



THIS WEEK'S MAGAZINE Week of July 8

1. **'Pay-to-Play' Is Hurting Investors** 投資家にとってマイナス→ P.2 【ファンド業界】
「レベニュー・シェア」が中小ファンド会社を排除
2. **11 Cheap Stocks to Buy as the Market Hits New Highs** 割安な 11 銘柄→ P.5 【バリュー銘柄】
株価上昇が続く中でも割安となっている優良銘柄を紹介
3. **The Trader** 米中首脳会談を受けて史上最高値を更新→ P.9 【米国株式市場】
経済指標に陰りは見えるものの株式市場の勢いは保たれたまま
4. **How Fund Managers Are Investing in China** 米中対立の長期化に身構える→ P.11 【中国株】
ファンドマネジャーによる中国株投資の最近の動向
5. **Retirement Crisis and Climate Change** 年金危機と気候変動の共通点→ P.14 【インタビュー】
世界最大の資産運用会社ブラックロックの資産運用マネジャーとのインタビュー
6. **The Best Mutual Funds** 知られざる有望ファンド→ P.16 【ミューチュアルファンド】
目立たないが注目すべきミューチュアルファンド
7. **Up and Down Wall Street** 不人気な民主党の政策→ P.20 【コラム】
民主党候補者討論会 株主軽視の大型買収 配当銘柄
8. **Just Look at the Stunning Growth of Shopify** ショッピングファイ→ P.23 【ハイテク】
年率 80% で成長を続ける EC サイト構築サービス企業
9. **Beware These 'Radio Shack' Stocks** 「ラジオシャック」銘柄に要注意→ P.25 【株式市場展望】
低い株価には理由がある。安さに飛びつかず、優良企業かどうかの見極めが必要
10. **Preview** 今週の予定→ P.27 【経済関連スケジュール】
第 2 四半期決算は業績予想よりも善戦する見込み

※ 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. 'Pay-to-Play' in Funds Hurts Investors 投資家にとってマイナス 【ファンド業界】 「レベニュー・シェア」が中小ファンド会社を排除

■ 大手証券会社のプラットフォームに掲載されるのは困難

大型株ファンドの YCG エンハンスド (YCGEX) は、過去 5 年で競合ファンドの上位 3% に入るパフォーマンスを上げ、年初来で S&P500 指数を 9% ポイント、アウトパフォームしている。しかし、堅調な運用成績にもかかわらず、YCG は注目されていない。同ファンドは、フィデリティやチャールズ・シュワブ (SCHW) などのディスカウント証券会社では購入することができるが、モルガン・スタンレー (MS) やメリルリンチなどの「ワイヤハウス」と呼ばれるフルサービス大手証券会社では購入できない。マネジャーのブライアン・ヤックマン氏は、「ワイヤハウスの販売ファンドとなるのは困難だ」と語る。



証券会社のプラットフォームに掲載されるファンドは、「レベニュー・シェア」（ファンド会社から証券会社への収入分配）に基づくものが多い。大規模なファンド会社ほど有利になり、中小ファンド会社の競争力が大きく低下しているほか、投資家の選択肢も狭まっている。レベニュー・シェアは合法だが、一方で議論的でもあり、米証券取引委員会 (SEC) が最近採択した新規制の中心となっている。新規制では、証券会社はファンドを推奨する際に顧客の「最善の利益」のために行動することを求められ、利益相反を軽減する手続きを導入したことを示さなければならない。

新規制は一見、良い内容のように思われる。しかし批判派は、利益相反は解消しておらず、大手ファンド会社は依然として中小ファンド会社よりも有利な立場にあると主張する。モルガン・スタンレーの元トップ・アドバイザーの一人で、2017 年に退職して独立系のアドバイザーとなったフィル・シェーファー氏は、「証券会社はオープンなプラットフォームをうたっているが、実際はレベニュー・シェアに積極的なファンド会社のためのものだ」と語る。

幅広いミューチュアルファンドを取り扱うフィデリティやシュワブすら、最近ではファンドの参入要件を厳格化している。ファンド販売会社クエーサー・ディストリビューターズのバイスプレジデント兼法務顧問のアンドリュー・ストルナード氏によれば、両社はファンドをプラットフォームに掲載する前に、アドバイザーや仲介業者から明確な需要があることの確認を求めている。同氏は「5〜10 年前は先方に連絡して、小切手を書いて待つだけで良かった」と話す。

ウォール街のワイヤハウスもファンドの取り扱い本数を削減している。メリルリンチは、過去数年で同社プラットフォームの取り扱いファンドを約半数の 1800 本に減らした。UBS の取り扱いファンドは、過去 1 年で 3580 本から 2822 本に減少した。UBS グローバル・ウェルス・マネジメントの米国ファンド責任者、グレッグ・トリックス氏は、デューデリジェンス基準を通過すれば中小ファンドも販売される可能性があると言ったものの、「全体として、UBS や競合他社の販売ファンドとなるのは難しくなっている」と語る。

こうした変化は業界全体のトレンドを反映している。ミューチュアルファンドが 8078 本に上る中、証券会社は商品ラインアップを絞り込みたいと考えている。あるワイヤハウスの元幹部は、多くの資産と収入をもたらす商品に集中するのは、証券会社にとって理にかなっていると語る。運用資産額の集中も進んでいる。ファンドと上場投資信託 (ETF) の運用資産額における上位 5 社のシェアは、2005 年末時点で 35% だったが、2018 年末には 51% となった。米投資信託協会 (ICI) によれば、上位 10 社の市場シェアは同期間に 46% から 61% に上昇した。

証券売買や資産運用の手数料収入が落ち込む中、証券会社はファンド販売を重要な収益源と見なす傾向を強めている。金融危機以降、金融機関は自己勘定取引を縮小し、手数料収入を重視するようになった。さらに、経費率が高いアクティブ運用を回避する傾向も中小ファンドの苦境の一因となっている。ICI によれば、アクティブ型国内株式ファンドは 2006 年から資金流出が続いている。運用資産額に占めるインデックスファンドと ETF の割合は、2008～2018 年の間に 18%から 36%へと上昇した。

■ 支払額が大きいファンド会社ほど有利に

ワイヤハウスの取り扱いファンドとなるための典型的なルートは、フィデリティやシュワブといった証券会社を通じて運用資産額を増やした上でワイヤハウスに挑むことである。しかし、両社の参入障壁が上がったため、このルートは困難となった。ストルナード氏は、「かつては『あるアドバイザーから 1000 万ドルの需要がある』と言うだけで良かった。しかし現在はアドバイザーから直接意見を聞くようになっており、需要の存在を有意義な方法で証明しなければならない」と語る。

証券会社は、レベニュー・シェアなどのさまざまな契約を通じてファンド販売手数料を獲得する。フィデリティの開示によれば、同社の取引手数料無料 (NTF) プラットフォームに掲載されるには運用資産額の 0.35～0.4%を支払わなければならない。一部の企業は、運用資産額に応じて最大 0.05%の「インフラ手数料」をフィデリティに支払っている。多くのファンド会社が高額な手数料を支払うのは、コア顧客と接触する手段が他にないためである。大きな例外がバンガードで、同社は販売手数料の支払いを頑として拒否し、2017 年にモルガン・スタンレーのプラットフォームから除外された。

大手ファンド会社は販売・マーケティング料金の支払いに関して明らかに有利な立場にある。こうした企業は証券会社のプラットフォームに掲載されるため、多額の資金を投じている。支払いの形態は、コンファレンスの協賛金、証券会社のアドバイザー向けの研修プログラム料、データ分析パッケージの代金など多岐にわたる。こうした料金は完全に合法とはいえ、中小ファンド会社が全てを支払うことはできない。批判派は中小ファンド会社がプラットフォームから締め出され、公平な競争が阻害されていると主張する。

モルガン・スタンレーの 2015 年の開示資料によれば、同社は年 25 万ドルで「エマージング・パートナー」、55 万ドルで「グローバル・パートナー」の資格をファンド会社に与えていた。さらに、ミューチュアルファンドの売り上げデータパッケージに対して、グローバル・パートナーは 30 万ドル、エマージング・パートナーは 15 万ドルずつを支払っていた。こうした手数料収入は年間で合計 2860 万ドル以上に上る。モルガン・スタンレーはこの制度を既に廃止しているが、2019 年の開示資料によれば、一部のファンド会社は年間 60 万ドルのコンファレンス料、12 万 5000 ドルのアドバイザー研修料、最大 60 万ドルのデータ分析料を支払っている。

こうした料金は何に使われるのだろうか。モルガン・スタンレーは純粋に経費を支払うためだと説明する。しかし、同社の元幹部によれば、これはプラットフォームへの掲載料であり、コンファレンスや支店でアドバイザーに接触するための料金でもある。シェーファー氏は、「プラットフォームに掲載されるには、デューデリジェンスを通過するだけでは足りない」と語る。同氏によれば、ファンド会社はアドバイザーに直接プレゼンテーションや営業を行うため、コンファレンス料を定期的に負担している。

あるコンファレンスは、2017 年 5 月にアリゾナ州スコッツデールのリゾート地で開催された。午前中は大手資産運用会社のチーフエコノミストによるトークセッションなどが行われた。午後はアドバイザーと配偶者が釣りやラフティング、射撃などのレジャーを楽しんだ。シェーファー氏によれば、40 社以上がコンファレンスに協賛し、夕食時にはほぼ全てのテーブルで運用マネジャーや営業担当者がアドバイザーと同席したという。夜のメインイベントは著名バンド「ザ・ビーチ・ボーイズ」のライブだった。

■ 規制強化は公平性の改善に役立たない

別のモルガン・スタンレー元幹部によれば、ファンド会社はプラットフォーム掲載料として最低 25 万ドル

を支払うが、元を取るには同社顧客から 1 億 5600 万ドルの運用資産を集めなければならない。掲載料のほか、イベントの協賛金として 35 万～60 万ドル、イベントの規模に応じた追加料金 5 万～10 万ドルが必要だ。この元幹部は「料金を支払わない限り、アドバイザーと十分に接触することはできない」と語る。なお、モルガン・スタンレーはプラットフォームやアドバイザーにおける扱いが料金によって異なることを否定した。

ファンド会社の最終的な目標は、多くの顧客が利用する「モデルポートフォリオ」に載ることだ。モデルポートフォリオのマネジャーを決定するのはモルガン・スタンレーである。元幹部によれば、アドバイザーや経営幹部と接触できなければ採用の可能性は低い。支払金額が多いファンド会社ほど、コンファレンスで有利な接触の機会が得られるという。一方、モルガン・スタンレーの広報担当者は、モデルポートフォリオのマネジャーはデューデリジェンスによって決定され、レベニュー・シェアは考慮されないと述べた。

最近規制強化により、上記のような料金の明確化や開示が進んでいる。例えば、モルガン・スタンレーの 2019 年の開示資料は、2017 年に 25 万ドル以上を支払ったファンド会社 61 社を記載している。開示資料ではファンド会社の支払いについて、支払額が大きい会社のファンドをアドバイザーが推奨するインセンティブとなるため、利益相反をもたらすと述べている。この利益相反を軽減するため、こうしたファンドを販売してもアドバイザーなどに追加報酬が支払われないようにしているという。

しかしシェーファー氏は、モルガン・スタンレーはレベニュー・シェアの恩恵を受けていると指摘する。レ

The Big Get Huge

There are hundreds of fund companies, but the 10 largest have more than two-thirds of the market share.

Fund Family	Total AUM* (bil)	Fund Assets** (bil)	Market Share
Vanguard Group	\$5,200	\$4,646	0.3%
Fidelity Investments	2,449	1,579	9.5
Capital Group (American Funds)	1,859	1,570	8.6
BlackRock (iShares)	6,515	1,744	8.5
T. Rowe Price	1,070	605	3.3
State Street Global Advisors	2,805	596	3.2
Invesco	955	514	2.8
Dimensional Fund Advisors	576	404	2.2
Pimco	1,760	371	2.0
Franklin Templeton Investments	712	344	1.9
Total	\$23,901	\$12,373	67.2%
Industry Total		\$18,437	

*Includes non-fund assets such as separately managed accounts, institutional accounts, etc. **Includes exchange-traded funds.

Sources: Morningstar, the companies

ベニュー・シェアはアドバイザーに直接支払われない代わりに、アドバイザーの全体的な獲得資産額に応じて分配されることで同社の利益と株価を支えている。その結果、アドバイザーの報酬も増加しているという。同氏は「損をしているのは、料金を支払えない中小ファンド会社と、最高のマネジャーを利用できない顧客だ」と語る。同氏によれば、あるマネジャーは優れた運用実績を上げていたが、リサーチアナリスト 2 人分に相当する年間 40 万ドルの手数料を支払えなかったため、プラットフォームに掲載されなかったという。

あるモルガン・スタンレーの元幹部は、データパッケージが重要な収益源だという。ファンド会社は、アドバイザーとそのチームの運用資産額、ファンドのカテゴリー、商品の売上高、出席コンファレンスなどのデータを手に入れる。40 万ドル以上を支払えば、特定のアドバイザーが自社商品を使用している割合のデータも得られる。元幹部は「ファンド会社は商品の売り上げを伸ばすため、各アドバイザーについて可能な限り多くのことを知りたいと考えている。われわれはその情報を売っているのだ」と語る。

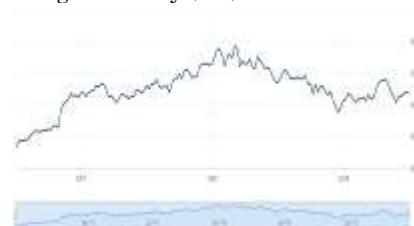
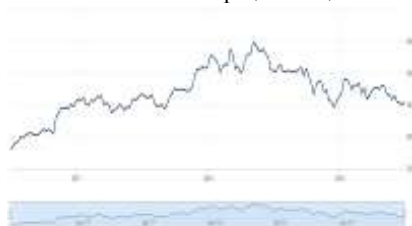
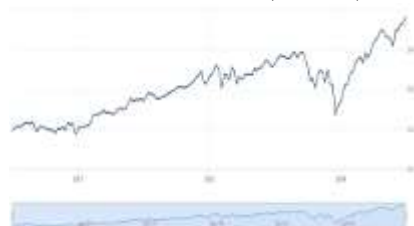
こうした慣行は、新たな規制によって廃止されることはないだろう。開示内容を増やしても競争環境は公平にならないとみられ、ワイヤハウスのプラットフォーム掲載料も高止まりとなる公算が大きい。冒頭の YCG は主な従業員が 3 人しかいない。同社のウィル・クルーガー最高経営責任者（CEO）は「当社には現場の営業部隊が欠けており、巨大企業と競争するのは難しい。しかし、仮に多額の販売手数料を求められたとしても、当社は支払わないだろう。レベニュー・シェアはステロイドのようなものだ」と指摘する。

