

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 November 11

1. **Honeywell's Digital Makeover Bodes Well** デジタル革命は見通し良好→ P.2 【ハネウェル】
ビッグデータの力を活用して再び成長企業に
2. **78 Stocks in the S&P 500 Don't Pay a Dividend** S&P500 指数の無配銘柄→ P.5 【配当】
配当株の人気の高まる中、配当を開始してしかるべき S&P500 指数構成企業
3. **The Aramco IPO Isn't a Great Deal for Investors** 新規株式公開→ P.10 【サウジアラムコ】
膨大な確認原油埋蔵量と配当水準は魅力的だが成長性やガバナンスは不透明
4. **It's Showtime for Streaming** ストリーミングの世界は今や見せ場→ P.12 【インタビュー】
ストリーミングサービス乱立の行方はどうなるか
5. **The Trader** 海外市場に目を転じるべきか→ P.14 【米国株式市場】
割高感のある米国株よりもユーロ圏や日本の株式市場が有望との見方も
6. **How a \$16 Billion Vanguard Fund Finds High-Yield Bonds** 狙いどころ→ P.17 【ファンド】
160 億ドル規模バンガードファンド、ジャンクでない高利回り債の見つけ方
7. **Up and Down Wall Street** 好調な株式市場の陰で→ P.18 【コラム】
リスクオフ・モードからのシフト 政治的信条と運用パフォーマンス
8. **It's Time for Uber to Cut Its Losses** ウーバーが進むべき道→ P.21 【ハイテク】
赤字削減は待ったなし、周辺事業を合理化して中核のライドシェア事業に注力せよ
9. **The Secret to Picking Winning Stocks** 銘柄選びの極意→ P.22 【銘柄選択】
名前で選ぶより有効な銘柄選択手法は？
10. **Preview** 今週の予定→ P.25 【経済関連スケジュール】
中国「独身の日」の規模は、ブラック・フライデーをはるかに凌ぐ

※ 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. Honeywell's Digital Makeover Bodes Well デジタル革命は見通し良好 【ハネウェル】 ビッグデータの力を活用して再び成長企業に

■ 資本財メーカーからソフトウェア会社へ転換

複合企業ハネウェル・インターナショナル (HON) は、世界最大の資本財企業の一つである。しかし、間もなくそうではなくなるだろう。ダリウス・アダムチク最高経営責任者 (CEO) が、幅広い製品を手掛ける資本財メーカーから、セールスフォース・ドットコム (CRM) や SAP (SAP.ドイツ) のような法人向けソフトウェア企業への転換を図っているためだ。同社は現在、生産性向上や維持管理コスト削減のためのソフトウェアを開発している。株価は約 180 ドルだが、今後 1 年で 200 ドルに達する可能性がある。同社は引き続き、長期的に見て優良なグロース銘柄である。



ハネウェルの計画はそれほど奇妙なものではない。今日ではあらゆる資本財企業が「デジタル戦略」を策定しており、第 4 次産業革命やインダストリアル IoT (産業用モノのインターネット、IIoT) といった用語も一般的になってきた。新たな事業機会は数十億ドルに上る。例えば、ハネウェルによれば、航空会社が同社の最適化アプリを使用することで燃料消費を 2%削減できるという。米国の航空業界だけでも昨年の燃料費は約 400 億ドルに及ぶため、2%だけでも世界全体では数十億ドルの節約効果がある。

アダムチク CEO は本誌に次のように語った。「当社は長年にわたって工場、航空機や倉庫のコントロールを手掛けてきた。何かをコントロールするためには、さまざまなセンサーや製品と接続していなければならない。従って、IIoT への取り組みは既に半分以上進んでいるようなものだ」

ソフトウェア中心の戦略が成功するかはまだ不明だが、好調の兆しは見られる。第 3 四半期までの 12 カ月間のソフトウェア売上高は 40 億ドルで、うち 15 億ドルが新規 IIoT アプリケーションによるものだった。ハネウェルによれば、過去 12 カ月の増収率は 10%台に上る。アダムチク CEO は、当面の間、ソフトウェア事業を 2 桁台のペースで拡大することを目標としている。

ハネウェルがソフトウェア企業を目指す理由は分かりやすい。同社の時価総額は 1200 億ドル以上で、資本財企業としては巨大だが、絶対的にみればそれほど大きくはない。設立 100 年を超える同社の時価総額は、設立 20 年のセールスフォースに追い抜かれており、法人向けソフトウェア業界の重鎮であるオラクル (ORCL) や SAP に比べてかなり小さい。

ただ、ソフトウェア事業は依然としてハネウェルの売上高全体の約 10%を占めるにすぎない。ポテンシャルは大きい、戦略として成功する保証はない。そのことは、IIoT による企業変革に賭けた GE の危機を見れば明らかだ。また、ハネウェルの株価は長年にわたって上昇しているため、まだ上値余地があるかは分からない。過去 5 年の上昇率は、ダウ工業株 30 種平均 (NY ダウ) の 57%に対してハネウェルは 96%である。

■ さまざまなシステムを統合する「フォージ」

ハネウェルの航空機部門は売上高全体の 37%を占め、航空機用の電子部品や補助電力ユニットを製造する。安全・生産性ソリューション部門は産業自動化を手掛けており、安全機器やコンベヤー、自動化ソフトウェアなどを開発している。高機能素材・技術部門は精製所や化学工場向けに触媒を提供する。ビルディング・テクノロジーズ部門は、悪天候や火災などに備えて商業ビルをコントロールするためのシステムを開発している。

ハネウェルの航空機部門本社を訪問すれば、同社が単なる資本財企業ではないと知ることができる。そこはハードウェアとソフトウェアが出会い、未来が生まれる場所である。同社の滑走路には、テスト機であるボーイング 757 が配管や電線などをむき出しにした状態で停まっている。座席の代わりに設置されたコンピューターは、天候やエンジン出力、機体性能などを追跡する。航空機の内部には、物理的な世界とデジタル世界をつなぐ技術が詰まっている。

Honeywell's Climb

Honeywell's software strategy may boost the stock price

HON・NYSE



Source: FactSet

今や、未来にとって重要なのはデータである。この場合、具体的には航空機から発生するデータだ。同社のソフトウェア統括部署でバイスプレジデントを務めるジョン・ピーターソン氏は、「当社はデータサービスを支えるネットワークを構築しており、ソフトウェアは得意分野だ。さらに、航空分野では当社の製品が大量に稼働している」と語る。同社のさまざまな事業に共通点があるとすれば、それは膨大な量のデータを生み出す点だ。このデータを収集、測定、分析することで、事業の効率性を高められる。

ハネウェルのソフトウェア事業の中心には、ハネウェル・フォージというプログラムが存在する。フォージは、ハネウェルや顧客からデータを収集し、そのデータを分析して、非効率な部分や潜在的な問題を事前に発見することができる。ビルディング・テクノロジー部門 CEO のビマル・カプール氏は次のように語る。「例えば建物にはさまざまなシステムが存在し、いずれもサプライヤーが違う。フォージはシステムのためのシステムだ。全てをクラウドに接続することで、データを統合し、稼働率と信頼性を高めることが可能となった」

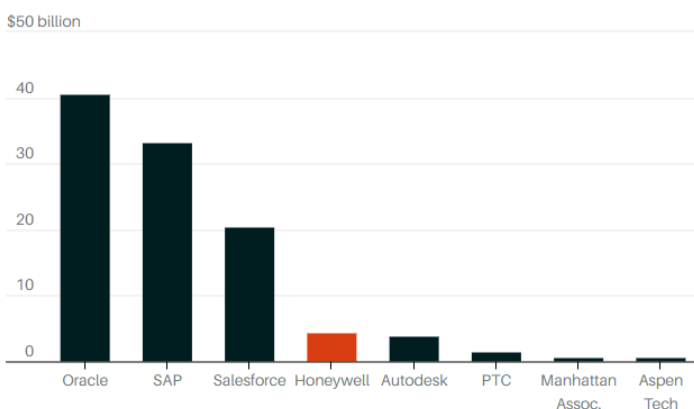
■ 自社の得意分野に集中

ハネウェルは、自社が既に専門知識を持っている業界に絞ってソフトウェアソリューションを販売している。同社が開発する専門ソフトウェアは、マイクロソフト Office や SAP などの汎用ソフトウェアとは異なり、特定の業界向けに機能がカスタマイズされている。ハネウェルのソフトウェア事業が単独の企業だった場合、同社は世界最大級の専門ソフトウェア企業となる。ハネウェルのソフトウェア売上高の伸びは 10% 台で、専門ソフトウェア業界全体の伸び（本誌推定で 2020 年は約 9%）を上回る。

株式市場では、汎用ソフトウェア企業と同様に専門ソフトウェア企業も好まれている。本誌が確認した専門ソフトウェア企業 16 社の 2020 年株価売上高倍率は平均 5.9 倍だった。一方、本誌の計算では、汎用ソフトウェア業界の 2020 年株価売上高倍率は 6.6 倍である。ソフトウェア業界のバリュエーションをハネウェルのソフトウェア事業に適用すると、その価値は約 250 億ドルとなる。

Digital Strategy

Where Honeywell ranks among select software companies, by estimated 2020 sales



Source: FactSet

あらゆる資本財コングロマリットは、利益率が高いソフトウェアビジネスのポテンシャルを認識している。ドイツのシーメンス（SIE. ドイツ）は、2017 年に設計ソフトウェア企業メンター・グラフィックスを 45 億ドルで買収した。フランスのシュナイダー・エレクトリック（SU. フランス）も、2018 年に法人向けソフトウェア企業のアベバ・グループを傘下に収めた。それでも、こうした華々しい買収が、フォージのような理にかなった IIoT 戦略となり得る保証はない。

ピーターソン氏は、IoT の世界で起きていることを次のように説明する。「セールスフォース・ドットコムを思い出してほしい。われわれは皆、以前は別々の（顧客関係管理）ツールを使用していたはずだ」。セールスフォースはイノベーションや規模拡大を実現し、顧客関係ソリューションの主力プロバイダーとなった。これと同じことを、ハネウェルは産業最適化アプリケーションによって実現できると考えているという。

ハネウェルの 2020 年の予想株価収益率（PER）は 20.4 倍で、S&P500 指数の他の構成銘柄に対して 20%のプレミアムとなっている。

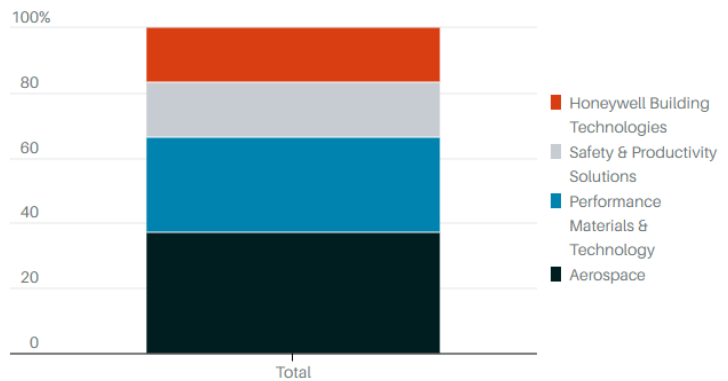
従って、同社はバリュー銘柄ではなく、割安なグロース銘柄とみるべきだろう。配当利回りは 2%である。過去 5 年間のハネウェルの増益率は年間約 9%で、S&P500 指数を 3%ポイント上回る。アナリストは今後数年の増益率も年間 9%ほどと予想している。さらに、ほとんどの業績予想では、ソフトウェア売上高の増加による利益率の上昇余地を織り込んでいない。

