

## THIS WEEK'S MAGAZINE Week of July 22

1. **The Biggest Investing Bet on Tech Is Cheap** 割安なハイテク投資→ P.2 【ソフトバンク】  
ソフトバンクグループへの投資は未来の技術に対する最大の賭け
2. **FedEx Ups Its Game as E-Commerce Grows** e コマースの波に乗る→ P.7 【フェデックス】  
アマゾンをしり目に事業の拡大を進めるフェデックス
3. **Time to Aim Higher on Target's Stock** ターゲット株は上昇の期待大→ P.8 【小売り銘柄】  
閉店ラッシュの中、勝ち組となる小売り大手の秘訣とは
4. **A Top Health Sciences Investor Likes Now** ヘルス・サイエンス銘柄→ P.10 【インタビュー】  
トップ投資家はロシュ、サーモ・フィッシャー、ノボキアなどを選好
5. **The Trader** 株価指数は高値更新の後、狭いレンジで推移→ P.12 【米国株式市場】  
月末の FOMC までは個別銘柄の業績発表が注目される展開か
6. **Here's Why Netflix's Problems Have Only Just Begun** ネットフリックス→ P.15 【ハイテク】  
値上げの影響で米国の契約者数が減少、競争激化を背景としたコンテンツ不足が深刻化
7. **Up And Down Wall Street** 株式が依然最高→ P.17 【コラム】  
株式が最良の資産クラス バークシャーに対する不満 出遅れている欧州銀行株
8. **Chipotle Is Back on Top With a Few Lessons Learned** 奇跡の復活→ P.20 【チポトレ】  
追いつめられたファストカジュアルチェーンはいかに復活したのか
9. **A Fund for Long-Term Dividend Growth** 配当成長株ファンド→ P.21 【インカム投資】  
持続的な配当の成長が長期的なリターンにつながる
10. **Preview** 今週の予定→ P.23 【経済関連スケジュール】  
ディズニーの好調な興行収入の裏には方程式あり

※ 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.

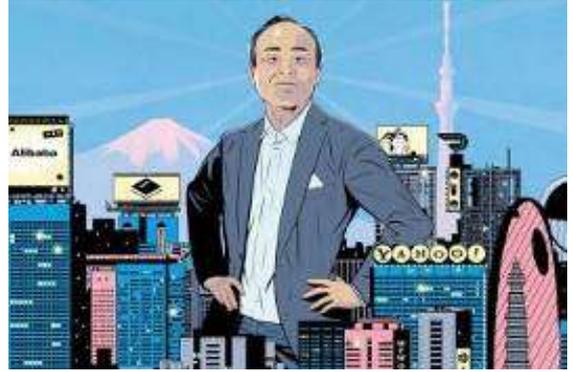
本誌記事の無断転載・複写を禁じます

## 1. The Biggest Investing Bet on Tech Is Cheap 割安なハイテク投資 【ソフトバンク】

### ソフトバンクグループへの投資は未来の技術に対する最大の賭け

#### ■ 多様な資産を所有するソフトバンクグループ

ソフトバンクグループ（9984）は、プロ野球チームから電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団、BABA）の持ち分 1160 億ドルに至るまで、多様な資産を保有している。代表取締役会長兼社長である孫正義氏は、ポートフォリオを銀河の星に例え、「300年にわたって輝き続ける」と語る。同社は未来に投資するための非常に割安な手段を提供している。株価のバリュエーションは極めて安く、サムオブザパーツ（SOTP）分析に基づくと資産価値を 30~50% 下回る可能性がある。同社への投資について理解するのは大変だが、リターンは大きいかもしれない。



ソフトバンクグループの中核は、同社の創業者である孫氏だ。同氏は日本第2位の資産家（第1位はファーストリテイリング=9983=創業者の柳井正氏）で、ハイテク投資家および起業家として富を築いた。本誌のインタビューにおいて、孫氏は「ソフトバンクグループは、人工知能（AI）をはじめとするテクノロジーの成長に対して戦略的に投資する企業だ」と語った。同社はアリババの他に、ヤフー（4689）と通信会社ソフトバンク（9434）の持ち分 66.5% を所有している。同社は昨年、史上2番目の規模となる新規株式公開（IPO）を実施した。

最も重要なのは、ソフトバンクグループの株式にはビジョン・ファンドの価値が含まれるということだ。同ファンドは運用資産額 1030 億ドルのベンチャーファンドで、ライドシェア大手ウーバー・テクノロジーズ（UBER）、シェアオフィス大手ウィーワーク、ビジネス向けメッセージサービス大手スラック・テクノロジーズ（WORK）など多くの企業に投資する。現在のソフトバンクグループの株価からすると、ビジョン・ファンドは実質的に無料である。

孫氏は今後 300 年に及ぶ投資計画について、以下のように本誌に語った。「当社は長期にわたって持続可能なエコシステムを生み出している。産業革命が始まったのは数百年前だが、今でも私たちの生活の重要な部分であり続けている。情報革命は今後数百年にわたって続くだろう。当社は長期的な視点に立って、エコシステムが持続するためのアーキテクチャーを設計している」。

投資家にとっての課題は、比較対象となる企業が存在しないことである。ソフトバンクグループは複合企業でもなければ、クローズドエンドファンドや資産運用会社でもない。米国の機関投資家は、東証上場の同社株式をあまり保有しておらず、米国の株式アナリストによるカバレッジも少ない。同社の米国預託証券（ADR）は店頭市場でのみ取引されており、金曜の取引終了時点の株価は 23.43 ドルだった。

ソフトバンクグループの株価にとって、最も明確なカタリストはビジョン・ファンドの動向だ。同ファンドは数十社のユニコーン企業（企業価値が 10 億ドルを超える未上場企業）に投資しており、これらの企業は今後数年で立て続けに IPO を行う可能性がある。バーンスタイン・リサーチのアナリストであるクリス・レーン氏は、ソフトバンクグループに対して強気な見方を取る。「孫氏は恐らく誰よりも優れた投資手腕を持っている。大半のケースにおいて早期に投資し、最終的に価値を生み出している」と言う。例えば、ウーバーは IPO 後のパフォーマンスが低迷しているが、それでもソフトバンクグループはウーバーの持ち分から 27% のリターンを獲得した。

過去数十年にわたり、ソフトバンクは非常に多様な企業の買収、設立、投資を手掛けてきた。1990年代には、かつてハイテク展示会最大手だったコムデックスや、パソコン関連出版大手のジフ・デイビスを買収した。1996年のヤフーへの出資は大きなリターンをもたらし、現在の持ち分につながっている。しかし、投資先企業の大部分はハイテクバブルとともに栄え、衰退していった。2001年時点で、ソフトバンクは600社のインターネット企業の持ち分を保有していた。これにより、同社の時価総額は1750億ドルから30億ドル未満へと減少した（いずれも現在の為替レートに基づく金額）。孫氏とソフトバンクはこうしたバブルの崩壊を生き残り、事業の再編と再建を進め、次なる繁栄に向けた土台を築いてきた。

### ■ 三つの主要な構成要素

ソフトバンクグループは大きく分けて三つの要素から構成される。上場企業の持ち分、直接所有する事業、そしてビジョン・ファンドである。

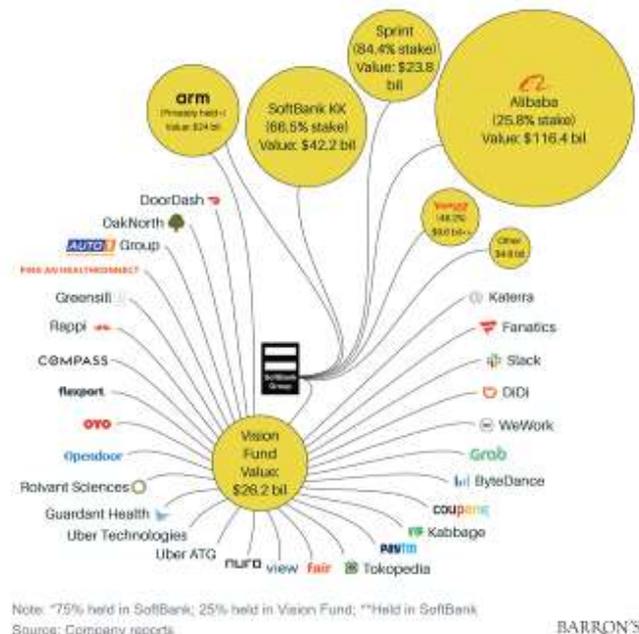
全てはアリババへの投資から始まった。ソフトバンクは1999年、馬雲（ジャック・マー）氏が創業したアリババに2000万ドルを投資した。現在、ソフトバンクグループは約1160億ドルに相当するアリババの持ち分26%を保有している。アリババの持ち分は、それだけでソフトバンクグループの現在の時価総額を上回る。持ち分を売却すれば巨額の税金がかかるが、仮に30%を割り引いたとしても、調整後の価値は約800億ドルで、ソフトバンクグループの時価総額の約80%に上る。

ソフトバンクは2006年、当時苦戦していたボーダフォン日本法人を150億ドルで買収した。買収直前、孫氏は当時のアップル（AAPL）のステイブ・ジョブズ最高経営責任者（CEO）と会談し、日本初のiPhone（アイフォーン）の独占販売権を得る約束を取り付けた。この販売権が、グループ子会社で通信会社のソフトバンクが急速に成長する土台となった。同社は昨年12月にIPOを実施し、ソフトバンクグループは持ち分66.5%（420億ドル相当）を保有している。

2012年、ソフトバンクは通信会社スプリントの持ち分84.4%を220億ドルで買収した。現在の評価額は240億ドルである。スプリントは同業のTモバイルUS（TMUS）との合併が保留となっており、ソフトバンクグループは合併後の持ち分27%を保有する見込みである。さらに、子会社のソフトバンクを通じてヤフーの持ち分48%（約100億ドル相当）を保有しているが、これは子会社のバリュエーションに反映されている。

ソフトバンクグループのSOTP分析において特に重要なのは、同社が2016年に320億ドルで買収した英国の半導体設計大手アームである。同社はモバイルマイクロプロセッサ設計業界で支配的な地位にあり、孫氏は同社をAI、センサー、次世代通信規格「5G」、自動運転における重要なプレーヤーとみなしている。アームの持ち分の25%はビジョン・ファンドが保有している。ソフトバンクグループが直接保有する75%の持ち分の価値は、買収価格から約240億ドルと計算するのが妥当であるように思われる。

しかし、これはアームの価値を過小評価しているかもしれない。買収完了後、アームは積極的な事業投資を行い、2000人以上の従業員を雇用し、AIやモノのインターネット（IoT）などの分野で能力を拡大している。同社のサイモン・シガースCEOは、監視の目が厳しい上場市場では、このような投資は不可能だったと言う。同氏は「孫氏は長期戦略に深く関与し、保守主義が野心の邪魔をしないようにしている」と語った。同氏は2023年にアームのIPOを予想し、同年には新たな投資が実を結ぶと見込んでいる。



ソフトバンクグループはその他の資産として46億ドルを計上している。これには2017年に価格非公表で買収したロボット会社ボストン・ダイナミクス、同年に33億ドルで買収した投資運用会社フォートレス・インベストメント・グループ、プロ野球チームの福岡ソフトバンクホークスが含まれる。なお、ソフトバンクグループ単独の純負債額は400億ドルだが、連結純負債額はスプリントと子会社のソフトバンクによる負債を反映して1500億ドルとなっている。しかし、両社に何らかの問題が発生したとしても、ソフトバンクグループが負債を支払う法的義務はない。

上記を合算すると、純資産額は約1700億ドル、アリババの持ち分から30%を割り引いたとしても約1400億ドルとなる。さらにこの金額は、特に興味深い投資機会が存在するビジョン・ファンドの価値を織り込んでいない。

### ■ 主にAIに投資するビジョン・ファンド

ビジョン・ファンドは、テクノロジー全般、とりわけAIの力を通じて世界を変える企業に投資するために設立された。孫氏はAIを強く支持しており、ソフトバンクグループによるほぼ全ての投資にはAIが関連している。同ファンドは、少数の投資家から合計1030億ドルのコミットメントを受けている。これにはサウジアラビアの公共投資ファンドからの450億ドル、アラブ首長国連邦(UAE) アブダビのムバダラ・インベストメントからの150億ドルが含まれる。その他のより小規模な投資家としては、台湾の電子機器受託製造大手フォックスコン・テクノロジー(2354.台湾)、アップル、半導体大手クアルコム(QCOM)、シャープ(6753)が挙げられる。ソフトバンクグループ自身のコミットメント額は325億ドルである。