ワイヤハウスに手が届かなくても、中小ファンド会社には別の道がある。金融危機以降、多くのアドバイザーがワイヤハウスを退職し、独立して富裕層や機関投資家向けに資産運用を開始した。コンサルティング会社セラーリ・アソシエイツによれば、こうした登録投資アドバイザー（RIA）の運用資産額は、2007～2017 年にかけて年率 8.6% のペースで増加し、ブローカーディーラーの同 4.1% を上回った。クドウ・インベストメント・マネジメントのリー・ベック氏は、中小ファンド会社にとって RIA と機関投資家向けチャネルは健全な市場だと述べ、「優れたパフォーマンスと差別化された戦略があれば販売対象になる」と語る。

YCG Enhanced Fund:R (YCGEX)

Charles Schwab Corp. (SCHW)

Morgan Stanley (MS)



チャートは 3 年

By DAREN FONDA
(Source: Dow Jones)

2. 11 Cheap Stocks to Buy as the Market Hits New Highs 割安な 11 銘柄 【バリュー銘柄】 株価上昇が続く中でも割安となっている優良銘柄を紹介

■ バリュー苦戦の背景

ここ 10 年で価値が 3 倍に拡大した米国の株式市場にも、大幅に割安な銘柄は多く存在する。

S&P500 指数の株価収益率（PER）は、今後 4 四半期の予想利益の 16.7 倍と、5 年前の 15.5 倍から上昇している。それでも、指数構成企業のうち PER が 10 倍を下回っているのは 6 月末時点で 67 社と、5 年前の 3 倍以上になっている。ここでは競争力、収益性、成長見通し



の点で優れた 11 銘柄を取り上げたい。

JP モルガンの分析によると、投資家が好む銘柄と嫌う銘柄の間のバリュエーション格差はかつてなく広がっている。このことは長年にわたるバリュエーション投資の不振にも関係している。投資家は業績不振な企業が業績を立て直したり、躍進している企業の成長力が失われたりといった、物事が変化する可能性を過小評価する傾向があることから、長期的には割安な銘柄が割高な銘柄をアウトパフォームすると考えられている。

ボストンの資産運用会社 GMO によると、バリュエーション銘柄は 2006 年までの 20 年間で株式市場に対して年間 1.1%ポイントのアウトパフォームだが、直近の 12 年間では同 2%ポイントのアンダーパフォームとなっている。

個別の割安銘柄を探すに当たっては、なぜバリュエーション銘柄が苦戦しているのかを念頭に置いておくといだろう。恐らく最も重要な理由は、テクノロジーの破壊的創造だ。ルーソルド・グループでチーフ投資ストラテジストを務めるジム・ポールセン氏は、「投資家がバリュエーション対グロースで苦悩するとき、彼らが実際に行っているのはテクノロジーに賭けることだ」と述べる。同氏は、1990 年代以降のグロース銘柄の高いパフォーマンスとハイテクセクターのパフォーマンスの密接な相関関係を指摘している。

バリュエーション銘柄の長期不振の理由は他にもある。GMO は、企業の配当利回りの低さと長期にわたって高い成長を持続する能力を指摘している。割安な銘柄は通常、割高なものよりも配当利回りが高いが、S&P500 指数の配当利回りがわずか 2%と低水準のときには、相対的な差もそれほど重要ではなくなる。

JP モルガンは、バリュエーションが苦戦する理由として低金利とインデックス投資を挙げる。金利は 10 年以上にわたって超低水準で推移しており、このことはリスクテイクを促進し、グロース投資の選択肢を拡大し、JP モルガンの考えでは、1990 年代のようにバリュエーション銘柄から注意をそらすことにもなる。その一方で、資金は 2000 年代初頭からインデックスファンドに氾濫し、その分ファンダメンタルズに基づく株価調整の機会が減少した。

バリュエーション銘柄のインデックスファンドに投資する前には慎重に考える必要があるが、不当または過度に割安となっている強い企業は検討に値する。

■ デルタ、ゴールドマン・サックス、ゼネラルモーターズ

デルタ航空 (DAL) は、米国の航空 3 社の中で最も収益性が高い。同社は今年 30 億～40 億ドルのフリーキャッシュフローを予測しており、アナリストはその範囲の上限近くになると予想している。時価総額が 380 億ドル強で、フリーキャッシュ利回りが 10%になる計算だ。デルタ航空は、高い定時運航率もあって強い法人需要の恩恵を受けている。また多くのプレミアムシートや追加サービスを販売しており、それらが収益の半分以上をもたらしている。

ゴールドマン・サックス (GS) は低金利環境での債券取引が理由でアンダーパフォームしている上、元ゴールドマン社員とマレーシアの政府基金が関与する贈収賄スキャンダルが連邦政府の捜査を受けていることが評判を傷つけている。昨年 10 月に最高経営責任者 (CEO) が交代した。同社は、マーカスを通じた個人向け融資と、5 月に発表されたユナイテッド・キャピタル・フィナンシャル・パートナーズの買収により、ウェルスマネジメントを強化している。同社の株価は、予想有形純資産価値を過去 5 年間で平均 10%を上回っていたのに対し、直近では 6%下回っている。

ゼネラルモーターズ (GM) はリストに含まれていないが、含めることも可能だった。同社は堅調なキャッシュフローを有し、電気自動車 (EV) や自動運転車への進出に成功している。なお、EV がどれほど急速に普及するとしても、2020 年代以降もハイブリッド車が大きな役割を果たす可能性が高い。これを背景にして、パークレイズは 5 月末に自動車部品大手のボルグワーナー (BWA) の投資判断をオーバーウエートに引き上げた。同社はクラッチなど既存の部品と、電気モーターなどの新しい部品をともに扱い、ハイブリッド車の

拡大にあたって有利なポジションを築いている。

■ PVH、カプリ、バンク・オブ・アメリカ

カルバンクラインやトミー・ヒルフィガーなどのファッションブランドを傘下に抱える PVH (PVH) も魅力的だ。同社のガイダンスとウォール街の予想に基づく、今年の 1 株当たり利益 (EPS) は 7%増加する可能性がある一方、バリュエーションは 15 年ぶりの最低水準に近づいている。ヒルフィガーの事業は堅調で、カルバンクラインの新経営陣は欧州市場、カジュアルウェア、直販への進出を検討している。UBS は同社の業績回復を見込んで、EPS が今後 5 年間で年率 10%成長すると予測している。

ハンドバッグメーカーのコーチとマイケル・コースは長年不毛な戦いを続けてきた。コーチの現在の社名はタペストリー (TPR) で、株価は過去 5 年間で 14%下落、マイケル・コースが属するカプリホールディングス (CPRI) は 62%下落している。カプリは 2017 年にジミー・チュー、昨年末にヴェルサーチを買収した。これらの新しいブランドは、マイケル・コースの弱さを補っている。経営陣はカプリがグローバルな高級ブランドグループと見られることを望んでいるが、そうなれば PER が 7 倍というバリュエーションも改善するだろう。

BMO キャピタル・マーケットスは、6 月半ばにバンク・オブ・アメリカ (BAC) の投資判断をマーケット・パフォーマンスからアウトパフォーマンスに引き上げた。理由はウォール街の利益予想が低過ぎると考えられたことと、株価は過去水準と比較して 15%割安となっていたことだ。それ以来、株価は 1 ドルほど上がり 29 ドル強となったが、依然として魅力的に見える。EPS は 2021 年にかけて年間 8~10%増加すると予想されている。今年利下げが実現すれば逆風となるが、手数料の値上げ、良好な与信状況、自社株買いによって影響を打ち消せる可能性が高い。

■ ユナイテッド・レンタルズ、レナー、クローガー

重機リース大手のユナイテッド・レンタルズ (URI) は業績が経済成長に連動するため、景気低迷期に株が売られる傾向がある。経済成長が長期にわたる中、現在悲観的に評価されているのもそれが一因だろう。ユナイテッド・レンタルズは近年特殊製品やサービスを展開していることから、次の不況で業績をより安定させることができるかもしれない。今のところ、EPS は 2 桁台で成長している。

レナー (LEN) は昨年カルアトランティックを買収し、米国最大の住宅メーカーとなった。新築市場は全般に弱く、最近の住宅ローン金利の低下が支援材料となるかを判断するにはまだ早い。市場が回復すれば、レナーがその恩恵を受ける可能性は十分ある。現時点では、ウォール街は今期と次の 2 年間で EPS が平均 4%増加すると予想している。これは今年の S&P500 指数の増益率に関する最新のコンセンサスを 1%ポイント上回る。

クローガー (KR) は、純粋な食料スーパー企業として最も良いポジションにある。より小規模なチェーンがウォルマート (WMT) のような超大手との競争激化の犠牲になる中、クローガーは利を得る可能性がある。

■ CVS ヘルス、CBS

CVS ヘルス (CVS) は、薬局の機能を拡張することで、ヘルスケアの小売化を主導しようとしている。2020 年の大統領選で、CVS を含む民間保険の将来的な役割がより明確になるまでは、株価の動向は不透明となる可能性がある。

最後に紹介するのは大手放送局の CBS (CBS) だ。テーマパークや映画事業が好調で、11 月には有望なストーリーミングサービスを開始する見込みのウォルト・ディズニー (DIS) などと比べると、CBS には好む要素がはるかに少ない。しかし CBS は、PER でみてディズニーよりも 3 分の 2 近く割安になっている。長年 CEO を務めてきた人物は、複数の女性から性的な不適切行為のかどで非難され (本人は否定している)、昨年退任している。それでも、CBS と同社のショータイムネットワークは、今後のケーブルバンドルの減少の影響を打ち消せそうなストーリーミングサービスを有している。CBS はテレビ業界の変化に適応する努力をしており、検討中のメディア大手バイアコム (VIA) との提携が、ストーリーミングコンテンツと利益に寄与す

る可能性もある。

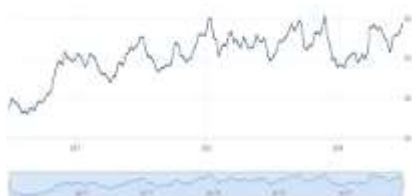
Fixer-Uppers Priced Like Teardowns

These companies face challenges, but their stock valuations look much gloomier than their growth prospects.

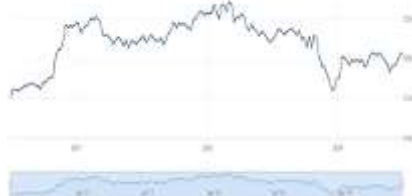
Company / Ticker	Recent Price	Market Value (bil)	52-Wk Price Change	Estimated Forward P/E	Dividend Yield	Comment
Bank of America / BAC	\$29.05	\$276	5%	10	2.10%	Rising fee income, stock buybacks
BorgWarner / BWA	40.69	8	-6	9.4	1.7	Well-positioned for hybrid boom
Capri Holdings / CPRI	34.76	5	-47	7.1	None	Versace and Jimmy Choo driving growth
CBS / CBS	51.84	19	-7	9.1	1.4	Leading TV ratings; growing in streaming
CVS Health / CVS	55.2	72	-14	8.1	3.6	Opportunity for broader care in clinics
Delta Air Lines / DAL	59.15	39	21	8.6	2.4	Shines in business and premium travel
Goldman Sachs / GS	206.04	78	-7	8.5	1.7	Freeing up capital, growing fees
Kroger / KR	21.55	17	-25	9.8	3	Likely winner in grocery wars
Lennar / LEN	49.22	16	-6	9	0.3	Leading returns on equity in homebuilding
PVH / PVH	93.66	7	-36	8.9	0.2	Expanding Calvin Klein to casual wear and Europe
United Rentals / URI	132.92	10	-8	7	None	Diversification has cut recession risk

Source: Bloomberg

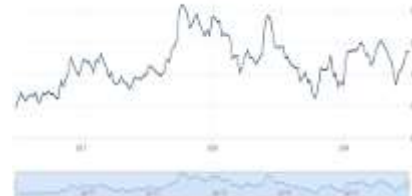
Delta Air Lines Inc. (DAL)



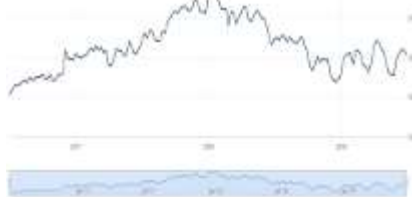
Goldman Sachs Group Inc. (GS)



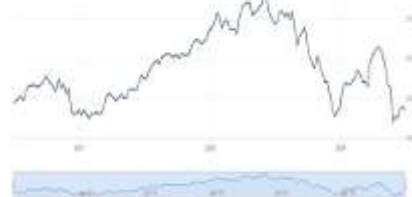
General Motors Co. (GM)



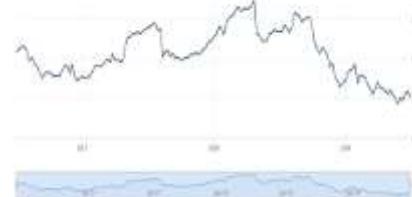
BorgWarner Inc. (BWA)



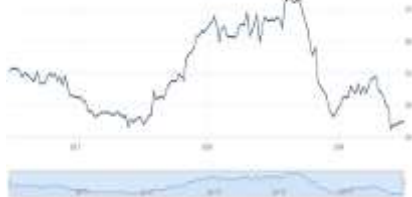
PVH Corp. (PVH)



Tapestry Inc. (TPR)



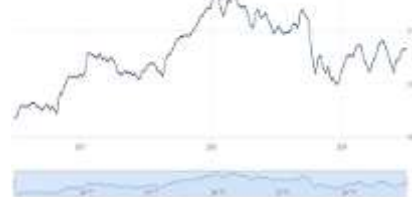
Capri Holdings Ltd. (CPRI)



Bank of America Corp. (BAC)



United Rentals Inc. (URI)



Lennar Corp. (LEN)

