

Dow Jones Weekly Newsletter

バロonz 拾い読み
& ダウ・ジョーンズ ニュース

DOW JONES

THIS WEEK'S MAGAZINE Week of July 15

1. **Where to Find Value Now** ミッドイヤー・ラウンドテーブル→ P.2 【今後の市場見通し】
9人の投資プロフェッショナルによる今後の見通し
2. **Why Expedia Is a Stock Worth Booking** 予約価値大のエクスペディア→ P.22 【旅行予約銘柄】
今や老舗のウェブ・スタートアップはオンライン旅行予約の新潮流に挑む
3. **A Mutual Fund That Succeeds** ぶれのない投資戦略→ P.24 【ミューチュアルファンド】
投資テーマの明文化で、短期的な戦略の揺らぎを排除する
4. **The Trader** 利下げ期待が続いて史上最高値を更新→ P.26 【米国株式市場】
本格化する業績発表が高値を支えることになりそう
5. **Amazon's Private Labels Are Taking Over** 市場支配→ P.30 【アマゾン】
アマゾン1強体制への批判はあるが、投資家は小売事業の優位性と他事業の展開に期待
6. **New Structure for Active ETFs** アクティブETFの新たな仕組み→ P.32 【上場投資信託】
ファンドマネジャー、投資家、規制当局の要求を満たす「シールドアルファ」
7. **Up And Down Wall Street** 来る利下げに向けた投資先→ P.33 【コラム】
分配金利回りが高いクローズドエンド型ファンド
8. **A Better Way to Use Data and Play Emerging-Market Stocks** データ活用→ P.35 【新興国市場】
新興国市場でもスマートベータは有効か
9. **Prudential Is a Dividend Powerhouse** 配当マシーン プルデンシャル→ P.36 【インカム投資】
潤沢なキャッシュフローに支えられ増配を続ける
10. **Preview** 今週の予定→ P.38 【経済関連スケジュール】
HBO マックスが動画配信サービスに参入、Netflixに追随

※ 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. Where to Find Value Now ミッドイヤー・ラウンドテーブル 9 人の投資プロフェッショナルによる今後の見通し

【今後の市場見通し】

■ 強気相場がまだ続く

「超」が付くほどの強気相場は 10 年目に入っても衰える兆しをみせず、先週、S&P500 指数は史上初めて 3000 の大台に乗った。

一方で、本誌ラウンドテーブルの参加者は、経営が良好で将来が有望な割に株価が上昇していない割安株を好んでいる。さらに、モメンタム投資家が殺到していない銘柄を選好し、配当も無視すべきではないと助言する。加えて、景気低迷や主要株価指数の下落を乗り切れる銘柄にも注目している。



本誌は過去数週間にわたって、各参加者に対して電話でインタビューした。

■ トッド・アールステン (ポートフォリオマネジャー、パルナッソス・インベストメンツ)

本誌：今後の見通しは？

A：株価は、われわれ全ての予想を超えた。地政学的要因と経済成長率の減速は逆風だが、米連邦準備制度理事会 (FRB) の金融政策に対するハト派的スタンスや米中通商協議合意に向けた期待が、悪いセンチメントを凌駕 (りょうが) した。市場は、FRB が下半期に利下げに積極的になると予想しているが、それは株価に織り込み済みだ。最近の株価とバリュエーションの動向を鑑みると、下半期のリターンが先取りされている。



今後しばらくは株価が横ばいで推移する可能性がある。S&P500 指数は年初来で 19% 上昇している。欧州経済は減速傾向にあり、ドイツ国債利回りはマイナス 37 ベーシスポイント (bp) となっている。ちなみに米国 10 年国債利回りは約 2% だ。株式に強気のシナリオを描くことは難しいが、2 回の景気サイクルを通じて本源的価値を生み出せる、耐久力のある企業の買いを模索している。

Q：1 月のラウンドテーブルで選んだ銘柄の最新状況は？

A：1 月の全ての推奨銘柄を引き続き保有している。EDA ツールのケイデンス・デザイン・システムズ (CDNS) とシノプシス (SNPS) の株価は年初来で大きく上昇している。両社のソフトウェアおよびハードウェアの需要は加速しており、両社共に第 1 四半期の業績は予想を上回った。

医療サービス会社のサーナー (CERN) の出足も好調だった。同社は営業利益率の引き上げに重点を置いている。アクティビスト投資家のスターボード・バリューが 1 月のラウンドテーブル後に入ってきて、新たに数人の取締役が就任した。サーナーは、自社株買いと配当の開始にもコミットしている。

産業ガス会社のリンデ (LIN) は長期的な保有銘柄だ。同社は、今期に 9~13% の増益を見込んでいる。プラクスエア

Todd Ahlsten's Picks

Company / Ticker	Price 7/10/19
Trimble / TRMB	\$43.95
Nvidia / NVDA	160.06

Source: Bloomberg

とリンデの合併で生まれた企業で、合併後の 3 年間で最大で 9 億ドルの費用シナジーが見込まれる。業界の生産能力の増加が限定的なことによる、価格上昇の追い風の恩恵も受けている。

ウォルト・ディズニー (DIS) では、ロバート・アイガー最高経営責任者 (CEO) に感銘を受けない人はいない。4 月のアナリスト説明会では、ディズニー・プラスの 2024 年度末の加入者数を 6000 万~9000 万件と予想した。

Todd Ahlsten's Picks

Company / Ticker	Price 1/4/2019	Price 6/28/2019	Price Change	Total Return
Cadence Design Systems / CDNS	\$43.26	\$70.81	63.7%	63.7%
Synopsys / SNPS	83.90	128.69	53.4	53.4
Cerner / CERN	52.23	73.30	40.3	40.7
Linde / LIN	156.63	200.80	28.2	29.3
Walt Disney / DIS	109.61	139.64	27.4	27.4

Q: 追加の推奨銘柄は?

A: 建設や農業分野のハードウェアとソフトウェア企業であるトリンブル (TRMB) の時価総額は 110 億ドルだ。同社のテクノロジーを使えば、例えば農家が水や農薬を節約でき、ESG (環境、社会、ガバナンス) の要素もある。スティーブ・バーグラント CEO と会ったが、同氏の戦略は素晴らしい。1999 年の就任以来、売上高は年率 14%、営業利益は同 20% で増加している。ソフトウェアの経常的なサブスクリプション収入と多大な成長見通しに対して、20 倍の予想株価収益率 (PER) は低過ぎる。

もう 1 社は、画像処理半導体 (GPU) 大手のエヌビディア (NVDA) だ。株価は昨年の高値から、暗号通貨の行き詰まり、ゲーム関連の在庫増加、製品移行などによって大きく下がっている。最良の日はこれからで、同社が開発したアーキテクチャーの CUDA (クーダ) に基づいて、約 100 万人の人々が GPU を開発している。同社はアナリスト説明会で、医療用画像プラットフォームであるクララについて言及しており、長期的なけん引役になる可能性がある。ジェンスン・ファン CEO はわれわれに対して、同社をプラットフォーム企業へ構築する長期ビジョンを説明した。ESG の観点では、同社の GPU と CUDA はエネルギー需要を減少させられる。

■ ルパール・バンサリ氏 (アリエル・インベストメンツの CIO)

Q: 今後の見通しは?

A: フェイスブック (FB)、アマゾン・ドット・コム (AMZN)、アップル (AAPL)、動画配信サービス大手のネットフリックス (NFLX)、グーグルの親会社であるアルファベット (GOOGL) を指す FAANG から、MANG へ移行する時だ。MANG は、タイヤメーカーのミシュラン (ML.フランス)、バイオ医薬品会社のギリアド・サイエンシズ (GILD) という 1 月のラウンドテーブルで取り上げた 2 社に、オランダの食品小売り大手アホールド・デレーズ (ADRY) と通信機器メーカーのノキア (NOK) を加えたもので、私が命名した。私は逆張り派だが、本源的価値に対する投資家でもあり、MANG 銘柄の PER は 10~12 倍で、配当利回りは 4~5% だ。



Q: 詳細に入る前に大局的な見方を教えてほしい。

A: 過去 10 年間の世界の国内総生産 (GDP) に対する中国の貢献と、同国の経済成長を押し上げる選択肢が底を突きつつあることを、人々は過小評価している。中国経済の減速は関税戦争によるものと一般的には認識されているが、実際の原因は、与信の伸びの大幅な低下だ。与信は 10 年前の約 9 兆ドルから 2019 年第 1 四半期末には 41 兆ドルへ拡大したが、2018 年半ばと比較すると 40% 減少している。ちなみに金融機関の

資産総額は、米国が約 18 兆ドルで、日本は約 10 兆ドルだ。

中国経済は世界金融危機によって、輸出主導経済から内需主導経済への転換を迫られ、消費や不動産セクターの成長のために与信を急拡大させた。その限界が近づきつつある。中国は貯蓄率が高い

と一般的に認識されているが、銀行預金が増加していない一方で、銀行貸出は増加しており、与信の伸びを仲介するために十分な預金はない。中国は経常黒字で外貨準備も多額だったが、経常赤字へ落ち込み、外貨準備も減少している。財政赤字の対 GDP 比は約 4%だ。

Q：中国はひどい状況と分かったが、米国株式市場への影響は？

A：経済成長が期待外れになると株価は調整する傾向にある。期待外れやリスクが織り込まれていない FAANG 銘柄や高成長銘柄が、最も大幅に調整するだろう。今年、株式市場が 2 桁台の調整になると私は予想しているが、私が好む MANG 銘柄のバリュエーション・リスクは低い。IT バブル崩壊後の 2001 年に、一部のニューエコノミー銘柄は 75% 超も調整したが、当時パフォーマンスが良かったのは資源、不動産および鉄道といったオールドエコノミー銘柄だった。人気がなく、バリュエーションが魅力的でバランスシート

Q：転換点はいつと予想しているのか？

A：今年下半期と予想している。1 月のラウンドテーブルで、景気後退のリスクが高いと言ったのは私だけだったが、今や人々にはるかに高い確率を見込みつつある。米国、中国およびドイツの購買担当者景気指数 (PMI) は期待外れとなっている。1 月時点では利上げが待たれていたが、今や利下げが予想されている。

Q：MANG に話を戻そう。

A：アホールド・デレーズは生鮮食料品や冷蔵・冷凍商品の販売に注力しているため、アマゾンの脅威が最も少ない。アマゾンによる 2017 年のホールフーズ・マーケット買収後、ホールフーズの販売価格が引き下げられるとの予想によって食品小売銘柄の株価は大きく下げたが、実際には販売価格は上昇した。アホールド・デレーズの PER は約 12 倍で、配当利回りは 3.5% だ。さらに 3.5% に相当する自社株買いも実施している。バランスシートは強固で、約 4% の株価下落を考慮すると特に魅力的な投資機会だ。

ノキアは、通信機器をリードする企業として、貿易戦争の恩恵を受ける可能性がある。

Q：トランプ政権は中国のファーウェイ（華為技術）を西側の通信ネットワークから締め出そうと望んでいる。

A：ファーウェイにとっての損失は、ノキアにとってプラスだ。ノキアの今後の利益成長率を 2 桁台とわれわれは見込んでいる。予想 PER は 12 倍で、配当利回りは 4.5% だ。5G ネットワークの整備で恩恵を受けるだろう。とはいえ、通信機器の設備投資が四半期単位

Rupal J. Bhansali's Picks

Company / Ticker	Price 7/10/19
Ahold Delhaize / AD.Netherlands	€20.08
Nokia / NOK	\$5.08

Source: Bloomberg

Rupal J. Bhansali's Picks

Company / Ticker	Price 1/4/2019	Price 6/28/2019	Price Change	Total Return
China Mobile / CHL	\$49.23	\$45.29	-8.0%	-6.2%
Michelin / ML.France	€ 87.36	€ 111.55	27.7	31.9
Gilead Sciences / GILD	\$68.25	\$67.56	-1.0	0.8
Roche Holding / ROG.Switzerland	CHF251.00	CHF274.65	9.4	12.9
Telefonica Deutschland Holding / O2D.Germany	€ 3.37	€ 2.46	-27.1	-19.1

Total Return in USD: ML.France=30.9%; ROG.Switz.=13.9%; O2D.Germany=-20.4%

で先送りされる可能性があるため、利益は変動し得る。実際に、ノキアがそのような先送りを既に経験しており、上半期の増収率が失望的だったのは良いニュースだ。数年間にわたる回復が、下半期から始まると予想される。

Q: ギリアド・サイエンシズとミシュランは？

A: 個人投資家はディフェンシブ投資のために生活必需品と公益にシフトしつつあるが、それらのセクターには投資が集中しており、割高なためにその動きは間違いだ。一方でミシュランは一般消費財銘柄とみなされているが、タイヤは生活必需品だ。それにもかかわらず、非常に景気に敏感な銘柄としてのバリュエーションとなっている。

ギリアド・サイエンシズもいわば生活必需品銘柄だが、別の評価となっている。キャッシュフローの大半は HIV 治療薬によるもので、HIV 患者は生きている間は同薬の投与を続けなければならない。PER は 10 倍で配当利回りは 3.7% だ。逆張りの機会だ。

■ スコット・ブラック氏 (デルファイ・マネジメントの創設者および社長)

Q: 株価は上昇を続けるのか、それとも強気相場が勢いを失うのか？

A: 株式市場は非常に割高だ。S&P500 指数の 1 株当たり利益 (EPS) が、昨年の 151.60 ドルから今年は 158 ドルへ約 4.2% 増加すると予想しているが、それに基づく PER は約 19 倍だ。コンセンサス予想は 163.59 ドルだが、米国および世界経済の減速に鑑みると現実的には見えない。



Q: しかしそれは、株価が下落しなければならないことを意味しない。

A: その通りだ。投資家は二つのことを期待している。彼らは米中貿易摩擦の解決を望んでおり、債券市場は年内の利下げを織り込んでいる。トランプ大統領は FRB への政治的介入を試みているが、パウエル議長は良い仕事をしている。FRB はコアインフレ率 (現在は 1.8%) と総合失業率 (3.7%) を引き続き注視し、経済指標を利下げの根拠にすべきだ。貿易紛争が解決すれば市場は上昇を開始する可能性があり、米国経済が減速しているために金利は低下する公算が大きい。S&P500 指数は 2018 年 12 月の底から 25% 超上昇しているが、2018 年 1 月に付けた 2872.87 との比較ではわずか 4% しか上昇していない。

減税による一度限りの恩恵は、関税に関する紛争と増益率の減速によって勢いが削がれた。また、大型グロース株が市場を支配している。過去 1 年間のリターンは、大型株ベンチマークのラッセル 1000 指数が 9% の一方、小型株のラッセル 2000 指数はマイナス 6% だ。年初来では、マイクロソフト (MSFT) が 35%、アップルが 27%、フェイスブックが 50%、ネットフリックスが 40%、ビザ (V) が 33%、マスターカード (MA) が 45% 上昇している。インデックスファンドが、大型グロース株の株価を押し上げている。

Q: そのような状況で、あなたのような小型株バリュエ投資家には何が残るのか？

A: われわれは、割安なグロース銘柄に投資しようと試みている。1 社目は、電子部品であるコンデンサのメーカー、ケメット (KEM) で、株価は 1 年前の 30 ドルから 18.08 ドルまで低下している (6 月 21 日現在)。同社はコンデンサの市場シェア

Scott Black's Picks

Company / Ticker	Price 7/10/19
Kemet / KEM	\$18.73
TriplePoint Venture Growth BDC / TPVG	14.51