ファンドの資本は、およそ4対6の割合で優先株と普通株に分かれている。優先株は債券に近い構造で、ファンドのパフォーマンスにかかわらず年7%の固定配当が支払われる。ソフトバンクグループ以外の全ての投資家は、普通株1株につき1.57株の優先株の取得を義務付けられている。ソフトバンクグループは普通株のみを保有する。同社はゼネラルパートナーとして、1%の運用手数料の他、優先株における特定の基準を超えるリターン額の20%の成功報酬を受け取る。この構造により、ファンドが堅調なパフォーマンスを上げれば、ソフトバンクグループは巨額のリターンを得ることができる。リターンは今のところ良好で、今年3月期の普通株のリターンは45%、ソフトバンクグループのリターンは62%だった。

3月末時点で、ソフトバンクグループはビジョン・ファンドの持ち分の価値を262億ドルと推定している。これを計算に入れると、同社は約650億ドル過小評価されていることになる。アリババの持ち分を割り引かずに計上した場合、ソフトバンクグループの価値は現在の時価総額の2倍近くとなる。さらに、同社はビジョン・ファンド第2弾の設立を発表しており、第2弾の規模は第1弾と同等と見込まれている。孫氏が「群戦略」と呼ぶ方針に基づき、ビジョン・ファンドは市場シェアが50~80%の企業を探し、20~30%以上の持ち分を取得している。3月末までの累計投資額は640億ドルに上る。

### What is SoftBank Group Worth?

On a sum-of-the-parts basis, the shares of the company are arguably priced 30% to 50% below the value of its underlying assets

Asset / Ticker	Stake	Value (bil)
Alibaba / BABA	26%	116.4
Softbank Corp / 9434.Japan	66.5	42.2
Sprint / S	84.4	23.8
Yahoo Japan / 4689.Japan	48.2	9.6*
ARM (Privately Held)	75% SoftBank Group; 25% Vision Fund	24
Vision Fund		26.2**
Other Assets		4.6**
Net Debt		40.6**
Total Value Less Debt		196.6
Current Market Cap		100
Discount		49%

\*Held in Softbank Corp; \*\*As of March 31  
Sources: Company reports; Barron's research

ウーバー、遺伝子検査サービスのガーダント・ヘルス (GH)、スラックなど投資先企業の一部は既に上場している。ファンドはスラック上場前の3月末時点でIPOから15億ドルの含み益を得ている。その他、ウィークワーク、料理宅配サービスのドアダッシュ、中国のソーシャルメディア企業バイトダンス・テクノロジー (字節跳動科技) など、多くの案件のエグジットが予想される。現在の投資先は約80件となっている。ファンドは輸送・物流企業に最も大きな重点を置いており、これらはポートフォリオの44%を占める。これにはライドシェア企業や料理宅配サービス企業が含まれる。

ビジョン・ファンドは巨額の資金を有するため、他のベンチャーファンドには不可能な動きが可能となっており、ほぼ全ての有望なスタートアップ企業に注目することができている。ソフトバンクグループによれば、ファンドは設立から3月末までに2257件の案件を検討し、その約3%に当たる71件に投資した。投資先の半数弱は米州を拠点としており、残りのほとんどがアジア、少数が欧州となっている。ファンドには130人の投資専門家が所属しているが、最終決定権を握るのは孫氏である。

孫氏が投資を認めた企業にとって、ビジョン・ファンドの資金とコネは命運を大きく変えるものとなり得る。ガーダントのヘルミー・エルトキーCEOは、ファンドが主導した2017年の資金調達ラウンドで3億6000万ドルを調達したことで、「より迅速に行動し、より積極的に拡大することができた」と話す。同社はAI技術をデータ分析に活用したがん診断サービスを展開しており、以前の資金調達額は約2億ドルだった。エルトキーCEOは「孫氏は個人的に関与してくれた。型にはまらない思考をする人で、先を読む直感が優れている。孫氏のおかげで思いもよらない機会を探求することができる」と語る。

ソフトバンクグループの取り組みが全て失敗する可能性はある。現在の状況がバブルではないかと疑う向きは、ビジョン・ファンドが20年前のソフトバンクと同様に投資先を拡大することを懸念している。アームの上場や、スプリントとTモバイルの合併が実現する保証はない。ビジョン・ファンドのリターンも常に堅調とは限らない。また、ソフトバンクグループとサウジアラビアの間の密接なつながりによって、孫氏とビジョン・ファンドは難しい立場に置かれている。特にジャーナリストのジャマル・カシヨギ氏の殺害事件を受けてその傾向は強まった。サウジマネーがビジョン・ファンド第2弾において第1弾と同様に中心的な役割を果たすかは不明である。

しかし、それでもソフトバンクグループに投資妙味があることは変わらない。ニュー・ストリート・リサーチのアナリストであるピエール・フェラグ氏は、現在のバリュエーションならば、投資家はビジョン・ファンドとアームの両方に無料で投資することができると語り、「上昇余地の方が下落余地よりもはるかに大きい」と指摘する。ソフトバンクグループは大幅なディスカウントに自社株買いで対応しており、2月には55億ドルの自社株買いの実施を発表した。孫氏は「人々は遅かれ早かれ、当社の真の価値に気付くだろう。バリュエーションはいずれ追い付いてくる」と語っている。そうなる前に投資するのが賢明かもしれない。

### How the Vision Fund Works

The Vision Fund has an unusual structure with a substantial payoff to SoftBank Group for strong performance. Here's how it works.

#### Vision Fund investors



Source: Company reports

The fund has both preferred shares and common shares. The split is about 40% preferred and 60% common.

#### Vision Fund shares



All of SoftBank's shares are common shares.

#### SoftBank shares

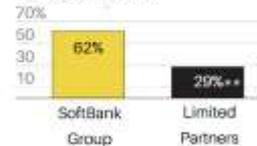


Other investors take a split between common and preferred shares in a ratio of 1.57 preferred shares for each common share.

#### Other investors' shares



The Vision Fund's preferred shares look more like debt, with a fixed return of 7%. SoftBank Group, as general partner, receives a management fee plus a performance fee of 20% on all returns above 8%. Fiscal 2019 returns\*



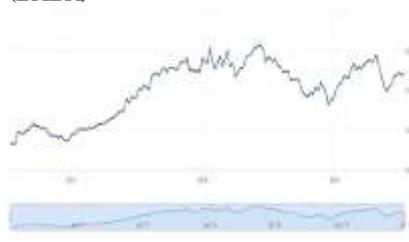
Note: \*Year ended March 31, 2019. \*\* 29% return represents a blend of a 45% return on the common shares and the 7% fixed return on the preferred shares.

Source: Company reports

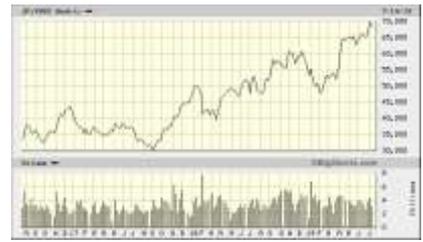
SoftBank Group Corp (JP:9984)



Alibaba Group Holding Ltd. ADR (BABA)



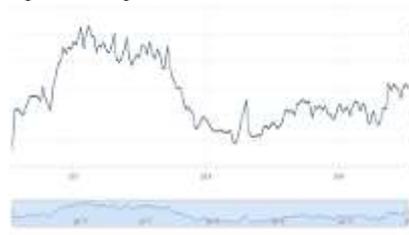
Fast Retailing Co. Ltd.(JP:9983)



Yahoo Japan Corp. (JP:4689)



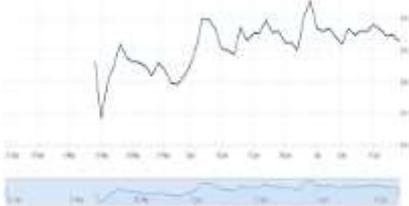
Sprint Corp. (S)



SoftBank Corp. (JP:9434)



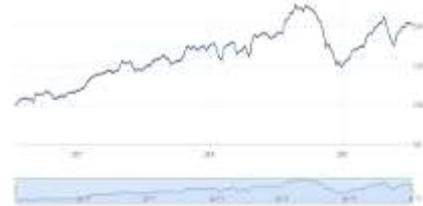
Uber Technologies Inc.(UBER)



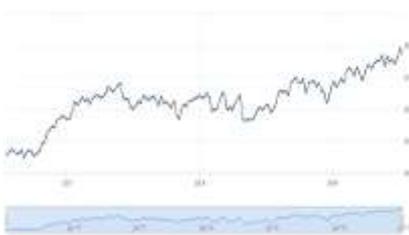
Slack Technologies Inc. (WORK)



Apple Inc. (AAPL)



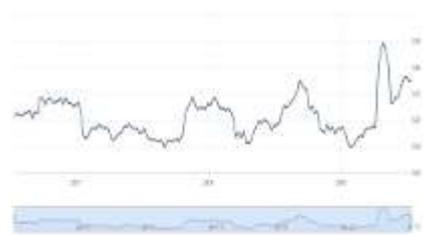
T-Mobile US Inc. (TMUS)



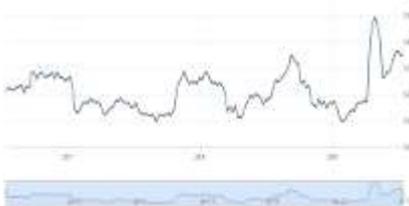
Foxconn Technology Co. Ltd (TW:2354)



Qualcomm Inc. (QCOM)



Qualcomm Inc. (QCOM)



Sharp Corp. (JP:6753)



Guardant Health Inc. (GH)



Guardant Health Inc. (GH)



チャートは3年 (WORK、UBERは3カ月)

By ERIC J. SAVITZ  
(Source: Dow Jones)

## 2. FedEx Ups Its Game as E-Commerce Grows e コマースの波に乗る 【フェデックス】 アマゾンをしり目に事業の拡大を進めるフェデックス



### ■ 利益水準は堅調だが株価は低迷するフェデックス

アマゾン・ドット・コム (AMZN) の宅配事業への進出は気にせず、物流大手のフェデックス (FDX) を電子商取引 (e コマース) の成長に伴う魅力的な投資先として受け入れるべきだ。

フェデックスは、速達便、つまり時間に制約のある配送で市場シェアの 44% を握っている。テネシー州メンフィスに拠点を置く同社の年間売上高は約 700 億ドルで、利益は過去 5 年間に年平均で 17% 増加し、S&P500 指数の利益成長

率のほぼ 3 倍に達した。電子商取引の成長と利益率の上昇にけん引され、利益は今後 2 年間で平均 12% 増加する公算が大きい。その一方で、最近の株価は 167 ドルで、2020 年 5 月期の予想 1 株当たり利益 (EPS) 14.74 ドルに対する株価収益率 (PER) は 11.3 倍にすぎない。

フェデックスの株価は過去 1 年間に 29% 下落したが、その原因はアマゾンの配送事業への進出に関する懸念、2016 年に買収した TNT エクスプレスとの統合の遅れ、期待外れのキャッシュフローだった。しかし、これらの原因は見かけほど脅威ではない。電子商取引の規模が拡大し、設備投資が減少し、運営の改善によって荷物 1 個当たりの利益率が上昇すれば、フェデックスの株価は 220 ドル前後まで上昇する可能性があり、配当利回りの 1.6% を合わせると、33% のトータルリターンが得られる可能性がある。

### ■ 物流事業へ進出するアマゾン

アマゾンは自社の物流ネットワークに多額の投資をしており、フェデックスの新たな競争相手となっている。電子商取引の先駆者である同社は、一定の条件付きで、ラストワンマイル配達 (最終目的地までの配達) をフランチャイズ事業として起業する従業員に 1 万ドルを提供している。フェデックスの白い配送トラックによく似たアマゾンの青いバンが、全国にどんどん出現している。

フェデックスのラジェシュ・サブ라마ニラム社長兼最高執行責任者 (COO) は「メディアは最後の 1 マイルにばかり焦点を当てて、最初の 1000 マイルについて考えている人はほとんどいない」と述べた。

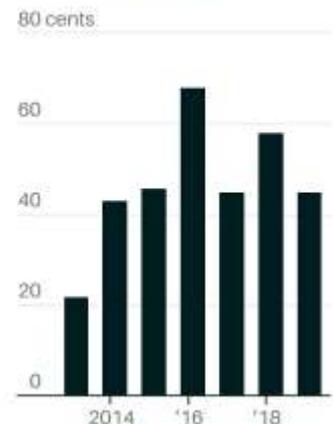
ゴールドマン・サックスのアナリストであるジョーダン・アリガー氏は、アマゾンがフェデックスの規模を再現するためには 1220 億ドル以上を物流に投資する必要があるという。同氏は最近、ゴールドマン・サックスの「有力買い推奨リスト」にフェデックスを加え、12 カ月後の目標株価を 200 ドルとした。