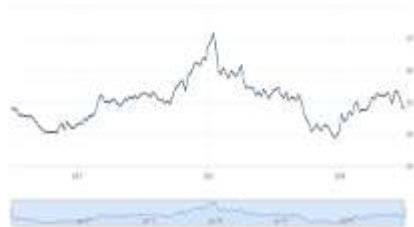


Kroger Co. (KR)

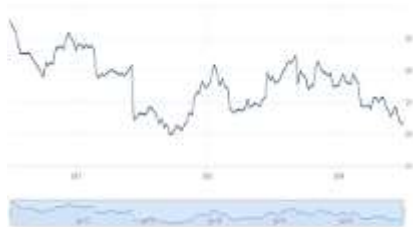


Walmart Inc. (WMT)

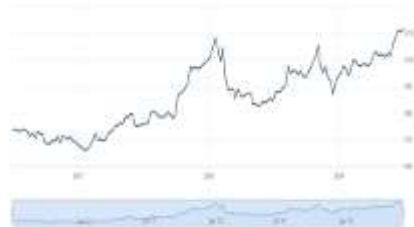




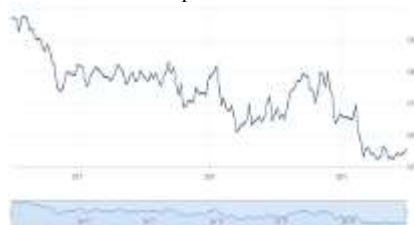
CVS Health Corp. (CVS)



CBS Corp. CI B (CBS)

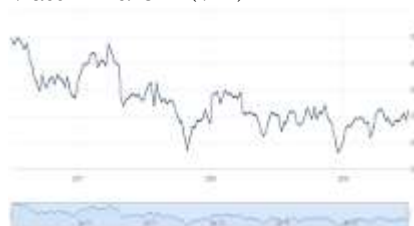


Walt Disney Co. (DIS)



Viacom Inc. CIA (VIA)

チャートは3年



By JACK HOUGH
(Source: Dow Jones)

3. The Trader 米中首脳会談を受けて史上最高値を更新 経済指標に陰りは見えるものの株式市場の勢いは保たれたまま

【米国株式市場】

■ 強気派の意気上がる

F・スコット・フィッツジェラルドが『崩壊 (The Crack-Up)』の中で書いたように、第一級の知性とは、二つの相反する考えを同時に信じることができ、かつ、その機能を失わないものだとする、投資家は並み居る人の中で最も賢いはずだ。

先週の株式市場で S&P500 指数は 1.7% 上昇して 2990.41 となり、ダウ工業株 30 種平均 (NY ダウ) は 1.2% 高の 2 万 6922 ドル 12 セントで引けた。ナスダック総合指数は 1.9% の値上がりで 8161.79 となり、3 指数とも終値ベースでの史上最高値を更新したものの、それからわずかに下げて取引を終了した。小型株のラッセル 2000 指数は 0.6% 高の 1575.62 で週末を迎えた。



前週の終わりに株式市場は、よりハト派的になったと目された米連邦準備制度理事会 (FRB) の恩恵を既に受けていた。その後、トランプ大統領と中国の習主席が 20 カ国・地域首脳会議 (G20) で、新たな関税を課さないことや交渉再開の合意、さらにはファーウェイ・テクノロジーズ (華為技術) への措置の猶予を含んだ貿易紛争の休止に合意したことを受けて、市場は急騰した。6 月の雇用者数の予想を上回る伸びから FRB が今月末に 0.25% ポイントを上回る利下げに踏み切る可能性はなくなったと思われるものの、市場の大きな下落にはつながらなかった。

6 月の最後の週に更新された S&P500 指数の新高値が、本格的な上抜けとするには十分でなかったとしても、

先週の動きによってもう上抜けたとみても良さそうだ。パークレイズでストラテジストを務めるマニーシュ・デシュパンデ氏は、S&P500 指数が金曜の終値から 9%上昇して 3260 に達する「メルトアップ」の可能性が 65%だと予想する。また、ファンドストラットのストラテジストであるトーマス・リー氏は、引き締め後の最初の利下げ後の 9 カ月間の同指数の平均上昇率が 18%という過去のデータを勘案すると、自身の 3125 という目標値は「保守的だ」と考えている。

■ 景気動向と株価

ただし大きな警告がある。景気後退に陥れば強気のストーリーが全てご破算になってしまうため、景気後退は避けなければならないが、10 年物米国債の利回りは引き続き 3 カ月財務省証券の利回りよりも低く、景気後退に関して信頼性の高い指標である逆イールドカーブ状態となっている。先週木曜日には全ての満期の米国政府債務がフェデラルファンド (FF) 金利の上限である 2.5%を下回り、ソシエテ・ジェネラルのストラテジストであるキット・ジャックス氏によると、景気後退が忍び寄っていることを示す新たな兆候だと考えられる。同氏は「今回の景気サイクルの太陽はゆっくりと沈んでいる」と書いている。



景気は確かに弱まっている。サプライ管理協会 (ISM) の 6 月の製造業景況感指数は、2016 年 10 月以来で最低の 51.7 に低下した。50 を上回っていることから経済活動がまだ拡大していることは示されているものの、拡大ペースはかなり減速していることになる。インベステック・リサーチのジェームズ・スタック氏は「2017 年から 2018 年にかけての製造業の強さは急速に失われており、米国経済の健全性を懸念するシグナルだ」と指摘する。

しかし同氏は、市場における物色対象の広がりを出す騰落株線が引き続き高値を更新している状況に注目して、株式市場を見放してはいない。「騰落株線が低下すると、弱気相場が控えているという信頼できる警告になるが、現在の騰落株線を見る限り、疑わしきは罰せずという結論に至らざるを得ない」と同氏は書いている。

従って、われわれの頭の中には、米国経済は景気後退に向かっているという見方と株式市場は上昇するという二つの相反する考えがあることになる。それは知性を示しているかもしれないし、そうでないかもしれない。

■ アナリストの目標株価が大きく異なる銘柄

ウォール街のアナリストが掲げる目標株価は少しずつ異なるのが通常だ。利益予想が微妙に異なるからだ、たまた目標株価に大きな開きがある場合があり、長期スタンスの投資家は注意が必要だ。

NY ダウ採用銘柄の場合、目標株価の最高値と最低値の差 (スプレッド) の株価に対する比率は、平均すると約 40%だ。しかし本誌で S&P500 指数採用銘柄に関して調べたところ、スプレッドの対株価比率が 90%以上の銘柄は衛星放送サービスのディッシュ・ネットワーク (DISH)、半導体のマイクロン・テクノロジー (MU)、電気自動車のテスラ (TSLA) など 31 社が該当した。極端な意見の相違は買いの好機を提供しているように見える可能性はあるが、実はボラティリティが高いことを示している。

不確実性は利益を得るために必要なことであり、リスクを取る意味はここにあるのだが、大きなスプレッドはアナリストでさえも企業固有のリスクを考えるのに苦慮していることを意味しており、株価の乱高下の背景となっている。スプレッドが最も大きな銘柄群の過去 1 年間の高値と安値の差は平均すると現在の株価に対してほぼ 80%だったが、その他の銘柄の平均は 40%だった。アナリストの意見が大きく異なった銘柄群は過去 5 年間の平均で年率 4%程度下落したのに対し、S&P500 指数の他の銘柄は平均で年間 11%上昇した。ただし、意見が大きく異なる銘柄もそうでない銘柄もバリュエーションに差が見られないため、投資家はこ

の点に十分な注意を払っていないようだ。

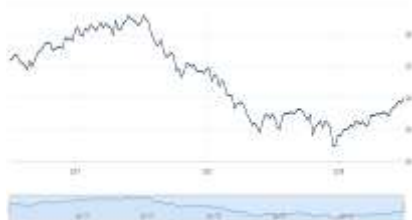
テスラ株はよい例だ。大手証券会社の目標株価は 140～530 ドルの幅があり、スプレッドの株価（約 234 ドル）に対する比率は 165%を超える。テスラ株はこの比率が示すように乱高下しており、市場予想を上回る決算を発表した先週の水曜日には 6%以上の急騰となったが、年初来下落率は 29%だ。過去 5 年のパフォーマンスはほぼ横ばいで、S&P500 指数の 11%の年率リターンをはるかに下回る。

もちろんアナリストの意見の差が縮まれば、投資家の利益につながる可能性がある。実際、上記の 31 銘柄の中には目標株価の差が縮小するための明確な道筋があり、より良いリターンにつながりそうだ。

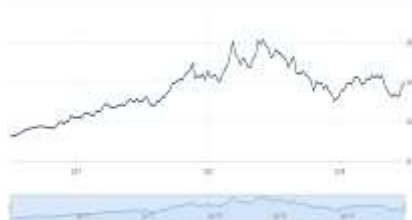
例えば、投資家が高水準の債務を懸念してディッシュの株価は過去 5 年間、毎年ほぼ 10%下落しているものの、T モバイル US (TMUS) とスプリント (S) の合併に伴って有利な資産買収ができれば、恩恵を受けることになる。メモリーチップ業界の大量の在庫がメモリー価格とマイクロンの株価の圧力となっているものの、需要増か供給減が株価上昇につながる可能性がある。建設用資材販売のファスナル (FAST) は、資本財関連銘柄に影響するような景気の不安がなければ、これほど意見が分かれるはずのない産業用品のサプライヤーだ。アパレル販売のギャップ (GPS) は苦戦しているものの、成功している「Old Navy」ブランドをスピンオフすれば、価値を引き出すきっかけになりそうだ。

ある意味、大きな投資機会は大きな論争から生まれると言えそうだ。

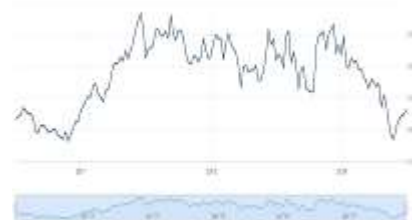
DISH Network Corp. Cl A (DISH)



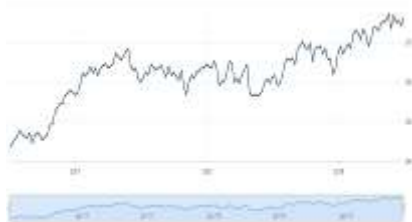
Micron Technology Inc. (MU)



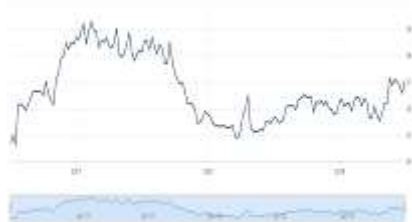
Tesla Inc. (TSLA)



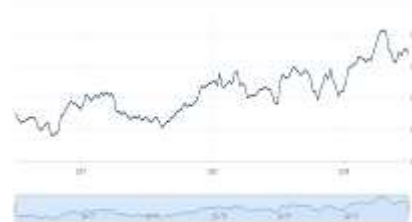
T-Mobile US Inc. (TMUS)



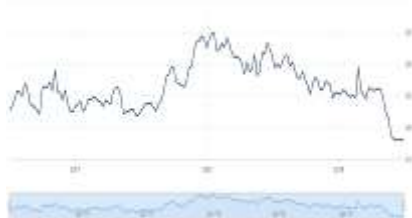
Sprint Corp. (S)



Fastenal Co. (FAST)



Gap Inc. (GPS)



チャートは 3 年

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

4. How Fund Managers Are Investing in China 米中対立の長期化に身構える 【中国株】 ファンドマネジャーによる中国株投資の最近の動向

■ 再度の休戦も、楽観はできず

米中の関係は時に親密さを装い、時にしっぺ返しをしながら混乱を続け、そのたびに景況感や市場を激しく揺さぶり続ける可



能性がある。それゆえ、中国市場を専門とする投資家は対立の長期化に身構え、対立にかかわらず、あるいは対立のおかげで成長できるような企業を探している。

昨年 12 月のトランプ大統領と習近平国家主席の休戦合意に支えられ、MSCI 中国指数は、年初から 5 月 10 日に貿易協議が決裂するまで 14% 上昇した。非難の論調が厳しさを増し、また米政府が重要な半導体やその他の部品、技術について、中国の最大手企業の一つであるファーウェイ（華為技術）との取引を制限したことで、同指数は年初の上昇分のほとんどを失い 6 月 6 日に底値を付けた。現在は、再度の休戦により投資家のマインドも改善し、MSCI 中国指数は 5 月 10 日の水準近くまで回復した。大阪で開催された 20 カ国・地域（G20）首脳会議で、トランプ大統領はファーウェイに米国製品を売却することおよびさらなる関税発動を延期することに同意し、米中両国は交渉再開に合意した。G20 後、MSCI 中国指数は 2% 上昇した。しかし、貿易協議の合意が見えているわけではない。また、この対立は関税にとどまらず、むしろ世界の二大経済大国の間の長期的な対立となり、数十年もの長きにわたりビジネスとサプライチェーンを支えてきた世界秩序を変容させる恐れがある。

過去 3 年間で他のファンドの 95% を上回るパフォーマンスを上げたマッシュューズ・チャイナ・ファンド（MCHFX、運用資産 8 億 400 万ドル）の共同マネジャーであるアンドリュー・マトック氏は、最悪のシナリオを検討している。その一つが、米国がより広範な禁輸措置を課し、中国がアンドロイドやマイクロソフト（MSFT）の基本ソフト（OS）のライセンスを取得できないようにし、これに対抗して中国が米国への輸出を制限する、禁輸競争のシナリオだ。

香港の JP モルガン・アセット・マネジメントで中国 A 株ストラテジーの共同マネジャーとして 20 億ドルを運用するレベッカ・ジャン氏は、最終的には貿易合意が締結されると予想しているものの、経済成長に依存しており、収益性がさらに影響を受ける懸念から、自動車メーカー株や機械メーカー株の保有を引き下げている。過去 3 年間で他のファンドの 87% を上回るパフォーマンスを上げた、T.ロウ・プライス・アジア・オポチュニティーズ・ファンド（TRAOX、運用資産 1 億 2100 万ドル）のマネジャーであるエリック・モフェット氏は、昨年第 4 四半期の株価下落時よりも慎重なアプローチを取っている。同氏は、株価がより大きく値下がりするか、米中関係がより大きな改善の兆しを見せるまで、中国株の積極的な買いは控えるつもりだ。

