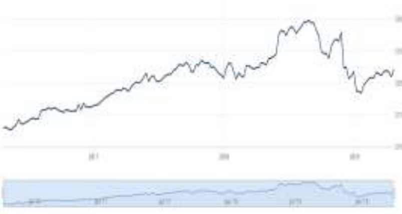
Source: Bloomberg

Q：2016 年の合併以降、経営がもたついてきた歯科用製品メーカーのデンツプライ・シロナ（XRAY）はどうか？
A：デンツプライという北米の有力消耗品メーカーとシロナという欧州の歯科用品のリーダー企業が合併して誕生した同社については、「ばらばらの会社をもう一度まとめる」というのが投資テーマだ。2018 年 1 月にカーディナル・ヘルス（CAH）の医療部門の責任者から新最高経営責任者（CEO）として迎えられたドン・ケーシー氏は、サプライチェーンを一本化し、研究開発を優先させる計画だ。10 本の事業を 4 本に縮小しており、今後従業員の削減も加速させる。株価収益率（PER）は 22 倍で、2020 年末までに株価は少なくとも 60 ドルに達する可能性がある。その場合、20%のリターンを手にすることができる。

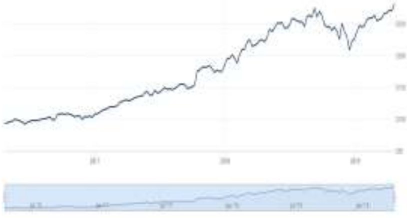
Q：発電機器メーカーのブルーム・エナジー（BE）は？
A：同社の投資テーマは「ゲーム・チェンジャー」だ。同社は天然ガスを燃焼させずに、酸素と天然ガスを使用して電力を生み出すエナジーサーバーを製造している。このサーバーが商用ビルに提供する電力価格は 11.4 セント／キロワット時と、コネチカット州の 18 セント、カリフォルニアの 16 セントを下回る。ベンチャーキャピタルから 4 億ドルに上る開発資金を集めており、同社製のエナジーサーバーはニューヨークのタイムズ・スクエアにあるモルガン・スタンレーのトレーディング本部やユタ州にあるイーベイ／ペイパルのデータセンターなどで利用されている。

ここではムーアの法則が働いている。つまり、サーバーの製造数が増えれば、キロワット時当たりのコストは低下し、世界中で最も安いエネルギー源になる可能性があるのだ。5 年に 1 回の頻度で世代が変わるごとに、キロワット時当たりコストは 30～35%低下する。市場は巨大だ。われわれは 150 万株を購入しており、ポートフォリオの組み入れ比率は 2.6%に上る。

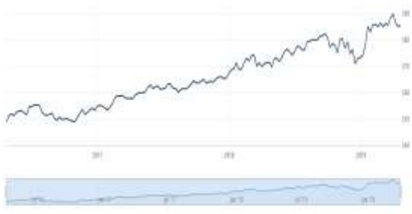
Vail Resorts Inc. (MTN)



Adobe Inc. (ADBE)

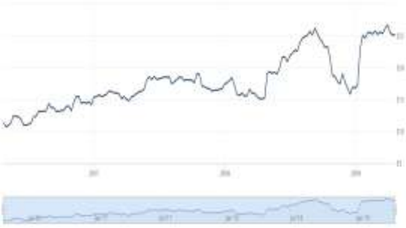


Fiserv Inc. (FISV)

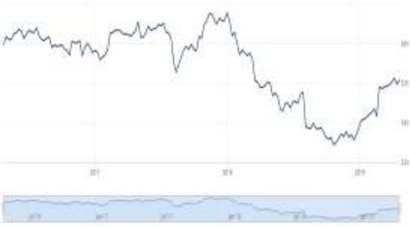


Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

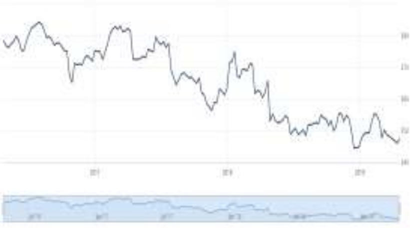
First Data Corp. Cl A (FDC)



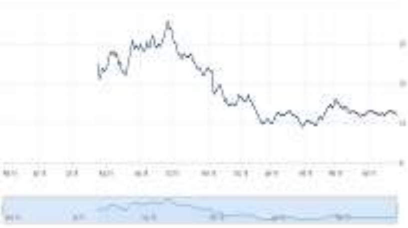
Dentsply Sirona Inc. (XRAY)



Cardinal Health Inc. (CAH)



Bloom Energy Corp. (BE)



チャートは 3 年 (BE は 1 年)

By LESLIE P. NORTON
(Source: Dow Jones)

5. Up And Down Wall Street　最高値更新の中、良いことずくめではない　【コラム】 S&P500 指数とナスダック総合指数は最高値、米国の GDP 成長率は 3.2%

■　指数の最高値更新の中、先行きは？

2019 年はまだ 3 分の 1 も過ぎていないが、金融市場にとっては素晴らしい 1 年になりそうな勢いだ。S&P500 指数とナスダック総合指数は先週最高値を更新した。世界の株式市場の時価総額は年初来 10 兆ドル増加し、クレジット市場も 2 兆ドル膨らんだ。米国例外主義と取られかねないが、米国市場は他市場を大きく引き離している。上場投資信託（ETF）の例を使って説明すると、4 月 25 日までの 1 年間の SPDR S&P500 ETF（SPY）のトータルリターンは 16.73%、ナスダックの大手成長企業を含んでいるインベスコ QQQ トラスト（QQQ）は 23.7%だが、海外のリターンはこれより低く、米国以外の主要先進国市場に連動する i シェアーズ MSCI EAFE ETF（EFA）は 12.59%、i シェアーズ MSCI エマージング・マーケッツ ETF（EEM）は 11.9%だ。

第 4 四半期の下落からの力強い回復は、利上げに関して忍耐強く対処するとの米連邦準備制度理事会（FRB）の発言を受けたもので、株式や債券、外国為替市場に安心感が生じ、ボラティリティが低下して、ハイイールド債のデフォルト（債務不履行）に対する保証コストも低下した。企業の経営環境好転は株式市場にも恩恵をもたらした。動画配信のネットフリックス（NFLX）を例に挙げると、同社は約 22 億ドルのジャンク債を米ドル建ては 5.375%、ユーロ建ては 3.875%の利回りで発行した。巨額資金は制作費に充てられるが、疑わしいプロジェクトにお金を捨てていると揶揄（やゆ）する声も聞こえる中、株価は年初来 40%上昇している。

ダウ工業株 30 種平均（NY ダウ）は先週、0.06%の下落で終え、記録更新とはならなかった。その立役者（悪役）は金曜日に 9%下落した半導体大手インテル（INTC）や、木曜日に失望的な決算で 13%下落した複合企業 3M（MMM）だ。3M の下落は 1987 年 10 月 19 日のブラックマンデーの 26%下落に次ぐものだ。

テクニカルアナリストで、自らの名前を冠した投資顧問会社を経営するルイーズ・ヤマダ氏は、今年のラリーにもかかわらず、いまだに月次モメンタム指標が上昇せず、判断の岐路に立っていると述べている。値上がり銘柄数と値下がり銘柄数の比率や最高値更新銘柄数も現時点では説得力に欠けるという。S&P500 指数