フェデックスに対する弱気派は、アマゾンがさらに伸びると主張するかもしれないが、電子商取引は今後 2 年間で毎年 15% 成長すると予想され、やるべきことは山ほどある。フェデックスは最近、事業の 1.3% を占めていたアマゾンとの配送提携を打ち切り、より広範な電子商取引市場に注力し、今年から日曜日の配達も始める予定である。

### ■ 設備投資の増加がフリーキャッシュフローを圧迫

フェデックスのフリーキャッシュフローに対する懸念は、弱気派にとって最も筋の通った懸念かもしれない。同社は過去 5 年間で 100 億ドル以上の純利益を上げたが、フリーキャッシュフローは 10 億ドルにすぎず、キャッシュ・コンバージョン・レートは 10% で過去に上げた 56% という数字と対照的だ。

FedEx Profit Per Express Package



Sources: Company filings, Barron's calculations

その大きな理由は設備投資の増加である。フェデックスは過去3年間、航空機の更新と本社の配送拠点の改善に毎年50億ドル以上を費やしてきた。アラン・グラフ最高財務責任者（CFO）は、「これらの支出は大型貨物の取り扱いと効率化を図るためである」と第4四半期の決算発表時に述べた。支出が減れば、留保される現金と利益率は改善するはずだ。

■ 株価上昇のカギは景気回復

フェデックスにとって最大の脅威は、アマゾンではなく経済成長の鈍化だ。本誌の試算によると、米国の貨物輸送量は過去12カ月で約5%減少した。このため、貨物1個当たりの価格が下がり、利益率が低下している。同社の最大部門であるフェデックス・エクスプレスの利益率は、製造業の世界的な業績低迷に伴い、過去2年間で8.2%から5.7%に低下した。同社が設備投資や買収の恩恵を受けるために必要なのは、景気回復に伴う取引量の増加である。

米連邦準備制度理事会（FRB）が今年、予想通り利下げに踏み切れば、フェデックスは恩恵を受けるだろう。低金利が経済成長を促し、結果的に貨物輸送量を増加させるはずだ。もしFRBが利下げをしなくても、低い期待は株価に既に織り込まれている。

Expect More, Pay Less

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (bil)	Expected 2019 EPS Growth	Est. Forward P/E
Costco / COST	\$281.51	\$124	19%	33.1
Walmart / WMT	113.9	328	0	23
Target / TGT	88.01	45	10	14.4
Macy's / M	22.1	7	26	7.3
Kohl's / KSS	49.33	8	-6	9.2

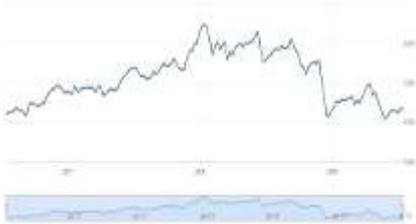
FactSet

FedEx Key Stats (FDX)

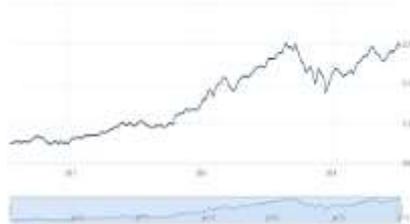
Recent Price	\$167
12-Month Return	-28%
F2020E Sales	\$71.4 bil
F2020E EPS	\$14.74
P/E F2020E	11.3
Dividend Yield	1.60%

Source: Bloomberg

FedEx Corp. (FDX)



Amazon.com Inc. (AMZN)



チャートは3年

By AL ROOT  
(Source: Dow Jones)

3. Time to Aim Higher on Target's Stock ターゲット株は上昇の期待大 【小売り銘柄】  
閉店ラッシュの中、勝ち組となる小売り大手の秘訣とは

■ ライバル店の閉店を追い風に

米国では小売り店舗の閉店ラッシュが続いているが、逆境の中で好調を示すプレーヤーもいる。小売り大手のターゲット（TGT）もそうした数少ない勝者の一つだ。

小売り各社が既に発表している分だけで、全米で今年、合計7000店以上の店舗が閉店になる。これは昨年通年の数字を既に上回り、年間で過去に例がない閉店ペースとなっている。しかし、ターゲットの1851カ所の実店舗はアマゾン・ドット・コム（AMZN）やその他のeコマース勢からの圧力にも持ちこたえ、さらにライバル企業の実店舗再編を追い風としている。



近年、ターゲットはオンライン部門の強化と価格の引き下げに挑んできた。この努力はようやく実を結び、営業利益は上向きに転じている。ゴールドマン・サックスのアナリストであるケイト・マクシェーン氏は今月、「同社の利益の軌道はようやく転換点を迎えた」と顧客向けのメモに書いている。同氏は、ターゲットの株価は現在の 88 ドル近辺から 102 ドルまで上昇する余地があるとする。

しかし、その潜在力はさらに大きいようだ。年初来で株価は 33% 上昇しているが、過去 4 年間で見た場合の上昇率はほぼ横ばいで、バリュエーションからすれば同社の取り組みは「進行中」と言えよう。

ターゲットの現在の予想株価収益率 (PER) は 15 倍未満で、同業のウォルマート (WMT) は 23 倍、コストコ・ホールセール (COST) は 33 倍となっている。過去 4 四半期の既存店売上高の平均増加率で比較すると、ウォルマートの 3.9%、コストコの 9% に対し、ターゲットは 5.4% と健闘している。

### ■ 店舗受け取りでスピードアップ、コストダウン

ターゲットはオンラインで購入した商品を実店舗で受け取るやり方で、商品をより速く顧客に届けることに力を入れており、小回りの利かない百貨店から市場シェアを奪うことにつなげている。2012 年に 10 億ドル強だったターゲットのオンラインの売り上げは昨年には 50 億ドル超まで増えている。米国で昔ながらのショッピング・モールが消えつつある状況も、同社にはハードルではないようだ。

スミード・キャピタル・マネジメントのビル・スミード氏は、2017 年からターゲット株を購入している。当時の株価は 52 ドルで、投資家がアマゾンの生鮮食品分野への進出を警戒していた。同氏は現在、ターゲットは安定して年に 10% の増益を見込めるとして、目標株価を 124 ドルとしている。今年の第 1 四半期に 1 株当たり利益 (EPS) は 16% 上昇し、同氏の増益予想は達成されそうだ。

トイザラスやベビーザラスなどライバル企業の店舗閉店を追い風に、ターゲットのおもちゃ部門の既存店売上高は、今年第 1 四半期に 2 桁台の成長を記録した。ブライアン・コーネル最高経営責任者 (CEO) は今年 3 月に行った第 4 四半期業績に関するコンファレンス・コールで、「2018 年は各部門で大きくシェアを伸ばした」と述べている。

マクシェーン氏は既に閉店が発表されている大手子供服ブランドのジンボリー・グループ (800 店舗を閉店)、ドレスバーン (同 650 店舗)、チルドレンズ・プレイス (同 300 店舗) などを挙げ、ターゲットにはさらに市場シェア獲得の機会になるとしている。そのカギとなるのが、新たな店舗イメージだ。

### ■ 使い道は賢く

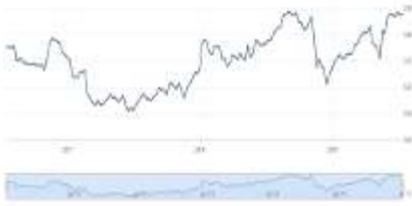
同社は急ピッチで店舗の改装を進めており、より明るくモダンな店内と、オンラインで購入した商品のスピーディーな受け取りシステムがその売りだ。ターゲットは今後 2 年間に年間 300 店舗のペースで改装を計画している。2017~18 年には 400 店舗の改装を完了した。

一部の店舗では、商品の受け取りや素早く食品や日用品を買いたい顧客向けと、ゆっくり店内を見て回りたい顧客向けに入口を分けている。ドライブスルーによる商品ピックアップサービスにより、商品受け取りはまさに「瞬時」に完了する。消費者がオンラインで購入した商品を実店舗で受け取る場合、ターゲットはフルフィルメント (受注から配送までの物流業務) コストを 90% 抑えることができる。

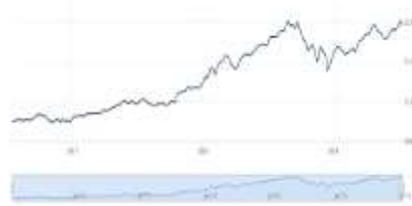
2017~18 年の 130 億ドルの営業利益のうち、同社は 60 億ドルを店舗改装などの設備投資に、27 億ドルを配当に (配当利回りは 3%)、32 億ドルを自社株買いに、10 億ドルを債務返済に充てている。

これは過去の試みに比べれば、ずっと賢いキャッシュの使い道だと言える。ターゲットは 2011 年にカナダのディスカウントチェーンであるゼラーズのリース権を買い取り、本格的なカナダ進出に乗り出したが、ビジネスを軌道に乗せることができずに赤字が続き、数年で撤退を余儀なくされた。ターゲットは現在、消費者の真のニーズに合致する店舗再編を進めているとスミード氏は指摘する。

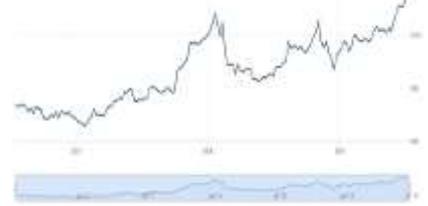
Target Corp. (TGT)



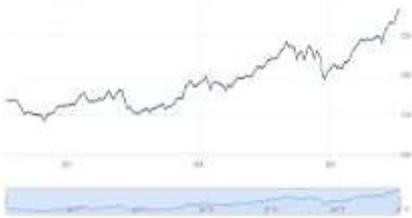
Amazon.com Inc. (AMZN)



Walmart Inc. (WMT)



Costco Wholesale Corp. (COST)



チャートは3年

By AVI SALZMAN  
(Source: Dow Jones)

#### 4. A Top Health Sciences Investor Likes Now ヘルス・サイエンス銘柄 【インタビュー】 トップ投資家はロシュ、サーモ・フィッシャー、ノボキアなどを選好

##### ■ 医学の世界からヘルス・サイエンス・ファンドへ

ジアド・バクリ氏は、ロイヤル・ロンドン病院の救急センターでの研修医を経て、ロンドンでメリルリンチに短期間在籍した後、ニューヨークのカウエン・アンド・カンパニーのアナリストになり、その後 2011 年に T.ロウ・プライスに入社、2016 年 4 月に運用資産 132 億ドルのヘルス・サイエンス・ファンド (PRHSX) の担当となった。同氏は現在、ヘルス・サイエンス戦略で合計約 163 億ドルを運用している。旗艦ファンドの担当以降のリターンは手数料控除後年率で 14.4%と、S&P ヘルスケア・セクター指数を約 3%上回っている。



本誌：ヘルスケア企業への投資では何を重視しているか？

バカリ氏：医薬品や医療器具などの製品や、マネージドケアやヘルスケア向け IT、病院などのサービスに投資する。製品面では、医学的治療の標準を大きく変える可能性があり、患者の選択肢に進歩をもたらすような革新的な新治療を重視する。サービス面では、ヘルスケアへのアクセスのしやすさや金銭的な利用可能性を改善できるサービスを求めている。

Q：ポートフォリオの 3 分の 1 近くがバイオ医薬品会社だが、どのように銘柄を選ぶのか？

A：われわれの投資哲学としてリスクが高いセクターだという認識がある。ある投資アイデアが気に入ったら、少額を投資する。自分達の予想通りになった場合は、その企業の商業的存続のリスクが取り除かれるだけでなく、恐らく残りのパイプラインの信頼性も高まるため、投資額を増やす。

Q：試行がうまくいった場合、倍賭けするのか？

A：リスクが取り除かれた場合、株価が高くなっていても、新情報が加わった方が買う価値が高まる。バイオ医薬品会社のセージ・セラピューティクス (SAGE) は少額の投資から始め、医薬品の承認が下り、株価が上昇したことと、より安心して資金配分を増やせるようになったことから、今ではポートフォリオの 2.4%と保有比率が高くなった。このような増やし方で保有比率が高くなった銘柄が幾つかある。ヘルスケア・セクターでは、以前なら SF だと思っていたような多くの技術革新が起きている。今後 20 年、30 年、40 年のうちに、医薬品や治療に大きな技術革新が起きるだろう。