■ 中国政府の景気対策への期待と最近の投資動向

しかし、現在不安を抱えつつも、以前に中国に対して懸念が発生した時のように投資資金が中国から逃避しているわけではない。ファンド投資調査会社 EPFR グローバルによると、今年に入ってから、中国株に投資するファンドから差し引きで 48 億ドルの資金が流出したが、これは 2015 年に中国が予想外の通貨の切り下げを実施し市場を動揺させた際の 5 カ月間に流出した 90 億ドルと比べれば、はるかに少ない。

本誌の調査結果により、アジア中心に投資を行うファンドマネジャーの共通項として、輸出依存企業、景気敏感企業を回避していることが見えてきた。その一方で、中国政府が貿易戦争の影響緩和のための施策を打ち出すだろうという期待から、中国の消費者関連産業に対しては引き続き楽観的だ。中国の消費者も長期的なトレンドとして、今後も引き続き、より幅広い種類の商品、より高価な商品求めていくに違いない。また、金融や医薬品など成長途上にある産業や、再編が見込まれる産業、および中国が技術的な自立を目指すに当たり有利な位置にある企業なども人気だ。

■ 内需関連産業

アバディーン・チャイナ A 株エクイティ・ファンド（GOPAX）のマネジャーであるニック・ヨー氏は消費者関連として、酒類、ヘルスケアの他、免税店チェーンであるチャイナ・インターナショナル・トラベル・サービス（中国国旅、601888.上海）などの旅行関連会社に注目している。同氏が事実上の独占企業と呼ぶこの免税チェーンは、30 以上の省や自治区などにフランチャイズを有し、都市の中心部に店舗開設を進めている。

他のファンドマネジャーは、中国ミレニアル世代の高級品志向とネットワーク効果の恩恵を受ける高級アパ

レルオンライン企業や、経済見通しにかかわらず成長が期待される医薬品や金融のような発展途上の産業に焦点を合わせている。例えば、中国は米国に次いで世界第 2 位の医薬品市場であり、高齢化と所得の上昇を背景により医薬品需要が高まるにつれ、力強い成長が見込まれる。これらの業界は細分化されており、統合の余地を残している。一方、中国の債券市場と株式市場が外国人投資家に開放されたことは、香港証券取引所（香港交易所、388.香港）にとっては事業機会の拡大を意味し、マトック氏は今年になり同社株を購入している。

■ A 株市場

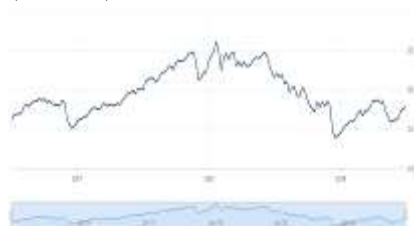
もう一つの注目分野は中国の国内 A 株市場だ。貿易問題にもかかわらず、中国国内で取引される株式で構成される CSI300 指数は今年に入り 29%上昇している。MSCI が自社指数における中国 A 株のウェイトを段階的に引き上げると発表したことから、外国人投資家もベンチマークと歩調を合わせるために中国株の保有を増加させる必要がある。1 日の出来高が 200 万株を超える銘柄が 700 社もあるが、ほとんどリサーチの対象となっておらず、ストックピッカーにとっても好機ありだ。フィデリティ・チャイナの共同マネジャーが追加した新しい銘柄の約半分は、A 株企業である。マシューズ・チャイナのマドック氏は、最近の株価下落に乗じてファンドの A 株保有比率を倍増させ、20%まで引き上げた。一方、アバディーン・スタンダード・インベストメンツは最近、「顧客の需要を反映する」として、チャイナ・オポチュニティーズ・ファンドの名称をアバディーン・チャイナ A 株エクイティ・ファンドに変更した。運用資産はわずか 1200 万ドルだが、この 1 年間で他のファンドの 91%を上回るパフォーマンスを上げている。

■ IT 分野

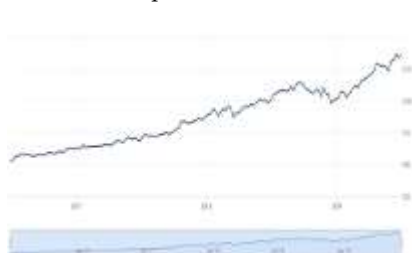
ファンドマネジャーはまた、ソフトウェアを含め、米国のテクノロジーから中国が独り立ちを図る中で利益を享受できる企業を探している。「給与計算や経費申請など企業向けのアプリケーションでは、中国は米国に大きく引き離されている」とマトック氏は言う。同氏のファンドはソフトウェア開発会社チャイナソフト・インターナショナル（中軟国際、354.香港）を保有している。JP モルガンのジャン氏も、エンタープライズリソースプランニング（ERP）パッケージのベンダーであるヨンヨウ・ネットワーク・テクノロジー（用友軟件、600588.上海）やビーナステック・グループ（北京啓明星辰信息技术、002439.深セン）のようなサイバーセキュリティソフトウェア企業など、ソフトウェア企業株の保有を増やしている。同様の観点から、フィデリティはセミコンダクター・マニュファクチャリング・インターナショナル（中芯国際、981.香港）のような半導体メーカーを注意深くフォローしている。

また、中国のインターネット関連株は多くのファンドマネジャーにとって、現在も最大の投資銘柄だ。テンセント・ホールディングス（騰訊控股、0700.香港）やアリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団、BABA）のような銘柄は、米国の投資家の多くが保有している。中国に対する懸念が高まったため、貿易紛争やテクノロジー問題からあまり影響を受けない事業内容であるにもかかわらず、これら企業の株価も下落したが、その成長を信じる投資家にとっては良い買い場となった。

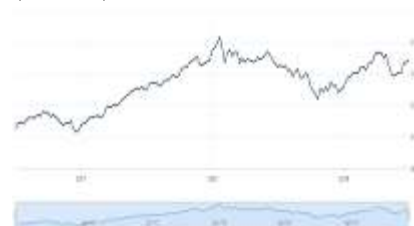
Matthews China Fund; Investor (MCHFX)



Microsoft Corp. (MSFT)



T Rowe Price Asia Opportunities Fund (TRAOX)



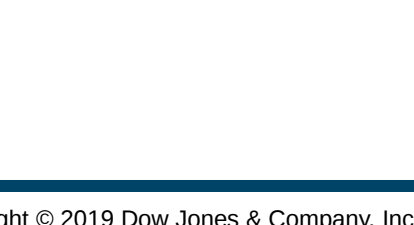
Aberdeen China A Share Equity Fund:A (GOPAX)

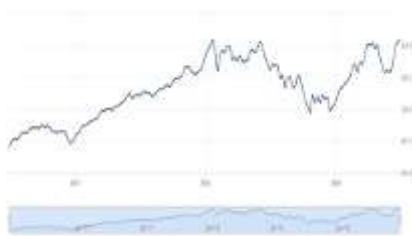


China International Travel Service Corp. Ltd (CN:601888)

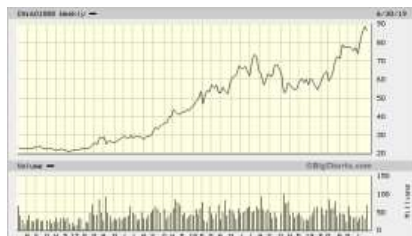


Hong Kong Exchanges & Clearing Ltd (HK:388)





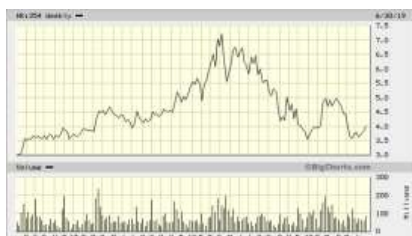
Chinasoft International Ltd. (HK:354)



Yonyou Network Technology Co. Ltd (CN:600588)



Venustech Group Inc (CN:002439)



Semiconductor Manufacturing International Corp (HK:981)



Tencent Holdings Ltd. (HK:700)



Alibaba Group Holding Ltd. ADR (BABA)

チャートは3年

By RESHMA KAPADIA
(Source: Dow Jones)

5. Retirement Crisis and Climate Change 年金危機と気候変動の共通点 【インタビュー】 世界最大の資産運用会社ブラックロックの資産運用マネジャーとのインタビュー

■ ワイズマン氏は長期投資が重要と考える

世界最大の資産運用会社ブラックロック (BLK) の株式アクティブ運用部門の責任者のマーク・ワイズマン氏は、ラリー・フィンク最高経営者 (CEO) の後継者とのうわさが時折聞こえてくる人物で、大手法律事務所サリヴァンアンドクロムウェルでの弁護士業務を経て、カナダ年金基金投資委員会 (CPPIB) で11年勤務した後、2016年にブラックロックに入社した。妻のマーシャ・モファット氏はブラックロックのカナダ事業のCEOだ。



本誌：夫婦そろってブラックロックに勤務しているが、奥さんは就職を手助けしたか？長期投資を重視しているが、投資家と証券発行会社との関係は結婚に似ているか？

ワイズマン氏：妻が仕事をくれたわけではないが、有益な情報をもたらしてくれた。結婚は永遠に続くという前提だが、現在では投資家と発行体の関係は一夜限りの関係のようだ。本当はそれ以上の関係であるべきで、投資家はオーナーのように振る舞うべきだ。そもそも投資家とはトレーダーとは違う。

Q: 以前に CPPIB を積極的なアクティブ運用の方向に変革したが、アクティブ投資は死んだのでは？

A: とんでもない。まず、パッシブ投資などというものはそもそも存在しないと思う。インデックスを買う、あるいはどのインデックスを買うかといった選択はアクティブな意思決定だ。結局、投資のアプローチの差で、インデックスを中心としたアプローチをとるか、アルファ創出を狙うかの違いだ。次に、比較優位性を利用することで、アウトパフォームのための余分なリスクを正当化するに十分なリターンが可能かという問いがある。2006 年の CPPIB で、われわれは長期的に手数料控除後で十分な結果を出せる比較優位性があると考えた。ブラックロックでも同じで、戦略を見て、会社そのものを見て、比較優位性を理解し、十分長期にわたり比較優位性を利用する方法について理解することが重要だ。

■ テクノロジーの利用でアルファを創出

Q: アクティブ投資の正しいアプローチと間違ったアプローチとは？

A: 技術の発達や情報の民主化、規模の経済により、変化が非常に速まっている。これは他の業界でも同じだ。結局勝利するのは消費者だ。古いやり方はもはや効率的でもなく競争力もない。テクノロジーの応用で、ほとんど追加のコストなくアルファを生み出せる。機械を使うと、コストが低い。私の話はデイトレーディングとは違うもので、保有期間は月単位だ。投資アプローチのもう一方の側には、確信をもって集中投資する方法があり、例えば高配当銘柄とかヘルスケア銘柄とか、テーマ別の戦略がそれだ。われわれは、リサーチレポートの研究やコンファレンスへの出席、会社の経営陣との面会もやり尽くしたファンダメンタルズ的アプローチのマネジャーに、ビッグデータと分析を提供する。2017 年 3 月に発表した、いわゆる「プロジェクト・モナーク」だ。パフォーマンスは非常に良い。アクティブ米国株式、新興国市場、クオンツ戦略は資金の純流入となっている。あるツールは、企業のコンファレンスコールを読み、経営陣の行動に追加的な洞察を提供することができる。世界は効率的になり過ぎているため、中間的なやり方では価値を生むのが難しい。

■ 長期志向に改革するにはどうすればよいのか

Q: 長期志向になるにはどのように行動を変えればよいのか？

A: システムにはパラドックスが存在する。退職のために貯蓄する人は長期志向だ。しかし資金が貯蓄者側から年金基金や国の手に渡り、契約を通じて資産運用会社の手に渡り、その資本を主に企業に配分することになる。企業は信じられないくらい短期的な意思決定をする。事業への再投資ではなく自社株買いをしたり、アクティビスト（物言う株主）への対応であったり、基本的に次の四半期のための意思決定をする。貯蓄する側は次の四半世紀を考えているというのに。システム全体が次の 25 年を考えるべきだ。フィンク CEO の最近の 2 回の手紙の素晴らしい点は、過去の経済成長には社会面でのコストがあると述べている点だ。長期的な結果を最大化しないのなら、経済成長を最大化しているとはいえない。

Q: 修正する方法は？

A: 資金を固定する構造の方が良い結果が出る。「明日の朝に資金を引き揚げる」ことができるよりは、資金が 3 年間固定され、解約は 1 年前の事前申告とすれば、マネジャーはより良い仕事が可能になる。しかし、そのようにはならないだろう。例えば、短期的な運用手数料よりも長期的なパフォーマンスへの報酬制にすれば目的にかなう。取締役会はもっと長期的戦略に重きを置くべきで、報酬も長期的思考を促す構造にする必要がある。これには取締役の報酬も含まれる。深く会社に関わるには 10 社の取締役などできない。最高の取締役会は、性別、民族、教育、地理的、経歴などの点で多様性があることが重要だ。多様性の高いグループはより良い意思決定をする。全てを貯蓄する側の恩恵が増えるようにする必要がある。

Q: 四半期ガイダンスは良くないと考えているようだが、どうすればよいのか？

A: 短期的な見方を助長するのは 1 株当たり利益（EPS）ガイダンスだが、四半期ごとの決算は賛成だ。上場企業は、財務的な数値だけでなく、環境や社会、ガバナンスの問題についてもっと開示する必要がある。投資家はそのような情報を使って、より良い投資判断を下すことを学ぶべきだ。財務以外の情報や長期的な戦略に関する内容が増えてほしいと思っている。長期投資家であれば、あるビジネスモデルの二酸化炭素排出量は重要な情報だ。

■ 気候変動と退職後の生活の危機との共通点

Q：気候変動に関してどう思うか？

A：私は、気候変動は現実のもので、人間が原因あるいは少なくとも人間が加速させていると 100%信じている。気候変動がほら話だと考えている人でも、投資に関しては環境問題を調べる必要がある。理由は、世界の大半は信じており、消費者は環境を汚染する工場の製品を買いたがらず、会社の価値が割り引かれることもあるというのが一つ目だ。二番目に、有価証券の価値において印象は現実と同じだ。以前に水辺の倉庫を見下ろすオフィスにいた。5年単位で考えるなら問題ないが、25年を見通すなら憂慮すべきだ。文字通り自分の投資が水没して無価値になる。長期的には価値観と価値は一致する。