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

やナスダック総合指数は最高値を更新したが、アマゾン・ドット・コム（AMZN）やソーシャルネットワーク大手のフェイスブック（FB）は以前の高値を下回っている。そのかわりに、昔のハイテクブームのスター企業が活躍している。先週時価総額が一時 1 兆ドルに達したマイクロソフト（MSFT）や、ネットワーク機器大手のシスコシステムズ（CSCO）だ。また、メディアであまり多く取り上げられない工業系の銘柄が上昇率上位にあり、物流大手のエクスペディターズ・インターナショナル・オブ・ワシントン（EXPD）、トラック製造大手のパッカー（PCAR）、工業製品・包装用品大手イリノイ・ツール・ワークス（ITW）、産業機械大手インガソール・ランド（IR）、電子計器や電気機械装置メーカーのアメテック（AME）などがその例だ。

S&P のハワード・シルバーブラット氏は、昨年 9 月のピークから現在までの期間に、指数そのものはほぼ変わりない水準だが S&P500 指数構成銘柄のうち約半分は上昇し、半分は下落したため、銘柄選びが重要な相場になっていると指摘する。勝ち組だけを選び、負け組を避けることができれば良いのだが（そうはならない）、とインデックス投資派は主張する。

以前なら「5 月に売って、どこかへ行け」などと言っていたものだが、現在では信頼性が薄い。過去 50 年では、11 月 1 日から 4 月 30 日の期間のダウの上昇率 7.55%に対し、5 月 1 日から 10 月 31 日は 0.31%だが、過去 5 年間でみると、5 月 1 日から 10 月 31 日の上昇率の 4.31%上と 11 月 1 日から 4 月 30 日の 5.48%では差が狭まり、説得力が弱い。

■ GDP 成長率の数値は高いが中身が問題

作家マーク・トウェインは「うそには 3 種類ある。うそ、大うそ、そして統計だ」という表現を広めたとされる。今回の国内総生産（GDP）統計にも当てはまりそうだ。第 1 四半期の米国の実質 GDP 成長率は前期比年率換算（以下同）で予想を上回る 3.2%だった。インフレが FRB の目標の 2%をかなり下回っている中、この成長率では利下げはなさそうだ。2018 年第 4 四半期の 2.2%から加速したようにみえるが、一時的要因を除くなど詳しく見ると実際には第 1 四半期は減速だったようだ。

純輸出は GDP 成長率を 1%ポイント押し上げたが、世界的な貿易の軟化傾向からすると、今回の改善は継続しないだろうとキャピタル・エコノミクスのポール・アッシュワース氏は述べる。また、在庫が急増し、成長率に 0.7%ポイント寄与した。政府支出もハイウエーや道路関連の支出増加を反映し、2.4%成長した。政府支出、貿易、在庫の大幅な変動を勘案すると、経済の中核を占める民間最終消費の伸びはわずか 1.3%で、第 4 四半期のペースの約半分となっている。これは、2013 年の第 2 四半期以降最低水準だと、モルガン・スタンレーのエコノミストが指摘している。さらに同行のエコノミストは、GDP が在庫で押し上げられたため、第 2 四半期は下振れるリスクがあると指摘し、実のところ在庫が GDP を押し上げたのは 3 四半期連続だったため、第 2 四半期の GDP 成長率は 1.1%に低下すると予想している。一方、個人消費支出の伸びは 1.2%と第 4 四半期比鈍化したが、政府閉鎖、天候、年末の市場の急落などの逆風が要因と考えられるため、第 2 四半期には順調な伸びが予想される。

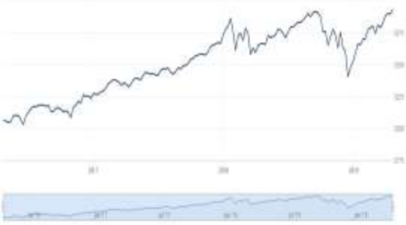
住宅投資は 2.8%減少したが、第 4 四半期の 4.7%よりは緩やかな減少だった。住宅建設セクターの ETF、i シェアーズ・US ホーム・コンストラクション（ITB）は年初来 24%上昇していることからは類推しにくいかもしれない。企業設備投資は 2.7%増で、RDQ エコノミクスによると、知的財産権への投資が同 8.6%増だったことが大きい。

好調な GDP 成長率は FRB にとってジレンマでもある。個人消費の伸びが鈍い中、インフレ率が目標値より低いため、実質金利の上昇を防ぐためには利下げが必要となる。しかし、金曜日に発表の雇用統計で失業率が一層低下した場合、「利下げは論外」と AGF インベストメンツのグレッグ・バリエール氏は述べる。

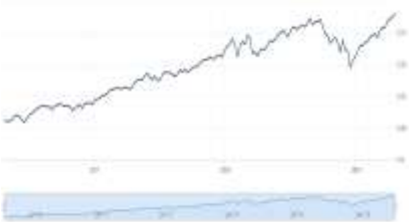
GDP 成長率にもかかわらず、フェデラルファンド（FF）金利先物市場は 0.25%ポイントの利下げを依然として織り込んでいた。CME フェドウオッチのサイトによると、先物トレーダーの想定は 12 月の米連邦公開市場委員会（FOMC）での利下げが 63.8%、2020 年 1 月では 68.6%だ。GDP は見かけの素晴らしい数値に比べて中身は見劣りするものの、一層厳しい景気悪化もなしに FRB が利下げをするとは考えにくい。

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

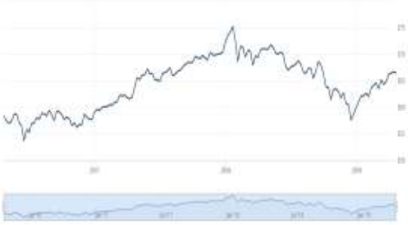
SPDR S&P 500 ETF Trust (SPY)



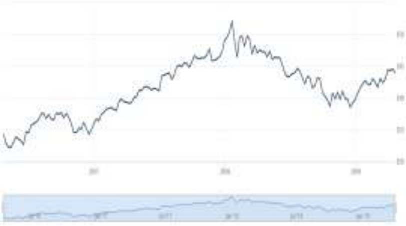
Invesco QQQ Trust Series I (QQQ)



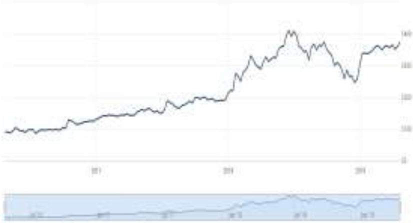
iShares MSCI EAFE ETF (EFA)



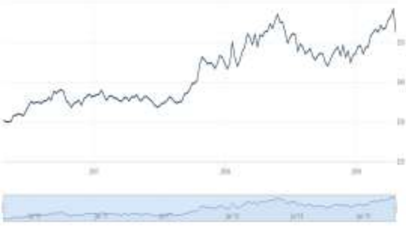
iShares MSCI Emerging Markets ETF (EEM)



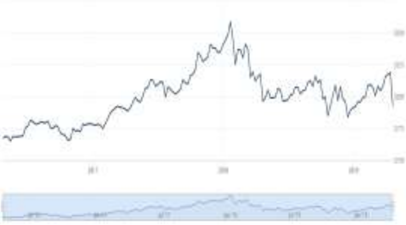
Netflix Inc. (NFLX)



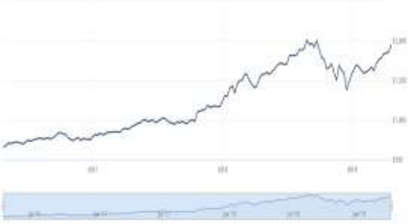
Intel Corp. (INTC)