Q：投資家にとっての意味は？

A：患者にとって大きな違いを生む治療法に投資する機会が生まれ、最終的には金銭的リターンを生む。

#### ■ ディフェンシブなベクトン・ディッキンソン

Q：目立つバイオ医薬品会社への投資の他に、地味な医療器具にも投資しているが。

A：われわれはヘルスケア関連の分散化したポートフォリオを構築しようとしている。薬価や国民皆保険「メディケア・フォー・オール」などのマクロ的要因について議論が聞かれるが、医療機器メーカーのベクトン・ディッキンソン (BDX) はマクロ的問題との相関性が低く、非常にディフェンシブな事業だ。基本的な医療・病院用消耗品のコストリーダーで、薬価圧力の影響を受けない。ポートフォリオの保有比率の高い銘柄には、ディフェンシブで着実に複利的成長を続ける企業を加えておきたい。このような企業はバイオ企業よりもベータは低い、非常に素晴らしい企業だと私は思う。

#### ■ バイオ研究ツールのサーモ・フィッシャー・サイエンティフィック

Q：ライフサイエンス向けのツールや薬品を製造する分析機器メーカーのサーモ・フィッシャー・サイエンティフィック (TMO) は保有比率上位 5 銘柄の一つだ。サーモ・フィッシャーの製品は、広くバイオ研究室で使用されている。

A：その通り。サーモ・フィッシャーは、個々のリスクを取らずにセクター全体に投資する一つの方法だ。ここ数年で何百というバイオ企業が新規株式公開 (IPO) し、新興企業は多いが、自らは製造せず、アウトソース先は少なく、ライフサイエンスの研究所などで使用するツールの市場は寡占市場だ。バイオ医薬品開発や遺伝子治療向けの製品製造は技術革新の恩恵を受ける方法の一つだ。

#### ■ 革新性でトップレベルのロシュを選好

Q：最近、ロシュ・ホールディングス (ROG.スイス) に多額の投資をしたばかりだが。

A：大型の医薬品会社 12~14 社の中で、ロシュは最も革新的と言う点で 2~3 本の指に入る。業界で最高のパイプラインを持っている。売上高が 200 億ドル以上もある大型医薬品 3 種が特許期限切れになろうとしており、基盤が侵食されつつあるという問題がある。しかし、パイプラインが素晴らしく、多発性硬化症治療用のオクレリズマブや血友病治療用ヘムリブラなどの新製品の投入もある。侵食される製品のターミナルバリューも悪くない。新製品投入やパイプラインを考慮し、非常にリーズナブルな株価収益率 (PER) で買い入れた。

#### ■ マネージドケア銘柄

Q：ユナイテッドヘルス・グループ (UNH) は 7%、アンセム (ANTM) は 3%、シグナ (CI) は 2% とマネージドケア銘柄にも多額の投資をしている。「メディケア・フォー・オール」のリスクは？

A：これらの企業のファンダメンタルズに着目すれば、大半の企業の利益は 2 桁台で伸びている。しかも PER は、過去 5 年間と比較すると下限にある。これら企業は全てフリーキャッシュフローを創出している。ファンダメンタルズは概ね非常に良い。民主党の候補者が「メディケア・フォー・オール」の議論をしていることはテールリスクだ。これらの企業の役割がなくなる確率は低いもののゼロではないため、上半期に株価が反応した。しかし、今後も存続し、2 桁成長を続け、フリーキャッシュフローを創出し続ける確率の方がかなり大きい。これらの銘柄は善戦している。極端な結末もあり得るが、私は「メディケア・フォー・オール」は起きないと考える。しかし、リスクも考慮しなければならない。従って、オーバーウェイトしているものの、大幅にオーバーウェイトしているわけではない。

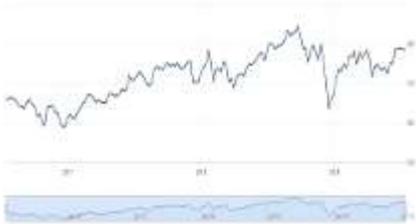
#### ■ 腫瘍治療電場療法のノボキア

Q：特にわくわくする銘柄は？

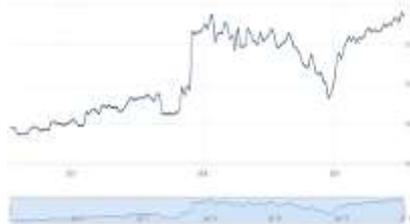
A：がん治療のため腫瘍治療電場療法を提供するノボキア (NVCR)。最初は脳腫瘍の一種の膠芽腫 (こうがしゅ) の治療から出発した。髪を剃った頭部に製品を装着するのだが、世界はこの製品に懐疑的だった。SF のように思われた。その後臨床試験が実施され、標準的な治療法を上回る結果が出て、商品化された。さらに中皮腫での承認も得た。この場合は胸に装着する。脳腫瘍でも中皮腫でも有効なら、他のがんでも効

果があると考えるようになる。私はもっと多くのがんに適用できると考えている。今後2年の間に肺がん、すい臓がん、卵巣がんでの臨床試験結果が発表されることになっている。現在あまり多くは保有していない。今後多くの人々が注目し始めると思っている。バイオテクノロジー投資の世界では、レーダー圏外にある何かを見つけても、あまり理解されない。一体誰がカバーするのか。医療技術のアナリストの担当か、バイオ医薬品の担当か、ごちゃ混ぜだし、どこに入れてよいのか誰も知らない。人々はどうか分らず、何百万とある別の投資先に目が行くことになる。そのようなところが気に入っている。

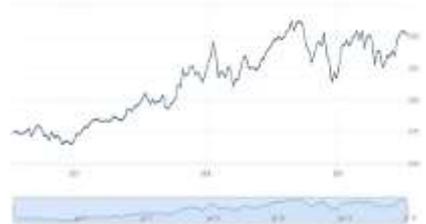
T Rowe Price Health Sciences Fund (PRHSX)



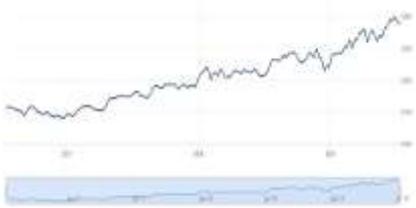
Sage Therapeutics Inc. (SAGE)



Becton Dickinson & Co. (BDX)



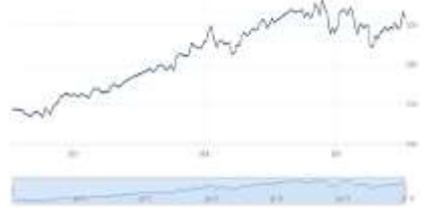
Thermo Fisher Scientific Inc. (TMO)



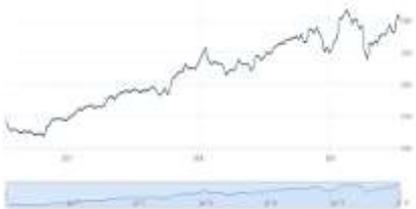
Roche Holding AG (CH:ROG)



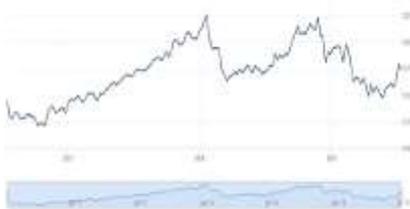
UnitedHealth Group Inc. (UNH)



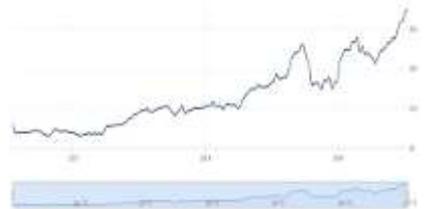
Anthem Inc. (ANTM)



Cigna Corp. (CI)



Novocure Ltd. (NVCR)



チャートは3年

By JOSH NATHAN-KAZIS  
(Source: Dow Jones)

## 5. The Trader 株価指数は高値更新の後、狭いレンジで推移 月末の FOMC までは個別銘柄の業績発表が注目される展開か

【米国株式市場】

### ■ 経済指標、政治動向などのマクロ要因は影響せず

先週の株式市場は不気味とも言えるような静けさが覆っていた。ここ数カ月はマクロ要因が市場の方向性を決めていたが、その中で最も重要だと思われた貿易政策と中央銀行の動向を、主要株価指数は織り込み済みだったようだ。

主要株価指数の前日比の値動きで最も大きかったのは、金曜日のナスダック総合指数の 0.74%安で、ダウ工業株 30 種平均 (NY ダウ) の場合、5 日間の寄り付きから引けの値動きは最大で 0.42%だった。主要株価指数は月曜日に史



上最高値を更新したものの、そこからやや下落して週を終えた。NY ダウは前週末と比較して 0.7%安の 2万 7154 ドル 20 セントとなり、S&P500 指数は 1.2%安の 2976.61 で取引を終了した。ナスダック総合指数は 1.2%下落して 8146.49 で引け、中小型株のラッセル 2000 指数は 1.4%安の 1547.90 で週末を迎えた。

市場は米連邦準備制度理事会 (FRB) による月末の利下げを確信しているものの、フェデラルファンド (FF) 金利の誘導目標が現在の 2.25~2.50%から 0.25 ポイント引き下げられるのか、0.50 ポイント引き下げられるのかについては議論が残っている。FF 金利の先物市場は、7月 30、31 日の米連邦公開市場委員会 (FOMC) での 0.50 ポイントの利下げ確率を 19%と示唆している。

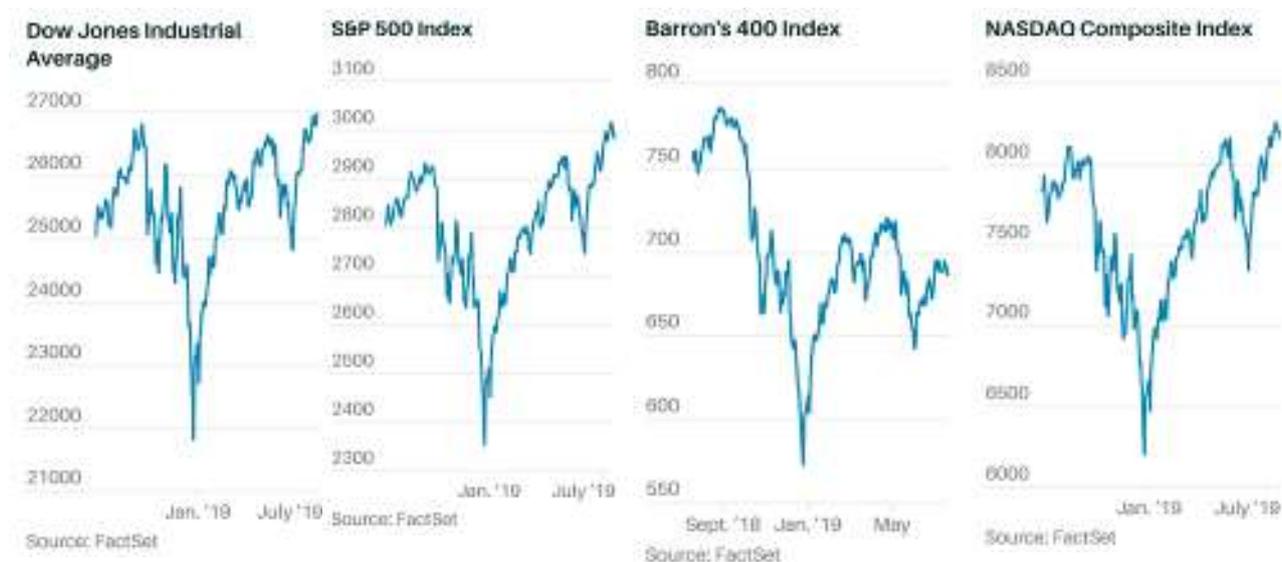
火曜日に発表された 6 月の小売売上高や水曜日に発表された 7 月のフィラデルフィア連銀製造業景況感指数はそれぞれ市場予想を大きく上回ったが、ほとんど市場に影響しなかった。2 週間足らず前に堅調な 6 月の雇用統計の発表を受けて FRB に対する利下げ期待が後退し、株式市場が売られたのとは対照的だった。また、普段タカ派的なニューヨーク連銀のウィリアムズ総裁から非常にハト派的なコメントが木曜日に出されたが、指数の上昇はわずかなものにとどまった。