Source: Bloomberg

が 50%を超えている。時価総額は 11 億ドルで、配当利回りは 1.1%だ。

今期については、約 6%の製品価格低下を織り込んで売上高を 13 億 9000 万ドル、純利益を 1 億 7100 万ドル、EPS は 2.90 ドルと予想している。楽観的なシナリオとして、販売数量の伸びが 10%を超えて販売価格低下が 6%となれば、14 億 4000 万ドルへの 4%の増収となり、EPS は 3.10 ドルになる。EPS を両者の中間の 3 ドルとすると、自己資本利益率（ROE）は約 25%、PER は 6 倍となる。

もう 1 社は、事業開発会社のトリプルポイント・ベンチャー・グロース BDC（TPVG）だ。1 月に推奨した同業のヘラクレス・キャピタル（HTGC）に似ている。株価は 14.23 ドルで時価総額は 3 億 5300 万ドル、配当利回りは 10.1%だ。トリプルポイントは多くの事業開発会社とは異なって、内部で生み出したキャッシュフローで配当を賄えるために、投資家は枕を高くして寝られる。株価純資産倍率（PBR）は 1 倍近辺だ。

29 社の企業に投資し、86 件の貸出を行っている。大手ベンチャーキャピタルと協力していることに加え、フェイスブック、モバイル決済サービスのスクエア（SQ）、ユーチューブ、クラウドベースの統合基幹業務システムを手掛けるワークデイ（WDAY）などの、ベンチャーキャピタルが支援する企業に融資するほか、場合によっては新株引受権の行使によって株式を取得する。

純投資収入は、昨年度は 6260 万ドルで今期は 7700 万ドル

と予想され、純利益は 4440 万ドル、完全希薄化基準の EPS は 1.67 ドルが見込まれる。ちなみにコンセンサス予想 EPS は 1.57 ドルだ。私の予想によると PER は約 8.5 倍だ。ベンチャーキャピタル事業に関する興味深い手段だ。不良債権は 220 万ドル、要注意債権は資産の 1.6%に相当する 690 万ドルとなっている。

Q：1 月に大型株を推奨しているが、今回小型株を選んだ理由は？

A：大型株の株価は上昇し、割安株は摘み取られてしまった。多くの大型株には世界的なエクスポージャーがあり、貿易摩擦の影響を受けている。自動車部品とテクノロジー企業では、サプライチェーンの大半が混乱している。宅配・航空貨物大手のフェデックス（FDX）を長期にわたって保有しているが、株価は暴落した。インターモーダル輸送の銘柄としてトラック輸送企業も検討したが、輸入に頼っているために投資を見送った。

■ ヘンリー・エレンボーゲン氏（元 T.ロウ・プライスの CIO、投資会社を立ち上げ）

Q：現在の市場をどのように見ているのか？

A：先進国市場で最も予測不可能となっているのは選挙だ。米国で失業率が非常に低いときには政治の安定が予想されるが、実際は米国の政治はますます分裂している。S&P500 指数構成企業の 30%が、技術変化を経験している産業に属し、陳腐化のリスクにさらされていると推定され、安定的な企業でさえ一段と機敏にならなければならない、従業員にストレスがかかっている。経済の不安定さは政治の不安定さにつながっており、経済成長と、ある程度の安定を促進するために中央銀行に対して一段の金融緩和を求める圧力にもつながっている。

Scott Black's Picks

Company / Ticker	Price 1/4/2019	Price 6/28/2019	Price Change	Total Return
U.S. Bancorp / USB	\$46.83	\$52.40	11.90%	13.50%
AbbVie / ABBV	89.07	72.72	-18.40%	-16.00%
Walt Disney / DIS	109.61	139.64	27.4	27.4
Lockheed Martin / LMT	265.04	363.54	37.2	38.9
Hercules Capital / HTGC	11.68	12.82	9.8	15.3
6-Month Treasury Bill*	2.51%	2.10%		
1-Year Treasury Bill*	2.57	1.93		

*Yield 1/4/19

今年上半期の利益成長率は人々の予想を若干上回っており、成長は継続する公算が大きい。不動産は大幅に改善した分野の一つで、30 年物住宅ローン金利が 4.5% を割り込んだことも一因だ。とはいえ、株価は年末にかけて横ばい、または下落する可能性がある。投資家は 2020 年を見越しており、大統領選挙を一段と懸念し、経済のけん引役についての疑問を投げかける。株価が上昇するには、金利の安定、貿易に対する信頼感および企業の再投資が前提となる。

Q: 経済成長率が低迷しても 1 月の推奨銘柄の株価上昇が阻害されなかった。

A: IT 関連の調査会社であるガートナー (IT)、ごみ処理会社のウェスト・コネクションズ (WCN)、金融業界向けソフトウェア開発会社の SS&C テクノロジーズ・ホールディングス (SSNC) は堅実な保有対象だ。上半期は好調で、3 社共に良好なフランチャイズを持ち、景気敏感度は平均以下で内部成長を生み出し、企業オーナーとしてのメンタリティを持つ CEO がいる。



スキー・リゾートの運営会社であるベイル・リゾート (MTN) は新規の投資家にとっても魅力的だ。2019 年 7 月期は期初の出足は鈍かったが、好調な年になった。弊社は、利払い・税引き・償却前利益 (EBITDA) は 15%

増、1 株当たりフリーキャッシュフローは約 10 ドルと推定している。競合するシーズンチケット業者が市場に参入したことで株価が動揺した。しかし、決算発表で投資家は、ベイル・リゾートのビジネスモデルの優位性ととともに、二つのシーズンチケットが共存できることが分かるだろう。また、感謝祭以前の購入を条件とした、1 日、2 日および 3 日の割引パスも導入し、市場シェア拡大が可能になる見込みだ。さらに、今年これまでにオーストラリアの事業を買収し、オーストラリア人スキーヤーが同社の運営するカナダのスキー・リゾートに来れば業績への貢献が期待される。

2020 年と 2021 年の 1 株当たりフリーキャッシュフローが 12 ドルと 14 ドルになれば、株価は 260~300 ドルへ反発する可能性がある (7 月 12 日の終値は 227.49 ドル)。

住宅用不動産のファーストサービス (FSV) は持続的な成長が可能だ。また、昨年 7 月に推奨したオンライン不動産仲介会社のレッドフィン (RDFN) は初期段階の企業だ。

ファーストサービスは、地域的な事業を全国規模のプラットフォームへ転換するために IT を活用している。住宅不動産管理事業は、8500 件の高層住宅やマンションに不動産管

Henry Ellenbogen's Picks

Company / Ticker	Price 7/10/19
Vail Resorts / MTN	\$224.58
FirstService / FSV	97.32
Redfin / RDFN	17.94

Source: Bloomberg

Henry Ellenbogen's Picks

Company / Ticker	Price 1/4/2019	Price 6/28/2019	Price Change	Total Return
Gartner / IT	\$126.36	\$160.94	27.4%	27.4%
Waste Connections / WCN	74.02	95.58	29.1	29.6
Vail Resorts / MTN	217.74	223.18	2.5	4.2
SS&C Tech Hldgs / SSNC	45.08	57.61	27.8	28.2

理サービスを提供しており、居住者はアプリをダウンロードして、小包の追跡や支払いなどが可能だ。そのため管理人は居住者に対応できる時間が増えて、顧客満足度が上昇する。管理サービスの規模は 2 番手企業の 5 倍だが、市場シェアはわずか 6% だ。内部増収率は 4~6% の可能性がある。

もう一つの柱であるブランド事業は、各種のサービスを展開している。買収で事業を拡大しており、買収した市場の増収率は 2 桁台で、利益率も改善している。各サービスは市場をリードしているものの市場シェアは 5% に満たず、今後数年間の成長が示唆される。

EPS は今期が 3 ドル台前半、来期が 3 ドル台後半と予想される。リフォーム事業の買収で、事業ポートフォリオの景気敏感度が低下した。

レッドフィンの株価が下落した理由は二つある。不動産市場が 2018 年下半期に軟化した。さらに同社は、マーケティングに 4000 万ドルを投資すると発表して黒字化がさらに遠のいた。その他に、住宅用不動産市場に変化が生じている。不動産情報サイト運営会社ジロー・グループ (Z) やオープンドアといった企業が保有者から不動産を直接購入し、買い手に売っている。投資家は、こうした変化が業界にどのような意味を持つのか不安を抱くようになっている。

同社は市場シェアを引き続き拡大しているが、それでもシェアは 1% に満たない。IT を活用して不動産業者の生産性を高めており、優れた不動産業者の維持に役立っている。ちなみに販売手数料は、伝統的な 2.5~3% に対して同社は 1~1.5% としている。

レッドフィンの株価は EBITDA の 15~25 倍、つまり最近の 18 ドル (6 月後半から 7 月 12 日にかけて 18 ドル弱) に対して 23~31 ドルになる可能性がある。

■ マリオ・ガベリ (ガムコ・インベスターズの会長兼 CEO)

Q: 景気をどのように見ているのか?

A: 今年第 2 四半期の実質 GDP 成長率は 2% 割れだろう。ただし、われわれが 2020 年の上半期を視野に入れるにつれて、10 月と 11 月に株式市場で何か起こるかの方が重要な問題だが、私は問題ないと思っている。



貿易に関する米国・メキシコ・カナダ (USMC) 協定が調印されると私は予想している。トランプ大統領が選挙に向けて 2020 年の力強い経済を望んでいるため、米中関係の緊張は緩和するとも私は考える。ただし、学生ローン残高は 2009 年第 1 四半期末の 6630 億ドルから、今年第 1 四半期末は 1 兆 5000 億ドルに達した。自動車ローンも 10 年前の約 8000 億ドルから 1 兆 3000 億ドルへ拡大しており、高止まりする残高が新車販売台数を低迷させている。とはいえ消費者心理は、地政学的問題やロジスティックスの問題にもかかわらず、依然として高揚している。総じて、経済成長率は第 3 四半期にかけて加速するとみている。年末の株価は年初より高いとみているが、現在の水準からは変わらない可能性がある。

Q: 金利の見通しは?

A: 1 月のラウンドテーブルでは、10 年国債利回りが約 3% になると考えており、2% を割り込むとは考えていなかった。USMC 協定が調印され、欧州経済がわずかながらも好転し、中国経済が力を取り戻せば、10 年債利回りは現状から上昇する。私は、金利が世界的にマイナス圏入りするという見方には否定的だ。

米国に必要なのはインフラ関連法案だ。住宅市場に何が起こるかは不透明だ。住宅購入者は不動産税と住宅ローン金利の 1 万ドルを超える分の所得控除が認められない可能性があると認識し始めており、比較的高額な住宅の購入が手控えられている。私がカリフォルニア州に住んでいれば、新法の下では連邦所得税率が低下したが、不動産税や住宅ローン金利の所得控除上限によって、支払税金総額が増加する可能性がある。そのため、州所得税がかからない州が一段と魅力的になる。ところで、財務省短期証券 (TB) には州税も地方税もかからない。

Q: 魅力的に思う銘柄は?

A: 1 月に挙げた銘柄を再度挙げたい。まずは、ジョン・マローン氏のリバティ・メディアが保有するリバティ・ブレーブス・グループ (BATRA) だ。野球チームのアトランタ・ブレーブスを保有し、チームは今ナショナルリーグ東地区の首位を走っている。株価

は 27 ドルで (12 日終値は 27.76 ドル)、マローン氏はいずれ売却するだろう。最高裁判所は昨年、「プロフェッショナル&アマチュア・スポーツ保護法」を事実上無効にしたことで、野球を含む多くのスポーツに対する賭けが解禁された。それが広告やリバティ・ブレーブス・グループにとっての追い風になり、同社の株価は 2020 年末までに 40 ドルへ上昇する可能性があると考え。

2 番目は、21 世紀フォックスから分離された、FOX のテレビ網などを運営するフォックス (FOX) だ。株価は 36 ドルだが (12 日終値は 38.96 ドル)、2 年後には 50 ドルへ上昇する可能性がある。同社は力強いキャッシュフローを生み出している。4~5 年後の EBITDA は約 110 億~120 億ドルになり、設備投資は約 15 億ドルで配当も約 15 億ドルになる見込みだ。同社はニュースやスポーツの生中継に引き続き焦点を当てるが、プロレスのワールド・レスリング・エンターテインメント (WWE) のような新たな要素の枠も含まれる予定である。約 1 年後には、E スポーツや E ゲーミングにも参入するだろう。

3 社目はトラック・メーカーのナビスター・インターナショナル (NAV) だ。同社の約 16% を保有するフォルクスワーゲン (VOW.ドイツ) が、自社のトラック部門であるトレイトン (8TRA.ドイツ) を分離・上場させた。トレイトンは欧州の大型トラックでは約 30% の市場シェアを持つが米国では販売しておらず、ナビスター・インターナショナルを買収すれ

Mario Gabelli's Picks

Company / Ticker	Price 7/10/19
Liberty Braves Group / BATRA	\$28.14
Fox Corp. / FOX	36.14
Navistar International / NAV	33.26
Exor / EXO.Italy	€63.84
Energizer Holdings / ENR	\$39.67

Source: Bloomberg

Mario Gabelli's Picks

Company / Ticker	Price 1/4/2019	Price 6/28/2019	Price Change	Total Return
Liberty Braves Group / BATRA	\$24.90	\$27.80	11.6%	11.6%
21st Century Fox / FOX*	47.78	36.53		22.7
21st Century Fox / FOX**	47.78	36.53		25.5
Herc Holdings / HRI	29.48	45.83	55.5	55.5
MGM Resorts Int'l / MGM	25.77	28.57	10.9	11.9
Navistar Int'l / NAV	27.16	34.45	26.8	26.8
Griffon / GFF	11.30	16.92	49.7	51.1
Energizer Holdings / ENR	46.53	38.64	-17.0	-15.7

*Now Fox Corp. (FOX) following Disney deal in March. Total return assumes "Old FOX" shareholders did not elect to take cash and received 0.33282 of a Disney share. **Now Fox Corp. (FOX) following Disney deal in March. Total return assumes "Old FOX" shareholders elected to take \$37.33 in cash plus 0.005842 of a Disney share.

ばプレゼンスを即座に獲得できる。両社はエンジンやテクノロジーで既に協業しているが、合併すれば恩恵が得られるだろう。なお、過去 2 年間のクラス 8 の大型トラック需要は力強く、2020 年にかけて減少する可能性があることは不確定要因だ。

フィアット創業者であるアニェッリ家が支配する投資持ち株会社のエクソール (EXO.イタリア) の製造業ポートフォリオの一部で輸送機器関連の英国の持ち株会社、CNH インダストリアル (CNHI) も好んでいる。同社は農機の世界 3 大メーカーの一角であり、エンジン事業や、欧州ではイベコ・ブランドのトラックも手掛ける。株価は約 10 ドルで、2 年後には 20 ドルに達する可能性がある。

最後は電池大手のエナジャイザー・ホールディングス (ENR) だ。1 月に推奨してから株価は低下している。同社は消費財メーカー大手のスペクトラム・ブランズ・ホールディングス (SPB) から電池および携帯型照明事業 (レイオバック) を 20 億ドルで買収したが、規制上の問題から電池のバルタ・ブランドの売却を余儀なくされた。

Q: 1 月のラウンドテーブルから株価は約 15% 低下している。好転のきっかけは何か?

A: レイオバックがエナジャイザー・ホールディングスの傘下に入ったことで、電池ではプレーヤーが減った。さらに、補聴器事業は好調で、売上高は 2 億ドルに近づいている。今後 2 年間のどこかの時点で、補聴器需要が急増して、電池販売額が押し上げられるだろう。今年のハリケーンシーズンが例年並であれば、電池需要は 40 ドルの株価に織り込まれている以上の水準になるだろう。

■ アビー・コーエン氏 (ゴールドマン・サックス証券 シニア投資ストラテジスト)

Q: 投資環境についてどう思うか?