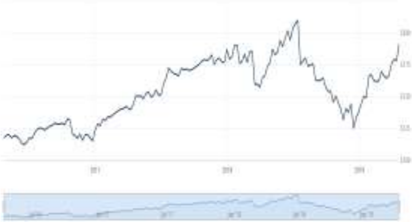
3M Co. (MMM)



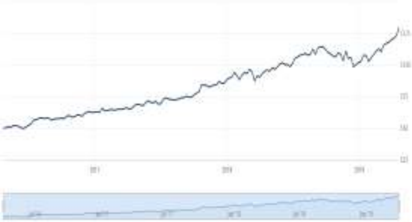
Amazon.com Inc. (AMZN)



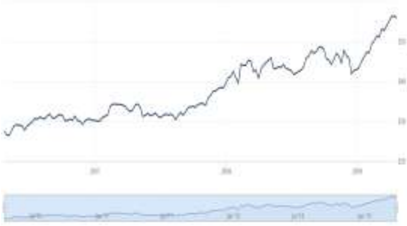
Facebook Inc. Cl A (FB)



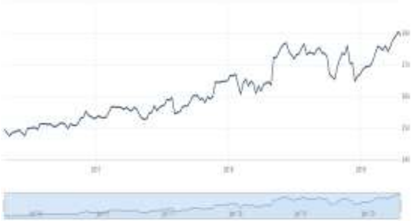
Microsoft Corp. (MSFT)



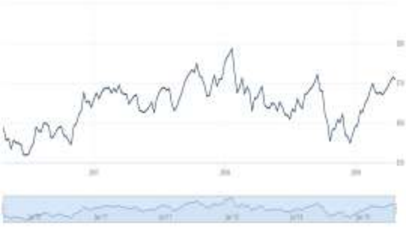
Cisco Systems Inc. (CSCO)



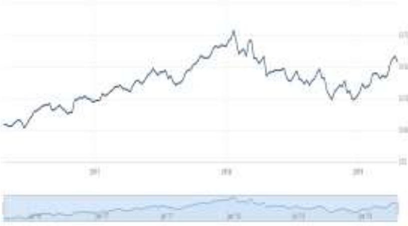
Expeditors International of Washington Inc. (EXPD)



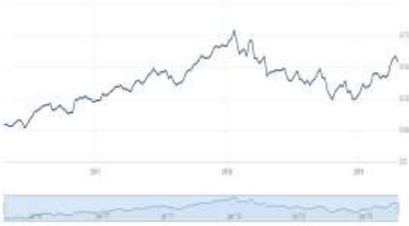
Paccar Inc. (PCAR)



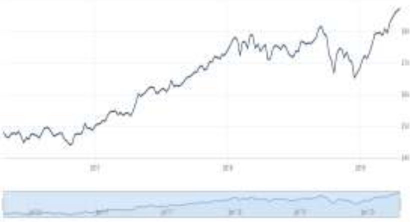
Illinois Tool Works Inc. (ITW)



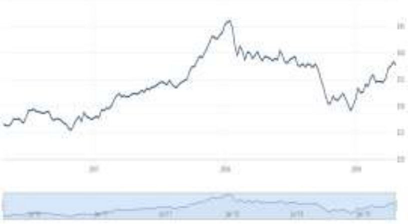
Illinois Tool Works Inc. (ITW)



Ametek Inc. (AME)



iShares U.S. Home Construction ETF (ITB)



チャートは 3 年

By RANDALL W. FORSYTH
(Source: Dow Jones)

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

6. The Zoom Video IPO Shows That Crazy Bubbles Still Exist　依然としてバブル 【IPO】高過ぎるバリュエーションのリスク

■　スタートは好調

価格は重要だ。現時点で払い過ぎると、その分だけ将来のリターンが損なわれるのだ。そのため、投資家は、極端なバリュエーションで値決めされた最新トレンドに殺到することには、特に慎重になるべきだ。IT バブルから 3D プリンティング、そしてレアメタル会社と、ウォール街は、はやりのものであれば、どんな値段でも売ることで知られている。そして、そのような銘柄に資金をつぎ込んだ投資家が平均を下回るリターンしか得られない傾向があることは、歴史が示すところである。

今月の新たな注目の的は、ビデオ会議サービスを手掛けるズーム・ビデオ・コミュニケーションズ（ZM）である。有名配車サービス会社のリフト（LYFT）の株価が、先月の新規株式公開（IPO）から 20%下落している一方、ズームの株価は、IPO から 1 週間強で公開価格から 84%近く値上がりし、今年の IPO の中では、米国企業として最も高いパフォーマンスを示している。同社の 3 桁台の売上高増加率、「簡単にちゃんと動く」サービス、魅力的なサブスクリプション収入ビジネスモデルに加え、収益性までもが称賛を集めている。

ガートナーのアナリスト、フランク・マルサラ氏は、インターネットの少ない回線容量やプラットフォームの違いを問わないサービスの信頼性や質に感心しているという。マルサラ氏は、「ズームは、使いやすさの追求において同業他社とは一線を画する」と述べている。同社は「フリーミアム（基本サービスは無料、追加的サービスに課金）」モデルを採用し、基本的なウェブ会議サービス（一定の制限あり）を無料で、より多くの機能が使える有料プランは月額 14.99 ドルから提供している。この販売戦略は効果的で、直近の 2019 年 1 月期の売上高は 118%増の 3 億 3050 万ドル、純利益は 760 万ドルとなった。

■　強力なライバルと市場見通し

同社の公開価格は 36 ドル。時価総額は 100 億ドル超と評価された。公開初日の 4 月 18 日の終値は 62 ドル。終値は公開価格比で 72%上昇した。26 日の終値は 66.22 ドル。現在、ズームの時価総額は過去 1 年間の売上高の約 60 倍と評価されている。

ルネサンス・キャピタルのキャスリーン・スミス氏は、自社のポートフォリオに含まれる企業向けソフトウエア分野の高成長企業のバリュエーションは、売上高の 15～25 倍の範囲だと指摘する。スミス氏は、「この企業グループのバリュエーションはどうしても高くなりがちだが、ズームの 60 倍に至っては鼻血が出そうな水準だ」と述べている。ファクトセットのデータによると、平均的な S&P500 指数構成企業は、昨年の売上高のわずか 3 倍の水準で取引されている。

ファミリー・マネジメントの最高投資責任者、デービッド・シャウェル氏は、投資家はズームのビジネスモデルを気に入るかもしれないが、そのバリュエーションは、多くの好材料を既に織り込んでいると指摘する。「このようなバリュエーションを正当化するには、利益率の拡大に加え、この先何年にもわたるかなりの増収が必要であり、それには、同社が競争力を維持できることが大前提となる」と述べている。同社のライバルは、マイクロソフト（MSFT）のスカイプ・フォー・ビジネス、アルファベット（GOOGL）のグーグル、ネットワーク機器大手のシスコシステムズ（CSCO）のウェベックスなどで、十分な資本を持つ大手企業だ。

ズームは IPO の目論見書で、2018 年の世界の情報分野の就業者を 12 億 5000 万人とするフォレスターの調査レポートを引用して、自社の市場機会に関する壮大な見解を示した。同社はまた、クラウドコミュニケーションやコラボレーション型ソフトウエアの市場規模が、昨年の 303 億ドルから 2022 年には 431 億ドルに拡大するという IDC の予想にも言及している。一方で、同社の実際の市場をより小さく想定する向きもある。ガートナーの見方では、ウェブ会議システムの市場は、2017 年の 68 億ドルから 2022 年には 71 億ドルまで拡大するが、急激な成長というほどではないという。