米中間の貿易問題に関しても企業や投資家は、ここしばらく落ち着いているようだ。20 カ国・地域首脳会議 (G20) 以降の休戦が続いており、両国とも事態の拡大も迅速な妥協も望んでいないように思われる。トランプ大統領が火曜日に両国は合意から「程遠い」と発言し、中国通信機器最大手・華為技術 (ファーウェイ) に対する規制が交渉の障害になっているとウォール・ストリート・ジャーナルが報じたものの、市場に大きな影響はなかった。米国と中国から出された肯定的または否定的な発言がその日の市場の方向性を決めていた前月とは、様相が大きく異なる。

#### ■ 個別銘柄の業績発表に引き続き注目

ただし、全体の株価指数は落ち着いていたものの、第 2 四半期の業績発表シーズンだったため、個別企業の値動きでは大きなものがあった。ストリーミング配信大手のネットフリックス (NFLX) は業績発表後の木曜日に 10.3%急落して最も注目されたほか、貨物輸送大手 CSX (CSX) の悲観的な見通しは火曜日に同社株を含めて鉄道セクター全体の下落につながった。一方、たばこ大手フィリップ・モリス・インターナショナル (PM) は好調な業績発表を受けて 8%を超える急騰となった。

こうした動きは今週も続きそうだ。S&P500 指数採用銘柄の中の 133 社が業績発表を予定しているが、指数全体の動きが少ないのは嵐の前の静けさかもしれない。FOMC が 7月 30 日から 2 日間の日程で開かれるほか、貿易関連の大きなニュースが出れば、いつでも市場に影響する。それでも、しばらくはポートフォリオの個別銘柄の動きが注目される。



■ 個人消費が強気相場をけん引

2019 年前半の米国経済では製造業や資本財などで弱さの兆しが見られたものの、個人消費は力強いものとなった。消費者に関連する企業には朗報であり、求人が多く賃金が上昇していることを背景に、この傾向は続くと思われる。



先週火曜日に発表された 6 月の小売売上高は、米国の国内総生産 (GDP) の 3 分の 2 以上を占める個人消費が活況だったことを示した。RBC キャピタル・マーケットの米国チーフ・エコノミストであるトム・ポーセリ氏によると、自動車、ガソリン、建築資材を除く小売売上高はインフレ調整後で前四半期に 6.1% 増 (年率換算) となっており、15 年ぶりの高い伸びだった。

記録破りとなったアマゾン・ドット・コム (AMZN) の会員向けセール「プライムデー」の好調や金曜日に発表された 7 月のミシガン大学消費者信頼感指数 (速報値) が依然として楽観的であるなど、第 3 四半期も好調なスタートを切ったようだ。

これを受けて消費関連銘柄は好調に推移しており、S&P500 指数の一般消費財セクターの年初からの上昇率 (配当金を含む) は 24.2% と情報技術セクターに次ぐ 2 番目となっている。S&P500 指数の上昇率は 20.8% だ。ヤルデニ・リサーチの社長のエドワード・ヤルデニ氏は、これまでの業績発表では消費関連銘柄が資本財や製造業関連を上回っており、「消費者関連銘柄が強気相場をけん引しており、銀行の消費者向け貸し出し、小売り、空運の好調が目立った」とレポートに記している。

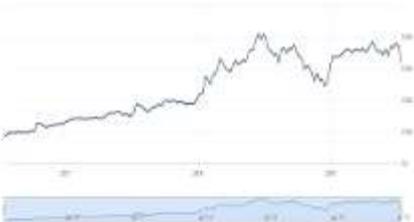
銀行にとって、早ければ今月に見込まれる利下げが純利ぎやへの圧力となるほか、第 2 四半期のトレーディング収益の低迷は一部の大手銀行には逆風だった。しかし、個人向け銀行業務と貸し出しには減速の兆しが見えず、JP モルガン・チェース (JPM) の最高経営責任者 (CEO) であるジェイミー・ダイモン氏は「米国の消費者の状況は順調で、景況感はやや悪化しているものの、その大部分は貿易戦争によるものだ」と業績発表時に述べた。

運輸セクターでは、ボーイング (BA) 737 MAX 旅客機の運航停止に伴う輸送能力のタイト化や強い需要を背景にユナイテッド・エアライン・ホールディングス (UAL) が前年同期比 54%、デルタ航空 (DAL) が同 43% の増益を達成した。一方、市場予想を下回る業績を発表した鉄道会社の CSX は、貨物輸送量の不振を受けて年内の売り上げ見通しを下方修正した。CSX の CEO であるジェームズ・フット氏は業績発表で「現在の経済状況は、これまで経験した中で最も不可解なことのひとつ」と述べた。

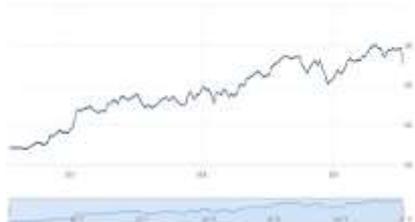
今週はクレジットカード大手のビザ (V)、レストランのチポトレ・メキシカン・グリル (CMG)、空運のアメリカン・エアライン・グループ (AAL)、およびアマゾン・ドット・コムなどが業績発表を行うことから、第 2 四半期の好調な個人消費がどの程度企業業績に貢献したかが分かる。

経済の中の消費部門と産業部門ははっきりと明暗が分かれている。RBC のポーセリ氏は 26 日に発表予定の第 2 四半期の GDP で、消費の伸びが 4% になると予想している。これは 30 日からの FOMC の直前だが、ポーセリ氏は FRB が「米国経済で最も重要な部分である世帯の経済状況が非常に健全な時に、FRB は利下げしようとしている」と顧客向けレポートに書いている。

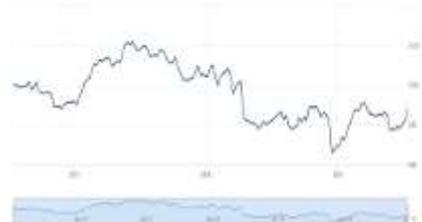
Netflix Inc. (NFLX)



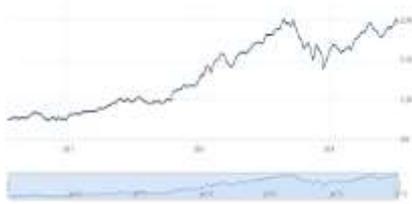
CSX Corp. (CSX)



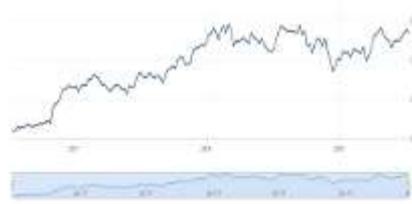
Philip Morris International Inc. (PM)



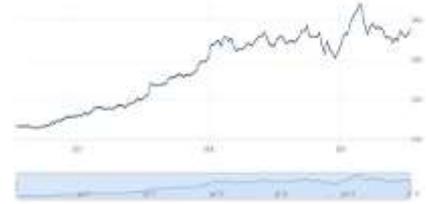
Amazon.com Inc. (AMZN)



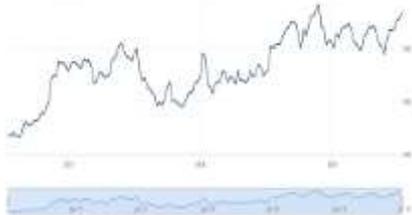
JPMorgan Chase & Co. (JPM)



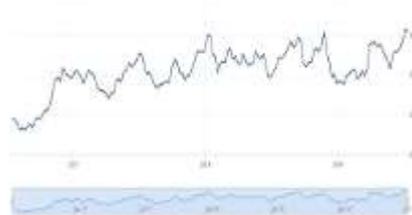
Boeing Co. (BA)



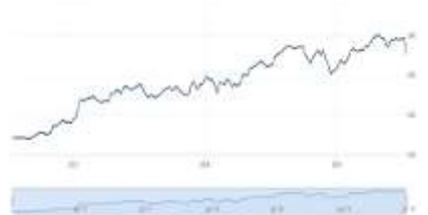
United Airlines Holdings Inc. (UAL)



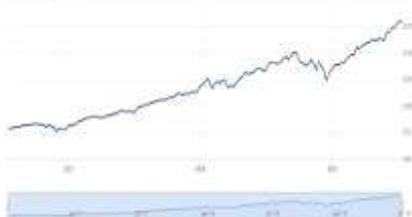
Delta Air Lines Inc. (DAL)



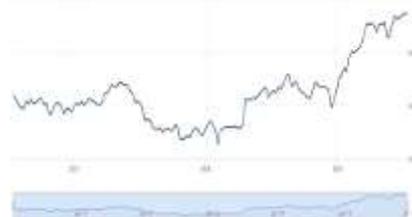
CSX Corp. (CSX)



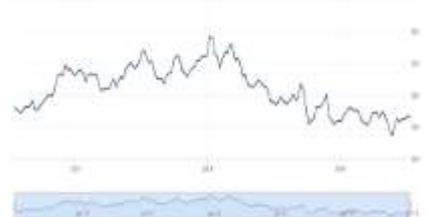
Visa Inc. CIA (V)



Chipotle Mexican Grill Inc. (CMG)



American Airlines Group Inc. (AAL)



チャートは3年

By NICHOLAS JASINSKI  
(Source: Dow Jones)

## 6. Here's Why Netflix's Problems Have Only Just Begun ネットフリックス【ハイテク】 値上げの影響で米国の契約者数が減少、競争激化を背景としたコンテンツ不足が深刻化

### ■ 価格設定とコンテンツの問題が深刻化

動画配信大手のネットフリックス (NFLX) は問題を抱えている。規模、価値、膨大なライブラリーといった同社の強みは番組の質の不足を補うのに十分でないかもしれない。

同社が7月17日に第2四半期(4-6月期)決算を発表するまで、強気派は同社の全世界(米国を除く)における1億5000万人の加入者基盤はまだ出発点であり、米国には視聴料値上げをいとわない数百万人の既存加入者が存在すると主張していた。

ところが、同社が発表した第2四半期の加入者数の伸びは会社予想を45%近く下回り、ウォール街を驚かせた。加入者純増数は国際部門が280万人増、米国部門が12万6000人減で、コンセンサス予想のそれぞれ480万人増、35万2000人増を大きく下回った。決算発表を受けて同社の株価は18日に10%、19日には3%下落した。

ローゼンブラット・セキュリティーズのアナリスト、マーク・ズグトウィクズ氏は、「今回の株価調整は以前のものとは異なる可能性がある。今回の予想未達は前例のない規模であり、しかも競争が間近に迫っている」と指摘する。



特に深刻な問題は価格設定とコンテンツに関するものだ。同社は値上げを今年1月に発表した。米国における標準的な高精細ストリーミングプランの視聴料は18%引き上げられ、月額13ドルとなった。だが、新しい料金設定は徐々に展開されたため、第1四半期中は価格決定力に関する誤った印象をもたらしたようだ。第2四半期の決算から判断すると、同社の加入者はやはり値上げに敏感な合理的な消費者かもしれない。

イーマーケットのアナリスト、エリック・ハグストロム氏は、「第2四半期の米国の加入者数の落ち込みは、値上げの結果として低料金帯の加入者が解約したことを示唆している」とみている。

■ 動画配信サービスの競争激化でコンテンツが不足、加入者数の伸びの足かせに

より心配な問題はコンテンツに関するものだ。ネットフリックスは、第2四半期に公開したコンテンツの弱さが加入者数の予想未達の一因だったことを認めている。同社は株主宛ての書簡で、「競争の状況に大きな変化はなく、競争が要因とは考えていない。むしろ、第2四半期のコンテンツ・ラインアップが有料加入者純増数の伸びを抑制した原因だと考えている」と説明している。

同社は今四半期(7-9月期)のスタートが、7月初めに公開されたSFホラー「ストレンジジャー・シングス シーズン3」のおかげで好調だったと述べている。だがこれは、新しいコンテンツを視聴したいという加入者の飽くなき願望を裏付けただけである。同社が成長目標を達成したいのであれば、「ストレンジジャー・シングス」並みのヒット作を四半期ごとに生み出すという義務を背負うことになる。

ライバルのコンテンツ制作会社にはもはや頼れない。ネットフリックスは株主宛ての書簡で、ディズニー作品の大半と、人気番組の「フレンズ」および「ジ・オフィス」が今後数年でサービス対象から外れると改めて説明した。第三者測定機関によると、「フレンズ」および「ジ・オフィス」はネットフリックスの番組の中で視聴回数の最も多い番組である。