A: 経済面と政治面の要因が重なり合った変化が起きている。米国だけでなく、欧州や中国で経済が減速しているのは明らかだ。企業はサプライチェーンを中国で築くべきか他国にすべきか決めかねている。住宅着工件数は減少している。2018 年の GDP 成長率は約 3% だったが、今年は平均 2.5% 程度で、第 2 四半期は 1.5% と予想する。



Q: 失業率の低さを考えるとその予想は意外だが。

A: 教育を受けて、スキルの高い人の失業率は低い。構造的変化についていけないといったことや地理的に経済の良い地域とそうでない地域との差があるなどの問題はあ

Q: 年末までに経済はどうなるか?

A: 当社のチーフエコノミストは、下半期は少し良くなると予想している。7 月には 0.25% ポイントの利下げを予想しており、9 月にも恐らく利下げがあるとみている。FRB のバランスシート縮小も今後減速し、緩和的になっていくかもしれない。しかし、関税問題が原因で設備投資がゼロに向かうなら、金利を下げ、資本コストを下げてでも経済の減速は止められない。この 10 年間は、金融政策に通常以上のことが求められてきた。オバマ政権時代は、債務上限問題などで財政政策を活用しにくかった。現政権で大幅な減税を実施したが、一時的な効果にすぎず、政策立案者が望んだほど長期的な設備投資の改善は見られなかった。中期的にすべきことはある。新し

Abby Joseph Cohen's Picks

Company / Ticker	Price 7/10/19
SPDR S&P Dividend / SDY	\$101.44
Denso / 6902.Japan	¥4,564
Eli Lilly / LLY	\$114.53

Source: Bloomberg

い経済のためのスキル向上に向けた教育などだ。以前なら経済の変化に応じて必要な研修に政府系機関が取り組んでいたものだが、今は行われていない。また、企業も以前なら従業員の再教育に力を入れていたが、今はあまり見られない。コミュニティカレッジに力を入れている州もあるが、アカデミズムの世界では、実際に必要とされる仕事の種類とトレーニング内容にミスマッチが起きる。

Q：株式市場はどうなるか？

A：当社のストラテジストの今年年末の S&P500 指数の予想は 3000、2020 年末は 3100 だ。株式市場は、ファンダメンタルズと政治という二つの要因に反応する。ファンダメンタルズ的には、米国の株式市場はフェアバリューの状態、あるいは本来あるべきよりは少し低い状態とわれわれは考えている。しかし、貿易紛争が長引けば、心理的な面も問題であるし、設備投資を冷え込ませる影響もある。さらに、予算上限引き上げ問題もある。政府閉鎖の可能性もあり、株式市場への影響は良くない。外国人投資家による米国債への需要が減少しているが、予算をめぐる紛糾でもあれば、米国債への信頼がさらに損なわれる。

Q：投資家はどこに目を向ければよいか？

A：上場投資信託（ETF）を含めて三つ推奨できる。ETF はゴールドマン・サックス・グローバル・インベストメント・リサーチではカバーしていないが、例として話している。私が選好するのは SPDR S&P ディビデンド ETF（SDY）で、これは S&P1500 指数に連動している。つまり、中小型株が含まれている。

Q：今回の株価上昇からは取り残されたが。

A：それがポイントだ。昨年 11 月や 12 月のようにボラティリティが高まった場合は、中小型株は大型株をアウトパフォームする可能性があるからだ。そのような状況の時には、大型株は流動性が高く、また大量に保有されているため売られやすい。この ETF は時価総額加重平均インデックスではなく、名前が示すように配当成長率の高い銘柄の比重が高く、分散化されている。ポートフォリオ内での保有比率は最大で 2.4% だ。会社としてはカバーしていないので会社として推奨しているわけではない。

次に、デンソー（6902）。2017～2018 年には電気自動車への期待が非常に高まったが、今はその熱意が弱まっている。電気自動車をめぐる興奮の中、ガソリンと電気のハイブリッド車は忘れられかけたが、実はよく売れている。デンソーは、ハイブリッドのトップを走るトヨタ自動車（7203）に重要な部品を供給しており、そのような部品は完全な電気自動車にも修正を加えれば使用できるものだ。また、電気自動車の電池は高価なため、上位モデルを除くと電気自動車は多くの消費者の関心を引くに至っておらず、ハイブリッド車はまだしばらくは好調が続くだろう。

Q：デンソーのリスクは？

A：一つは、米国や中国の景気減速だ。また、デンソーは研究開発に非常に多額の投資をしており、短期的な利益見通しには悪影響がある。しかし、配当利回りは高く、魅力的な銘柄とみている。2020 年 3 月期の配当利回りは 3%、2021 年 3 月には 3.5%とわれわれは予想している。

Q：3 番目は？

A：製薬大手のイーライリリー（LLY）。米国の他の医療関係銘柄と同様に、将来の医療政策への懸念が高いために、パフォー

Abby Joseph Cohen's Picks

Company / Ticker	Price 1/4/2019	Price 6/28/2019	Price Change	Total Return
New Oriental Education & Technology Group / EDU	\$56.57	\$96.58	70.7%	70.7%
Northrop Grumman / NOC	247.90	323.11	30.3	31.4
Recruit Holdings / 6098.Japan	¥2,581.00	¥3,594.00	39.2	39.8
Tapestry / TPR	\$34.27	\$31.73	-7.4	-5.4
iShares Global Clean Energy / ICLN	8.50	10.64	25.2	26.1

Total Return in USD: 6098.Japan=40.6%

マンスはさえないが、同社の糖尿病、がん、鎮痛、免疫療法などの分野に向けた新製品はこれらの懸念を克服する助けになると思っている。当社のアナリストは、2019～2022 年の EPS の年平均成長率を 14.6%と予想している（コンセンサス予想の 12.3%を上回る）。

Q: バイオ医薬品大手のアッヴィ（ABBV）は最近アイルランドの製薬大手のアラガン（AGN）の買収を発表したが、イーライリリーも M&A（合併・買収）の可能性はあるか？

A: 当社のアナリストは、アッヴィとアラガンの案件は、大手医薬品会社とバイオ医薬品との合併の例としては最後に近いと考えている。イーライリリーのパイプラインは十分に素晴らしいと考えている上、既にロクソ・オンコロジーのボルトオン型買収を行っている。

■ ウィリアム・プリースト氏（エポック・インベストメント・パートナーズ CEO 兼共同最高投資責任者（CIO））

Q: かなり前からグローバル化の終焉（しゅうえん）について語っているが、今はどういう状況か？

A: 現在は地政学的リスクが高い時代だ。グローバル化によって企業は 1989 年以降に利益率が 2 倍となった。しかし、今や時代は巻き戻されている。冷戦の終結以降の米国は、特に中国をはじめとしたアジア諸国がグローバルな金融システムに参加したことで、労働力のアービトラージの大きな機会を得た。しかし、これも大半は終わった。また、高度なサプライチェーンの構築、低金利や減税もグローバル経済の成長や利益率上昇に寄与した。グローバル化の進展に伴い、貧困から脱出できた人の数は増えた。現在の米中の貿易戦争は、ウィンウィンではなく、両者ともに負ける戦いだ。今回の貿易戦争は、中国対欧米の冷戦の始まり、あるいは国家資本主義と自由市場資本主義との間の戦いとみることもできる。戦いの場は貿易だが、価値観を賭けての戦いだ。既に中国との冷戦は始まっており、長期間続く公算が大きい。



Q: 米国経済や投資家にとって短期的にどういう意味があるか？

A: 世界経済は減速している。今後は予想を下回る決算が発表されるようになるだろう。科学技術の影響も大きく、非常にデフレ的になる。労働や資本をテクノロジーで代替するにつれ、売上高は横ばいでも利益率は上昇する。物理的な資産をテクノロジーで代替すれば、資産回転率は上昇する。われわれの知り合いの企業は全て、キャピタル・ライト（少ない資本）のビジネスモデルを目指している。資本への需要が減るので、配当性向は上昇する。配当の見通しは本当に素晴らしい。

Q: 長期的な金利の見通しは？

A: デフレ要因としての人口動態、生産性、そしてテクノロジーの強力な影響からすると、金利はより長期的に低位にとどまるだろう。労働力と生産性の伸びが低い場合、世界の GDP の実質成長率は低くなる。株価には若干ネガティブだが、配当には悪くない。

William Priest's Picks

Company / Ticker	Price 7/10/19
MGM Resorts International / MGM	\$29.13
Centene / CNC	51.21

Source: Bloomberg

Q: 1 月の推奨銘柄の情報更新は？

A: 航空宇宙防衛複合企業サフラン（SAF.フランス）は引き続き推奨する。先端材料関連の製造卸売会社ヘクセル（HXL）も引き続き選好する。航空宇宙業界を選好しており、依然として見通しは良い。ドイツの産業ガス大手リンデ（LIN）もパフォーマンスは良く、引き続き選好する。武田薬品工業（4502）も、今後 12

カ月は非常に素晴らしいと考えている。大規模な資産売却で負債を返済するだろう。上値余地は 25~50%の可能性もある。アルファベット (GOOGL) はあまり上昇していない。同社は資産配分が良くないが、規制強化は恐らくあるにしても、非常に素晴らしい事業を行っており、15~20%の上昇余地がある。ダウデュポンはラウンドテーブル以降に事業を分割し、総合化学メーカーのデュポン・ドゥ・ヌムール (DD)、素材化学ダウ (DOW)、農業事業のコルテバ (CTVA) に 3 分割された。全体としてポジションは下落した。推奨は終わりとしていたい。別のもっと魅力的な銘柄がある。

Q: その銘柄とは?

A: MGM リゾート・インターナショナル (MGM)。ゲーミングやホスピタリティ、エンターテインメント・リゾートの事業を行っている。さらに、MGM マカオ、MGM コタイを運営する MGM チャイナ・ホールディングス (2282.香港) の 56%を保有している。不動産投資信託 (REIT) の MGM グロース・プロパティーズ (MGP) の大株主でもあり、ホッケーチームのベガス・ゴールデンナイツのホームでもある多目的アリーナである T モバイル・アリーナの権益の 42.5%も保有する。MGM コタイの開業前は、売上高の 64%はラスベガスのもので、14%がその他の米国の資産から、22%が MGM チャイナだった。現在の米国事業は連結 EBITDA の約 64%を占め、米国のリゾートからの売上高の半分以上はゲーミング以外となっている。ラスベガスにあるホテル客室の約 25%を MGM が経営している。マクロ的要因は引き続き米国や中国での増収を下支えしている。エンターテインメントへの注力は増収を促すと思われる。また、ラスベガスの資産は、会議施設の拡充や、フットボールチームのラスベガス・レイダースの新スタジアム建設に向けた良好な位置にある。今後、EBITDA マージンの上昇、投下資本利益率 (ROI) の改善、労働効率向上などが見込まれる。MGM コタイを含めた大型プロジェクトの大半は完成済みだ。負債比率が低下すれば、投資家はキャッシュの還元を期待できる。大阪でのカジノ運営許可が下りれば一層の上振れもあり得る。

Q: 他の銘柄は?

A: 複合マネージドケア組織を運営するセンチン (CNC)。最近買収が発表されたウェルケア・ヘルス・プランズ (WCG) も含めると、2019 年の売上高は 1000 億ドル、EBITDA は 50 億ドルと予想される。保険対象者は 2300 万人で、米国第 5 位の医療保険会社だ。1 桁後半の内部成長率を維持できると考えている。営業レバレッジとシナジーにより、今後 3 年間は利益率を毎年 0.15~0.30%ポイント上昇させることが可能とみている。さらに、業界再編では、買収する側の企業である。ウェルケアは戦略的に貴重なメディケア (高齢者向け医療保険制度) のプラットフォームをもたらす。高齢化でメディケア対象者は年約 7%増加しているだけでなく、連邦政府ではなく民間の保険会社が運営するメディケア・アドバンテージを選ぶベビーブーマー世代が増えている。医療保険改革に関する懸念のため、センチンの株価は 2020 年コンセンサス予想 PER が 10 倍と低い。過去 5 年平均の 16 倍が妥当と考える。2019 年の予想 EPS は 4.37 ドル、2020 年は 4.92 ドル、2021 年は 5.60 ドルと見込まれる。ウェルケアの統合は 2020 年上半期に完了すると予想されている。

William Priest's Picks

Company / Ticker	Price 1/4/2019	Price 6/28/2019	Price Change	Total Return
Safran / SAF, France	€ 105.20	€ 128.85	22.5%	24.2%
Hexcel / HXL	\$58.22	\$80.88	38.9	39.4
Linde / LIN	156.63	200.80	28.2	29.3
Takeda Pharmaceutical / 4502.Japan	¥3,715.00	¥3,823.00	2.9	5.4
Alphabet / GOOGL	\$1,078.07	\$1,082.80	0.4	0.4
DowDuPont / DWDP*	54.73		-3.6	-2.5
—DuPont / DD		75.07		
—Dow / DOW		49.31		
—Corteva / CTVA		29.57		

Total Return in USD: SAF.France=23.7%; 4502.Japan=5.8%. *Return reflects company's separation into three entities. Position closed as of 6/28/19. Total Return includes dividends received but not reinvested.

■ オスカー・シェーファー氏 (リビュレット・キャピタル 会長)

Q: 引退する前に、現在の市場についての意見を聞かせてほしい。



A: 最近鈍化したものの、経済が非常に好調であることは意外だ。しかし、株式市場は強いと考えているわけではない。私は銘柄選別派だ。1 月に推奨した銘柄を見直してみたい。まずは飲料・食品用の金属・プラスチック製容器メーカーのボール (BLL) と金属製包装メーカーのクラウン・ホールディングス (CCK) から。今年のパフォーマンスは良かった。米国では、消費者が持続可能性を重視するため、アルミニウム缶がプラスチック容器からシェアを奪い続けている。欧州、中南米、東南アジアの成長も引き続き強い。業界は非常に再編が進んでおり、稼働率が高くとも、北米で生産能力の追加を行っているメーカーはない。標準的な 12 オンス入り缶の価格は両社ともに値上げに成功しており、利益の追い風となる。今も両銘柄を選好している。

特殊包装材メーカーのシールド・エア (SEE) のパフォーマンスも良かった。多年度にわたる構造改革の実行で大幅な上昇余地を期待している。清掃用洗剤のディバーシー・ケアの売却を受けた合理化で、2 億ドルのコスト削減が可能と経営陣は考えている。これは、利益を 25% も押し上げることになる。市場は CEO の執行能力を過小評価している。単なる包装材の販売にとどまらず、装置を中心としたソリューション事業の売上高が増えるにつれて、成長は加速すると見込まれる。株価は 44 ドルと、今年の予想 PER15 倍に満たず、割安だ。

Oscar Schaffer's Picks

Company / Ticker	Price 7/11/18	Price 6/28/19	Price Change	Total Return
CommScope Holding / COMM	\$29.89	\$15.73	-47.4%	-47.4%
Whitbread / WTB.UK	3,993.00p	4,629.00p	15.9	18.4

Total Return in USD: WTB.UK =13.7%
Source: Bloomberg

Q: 1 ドルショップのダラー・ツリー (DLTR) はどうか？

A: アクティビスト投資家のスターボード・バリューに促された最近の同社の行動に勇気付けられている。2015 年に買収したファミリー・ダラーの修復を加速させ、400 店舗のファミリー・ダラーを閉鎖し、200 店舗をダラー・ツリーと改名する予定だ。店舗の改装も加速しており、「H2」と名付けられた方式で、冷蔵品や消耗品を増やす計画だ。新しい方式の店舗で既存店の増収は非改装店舗より 10% 上回るとわれわれは予想している。2020 年 1 月期の連結利益におけるダラー・ツリー店舗の売上高の寄与率は 85% 以上と見込まれる。さらに最高 5 ドルまでの商品を提供するダラー・ツリー・プラスの試行の発表も私は支持している。関税をめぐる問題もあるが、仕入れ先との交渉や商品の量的な調整で切り抜けられると考えている。

Q: 別れの言葉は？

A: これほどの長期にわたり市場に参加できたことは本当に幸運だと思う。タイミングも良かった。プロとしての投資は、学ぶことも収入も多く、世界で最高の仕事の一つだ。今後もラウンドテーブルを読むのを楽しみにしている。

Oscar Schaffer's Picks

Company / Ticker	Price 1/4/19	Price 06/28/19	Price Change	Total Return
Ball Corp. / BLL	\$45.59	\$69.99	53.5%	54.1%
Crown Holdings / CCK	43.07	61.10	41.9	41.9
Sealed Air / SEE	35.45	42.78	20.7	21.6
Dollar Tree / DLTR	92.89	107.39	15.6	15.6

■ メリル・ウィトマー氏 (イーグル・キャピタル・パートナーズ ゼネラル・パートナー)

Q: 年央の市場をどう見るか?