ハネウェルのソフトウェア事業がうまくいけば、同社の株価は大幅に上昇する可能性がある。同社の野心が完全には成就しなかった場合でも、高い市場シェアと堅実な利益率を有する資本財事業の優良な資産が残る。しかし、ソフトウェアの売上高が 40 億ドルに上り、2 桁%台の成長率が予想されることを考えると、投資家はこの新たな資産についても考慮すべきだろう。

Industrial Size

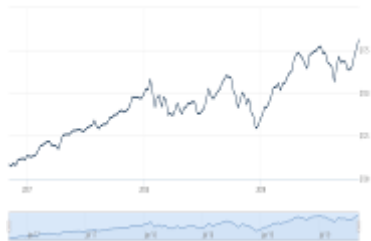
Honeywell's business divisions ranked by sales in the past four quarters

Honeywell Business Segments



Source: Company reports

Honeywell International Inc. (HON)



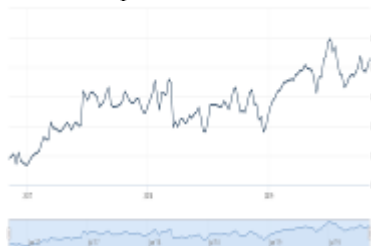
Salesforce.com Inc. (CRM)



SAP SE (SAP)



Oracle Corp. (ORCL)



General Electric Co. (GE)



Siemens AG (SIE)



Schneider Electric SE (SU)



チャートは 3 年

By AL ROOT
(Source: Dow Jones)

2. 78 Stocks in the S&P 500 Don't Pay a Dividend S&P500 指数の無配銘柄 【配当】 配当株の人気の高まる中、配当を開始してしかるべき S&P500 指数構成企業

■ 低金利環境下で配当を求める声が高まっている

投資家の間で配当株の人気の高まっているが、配当をせず、別の形の株主還元や事業投資に資金を充ててことを選ぶ企業も多い。

S&P500 指数構成企業のうち 78 社は、普通株に対して定期的に配当を支払っていない。著名な企業としては、バークシャー・ハサウェイ (BRK.B)、フェイスブック (FB)、ユナイテッド航空ホールディングス (UAL)、アマゾン・ドット・コム (AMZN) などが挙げられる。



近年では、配当利回りに対する需要が高まり、配当を支払っていない一部の企業に対して配当を求める声が大きくなっている。低金利環境が続いていることから、債券よりも配当株の方がインカム面で魅力的に見える。S&P500 指数の平均配当利回りは約 2% となっている一方、10 年物米国債の直近の利回りは約 1.9% と、昨年 11 月の 3.2% から低下している。

企業が配当を支払うか否かを決めるテンプレートはない。各社は、フリーキャッシュフローの乏しさ、債務負担の大きさ、より良い資金活用方法など、さまざまな理由を挙げる。受取配当金が課税対象となるため、税負担を抑えたい株主にとって魅力が低下するという点もある。さらに、投資家は継続的な配当を期待するようになるため、企業は安定して支払えると確信するまで、配当を開始しない傾向がある。

■ バークシャー・ハサウェイは長年の方針を転換すべきか

配当を実施しない企業の典型例は、バークシャー・ハサウェイだ。同社は 1967 年以来現金配当を発表していない。ウォーレン・バフェット氏は 2012 年の株主向けのレターで、「当社の株主は現在、これまで買収に使用した資金を自社株買いや配当に充てた場合と比較して、はるかに裕福になっている」と書いた。同氏はさらに、投資家が株式の一定割合を毎年売却することが配当を受け取るよりも効率的であると説明した。

コロンビア・スレッドニードル・インベストメンツでシニアポートフォリオマネジャーを務めるデビッド・キング氏は、バークシャー・ハサウェイが配当を開始するべき頃合いだと考えている。同社が最後にキャッシュによる大規模買収を行ってから、数年が経過していることも理由の一つだ。「同社は現金をため込んでおり、近いうちに考えられる買収機会をはるかに上回るキャッシュフローを生み出している」と同氏は指摘する。9 月 30 日現在、バークシャー・ハサウェイの現金残高は約 1280 億ドルだった。2% の配当利回りを実現すると、直近の株価では 1 株当たり 4.42 ドル、合計約 61 億ドルが支払われることになる。

■ 成長投資を志向するフェイスブックとグーグル

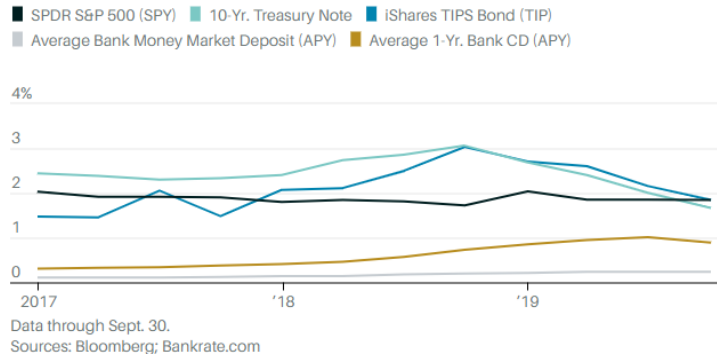
ハイテク企業を中心とする一部の成長企業は、資金を他社の買収や設備投資の拡大により多く充てると考えている。フェイスブックとグーグルの親会社アルファベット (GOOGL) が良い例だ。ソーンバーク・インベストメント・インカム・ビルダー・ファンド (TIBAX) の共同マネジャーを務めるベン・カービー氏は、両社は既に「株主が配当を受け取ってしかるべき段階に来ており、配当支払いを通じて経営陣に規律ある資本管理を課すべき段階にある」と述べる。

しかし、フェイスブックは第 3 四半期の決算報告書において、予見可能な将来に現金配当を支払う意図はなく、将来収益は事業の運営と拡大および自社株買いプログラムのために留保するとの計画を示している。

2019 年の 1～9 月で、フェイスブックはクラス A 普通株を約 30 億ドル相当買い戻した。9 月 30 日の時点で、同社は約 523 億ドルの現金、現金同等物、市場性のある有価証券を有していた一方、債務は極めて少なかった。2012 年以後、同社はメッセージアプリのワッツアップを 196 億ドル、VR デバイスのオキュラスを 22 億ドル、画像共有アプリのインスタグラムを 10 億ドルで買収している。2%の配当利回りを想定した場合、総額は約 110 億ドルとなる。一方、ファクトセットがアナリストを対象に調査したフェイスブックの 2020 年予想フリーキャッシュフローは 220 億ドルとなっている。

Searching for Yield

The dividend yield on S&P 500 stocks has become very competitive with bond yields. But 78 companies in the index, including Berkshire Hathaway and Facebook, offer no payouts. Many of them could, and perhaps they should.



アルファベットについては、ルース・ポラット最高財務責任者（CFO）が 2016 年に、「近い将来に配当を開始するつもりはない」という考えを以前に示した」と投資家に対して述べており、その方針は変更されていない。2019 年 1～9 月の間に、アルファベットは約 123 億ドル相当の株式を買い戻した。同社は約 1210 億ドルという巨額のキャッシュを抱えている一方、長期債務は 41 億ドルにとどまる。配当利回りが 2%であれば配当総額は約 160 億ドル、一方アナリストによる 2020 年の予想フリーキャッシュフローは約 360 億ドルとなっている。

なお、アップル（AAPL）、マイクロソフト（MSFT）、ネットワーク機器大手のシスコシステムズ（CSCO）など、配当金を支払っている大手ハイテク企業も多い。これら各社の配当利回りはそれぞれ 1.2%、1.4%、2.9%となっている。ただし、各社ともフェイスブック、アルファベット、アマゾンよりも古く、企業としてより成熟した段階にあることに留意すべきだろう。

■ 配当余力の感じられる各社

飲料大手でエナジードリンクを製造するモンスター・ビバレッジ（MNST）は、1990 年には上場しているものの、2018 年のアニュアルレポートによると「創業以来現金配当を実施しておらず、近い将来の現金配当も予定していない」。同社は、2019 年の 1～9 月で普通株を 4 億ドル近く買い戻した。しかし、同社は 9 月 30 日時点で負債が極めて少なく、約 13 億ドルの現金・短期投資を保有している。最近の株価に基づき、配当利回り 2%と仮定すると、配当は 1 株当たり 1.13 ドル、2020 年の予想フリーキャッシュフローの約半分に相当することとなる。

Passing on Payouts

These seven companies are among the 78 S&P 500 members that don't pay a dividend on their common stock.

Company/Ticker	Recent Price	Market Value (bil)	Cash (bil)	Long-Term Debt (bil)	Hypothetical Dividend At 2% Yield	Share Repurchases (bil)
Alphabet/GOOGL	\$1,291.44	\$890.9	\$121.2	\$4.1	\$25.83	\$9.1
Berkshire Hathaway/BRK.B	220.88	540.3	128.2	37.2	4.42	1.3
Boston Scientific/BSX	40.59	56.5	0.3	9.6	0.81	0.0
Facebook/FB	194.32	554.3	52.3	0	3.89	12.9
Monster Beverage/MNST	56.47	30.8	1.3	0	1.13	1.3
PayPal Holdings/PYPL	100.99	118.6	10.5	5	2.02	3.5
United Airlines Holdings/UAL	93.12	23.6	5.1	12.9	1.86	1.2

Cash and debt levels are for the latest reported quarter. Share repurchases are for the latest reported fiscal year. Stock prices as of Nov. 5. Long-term debt excludes lease obligations. Berkshire's long-term debt applies to its insurance and other businesses. Cash includes railroads, utilities, and energy businesses.
Sources: FactSet; company reports

多大な債務負担を抱える企業もある。医療機器メーカーのボストン・サイエンティフィック（BSX）は、負債削減に注力するため自社株買いプログラムを中断している。同社のマイケル・マホニー最高経営責任者（CEO）は 5 月のコンファレンスで、「今後の 3、4 年

間は、企業資金を賢明な M&A（合併・買収）や自社株買いに使用するつもりだ」と述べている。電子決済サービスのペイパル・ホールディングス（PYPL）も配当を支払っていない。同社のダニエル・シユルマン CEO は 10 月下旬、アナリストに向けて「資本配分に変更はない」と語った。重要な用途は買収で、2018 年 9 月にはスウェーデンの決済会社 iZettle AB を約 20 億ドルで獲得した。同社は自社株買いも実施している。ペイパルは直近で約 100 億ドルの現金・短期投資を保有する一方、長期債務は約 50 億ドルで、配当支払いの余力はあるように思われる。また、同社は今年の 1～9 月で、11 億ドル相当の自社株買いを実施した。配当利回り 2%であれば、配当額は 1 株当たり約 2 ドル、総額約 24 億ドルとなるが、これはアナリストの来年の予想フリーキャッシュフローの約半分に相当する。

Dividend Holdouts

These 78 companies, all members of the S&P 500, do not pay a dividend, preferring to buy back stock, make acquisitions, pay down debt or keep their powder dry. Some companies, such as Alphabet and United Airlines Holdings, do have the financial ability to pay one but chose not to.