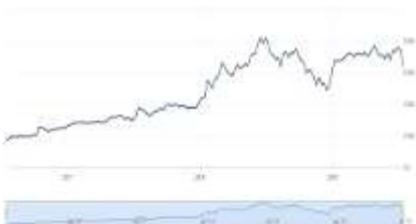
NBCユニバーサルは今年6月、同社の新しい動画配信サービスが「ジ・オフィス」の独占的な配信権を2021年から保有する見込みだと発表した。また、AT&T(T)傘下のワーナーメディアは今年7月初め、2020年春に開始する新たな動画配信サービスHBOマックスでサービス開始当初から「フレンズ」を独占的に配信することを明らかにした。

ディズニーは新たな動画配信サービスであるディズニー・プラスを2019年11月12日に開始する予定だ。月額視聴料は7ドルで、ネットフリックスの標準プランより約45%低い。初年度は7500本のテレビ番組と500本の映画を取り揃える計画だ。

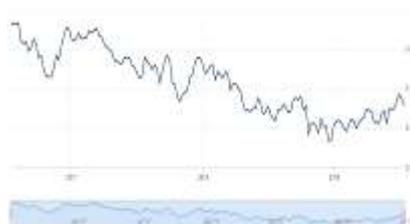
ネットフリックスに対する強気派でさえ、今後数四半期の加入者純増数のさらなる落ち込みは投資家の関心の的になると認めている。バーンスタインのアナリスト、トッド・ユアンガー氏は先週のレポートで、「ディズニー・プラスがサービスを開始した後の数四半期でネットフリックスの加入者数が予想未達となった場合、市場は何らかの関連付けを行うだろう。同社の株価への下押し効果は通常の数倍に及ぶと予想する」と書いている。

同社の株価は6月初めから13%下落しているものの、12カ月予想株価収益率(PER)は65倍と高水準であり、現在のリスクが織り込まれているとは思えない。

Netflix Inc. (NFLX)



AT&T Inc.(T)



チャートは3年

By TAE KIM  
(Source: Dow Jones)

## 7. Up And Down Wall Street 株式が依然最高 【コラム】 株式が最良の資産クラス バークシャーに対する不満 出遅れている欧州銀行株

### ■ 株式にとって理想的な環境

2019 年前半の株価上昇の後も、株式は依然として最良の資産クラスと考えられる。S&P500 指数は先週 1%下落したが、年初来のリターンは 20%となっている。同指数は 15 日に過去最高の 3014 に達した後、2976 で週を終えた。

「株式にとって理想的な環境は、低水準の経済成長、低インフレ、そして低金利だ。現在その全てが実現している」と、ニュージャージー州リッジウッドのアドバイザーズ・キャピタル・マネジメントで最高投資責任者（CIO）を務めるチャールズ・リーバーマン氏は述べる。



S&P500 指数の予想株価収益率（PER）は 18 倍、配当利回りは 1.9%と、割安な状況ではない。しかし、10 年続いた経済成長は鈍化の兆候をほとんど示しておらず、債券を見ても、10 年物米国債利回りは 2.05%と、株式と競うような水準にはなっていない。

バリュー志向の強いリーバーマン氏のような投資家は、グロース銘柄のアウトパフォーマンスが続く中、出遅れている銀行などのセクターに魅力を感じている。主要銀行の 2019 年 PER は平均 10 倍と、S&P 500 指数と比較して過去最低水準に近く、配当利回りは平均 3%近辺となっている。最近各行は第 2 四半期決算を発表したが、業績は概して良かった。最大手の JP モルガン・チェース（JPM）は、一時的な税務上の利益を除き、1 株当たり利益（EPS）が 13%増加したと発表している。

### ■ 苦戦するプライベート・エクイティ

カリフォルニア州職員退職年金基金（CalPERS）は最近、6 月に終了した会計年度の速報で 6.7%の投資リターンを報告した。CalPERS をはじめとする大型の年金基金は、プライベート・エクイティやヘッジファンドに多額の投資をしているが、2018 年 6 月までの 10 年間のリターンは S&P500 指数を下回った。著名投資家のデービッド・スウェンセン氏が統括するエール大学基金も、ポートフォリオの 3%しか米国株式を保有しておらず、結果として過去 10 年間の大幅な株価上昇の恩恵を受けられなかった。

年金基金を支えてきたプライベート・エクイティも、運用が難しくなっている。業界最大手のブラックストーン・グループ（BX）には巨額の資金が流入して、運用資産は前年同期比 24%増の 5450 億ドルに達しているが、高いリターンを維持することはますます困難になっている。

ブラックストーンのコーポレート・プライベート・エクイティ事業の今年上半期のリターンは 5.3%と、S&P500 指数のトータルリターンを大きく下回った。株式市場が上向いているときには、プライベート・エクイティファンドのリターンが S&P500 指数を下回ることが多いものの、先週発表されたブラックストーンの業績は、プライベート・エクイティにとって困難な環境が待ち受けていることを示唆している。

### ■ バークシャー・ハサウェイに対するいら立ち

普段は辛抱強いバークシャー・ハサウェイ（BRK.A）の投資家たちの間で、不満が高まってきている。同社のウォーレン・バフェット最高経営責任者（CEO）が、大規模買収案件を探して 1000 億ドル以上の現金を滞留させる一方、自社株買いを控えめな額しか実行していないためだ。

バークシャーのクラス A 株は 30 万 9000 ドルで、年初来の上昇率は 1%と、S&P500 指数と比較して 10 年ぶりの最低水準となっている。セントルイスのウェッジウッド・パートナーズで CIO を務めるデービッド・ロ

ルフ氏は、今年パークシャー株の保有高を大幅に縮小した。同氏は顧客向けのレポートで、第1四半期末で1140億ドルに及んだ現金残高が「10%成長という当社のハードルレートを達成する上での足かせになっている」と説明している。8月に89歳になるバフェット氏の退任後の見通しも、投資家の不安の種となっている。

バフェット氏は昨年夏に自社株買いの枠を拡大したが、今までの結果は冴えない。パークシャーは昨年後半に14億ドル、今年の第1四半期に16億ドルを買い戻した。パークレイズでアナリストを務めるジェイ・ゲルブ氏は、同社が今年60億ドル自社株買いを行うと予想しているが、これは同社の時価総額5010億ドルの1%にすぎない。

ゲルブ氏の推計によると、パークシャーの株価は第2四半期の予想株価純資産倍率（PBR）が1.3倍、2019年PERは約20倍と割安に見える。同氏はパークシャーの評価をオーバーウエート、目標株価を37万5000ドルとしている。

ルフ氏は、バフェット氏の買収の条件が厳し過ぎることを指摘している。パークシャーは企業買収を巡る競争には参加しない方針を取っている。買収の基準を緩め、さらに自社株買いの規模も拡大するのが同社にとって妥当だろう。

### ■ 魅力的な社債 2銘柄

割安な株式の代わりに、その企業の社債を購入するという手もある。候補として、家庭用品小売りチェーンのベッド・バス・アンド・ビヨンド（BBBY）と天然ガス生産のサウスウエスタン・エナジー（SWN）が挙げられる。

ベッド・バス・アンド・ビヨンドの2044年満期、利率5.165%の社債の価格は額面1ドル当たり67セント、利回りは8.3%となっている。同社はアマゾン・ドット・コム（AMZN）などのオンライン小売業者のプレッシャーを受けているものの、黒字経営で、純負債額は6億ドルと堅実な水準だ。株価は2014年に80ドルの最高値に達した後下落し、過去1年でさらに45%下落して10ドル弱となっている。

サウスウエスタン・エナジーは、ガス価格の低迷により、過去12カ月間で株価が50%超下落して2.50ドルとなった。2026年満期の利率7.5%の社債は額面1ドル当たり約90セントで、利回り9.25%となっている。債務残高は23億ドル、負債キャッシュフロー比率は2倍と、管理可能な水準である。

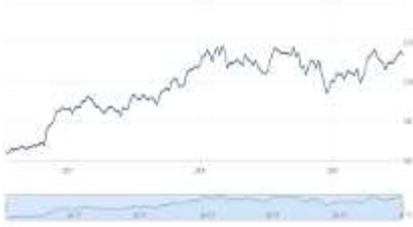
### ■ 米国に遅れを取る欧州の銀行株

欧州の6大銀行、UBS（UBS）、クレディ・スイス・グループ（CS）、パークレイズ（BCS）、BNPパリバ（BNP.フランス）、ソシエテ・ジェネラル（GLE.フランス）、ドイツ銀行（DB）の時価総額は合計約2000億ドルと、米国のバンク・オブ・アメリカ（BAC）1行を下回る。欧州6行の株価は有形純資産額の0.3～0.9倍と、米国大手銀行の1～2倍より割安となっている。

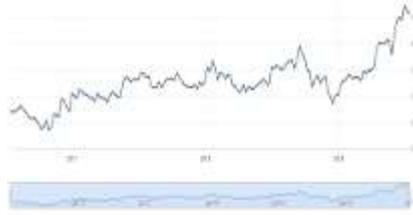
欧州の銀行はリターンが比較的安く、マイナス金利や国債利回りの圧力を受けているが、検討の価値はある。中でも最も安いのがドイツ銀行で、株価は7.70ドルと、2007年の水準から90%下落している。ドイツ銀行は最近、業績が低迷する国際投資銀行を縮小し、欧州中心の商業銀行を残す大規模なリストラ計画を発表した。

投資家はこのプログラムに概ね懐疑的だが、支持派にはドイツ銀行の大株主であるハドソン・エグゼクティブ・キャピタルで創業者兼マネジングパートナーを務めるダグラス・ブラウンスタイン氏がいる。「同行は、伝統的な強みに注力するために厳しくも正しい決断をした。これによって、長期的に持続可能な収益をもたらす、より安定した、予測可能で魅力的な企業となるだろう」と同氏は述べる。ブラウンシュタイン氏はドイツ銀行が成功すれば、株価は現在の有形純資産額の30%未満に対して、欧州の他行と同水準の約75%に上昇するだろうと見ている。それは株価が倍以上になることを意味する。

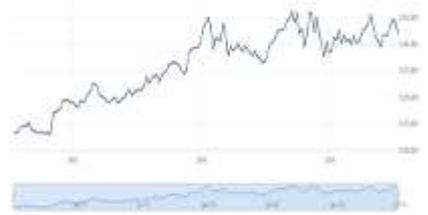
JPMorgan Chase & Co. (JPM)



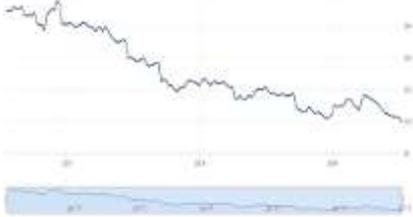
Blackstone Group Inc. (BX)



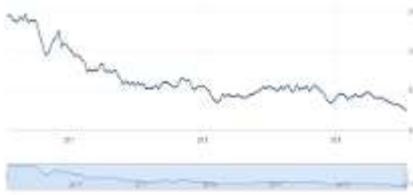
Berkshire Hathaway Inc. Cl A (BRK.A)



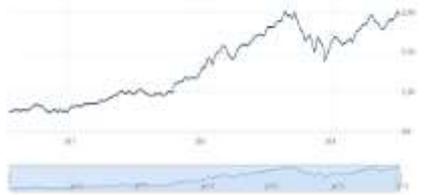
Bed Bath & Beyond Inc. (BBBY)



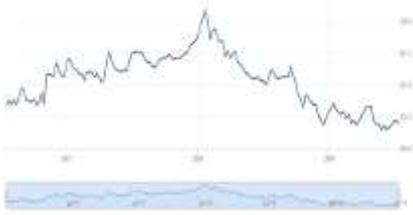
Southwestern Energy Co. (SWN)



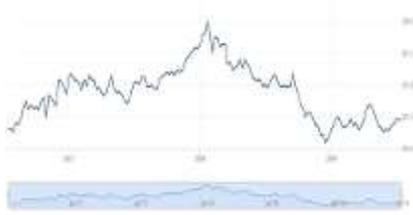
Amazon.com Inc. (AMZN)



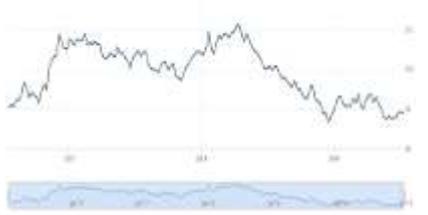
UBS Group AG (UBS)