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

■　高バリュエーション IPO のリスク

リフトの場合、同社が抱えるあらゆる問題を考慮しても、少なくとも同社にとっての潜在市場は巨大だ。リフトによると、米国の消費者だけでも、個人の交通手段に年間 1 兆 2000 ドル超を支出しているという。しかし、そのような市場の可能性も、公開会社としての最初の月に同社を助けることはできなかった。この状況は既に、ライバル会社ウーバーのバリュエーションにも影響を与えている。ウーバーは先週金曜日、予定している IPO の価格レンジを 44～50 ドルに設定した。約 810 億～920 億ドルの時価総額に相当するが、昨年引受会社が提示したとされる 1200 億ドルを下回っている。

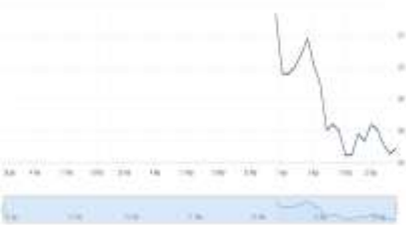
フロリダ大学のジェイ・リッター教授から提供されたデータが、高バリュエーション IPO のリスクを指摘している。リッター教授は、2001 年から 2018 年までに実施された IPO のうち、年間売上高が 1 億ドル以上で、取引初日の終値に基づく株価売上高倍率が 30 倍を超えた 9 件を調査した。その結果、それらのパフォーマンスはいずれも、その後の 3 年間で市場平均を 20%下回ったことが分かった。同教授は「高バリュエーション銘柄は、たとえ経営がうまくいっても期待に応えるのは難しい」と述べている。

投資家は、ズームをよく知る業界の専門家の言葉に注意を払うべきだ。ズームの公開初日の 4 月 18 日に筆者の同僚が行った電話取材で、その人物は、「なんてクレイジーなバリュエーションだ」と言った。さらに、「正直なところ、もしも先週の時点で、株価がこうなるのではないかと言われていたら、あり得ないと答えたはずだ。しかし昨日、投資家の需要の強さに、これは大変だと思ったよ」と語った。

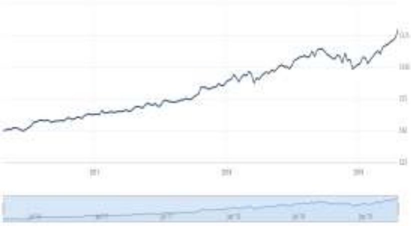
その専門家とは、ズームの創業者で最高経営責任者（CEO）のエリック・ユアン氏である。

Zoom Video Communications Inc. (ZM)

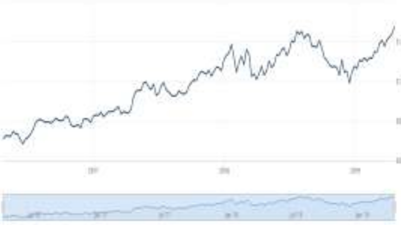
Lyft Inc. Cl A (LYFT)



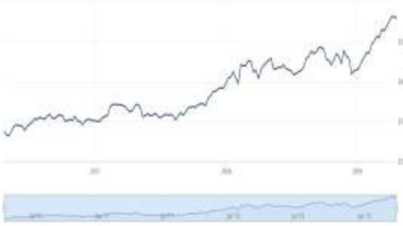
Microsoft Corp. (MSFT)



Alphabet Inc. Cl A (GOOGL)



Cisco Systems Inc. (CSCO)



チャートは 3 年
（ZM は 1 カ月、LYFT は 3 カ月）

By TAE KIM
(Source: Dow Jones)

7. Avengers, Game of Thrones, and a Stock to Rule Them All　映画界の覇者　【メディア】新動画配信サービスの詳細を発表したウォルト・ディズニーに注目

■　ディズニーの新たな挑戦

映画戦争は、ポップコーンに手をつっこむ観客をくぎ付けにするスクリーン上のみならず、娯楽業界全般でも繰り広げられている。

米国で 25 日に公開されたウォルト・ディズニー（DIS）の新作『アベンジャーズ／エンドゲーム』は、今週末に興行収入記録を塗り替える見通しだ。マーベルのキャラクターが民主党の予備選のごとく入り乱れるこの作品の初週末興行収入は、前作『アベンジャーズ／

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

インフィニティ・ウォー』が打ち立てた 6 億 4000 万ドルの記録を上回る 8 億 5000 万ドルに達する見込みで、10 億ドルの大台超えも不可能ではない。『シャザム！』が 4 週目に入った今、ヒーロー物でライバルと言えそうなのは、タイプは違えどソニー（6758）の『ホワイト・クロウ 伝説のダンサー』くらいか。旧ソ連からフランスに亡命した実在のバレエダンサーの人生を描いた作品だ。

一方、AT&T（T）の傘下に入った HBO も、28 日に新記録を作る。大ヒットドラマ『ゲーム・オブ・スローンズ』の最終章である第 8 シーズンの第 3 話が同日放送されるが、その長さは 1 時間 22 分と、これまでで最長。残りの 3 話も同様に長めになることをファンは期待するだろう。

ネット配信が幅を利かせる昨今、ディズニーも今年動画配信サービスを開始する予定だが、映画館での公開は今後も続けると、最高経営責任者（CEO）のボブ・アイガー氏は先週のインタビューで語った。大々的な公開は、乗数的な効果を生み出すからだ。

その考えに頼る大手映画館チェーンの AMC エンターテインメント・ホールディングス（AMC）は、3 年間で競合 3 社を買収。巨額の負債を抱える同社は、ディズニーが米国の映画興業収入で独壇場を築く中、『トイ・ストーリー4』、『アナと雪の女王 2』、『スターウォーズ：エピソード 9』などに期待する投資家のためのハイレバレッジな選択肢となっている。同社に強気なマッコーリ・リサーチのチャド・ベイノン氏は、1 株当たりフリーキャッシュフローは 2021 年までに 2.65 ドルに達し、フリーキャッシュフロー利回りは 17%と、S&P500 指数平均の 3 倍になると予想している。

■ 動画配信サービスは競争激化

ディズニー株は本誌がクリスマスシーズンに取り上げて以来、S&P500 指数を約 10%ポイント上回る 30%のリターンをたたき出している。同社は今月、新しい動画配信サービスの詳細を発表した。11 月 12 日に始まる Disney+（ディズニー・プラス）の料金は月額 6.99 ドルで、『アベンジャーズ／エンドゲーム』を含む 100 本以上の近年公開作と『シンデレラ』など約 400 本の旧作、そして約 7500 本の新旧テレビシリーズを視聴できる。

ディズニーの見通しによると、新サービスの関連損失は 2020 年から 2022 年の間にピークアウトし、加入者数が世界で 6000 万～9000 万人に達する見込みの 2024 年には黒字化する予定だ。JP モルガンのアレクシア・クアドラニ氏は、加入者数は最終的に 1 億 6000 万人（うち米国外 1 億 1500 万人）まで増加するとみている。ちなみに配信サービス最大手のネットフリックス（NFLX）の有料サービス加入者数は 1 億 5000 万人に迫っている。

2 年前の特集で、筆者はネットフリックスについてキャッシュバーンレート（現金燃焼率）の高さと他社コンテンツへの依存への懸念を示したが、加入者の大幅増加に伴い株価は倍以上に上昇した。2019 年の消費キャッシュは 13 億ドルから 34 億ドルに膨らむ見込みだ。ウォール・ストリート・ジャーナル紙によると視聴分数ベースでの人気作は『フレンズ』や『ジ・オフィス』などの旧作が占めており、ワーナーメディアは『フレンズ』の著作権使用料を 3 倍の 1 億ドルに引き上げたとされている。それでも、前回の読み外しに懲りた筆者は、ネットフリックスにおいそれとは懐疑的になれないが。