A: バリュエーションがおかしい。上場したての銘柄がバブルになったり、重工業セクターの企業のバリュエーションが下がり過ぎたりしている。中国に何が起きているのか教えてくれたら、株式市場の予想もできるというところか。2020 年の大統領選挙で、現在の民主党候補の誰かが当選したら市場にはネガティブだと思う。下値が限定されるような銘柄を探している。



Q: 最近魅力的な銘柄は?

A: 3 銘柄ある。一つ目は、新しく投資した大型株で、金融のモルガン・スタンレー (MS)。株価は 43 ドルで、第 1 四半期末時点の純資産額に基づく PBR は 1 倍、昨年の EPS は 4.73 ドルだが、減税の恩恵の調整後で 4.60 ドル。PBR と PER の両面で株価は下支えがある。投資銀行業務の税引前利益への寄与率は約 55% で、ウエルスマネジメントは約 40% だ。ウエルスマネジメント事業の顧客は忠誠度が高く、経常的な収入をもたらす、長期的な成長見通しがあるが、過小評価されている。政府はモルガン・スタンレーの自己資本要件を引き下げたため、自社株買いや配当への余力が増えた。投資銀行業務は、新規株式公開 (IPO) や M&A、債券の市場動向の影響を受けるものの、四半期ではなく 2016~2018 年の 3 年分の年間の税引前利益を見ると、それぞれ 51 億ドル、56 億ドル、62 億 6000 万ドルとさほど変動していないことが分かる。

Q: 経営陣のファンか?

A: ジェームズ・ゴーマン CEO は 2010 年 1 月に就任した。統率力があり、リスクをよく知り、うまく管理している。現在の水準の自社株買いが継続すると想定した場合、2020 年の EPS は約 5.30 ドルに増加する。目標株価は 60 ドル超。配当利回りは 2.8%。つまり、今後 2 年のトータルリターンは 40% 以上とわれわれは見込んでいる。PBR 面でも下支えがある。貸付事業も順調に成長しており、利息収入をもたらしている。

Q: その予想は株式相場の今後の上昇に依存しているか?

A: 相場が下落した場合は、一部の資産やウエルスマネジメントの手数料収入に悪影響が及ぶ。しかし、市場が平均的な成長率で成長した場合、利益は長期的に毎年 7% 増加する。

次に、スイスを本拠とするセメント会社、ラファージュホルシム (LHN.スイス)。グローバルな垂直統合型企業で、骨材やセメントなどの建材を販売する。フランスのラファージュとスイスのホルシムが 2015 年に合併して誕生した会社だ。アジア、欧州、北米が利益の 4 分の 1 ずつを占め、残りは南米、中東、アフリカからだ。株価は 48 スイスフラン。企業文化の違いから、合併は非常に困難だったが、2017 年後半に才能豊かなジャン・ジェニッシュ CEO を招き入れた。同 CEO は以前スイスの建材会社シーカ (SIKA.スイス) の CEO だったが、素晴らしい実績で、シーカの株価は CEO 在任中に年平均 28% も上昇した。起業家的な文化を醸成し、賢明な資本配分を行い、買収で高いリターンを上げている。ラファージュホルシムでも、重複する本社を廃止し、管理職の階層を減らし、工場レベルでの責任体制を推進した。また、興味深いことに配当は年 1 回とし、株主の希望

次第でキャッシュではなく割安な株式を手に入れることができるようにした。これらにより負債を返済し、バランスシートは業界随一の堅固さとなった。2019 年予想 1 株当たりフリーキャッシュフローは 4.76 ドル、EPS は 3.42 ド

Meryl Witmer's Picks

Company / Ticker	Price 7/10/19
Morgan Stanley / MS	\$43.31
LafargeHolcim / LHN.Switzerland	CHF48.16
Fox Corp. / FOX	\$36.14

Source: Bloomberg

ルと予想している。2021 年には 1 株当たりフリーキャッシュフローは 5.65 ドルに達する可能性がある。PER は 12~13 倍が妥当と考えているため、株価は 68~73 スイスフランの価値がある。

Q: 三番目は?

A: ウォルト・ディズニー (DIS) による 21 世紀フォックスの資産買収の際に分離されたフォックス (FOX、FOXA)。フォックスは、フォックスニュースやフォックスビジネスニュースで知られるケーブルテレビ放送局の他、フォックステレビやテレビネットワークを運営している。

Q: フォックスのルパート・マードック会長は、本誌のオーナーであるニュース・コーポレーション (NWSA) の会長兼 CEO だが。

A: フォックスの CEO で会長の息子であるラクラン・マードック氏は、フォックスの事業構造は比較的シンプルで、半分が放送契約、半分が広告と述べている。広告の約 70% はライブニュースとスポーツ番組のものだ。そのため、競争にさらされにくい。視聴率が高い。また、グレッグ・ガットフェルド氏が出演する土曜日のフォックスニュースはコメディ番組のような雰囲気があり、サタデー・ナイト・ライブと肩を並べていると思う。

Q: 毎週土曜日に番組を見ているか?

A: いいえ。しかし、録画はしている。ケーブルテレビの契約をやめても、ストリーミングサービスがある。ケーブル離れが強まっても、フォックスは依然として収入を得ている。今後 2022 年までに創出されるフリーキャッシュフローは数十億ドルと予想される。映像ストリーミングサービスを提供するロク (ROKU) の 7% を保有し、ロサンゼルススの貴重なスタジオも保有し、ディズニーにリースしている。これらの資産と保有現金は 1 株当たり 6~

9 ドルの価値を付加する。また、スピンオフの結果、15 年間節税効果が得られ、税金は非常に少なくなる。ルパート・マードック氏は公開市場で 2000 万ドル相当の株式を 1 株約 35 ドルで買った。2~3 年のうちに株価は 45~50 ドルになるとわれわれは考えている。強いキャッシュフロー創出力が下値を限定する。

Meryl Witmer's Picks

Company / Ticker	Price 1/4/2019	Price 6/28/2019	Price Change	Total Return
Lanxess / LXS.Germany	€ 42.51	€ 52.26	22.9%	25.0%
Packaging Corp. of America / PKG	\$86.17	\$95.32	10.6	12.5
Orion Engineered Carbons / OEC	25.78	21.41	-17.0	-15.4
Dart Group / DTG.UK	815p	835p	2.5	2.5

Total Return in USD: LXS.Germany=24.5%; DTG.UK=2.2%

■ スコアカード：2018 年ミッドイヤー・ラウンドテーブル

昨年のミッドイヤー・ラウンドテーブル（2018 年 7 月）参加者による推奨銘柄のパフォーマンスは以下の通り。



Scott Black's Picks

Company / Ticker	Price 7/11/18	Price 6/28/19	Price Change	Total Return
Noble Energy / NBL	\$35.87	\$22.40	-37.6%	-36.3%
Arrow Electronics / ARW	76.89	71.27	-7.3	-7.3
	Yield 7/11/18	Yield 6/28/19		
6-Month Treasury Bill	2.14%	2.10%		

Source: Bloomberg

Abby Joseph Cohen's Picks

Company / Ticker	Price 7/11/18	Price 6/28/19	Price Change	Total Return
AutoZone / AZO	\$681.46	\$1,099.47	61.3%	61.3%
Kingfisher / KGF.UK	305.80p	214.90p	-29.7	-26.2
Anheuser-Busch InBev / BUD	\$103.06	\$88.51	-14.1	-12.1
Inner Mongolia Yili Industrial Group / 600887.China	CNY 27.71	CNY 33.41	20.6	23.1
Midea Group / 000333.China	47.20	51.86	9.9	12.6
iShares U.S. Financial Svcs / IYG	\$132.22	\$133.89	1.3	3

Total Return in USD: KGF.UK=-29.1%; 600887.CH=19.7%; 000333.CH=9.5%;

Source: Bloomberg

Henry Ellenbogen's Picks

Company / Ticker	Price 7/11/18	Price 6/28/19	Price Change	Total Return
TransUnion / TRU	\$74.25	\$73.51	-1.0%	-0.6%
BWX Technologies / BWXT	63.65	52.1	-18.1	-17.1
Redfin / RDFN	23.54	17.98	-23.6	-23.6

Source: Bloomberg

Mario Gabelli's Picks

Company / Ticker	Price 7/11/18	Price 6/28/19	Price Change	Total Return
CNH Industrial / CNHI	\$10.11	\$10.28	1.7%	3.7%
Paccar / PCAR *	61.22	71.66	17.1	22.3
Liberty Braves Group / BATRA	25.57	27.8	8.7	8.7
Sony / SNE	51.96	52.39	0.8	1.4
Millicom International Cellular / TIGO	61.05	55.7	-8.8	-4.4
EnPro Industries / NPO	72.31	63.84	-11.7	-10.4

*Reflects \$2 special cash dividend paid 1/4/19

Source: Bloomberg

Jeffrey Gundlach's Picks

Investment / Ticker	Price 7/11/18	Price 6/28/19	Price Change	Total Return
Invesco Senior Loan / BKLN	\$23.02	\$22.66	-1.6%	3.2%
SPDR S&P Oil & Gas Exploration & Production / XOP	43.28	27.25	-37	-36.4
iShares MSCI Brazil / EWZ	32.74	43.72	33.5	36.9
Tortoise Midstream Energy / NTG	15.6	13.49	-13.5	-5.4
WisdomTree Japan Hedged Equity / DXJ	53.73	48.7	-9.4	-7.8
	Yield 7/11/18	Yield 6/28/19		
2-Year Treasury Note	2.58%	1.76%		

Source: Bloomberg

William Priest's Picks

Company / Ticker	Price 7/11/18	Price 6/28/19	Price Change	Total Return
Kroger / KR	\$27.97	\$21.71	-22.4%	-20.4%
Phillips 66 / PSX	110.66	93.54	-15.5	-12.5

Source: Bloomberg

Oscar Schafer's Picks

Company / Ticker	Price 7/11/18	Price 6/28/19	Price Change	Total Return
CommScope Holding / COMM	\$29.89	\$15.73	-47.4%	-47.4%
Whitbread / WTB.UK	3,993.00p	4,629.00p	15.9	18.4

Total Return in USD: WTB.UK =13.7%

Source: Bloomberg

Paul Wick's Picks

Company / Ticker	Price 7/11/18	Price 6/28/19	Price Change	Total Return
LONG				
Broadcom / AVGO	\$243.44	\$287.86	18.2%	22.2%
Integrated Device Technology / IDTI*	33.43	49	46.6	46.6
SHORT				
Canopy Growth / CGC	\$29.59	\$40.31	36.2%	36.2%
Shopify / SHOP	160.98	300.15	86.5	86.5

*Acquired by Renesas Electronics (6723.Japan) on 4/1/19 for \$49/share

Source: Bloomberg

Meryl Witmer's Picks

Company / Ticker	Price 7/11/18	Price 6/28/19	Price Change	Total Return
Packaging Corp. of America / PKG	\$113.98	\$95.32	-16.3%	-13.6%
Indivior / INDV.UK	266.50p	42.67p	-84.0	-84.0
Tessenderlo Group / TESB.Belgium	€ 33.05	€ 29.35	-11.2	-11.2

Total Return in USD: INDV.UK = -84.6%; TESB.BB = -13.8%

Source: Bloomberg

Cadence Design Systems Inc. (CDNS)



Synopsys Inc. (SNPS)



Cerner Corp. (CERN)



Linde PLC (LIN)



Walt Disney Co. (DIS)



Trimble Inc. (TRMB)



NVIDIA Corp. (NVDA)



Facebook Inc. Cl A (FB)



Amazon.com Inc. (AMZN)



Apple Inc. (AAPL)



Netflix Inc. (NFLX)



Alphabet Inc. Cl A (GOOGL)



Compagnie Generale des
Etablissements Michelin (FR:ML)



Gilead Sciences Inc. (GILD)



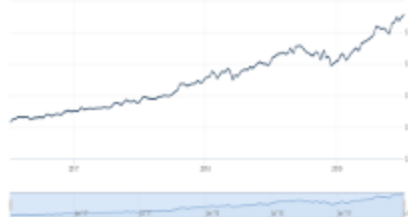
Koninklijke Ahold Delhaize N.V. ADR
(ADRNY)



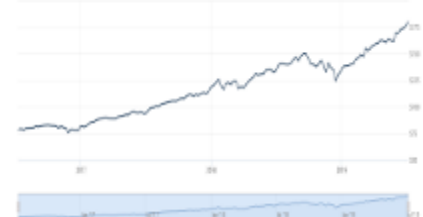
Nokia Corp. ADR (NOK)



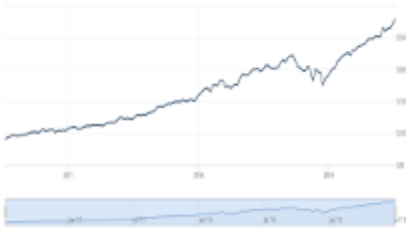
Microsoft Corp. (MSFT)



Visa Inc. Cl A (V)



Mastercard Inc. (MA)



Kemet Corp. (KEM)



TriplePoint Venture Growth BDC Corp. (TPVG)



Hercules Capital Inc. (HTGC)



Square Inc. Cl A (SQ)



Workday Inc. Cl A (WDAY)



FedEx Corp. (FDX)



Gartner Inc. (IT)



Waste Connections Inc. (WCN)



SS&C Technologies Holdings Inc. (SSNC)



Vail Resorts Inc. (MTN)



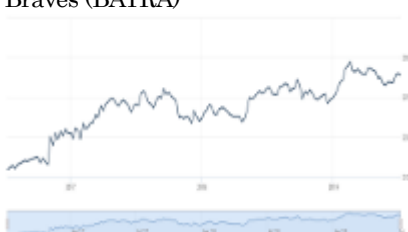
FirstService Corp. (FSV)



Redfin Corp. (RDFN)



Liberty Media Corp. Series A Liberty Braves (BATRA)



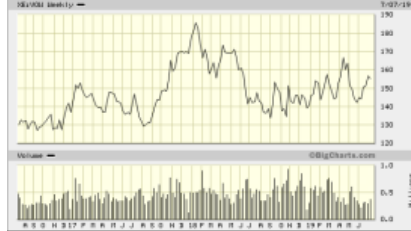
Fox Corp. Cl A (FOXA)