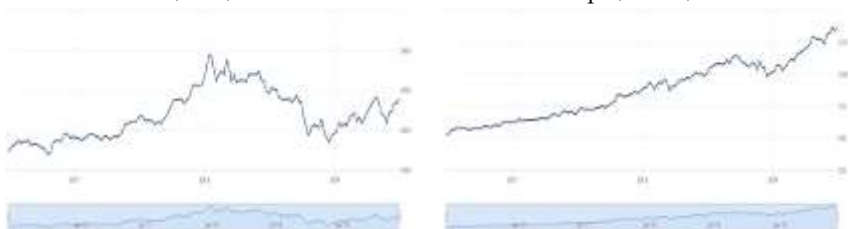
Q：米国での退職後の生活の危機について、何か解決策はあるか？

A：気候変動のように、ゆっくりと忍び寄ってくる危機だ。政策立案者たちはもっとこの問題に時間を割くべきだ。人々が長生きし、生活の質も向上したという明るい要因が原因だ。確定給付型年金から確定拠出型年金へと移行が進む中、米国人は退職後に生きる年数が長期化する見込みだ。解決策は多方面から見る必要があり非常に複雑だ。お金に関する知識（フィナンシャル・リテラシー）、貯蓄奨励、貯蓄を阻害する要因を減らすことなどを中心とすべきだ。州政府の年金基金などのガバナンス改善も重要になるだろう。社会主義的になる必要はなく、多くの解決策は市場の力をもっと効果的に利用することで達成できる。1997年にカナダで国の年金が事実上破綻した。解決策は非常な痛みを伴うものだった。雇用主も被雇用者も共に年金への拠出を増やし、給付金を減らさざるを得なかった。カナダはちょうど経済が好調な時期だったため痛みは幾分か緩和された。それでも貯蓄不足の高齢世代のために若い世代からの富の移転を必要とした。ブラックロックは投資家教育を強化しており、民間市場でのソリューションも模索している。また、マイクロソフト（MSFT）との合弁事業がうまくいけばブラックロックの株主に恩恵をもたらすだろう。

BlackRock Inc. (BLK)

Microsoft Corp. (MSFT)

チャートは3年



By TERESA RIVAS
(Source: Dow Jones)

6. The Best Mutual Funds 知られざる有望ファンド 目立たないが注目すべきミューチュアルファンド

【ミューチュアルファンド】

■ ウォール街の大手とは一線を画すブティック型運用会社

カリフォルニア州で、いちご畑の隣にオフィスを構えるバーンズ・キャピタル・アドバイザーのポートフォリオマネジャーたちは、カジュアルないでたちで囲いのない席に着く。

「椅子を回転させれば簡単にミーティングができる」。同社でアナリスト兼ポートフォリオマネジャーを務めるライアン・ロス氏はこう言う。



多くのブティック型の運用会社では、従業員の数は少なく、長年共に働くマネジャーやアナリストからなる少人数のチームでファンドを運用している。ミューチュアルファンドは、資産家であったり資金が潤沢な団体であったりが運用会社を軌道に乗せ、その後に設定されることが多い。営業の人員が限られているので商品を大手のブローカーに扱ってもらうことは難しく、大々的

に売り込まれることはあまりない。さらに限られた予算の中では、商品売り込むためのコンファレンスをスポンサーする機会も少ない。

目立たないものの、小規模な運用会社にも注目すべきアセット・マネジャーは多く存在する。多くのプライベート・ファームは、創業者や株主によって経営されているが、調査によると、ファンドのポートフォリオマネジャーがオーナーを兼ねる場合、そうでないマネジャーよりも好成績をあげるとされる。さらに小規模なファンドは小回りが利き、最善と判断した銘柄に厳選した、コンセントレイテッド・ファンドを運用することが多い。片や大手運用会社では、資金を全て投資するために投資範囲を広げる必要があり、そのためパフォーマンスが損なわれることがあるとする研究もある。

一方で確かに、小規模な運用会社のポートフォリオマネジャーには高額の報酬が支払われることが多く、アンダーパフォームにつながる要因ともなる。さらに、花形マネジャーが退職したり死亡したりした場合には、ファンドは終了ということになる。加えて、小型ファンドは解約に関して柔軟性に劣るという課題もある。そんな中、注目すべき小型ファンド 5 本を紹介する。

■ バーンゾット米国スモールキャップ・バリュアー

バーンゾット米国スモールキャップ・バリュアー (BSCVX) は、利益が予想未達などの短期的な問題により株価が低下した質の高い銘柄に着目し、25~30 銘柄を組み入れる。

最近組み入れた銘柄には医療業界でデータ分析を行うイノバロン・ホールディングス (INOV) がある。患者の治療データを収集し、費用対効果などの分析のために医薬品企業に提供している。営業利益率は 26% と手堅い。株価は競争激化を懸念されて下落し、現在は同業他社と比べて 40% のディスカウントになっているとロス氏は述べる。他には買収や内部成長でさらに拡大を続ける造園最大手のブライトビュー・ホールディングス (BV)、人材管理のクラウドサービスを提供するコーナーストーン・オンデマンド (CSOD)、デジタル・プロモーションなどを提供するクオーシエント・テクノロジー (QUOT) などを選好する。

■ DF デント・プレミア・グロース

DF デント・プレミア・グロース (DFDPX) は、ファンドの共同マネジャーであるマシュー・デントが言うところの「エシカルな経営陣」が存在する、ベストインクラスの大型株 42 銘柄を組み入れる。アマゾン・ドット・コム (AMZN)、グーグルの親会社であるアルファベット (GOOGL)、クレジットカード大手のマスターカード (MA) やビザ (V) などの大型株を選好する。さらに管理サービスのオクタ (OKTA) やロボット内視鏡手術システムメーカーのインテュイティブ・サージカル (ISRG) などの急成長中の銘柄も組み入れる。

ライフサイエンス関連機器最大手の分析機器メーカーであるサーモ・フィッシャー・サイエンティフィック (TMO)、遺伝子配列技術をリードするイルミナ (ILMN)、さらにタンパク質解析用の試薬や機器などを手掛けるバイオテクネ (TECH) などのライフサイエンス関連機器銘柄も組み入れる。バイオテクネは幹細胞や免疫療法などのがん研究の進歩による恩恵を受け、過去 5 年間に平均で 15.7% の売上成長率を上げている。

■ コネストーガ・スモール／ミッドキャップ

コネストーガ・キャピタル・アドバイザーズでは、質が高く「保守的な成長」を遂げる銘柄に注目すると、ポートフォリオマネジャーのボブ・ミッチェル氏は語る。同氏は共同創業者であり、運用資産 1 億 1800 万ドルと小型のコネストーガ・スモール／ミッドキャップ・ファンド (CCSMX) の運用を行う。

「持続的な利益成長、健全な財務状態、経営陣の持ち株比率が高い銘柄を選好する」と、ファンドの共同マネジャーであるデレク・ジョンソン氏はこのように述べる。2015 年後半からは託児所経営のブライト・ホライズンズ・ファミリー・ソリューションズ (BFAM) を組み入れる。同社は大手企業と複数年契約を結ぶため長期的な収益の見通しが立ちやすく、サービス拡充も行っている。クレジット・スコアの提供や企業向けソ

フトウェア・アプリケーションを手掛けるフェア・アイザック（FICO）は 2018 年からの保有銘柄だ。売上成長率は 8~10%で、ライセンスからサブスクリプション・モデルに移行することで利益改善が見込めるとジョンソン氏は語る。

■ YCG エンハンスト

YCG エンハンスト（YCGEX）は厳選した銘柄を組み入れた大型・成長株ファンドだ。ブライアン・ヤックマン氏は同ファンドの組入銘柄のフェイスブック（FB）を例に挙げてこう語る。「昨年は誰もが上昇する見込みはないと言っていたが、今はどうか。今年に入り 45%上昇している」。投資家が短期的な経済状況や一時的な下落に注目し過ぎて近視眼的になる傾向があると指摘する。

他には、海外銘柄がポートフォリオの約 20%を占めている。イタリアの CFT（CFT.イタリア）、フランスの LVMH モエ・ヘネシー・ルイ・ヴィトン（MC.フランス）、ケリング（KER.フランス）、エルメス・インターナショナル（RMS.フランス）といった高級品メーカーを組み入れる。ヤックマン氏によると、高級品メーカーはデフレ環境にあっても価格決定力を持つという。ブランドは世界で通用するステータス・シンボルであり、とりわけ中国ではブランドが持つ資産的価値は高まっている。

Flying Under the Radar

These five funds have terrific track records and thoughtful, skilled managers. But because of their size, they can't compete for shelf space at brokers—and often get overlooked.

Name / Ticker	AUM (\$mil)	Expense Ratio	Minimum Investment	5-Yr % Rank in Category	Description
Bernzotti U.S. Small Cap Value / BSCVX	\$81	0.95%	\$25,000	6	Concentrated portfolio of stocks that have recently sold off.
Conestoga Smid Cap / CCSCMX	117	1.1	2,500	17	Likes companies with significant management ownership.
DF Dent Premier Growth / DFDGPX	214	1.1	2,500	14	"Best in class" companies with ethical management.
Homestead Value / HOVLX	961	0.6	500	9	Value stocks from companies with low debt, including some tech.
YCG Enhanced / YCGEX	253	1.19	2,500	3	Growth companies that have had recent trouble, like Facebook.

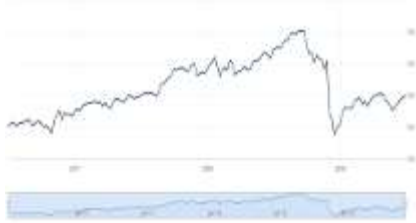
Source: Morningstar

■ ホームステッド・バリュー

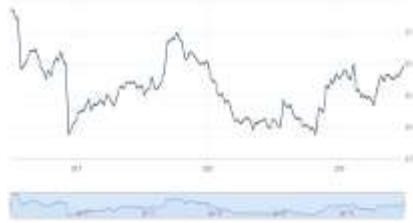
ホームステッド・バリュー（HOVLX）は、1990 年に全米農村電力協同組合（NRECA）によって、組合員向けに諸経費を抑えて設定された（現在では誰でも購入可能）。共同マネジャーのプラバ・カーペンター氏は自己資本利益率（ROE）を基準として利益率が高く、負債が平均以下の銘柄を狙う。とりわけ金融銘柄に注目し、大手金融持ち株会社の JP モルガン・チェース（JPM）、バンク・オブ・アメリカ（BAC）、シティグループ（C）、ウェルズ・ファーゴ（WFC）を組み入れる。同氏は、銀行は堅調な経済や雇用状況の恩恵を受けると考え、予想される利下げでイールドカーブがスティープ化すれば、融資事業の利益は改善すると語る。

組入銘柄にはマイクロソフト（MSFT）やアルファベットなど、ハイテクのトップ企業もある。マイクロソフトはサティア・ナデラ最高経営責任者（CEO）の下で「持続的に 2 桁成長を」達成しているとカーペンター氏は言う。グーグルについては、主力の検索事業が、テレビなどのトラディショナル・メディアからさらに広告費を取り込む機会があると見られる。データのプライバシー保護問題などで規制当局による圧力が欧州などで高まっているが、米国の法律はアルファベット寄りだと同氏は考える。

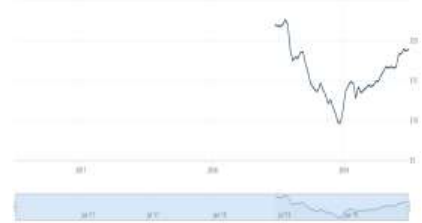
Bernzott US Small Cap Value Fund (BSCVX)



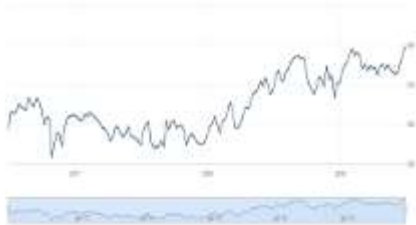
Inovalon Holdings Inc. CIA (INOV)



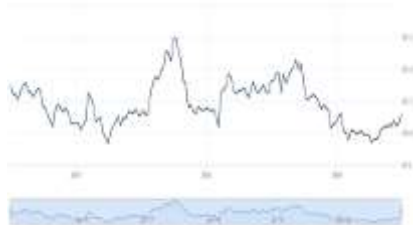
BrightView Holdings Inc. (BV)



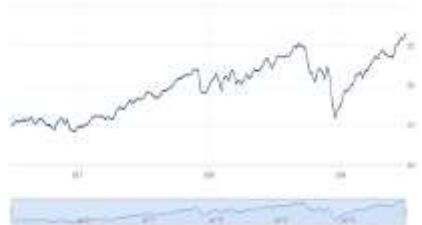
Cornerstone OnDemand Inc. (CSOD)



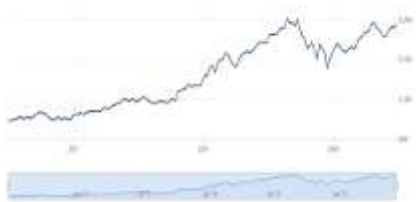
Quotient Technology Inc. (QUOT)



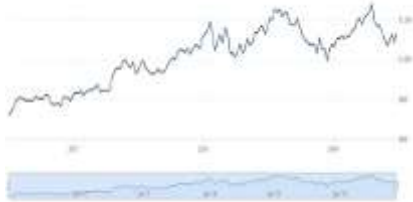
DF Dent Premier Growth Fund (DFDPX)



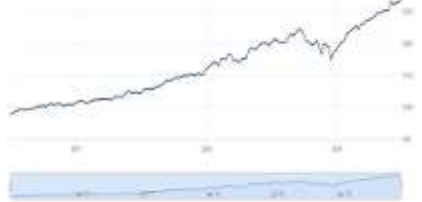
Amazon.com Inc. (AMZN)



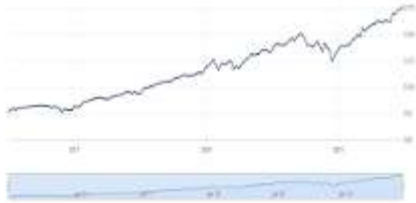
Alphabet Inc. CIA (GOOGL)



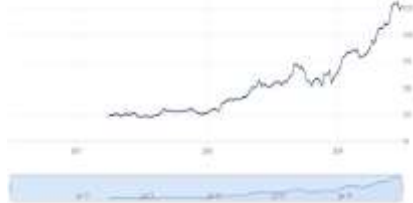
Mastercard Inc. (MA)