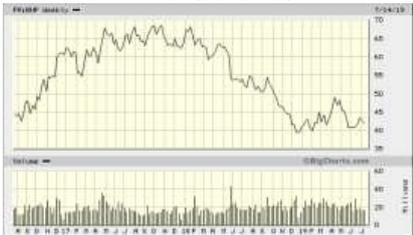
Credit Suisse Group AG ADR (CS)



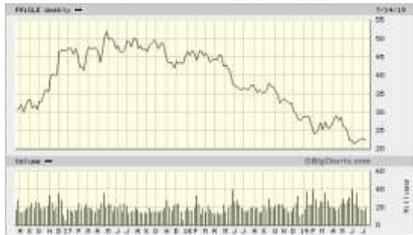
Barclays PLC ADR (BCS)



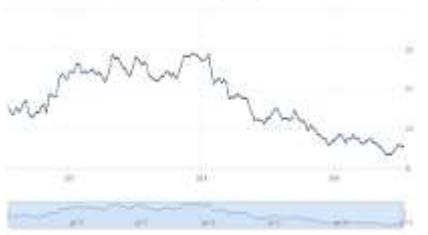
BNP Paribas S.A (FR:BNP)



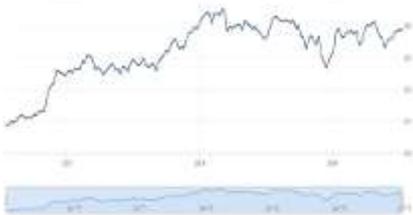
Societe Generale S.A (FR:GLE)



Deutsche Bank AG (DB)



Bank of America Corp. (BAC)



チャートは3年

By ANDREW BARY  
(Source: Dow Jones)

## 8. Chipotle Is Back on Top With a Few Lessons Learned 奇跡の復活 追いつめられたファストカジュアルチェーンはいかに復活したのか

【チポトレ】

### ■ あれから2年

チポトレ・メキシカン・グリル (CMG) の人気、そして株価が戻ってきた。ブリトーをはじめとするメキシカンのファストカジュアル (新鮮な食材を使うファストフード) チェーンであるチポトレは本誌も予想できなかった驚異の復活劇を果たし、上場来高値を先週更新。年初より約73%高い746.52ドルで週の取引を終えた。



米国各地の店舗で大腸菌による集団食中毒が発生してから、2年も経っていない。当時の最高経営責任者 (CEO)、スティーブ・エルス氏が問題終結を宣言した2017年7月の決算説明会では「食の安全」という言葉が20回も出た。

しかし、その後チポトレが衛生問題で紙面をにぎわせることはなくなり、同社は新鮮さと質を強調するマーケティングに回帰している。外食コンサルタントのアーロン・アレン氏は、「食品サービス業界史上屈指の食の安全性問題に見舞われながらも、チポトレは見事に立ち直った」と評価する。

復活劇の要因は何だろうか？ ネット注文・宅配や新ロイヤルティープログラムも顧客の確保や維持に役立ったが、今日の外食産業では当たり前のサービスだ。

メニューはどうだろうか？ これまでドリンクに力を入れることはなかったが、炭酸水のサンペレグリーノやメキシカンコーラの販売を全米で開始。また、肉メニューとしてカルネアサダ (メキシコ風の薄切りステーキ) の提供を年内に始める見通しだ。既存メニューについても、サッカー女子ワールドカップを制したアメリカ代表選手たちの好きなメニューを薦めるネット限定プロモーションを実施。とにかく、商品を大きく変えることなく顧客をつなぎ止めようとしている。

最新状況は今週の決算説明会で発表される見込みだが、ジャック・ハーティング最高財務責任者 (CFO) は今週、本誌にこう述べている。「主要な取り組みの多くは、まだ初期段階。売り上げを伸ばしていけるよう、今後長年にわたり注力していく」。

### ■ 高い新商品導入のハードル

1年と少し前、ナチョスやケサディーヤなどの追加メニューの候補を試す試食会に参加した。それなりに注目されたイベントだったが、いまだ両方とも全国展開されておらず、その見通しも立っていない。

新メニューを加えるよりも、ブリトー、タコス、ボウルという既存のオーダーメイドメニューをしっかりと提供することを重視するようだ。「人は、あまり冒険しようとしな。『どうしたらチポトレにもっと来てくれるか』と客に聞くと、大体『いつものメニューが大きく進化すれば』という答えが返ってくる」と最高マーケティング責任者のクリス・ブラント氏言う。

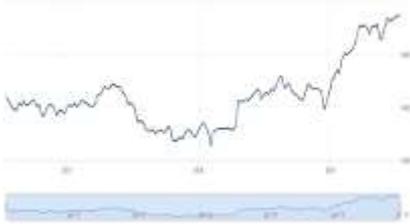
チポトレは昨年、同業のタコベルからブライアン・ニコール氏を新CEOとして引き抜いた。同氏はタコベルからドリトス・ロコス・タコスなどを持ち込んだが、この業界はそう簡単ではない。ブラント氏によると、チポトレでは人気を証明できること、採算が取れること、製造ラインに問題を生じさせないことが新メニュー導入の条件だ。この三つをクリアするのは簡単ではなく、ナチョスとケサディーヤもこの壁に阻まれて再考を迫られている。

多くの外食チェーン店は、ここまで慎重ではない。スターバックス（SBUX）は2008年、大々的に宣伝した朝食サンドイッチの提供を中止した。「店舗内に漂う温かいサンドイッチの匂いは、客をつなぎ留める上で重要なコーヒー体験の鍵であるコーヒーの香りを邪魔する」。当時苦戦していた同社に戻ったハワード・シュルツ CEO は、こう語っている。

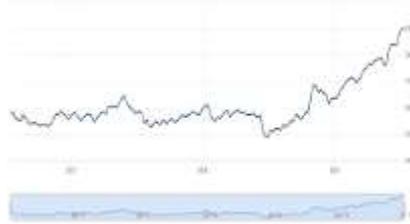
チポトレにとっても、顧客を維持する上で重要なのは原点を大事にすることだ。今年第1四半期の既存店売上高は9.9%増。ハンバーガーのファストカジュアルチェーンであるシェイクシャック（SHAK）は1.7%にとどまった。増収の要因は注文数の増加と価格の引き上げ。ケソ（チーズソース）が売り上げを押し上げたこともあったが、今は語られることもほとんどない。

創業当初に売れる商品を開発できたチポトレでは、オリジナルメニューが売れ続けている。食の安全さえ守り続けられれば、業績は勝手に伸びていくだろう。

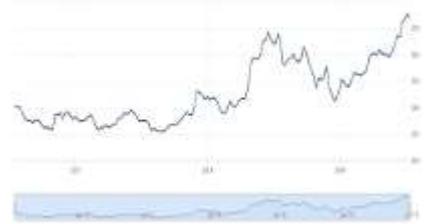
Chipotle Mexican Grill Inc. (CMG)



Starbucks Corp. (SBUX)



Shake Shack Inc. CIA (SHAK)



チャートは3年

By DAVID MARINO-NACHISON  
(Source: Dow Jones)

## 9. A Fund for Long-Term Dividend Growth 配当成長株ファンド 持続的な配当の成長が長期的なリターンにつながる

【インカム投資】

### ■ 過去20年で上位10%の運用成績

トム・フーバー氏は、過去20年にわたり T.ロウ・プライス・ディビデンド・グロース・ファンド（PRDGX）のかじ取りをし、さまざまな市場環境のもとで一貫した運用成績を上げてきた。同ファンドの過去15年間の利回りは年率9.56%であり、モーニングスターによる米国大型株ブレンドカテゴリーのランキングでは上位10%に入り、同期間の競合ファンドの平均パフォーマンスを1.25%ポイント上回っている。



2000年から同ファンドを運営してきたフーバー氏は「今、投資家が直面している問題は、グロース株か、それともバリュー株かという昔からの命題だ。もう何年もの間、グロース株やモメンタム株のパフォーマンスがバリュー株を上回っているが、両者のバリュエーションは開き過ぎたのではないかと語る。上場投資信託（ETF）であるiシェアーズ・ラッセル1000バリューETF（IWD）の予想株価利益率（PER）は約15倍で、ラッセル1000グロース指数のPERは約23倍近くだ。

### ■ T.ロウ・プライスの投資先

フーバー氏のファンドは、配当成長率が高い企業への資金配分を大きくしている。ポートフォリオの直近の配当成長率は11.2%で、S&P500指数の配当成長率である8.6%を上回っている。同ファンドの現在の配当利回りはS&P500指数の配当利回り2%と同水準だ。

だがフーバー氏は、逆イールドカーブ化と、その先に予想される貸し倒れの増大に対する懸念から株価が低迷してはいるものの、金融株にも相応の投資価値があると考えている。6月30日現在、同ファンドの3番目に大きい投資先はJPモルガン・チェース(JPM)であり、その配当利回りは3.1%だ。金融データ・ソフトウェア会社ファクトセットによると、同行の株価は2019年度1株当たり利益(EPS)のコンセンサス予想である10.09ドルの11.3倍で、過去5年間の平均である11.8倍を下回っている。JPモルガン他、多くの大手銀行の資本計画が、米連邦準備制度理事会(FRB)が定めるストレステストである包括的資本分析およびレビュー(CCAR)を経て6月末に承認された。JPモルガンはFRB承認の直後、「四半期配当を12.5%引き上げ90セントとする。さらに今後12カ月間について最大294億ドルの自社株買いが承認された」と発表した。

**Steady Growth**

The top six holdings of the T. Rowe Price Dividend Growth fund.

Company / Ticker	Recent Price	Div Yield	Market Value (bil)	1-Year Return
Microsoft / MSFT	\$137.08	1.30%	\$1,000	31.50%
Visa / V	179.31	0.6	392.0	29.3
JPMorgan Chase / JPM	115.12	3.1	373.4	7.3
Danaher / DHR	139.83	0.5	100.1	41.2
UnitedHealth Group / UNH	284.68	1.8	251.5	7.3
Pfizer / PFE	42.85	3.4	238.3	17.7

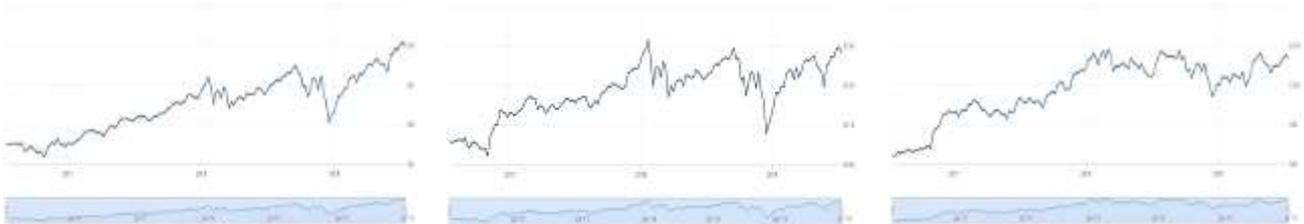
Note: stock data as of July 16. Top six holdings as of June 30.  
Sources: FactSet, Morningstar

T.ロウ・プライス・ディビデンド・グロース・ファンドの投資先全ての配当利回りが高いわけではない。産業機器メーカーであるダナハー(DHR)の配当利回りは0.5%と低く、米医療保険・管理医療サービス大手のユナイテッドヘルス・グループ(UNH)の配当利回りも1.6%で、S&P500指数の平均である約2%を下回っているが、「長期にわたる安定した増配の実績が重要だ。両社とも一貫して増配を続けている。」とフーバー氏は言う。ユナイテッドヘルスは6月に、四半期配当を1株当たり90セントから1.08ドルへ、20%引き上げると発表した。ダナハーは年初に四半期配当を1セント(6%)引き上げ、1株当たり17セントとしている。同社の株価は1年間で約40%上昇している。

■ 過去の利下げと配当株のパフォーマンスは

連邦公開市場委員会(FOMC)が月末の会合で、大方の予想通り利下げを決定すれば、利回りの高い資金運用先を探す投資家にとって、配当株の相対的な魅力が上昇するだろう」とフーバー氏は期待する。ネッド・デービス・リサーチのエド・クリソルド氏とロブ・アンダーソン氏は先月のレポートで、1970年代半ば以降、「FRBが利下げした最初の年は、有配株が無配株をアウトパフォームしている」と述べている。両氏によれば、利下げの1年後、S&P500指数の中の有配株は無配株を5%アウトパフォームした。両氏はさらに、配当利回りが高い株と配当成長率が高い株の株価推移を調査している。その分析によると、FRBの利下げ後しばらくの間は、配当成長率の高い株の方がアウトパフォームするが、12か月が経過する頃には両者の差はなくなっていた。