Navistar International Corp. (NAV)



Volkswagen AG (XE:VOW)



EXOR N.V. (MIL) (IT:EXO)



Energizer Holdings Inc. (ENR)



Spectrum Brands Holdings Inc. (SPB)



SPDR S&P Dividend ETF (SDY)



Denso Corp (JP:6902)



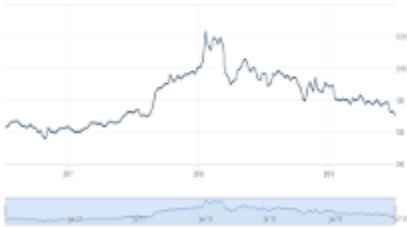
Toyota Motor Corp. ADR (TM)



Eli Lilly & Co. (LLY)



AbbVie Inc. (ABBV)



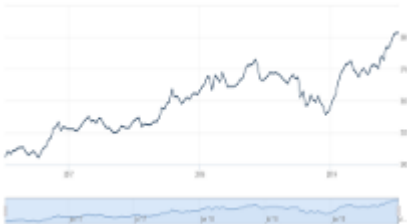
Allergan PLC (AGN)



SAFRAN S.A (FR:SAF)



Hexcel Corp. (HXL)



DuPont de Nemours Inc. (DD)



Dow Inc. (DOW)



Corteva Inc. (CTVA)



MGM Resorts International (MGM)



MGM China Holdings Ltd. (HK:2282)



Centene Corp. (CNC)



WellCare Health Plans Inc. (WCG)



Ball Corp. (BLL)



Crown Holdings Inc. (CCK)



Sealed Air Corp. (SEE)



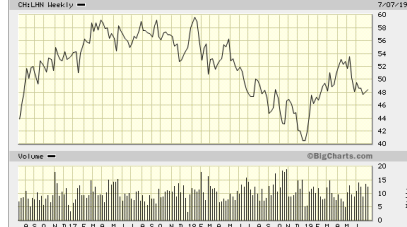
Dollar Tree Inc. (DLTR)



Morgan Stanley (MS)



LafargeHolcim Ltd. (CH:LHN)



News Corp Cl A (NWSA)



Roku Inc. Cl A (ROKU)



Sika AG (CH:SIKA)



チャートは3年 (FOXA、DOW、CTVA
は6カ月)

By LAUREN R. RUBLIN
(Source: Dow Jones)

2. Why Expedia Is a Stock Worth Booking 予約価値大のエクスペディア 【旅行予約銘柄】 今や老舗のウェブ・スタートアップはオンライン旅行予約の新潮流に挑む

■ ブッキング・ドットコムと並ぶ2大 OTA

エクスペディア・グループ (EXPE) は飛行機やホテル、レンタカーの予約サイトを運営する旅行サービス大手だ。インターネット経由の旅行関連予約の約 40%、そして全旅行関連予約の約 20%は同社のようなオンラインに特化した旅行代理店 (OTA) を通して行われる。世界市場の7割をエクスペディアと同社最大のライバル、ブッキング・ホールディングス (BKNG) の2社が占めており、ホテル側はこうした仲介業者に頼らない運営を望みながらも、空室を埋める手段として強く依存してきた。



エクスペディア経由のホテル予約の最大の利用者は米国の消費者であり、その人気の強さは過去 10 年、同社株価を支えてきた。しかし近年、新たな宿泊形態の台頭やグーグルの攻勢がその地位を脅かしている。

エクスペディアの株価は今年、年初来で 19%上昇しているが、ナスダック総合指数全体の 24%には及ばない。最近の株価水準である 133 ドルは 2017 年に付けた高値、161 ドルをかなり下回る。同社株のバリュエーションは、予想 PER (株価収益率) で通常は 20 倍以上であるが、現在の今後 4 四半期の予想 PER は 17.8 倍と、ナスダック市場の平均とほぼ同レベルで推移している。

投資リサーチ会社モーニングスターのアナリストであるダン・ワシオレック氏は、エクスペディア株を「長期投資を好む投資家に機会を提供する」銘柄であるとする。

エクスペディア・グループは、初期のインターネット系スタートアップでは電子商取引の分野を生き抜いてきたレアな成功例だ。1996 年にマイクロソフト (MSFT) の 1 部門として立ち上げられ、その後 1999 年に独立、上場。2003 年にはインターネット企業である IAC インタラクティブコープ (IAC) に買われるが、スピンオフにより 2005 年に再度独立する。

■ 被支配、買収のイメージからより株主重視へ

独立後も同社株は会長であるバリー・ディラー氏などの強い支配下にあり、一部のファンドや投資家からは敬遠されていた。しかし今年 4 月に所有構造を簡素化し、ディラー氏の議決権保有比率も 29%まで下げることを決め、新たな投資家を呼び込む契機になると期待されている。

株主重視への期待は他にもある。エクスペディアはこれまで、キャッシュフローの大半を買収に費やしてきた。グッゲンハイム・セキュリティーズのアナリストであるジェイク・フラー氏の試算によると、その額は 2012~2018 年の合計で 76 億ドルに上る。これに対して自社株買いに充てられたのは 31 億ドル、配当には 9 億 1100 万ドルである。

9 億ドルをかけシアトルに建設中のエクスペディア新本社社屋は完成間近で、フラー氏は、同社のフリーキャッシュフローは今年の 11 億ドルに対し、2021 年には 21 億ドルに増加するとみている。また、2017 年の就任以来、マーク・オカストロム同社最高経営責任者 (CEO) は、さらなる買収よりも現在の同社ブランドを拡充することに重きを置いている。

複数のアナリストの予想では、自社株買いの実施や利益率の改善、売り上げ増加により、エクスペディアの利益は 2021 年まで年間で 18%引き上げられるとされる。

■ 新たなライバルは民泊、グーグル

一方で、エクスペディアの業界での確立した立ち位置は、近年の新たな市場競争やブランディングの課題を背景に複雑の様相を呈している。

民泊仲介事業大手エアビーアンドビーを筆頭とする新たな宿泊形態の台頭により、旅行予約市場のパワー・バランスは崩れ始めている。一軒家や集合住宅の 1 室提供 (民泊) を含む従来のホテル以外の宿泊施設は現在、全宿泊の 20%を占めているが、その存在感は増している。

エクスペディアも Vrbo (ヴァーボ) のブランド名で一棟貸し民泊事業を展開するが、今年第 1 四半期の予約件数の増加率はわずか 5%で、投資家を失望させた。同社経営陣は、不振の理由をホームアウェイからヴァーボへのブランド名変更が検索順位にマイナスに影響したとするが、課題は他にもあるようだ。

Expedia Group
(EXPE / Nasdaq) Weekly close
on July 12



OTA は自社プラットフォームへの顧客の誘導を他社エンジンに頼っている。アルファベット (GOOGL) 傘下のグーグルがそのようなエンジンの代表であるが、そのグーグルが飛行機やホテルのとりまとめサイトを運営している。インターネット・ユーザーがグーグル上で旅行関連の検索をすると、まず広告が表示され、本来の検索結果にたどり着く前に、グーグルの旅行プラットフォームが表示される。ディラー氏はあるインタビューで、「グーグルが自社の広告主と競合するビジネスに参入しないよう、当局が規制すべきだ」と述べている。エクスぺディアが昨年グーグルに支払った広告費は 35 億ドルとのことだ (グーグルのプラットフォーム上では予約を完了することはできない)。

Have Stocks, Will Travel

課題はあるものの、RBC キャピタル・マーケットのアナリスト、マーク・マハニー氏は「エクスぺディアの中核事業は一貫しており、本業に注力し、ヴァーボ事業が軌道に乗れば、株価は自ずとついてくる」と指摘する。

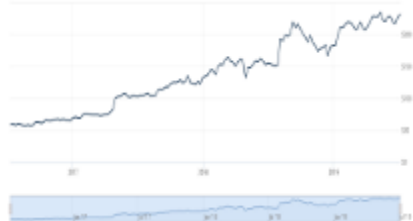
Company/Ticker	Recent Price	Market Value (bil)	52-Wk Price Change	Est. Forward P/E
Expedia Group/EXPE	\$133.94	\$20.0	7%	19.2
Booking Holdings/BKNG	1,874.17	81.1	-9	18.3
Ctrip.com International/CTRP	37.39	20.7	-17	27.2
TripAdvisor/TRIP	45.95	6.4	-22	23.6

Source: Bloomberg

Expedia Group Inc. (EXPE)



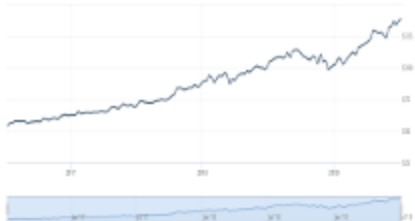
IAC/InterActiveCorp. (IAC)



Booking Holdings Inc. (BKNG)



Microsoft Corp. (MSFT)



Alphabet Inc. CIA (GOOGL)



チャートは3年

By AVI SALZMAN
(Source: Dow Jones)

3. A Mutual Fund That Succeeds ぶれのない投資戦略 投資テーマの明文化で、短期的な戦略の揺らぎを排除する

【ミューチュアルファンド】

■ 投資戦略の揺らぎを問題視する

ミューチュアルファンド投資家なら、マネジャーがはっきりした説明なしに戦略を急に变えること、つまり戦略の揺らぎが危険なことを理解しているだろう。長期リターンに悪影響があり、さらにポートフォリオ全体が混乱する可能性があるからだ。

同じように、運用資産 21 億ドルのベアード・ミッドキャップ・ファンド (BMDSX) の共同マネジャーであるチャック・セバーソン氏とケン・ヘマウアー氏は、同ファンドの保有銘柄



柄に戦略の揺らぎが見え始めたら問題だとしている。「ビジネスは長い間には変化するものだ。しかし例えば、本業の成長が堅調だという理由で投資した銘柄が、ある時突然リスクを伴う買収をしたとなれば、われわれは手放すだろう」とセバーソン氏は語る。

これは 5 年前、ファンドの保有銘柄だったディスカウント・チェーン大手のダラー・ツリー (DLTR) が突然、同業他社のファミリー・ダラーを買収すると発表した際に起こったことだ。セバーソン氏とヘマウアー氏は、即座にダラー・ツリーの売却を確認し合った。買収後の運営がスムーズでなかったことや、現在ファミリー・ダラーの店舗が大量閉鎖されていることを考えると、売却は正しい決断だったと言える。それ以上に注目すべきことは、両氏が同じ考えを持って投資判断を行い、安定したリターンを上げていることだ。

ベアード・ミッドキャップ・ファンドのここ 10 年の平均リターンは 16.2%と、ミッドキャップ・グロースファンドの上位約 30%に入る成績を上げ、一方でボラティリティは比較的低位となっている。上げ相場ではベンチマーク以上の上昇、下げ相場ではベンチマークよりも緩やかな下落となる傾向がある。セバーソン氏とヘマウアー氏が共同マネジャーを務めるチームでは、4 名のシニア・アナリストが、シクリカル、ヘルスケア、消費財、ハイテク・セクターをカバーする。

■ 投資テーマを明文化することで、戦略の揺らぎを排除する

2000 年に設定された同ファンドは、毎年の利益成長が見込める質の高い銘柄を保有することを重視する中で、2006 年には投資プロセスに関する厳しい基準を設けている。収益性、売上高の伸び、業界見通し、経営陣の質、株価予想という五つの基準に基づく投資テーマの概要を記した文書を作成することにしたのだ。これは“最も重要な”プロセスとして、同社の全ての投資決定の根拠となっている。「意思決定に際して感情を排除できるように、投資テーマを明文化することで、市場が混乱している時でも後から見直せるようにした」とヘマウアー氏は説明する。

投資アイデアは、ポートフォリオ全体にも適したものであるべきだ。両氏はセクターのウエートを、ベンチマークであるラッセル・ミッドキャップ・グロース指数の 75% から 125%の範囲内としているが、ファンドの保有銘柄はわずか 50~60 銘柄ほどだ。ヘマウアー氏は、「ポートフォリオの個々の銘柄選びが非常に重要になる」と述べる。

最大の保有銘柄は、電子金融取引ソリューションを提供するユーロネット・ワールドワイド (EEFT) だ。マイケル・ブラウン最高経営責任者 (CEO) は、東欧の国々には、先進国と比べて ATM が普及していないのを目の当たりにし、1994 年に同社をカンザス州に設立し、海外での ATM ビジネスを拡大し続けた。さらに、同社はその経験を米国国内の送金ビジネスに応用している。ヘマウアー氏は、同社が 2 桁台の増収率を維持でき

Baird MidCap

	1-Year	5-Year	10-Year
BMDSX	14.9%	10.7%	16.2%
Russell Midcap Growth Index	13.0	11.6	16.8
Top 10 Holdings			
Company / Ticker		% Assets	
Euronet Worldwide / EEFT		3.1%	
Dollar General / DG		2.9	
ServiceNow / NOW		2.8	
EPAM Systems/EPAM		2.7	
Global Payments / GPN		2.5	
Pool Corp. / POOL		2.4	
Veeva Systems / VEEV		2.4	
Arthur J. Gallagher / A.J.G		2.3	
Broadridge Financial Solutions / BR		2.3	
CDW / CDW		2.2	
Total		25.6%	

Note: Holdings as of 5/31. Returns through 7/8; five- and 10-year returns are annualized.
Source: Morningstar

と考える。2019 年予想利益に対する株価収益率（PER）は 24 倍と、同業他社と比べて割安で、市場が同社の成長機会を認識すれば、株価は上昇するとみる。

E コマースによって卸売は消滅すると見られていたが、専門性のある卸売業者にはまだ役割がある。ファンドの上位保有銘柄、コンピューター卸売業者 CDW（CDW）は、中小企業や政府機関、ヘルスケア企業、教育関連のクライアントにコンピューターやテクノロジー関連のサービスを提供する。セバーソン氏によると、売り上げの約 60% は経常的なものであることに加え、売り上げは情報技術関連経費の一般的な増加率以上のペースで継続的に成長している。「有力な卸売業者は、その業界内での武器商人のような存在だ」と同氏は語る。こうした企業は、ビジネスを円滑に運営したい企業から頼りとされている。

別の上位銘柄には、世界最大のスイミング・プール用品の卸売、プール・コーポレーション（POOL）がある。ファンドは同社を 2016 年に初めて保有銘柄に加えた。その翌年、オンライン小売り大手アマゾン・ドット・コム（AMZN）がプール事業に参入するという懸念により、プール・コーポレーションの株価は約 20% 下落して 100 ドルを切ったが、その際にファンドはポジションを拡大している。その後、投資家が、同社の規模や業者との太いパイプ、ビジネスの性質などから業界での揺るぎない存在感を認識したことで、株価は 185 ドルに上昇した。セバーソン氏は、保守と修理が同社の売り上げの半分以上を占めることを指摘し、「真夏にプールのポンプが壊れてしまったら、オーナーは直すために必要なことをするだろう」と述べる。

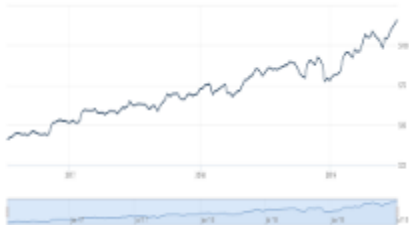
Baird MidCap Fund:Investor Dollar Tree Inc. (DLTR)



Euronet Worldwide Inc. (EFTT)



CDW Corp. (CDW)



Pool Corp. (POOL)