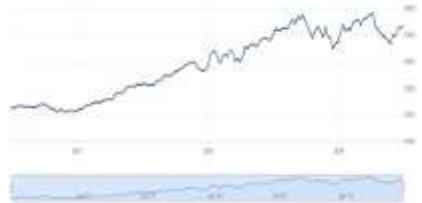
Visa Inc. CIA (V)



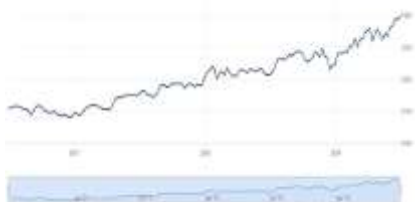
Okta Inc. CIA (OKTA)



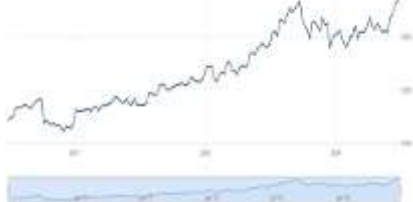
Intuitive Surgical Inc. (ISRG)



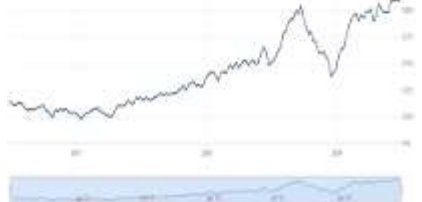
Thermo Fisher Scientific Inc. (TMO)



Illumina Inc. (ILMN)



Bio-Techne Corp. (TECH)



Conestoga SMid Cap Fund:Investor (CCSMX)

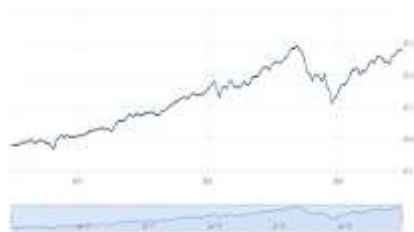


Bright Horizons Family Solutions Inc. (BFAM)

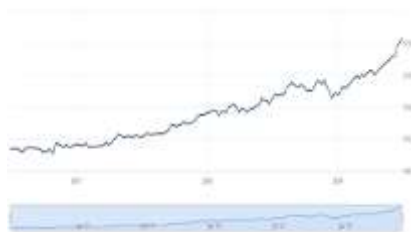


Fair Isaac Corp. (FICO)

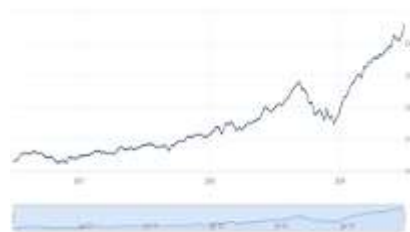




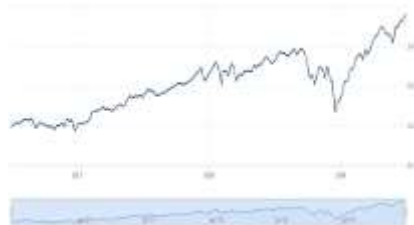
YCG Enhanced Fund:R (YCGEX)



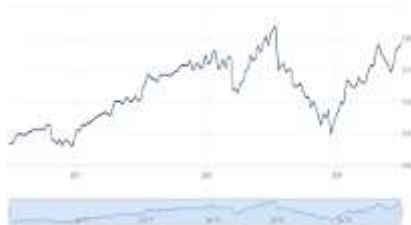
Facebook Inc. Cl A (FB)



CFT S.p.A. (IT:CFT)



LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE (FR:MC)



Kering (FR:KER)



Hermes International S.C.A. (FR:RMS)



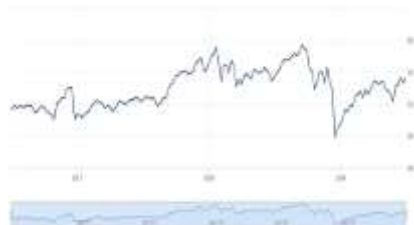
Homestead Value Fund (HOVLX)



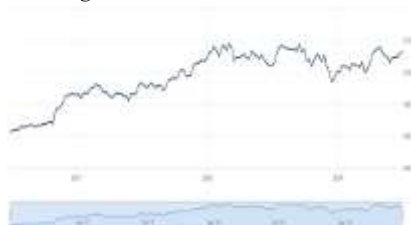
JPMorgan Chase & Co. (JPM)



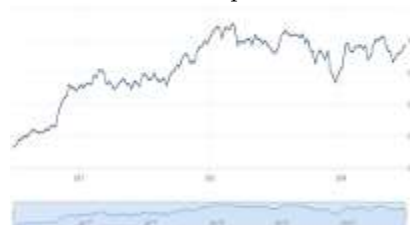
Bank of America Corp. (BAC)



Citigroup Inc. (C)



Wells Fargo & Co. (WFC)



Microsoft Corp. (MSFT)

チャートは3年

By DAREN FONDA
(Source: Dow Jones)

7. Up and Down Wall Street 不人気な民主党の政策 民主党候補者討論会 株主軽視の大型買収 配当銘柄

【コラム】

■ 2020 年選挙に向けて

トランプ大統領に対する好き嫌いは別にして、大統領が株式市



場にもたらした恩恵は大きい。2016 年の大統領選勝利以降の S&P500 指数のリターンは 50% 近くとなり、最近の高値更新は 2020 年の選挙における勝利に対する期待感の高まりを反映している。

民主党の大統領候補者討論会を経て、トランプ大統領の 2016 年の幸運が繰り返される可能性がある。AGF インベストメンツの政治ストラテジストであるグレッグ・バリエール氏は、民主党候補が掲げる政策には問題が多いとレポートしている。さらに本誌に対して、「市場はトランプ大統領の勝利を受け入れ始めている。大半の人々は、トランプ大統領を個人的には好んでいないが、大統領の政策は好んでいる」と語った。

大統領選挙は通常であれば市場に影響を及ぼさない。しかし、民主党のエリザベス・ウォーレン上院議員が民主党の候補になれば、2020 年は影響する可能性がある。同氏は、最もビジネス界寄りではないとみられており、民間の医療保険会社を排除し、ハイテク大手企業を分割させる一方、エネルギー、製薬および銀行業界にも矛先を向けるだろう。

JP モルガンの最高経営責任者（CEO）であるジェームズ・ダイモン氏が先週、「規制、官僚制度および愚かさ」が米国にとっての間違った、と述べた。それに対してウォーレン上院議員は、「そうではない、企業の強欲と政府の腐敗が、本当に間違っているものだ」とツイートした。



株式市場は、6 月 27 日夜の民主党候補者討論会から 4 営業日連続で上昇した後に、金曜日の雇用統計で小幅反落した。雇用統計によれば、非農業部門就業者数は 22 万 4000 人増加で予想を上回り、米連邦準備制度理事会（FRB）が 7 月の連邦公開市場委員会（FOMC）で 0.5% の利下げをする確率を一段と低下させた。それでも、金利先物市場は依然として 0.25% の利下げに関しては高い確率を織り込んでいる。

先週の S&P500 指数は 2990 を超えて、3000 の大台一步手前で終わった。2019 年予想利益に対する株価収益率（PER）は 18 倍で割安ではないが、経済、政治および金利の状況は良好にみえる。2020 年の選挙までにはいろいろなことが起こる可能性があり、さらにトランプ大統領は気まぐれだ。ストラテガス・リサーチ・パートナーズのダン・クリフトン氏は、賭け市場が依然として民主党を好んでいると指摘しており、世論調査も同様の結果となっている。しかし、市場の予想の方が正しい可能性があり、市場はトランプ大統領の勝利を嗅ぎ取っている。

■ 株主軽視の大型買収

大型合併は往々にして、買収企業から標的企業への多額の富の移転を伴い、買収の戦略的価値が疑われる際には買収企業の株主を激高させる可能性がある。製薬大手のブリストル・マイヤーズ・スクイブ（BMY）によるバイオ医薬品会社のセルジーン（CELG）の買収は、一部株主の抵抗に遭ったが、最終的には株主投票で賛同された。しかしブリストル・マイヤーズ・スクイブの株価は、1 月初めに買収が発表されてから 10% 以上低下して 46 ドルとなっており、同業のファイザー（PFE）、メルク（MRK）およびイーライ・リリー（LLY）に対するアンダーパフォームが続いている。

バイオ医薬品大手のアッヴィ（ABBV）と石油大手のオキシデンタル・ペトロリウム（OXY）は大型買収に際して、厄介な株主への対応を回避する手段を見つけた。つまり、株主投票を行わないことだ。

オキシデンタル・ペトロリウムは独立系石油・天然ガス会社のアナダルコ・ペトロリウム（APC）の買収において、自社の株主投票を回避できるように買収構造を変更した。つまり、買収の際の新規発行株数を発行済株数の 20% 弱にすることで、ニューヨーク証券取引所が株主投票を求める 20% の基準をクリアした。

T.ロウ・プライスのような大株主は、声高に不正と叫んでいる。彼らは、買収価格が高過ぎ、合併後の債務が多過ぎ、エネルギー価格へのエクスポージャーが大き過ぎ、ウォーレン・バフェット氏とバークシャー・

ハサウェイ (BRKB) に多くを与え過ぎるのではないかと懸念している。オキシデンタル・ペトロリアムは普通株の発行株数を引き下げる代わりに、パークシャー・ハサウェイに対して 100 億ドルの優先株を発行する。買収が成立すれば、パークシャー・ハサウェイは 8%の配当利回りと、オキシデンタル・ペトロリアムの約 10 億ドルの価値のある株式引受権を得ることになる。

オキシデンタル・ペトロリアムにならってアッヴィは、アイルランドの製薬大手アラガン (AGN) の買収に際して、新規発行株式を発行済株数の 20%未満にすることで株主投票を回避した。株主は買収を快く思っておらず、アッヴィの株価は合意以降に約 5%低下した。アッヴィもアラガンも、主力薬に問題を抱えている。

経営陣が、成功例が少ない大型買収に賭けるのであれば、株主に対して少なくとも投票の機会を与えるべきだ。

■ 高配当銘柄

米国 10 年国債利回りは 2%、高格付けの社債利回りは 3%未満、最高格付けの 10 年地方債利回りはわずか 1.6%と、債券市場には価値が見当たらない。米国債券市場は、インフレ調整後かつ税引き後で、今後 10 年間にわたって投資家にとってほとんど何も生み出さない公算が大きい。

インカムを求める投資家にとって、株式は依然として魅力的だ。S&P500 指数構成銘柄の中から、配当利回りが 4%以上の銘柄を表にまとめた。配当は、石油大手のエクソンモービル (XOM)

による確実なものから、辛うじて確保されているものまで多岐にわたる。本誌は最近、素材化学のダウ (DOW)、食品大手のクラフト・ハインツ (KHC)、クルーズ船を運航するカーニバル (CCL)、高級百貨店チェーンのノードストローム (JWN) について好意的な記事を掲載した。

人気のないこれら銘柄はいずれも存在の危機に瀕しているわけではなく、何か良いことが起こるまで待つ投資家に良く報いるだろう。

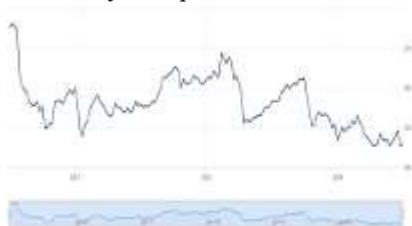
Dividend Plays

Ten stocks in the S&P 500 yield 4% or more.

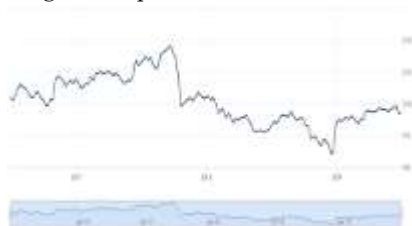
Company / Ticker	Recent Price	Dividend Yield
Dow / Dow	\$49.33	5.7%
Gap / GPS	18.12	5.3
Kraft Heinz / KHC	31.25	5.2
Nordstrom / JWN	31.25	4.7
Exxon Mobil / XOM	76.44	4.6
IBM / IBM	141.54	4.6
International Paper / IP	44.11	4.6
Tapestry / TPR	30.38	4.5
Carnival / CCL	46.18	4.3
Wells Fargo / WFC	47.66	4.3

Source: Bloomberg

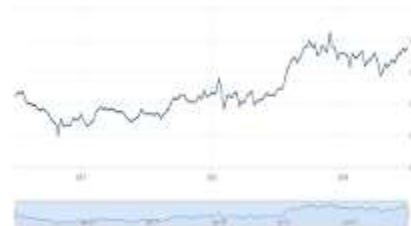
Bristol-Myers Squibb Co. (BMY)



Celgene Corp. (CELG)



Pfizer Inc. (PFE)



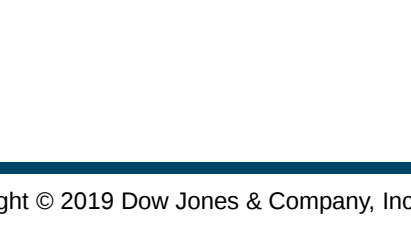
Merck & Co. Inc. (MRK)

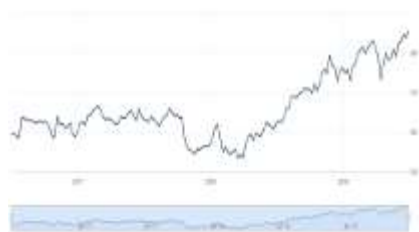


Eli Lilly & Co. (LLY)

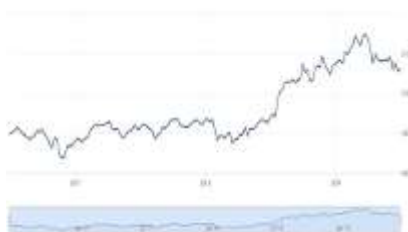


AbbVie Inc. (ABBV)

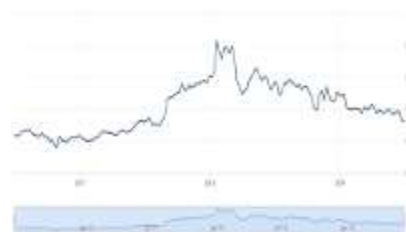




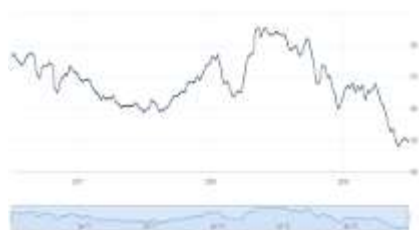
Occidental Petroleum Corp. (OXY)