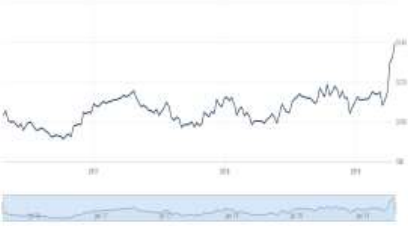
AT&T も配信サービスを今年開始予定だが、『ゲーム・オブ・スローンズ』が終局へ向かう中、投資家は決算発表後に離れていくのではないかと懸念している。この 1 週間では、ディレク TV の加入者数減少幅が予想より大きかったことが発表されると、株価は 1 日で 4%下落した。それでもフリーキャッシュフロー利回りは 11%前後で、利回り 6.7%の配当はあと何年か賄えそうだ。

コムキャスト（CMCSA）は 25 日、NBC ユニバーサルの売上高が 12.5%減少したと発表。ただし、視聴率が過去最低だった平昌オリンピックの影響を除けば、5%の増収だった。同社も新動画配信サービスの提供に向けて準備しているほか、高速インターネット事業では 10%の増収を記録した。

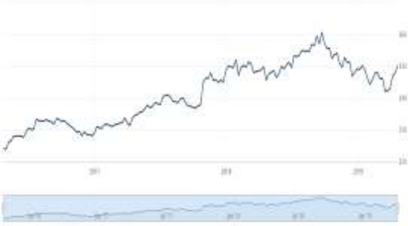
Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

過熱する動画配信競争の中で、やはり注目はディズニーだ。Disney+は家族層にターゲットを絞り、ネットフリックスとの直接競合を避けることもできる。ゆくゆくはフールーや ESPN+も束ねる可能性があり、料金引き上げも受け入れられそうだ。そしてディズニーにはテーマパークという強い武器があることを忘れてはならない。

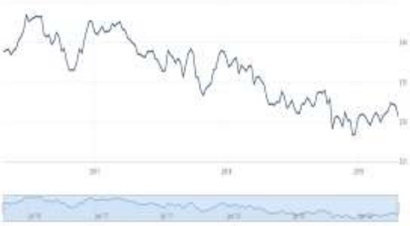
Walt Disney Co. (DIS)



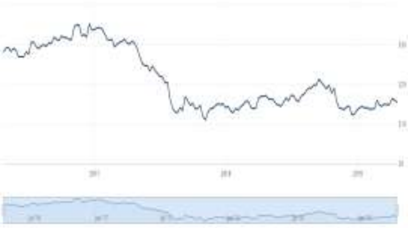
Sony Corp. ADR (SNE)



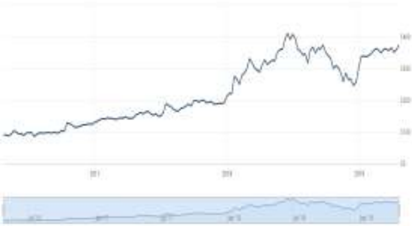
AT&T Inc. (T)



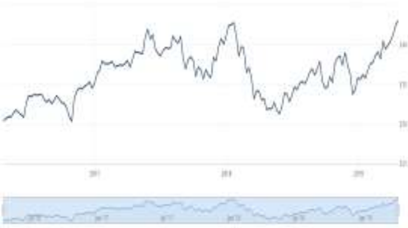
AMC Entertainment Holding Inc. Cl A (AMC)



Netflix Inc. (NFLX)



Comcast Corp. Cl A (CMCSA)

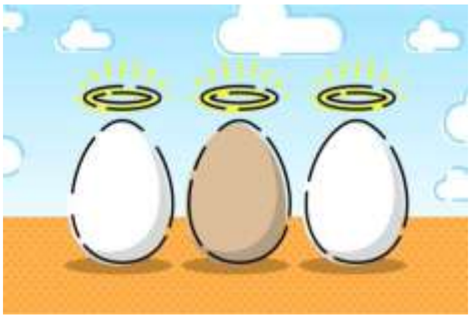


チャートは 3 年

By JACK HOUGH
(Source: Dow Jones)

8. How to Spot the Best Multifactor Stock ETFs　マルチファクターETF　【ETF】 ハイテク株 1 強市場に多様性をもたらす

■　マルチファクターETF とは？



ファクターとは、個別銘柄の株価の動きを説明する手段で、市場調査会社ファクトセット・リサーチ・システムズによると、資産総額 7590 億ドルの 518 本の上場投資信託（ETF）がファクターに基づいて組成されている。マルチファクターETF は、ファンダメンタルズ的ファクター（バリューやグロースなど）と株価モメンタムやボラティリティのようなテクニカル・ファクターを組み合わせている。

最も有名なファクターはバリューだろう。しかし他にも、リスク調整後で高いリターンを創造するとみられる多数の「ポジティブ」なファクターも研究で指摘されている。例えば、上方修正傾向にある業績予想や増配もそのようなファクターだろう。とはいえ研究によると、バリュー、クオリティ、モメンタム、低ボラティリティの成績が非常に良好だ。同じく小型株もポジティブなファクターと捉えられてきたが、初期に規模のファクターを特定した研究は規模効果を誇張していた可能性のある、不適切なデータに依拠したものだった。

マルチファクターETF の背景にあるのは、単一ではなく複数のファクターを組み込む方が良いという考え方だ。各ファクターのパフォーマンスにはサイクルがあり、それぞれ数週間、数カ月、数年の可能性がある。複数のファクターを一つの ETF に盛り込むことで、各ファクターの市場におけるタイミングという課題を排除できる。出遅れたファクターがあっても、別のファクターがアウトパフォームする公算もある。一方で、

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

保有するファクターの数が多過ぎると、ともすればリターンが低下し、コストの高いインデックスファンドになってしまう。しかし、うまく組み合わせれば、マルチファクターETF は相場のサイクルを通じてアウトパフォームするはずだ、とゴールドマン・サックス（GS）の ETF キャピタル・マーケッツを率いるスティーブ・サックス氏は述べる。

しかし、マルチファクターETF は概して、平均を大幅に上回るようには設計されていない。大手機関投資家は、市場のベンチマークから大きく乖離（かいり）しない ETF を求めている。むしろ、特定のファクターやグループがアウトパフォームしているときに、わずかながら勝てるような補足的な賭けを求めているのだ。

■ 実際の運用成績

しかしマルチファクターETF は、目標のハードルが低いにもかかわらず、期待外れになることもある。純資産が 48 億ドルでトップのゴールドマン・サックス・アクティブベータ米国大型株 ETF（GSLC）は、モメンタム、クオリティ、低ボラティリティ、バリューでスコアの良い株式に連動する四つのサブインデックスで構成されている。経費率が 0.09%と低く、超低コストのインデックスファンドと比べても見劣りしない。

ファクトセットによると、運用開始以来の年率リターンは 13.5%と、S&P500 指数の 14.6%を下回った。2016 年には S&P500 指数を 3.2%ポイント、アンダーパフォームし、設定直後からつまずいた。サックス氏は、2016 年はあらゆる主要ファクターがアンダーパフォームした年だと主張し、それ以降のパフォーマンスは良好だと付け加える。しかし、実際のパフォーマンスには波がある。2017 年には S&P500 指数をわずかに下回り、2018 年は 0.3%ポイント上回った。今年に入ってからは 0.2%ポイント、アンダーパフォームしている。