Amazon.com Inc. (AMZN)



チャートは 3 年

By SARAH MAX
(Source: Dow Jones)

4. The Trader 利下げ期待が続いて史上最高値を更新 本格化する業績発表が高値を支えることになりそう

【米国株式市場】

■ 3 指数が揃って史上最高値更新

奇妙な動きが市場を覆っている。良いニュースが悪いニュースとなり、悪いニュースが良いニュースになっているからだ。具体的には、7 月 5 日の 6 月の雇用統計を皮切りに、予想を上回る経済指標が発表された日に株価は下落し、米連邦準備制度理事会（FRB）が景気の不透明感や今後の問題について警告した時は上昇した。

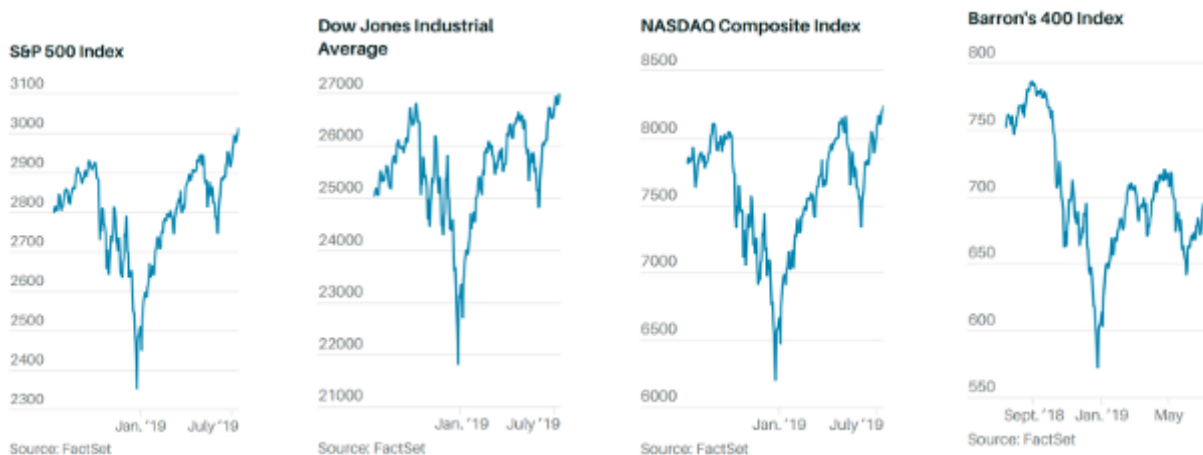
相場上昇の原動力は経済成長の後押しと株価上昇の継続につながる利下げの兆候だ。先週水曜日と木曜日の

議会証言で FRB のパウエル議長は、7 月 30、31 日に予定されている米連邦公開市場委員会 (FOMC) での利下げをほとんど約束した。パウエル議長は、いつまでも続く低インフレ、海外の経済指標の軟化、および盛り上がり欠ける企業の設備投資を緩和の理由として挙げた。

投資家はこれに対して、米国の大型株の指数を史上最高値に上昇させる反応を見せた。先週、S&P500 指数は 0.8% 上昇して 3013.77 となり、ダウ工業株 30 種平均は 1.5% 高の 2 万 7332 ドル 3 セントで引けた。ナスダック総合株価は 1.0% 上昇して 8244.14 となり、3 指数とも終値ベースで史上最高値を更新して引けた。一方、小型株のラッセル 2000 指数は 0.4% 安の 1570.00 で週末を迎えた。



確かに減速の兆しはあるものの、米国経済が金融政策からの支援をすぐに必要としているようには見えない。失業率は半世紀ぶりの低水準である 3.7% にとどまり、アトランタ連銀の GDP ナウは第 2 四半期の国内総生産 (GDP) の実質成長率を 1.4% と推定し、製造業の景況感指数は低下しているものの依然として景気拡大の領域にある。しかし、FRB は可能性のあるどんな嵐に対しても先回りしようとしているようだ。



■ しばらくは業績発表に注目

投資家は月末の利下げを確信しているようで、フェデラルファンド (FF) 金利の先物は 100% の利下げ確率を織り込んでいる。ただし、経済指標や FRB の政策面に関する新たな重要情報がなければ、これらのマクロ要因は、今後数週間は第 2 四半期の決算発表シーズンの本格化に合わせて投資家の視界の後ろにずれていきそうだ。

S&P500 指数採用銘柄で、今週は 56 社、翌週は 122 社、その次の週は 121 社が決算を発表する予定だ。第 1 四半期の 1 株当たり利益 (EPS) は前年同期比で 0.8% の増益となったが、第 2 四半期についての市場予想は同 2.7% の減益だ。

ただし S&P500 指数採用企業は決算発表で市場予想を上回る傾向がある。ファクトセットで利益予想を担当するシニア・アナリストのジョン・バターズ氏によると、過去 5 年間、実際の増益率は平均すると市場予想を 3.7% ポイント上回っていたという。つまり、第 2 四半期の実際の発表は、2018 年の 20% 増益には遠く及ばないものの、再び 1% 近く増益になる可能性があり、減益にはならないと思われる。

パッとしないこうした数字の裏側に明るい見通しがあるかもしれない。クレディ・スイスのチーフ米国株式ストラテジストであるジョナサン・ゴラブ氏は、S&P500 指数採用企業の増益率の中央値は、指数全体の増益率よりも 4% ポイント程度高いと指摘する。

電子機器製造のアップル (AAPL)、SNS 運営大手のフェイスブック (FB)、検索エンジン大手グーグルの親会社であるアルファベット (GOOGL)、および航空機製造のボーイング (BA) を含む S&P500 指数の中の大企業の問題が「第 2 四半期の業績全体のマイナス要因となりそうだ」とゴラブ氏は指摘する。同様に、エネルギー企業は原油価格の大幅下落の影響を受けるほか、金融セクターは金利低下から業績に対する圧力を感じる可能性がある。

FRB が米国経済について明らかに悲観的に見ている状況において、今回の決算発表シーズンで投資家が注目しているのは企業自身による将来の見通しかもしれない。企業による利益見通しや経営陣のコメントは、2019 年前半の利益の低迷が単に一時的なものだったのか、年後半に一段と低迷する前触れだったのかを投資家が判断する助けになる可能性がある。

■ ドイツ銀行の株式業務撤退の影響

ドイツ銀行 (DB) が従業員の 5 分の 1 近くを解雇するとの決定は、ウォール街にとっても憂慮すべきことだが、一方で同じくウォール街が恩恵を受けることにもなる。ドイツ銀行は 7 月 7 日に「抜本的な変革」として株式売買業務からの撤退を表明した。債券取引や投資銀行業務からは撤退しないものの、特に、エバーコア (EVR)、ジェフリーズ・フィナンシャル・グループ (JEF) およびパイパー・ジャフレー (PJC) のような小規模の競合他社にとっては良いニュースだろう。

遠い昔、トレーダーやアナリストは投資銀行部門から収入の一部を受け取ることができたが、ドットコムバブル後に投資銀行、株式売買およびリサーチの各部門を分離しなければならなくなって状況が変化した。その後、超高速のコンピューター取引は人間のトレーダーの必要性和手数料を減らした。つい最近では、欧州の規制当局によって株式売買とリサーチ部門の分離が余儀なくされ、両部門の収入減少につながった。あるアナリストは「20 年前の株の売買手数料は 1 株当たり 8 セントだったが、現在は 1 セントだけで、取引の全てが直接コンピューターに送られる」と語る。

ドイツ銀行の米国における資本市場業務 (株式売買、投資銀行業務、債券売買) の取引額は合計で約 100 億ドルであり、市場全体の 6% に相当する。ただし、JP モルガン・チェース (JPM)、ゴールドマン・サックス・グループ (GS)、モルガン・スタンレー (MS)、バンクオブアメリカ (BAC) およびシティグループ (C) の大手 5 社の合計は約 1 兆ドルであり、これら 5 社の市場でのシェアに影響することはないと思われる。

一方、エバーコア、ジェフリーズ、パイパー・ジャフレーに加えて、PJT パートナーズ (PJT) やラザード (LAZ) の場合、5 社合わせても取引額は約 130 億ドルであるため、各社にとってドイツ銀行のビジネスを奪うことは大きな意味を持つことになる。PJT とラザードは投資銀行業務で最もよく知られており、他社の業務はバランスが取れている。パイパー・ジャフレーは規模の拡大を通じたコスト削減に最も積極的に取り組んでいる。同社は 2 月に続いて 7 月 9 日にも買収計画を発表した。

株式関連業務の底入れに近いとの見方も出てきており、ドイツ銀行のニュースを受けてアナリストは、上記 5 社の中の 3 社の 2020 年の利益予想を平均で約 3% 引き上げた。中でもジェフリーズの上方修正が最も大きく、7% 近い利益予想の引き上げとなった。この結果、中小の証券会社の株価が割高でないと投資家は気付くことになりそう。ジェフリーズの 2020 年の予想株価収益率 (PER) は約 14 倍で過去の平均に対して 16% 割安な水準だ。一方、パイパー・ジャフレーの 2020 年の予想 PER は 10.5 倍で過去の平均と同様だが、上記 5 社全体の 2020 年予想 PER の平均は 11 倍で、過去の平均に対して 16% 割安な水準となっている。ちなみに、大手 5 社の 2019 年予想 PER は 9 倍だが、過去の平均に対して約 10% 割安な水準だ。

いずれにせよ、ウォール街には多くのブローカーがあり、勝者が出てくる可能性はあるが、ドイツ銀行がその一つになることはなさそう。

Apple Inc. (AAPL)



Facebook Inc. Cl A (FB)



Alphabet Inc. Cl A (GOOGL)



Boeing Co. (BA)



Evercore Inc. Cl A (EVR)



Jefferies Financial Group Inc. (JEF)



Piper Jaffray Cos.(PJC)



JPMorgan Chase & Co. (JPM)



Goldman Sachs Group Inc. (GS)



Morgan Stanley (MS)



Bank of America Corp. (BAC)



Citigroup Inc. (C)



PJT Partners Inc. (PJT)



Lazard Ltd.(LAZ)



チャートは3年

By NICHOLAS JASINSKI
and AL ROOT
(Source: Dow Jones)

5. Amazon's Private Labels Are Taking Over 市場支配

【アマゾン】

アマゾン 1 強体制への批判はあるが、投資家は小売事業の優位性と他事業の展開に期待

■ プライベートブランドによる中小つぶしは本当か

アマゾン・ドット・コム (AMZN) は、7 月 15 日と 16 日にプライムデーと呼ばれるバーゲンセールを開催する。筆者はそこである小規模ブランドの商品を狙っている。具体的には、アマゾンベーシックが販売している廉価なノートパソコンケースだ。



小規模といっても、アマゾンが展開する 100 以上の自社ブランドの一つであるアマゾンベーシックは、ここ 10 年で電池やケーブルのような収益率の高い握りの商品群から、浴室の蛇口や拳銃用の指紋ロックといった、ベーシックとは呼べないような数千の商品にまでラインナップを拡大している。

来年の米国大統領選に向けて民主党の 2 番手候補につけているエリザベス・ウォーレン上院議員は、アマゾンは競争をつぶしにかかっており、解体しなければならないと 4 月にツイートした。「アマゾンは収集したデータを利用して、アマゾンマーケットプレイスで売られている中小企業の商品を模倣し、自社ブランド版を販売している」と同議員は主張している。

これを受けてアマゾンは、「プライベートブランドの商品を発売するために個別の事業者のデータは使用していないし、プライベートブランドは売上高の約 1%を占めるにすぎない」と反論している。

アマゾンは本誌に対し、この反論は総売上高に言及しており、1%には「365」ブランドを有するホールフーズ・マーケットが含まれるが、自社ブランドの電子機器（音声アシスタントのエコー、セットトップボックスのファイアー、動画付きドアチャイムのリングなど）は含まれないと語った。同社は、これらの製品は他店でも購入可能である点を指摘している。プライベートブランドの商品は、ホールフーズの売上高の推計 15%を占める。電子機器の売上高は、アマゾンが保有するほかの自社ブランドの売上高を大きく上回る。

投資銀行のサントラスト・ロビンソン・ハンフリーでアナリストを務めるユセフ・スクアリ氏は、電子機器を含むプライベートブランド商品は、今年アマゾンに総売上高の 5.6%に当たる 156 億ドルをもたらすと予測している。ホールフーズを除いた予測は、昨年から 40%増の 120 億ドルだ。スクアリ氏は、ホールフーズを含むアマゾンのプライベートブランド事業が 2022 年までに売上高の 7%に当たる 310 億ドルに達すると予測している。一方、小売り大手メイシーズ (M) のプライベートブランド売上高は全体の 20%、コストコ・ホールセール (COST) では 25%、コーلز (KSS) は半分近くと推定されている。

ウォーレン議員は、アマゾンが中小企業を犠牲にしていると主張する。これは同議員の支持集めには有効な主張だが、アマゾンの事業計画としては疑問が残る。プライベートブランドが最もうまくいくのは、それなりの回転率があり収益性が極めて高い商品群においてである。プライベートブランドの存在は、そのカテゴリで中小企業ではなく消費者が犠牲になっていたことの表れだ。例えば HDMI ケーブルの値段は、10 年前は 30 ドルだったが、現在は 7 ドルで買うことができる。

■ 低リスクで展開するエクスクルーシブアイテム

アマゾンには、小売業で儲ける道がもう一つある。プライムデーに独占予約注文を開始するレディー・ガガの化粧品ライン、ハウスラボラトリーズをはじめ、アイコニックス・ブランド (ICON) 傘下のスターターのショートパンツ、ペリゴ (PRGO) 製の抗アレルギー薬グッドセンスなど、各種のエクスクルーシブアイテムだ。市場調査会社ガートナーでアマゾンを担当するオウエイズ・カジ氏は、「エクスクルーシブはアマゾ

ンにとって、プライベートブランド以上に有効だ」と述べる。同氏によると、エクスクルーシブアイテムはアマゾンが開発の負担や規制リスクを抑えつつ製品のギャップを埋める方法となっている。

ウォーレン議員の懸念も分かるが、筆者としてはアマゾンにやりたいようにやらせて何が起こるか見れば良いと思う。その結果として小売価格が下がる可能性は高いし、甚大な社会的損失が起こることはないだろうと考えている。

■ 事業構成のシフトで利益率向上へ

アマゾンの投資家にとって、利益率の高いエクスクルーシブアイテムへの移行以上に注目すべきは、クラウドコンピューティングやマーケティングにおける展開かもしれない。サントラストのスクアリ氏は、今後 5 年間のアマゾンの事業別売上高成長率を小売事業で年率 13%、アマゾンウェブサービスで同 30%、広告事業で同 35%と予想している。

RBC キャピタル・マーケットズのマーク・マヘイニー氏は、このような事業構成の変化によって、アマゾンの利益率は昨年の 5%からいずれ 10%台半ば〜20%に達する可能性があると考えている。アナリストによるアマゾンのフリーキャッシュフローの長期予測を見ると、平均で 2023 年に 900 億ドルを突破すると予想されている。昨年の 200 億ドル弱、今年の 300 億ドルを大きく超え、マイクロソフト (MSFT) やアップル (AAPL) をはじめ他社を圧倒する規模だ。

彼らが正しいとすれば、アマゾンの株価は 2023 年の 1 株当たりフリーキャッシュフローのわずか 11 倍と、プライムデー並みのお得な買い物になっている。

Amazon.com Inc. (AMZN)



Macy's Inc. (M)



Costco Wholesale Corp. (COST)



Kohl's Corp. (KSS)