Company/Ticker	Recent Price	Market Value	Hypothetical Dividend at 2% Yield
Abiomed/ABMD	\$217.54	\$9.82	\$4.35
Adobe/ADBE	289.29	140.04	5.79
Advanced Micro Devices/AMD	36.15	40.26	0.72
Akamai Technologies/AKAM	87.79	14.22	1.76
Alexion Pharmaceuticals/ALXN	107.23	23.73	2.14
Align Technology/ALGN	257.91	20.33	5.16
Alphabet/GOOGL	1291.44	890.94	25.83
Amazon.com/AMZN	1801.71	893.28	36.03
Ansys/ANSS	217.96	18.33	4.36
Arista Networks/ANET	188.78	14.42	3.78
Autodesk/ADSK	151.73	33.32	3.03
AutoZone/AZO	1151.06	27.43	23.02
Berkshire Hathaway/BRK.B	220.88	540.27	4.42
Biogen/BIB	292.18	52.72	5.84
Booking Holdings/BKNG	2025.43	86.10	40.51
Boston Scientific/BSX	40.59	56.54	0.81
Cadence Design Systems/CDNS	67.20	18.86	1.34
Capri Holdings/CPRI	34.09	5.17	0.68
CarMax/KMX	95.49	15.70	1.91
CBRE Group/CBRE	55.54	18.68	1.11
Celgene/CELG	107.69	76.64	2.15
Centene/CNC	51.84	21.45	1.04
Charter Communications/CHTR	473.25	101.64	9.47
Chipotle Mexican Grill/CMG	740.76	20.59	14.82
Copart/CPRT	82.25	19.10	1.65
DaVita/DVA	62.44	10.01	1.25
Discovery/DISCA	27.95	14.40	0.56
DISH Network/DISH	34.64	17.07	0.69
Dollar Tree/DLTR	113.28	26.80	2.27
Edwards Lifesciences/EW	232.41	48.47	4.65
Electronic Arts/EA	98.26	28.96	1.97
F5 Networks/FFIV	146.38	8.84	2.93
Facebook/FB	194.32	554.29	3.89
Fiserv/FISV	104.00	70.69	2.08
FleetCor Technologies/FLT	291.73	25.25	5.83
Fortinet/FTNT	91.64	15.67	1.83
Gartner/IT	157.73	14.11	3.15
Henry Schein/HSIC	67.73	9.96	1.35
Hologic/HOLX	48.11	12.86	0.96
IDEXX Laboratories/IDXX	264.15	22.66	5.28

ユナイテッド航空は、配当支払いが一般的な航空業界において例外的な存在だ。同業のデルタ航空 (DAL)、アラスカ航空グループ (ALK)、サウスウエスト航空 (LUV) などは配当を実施している。

ユナイテッド航空の直近の株価に基づくと、配当利回り 2%での配当額は 1 株当たり 1.86 ドル、総額約 4 億 7000 万ドルとなる。同社の株価はかなり割安で、2020 年の予想株価収益率 (PER) 約 7.5 倍と、5 年平均の 8 倍弱を下回っている。同社は、第 3 四半期だけで 3 億 6300 万ドルの自社株を買い戻した。ユナイテッド航空の年初来の株価上昇率は 11%と、アラスカ航空、デルタ航空、サウスウエスト航空を下回っている。配当があれば、もっと高く飛ぶことも可能だろう。

Company/Ticker	Recent Price	Market Value	Hypothetical Dividend at 2% Yield
IHS Markit/INFO	68.49	27.46	1.37
Illumina/ILMN	300.87	44.23	6.02
Incyte/INCY	84.13	18.12	1.68
Intuitive Surgical/ISRG	563.37	65.11	11.27
IPG Photonics/IPGP	153.10	8.12	3.06
IQVIA Holdings/IQV	139.89	27.14	2.80
Keysight Technologies/KEYS	104.12	19.53	2.08
Laboratory Corp. of America Holdings/LH	165.14	16.04	3.30
LKQ/LKQ	35.69	10.94	0.71
Mettler-Toledo International/MTD	714.40	17.58	14.29
Micron Technology/MU	48.68	53.89	0.97
Mohawk Industries/MHK	148.70	10.65	2.97
Monster Beverage/MNST	56.47	30.77	1.13
Mylan/MYL	17.79	9.18	0.36
Netflix/NFLX	288.03	126.23	5.76
Norwegian Cruise Line Holdings/NCLH	52.49	11.32	1.05
NVR/NVR	3390.44	12.53	67.81
O'Reilly Automotive/ORLY	433.72	32.84	8.67
PayPal Holdings/PYPL	100.99	118.58	2.02
Qorvo/QRVO	101.30	11.77	2.03
Regeneron Pharmaceuticals/REGN	332.60	36.55	6.65
salesforce.com/CRM	158.15	138.70	3.16
SVB Financial Group/SVB	239.53	12.35	4.79
Synopsys/SNPS	135.63	20.38	2.71
T-Mobile US/TMUS	81.47	69.70	1.63
Take-Two Interactive Software/TTWO	117.25	13.27	2.35
TransDigm Group/TDG	535.47	28.58	10.71
TripAdvisor/TRIP	40.98	5.71	0.82
Twitter/TWTR	29.81	23.14	0.60
Ulta Beauty/ULTA	245.42	14.44	4.91
Under Armour/UAA	17.90	7.71	0.36
United Airlines Holdings/UAL	93.12	23.56	1.86
United Rentals/URI	146.98	11.05	2.94
Varian Medical Systems/VAR	123.74	11.27	2.47
VeriSign/VRSN	186.56	21.90	3.73
Vertex Pharmaceuticals/VRTX	197.14	50.69	3.94
Waters/WAT	213.58	13.76	4.27
WellCare Health Plans/WCG	292.20	14.71	5.84

Data as of Nov. 5

Source: FactSet

Berkshire Hathaway Inc. Cl B
(BRK.B)



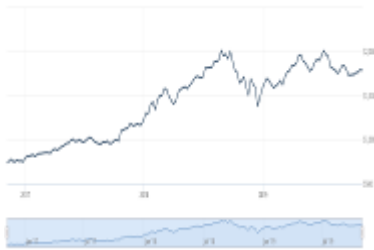
Facebook Inc. Cl A (FB)



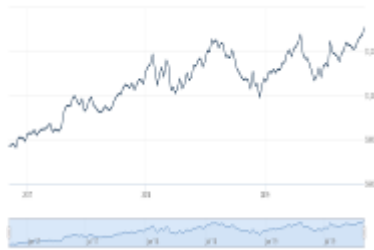
United Airlines Holdings Inc. (UAL)



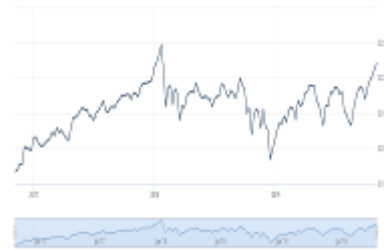
Amazon.com Inc. (AMZN)



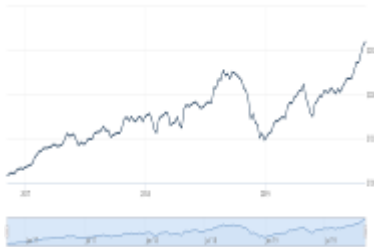
Alphabet Inc. Cl A (GOOGL)



Thornburg Income Builder Fund:A
(TIBAX)



Apple Inc. (AAPL)



Microsoft Corp. (MSFT)



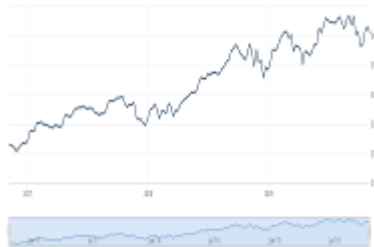
Cisco Systems Inc. (CSCO)



Monster Beverage Corp. (MNST)



Boston Scientific Corp. (BSX)



PayPal Holdings Inc. (PYPL)



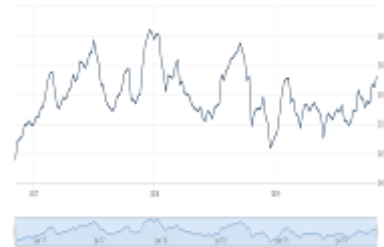
Delta Air Lines Inc. (DAL)



Alaska Air Group Inc. (ALK)



Southwest Airlines Co. (LUV)



チャートは3年

By LAWRENCE C. STRAUSS
(Source: Dow Jones)

3. The Aramco IPO Isn't a Great Deal for Investors 新規株式公開 【サウジアラムコ】 膨大な確認原油埋蔵量と配当水準は魅力的だが成長性やガバナンスは不透明

■ サウジアラムコの上場間近

待ちに待ったサウジアラムコの新規株式公開（IPO）が間近に迫っている。同社の莫大（ばくだい）な保有原油埋蔵量と高い配当利回りは魅力的だが、政治やガバナンスの問題を考えれば、投資家も慎重にならざるを得ない。このため、ムハンマド・ビン・サルマン皇太子などサウジアラビア指導者側はアラムコの時価総額 2 兆ドル達成を目指していたが、現実には 1 兆 5000 億ドル近辺で落ち着きそうだ。アラムコ株が上場されるのはタダウルという名のサウジアラビアにある規模の小さい証券取引所であり、米国の個人投資家が直接購入することはできない。



The Aramco Oil Refinery in Dahrhan, Saudi Arabia

取引ができるのは、運用資産 5 億ドル以上の海外の投資ファンドのみである。米国の投資家はミューチュアルファンドか上場投資信託（ETF）を通じて投資するしかない。IPO ではアラムコ株の約 2% から 5% が売りに出される見通しで、地元サウジアラビアの投資家や、世界的な機関投資家、さらには政府系投資ファンド（SWF）などがターゲットだ。将来的には海外市場にも上場される可能性がある。

■ 原油埋蔵量は圧倒的だがキャッシュフローの成長余地は限定的か

投資会社バーンスタインのアナリストによれば、適正な時価総額の水準は 1 兆 2000 億ドルから 1 兆 5000 億ドルの間とのことだ。1 兆 5000 億ドルというと、世界で時価総額が最も大きいアップル（AAPL）、マイクロソフト（MSFT）、アルファベット（GOOGL）、あるいはアマゾン・ドット・コム（AMZN）を上回る。その巨大な時価総額の根拠となるのは膨大な量の原油だ。アラムコのエネルギー資源確認埋蔵量は原油換算で 2569 億バレルに上る（天然ガスの埋蔵量は相当する原油量に換算）。これは、投資家が保有する石油会社で最大のエクソンモービル（XOM）の保有埋蔵量である 240 億バレルの 10 倍を超える量だ。そして、アラムコの埋蔵量の大半（全体の 88% に当たる 2268 億バレル）は、天然ガスよりも価値のある原油またはその他の液体だ。エクソンの場合、この比率は約 40% にすぎない。

アラムコは昨年 1111 億ドル、今年も 9 カ月で 680 億ドルの利益を上げている。これは世界中の全ての企業の中で最大だ。

今回の IPO には幾つか珍しい特徴がある。仮目論見書によれば、同社は基本的に一般投資家に対しては 2020 年から 2024 年の間は 1 株当たり年間 37.5 セントの配当（発行済株式数を 2000 億株とすれば総額 750 億ドル）を支払うと約束している。これに対し、株式の大半を保有するサウジ政府は、原油価格が下落するなど、場合によっては一般の株主より少ない配当を甘受することになる。一般の投資家にとって有利な取り決めのように見えるが、現実には原油価格が急落すると 2024 年以降に減配となることを投資家が恐れ、恐らく株価は下落することになるだろう。そのため、アラムコは普通株式にもかかわらず、むしろ優先株のような性質を持つことになる。