ファクターに動的なアプローチをとる ETF もある。アンダーパフォームしている銘柄を避け、市場を主導する銘柄を重視する目的で、戦略的に複数のファクターの入れ替えを行う。例えば、最近設定されたブラックロック・米国株ファクター・ローテーション ETF（DYNF）は、市場における相対力、割安か割高か、景気循環などの変数に基づいてファクターの比重を調整する。しかし、経費率が 0.3%と、ゴールドマン・サックス・アクティブベータ米国大型株 ETF の 3 倍もの高さだ。

ETF の戦略にかかわらず、投資家はトラッキングエラーがどの程度か見極めなければならない。トラッキングエラーが大きくなるほど、ETF の当たり外れの度合いが大きくなる。また、ETF の販売促進資料は大きく割り引いて読む必要がある。投信販売・運用会社は往々にして、対象インデックスのバック・テストを基に自社商品の堅調な成績を提示するが、そのような成績は操作、すなわちデータマイニングされやすいからだ。

■ サブインデックスか個別銘柄レベルのファクター統合か

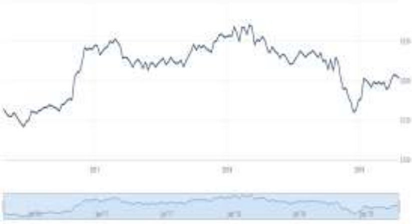
個別銘柄レベルでファクターを統合する方が、サブインデックスを組み合わせるよりも効果が高いとする研究もある。ウェルズ・ファーゴ（WFC）のクオンツ・ポートフォリオマネジャーのハリンドラ・デ・シルバ氏は、主要ファクターのスコアが良い銘柄でポートフォリオを組むと、対ベンチマークのアウトパフォーム幅は最大で年間平均約 2%ポイントになり得ると言う。ただし、ファクターのスコアが低い銘柄を空売りしなければならず、コストやリスクが上乗せされる可能性があるが、空売りをしなければ、1.6%にまで落ちる。一方で、サブインデックスを基にしたポートフォリオでは、アウトパフォーム幅は最大でも平均 0.8%ポイントとさらに下回るという。これらは手数料や税金などを考慮していない数値で、それらを考慮するとリターンはそれぞれ低下する。

市場平均を常に上回ることはなくとも、マルチファクターETF は一般的な大型株インデックスファンドに対して多様性というメリットを提供できる、と投資顧問会社 CLS インベストメンツの副投資責任者であるジョー・スミス氏は語る。「市場ではほんの一部の大型テクノロジー株が市場を押し上げており、それら銘柄のバリュエーションは割高に思える。マルチファクターETF は、バリューやモメンタム、ボラティリティといった異なる属性でセクターを多様化することで、そのような集中リスクをある程度取り除くことができる。ポートフォリオ内でファクターが均衡すればする程良い」。

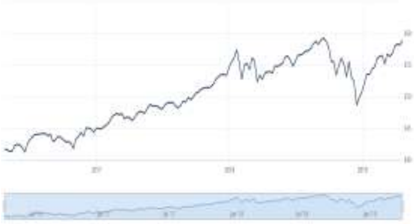
Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

スミス氏が有望視する ETF には、SPDR MSCI USA ストラテジックファクターズ（QUS）、JP モルガン・ダイバーシファイド・リターン・インターナショナル・エクイティ（JPIN）、ジョン・ハンコック・マルチファクター・中型株（JHMM）、X トラッカーズ・ラッセル 1000 US QARP（QARP）などがある。常に良好なパフォーマンスを上げるとは予想していないが、リスク管理が良好な点、一つの材料に集中し過ぎることなく、少数のファクターを重視している点を好感している。理想は、これら ETF がより甘いリターンを生み出すようなケーキの層になることだ。

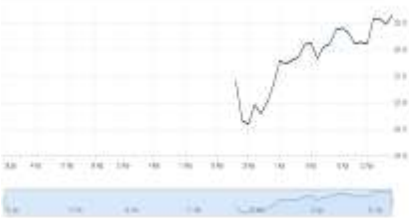
Goldman Sachs Group Inc. (GS)



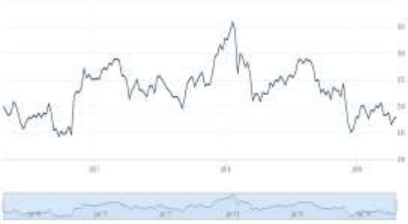
Goldman Sachs ActiveBeta U.S. Large Cap Equity ETF (GSLC)



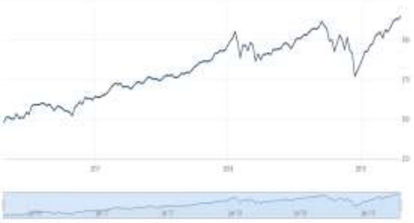
BlackRock U.S. Equity Factor Rotation ETF (DYNF)



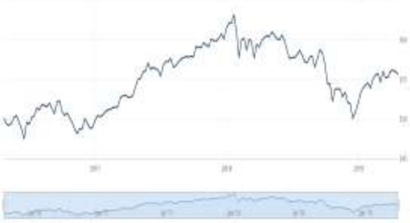
Wells Fargo & Co. (WFC)



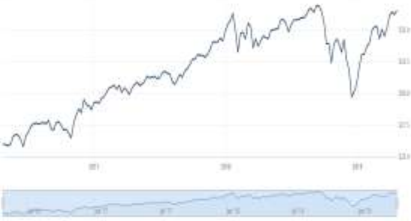
SPDR MSCI USA StrategicFactors ETF (QUS)



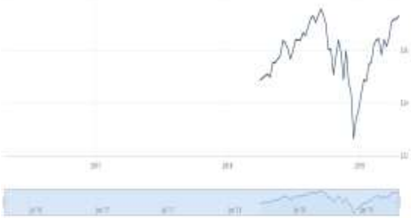
JPMorgan Diversified Return International Equity ETF (JPIN)



John Hancock Multifactor Mid Cap ETF (JHMM)



Xtrackers Russell 1000 US QARP ETF (QARP)



チャートは 3 年（DYNF は 3 カ月）

By DAREN FONDA
(Source: Dow Jones)

9. Stock Dividends Aren't What They Used to Be　配当に対する見方の変化　【配当】配当利回りが低下してきた理由

■　現在の配当利回りは長期的に見ると極めて低い

現在の市場の動きにとらわれ、リーセンシーバイアス（直近効果）にだまされてしまうことはよくある。その良い例が、S&P500 指数の配当利回りが長期にわたって約 2%付近でさまよってきたように錯覚することだ。しかし実際は、長期的にみると現在の配当利回りは極めて低いことが分かる。配当利回りが低下してきたのには、さまざまな理由がある。

重要な要因として、まず債券利回りの低下が挙げられる。「金利低下は投資家や企業の動向に大きく幅広い影響をもたらしてきた」と語るのは、フェデレーテッド・インベスターズのポートフォリオマネジャーで、配当投資を専門とするダニエル・ペリス氏だ。同氏は金利低下が配当性向や配当利回りの低下などを招いたと述べている。「企業

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

経営者のほとんどは、絶対水準で低配当利回りに魅力がないにもかかわらず、単に金利を見て配当額と配当利回りを下げても構わないと考えている」と、配当を支持する立場のペリス氏は著作の中で述べている。