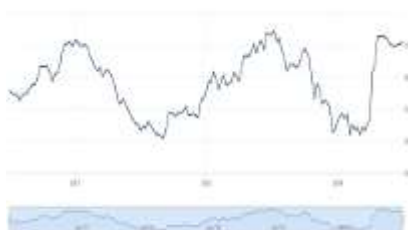
Anadarko Petroleum Corp. (APC)



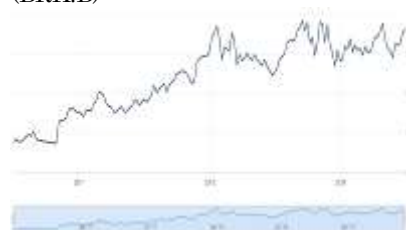
Berkshire Hathaway Inc. Class B (BRK.B)



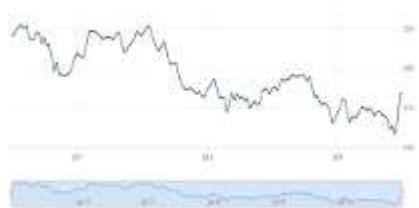
Allergan PLC (AGN)



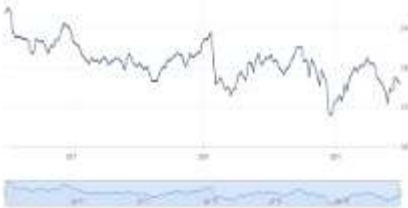
Exxon Mobil Corp. (XOM)



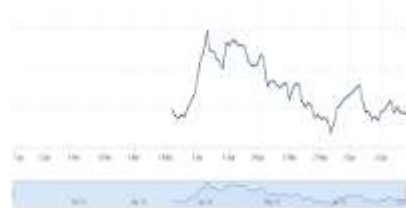
Dow Inc. (DOW)



Kraft Heinz Co. (KHC)



Carnival Corp. (CCL)



Nordstrom Inc. (JWN)

チャートは 3 年 (DOW は 6 カ月)

By ANDREW BARY
(Source: Dow Jones)

8. Just Look at the Stunning Growth of Shopify ショッピングファイ 年率 80%で成長を続ける EC サイト構築サービス企業

【ハイテク】

■ 独自開発のプラットフォームで小規模小売業者に電子 商取引サービスを提供

最も勢いがあるように見える企業はしばしば、最も大きな破壊リスクにさらされている。実際、電子商取引 (EC) の世界は、アマゾン・ドット・コム (AMZN) の独占の流れを押し戻そうとしている。

規模の小さい小売業者がアマゾンまたはイーベイ (EBAY) に頼らずともオンラインショッピングで成功を収めているのは、クラウドベースのソフトウェア企業であるショッピング



イ (SHOP) のプラットフォーム、サービス、ツールのおかげである。

ショッピングの事業機会は大きい。調査会社イーマーケットの予測によると、中国以外の世界のオンライン売上高 (2018 年は 1 兆 4000 億ドル) は 2022 年まで年率 12% で成長する見込みだ。中国を除いた世界の小売市場に占める電子商取引の割合はまだ 8% にすぎないという。

ショッピングは、前身の企業が 2004 年に創業して以来、自前のプラットフォームを着実に成長させてきた。創業のきっかけは、当時ソフトウェア・エンジニアだった創業者のトビアス・ルケ氏が、スノーボードをオンラインで販売しようとしたものの十分に機能する電子商取引ソフトウェアを見つけられず、自ら開発したことだった。

■ 高い信頼性、安い初期費用、拡張性の高さと直販志向のブランドを取り込む

では、ショッピングが成長している理由は何か。著名なベンチャーキャピタリストであるジョン・ドーア氏はかつて、ビジネスの成功について「アイデアは簡単、実行が全て」と述べた。ショッピングはクラウド・コンピューティングを使って信頼性を高め、初期費用を引き下げ、拡張性を高めた。顧客の小売業者は 82 万社に上り、月額利用料と取引手数料を組み合わせることで収益を上げている。収益は過去 5 年間で年率 80% のペースで増加しており、2015 年 5 月の上場以来、株価は 1100% 上昇している。

同社は、ルケ氏が開発したオンラインストア構築ツールを拡張し、決済、販売時点情報管理 (POS) ハードウェア、配送サービス、実店舗在庫管理システムなどの機能を追加してきた。同社によると、同社のオンラインプラットフォームを利用する米国籍の小売店の総売上高はアマゾンとイーベイに次いで 3 番目に大きいという。また、同社の POS ハードウェアを使用する実店舗の数はウォルマート (WMT) とアップル (AAPL) およびターゲット (TGT) の店舗数の合計よりも多いという。

イーマーケットの主席アナリスト、アンドリュー・リプスマン氏は、「ショッピングの台頭は、消費者直販を志向するブランドの増加と、小規模な企業のオンラインショッピングへの移行に呼応している。同社は小売業者の参入障壁を大幅に引き下げ、小売業者が地理的境界を越えて顧客に直接売り込むことを可能にしている」と指摘する。

ショッピングの経営幹部であるトーマス・エプティング氏は、同社の原動力は起業家を支援するという使命だと述べ、小売業者がアマゾンではなくショッピングを選ぶ理由として、店舗は (1) 顧客との直接的な関係を維持したいと望んでいる (2) (アマゾンの文字が入った箱で配送するのではなく) 独自のブランディング・エクスペリエンスを創造したいと考えている (3) アマゾンがいつの日か低価格の類似品をつくることを恐れているの三点を挙げる。「ショッピングを利用する小売業者はアマゾンと同じサービスレベルで競争したい一方で、購入者のデータ、ブランディング・エクスペリエンス、最終的にはビジネスを渡したくないと考えている」

同社は先月、小売業者に自社ブランドによるタイムリーな配送能力を低価格で提供するショッピング・フルフィルメント・ネットワークと呼ばれるサービスを発表した。エプティング氏は、同社の取り扱い規模とデータは十分に大きく、予測分析を使って最終顧客に近い倉庫に商品を置くことを可能にしていると述べている。

■ 予想 PER は 500 倍と割高だが、長期的な成長が見込まれる

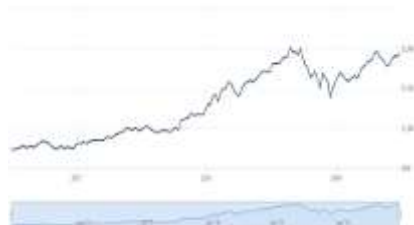
ショッピングは今後どこに向かうのだろうか。株価は年初来で 127% も上昇しており、ベンチマーク指数に組み入れられていれば、リターンは最上位にランクされたいだろう。とはいえ、今後 12 カ月予想株価収益率 (PER) は 500 倍に近く、バリュエーションは割安ではない。

だが、同社は目先の利益のために最適化しようとしているのではない。同社は自社のサービスの到達可能な市場規模を年間売上高ベースで 700 億ドルと推定しており、同社がいつの日かこうした市場の過半数を握れ

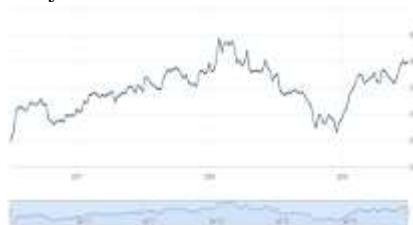
ば、収益はバリュエーションに織り込まれている水準に成長するだろう。アマゾンがこの 10 年でそうだったように。

レイモンド・ジェームスのアナリスト、ブライアン・ピーターソン氏は、「グロース株投資家としてみれば、ゲームが終わるのは 2020 年でも 2021 年でもない。ショッピングファイがどれだけ大きくなるのかが分かるのは 5 年後、10 年後、あるいは 20 年後のことだ」と予想する。

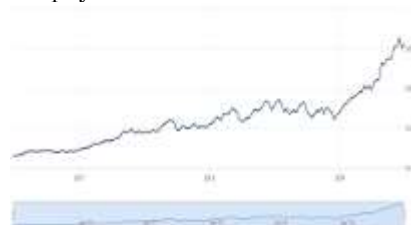
Amazon.com Inc. (AMZN)



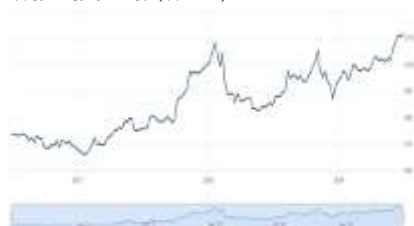
eBay Inc. (EBAY)



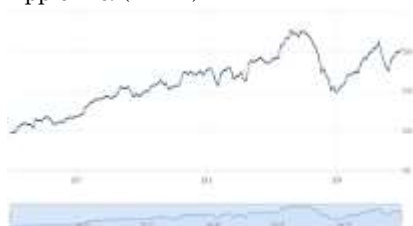
Shopify Inc. Cl A (SHOP)



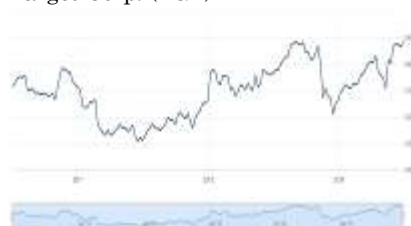
Walmart Inc. (WMT)



Apple Inc. (AAPL)



Target Corp. (TGT)



チャートは 3 年

By TAE KIM
(Source: Dow Jones)

9. Beware These 'Radio Shack' Stocks 「ラジオシャック」銘柄に注意 【株式市場展望】 低い株価には理由がある。安さに飛びつかず、優良企業かどうかの見極めが必要

■ 割安な優良企業とは異なる「ラジオシャック」銘柄

筆者は学生時代に家電販売チェーンのラジオシャック (RSH) で働いていたことがあり、その後の凋落を興味深く見つけてきた。同社は、大規模家電販売チェーンやアマゾン・ドット・コム (AMZN) に競争で負けたのではない。2 年間で 2 回経営破綻し、その 3 年前には赤字に転落していた。その原因は iPhone (アイフォーン) だと言っていいだろう。当時ラジオシャックで販売していたビデオカメラや車載電話、ポータブル CD プレーヤーなどの機能は、今や全て iPhone に搭載されているからだ。



本誌今週号では、バリュエーションが割安で株価の反発が期待できる優良企業について記事にしている。当然、割安な銘柄の多くは妙味がなさそうに見え、中には存続が危ぶまれる企業もある。もし筆者がそのような有名企業で「ラジオシャック」銘柄のリストをつくるとしたら、まずゲーム販売大手のゲームストップ (GME)、百貨店大手の JC ペニー (JCP)、ミールキット会社のブルーエプロン (APRN)、紳士服販売会社のテイラード・ブランズ (TLRD) を挙げる。

■ 業界全体は活況だが、構造の変化に適応できないゲームストップ

ゲームストップはビデオゲーム、ゲーム機、コントローラーなどのアクセサリーの販売を手掛ける。業界全

体の消費はこれ以上ないほど好調で、市場調査会社ニューズーによると、今年のゲーム業界の売上高は全世界で 9.6% 急増し 1521 億ドルになるとみられる。米国ではさらに急速に成長し、世界ゲーム市場トップの座を中国から奪還すると予想される。しかしそんな中、ゲームストップの株価は 5 年間で 40 ドル超の水準から 5 ドル程に下落し、無配となった。

原因はゲームディスクの衰退にある。ゲーム機や新ゲームの経済を牛耳っているのはゲーム機メーカーやゲームタイトルの販売会社だが、中古ゲームディスクの買い取り再販から得られるマージンも良好であり、長きにわたってゲームストップの収入源になっていた。しかし、その構造は変わりつつある。ゲーム大手のエレクトロニック・アーツ（EA）は前四半期の売上高の 75% はダウンロードなどのデジタルコンテンツからのものだと発表した。今後は、アップル（AAPL）が新たに発表したようなクラウドゲームサービスが生き残っていく。ディスクがなくなれば、ゲームの中古取引も存在しなくなる。

それでもゲームストップを悲観するにはまだ早い。市場は同社が黒字転換し、フリーキャッシュフローを生み出すと予想する。なぜなら、スタンダードはすぐに消えないからだ。商業用 CD が誕生したのは 1982 年、音楽ストリーミングサービスのパンドラやスポティファイが設立したのは今から 10 年以上前だが、家電小売りチェーンのベスト・バイ（BBY）が CD 販売を終了したのはわずか 1 年前のことだ。DVD に至ってはまだ販売しており、動画配信サービス大手のネットフリックス（NFLX）の DVD 郵送レンタル会員は 270 万人もいる（ストリーミング会員は 1 億 4900 万人）。ゲームディスクはファイルサイズが大きいため、消費者が離れるまでさらに時間がかかった。その間、ゲームストップには立て直しを図る時間的猶予があったはずだが、残念ながらラジオシャックと同様に店舗縮小の道をたどっている。

■ 低価格化が進むアパレル業界

2011 年に最高経営責任者（CEO）をアップルから迎え入れて間もなく、JC ペニーの株価は 35 ドルを超えた。同 CEO はそれから 2 年後に退任し、現在の株価は 1 ドル余りだ。今年初めには経営破綻のうわさを一蹴した。同社が抱える課題は、モールの衰退とアマゾンの台頭の二つだ。先日、興味本位で、アマゾンブランドの 11 ドルのポロシャツを購入してみたところ、悪くない品質だった。4 倍もの値段のシャツほど長持ちはいらないだろうが、少なくとも 1 シーズンは問題ないだろう。実のところ、アパレル製品の消費者物価指数は 1990 年と同じ水準にとどまっている。衣料品は廉価で、実質的に使い捨てだ。5 年前、ジョス・エー・バンク・クロージャーズのスーツが特売でペーパータオルより安くなったというバラエティ番組が放送されていた。このスーツにしばらく世話になった筆者は笑えなかった。しかし、4 年前ジョス・エー・バンク・クロージャーズの株価が 60 ドルだったのに対し、同社を買収したテイラード・ブランドの株価が現在 5 ドル程度であることもうなずける。

なお、テイラード・ブランドは、財務状況が JC ペニーより良好である一方、カジュアル化の影響をより強く受けている。職場とプライベートでの服を区別する消費者が減り、スーツは時代遅れになってきた。筆者自身も投資銀行を訪れた際に、服装がいかにも会社員然としてしていると笑われた経験がある。