Big, Bigger, Biggest Oil

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	Estimated 2019 EPS	Estimated 2019 P/E	Estimated 2020 EPS	Estimated 2020 P/E	Dividend Yield	Market Value (bil)	Reserves (bil of barrels)
Saudi Aramco	\$7.50	NA	\$0.46	16.3	\$0.55	13.6	5.0%	\$1,500	256.9
BP / BP	39.32	4%	2.96	13.3	3.37	11.7	6.3	133	10.7
Chevron / CVX	121.89	12	6.45	18.9	6.96	17.5	3.9	230	12.1
Exxon Mobil / XOM	73.01	7	2.77	26.4	3.85	19.00	4.8	308	24.3
Royal Dutch Shell / RDSA	60.37	4	4.55	13.3	5.58	10.8	6.2	240	11.6
Total / TOT	54.89	5	4.54	12.1	5.20	10.6	5.2	146	12.1

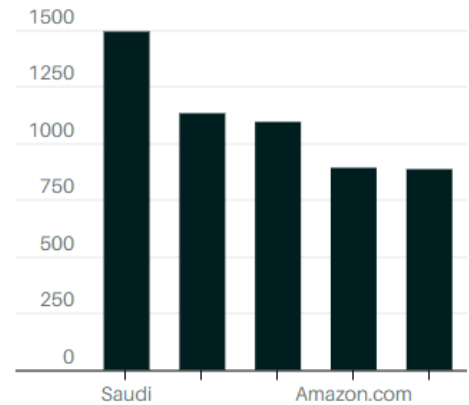
Note: *Based on \$1.5 trillion valuation; NA=Not Applicable
Sources: Bloomberg; Bernstein; company reports

バーンスタインのアナリストは、ブレント原油の価格が 1 バレル当たり平均 60 ドル(現状は 62 ドル)で推移すると仮定した場合、2020 年度のアラムコの利益は 940 億ドル(今年度は 920 億ドル)になると予想する。1 バレル当たり 70 ドルであれば、来年度の利益は 1090 億ドルが予想される。ただし、年間約 400 億ドルの設備投資が必要であり、フリーキャッシュフローは利益額を下回る。今年度のフリーキャッシュフローは配当額をほとんど上回っておらず、今後数年は増加が見込めないかもしれない。

バーンスタインの分析によれば、時価総額 1 兆 5000 億ドルは株価 7.5 ドルに相当し、2019 年度の 1 株当たり予想利益が 46 セントであることから、株価収益率 (PER) は約 16 倍となる。これは、エクソンやシェブロン (CVX) より割安だが、BP (BP) やロイヤル・ダッチ・シェル (RDSA) より割高だ。配当利回りは 5% で石油メジャー上位 5 社の平均実績をわずかながら下回る水準だ。

Lorem Ipsum

\$1750



Source:

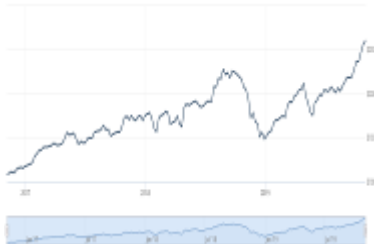
■ サウジ政府との特殊な取り決めとリスク

歳入のほとんどをアラムコに依存するサウジ政府との間の採掘権使用料協定の条件は非常に累進的な内容となっている。2020 年から始まる新しい契約では、ブレント原油が 1 バレル 70 ドルを下回る場合、使用燃料は従来の 20% から 15% に引き下げられ、投資家にとって有利だが、原油価格が 1 バレル当たり 70 ドル以上になる場合、従来 40% だったものが 45% に、100 ドルを超える場合、従来 50% だったものが懲罰的とも言える 80% に引き上げとなっている。この新しい取り決めにより、原油価格の急激な上昇のメリットは、その大半がサウジ王国のものとなり、株主へのメリットは制約されることになる。

他にもリスクは存在する。9 月にサウジの主要な石油施設が攻撃された際、同国の原油生産量は半減し、サウジアラビアとイランが地域の覇権を争う地政学的なリスクが浮き彫りとなった。また、アラムコの経営はサウジ政府が支配し、一般投資家にはほとんど発言権はない。一方で、業界の将来に対する懸念や、環境上の理由から、エネルギー株の人気も低い。

こうした状況を考えれば、アラムコの新規株式公開が機関投資家のみを対象としているのは恐らく理にかなっている。個人投資家は、同社が将来サウジ以外の市場に上場され、エネルギー界の真の巨人として広く株主を募る日が来るまでの間、新規公開後の株価推移や会社の業績を見極める機会を得たと考えるべきだろう。

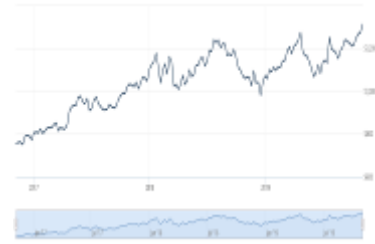
Apple Inc. (AAPL)



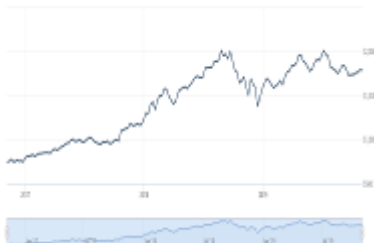
Microsoft Corp. (MSFT)



Alphabet Inc. Cl C (GOOG)



Amazon.com Inc. (AMZN)



Exxon Mobil Corp. (XOM)



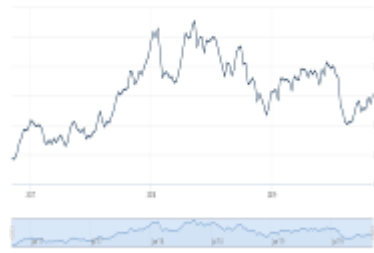
Chevron Corp. (CVX)



BP PLC ADR (BP)



Royal Dutch Shell PLC ADR Cl A (RDS.A)



チャートは 3 年

By ANDREW BARY
(Source: Dow Jones)

4. It's Showtime for Streaming ストリーミングの世界は今や見せ場 ストリーミングサービス乱立の行方はどうなるか

【インタビュー】

■ ケーブルテレビのバンドル契約からストリーミングの時代へ
リッチ・グリーンフィールド氏は長年にわたりエンターテインメント業界をウオッチしてきた。最近、投資銀行 BTIG の他のハイテクアナリストらと共に、同氏によると「真に独立した調査会社で、投資銀行業務は行わず、利益相反もない」調査会社、ライトシェッド・パートナーズを設立した。アップル (AAPL)、ディズニー (DIS)、通信大手の AT&T (T) の HBO などの新たなストリーミングサービスが始まるのを機に話を聞いた。



LightShed Partners' Rich Greenfield.

本誌: まず、お得意のケーブルテレビのバンドル契約の終焉 (しゅうえん) について。

グリーンフィールド氏: 多チャンネルテレビに料金を支払っている家庭はいまだに 9000 万以上に上るが、視聴率は低下しており、見ないテレビのために月額 90 ドルから 100 ドルも余分に支払う必要があるのかと人々は考え始める。Netflix (NFLX)、アマゾンプライムビデオ、Hulu (フルー) といった、他の選択肢もある。さらに、ディズニープラス、アップル TV+、HBO マックスも加わる。昔ながらのテレビチャンネルのバンドル契約を解約しやすくなってきた。

Q: コムキャスト (CMCSA)、AT&T、ディッシュ・ネットワーク (DISH) などの対抗措置は?

A: AT&T のディレク TV は採算の悪い顧客から離れつつあり、ディッシュはワイヤレスサービスを提供したいと望んでいる。コムキャスト、チャーター・コミュニケーションズ (CHTR)、アルティス USA (ATUS) はケーブルテレビ会社というよりはコネクティビティ提供会社に変容した。コムキャストがストリーミング用のセットトップボックスを自社のインターネットサービスを利用する顧客に無料で提供し始めたことは 2019 年で最も衝撃的な展開の一つだ。同社は長期的な中核的事業はブロードバンドと認識し、ブロードバンドの顧客を引きとめる必要があった。昔は実際見るチャンネルは少なくとも何百チャンネル分の高い料金を支払うしかなかった。今や、視聴者側の選択権が強くなった。

■ 熱烈なスポーツファンはバンドル契約にとどまる

Q: みなケーブルテレビ契約をやめないのはなぜか?

A: バンドル料金でしか見ることができないコンテンツの中に、ライブのスポーツ番組やライブのニュースがあるからだ。ニュースは他でも視聴可能なため、基本的にはスポーツ番組のためだ。しかし、熱烈なスポーツファンは 9000 万人もおらず、今の多チャンネル契約者の半分ぐらいの 4000 万か 5000 万だろう。結局バンドル契約するのは熱烈なスポーツファンだけになるだろう。

Q: ストリーミングでも、ケーブルテレビと同じだけ支払うことになるという人もいるが。

A: ストリーミングでしか視聴できないものもある。値段を比べても、中身が違う。

■ ストリーミングの世界の将来

Q: ストリーミングへの参入企業が過過ぎて、結局再編が起き、ストリーミングがバンドル化するのは？

A: ネットフリックスのようなサービスは既にバンドル販売のようなもので、料理番組からドラマ、コメディもあり、イスラエルやドイツ、韓国、日本のオリジナル作品も入っている。ディズニープラスには、マーベルやピクサーの作品、スターウォーズなども入っている。ディズニーは、Hulu (ディズニーが過半数の株式を保有) とディズニープラスとを結合しようとしている。アマゾンや他の会社もバンドル化は可能だが、消費者が容易に好きなものだけ選べる状態でバンドルを強要することに多くの価値は望めない。

Q: ネットフリックスに対する懐疑派はコンテンツに資金をつぎ込み過ぎて、永久にキャッシュフローが黒字にならないと言う人もいる。競合他社が多過ぎる。なぜ、ネットフリックスを推奨するのか？

A: 私はストリーミング全般に強気だ。あまり見ないテレビ番組のために月額 100 ドルを支出している人が 9000 万人もいる。バンドル時代が過ぎた後に、ネットフリックスや HBO マックス、ディズニープラスに回せるお金が増えることになる。世界全体の機会は巨大で、十分な評価がなされていないと思う。

Q: ディズニープラスは今週開始される予定で、アップル TV+ は始まったばかりだ。どうなるか。

A: この二つは戦略的には真逆だ。幼い子供のいる家庭ではディズニープラスを見るだろう。しかし、オリジナル番組制作に必要な資金を考慮すると黒字ベースで営業できるのかという疑問が湧く。さらにもっと重要なことに、古い事業をどうするのかという疑問もある。ディズニーチャンネルはどうなるか？ FX (フォックス・エクステンディッド) に本当に良い番組を放送する理由があるか (ディズニーは FX を保有)、そういう番組は Hulu に使うべきでは？このような競合をディズニーがどう管理するのか興味深い。

Q: ディズニーは ESPN+ の視聴者も引き込まなければならない。

A: Hulu が効果的に競争していくにはグローバルにならなければならない。今はまだ米国だけで、コンテンツの大半は海外で利用する権利がない。ESPN+ の世界戦略はどうかかなど、多くの疑問が残っている。ディズニープラスは成功すると思うが、問題はそれがディズニーの他の部分にどういう影響があるかだ。