自社株買いの増加も、配当利回り低下の大きな要因だ。企業は配当よりも、自社株買いにより多くの現金を充てている。配当に向けられる現金が減ると、理論的には配当利回りは現状維持あるいは株価上昇によって低下することになる。証券取引委員会（SEC）が 1982 年に設けた規則によって、企業の自社株買いが以前よりも容易になった。ファクトセットによると、S&P500 指数を構成する企業による自社株買いの総額は、1997 年以来 2003 年を除く毎年、配当支払額を上回っている。

ビスポーク・インベストメント・グループの共同創業者であるポール・ヒッキー氏は、税制も重要な要因だと述べる。同氏は「金利が配当銘柄のパフォーマンスに大きな影響を与える一方、税制は企業が配当額を決める際に大きな影響を与える」と考察する。「企業の自社株買いを抑えたいなら、自社株買いに対して課税するか、あるいは配当金に対する税率を下げるかすれば良い」

■ 配当利回りの動きで見る市場

過去 90 年にわたる米国の大型株の配当利回りの動向は、各時代における市場と経済状況を物語っている。例えば、配当利回りは世界大恐慌の 1932 年には 18%を上回った。1930 年代半ばには一時的に 5%未満まで急降下するが、当時はおおむね 5%以上を維持し、第 2 次世界大戦後は通常 3%を超えていた。

配当を取り巻く当時の考え方について、ペリス氏は「20 世紀半ば、伝説的投資家ベンジャミン・グレアムは、成熟した資本財企業であれば配当性向は 65%程度が適切だとしている（公益事業はさらに高くても良い）」と記している。一方、S&P500 指数の最近の配当性向は 42.2%と、グレアムの水準をはるかに下回っている。

1950 年代から 80 年代初頭にかけて、金利は上昇傾向にあった。ペリス氏によると、1958 年、配当利回りが 10 年債の利回りを初めて下回ることになる。同氏はこれを、株式市場での重大な出来事だと考える。「それ以前の投資家は、“支払いが約束されている”国債は、配当を“支払う可能性がある”株式よりも魅力があると考えていた。株式保有の高いリスクを相殺するために、配当利回りは国債利回りを上回らなければならなかった」と、ペリス氏は著作で述べている。

1980 年代から 90 年代には、配当に対する新たな見方が出てきた。ナスダック総合指数が「急騰し、投資家は無配当銘柄を受け入れるようになってきた」とペリス氏は記している。「無配当銘柄のトータルリターンは、全て値上がり益によるものだ。つまり安く買って高く売り、それを頻繁に繰り返すということになる」。これら全てが 90 年代半ばのハイテクブームにつながっていった。

グレアムが想定した水準の配当性向が当たり前だった時代は、遠い昔になった。「1990 年代半ばまでには、高配当性向は安定と繁栄の証ではなく、経営難が差し迫っている印となった」とペリス氏は述べている。「市場の識者は、配当を開始したり配当額を増やしたりする企業は、成長機会が底をついたという見方をした」。

配当利回りは 80 年代初頭以降、2007 年から 2009 年までのグレートリセッションなどの例外はあるが、

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

長期にわたって下落傾向にある。株式市場が、3%を超える配当利回りと 60%を超える配当性向に戻る日は来るのだろうか。「ほとんどの市場関係者は、2%の配当利回りと 35%の配当性向が自然だと考えている。そうかもしれないが、私はそれが当たり前だとは考えない」とペリス氏は述べる。

By LAWRENCE C. STRAUSS
(Source: Dow Jones)

10. Preview　今週の予定　【経済関連スケジュール】
マイクロソフトの時価総額が一時 1 兆ドルを突破

■　3 社目の「1 兆ドル超え」企業となるものの…

ソフトウエア大手マイクロソフト（MSFT）の時価総額が、4 月 25 日に 1 兆ドルを突破した。数少ない「1 兆ドル超え」企業の仲間入りを果たしたが、この領域に長くとどまることはできなかった。予想を上回る好調な決算発表を受け、同社の株価は値上がりしてこの日を終えたが、午後の取引では勢いを失った。結果として、取引終了時点の時価総額は 9900 億ドルであった。

マイクロソフトは、公開企業として 3 番目の 1 兆ドル超え企業となったが、他の 2 社と同様、その座から脱落している。アップル（AAPL）の時価総額は昨年 8 月に 1 兆ドルを突破し、10 月のピークには 1 兆 1000 億ドルに達した。その後は、iPhone（アイフォーン）の売り上げ鈍化が嫌気され、同社の株価は 2019 年 1 月までに 40%値下がりした。アマゾン・ドット・コム（AMZN）の時価総額は 9 月に 1 兆ドル超えを果たし、同日はその領域に数時間とどまったものの、終値ベースで 1 兆ドルを超えたことはない。同社の株価は、その後 4 カ月で 34%値下がりするなど、値動きは相変わらず消費者の動向次第である。

アマゾンもアップルも、大きく値を下げた後は反発しているが、両社とも時価総額は 1 兆ドルを下回ったままだ。アマゾンは、第 1 四半期の利益が予想を上回る 36 億ドルとなり、株価が再び上昇傾向となったが、将来的に成長が鈍化するとの見方が強まっている。

両社の株価がたどった経緯は、マイクロソフトの投資家を不安にさせるかもしれない。だが、マイクロソフトの株価は、他の 2 社より安定した動きとなるだろう。同社は、従来型のソフトウエアビジネスから脱却し、大手クラウド企業となっている。サブスクリプション型のビジネスモデルが経常的にキャッシュをもたらすことから、投資家にとって収益の見通しは立てやすいだろう。

■　今週の予定

4 月 29 日（月）
- 検索サイトのグーグルを運営するアルファベット（GOOGL）、カジノリゾート運営の MGM リゾーツ・インターナショナル（MGM）、無線通信インフラ事業の SBA コミュニケーションズ（SBAC）、音楽配信サービスのスポティファイ・テクノロジー（SPOT）、ハードディスクドライブ（HDD）製造のウエスタン・デジタル（WDC）が四半期決算発表。
- 航空機大手ボーイング（BA）、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）が年次株主総会開催。
- 3 月の個人所得発表。エコノミストは前月比 0.4%増を予想（2 月 0.2%増）。2 月の個人支出は 0.7%増となる見込み。
- 米連邦準備制度理事会（FRB）がインフレ指数として注目する個人消費支出（PCE）物価指数は、2 月に前年同月比 1.4%上昇したとみられる（1 月とほぼ同水準）。食品とエネルギーを除くコア PCE 物価指数は、1.9%上昇したとみられる（1 月とほぼ同水準）。

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

4 月 30 日（火）

- 半導体メーカーのアドバンスド・マイクロ・デバイシズ（AMD）、バイオ医薬品のアムジェン（AMGN）、アップル（AAPL）、大手石油会社コノコフィリップス（COP）、製薬大手イーライ・リリー（LLY）、大手複合企業のゼネラル・エレクトリック（GE）、自動車大手ゼネラル・モーターズ（GM）、クレジットカード大手のマスターカード（MA）、ファストフード大手マクドナルド（MCD）、医薬品大手のメルク（MRK）、食品・飲料メーカーのモンデリーズ・インターナショナル（MDLZ）、製薬大手ファイザー（PFE）が四半期決算発表。
- 全米不動産協会（NAR）が 3 月の中古住宅販売戸数発表。季節調整済み年率で 2.3%増加となる見込み（2 月は 1%減少）。
- 4 月のシカゴ購買部協会景況指数（シカゴ PMI）発表。エコノミストは 58 を予想（3 月は 58.7）。
- 4 月のコンファレンス・ボード消費者信頼感指数発表。125.4 となる見込み（3 月は 124.1）。