Iconix Brand Group Inc. (ICON)



Perrigo Co. PLC (PRGO)



Microsoft Corp. (MSFT)



Apple Inc. (AAPL)



チャートは 3 年

By JACK HOUGH
(Source: Dow Jones)

6. New Structure for Active ETFs アクティブ ETF の新たな仕組み 【上場投資信託】 ファンドマネジャー、投資家、規制当局の要求を満たす「シールドアルファ」

■ アクティブ運用 ETF のジレンマ

理想的なアクティブ運用の上場投資信託（ETF）を作ろうとする試みは、独特の難問に直面している。ETF の投資家は、ポートフォリオの銘柄とそれぞれの金額（ウェイト）を正確に把握することができるという透明性を好んでいる。一方、アクティブ運用のファンドマネジャーの多くは、とっておきの運用アイデアを競合相手に盗まれないよう、ファンド内容を開示しないことを好む。



このため、今年 4 月に米証券取引委員会（SEC）が資産運用会社プレシディアン・インベストメンツの透明性のない ETF の仕組みを初めて承認した際は大きな騒ぎとなった。アメリカン・センチュリー、ブラックロック（BLK）、キャピタル・グループ、JP モルガン・チェース（JPM）、レグ・メイソン（LM）などの大手運用会社は、将来の ETF の立ち上げに向けて既にこの仕組みのライセンスを取得している。一方、フィデリティと T.ロウ・プライス（TROW）は、不透明なアクティブ ETF について独自の SEC 申請を行っている。

■ ブルートラクターによる独自のアクティブ運用の仕組み（シールドアルファ）

とはいえ、運用の中身が完全に不透明なアクティブ運用 ETF を理想的といえるのだろうか。「透明性は今日の ETF 市場の成功にとって要となる部分である」と、金融テクノロジー企業であるブルートラクターグループの共同設立者であるサイモン・グーレ氏は述べている。同社は「シールドアルファ」と呼ばれる独自のアクティブ運用 ETF の仕組みについて SEC の認可を求めている。シールドアルファを使えば、投資家は何を保有しているのかを知ることができ、マーケットメーカーと指定参加者は、ETF 保有銘柄のバスケットが組成・償還される際に彼らがヘッジしているリスクを理解することができる」と同氏は述べる。

通常の ETF の中身が透明で、プレシディアンのものが不透明であるならば、ブルートラクターのシールドアルファの仕組みは半透明と呼ぶべきものであろう。シールドアルファ採用の ETF は、保有銘柄は日次で開示するが、正確な金額（ウェイト）は開示しない。この妥協策は、ファンドマネジャーと投資家にとって価値あるものと思われる。つまり、投資家がポートフォリオの中身を把握する一方で、ファンドマネジャーは株式や債券のポジションの調整を投資家に知られることなく行えるので、競合他社の「フロントランニング」（競合他社が先回りして ETF の証券を売買すること）の可能性を減らすことができる。

具体的には、シールドアルファ採用の ETF は株式ポートフォリオを日次で公開し、一定の制限は付けるがコンピューターアルゴリズムを使って無作為にポートフォリオ資産の配分比率を変える。実際のポートフォリオとコンピューターで組成された公開ポートフォリオは、資産配分比率が常に少なくとも 90%以上重複するようになっており、ファンドマネジャーには投資家に気付かれずにポートフォリオに変更を加える余地ができ、マーケットメーカーには ETF の株式のバスケットを組成・償還するのに十分な情報が提供される。

■ 開示は不透明だが解析可能なプレシディアンの ETF

皮肉なことに、プレシディアンの ETF ポートフォリオはファンドマネジャーが期待するほどの機密性はないかもしれない。同社の ETF のポートフォリオは 1 日を通して値付けされるので、ポートフォリオを数理解析するのに必要な大量の情報がフロントランニングをもくろむ業者に提供されている。「SEC の経済・リスク分析部門とブルートラクターは、プレシディアンのポートフォリオを極めて容易に解析することに成功した」とブルートラクターの創業者であるテリー・ノーマンは言う。「用いたのは、実際のポートフォリオの中身に基づいて 1 秒ごとに決められる価格だ。毎日 23400 秒（6.5 時間）に相当する 23400 の観測値が得られる。これは、ポートフォリオの解析を試みる側にとって実に大きなデータ量である」。

これとは対照的に、ブルートラクターのシールドアルファの仕組みでは、ポートフォリオの確定価格は各取引日の終わりに一つしか提供されないため、ポートフォリオの解析が難しくなっている。一方、ポートフォリオの推定価格は 1 日を通してコンピューターアルゴリズムに基づいて生成されるため、フロントランニングをもくろむ業者は二の足を踏むだろう。

今のところ、プレシディアンは SEC の承認を得たことで先行者利益を得ている。多くの場合、運用資産を獲得するにはそれで十分だ。たとえ別のファンドマネジャーがより優れた商品を作ったとしても。

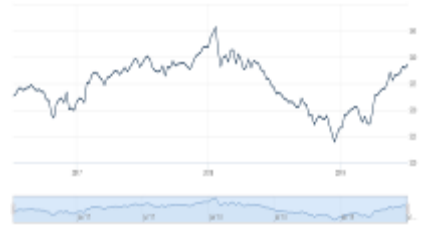
BlackRock Inc. (BLK)



JPMorgan Chase & Co. (JPM)



Legg Mason Inc. (LM)



T. Rowe Price Group Inc. (TROW)



チャートは 3 年

By LEWIS BRAHAM
(Source: Dow Jones)

7. Up And Down Wall Street 来る利下げに向けた投資先 分配金利回りが高いクローズドエンド型ファンド

【コラム】

■ 中央銀行が相場を操作

米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長による 10 日の議会証言は、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を引き下げること認めたのも同然だった。利下げは大方の市場の予想通り、0.25%ポイントの幅で今月末から行われる可能性が高い。利下げによって FRB の政策金利は引き下げられるが、現在の 2.25~2.50% も決して高いとは言えない。

パウエル議長の証言よりも前に注目を集めたのが、B ライリー FBR のチーフグローバル債券ストラテジスト、マーク・グラント氏による顧客向けレターである。同氏は今や「債券自警団」に代わって中央銀行が市場の「警察」となったと語る。このことが過去最大の 13 兆ドルに上るマイナス利回りの債券と、25 兆ドルのインフレ率を下回る利回りの債券を生み出したという。



さらにグラント氏は、中央銀行の独立性というのは「まやかし」で、中央銀行は政府の下僕であると主張する。だからこそ、不人気の増税を行わずに予算や社会保障プログラムの資金を調達するため、金融緩和で借り入れコストを引き下げるといふ。同氏の主張によれば、債券利回りは「史上空前の規模の政府介入」によって今後も低水準にとどまり、相場は金融危機から現在に至るまで人為的に操作されている。

グラント氏は、債務者は借り入れコストの低下によって恩恵を受けたが、年金基金などの貯蓄者は損害を被

ったという。こうした貯蓄者は、債券利回りがマイナスでは将来の支払義務を履行することができない。特に資産の年間リターンを 7.5%に想定していればなおさらである。この結果、不動産や株式といった高リスク資産への投資を余儀なくされるとみられる。

投資家は中央銀行が生み出したマネーの波に乗っている。もちろん、資産インフレという不正操作されたゲームに参加するには富が必要だ。参加できなければ取り残され、格差によるギャップが一段と拡大する。映画「ゴッドファーザー PART II」でハイマン・ロスが言った通り、「これが俺たちの選んだ仕事だ」。好むと好まざるとにかかわらず、このゲームにどう対応するかは投資家に委ねられている。

グラント氏は、顧客の機関投資家のために、守りと攻撃の両面でゲームに参加している（コンプライアンス上の理由により、具体的な銘柄は明らかにできない）。守りとしては、満期が 5～10 年の投資適格社債への投資を続けている。刺激的な投資先ではないが、約 4.25%の利回りを確保できる。攻撃の面では、年間リターンが 10%を上回る毎月分配型のクローズドエンド型ファンドを選好する。分配金を再投資すれば複利効果によってリターンが大幅に向上するほか、投資家の希望によっては定期的な収入とすることもできる。

■ 個別のクローズドエンド型ファンドを紹介

こうしたファンドが高リターンであるのはレバレッジによる。しかし、利下げによって債務コストの上昇リスクは大幅に低下するとみられる。もちろん、ファンドの裏付けとなる資産は弱気相場で損失を被る可能性がある。ノーリスクで 10%台の分配金利回りを上げることは不可能だ。それでも、高利回りのクローズドエンド型ファンドをポートフォリオに組み入れているという専門家は少なくない。先週のコラムでも指摘した通り、高水準のインカム収入は割高な債券のみによって得られるとは限らない。

幾つか興味深いファンドを紹介する。テクラ・ワールド・ヘルスケア（THW）は、過去最長の強気相場で人気がない銘柄グループを代表する存在だ。クローズドエンド型ファンドの情報サイトである CEF コネクトによれば、11 日の取引終了時点で分配金利回りは 10.89%、純資産価額（NAV）に対して 7.90%のディスカウントだった。

ガムコ・グローバル・ゴールド・ナチュラル・リソース&インカム・トラスト（GGN）も出遅れていたが、最近では中央銀行の緩和姿勢により金が再浮上したことで状況が変わった。金そのものとは異なり、このファンドは 12.99%の分配金利回りを生む。ただし、NAV に対しては 3.13%のプレミアムとなっている。コーヘン&スティアーズ MLP インカム・アンド・エナジー・オポチュニティ（MIE）も出遅れ組だが、分配金利回りは 9.43%だ。NAV に対しては 4.59%のディスカウントである。

AGIC コンバーチブル&インカム（NCV）は、年初来の上昇相場にもかかわらずほぼ横ばいで推移しており、NAV に対するプレミアムは 1.97%まで縮小した。分配金利回りは 11.09%である。ボヤ・グローバル・エクイティ・ディビデンド・アンド・プレミアム・オポチュニティ（IGD）は、世界の優良株に対するエクスポージャーをオプション戦略とともに提供する。分配金利回りは 11.32%、NAV に対しては 6.74%のディスカウントとなっている。

グラント氏は、高格付け債券とクローズドエンド型ファンドに資産を均等に配分し、約 7.5%のリターンを目指している。このリターンは、最近 3000 まで上昇し、2～3 年以内に 3500 を付けるとみられる S&P500 指数とほぼ同等である。不正操作されたゲームに参加する方法としては、こちらの方が簡単そうだ。

Tekla World Healthcare Fund (THW)



GAMCO Global Gold Natural Resources & Income Trust (GGN)



Cohen & Steers MLP Income & Energy Opportunity Fund Inc. (MIE)



AllianzGI Convertible & Income Fund (NCV)



Voya Global Equity Dividend & Premium Opportunity Fund (IGD)



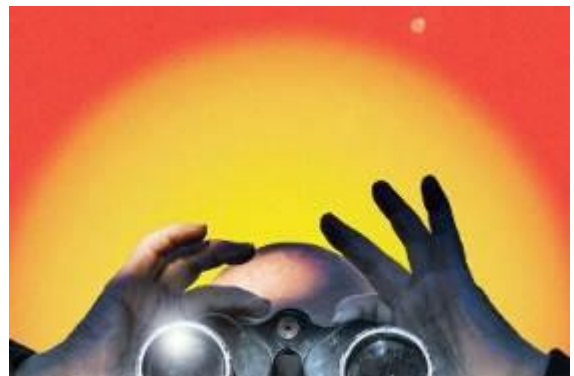
チャートは3年

By RANDALL W. FORSYTH
(Source: Dow Jones)

8. A Better Way to Use Data and Play Emerging-Market Stocks データ活用【新興国市場】 新興国市場でもスマートベータは有効か

■ アウトパフォームにもかかわらず

株式投資家は少なくとも 20 年前から、低バリュエーションや低ボラティリティといったファクターが、より大きなリターンをもたらすことを承知している。規則的な投資戦略を駆使する上場投資信託 (ETF)、いわゆる「スマートベータ ETF」が米国と欧州で急増しているが、新興国市場では、まだそのような状況は見られない。それ相応の理由があつてのことだが、投資家はその機会を逃すべきではない。



モーニングスターのデータによると、運用資産の大半を先進国に投資するスマートベータ ETF の数は、新興国に投資するタイプの 10 倍に達する。資産規模にはさらに大きな開きがあり、前者は 6 月末の時点で 2 兆 5000 億ドルを超えている一方、後者は 350 億ドルにとどまっている。

新興国市場ではファクター投資が機能しない、というのが理由ではない。オランダの資産運用会社ロベコが 2018 年に行った調査によると、1988 年から 2017 年までの期間の MSCI 新興国市場指数全体のリターンが年率 11.4% だったのに対し、同指数構成銘柄中のバリュー株とモメンタム株を選好するポートフォリオのリターンは 16.7% だったという。このパフォーマンスの差は、先進国市場の指数で同様の比較をした場合よりも大きい、それは意外なことではない。人間のバイアスに乗じるクオンツ戦略は、比較的に情報格差が大きく市場の効率性が低い新興国市場において、より有効であるという意見もある。

■ 新興国市場におけるファクター投資

中国の A 株を例にとると、2018 年の上海証券取引所の資料によると、2017 年の A 株の売買高に占める個人投資家の割合は 80% に達したが、彼らが得た利益は全体の 10% にすぎないという。その理由について、ニューバーガー・バーマンのポートフォリオマネジャー、ピン・ゾウ氏は、「これらの投資家の大半はトレンドフォロワーで、割高で上昇基調にある大型株を必要以上に頻繁に売買し、考え得る最悪の行動を取ろうとしているかのようだ」と 6 月のリサーチレポートで述べている。

このような群衆行動は、クオンツ投資家に多くの機会を与える。小規模な割安銘柄というファクターに対する人々の認識が高まるにつれ、米国内で利益を上げられる可能性は低下したが、中国では、こうしたファクターへの投資は、過去 10 年間にわたり良好なパフォーマンスを示してきた、とゾウ氏は指摘する。

ファクター投資が新興国市場でそれほどうまく機能するなら、なぜ人々は傍観しているのだろうか。近年、新興国市場全般が先進国市場に対してアンダーパフォームとなっている事実が一つの理由かもしれない。加えて、アクティブ運用のファンドマネジャーが新興国で好調なパフォーマンスを上げているため、米国内のようにボトムアップ型の銘柄選択からの転換を図る必要性が高いわけではない。「アクティブ運用戦略を捨てるほどの強力なカタリストはない」と、SPDR アメリカズ・リサーチの責任者、マット・バルトリーニ氏は述べている。

■ 克服すべき課題

もう一つの懸念材料は流動性かもしれない。新興国のような小規模市場では、買い手や売り手の不足により買値と売値に大きな開きが残る可能性がある。株価のスプレッドが縮小するまで待つことができる投資家もいるが、ファクターETFにはそのような選択肢はなく、年に何回か、特定の日のリバランスが必要とされるため、リターンが低下する可能性がある。

最も深刻なのは、新興国市場における不正会計やデータの質に対する懸念かもしれない。これは、数字の分析に完全に依存するクオンツ戦略にとっては重大なリスクである。ロベコのポートフォリオマネジャー、ヤン・シツ・モセラル氏は、市場の動向によって決まるべき株価が、インサイダーや政府の干渉によって操作される恐れがあると指摘する。欧州最大級の新興国市場クオンツ・ファンドを運用する同社では、上海を拠点として現地調査を行っているが、データの信頼性が原因で、投資ユニバースから多くの銘柄が除外されるという。