Q: ディズニー株に対する評価は？

A: ディズニーのカバレッジは開始していない。ストリーミングが高くつき、利益は減少を続けている。

Q: アップル TV プラスはどうか？

A: アップルは幅広いオリジナル番組を提供することに傾注しており、積極的に投資している。アップルの機器を購入して無料でアクセス可能な人は毎年 2 億人以上いる。同社は 1 年目にはディズニーよりも多くの資金をオリジナル番組に投じる予定だ。アップル製品の利用者をベースとして、機器の購入者に少なくとも最初の 1 年は無料で提供すれば、非常に有望だろう。新ドラマの「ザ・モーニング・ショウ」は他のどのストリーミング番組よりも多くの人々に提供可能だ。

Q: 新しい HBO マックスは、価格を 14.99 ドルに据え置き、コンテンツを増やすが、どう思うか？

A: 同価格でますます幅広いコンテンツが視聴可能で魅力的だ。これは HBO の親会社で AT&T の 100% 子会社のワーナーメディアの、「将来はストリーミング」との認識によるものだ。同価格でますます良くなるなら解約の問題にも対処できる。

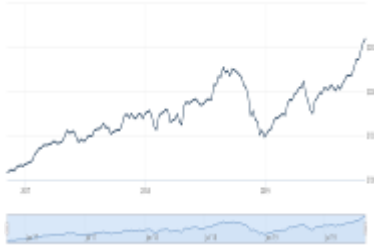
Q: ケーブルテレビチャンネルはどうなるか？

A: 食うか食われるかで、スケール拡大を目指すことも一つだ。CBS (CBS) やバイアコム (VIAB) がそうしている。ディスカバリー (DISCA) はスクリップス・ネットワーク・インタラクティブを買収した。それでもまだ小規模過ぎる。長く困難な道のりになる見込みで、これら企業の株価は大きな圧力を受けている。

Q: 自分自身は何をストリーミングで見ているか？

A: 「ザ・モーニング・ショウ」を見始めたし、ネットフリックスでイスラエルのスパイドラマのシーズン 2 を見終えたところだ。ネットフリックスのロシアの番組も見べきとも言われた。米国よりも進んでいる。

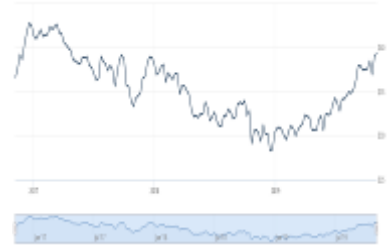
Apple Inc. (AAPL)



Walt Disney Co. (DIS)



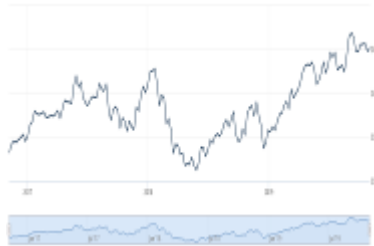
AT&T Inc. (T)



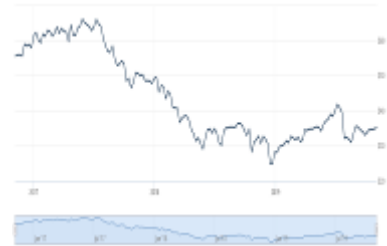
Netflix Inc. (NFLX)



Comcast Corp. Cl A (CMCSA)



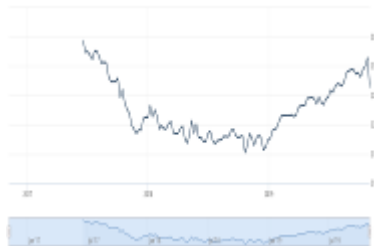
DISH Network Corp. Cl A (DISH)



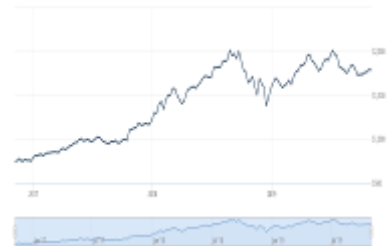
Charter Communications Inc. Cl A (CHTR)



Altice USA Inc. Cl A (ATUS)



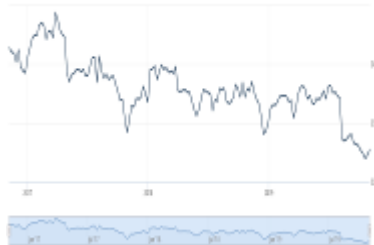
Amazon.com Inc. (AMZN)



CBS Corp. Cl B (CBS)



Viacom Inc. Cl A (VIA)



Discovery Inc. Series A (DISCA)



チャートは3年

By ERIC J.SAVITZ
(Source: Dow Jones)

5. The Trader 海外市場に目を転じるべきか 割高感のある米国株よりもユーロ圏や日本の株式市場が有望との見方も

【米国株式市場】

■ 好材料を織り込んで史上最高値を更新

10月が始まってから伝えられたニュースはおおむね市場にとってプラスのものだったため、投資家の買いが集まって米国の主要株価指数は史上最高値を更新した。

米中間の貿易交渉は第1段階の合意に向けて進んでおり、その場合、両国による既存の関税の一部撤回が含まれる可能性がある。一方、引き続き製造業の弱さを示す兆候はあるものの、経済指標は米国の消費者が依然として健全な状態にあることを示している。また、米連邦準備制度理事会（FRB）の金融緩和姿勢は続い

ており、今年 3 回の利下げを行い、イールドカーブの逆転は解消された。

企業業績に関しては、注目を集めた幾つかの例外はあったものの、第 3 四半期の業績発表はやや低くなっていた市場予想をおおむね上回っている。クレディ・スイスの米国株ストラテジストであるジョナサン・ゴラブ氏によると、S&P500 指数の 1 株当たり利益 (EPS) は、業績発表シーズン直前に前年同期比 2.3% の減益と予想されていたのに対し、同 1% 増益となるペースで発表されているという。



こうした状況を受けて先週の主要株価指数は、S&P500 指数が 0.9% 高の 3093.08、ダウ工業株 30 種平均が 1.2% 高の 2 万 7681 ドル 24 セント、ナスダック総合指数が 1.1% 高の 8475.31 となった。3 指数ともそろって史上最高値を更新して引けた。S&P500 指数は週間ベースで 5 週連続の上昇となったが、これは 2 月以来のことである。小型株のラッセル 2000 指数も 0.6% 上昇して 1598.86 で週末を迎えた。

■ 割高な米国株から海外市場に転じる時か

高値更新を受けて S&P500 指数の予想株価収益率 (PER) は 17.2 倍と、2018 年 1 月以来の高水準となった。バンクオブアメリカ・メリルリンチのストラテジストによると、同指数の今後 12 カ月の予想利益に対する PER の 1986 年以降の平均は、ドットコムバブル期を除くと 14.4 倍で、2019 年の年初はほぼこの水準だった。

過去データを参考にすると、予想利益は今後下方修正される可能性がある。2020 年の利益予想のコンセンサスは 8.8% 増益だが、典型的な下方修正パターンを適用すると 4.8% 増益に近くなるとゴラブ氏は予想する。加えて、多くの好材料が既に市場に織り込まれ、予想 PER が約 2 年ぶりの高水準にあることから、米国市場の一段高は難しくなったとして、ストラテジストの一部には海外市場に注目すべきだとの見方がある。

過去 2 年間で米国市場は他市場に対して 25% のアウトパフォームとなっており、割高な米国株に対して多くの海外市場は割安に見える。ユーロ圏の株式の予想 PER は 13.8 倍で長期平均の 13 倍をわずかに上回る水準であり、日本株の場合は過去の予想 PER の平均が 19.8 倍なのに対して 13.8 倍となっている。

JP モルガンで世界と欧州の株式戦略責任者を務めるミスラフ・マテイカ氏は、最近、欧州と日本の両方の株式のオーバーウェイトを推奨した。米国の投資家は過去 2 年間にこれらの市場から資金を引き揚げてきたため、アンダーウェイトとなっている。同氏は米国株式市場を史上最高値に押し上げた買い圧力が他の先進国市場も上昇させるとみている。ただし、通貨と政治に対する問題点から英国株と新興国の株式には慎重だ。

欧州と日本の中央銀行の政策も株式市場を支えている。欧州中央銀行 (ECB) は 9 月に政策金利を過去最低のマイナス 0.5% に引き下げ、短期金利の先物市場では来年の再利下げが示唆されている。また、ユーロ圏ではインフレ圧力が見られず、財政刺激策への期待が高まっている。一方、日銀は現在マイナス 0.1% の政策金利の引き下げを示唆している。こうした中で、ユーロ圏の配当利回りは 3.3%、日本株は 2.4% だ。

欧州と日本の経済と企業も、米中間の貿易に関する緊張緩和から恩恵を受ける。世界経済のファンダメンタルズの改善、中央銀行によるサポート、魅力的な相対利回り、および様子見だった投資資金の回帰は全て、米国株の最近の熱狂を輸出し、最近のパフォーマンスの差を埋める機会となっているようだ。

■ 銀行株投資のタイミングか

投資家が銀行株を警戒する理由は、金利低下や貿易戦争による景気減速の恐れなど、数多くある。しかし、逆に銀行株に投資妙味が出てきたことを意味するとの見方もある。

先週、バーンスタインのアナリストであるイニゴ・フレーザー＝ジェンキンズ氏は、米国と欧州の銀行株の推奨を格上げした。銀行株を取り巻く状況はばら色ではないものの、「今回の決算発表シーズンで下方修正の要因は少なく、この状況を 3～6 カ月の投資期間を考える投資家は利用すべきだ」と指摘する。

同氏が銀行株を推奨する要因の一つは、市場の物色対象がモメンタム株からバリュー株に移っている点だ。9 月 6 日からヘルスケアや情報技術などのセクターがエネルギーや金融セクターに対して出遅れており、上場投資信託 (ETF) で見ると、i シェアーズ・ラッセル 1000 バリュース (IWD) が 4.7% 上昇したのに対し、i シェアーズ・ラッセル・1000 グロース (IWF) の上昇率は 2.5% にとどまっている。

こうした物色の流れの中で銀行株が恩恵を受けるのは、銀行株が金融危機発生時よりもはるかに健全であり、2016 年の大統領選挙後の減税や規制緩和にもかかわらず当時よりも割安な水準にあるからだ。SPDR S&P バンク ETF (KBE) は金融危機直前から 41% 上昇しているが、S&P500 指数の上昇率よりも 100% ポイント近く低い。

RBC の金融アナリストであるジェラード・キャンディ氏は最近、米国の銀行株を保有する必要があると投資家に述べた。同氏は、現在が 1994 年～1998 年に FRB が金利を引き上げた後に引き下げたときの状況と似ていると指摘し、その間に銀行株がアウトパフォームした状況が再び起こると想定している。

同氏は、バンク・オブ・アメリカ (BAC)、シティグループ (C)、フィフス・サード・バンコプ (FITB)、キーバンク (KEY)、および PNC ファイナンシャルサービス (PNC) を特に推奨する。これらの銘柄のファンダメンタルズは強く、割安なバリュエーションで、多くの株主還元も期待される。

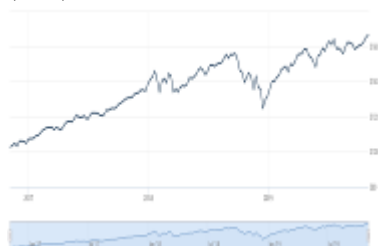
これらの基準から考えた場合、JP モルガン・チェース (JPM) も当然入ってくる。同社株は金融危機以降のパフォーマンスが市場全体に対して引けをとっておらず、ことさらに割安ということもないが、銀行株の中で最大の規模と最高の事業実績を持つ銘柄だ。



iShares Russell 1000 Value ETF (IWD)



iShares Russell 1000 Growth ETF (IWF)