■ 規模は小さく、競合は多いミールキット市場

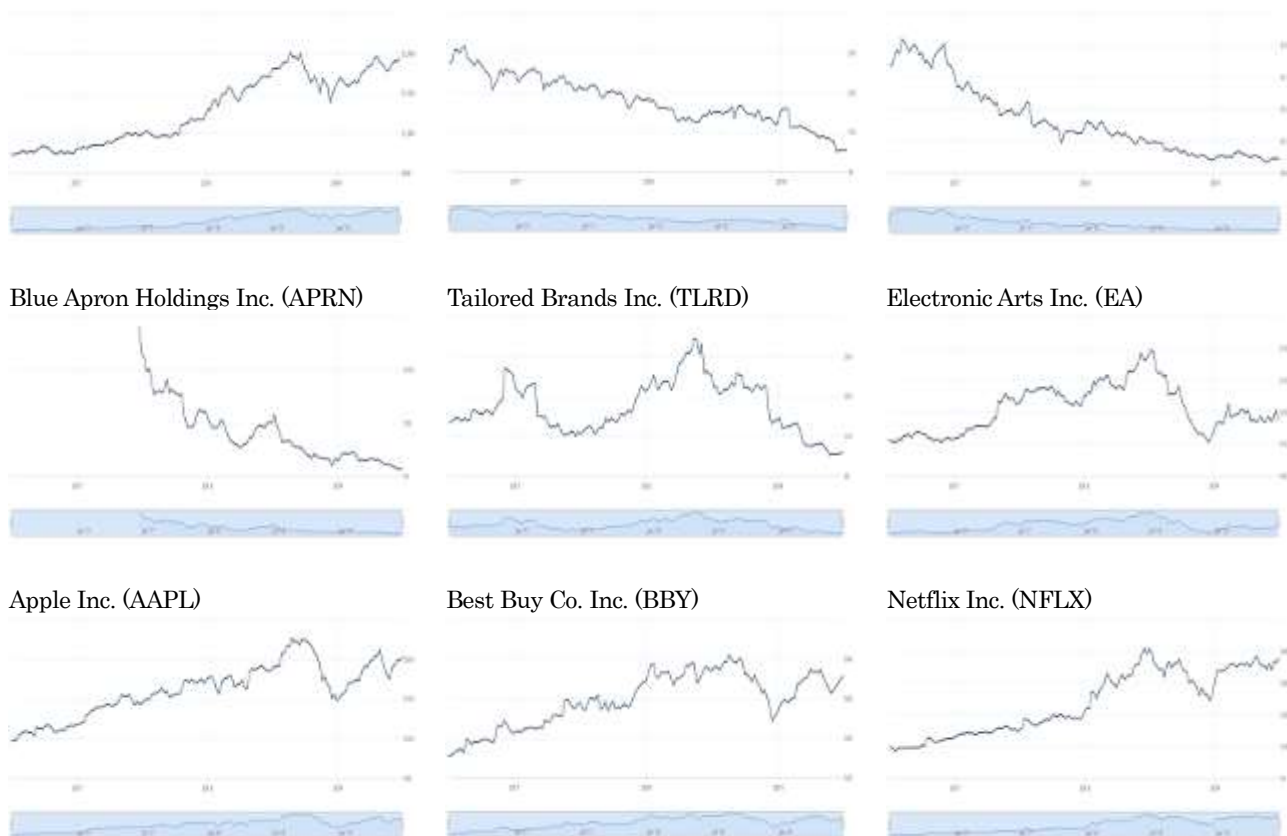
食材宅配サービス会社のブルーエプロン（APRN）だが、ミールキットは外食と内食の間の狭い市場しか占有できず、独自のミールキットを販売する食料品店も多い。筆者はアマゾンが買収したホールフーズのミールキットを試してみたが、同じくアマゾンブランドのポロシャツと同程度には満足できた。ブルーエプロンの 2 年前の新規株式公開（IPO）価格は 150 ドルだったが、15 対 1 の株式併合の調整を受け、現在の株価は約 7 ドルだ。

留意する必要があるのは、ここ 10 年間で景気が拡大しているにもかかわらず、上記企業は業績不振に陥っているということだ。次の景気後退までに何らかの解決策が見つかることを祈っている。

Amazon.com Inc. (AMZN)

GameStop Corp. CIA (GME)

J.C. Penney Co. Inc. (JCP)



チャートは3年

By JACK HOUGH
(Source: Dow Jones)

10. Preview 今週の予定

【経済関連スケジュール】

第2四半期決算は予想よりも善戦する見込み

■ 今決算シーズンの業績予想は前年同期比横ばい

2019 年第2四半期の決算シーズンは、「ゼロ」を超えるべき数字となっている。金融市場データプロバイダーのリフィニティブによると、S&P500 指数構成企業の第2四半期利益は、前年同期比横ばいとなる見通しである。実際はそれほどシンプルではなく、企業の業績予想は、達成可能なレベルに調整されるのが一般的だ。金融大手クレディ・スイスによると、過去のパターンを当てはめた場合、第2四半期の利益は 2.6%増となる可能性がある。ただし、自社株買いの影響を除くと、1 株当たり利益 (EPS) ベースで横ばいになるとのことだ。



第2四半期決算は、業績予想の加重平均が示すより善戦するもようだ。加重平均は、一般的な企業の大幅減益と、巨大企業の通常レベルの減益のどちらによっても押し下げられる可能性がある。代わりに予想中央値を用いると、様相は異なる。クレディ・スイスによると、予想利益の中央値は 6.6%増と上振れが期待され、ほぼ好調と言える。どちらの数値が、より適切な指標と言えるだろうか。加重平均はインデックスとの関連が強く、中央値は銘柄選択にとって重要性が大きい。

投資家にとって重要なのは、株価である。S&P500 指数は、1997 年以降で最高のパフォーマンスで上半期を終え、直近の予想株価収益率（PER）は 16.7 倍である。これは過去平均を 16% 上回っているが、統計の専門家が言うところの「1 標準偏差」の範囲に収まっている。一般的な言い方をすれば、大したことではないということだ。理論上も、低金利環境では株式が債券より魅力的となるし、フェデラルファンド（FF）金利先物は、ほぼ確実な利下げを織り込んでいる。

より長期的な見通しでは、第 3 四半期の予想利益は横ばいとなっているものの、第 4 四半期は 7% の成長が見込まれている。原油価格も、第 4 四半期には、前年同期比のハードルが低くなっているだろう。アナリストが決算発表が近づくにつれて業績予想を引き下げることとを考慮する一方、上振れの余地を加味すると、第 4 四半期の予想利益は加重平均で 3% 増、中央値で 3.8% 増となる。上半期ほどではないにしろ、強気な見方は継続できるだろう。

By JACK HOUGH

■ 今週の予定

7 月 8 日（月）

- ・米連邦準備制度理事会（FRB）が 5 月の消費者信用残高を発表。エコノミストは、160 億ドル増加の 4 兆 700 億ドル（過去最高水準）を予想。消費者信用残高は、昨年 12 月に初めて 4 兆ドルを突破した。

7 月 9 日（火）

- ・飲料大手ペプシコ（PEP）、ジーンズ大手リーバイ・ストラウス（LEVI）が四半期決算発表。
- ・大手食品メーカーゼネラル・ミルズ（GIS）が 2020 年度の投資家イベント開催。2020 年度の事業計画について、アップデートを発表。
- ・全米独立企業連盟（NFIB）が、6 月の中小企業楽観度指数を発表。コンセンサスは 103 を予想（5 月は 105）。
- ・5 月の求人離職統計（JOLTS）発表。求人件数は 740 万件との予想が大勢（4 月は 745 万件）。
- ・FRB のランダル・クォールズ副議長（金融規制担当）が、ボストン連銀主催の会合で基調講演を行う。テーマは「ストレステスト：ディスカッションとレビュー」。

7 月 10 日（水）

- ・生活用品小売りチェーンのベッド・バス・アンド・ビヨンド（BBBY）、機械部品メーカーの MSC インダストリアル・ダイレクト（MSM）が四半期決算発表。
- ・FRB のパウエル議長が、下院金融委員会で金融政策について半期に一度の議会証言を行う。上院での証言は木曜日に予定されている。
- ・ホテル持ち株会社のウィン・リゾーツ（WYNN）が、近頃オープンしたアンコール・ボストンハーバーで 2019 年度の投資家イベント開催。マット・マドックス最高経営責任者（CEO）が参加予定。
- ・会員制量販店チェーンのコストコ・ホールセール（COST）が、6 月の小売り販売データを発表。
- ・FRB が 6 月 18-19 日開催の米連邦公開市場委員会（FOMC）の議事要旨を公表。
- ・5 月の企業在庫発表。流通在庫は、0.5% 増加の 6780 億ドルとなる見込み（4 月は 0.4% 上昇）。
- ・カナダ中銀が政策金利を発表。1.75% で据え置かれるとの見方が大勢。

7 月 11 日（木）

- ・航空大手デルタ航空（DAL）、工業・建築用品卸売のファスナル（FAST）が四半期決算発表。
- ・欧州中央銀行（ECB）が 6 月会合の議事要旨を発表。
- ・イングランド銀行（英中央銀行）が、半期の金融安定報告書発表。
- ・6 月の消費者物価指数（CPI）発表。エコノミストは、前年同月比 1.6% の上昇を予想（5 月は 1.8% の上昇）。食品とエネルギーを除くコア指数については 5 月と変わらずの 2.0% 上昇を予想。
- ・新規失業保険申請件数（7 月 6 日までの週）発表。前週までの 4 週移動平均は 22 万 5000 件。

7 月 12 日 (金)

- ・ 6 月の卸売物価指数発表。コンセンサスは、5 月と同程度の前月比 0.1%上昇を予想。食品とエネルギーを除くコア指数は、5 月と同程度の前月比 0.2%上昇を予想。

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. 'Pay-to-Play' in Funds Hurts Investors

Big fund complexes are able to strike deals with brokerages to get their funds in front of the most investors. Smaller funds can't compete—and that means less choice for investors. An inside look at so-called revenue sharing.

FEATURE

2. Blue Chips on Sale: 11 Cheap Stocks in a Pricey Market

As the stock market reaches new highs, we found companies with low price-earnings ratios, solid profits, and decent growth.

FEATURE

Lee Iacocca: The Last Emperor of Detroit

Lee Iacocca, who died this week at age 94, was many things: father of the Ford Mustang, champion of the minivan, savior of Chrysler, straight-talking pitchman, and major player in the Statue of Liberty's revitalization.

FEATURE

A TV Stock That Can Win No Matter Who Wins the 2020 Election

TV station chain Gray Television is in a number of markets that should benefit from political ad spending in 2020.

FEATURE

Meet the Manager Behind a Top-Notch, But Tiny Actively Managed Fund

Mark Mulholland conducts all his own research, trading, and stock picking for Matthew 25, the mutual fund for which he alone is solely responsible.

FEATURE

Investors Are Finally Pushing Back on Corporate Debt Issuers

The list of scary things that can happen to lenders is long, and after years of issuers having the leverage in debt markets, that list has never been worse. Now, those lenders are starting to push back.

THE TRADER

3. S&P 500 Rallies as Trade Truce Conquers All

Slowing manufacturing activity and the continued inversion of the yield curve weren't enough to override the optimism brought on by renewed cooperation between the U.S. and China.

TRADER EXTRA

3. 5 Extreme Stocks: Great for Traders, Tougher for Investors

Sometimes Wall Street can't agree on a stock, and the controversy seems to lead to higher volatility and weaker returns. But that could also set up stocks to gain as controversy fades.

TRADER EXTRA

Bill Ackman Is Having His Best Year Ever. So Why Are Investors Ignoring His Fund?

The activist investor's closed-end fund, Pershing Square Holdings, trades at a wide discount to its net asset value despite strong gains in the stocks it holds.

BARRON'S MFQ

Leaders & Laggards — Second Quarter 2019

A glance at the best- and worst-performing mutual funds

LETTER FROM THE EDITOR

A Big Problem for Small Mutual Funds

They call it 'revenue sharing' in the brokerage business. What it means is that funds pay a price for admission.

BARRON'S MFQ

4. How Fund Managers Are Investing in China While Bracing for Conflict

Avoid companies reliant on exports, but favor those in still-nascent industries like finance and pharmaceuticals or those ripe for consolidation.

BARRON'S MFQ

5. Staying Focused on the Long Term

BlackRock's Mark Wiseman on why investors need to think like owners, why boards need to do a better job, and why everyone should worry about climate change.

BARRON'S MFQ

6. The Best Mutual Funds You've Never Heard Of

In the world of asset management, the big have only gotten bigger. But there are plenty of small fund companies offering some great funds. Here are five.

EMERGING MARKETS

China Wrestles With a Changing World

A sense of uncertainty and confusion prevailed at a World Economic Forum meeting in China. But companies also expressed optimism about their abilities to face those challenges.

UP AND DOWN WALL STREET

7. The Stock Market May Be Pointing to Trump's Reelection

TECHNOLOGY TRADER

8. A Company That's Thriving as an Antidote to Amazon

STREETWISE

9. Beware These 'Radio Shack' Stocks: They're Cheap for a Reason

CURRENT YIELD

Jim Grant: The Trouble With Austria's 100-Year Bonds

THE ECONOMY

Does the Fed Rule the Markets, or Is It the Other Way Around?

STRIKING PRICE

Easy Money Favors Emerging Markets

COMMODITIES CORNER

OPEC Shows It's 'Drawing a Line in the Sand' on Falling Oil Prices

INTERNATIONAL TRADER - EUROPE

Christine Lagarde Would Be a Consensus Central Banker. That's Not What the ECB Needs.

INCOME INVESTING

Regional Banks Join the Dividend Party

PREVIEW

10. Earnings Season is Coming and Expectations Couldn't Be Much Lower

REVIEW

What's in a Ticker Symbol? More Than You Might Think.

『バロンズ拾い読み』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

監修

時事通信社

編集人

川田 重信 (かわた しげのぶ)

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

バロンズ拾い読み 主要作成者の略歴 (五十音順)

内田 薫 (うちだ かおる)

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

西田 万里子 (にしだ まりこ)

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

西村 嘉洋 (にしむら よしひろ)

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

『バロンズ拾い読み』 (2019 年 7 月 8 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