5 月 1 日（水）

- 給与計算代行サービスのオートマティック・データ・プロセッシング（ADP）、先物取引所グループの持ち株会社 CME グループ（CME）、ドラッグストアチェーン大手 CVS ヘルス（CVS）、化粧品大手エスティローダー（EL）、医療保険の持ち株会社ヒューマナ（HUM）、半導体大手クアルコム（QCOM）、ソフトウエア開発・販売のスクエア（SQ）が四半期決算発表。
- 中国やドイツなど、主要市場の多くがメーデーの祝日で休場。
- オートマティック・データ・プロセッシングが、4 月の民間部門雇用者数を発表。17 万 5000 人増加となる見込み（3 月は 12 万 9000 人増加）。
- サプライ管理協会（ISM）が 4 月の製造業景況指数を発表。3 月と同水準の 54.9 となる見込み。
- 米連邦公開市場委員会（FOMC）が政策金利を発表。2.25～2.50%への据え置きが見込まれる。

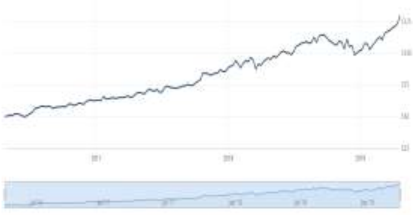
5 月 2 日（木）

- ゲームソフト会社のアクティビジョン・ブリザード（ATVI）、ネットワーク機器のアリスタ・ネットワークス（ANET）、大手マスメディアの CBS（CBS）、医療保険大手のシグナ（CI）、総合化学メーカーのダウ（DOW）、総合化学グループ持ち株会社のダウデュポン（DWDP）、オンライン旅行代理店大手エクスペディア（EXPE）、食品大手ケロッグ（K）、スポーツ用品メーカーのアンダーアーマー（UAA）、動物用医薬品メーカーのゾエティス（ZTS）が四半期決算についてコンファレンスコール開催。
- 労働統計局が 2019 年第 1 四半期の労働生産性および労働コストを発表。コンセンサス予想は労働コストが 1%の上昇（2018 年第 4 四半期は 1.9%上昇）、生産性指数が 2.7%の上昇（同 2%上昇）。

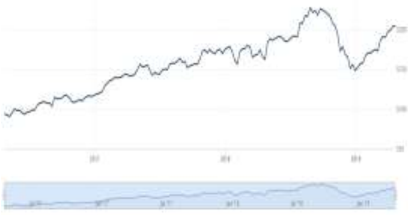
5 月 3 日（金）

- 通信塔を対象とする不動産投資信託（REIT）のアメリカン・タワー（AMT）、証券取引所運営の CBOE ホールディングス（CBOE）、電力・ガス事業持ち株会社ドミニオン・エナジー（D）、エネルギー会社ノーブル・エナジー（NBL）が四半期決算発表。
- ４月の雇用統計発表。エコノミストは、非農業部門就業者数が 17 万 5000 人増加すると予想（3 月は 19 万 6000 人増加）。

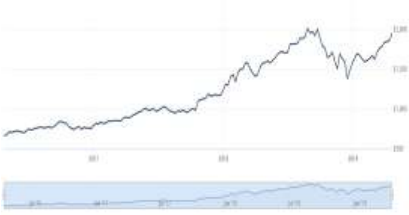
Microsoft Corp. (MSFT)



Apple Inc. (AAPL)



Amazon.com Inc. (AMZN)



チャートは 3 年

By ALEX EULE
(Source: Dow Jones)

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

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

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

THIS WEEK'S MAGAZINE

BARRON'S COVER

1. Big Money Poll: Even Bulls Are Cautious
Barron's exclusive survey of professional investors finds a drop in the percentage of bulls from last fall. Why the pros like tech stocks but are skeptical of Tesla

FEATURE

Trump Will Win in 2020, Investment Managers Say in Barron's Big Money Poll
The president will beat Joe Biden in the next election, according to a majority of respondents to our exclusive survey.

FEATURE

2. Buffett Is About to Face Some Tough Questions About Lagging Berkshire Stock
Buffett needs to explain at the Berkshire Hathaway's annual meeting why he's sitting on so much cash and repurchasing so little stock. Then there's the matter of succession.

FEATURE

Proxy Season Gets Real. What to Watch for This Year
It's that time of year when shareholders can demand companies improve their governance, and the companies decline to do so. Only this year might be different. Some key proxy battles to watch.

FEATURE

The Right Way to Spread the Wealth Around
A controversial proposal to eliminate most student-loan debt could help boost the economy, new research on the Great Depression suggests

FEATURE

A Tesla Play That Avoids the Elon Musk Drama
The electric-car company has offered securities backed by customers' car-lease payments, not the company's uneven cash flows. They can be a good alternative to short-term bonds.

THE TRADER

3. S&P, Nasdaq Set New Records as Earnings, GDP Offer Pleasant Surprises
The Dow was the only big index to decline during a week when earnings were mostly positive surprises and GDP growth rose more than expected. Plus, an earnings update as nearly half of companies have reported. And the surprising rebound in brand names.

TRADER EXTRA

3. Halftime Report: Corporate Earnings Top Expectations
With almost 50% of companies reporting, earnings are up slightly, surpassing predictions of a decline.

TRADER EXTRA

Long-Time Brands Boost Stocks
Colgate toothpaste, Huggies diapers, and Play-Doh all did surprisingly well in the first quarter. Are consumer tastes changing again?

INTERVIEW

4. A Top Investment Manager on the Wealth Gap, National Debt, and His Stock Picks
Edwin "Tim" Johnston III founded Sandhill Investment Management in 2004, and has turned out record-beating returns every year since. The stocks he owns now, and what keeps him up at night.

EMERGING MARKETS

Russia Emerges From a Long Winter
The Mueller Report found lots of interference in U.S. elections but no collusion, oil prices are surging, and Ukraine has a new president who wants peace. Investors like Sberbank, Yandex, and X5 Retail Group.

MUTUAL FUND PROFILE

Royce's Nadel and His Bias for Predictable, High-Quality Stocks
The fund manager has no problem paying up for stocks, as long as they meet his criteria for reliable, recurring revenues

COMMODITIES CORNER

How to Play the Rising Tide in Water Stocks
Water is much the same everywhere, but the investment vehicles can provide widely varying results. Here's what you need to know.

INTERNATIONAL TRADER - EUROPE

Does Unilever Have a Kraft-Heinz Problem?
The big Anglo-Dutch conglomerate that owns brands like Lipton tea, and Ben & Jerry's ice cream has an aggressive target for profit margins. But one analyst thinks it will hurt growth over time.

UP AND DOWN WALL STREET

5. It's Not All Good News for This Record-Setting Market

TECHNOLOGY TRADER

6. The Zoom Video IPO Shows That Crazy Bubbles Still Exist

STREETWISE

7. Avengers, Game of Thrones, and a Stock to Rule Them All

FUNDS

Saudi Stocks Emerge as an Emerging Markets Play

FACTOR INVESTING

8. How to Spot the Best Multifactor Stock ETFs

CURRENT YIELD

Jim Grant: The Long Decline of the Hedged Fund

THE ECONOMY

San Francisco Is More Affordable Than You Think

INCOME INVESTING

9. Stock Dividends Aren't What They Used to Be

STRIKING PRICE

Making Sense of the Market in the Age of Algorithmic Trading

REVIEW

DowDuPont Stock Is Changing With the Weather

PREVIEW

10. Microsoft Is the Latest to Try and Make a Home in The Trillion-Dollar Club

MAILBAG

Letters to Barron's

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

『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）

大和證券入社後 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 4 月 29 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