SPDR S&P Bank ETF (KBE)



Bank of America Corp. (BAC)



Citigroup Inc. (C)



Fifth Third Bancorp (FITB)



KeyCorp (KEY)



PNC Financial Services Group Inc. (PNC)



JPMorgan Chase & Co. (JPM)



チャートは3年

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

6. How a \$16 Billion Vanguard Fund Finds High-Yield Bonds 狙いどころ 【ファンド】 160 億ドル規模バンガードファンド、ジャンクでない高利回り債の見つけ方

■ バンガード・ハイイールド・タックスエクゼンプト・ファンド

バンガードのマシュー・キスラク氏とポール・マロイ氏は、パッシブファンドが主流の同社の中で、数少ないアクティブファンドのマネジャーだ。両氏は、バンガード・ハイイールド・タックスエクゼンプト・ファンド (VWAHX) を、リスクの高い債券に投資することなく、保守的に運用している。つまり、低格付けが理由のハイイールド債ではなく、利回りが本当に高い地方債に焦点を当てている。



Paul Malloy and Mathew Kiselak

キスラク氏は、同ファンドを長期債ファンドと伝統的なジャンク債ファンドのハイブリッドと説明する。保有債の約 15% は投資適格以下に格付けされており、これは発行体がデフォルト（債務不履行）に陥る可能性が高いことを意味する。モーニングスターは同ファンドを長期地方債ファンドに分類しているが、このカテゴリーの平均的なファンドは、ジャンク債や非格付け債をポートフォリオの 5% 未満しか保有していない。「われわれはリスクを恐れず、リスクの中で機会をとらえることに積極的だ」とキスラク氏は述べる。

同ファンドは、過去 5 年間で 15 年間の運用成績で上位 10% にランクされており、年率 5.41% のリターンを記録した過去 10 年間では上位 10% をわずかに下回る運用成績となっている。

■ 狙いどころと注意点

一般に社債市場では、ジャンク債から 1~3 段階上に格付けされる BBB が懸念材料となることが多い。地方債市場ではそのような懸念はないと、キスラク氏は言う。S&P グローバルによると、1986 年以降の地方債のデフォルト率は平均 0.04% で、社債のデフォルト率は 1.97% だった。キスラク氏は 9 月 30 日現在、同ファンドのポートフォリオの 22% を BBB+、BBB、または BBB- に格付けされた地方債で保有しており、市場のこの分野にさらなる機会があるとみている。

同氏によると、プロジェクトファイナンスは、多くの機会があるが、リスクも大きい分野だ。ファンドで最もパフォーマンスの高いポジションの一つは、カリフォルニア州の有料道路の資金源となっているリバーサイド郡発行の債券だ。同ファンドは昨年末、オハイオ州にある病院を建設するためにプロメディカが発行した債券を購入した。この債券の利回りスプレッドは、AAA 格付けで同等の満期日の地方債である指標利回りを 1.3% ポイント上回っていた。キスラク氏はスプレッドが 0.8% ポイントに縮小したとき、格付け会社が格下げする前に売却した。また、バイオ廃棄物発電プラントに資金を供給する地方債など、同氏が問題視しているプロジェクトファイナンス案件についても、バリュエーションがやや高過ぎているとして避けている。

■ チーム志向のバンガード

誰もスター・ファンド・マネージャーになるためにバンガードに加わるわけではない。しかし、モーニングスターによると、バンガードが運用する 5 兆 7000 億ドルのうち、1 兆 4000 億ドルはアクティブ運用されており、昨年末の時点でアクティブ・マネージャーとしては第 3 位だ。チーム志向の社風は投資戦略にも浸透している。まず、アロケーションは、ファンドの上級役員で構成される「ハブ」によって決定される。また、一般に多くのファンドではチームをトレーディング・チームと、その他全ての二つのチームに分けているが、バンガードでは、より実践的なチーム構成になっている。バンガードではポートフォリオ構築の技術的な部分について、トレーディング・チームとリサーチ・チームの両方が緊密に協力する。そうすることで、より包括的なアプローチでリスクを管理できるようになる。

2018 年初めに行われた同社の債券運用チーム再編で、マロイ氏は地方債運用チームの統括者に任命された。世界経済の成長、貿易、製造業に対する懸念から世界の金利と米国債利回りが大幅に低下した今年初め、同氏は手腕を発揮し、リサーチ・チームは、長期地方債やレアなクーポン構造の債券など、米国債の利回り変動にあまり敏感でない債券に投資機会を見いだした。

キスラク氏もマロイ氏も、10 年に及ぶ景気拡大の後、利回りを得るために過度なリスクは取りたくないと言う。マロイ氏は、「われわれは景気後退を予想しているわけではないが、景気後退のシグナルを尊重している。景気循環サイクルの後半ともなれば、その最後をピタリと当てることはほとんど不可能ながら、最も危険にさらされているものを避けることはできる」と言う。

Vanguard High Yield Tax-Exempt

	1-Yr	3-Yr	5-Yr
VWAHX	11.1%	4.50%	4.70%
Muni National Long Category	9.9	3.4	3.5
Portfolio Composition by Credit Quality	Weighting		
AAA	7.6%		
AA	21.9		
A	34.2		
BBB	21.8		
BB	4.8		
B or Lower	1.0		
Not Rated	8.7		
Total	100.0%		

Note: Portfolio composition as of 9/30. Returns through 11/4; three- and five-year returns are annualized.
Sources: Morningstar; Vanguard

Vanguard High-Yield Tax-Exempt Fund:Investor (VWAHX)



チャートは 3 年

By ALEXANDRA SCAGGS
(Source: Dow Jones)

7. Up and Down Wall Street 好調な株式市場の陰で リスクオフ・モードからのシフト 政治的信条と運用パフォーマンス

【コラム】

■ これまで不人気だった部分に注目

金融市場では、主要株価指数が過去最高値を更新するよりも重要なことが多く起こっている。投資家は、軟調な景気や弱気相場で恩恵を受ける傾向のある安全な逃避先から他のセクターへ乗り換えており、その傾向は長期債市場と株式類似債券で最も顕著だ。

債券市場では世界全体で長期債利回りが急上昇している。マイナス金利の債券の額は、ピーク時の 17 兆ドルから 11 兆 9000 億ドルへと約 3 分の 2 になった。米国債の指標である 10 年債利回りは、1.47%から 1.94%へ上昇した。利回り自体は過去最低水準にあるが、変化は水準よりも重要で、変化が意味するものはさらに重要である。

リスク・オフ資産からの全般的な撤退がトレンドとなっており、為替や金属の市場でも見られている。別の安全な逃避先である日本円と金の価格も下落している。一方で人民元高となっており、心理的な境界線である 1 ドル=7 人民元の水準を突破した。それは、米中通商協議の第一段階の合意に関する楽観的な見方の表れである。



No recession is coming, and the global slowdown is over.

米国株式市場では、反リスク資産からのシフトがさまざまな上場投資信託（ETF）の価格動向に明らかだ。iシェアーズ米国国債 20 年超トレジャリー・ボンド ETF (TLT) はピーク比 9%低下し、ユーテリティーズ・セレクト・セクターSPDR (XLU) は高値から約 5%低下している。

リスクオフ・モードからのシフトの理由は、コーナーストーン・マクロのレポートにうまくまとめられている。つまり、景気は後退せず、世界の景気減速は終わった。生産性を高めるソフトウェアに対する設備投資は評価されている以上に増加している。生産性上昇に労働力率上昇が相まって、経済の供給サイドが拡大しており、貿易関税の逆風が収まりつつあるところに、過去 1 年間の金融緩和の効果が遅れて表れている。

バンクオブアメリカ・メリルリンチによると、好調な景気を背景に、バリュー株がモメンタム株に対してかつてないほどに割安になっている。バリュー株が前回これほど割安になったのは 2003 年と 2008 年で、その後モメンタム株を 22%ポイントと 69%ポイントアウトパフォームした。

トランプ大統領が米国の貿易赤字縮小とドル安の目標達成に成功する一方で、その他の政策が債券利回りとインフレ率を押し上げるとすれば、投資家は、米国以外の株式を買って米国株式を売るべきと、ルーソルド・グループの最高投資責任者（CIO）であるジム・ポールセン氏は主張する。

多くの投資家は、時価総額加重の ETF を通じた海外投資を回避してきており、それはアンダーパフォームしている金融株が占めていることを懸念しているためだ。同時にそれは、海外株式市場の中で本当に価値のある銘柄だけを選び分けられるアクティブ運用が有利であるという論拠の一つだ。

■ 政治的信条はどれほど重要か？

政治と宗教は、社会的状況で避けるべき二つの微妙な問題だ。現在、宗教はそれほど問題ではないようだが、政治に関しては両党間の溝はかつてないほど深い。そのため、金融市場における投資家の見方に、政治がますます浸透していることは驚くには当たらない。

民主党のエリザベス・ウォーレン上院議員を攻撃する声は、特に富豪投資家の間で強い。しかし、最近の大統領別の株式市場のパフォーマンスはまちまちで、共和党も民主党も優勢を主張できない。実際は、大統領の任期中の株式市場のパフォーマンスを占う最高の指標は、前任者の任期中のパフォーマンスだ。

CNN の 10 月 31 日までの調査によると、2017 年 1 月 20 日のトランプ大統領就任以降で S&P500 指数は 34%上昇した。この上昇は、ジョージ H. W.ブッシュ大統領の 4 年間の 51%上昇に匹敵するペースだ。最も上昇したのはクリントン元大統領の 8 年間で、株価は 210%上昇した。

ジョージ・W.ブッシュ元大統領時代には、2007 年から 2008 年の金融危機もあって 40%下落した。オバマ

前大統領は、現在の過去最高の景気拡大期直前に就任しており、株価は 8 年間で 182% 高騰した。レーガン大統領の 8 年間では 118% 上昇した。

結局のところ、過去を見ると共和党も民主党も強気・弱気の要因になっておらず、投資家の市場見通しも、その政党の好みによって影響されるべきでないと示唆され、それは個別銘柄の選択にも当てはまる。

とはいえ、カンザス大学ビジネススクールのババジデ・ウイントキ教授とサンディエゴ州立大学ファウラー・カレッジ・オブ・ビジネスのヤオイ・シー助教授の最近の論文によると、ミューチュアルファンドのマネジャーは、支持政党が自身と同じ経営陣の企業に投資する傾向がある。また、政治的なバイアスが強いポートフォリオの方が、アンダーパフォームしてボラティリティも高い傾向にあると結論付けている。さらに論文は、経験の少ないポートフォリオマネジャーと、情報が不透明な企業で政党バイアスが強いとも判断している。



President Donald Trump's reelection next year would send the S&P to 3600, a 19% gain, according to one poll.