それでも、ほとんどのクオンツ・ファンドはポートフォリオの分散化を図っているため、個別銘柄の問題はパフォーマンスに大きな影響を与えなくなっている。ファクター投資の長期的なメリットは有効だ。ファクターを理解する投資家が増えるにつれ、新興国市場はスマートベータ戦略の次なる主戦場となりそうだ。

By EVIE LIU
(Source: Dow Jones)

9. Prudential Is a Dividend Powerhouse 配当マシン プルデンシャル 【インカム投資】 潤沢なキャッシュフローに支えられ増配を続ける

■ 高配当利回りと着実な増配

生命保険業を中核とする米金融持株会社プルデンシャル・ファイナンシャル（PRU）は、近年の株価が低迷していた時期でさえ、その 4%を超える配当利回りと安定した増配実績が投資家にとっては大きな魅力だった。今年に入ってから株価のパフォーマンスも良好で、S&P500 指数の上昇率約 20%に対し、27%上昇している。同社の株価は現在 100 ドル前後で推移しているが、その配当利回りは 4%前後と、引き続き極めて魅力的であり、S&P500 指数の平均配当利回り 1.9%を大きく上回っている。



同社はニュージャージー州ニューアークに本拠を置き、アクティブ運用を中心とする 1 兆 2000 億ドルの資産運用部門、日本における生命保険販売が中心となる海外の保険事業、および、さまざまな保険商品や年金

商品を米国で販売する部門の三つの主要事業から構成されている。プルデンシャルの取締役会は 2 月に、四半期配当を 1 株当たり 90 セントから 11% 増加させ 1.00 ドルにすると発表した。2018 年初頭にも 75 セントから 90 セントに 20% 増配している。同社も減配に無縁だったわけではなく、2008 年の金融危機の際には年間の配当支払額を 1 株当たり 1.15 ドルから 58 セントに半減させた。しかし翌年には 21% 引き上げ、年 70 セントまで戻し、近年は着実に増配を続けている。

■ 潤沢なキャッシュフローと株主還元政策

「われわれは利益の成長に沿った、一貫性があり安定した配当政策が重要と考えている」とプルデンシャルの最高財務責任者（CIO）であるケネス・タンジ氏は本誌に語った。また同社副会長のロバート・ファルゾン氏は「配当は不可侵だ。金融危機の場合を除き、これに触りたくない」と述べた。自社株買いを四半期ごとに増減させることはできるが、減配はどんなものであれ、市場から悪いシグナルとして受け取られるからだ。

タンジ氏によると、プルデンシャルの事業は収益性が高く、多角化され、環境の変化に対しても抵抗力がある。同社のフリーキャッシュフローは現在、税引後利益の約 65% に相当し、事業の成長のために必要な資金を上回っているため、この余剰キャッシュを配当や自社株買いを通じた株主還元を活用できる。昨年、プルデンシャルは約 15 億 3000 万ドルの普通株配当を実施したほか、ほぼ同額の 15 億ドルを自社株買いに充てている。

金融データ・ソフトウェア会社のファクトセット・リサーチ・システムズによれば、プルデンシャルの 1 株当たり利益（EPS）は、今年度は 12.67 ドル（前年比 8% 増）、2020 年は 13.84 ドル（同 9% 増）に増加すると見込まれる。

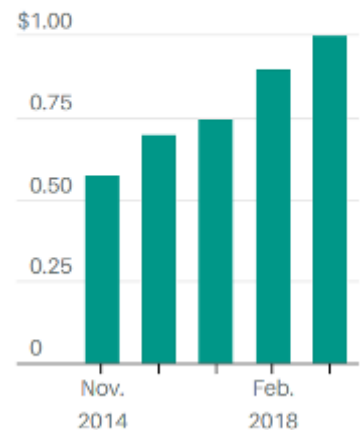
■ 今後の成長と株主還元のバランス

プルデンシャルはまた、潤沢なキャッシュフローを活用し企業買収を行うこともできる。例えば 2011 年には、AIG スター生命保険および AIG エジソン生命保険を 48 億ドルで買収し、うち約 42 億ドルは現金で支払っている。プルデンシャルは目標としては、フリーキャッシュの約半分に配当に、残額は自社株買いか、適切な案件があれば、その買収資金に充てることとしている。

インカム重視の投資家にとって、プルデンシャルの利回りは、現在も十分魅力的だ。しかし、株価が配当を上回る速度で上昇を続けると、配当利回りは低下し続けることになる。タンジ氏によれば「配当を好む投資家もいれば、1 株当たり利益（EPS）の成長を重視する投資家もいるが、プルデンシャルは、そのバランスを取って幅広い投資家にアピールすることを目指している」とのことだ。プルデンシャルの株価は今年好調に推移しているが、投資家を引き留めておくのに十分な配当を支払っていると言えよう。

Steady Growth

Prudential has regularly boosted its quarterly dividend, most recently to \$1.00 a share.



Source: Bloomberg

Prudential Financial Inc. (PRU)



チャートは 3 年

By LAWRENCE C. STRAUSS
(Source: Dow Jones)

10. Preview 今週の予定

【経済関連スケジュール】

HBO マックスが動画配信サービスに参入、Netflix に追随

■ タイム・ワーナーを買収後、AT&T による初の大きな取り組み

通信大手 AT&T (T) は先週、傘下のケーブルテレビ放送局 HBO から、新たな視聴者向け動画配信サービスである HBO マックスの立ち上げを発表した。HBO マックスは 2020 年春にスタートし、HBO 以外にワーナーブラザーズ、DC エンターテインメント、CNN、TNT、カートゥーンネットワーク、アダルトスイムなど、ワーナーメディアが所有するコンテンツを 1 万時間提供する予定である。AT&T が 1040 億ドル（負債を含む）でタイム・ワーナーを買収して以来、これが初めての大きな取り組みとなる。



HBO マックスの視聴料は、同じく HBO が展開する動画配信サービスの HBO ナウの月額 14 ドル 99 セントを上回り、業界最高水準となりそうだ。動画配信大手 Netflix (NFLX) の一番人気のプランが月額 12 ドル 99 セント、娯楽・メディア大手ウォルト・ディズニー (DIS) が展開するディズニー・プラス（11 月にサービス開始）が月額 6 ドル 99 セントの設定である。

このようなプレミアム価格は、HBO マックスが提供する、1990 年代のコメディドラマ「フレンズ」などのコンテンツをアピールするための大きな賭けと言える。「フレンズ」は現在 Netflix から配信されており、2018 年の視聴率で第 2 位であった（2020 年春からは HBO マックスが独占配信）。だが、このニュースに対し、Netflix の投資家は楽観的のようだ。先週火曜日、Netflix の株価は 1% 上昇した。一方で、AT&T の株価は 0.6% 下落している。Netflix の株価は、配信を開始したばかりの「ストレンジャー・シングス」シーズン 3 が、記録的な視聴回数となったことも反映している。「フレンズ」が Netflix から姿を消した後は、これらのオリジナル・コンテンツの重要性が高まる。

HBO マックスの参入により、視聴者向け動画配信サービス市場は、ますます競争が激化する。各社のブランドを並べると、AT&T の HBO マックス、ウォルト・ディズニーのディズニー・プラスと ESPN プラス、アップル (AAPL) のアップル TV、大手マスメディアの CBS (CBS) の CBS オールアクセスなどである。動画配信サービスが細分化するにつれ、各社は視聴者に対して、自社が「あらゆる他社を上回り、ほぼ全てのコンテンツを網羅している」とアピールすることが必要になる。

By NICHOLAS JASINSKI

■ 今週の予定

7 月 15 日（月）

- ・ 輸送業持ち株会社の J.B.ハント・トランスポート・サービスズ (JBHT) が四半期決算発表。
- ・ ニューヨーク連銀が 7 月の製造業景気指数を発表。エコノミストは、2016 年 10 月以来最低となった 6 月のマイナス 8.6 から、2.5 への上昇を予想。
- ・ 中国で 2019 年度第 2 四半期の国内総生産 (GDP) 成長率発表。6.2% となる見込み（第 1 四半期は 6.4%）。
- ・ 4 大金融グループを皮切りに、今週から決算発表シーズンが開始。最初は 15 日の取引開始前にシティグループ (C) が第 2 四半期決算を発表。

7 月 16 日（火）

- ・ 鉄道大手 CSX (CSX)、金融大手ゴールドマン・サックス・グループ (GS)、金融大手 JP モルガン・チェース (JPM)、ヘルスケア製品のジョンソン・エンド・ジョンソン (J&J、ティッカーは JNJ)、航空大手ユナイテッド・コンチネンタル・ホールディングス (UAL)、金融大手ウェルズ・ファーゴ (WFC) が四半期決算発表。

- ・ 酒類大手コンステレーション・ブランズ (STZ)、衣料製品製造・販売の VF (VFC) が年次株主総会開催。
- ・ 6 月の小売売上高発表。前月比 0.2%増の 5200 億ドル程度となる見込み (5 月は 0.5%増)。自動車を除いた数値は 0.1%増を予想 (5 月は 0.5%増)。
- ・ 全米住宅建設業協会 (NAHB) が 7 月の住宅市場指数を発表。コンセンサスは 65 を予想 (6 月は 64)。

7 月 17 日 (水)

- ・ 医薬品・医療機器大手アボット・ラボラトリーズ (ABT)、オランダの半導体製造装置メーカーASML ホールディング (ASML)、金融大手バンク・オブ・アメリカ (BAC)、大手金融サービス会社バンク・オブ・ニューヨーク・メロン (BK)、無線通信インフラ運営・リースのクラウン・キャッスル・インターナショナル (CCI)、オークションサイト運営のイーベイ (EBAY)、動画配信大手ネットフリックス、金融持ち株会社 PNC ファイナンシャル・サービスズ・グループ (PNC)、不動産投資信託 (REIT) の SL グリーン・リアルティ (SLG)、建設設備レンタル会社のユナイテッド・レンタルズ (URI)、銀行持ち株会社 U.S.バンコプ (USB) が四半期決算発表。
- ・ 6 月の住宅着工件数と住宅着工許可件数が発表。住宅着工件数は季節調整済み年率換算で 126 万戸、住宅着工許可件数は同 130 万戸と、いずれも 5 月とほぼ同水準となる見込み。

7 月 18 日 (木)

- ・ 投資会社ブラックストーン・グループ (BX)、金融サービス持ち株会社キャピタル・ワン・ファイナンシャル (COF)、ペット関連商品のオンライン販売企業 Chewy (CHWY)、産業機器メーカーのダナハー (DHR)、大手総合テクノロジー企業ハネウェル・インターナショナル (HON)、医療ロボットのインテュイティブ・サージカル (ISRG)、ソフトウェア大手マイクロソフト (MSFT)、金融大手モルガン・スタンレー (MS)、たばこ製造・販売のフィリップ・モリス・インターナショナル (PM)、ドイツのソフトウェア企業 SAP (SAP.ドイツ)、半導体メーカーの台湾積体回路製造 (TSMC、ティックャーは TSM)、医療保険会社ユナイテッドヘルス・グループ (UNH) が四半期決算についてコンファレンスコール開催。
- ・ コンファレンス・ボードが 6 月の景気先行指数を発表。エコノミストは、0.1%上昇の 112 を予想 (5 月は前月比変わらず)。
- ・ 7 月のフィラデルフィア連銀製造業景況指数発表。コンセンサス予想は 5 (6 月は 0.3)。
- ・ セントラルバンク・リサーチ・アソシエーション (CEBRA) が、3 日間にわたりニューヨークで年次ミーティング開催。ニューヨーク連銀のウィリアムズ総裁、日銀の黒田総裁などが講演の予定。

7 月 19 日 (金)

- ・ 金融総合サービス大手アメリカン・エクスプレス (AXP)、投資運用会社ブラックロック (BLK)、金融グループのシチズンズ・ファイナンシャル・グループ (CFG)、鉄道持ち株会社カンザスシティ・サザン (KSU)、油田サービス大手シュルンベルジェ (SLB)、金融大手ステート・ストリート (STT) が四半期決算を発表。
- ・ 7 月のミシガン大学消費者信頼感指数発表。6 月と同水準の 98.2 となる見込み。
- ・ ディスカウント証券会社チャールズ・シュワブ (SCHW) がコンファレンスコールを開催し、今後の経営戦略について説明。ウォルト・ベッティンガー最高経営責任者 (CEO) が参加の予定。

AT&T Inc. (T)



Netflix Inc. (NFLX)



Walt Disney Co. (DIS)



Apple Inc. (AAPL)



CBS Corp. Cl B (CBS)



チャートは3年

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

2019 年 特集記事年間予定表

Special News Reports

January

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

February

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

March

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

April

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

May

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

June

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

July

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

August

5 ETF Feature
19 Technology

September

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

October

7 Fund Quarterly
14 ETF Feature
21 Big Money Poll

November

4 ETF Feature
11 Technology

December

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



THIS WEEK'S MAGAZINE

BARRON'S COVER

1. 2019 Midyear Roundtable: Where to Find Value Now
Our Roundtable experts serve up 21 investment picks, from Nvidia and MGM Resorts to Eli Lilly and Morgan Stanley

FEATURE

50 Years After the Moon Landing, the Space Economy Is Starting to Take Shape
Plans by Richard Branson's Virgin Galactic to go public highlights a push by companies into space tourism and satellites.

BARRON'S ROUNDTABLE

1. 2018 Midyear Roundtable Report Card
Here's a look at the performance of our experts July 2018 stock picks

FEATURE

2. Expedia Is a Stock Worth Booking
The online travel company has a strong core business even as it faces challenges from both Airbnb and Google.

MUTUAL FUND PROFILE

3. A Mutual Fund That Succeeds by Taking the Emotion Out of Investing
Chuck Severson and Ken Hemauer of the \$2.1 billion Baird MidCap fund rely on written guidelines to make sure they don't stray from their focus on high-quality stocks with good earnings growth potential.

THE TRADER

4. Stocks Hit Record Highs, but Earnings Await

TRADER EXTRA

5 Brokerage Stocks That Could Benefit From the Deutsche Bank Debacle
The giant bank can no longer make money executing stock trades for professional money managers. It's a sign the business of Wall Street has changed. So who wins in the aftermath?

STREETWISE

5. Amazon's Private Labels Are Taking Over, Warns Elizabeth Warren. Here's Hoping She's Right.

FUNDS

6. A New Structure for Active ETFs Could Satisfy Managers, Investors, and Regulators

TECHNOLOGY TRADER

New Moonshots From a Silicon Valley Pioneer

THE ECONOMY

How to Make the Monetary System Safer

UP AND DOWN WALL STREET

7. How to Play the Coming Rate Cut

COMMODITIES CORNER

Platinum Has Missed the Precious-Metal Rally. Now May Be Its Time to Shine.

FACTOR INVESTING

8. 'Smart-Beta' Funds Haven't Taken Off in Emerging Markets. Don't Count Them Out.

INCOME INVESTING

9. Prudential Is a Dividend Powerhouse

EMERGING MARKETS

Facebook's Libra Could Be Rocket Fuel in Emerging Markets

REVIEW

What Killed the VW Beetle? One Villain: Americans' Love of Light Trucks

MARKET WATCH

Improving Markets Remain Uneasy

RESEARCH REPORTS

Make Friends With PayPal

MAILBAG

Readers' Views on Pay-to-Play Perils and Interest Rates

13D FILINGS

Sachem Head Capital Says A Split-Up Eagle Will Fly

FOLLOW UP

It's Time To Trim Lennox, Even Though Air Conditioning is Hot

PREVIEW

10. HBO Max Joins Growing Mob of Streaming Services Chasing Netflix

『バロonz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onz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onz拾い読み』 (2019 年 7 月 15 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