T Rowe Price Dividend Growth Fund (PRDGX)    iShares Russell 1000 Value ETF (IWD)    JPMorgan Chase & Co. (JPM)



Danaher Corp. (DHR)

UnitedHealth Group Inc. (UNH)

チャートは3年



By LAWRENCE C. STRAUSS  
(Source: Dow Jones)

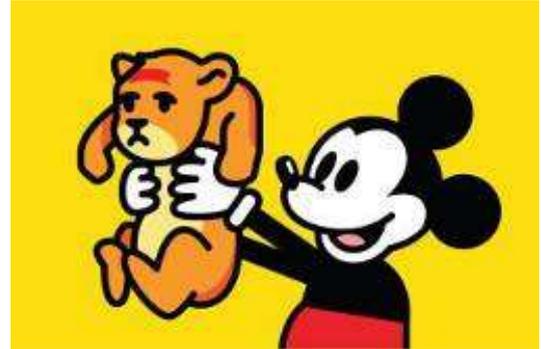
10. Preview 今週の予定

【経済関連スケジュール】

ディズニーの好調な興行収入の裏には方程式あり

■ ロー・リスク、ハイ・リターンのは、人気作の続編やリメイク

1994年に製作されたアニメーション映画のリメイク版、「ライオン・キング」が19日に全世界で公開されたが（日本は8月9日予定）、チケット売り場でライオンが唸り声をあげそうな勢いだ。公開初日、中国では5470万ドルの興行収入を記録した。これは、同じようにアニメから実写にリメイクされた「ジャングル・ブック」（2016年）や「美女と野獣」（2017年）を超えるものだ。両作品の興行収入は、中国での公開初日で4000万ドル以上をあげ、全世界の総収入は22億ドル以上を記録している。



「ライオン・キング」は、ディズニーのロー・リスク、ハイ・リターンの手法を象徴する作品だ。つまり、人気シリーズの続編か、クラシック作品のリメイクのどちらかだ。この手法で作られた2019年の作品には、「アラジン」や「ダンボ」の実写版、「スター・ウォーズ」の次回作、さらには「トイ・ストーリー4」、「アナと雪の女王 2」、「アベンジャーズ/エンドゲーム」などがあり、加えて1959年制作「眠れる森の美女」のスピノフで、2014年制作の「マレフィセント」の続編も予定されている。

この戦略のおかげで、ディズニーの2018年の興行収入は73億ドルに達した。2018年の全世界興行収入上位5作品中、ディズニーによる作品は「アベンジャーズ/インフィニティ・ウォー」、「ブラックパンサー」、「インクレディブル・ファミリー」の3作品を占めた。さらに、全世界のチケット販売上げの約20%をディズニー作品が占めている。

一方で、ディズニーが2018年に買収した21世紀フォックスは、概ね従来の映画作りの方法をとる。「X-MEN」シリーズの続編で、巨額の予算を投じた「X-MEN:ダーク・フェニックス」は大失敗に終わった。この夏公開される「スチューバー」や「アート・オブ・レーシング」は、制作費もディズニーと比べるとわずかで、興行成績もさほど期待されていない。

劇場公開を見逃したとしても、「ライオン・キング」はすぐにストリーミングのラインナップに加わるだろう。ディズニーが年内にストリーミング・サービスのディズニー・プラスを立ち上げたら、追加料金で視聴可能になるに違いない。

By NICHOLAS JASINSKI

■ 今週の予定

7月22日（月）

- ・ シカゴ連銀が6月全米活動指数を発表。0.10となる見込み（5月はマイナス0.05）。
- ・ 油田開発サービス会社ハリバートン（HAL）、鉄鋼メーカーのスチール・ダイナミクス（STLD）、健康・ヘルスケア関連持ち株会社 GNC ホールディングス（GNC）、銀行持ち株会社ザイオンズ・バンコープ（ZION）などが四半期決算を発表。

7月23日（火）

- ・ 連邦住宅金融庁（FHFA）が5月の住宅価格指数を発表。前月同様、0.4%上昇の見込み。
- ・ 全米不動産協会（NAR）が6月の中古住宅販売戸数を発表。予想は季節調整済み年率換算で533万戸（5月は534万戸）。
- ・ メッセージアプリ「スナップチャット」を運営するスナップ（SNAP）、人材紹介サービスのロバート・

ハーフ・インターナショナル (RHI)、クレジットカード大手ビザ (V)、金融持ち株会社ディスカバー・ファイナンシャル・サービス (DFS)、レストランチェーンのチポトレ・メキシカン・グリル (CMG)、家電大手ワールプール (WHR)、飲料大手コカ・コーラ (KO)、複合企業ユニテッド・テクノロジーズ (UTX)、軍用航空機・宇宙関連機器大手のロッキード・マーチン (LMT)、オートバイメーカーのハーレーダビッドソン、(HOG)、損害保険持ち株会社トラベラーズ (TRV) がコンファレンス・コールを開催。

- ・国際通貨基金 (IMF) が「世界経済見通し」を発表。

7月24日 (水)

- ・米勢調査局が6月の新築住宅販売戸数を発表。コンセンサスは季節調整済み年率換算で65万戸 (5月は62万6000戸)。
- ・2016年米大統領選でのロシア干渉疑惑を捜査したロバート・モラー特別検察官が下院議会で証言。議員による質問時間を確保するために、1週間延期されていた。
- ・電気自動車メーカーのテスラ (TSLA)、ドイツ銀行 (DB)、通信大手 AT&T (T)、貨物運送大手ユニテッド・パーセル・サービス (UPS)、製薬大手グラクソ・スミスクライン (GSK)、ホテルチェーン経営大手ヒルトン・ワールドワイド・ホールディングス (HLT)、航空機大手ボーイング (BA)、大手 SNS 企業のフェイスブック (FB)、自動車メーカーのフォード・モーター (F) が四半期決算を発表。

7月25日 (木)

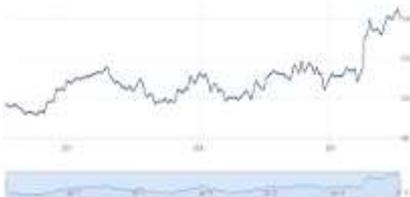
- ・欧州中央銀行 (ECB) が政策理事会を開催。主要政策金利が現在のマイナス 0.4% から引き下げられるか、9月の利下げが示唆されると見られる。当局者は、金利引き下げあるいは債券購入プログラム再開の可能性を示唆している。
- ・格安航空大手のサウスウエスト航空 (LUV)、地域航空会社のアラスカ航空グループ (ALK)、格安航空会社のスピリット航空 (SAVE)、グーグルの親会社アルファベット (GOOGL)、オンライン小売り大手アマゾン・ドット・コム (AMZN)、製薬大手ブリストル・マイヤーズ・スクイブ (BMY)、自動車用品販売オライリー・オートモーティブ (ORLY)、統合型リゾート運営大手 MGM リゾーツ・インターナショナル (MGM) が投資家向けコンファレンス・コール開催。
- ・6月の耐久財受注発表。新規受注は 0.65% 増になる見込み (5月は 1.3% 減)。輸送関連を除く新規受注は 0.2% 増となる見込み (5月は 0.45% 増)。

7月26日 (金)

- ・米国の 2019 年第 2 四半期国内総生産 (GDP) 速報値を発表。予想成長率は年率換算 1.8% で、第 1 四半期の 3.1% を下回る。
- ・消費財メーカーのコレゲート・パルモリブ (CL)、ファストフード・チェーン大手マクドナルド (MCD)、エネルギー大手フィリップス 66 (PSX)、ソーシャルメディア企業ツイッター (TWTR)、金融サービス会社プリンシパル・ファイナンシャル・グループ (PFG) が四半期決算を発表。

Walt Disney Co. (DIS)

チャートは3年



By ROBERT TEITELMAN and PAULINE YUELYS  
(Source: Dow Jones)

## 2019年 特集記事年間予定表

## Special News Reports

### January

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

### February

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

### March

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

### April

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

### May

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

### June

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

### July

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

### August

5 ETF Feature  
19 Technology

### September

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

### October

7 Fund Quarterly  
14 ETF Feature  
21 Big Money Poll

### November

4 ETF Feature  
11 Technology

### December

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



## THIS WEEK'S MAGAZINE

### BARRON'S COVER

#### 1. SoftBank: The Biggest Bet on Tech

On a sum-of-the-parts basis, the shares are arguably priced as much as 50% below the Japanese company's underlying asset value.

### FEATURE

#### 2. FedEx Stock Could Deliver a 33% Total Return

The package-delivery giant is profiting from the growth of e-commerce and a reduction in spending. Here's what investors are missing.

### FEATURE

#### 3. Aiming Higher on Target's Stock

The retailer has spent heavily to bolster its web operations and keep prices low, and this has started to pay off. Yet its shares still look undervalued.

### FEATURE

#### What to Watch Out For When Buying an Annuity

The insurance business has largely cleaned up its act when it comes to its annuity products, but they are still complicated products. It's easy to make a mistake, and unfortunately it's easy for unsavory salespeople to take advantage of you. What to watch out for.

### FEATURE

#### The Top 100 Annuities—and How to Choose the Best for You

The insurance industry has made an effort to create better annuities. There's been progress, but these are still very complicated products. Barron's took a broader look at the industry this year, evaluating new products and how payouts differ between men, women, and joint life spans, resulting in double the number of annuities ranked.

### FOLLOW UP

#### Gold and Gold Mining Stocks Are Appealing as Interest Rates Fall

The metal tends to do well when inflation-adjusted interest rates are low

### FEATURE

#### Fight the Fed With These Three Regional Bank Stocks

The possibility of interest-rate cuts by the Federal Reserve is pressuring regional bank stocks—some unfairly so, if you know what to look for.

### THE ECONOMY

#### No, Sen. Warren, Germany Is Not a Model for the U.S.

The Massachusetts Democrat wants America to emulate German trade policy. A new report from the International Monetary Fund, showing how Germany's big trade surplus came at the expense of workers, suggests she should find another country to emulate.

### MUTUAL FUND PROFILE

#### Masters of Emerging Market Debt

Eric Stein and Michael Cirami, Eaton Vance's co-directors of global income, are still bullish on emerging markets—and they have a knack for finding good opportunities early in the game.

### INTERVIEW

#### 4. Roche, Thermo Fisher, Novocure and Other Stocks a Top Health Sciences Investor Likes Now

Ziad Bakri, manager of the top-performing T. Rowe Price Health Sciences fund, owns everything from cutting-edge biotech stocks to managed-care companies.

### FUNDS

#### Frontier Markets Are on Sale — but It Could Be a Wild Ride

The asset class is cheap. Much of it is insulated from trade frictions. And countries such as Sri Lanka, Argentina, and Vietnam could benefit from lower U.S. interest rates.

### THE TRADER

#### 5. Stock Market Gauges Barely Budge as Fed Decision Looms

### TRADER EXTRA

#### 5. Consumer Spending Is Driving the Bull Market

Consumer spending has been strong and looks to continue that way.

### TRADER EXTRA

#### Is the Fat Premium on Fintech Shares Justified?

Fintech companies, the digital conduits that sit between banks, businesses, and consumers, continue to outpace traditional banking names.

### TECHNOLOGY TRADER

#### 6. Netflix's Problems Have Only Just Begun

### STRIKING PRICE

#### Beyond Meat Stock Could Spike After Earnings. Here's How to Play It.

### UP AND DOWN WALL STREET

#### 7. Why Stocks Are Still the Best Investment, Even After a 10-Year Run

### STREETWISE

#### 8. Chipotle Is Back on Top With a Few Lessons Learned

### CURRENT YIELD

#### Jim Grant: The Big Flaw in Ph.D-economics

### INCOME INVESTING

#### 9. A Fund for Long-Term Dividend Growth

### EMERGING MARKETS

#### Mexico Just Fired Its Finance Minister. Real Bond Yields Are 4%. Proceed With Caution.

### COMMODITIES CORNER

#### Low Prices Boost Hopes for Natural Gas

### INTERNATIONAL TRADER - EUROPE

#### Germany's Strong Stock Market Belies Its Weakening Economy

### MAILBAG

#### Letters to the Editor

### REVIEW

#### The Power of 5G Will Benefit Disney and Electronic Arts. A Brooklyn Car Race Shows How.

### PREVIEW

#### 10. Disney's Box-Office Formula: Big-Budget Sequels and Reboots

『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22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](mailto:info@exetrust.co.jp)

ご契約・システムに関すること : [barrons@grp.jiji.co.jp](mailto: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