投資のプロが、自身の政治的な好みを銘柄選択に反映する理由は何だろうか。

何よりも、同じ社会的アイデンティティを共有する人々を好意的にみる傾向がある。政治的イデオロギーを共有する人々は、互いに近い地域に住み、同じ社会サークルの中を動く可能性があり、その親密性が影響する傾向がある。

いずれにせよ、共和党寄りのマネジャーは民主党寄りのマネジャーよりも共和党寄りの企業に対して 8% 多く投資しており、民主党寄りの企業に対する投資は 3% 少ない。

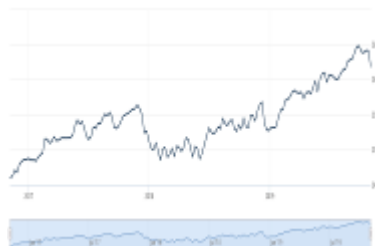
論文によると、政治的バイアスが理由となるアンダーパフォームは比較的小幅だが、ボラティリティの上昇は統計的にも経済的にも有意である。一方で、ファンドマネジャーの政治的バイアスが、年齢の上昇とともに低下することは、論文の中で最も興味深い結論だ。明らかに、政治的信条と投資を分離するよう、マネジャーに経験が教えている。民主党支持者として有名なウォーレン・バフェット氏率いるバークシャー・ハサウェイ (BRK.B) に、共和党寄りの多くの投資家が何の問題もなく投資している。

ファンドマネジャーの政治的信条がその銘柄選択に影響を及ぼすという示唆は、インデックスファンドにとって有利な根拠となるかもしれない。一方で、ESG (環境、社会、ガバナンス) などの経済以外の要因に基づくポートフォリオへの動きも、リターンの最大化とはかけ離れたところにあるが、少なくともそのような分野への投資家は自身が非経済的な選択をしていることになる。

iShares 20+ Year Treasury Bond ETF (TLT)



Utilities Select Sector SPDR ETF (XLU)



Berkshire Hathaway Inc. Cl B (BRK.B)



チャートは 3 年

By RANDALL W. FORSYTH
(Source: Dow Jones)

8. It's Time for Uber to Cut Its Losses ウーバーが進むべき道 【ハイテク】 赤字削減は待たなし、周辺事業を合理化して中核のライドシェア事業に注力せよ

■ 巨額の損失に対する市場の目は厳しくなる

ここ数年で大きく膨らんでいたある破壊的企業の企業価値がほぼ一夜にして数十億ドル目減りした。その企業とは、シェアオフィス事業を手掛けるウィーワークではない。ソフトバンクグループが出資するもう一つの企業、ライドシェア大手のウーバー・テクノロジーズ (UBER) だ。

ウーバーはウィーワークの企業価値の減少で打撃を受けており、ウーバーをめぐる投資家のセンチメントは冷ややかなものになっている。同社の最高経営責任者

(CEO) であるダラ・コスロシヤヒ氏が先週、ニューヨークタイムズ紙主催の会議での講演で「ウーバーはウィーワークと全く異なる」と聴衆に訴えかけざるを得なかったほどだ。



Even if Uber exits some countries, the opportunity in the ride-hailing business is still massive.

ウーバーが 11 月 4 日に発表した 2019 年第 3 四半期 (7-9 月期) の売上高は 38 億 1000 万ドルで、市場予想の 36 億 3000 万ドルを上回った。調整後 EBITDA (利払い・税引き・償却前利益) は 5 億 8500 万ドルの赤字だったが、これも市場予想 (8 億 1100 万ドルの赤字) よりはるかに良好だった。

ところが、決算発表を受けて株価は 10% 下落した。未来について気前の良い約束をしている企業を好意的に解釈しなくなった市場は、12 億ドルとなった純損失を問題視した。ちなみに今回の決算発表は、インサイダーによる株式売却が解禁されるロックアップ期間切れ (新規株式公開 = IPO から 6 カ月後) を迎える直前のタイミングで行われた。

本誌は同社が今年 5 月に上場する前、割高なバリュエーションと大幅な赤字に注意するよう投資家に示唆した。株価は上場以降に 40% 下落しているが、少なくとも同社が事業の合理化に向けて思い切った行動を取るまでは下げ止まったと判断することはできない。だが、ウーバーは投資家のさらなる忍耐を当てにしているようで、2021 年中に損益分岐点の達成を目標としている。

■ ウーバーイーツの損失は前年同期比 70% 増

一部のハイテク投資家は、市場シェア拡大のために損失を出していることを擁護するためにアマゾン・ドット・コム (AMZN) を挙げている。だが、このアナロジーは実際には当てはまらない。アマゾンは上場後にウーバーほどの赤字を出したことはなく、損益分岐点をやや上回る利益を生みながら達成可能なペースで成長した。10 億ドルを超える赤字を出したのは一度だけで、ドットコムバブルが弾けた 2000 年のことだった。それに比べてウーバーは、経済が比較的好調な中、今年に入ってわずか 9 カ月で 74 億ドルの純損失を計上している。

ウーバーは今では事業の「合理化」について言及しているが、現実はそうならないようだ。同社はフードデリバリーサービスのウーバーイーツに今後 18 カ月にわたり積極的に投資すると述べ、ライバル企業による過剰なレベルの販促とインセンティブを指摘している。だが、数字で判断すると、フードデリバリーサービスという利益の上がっていない市場に大きく関与しているのは同社である。ウーバーイーツの第 3 四半期の損失は前年同期から 70% 近く増加して 3 億ドルを超えた。

■ ウーバーイーツの不採算都市からの撤退、自動運転など新規事業の整理が必要

では、ウーバーは株価を力強く上昇させるために何ができるのか。過剰な販促を伴う巨額の投資はやめる必要がある。そして中核事業であるライドシェアに注力し、赤字の電動自転車、電動スクーター、自動運転といった新規事業はスピンアウト、売却、または閉鎖すべきだ。自動運転を含むアドバンスド・テクノロジー

ズ・グループの第 3 四半期の損失は 1 億 2400 万ドルだった。

ウーバーイーツに関しては、同社は都市別の潜在能力を評価するためにさらに 12~18 カ月を要すると投資家に説明した。EBITDA は 100 都市では黒字だが、これはサービスを提供中の 500 を超える都市のごく一部である。同社は 15%の都市の損失が部門全体の損失の 50%を占めると述べているが、そうであれば、そうした都市での事業を停止すべきだ。18 カ月先送りすれば投資家の懸念をさらにあおることになる。

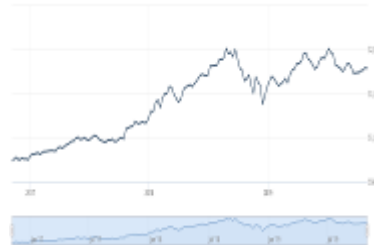
一方、ライドシェア事業の可能性は依然として極めて大きい。ウーバーの推定によると、同社が事業を展開している 57 カ国における到達可能な市場規模は 2 兆 5000 億ドルに上る。

巨額の損失によって目立たなくなっているとはいえウーバーのバランスシートは強固で、127 億ドルの現預金に対して長期債務は 57 億ドルだ。ライドシェア事業の利益はプラットフォーム関連費用を除くと堅調で、第 3 四半期の調整後 EBITDA は 6 億ドルとなった。堅調なコア事業に注力することにより、低迷する株価を好転させることができる。

Uber Technologies Inc. (UBER)



Amazon.com Inc. (AMZN)



チャートは 3 年 (UBER は 6 カ月)

By KIM TAE
(Source: Dow Jones)

9. The Secret to Picking Winning Stocks 銘柄選びの極意 名前で選ぶより有効な銘柄選択手法は？

【銘柄選択】

■ 企業の名前が株価に影響？

フードデリバリーのグラブハブ (GRUB)、ペットのオンライン販売を手掛けるチュエイ (CHWY)、そして画像共有サイト運営のピンタレスト (PINS) は、今年半ば以降で株価がひどく低迷する銘柄の顔ぶれだ。一方、バイオ製薬会社のメディシNZ (MDCO) や木材関連のユニバーサル・フォレスト・プロダクツ (UFPI) など好調だ。この事実から言えることはただひとつ、風変わりな名前よりも、ひねりのない名前の企業が人気を集める、ということだ。



FANG は横に置いておこう。ストレートな名前ということであれば、個人向け損害保険のセーフティー・インシュアランス・グループ (SAFT)、建築関連資材のインストールド・ビルディング・プロダクツ (IBP)、包装用資材メーカーのパッケージング・コーポレーション・オブ・アメリカ (PKG) など注目できよう。ちなみに私が働いているのはストレート系のニュース・コーポレーションだ。

■ モルガン・スタンレーの研究

もっと厳密に分析して銘柄を選択する手法はないだろうか？モルガン・スタンレーは最近、パフォーマンスを予測できる株価シグナルを見いだすためにクオンツ・ストラテジストのチームを立ち上げた。そこには、凝集階層クラスターアルゴリズム — どの測定手段がリターン予測に適しているかを見分ける方法 — などという呪文を唱える数学の天才が集まっている。彼らは、高精度データが入手可能な 1997 年までさかのぼ

って 4000 銘柄を対象に、株価収益率 (PER)、増収率、レバレッジ、株価モメンタムなど全 81 要素に着目している。何ということか、私の大発見である「名前の平凡さ」は含まれていないようだ。

重要なポイントがいくつかある。まずはバリュー株を見限らないこと。但し、見方を変えることを考えておかなければならない。もうひとつは、配当は歓迎すべきサインだということ。配当や自社株買いを含むリターンは予測能力が高い。

■ 重要なのはフリーキャッシュフロー

こここのところ低 PER の米国株を購入することはレベルの低い投資手法だとみなされてきたため、バリュー投資は終わってしまったのかと思っている投資家は多い。しかし、低 PER 株の実績を見ると、過去 5 年間よりも過去 22 年間の方が良いのだ。そして最も重要なことは、過去 5 年間でも 22 年間でも、フリーキャッシュフロー (FCF) によるバリューの指標に基づくパフォーマンスの方が圧倒的に優れていた。

FCF は四半期ごとに企業が経常的費用と投資費用を支払った後に手元に残る金額である。利益とは、ある意味で仮説に基づいて計算された金額だ。例えば、投資された多額の資金が四半期利益から少しずつ控除されるとしたらどうなるだろうか、といった具合だ。収入と支出のつじつまが合うようなエクイティストーリーを株主に聞かせるために利用されるのが利益なのだ。対して FCF は企業が実際に活用できる資金である。

結局のところ、エクイティストーリーでは、銘柄選択に有益となる予測能力は欠如しているのだ。低 PER の銘柄を購入し高 PER 株には投資しないポートフォリオは、過去 22 年間にわたり市場を年率 4.4%ポイント上回るリターンをあげているが、過去 5 年間では年率 0.8%ポイントにとどまっている。最もパフォーマンスが良かったのは、FCF を企業価値 (現金や負債で調整された株式市場価値) で割った指標だった。過去 22 年間では年率 8.3%ポイント、過去 5 年間では年率 3.7%ポイント、それぞれ市場を上回っている。

■ フリーキャッシュフローイールドが大きい銘柄

配当に自社株買いを加えた株式の利回りは、配当だけの場合よりパフォーマンスが良かったが、配当支出より自社株買いの支出が大きくなっている最近の状況を見ればうなずけるだろう。現会計年度の FCF が潤沢で、配当や自社株買いによる利回りが良好な銘柄を S&P500 指数構成銘柄から探してみたところ、浮かび上がった銘柄は多くはなかった。

デルタ・エアラインズ (DAL) とネットワーク機器大手のシスコシステムズ (CSCO) は FCF イールドが 7~8%あり、配当や自社株買いで株主還元もしっかり行っている。医薬品三大卸企業であるマッケソン (MCK)、アメリソース・バーゲン (ABC)、カーディナル・ヘルス (CAH) は、強力な FCF イールドが医療用麻薬オピオイドをめぐる訴訟リスクで相殺された格好だ。近いうちに関節炎治療薬でジェネリック医薬品との競合に直面する可能性があるバイオ医薬品メーカーのアッヴィ (ABBV) は、反喫煙の逆風にさらされ続けるたばこ・ワイン製造持株会社アルトリア・グループ (MO) 以上にキャッシュフローを生み出す力がある。メディア大手のバイアコム (VIAB) や金融持株会社チャールズ・シュワブ (SCHW) の FCF イールドは 8%を超えており、S&P500 指数構成企業の中央値 3.9%と比べ突出している。

■ 加速する CSV のヘルスハブ展開

ドラッグストアチェーン大手の CVS ヘルス (CVS) は、6 日水曜日の決算発表で、3 四半期連続で予想を上回る結果となり株価は 5%上昇した。本誌がカバー記事で同銘柄を推奨した 4 月以降に株価は 39%上昇し、S&P500 指数の 9%を大幅に上回っている。今週、同社のラリー・メルロ最高経営責任者 (CEO) が本誌に立ち寄り、医療保険大手エトナを統合した効果について語った。今後次第に CVS はエトナの患者を店舗併設のクリニックに定期的に送客できるようになっていく。同社の「ヘルスハブ」モデルが試行開始されて 8 カ月たったが、血液検査などのサービス拡大へのニーズは高いようだ。ヘルスハブの処方薬売り上げ、店頭売り上げ、そして利益率のいずれも既存店を上回っている、とメルロ CEO は言う。

「CVS は店舗展開を質から量に転換していく頃だ」と話すメルロ CEO に、「そうは言っても待ちきれない」と告げると、「まるでアナリストのようだ」と返された。CVS は今年末までにヘルスハブを 50 店舗、2021 年末までに 1500 店舗展開する予定だ。

GrubHub Inc. (GRUB)



Chewy Inc. CIA (CHWY)



Pinterest Inc. (PINS)



Medicines Co. (MDCO)



Universal Forest Products Inc. (UFPI)



Safety Insurance Group Inc. (SAFT)



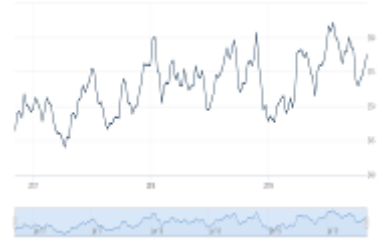
Installed Building Products Inc. (IBP)



Packaging Corp. of America (PKG)



Delta Air Lines Inc. (DAL)



Cisco Systems Inc. (CSCO)



McKesson Corp. (MCK)



AmerisourceBergen Corp. (ABC)



Cardinal Health Inc. (CAH)



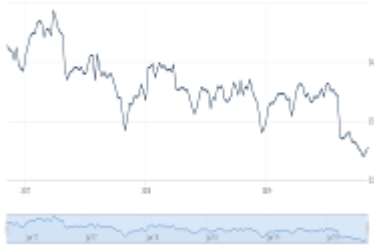
AbbVie Inc. (ABBV)



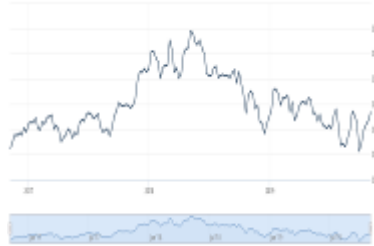
Altria Group Inc. (MO)



Viacom Inc. CIA (VIA)



Charles Schwab Corp. (SCHW)



CVS Health Corp. (CVS)



チャートは3年 (CHWY は6カ月、PINS は1年)

By JACK HOUGH
(Source: Dow Jones)

10. Preview 今週の予定

【経済関連スケジュール】

中国「独身の日」の規模は、ブラック・フライデーをはるかに凌ぐ

■ 今年の「独身の日」は、規模、リーチともに過去最大と予想

中国の買い物客は、米国よりも3週間早い11月11日月曜日に、ブラック・フライデーに当たる「独身の日」を迎える。これは2009年に中国の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）が始めたショッピング・イベントであり、昨年の取扱高は、24時間で300億ドル以上を記録した。これはブラック・フライデーとサイバー・マンデーを合わせた額の、ほぼ2倍に当たる。



シングルを示す「1」が並ぶことから11月11日が「独身の日」となっているが、今年11回目となる「独身の日」は「規模、リーチともに過去最大」となるだろうとアリババは述べる。現地時間10日の夜には、4時間のイベントがライブストリーミングで配信される。イベントにはテイラー・スウィフトが出演し、買い物客はステージ上で紹介されるものを購入することになる。アリババによると、今年の11月11日には5億人以上がイベントに参加し、国内外20万以上のブランドが100万以上の新商品を発売し、500億元（72億ドル）相当のプロモーションを行うとみられる。

イベントの宣伝は過熱している。プレセール・キャンペーンは10月中旬に始まり、中国小売りブランドのマーケティング・チャネルとして一般的なライブストリーミング配信を通じて、初日に約1万7000ブランドが販売された。化粧品大手エスティローダー（EL）は、25分間で5億元近くの取引高を上げ、キム・カーダシアンはライブストリーミング配信を通じて、自身の化粧品シリーズを中国の買い物客に販売した。

このイベントに参加したいと思う米国の買い物客はがっかりするかもしれないが、今のところ、アリババは中国国内に専念し続けるということだ。同社の新たなターゲットは、下位層の都市だ。2019年度の同社の新規年間アクティブ・コンシューマーの70%以上は、これらの都市出身者で占められた。

■ 今週の予定

11月11日（月）

- ITサービス企業DXCテクノロジー（DXC）、カナダの資源採掘投資会社フランコ・ネバダ（FNV）、音楽配信サービス会社のテンセント・ミュージック・エンターテインメント・グループ（TME）が四半期決算を発表。
- ベテランズ・デー（復員軍人の日）で米債券市場は休場。

11 月 12 日 (火)

- 自動車部品小売り大手アドバンス・オート・パーツ (AAP)、メディア大手 CBS (CBS)、住宅建設会社 D.R.ホートン (DHI)、産業ガスメーカーのリンデ (LIN)、自動化システムなどを手掛けるロックウェル・オートメーション (ROK)、食品企業大手タイソン・フーズ (TSN) が四半期決算を発表。
- 給与計算代行大手オートマティック・データ・プロセッシング (ADP) が年次株主総会を開催。
- 全米独立企業連盟 (NFIB) が、10 月の中小企業楽観度指数を発表。コンセンサス予想は 102 で、9 月からほぼ横ばい。

11 月 13 日 (水)

- カナダのアウトドア・アパレル会社カナダ・グース・ホールディングス (GOOS)、ネットワーク機器メーカー大手シスコシステムズ (CSCO)、IT ソリューション会社ネットアップ (NTAP) が四半期決算を発表。
- 米連邦準備制度理事会 (FRB) のパウエル議長が、両院経済委員会で経済見通しについて証言を行う。同氏による両院経済委員会での証言は初となる。昨年ジョージ・H・W・ブッシュ元大統領の死去に伴い予定されていた証言は中止となった。
- ブラジル、ロシア、インド、中国、南アフリカから成る新興 5 カ国 (BRICS) 第 11 回首脳会議が、ブラジルの首都、ブラジリアで開催。14 日までの 2 日間行われ、テーマは「革新的未来に向けた経済成長」。
- 10 月の消費者物価指数 (CPI) 発表。予想は前年同月比 1.7% 上昇で、食品とエネルギーを除くコア指数は同 2.4% 上昇と、どちらも 9 月から横ばいとなる見込み。

11 月 14 日 (木)

- 半導体製造装置大手アプライド・マテリアルズ (AMAT)、カナダの医療用大麻の製造会社オーロラ・カナビス (ACB)、同業のキャノピー・グロース (CGC)、半導体メーカーのエヌビディア (NVDA)、メディア大手バイアコム (VIA)、小売りチェーン大手ウォルマート (WMT) が決算コンファレンスコールを開催。
- 10 月の卸売物価指数 (PPI) 発表。エコノミストは前年同月比 1% 上昇 (9 月は同 1.4% 上昇)、食品とエネルギーを除くコア指数は前年同月比 1.7% 上昇を予想 (9 月は同 2% 上昇)。

11 月 15 日 (金)

- 石油サービスのヘルマリック・アンド・ペイン (HP)、電子商取引大手 JD ドットコム (JD) が四半期決算を発表。
- 化粧品大手エスティローダーが年次株主総会を開催。
- カジノリゾート運営会社シーザーズ・エンターテインメント (CZR) と同業のエルドラド・リゾーツ (ERI) が、6 月に発表された 173 億ドルの合併案に対する承認を得るため、臨時株主総会を開催。合併後はシーザーズの名称を残し、米国最大のゲーミング会社となる見込み。

Alibaba Group Holding Ltd. ADR (BABA)



Estee Lauder Cos. Cl A (EL)



チャートは 3 年

By EVIE LIU
(Source: Dow Jones)

2019 年 特集記事年間予定表

Special News Reports

January

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

February

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

March

4 ETF Feature
7 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
13 Roundtable: Biotech Investing
20 Income Investing
27 Technology
30 Top CEOs

June

3 ETF Feature
10 Retirement Quarterly
17 Top 100 Women Financial Advisors
24 Penta
30 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
16 Penta
23 Outlook: Where to Invest in 2020



THIS WEEK'S MAGAZINE

COVER

1. Honeywell's Digital Makeover Bodes Well

Honeywell is reaching beyond its industrial roots to become a software-centric company.

FEATURE

Even After a Rebound, Oshkosh Stock Could Climb 20%

Fresh off a blockbuster year, Oshkosh has tough financial comparisons working against its stock. But strong demand in Asia and a lucrative defense-vehicle business could provide some lift.

FEATURE

2. 78 Stocks in the S&P 500 Don't Pay a Dividend. Here Are Some That Should.

Firms have a variety of reasons for forgoing dividends. But some say Berkshire Hathaway, Facebook, and others have the means and should initiate dividends.

FEATURE

3. Aramco IPO Isn't a Great Deal for Investors

If crude prices go up, a fat chunk of the gains would go to Saudi government, capping profits—and the dividend—available to investors.

Q&A

4. It's Showtime for Streaming. What's Ahead for Netflix and Its Rivals.

Veteran entertainment-industry analyst Rich Greenfield highlights potential winners in the coming battle for your media dollars and eyeballs

THE TRADER

5. Is It Time to Shop for Stocks in Europe and Japan?

THE TRADER

5. 6 Bank Stocks for Value Hunters

Bank of America, Citigroup, and KeyBank are among the financials that could rally as investors gravitate back to undervalued stocks.

THE TRADER

Why Warren Buffett Should Buy Walgreens

The Berkshire Hathaway CEO has been searching in vain for a large acquisition that could absorb a chunk of Berkshire's growing cash balance. Walgreens Boots Alliance could be it.

INDUSTRIALS

An Industrial Vehicle Maker Is Splitting Into Two—And That May Boost Its Stock Price

CNH Industrial is splitting itself in two in 2021. If the producer of Iveco trucks and Heuliez buses improves profit-margin and earnings-per-share targets, its stock could get a boost.

PRIVATE EQUITY

A Why Private Equity Isn't for You

The SEC may lift restrictions on regular investors. Why that would benefit no one.

MUTUAL FUNDS

6. How a \$16 Billion Vanguard Fund Finds High-Yield Bonds That Aren't Junk

The \$16 billion Vanguard High-Yield Tax-Exempt fund has found interesting opportunities in the municipal bond market, without needing to stretch for yield by buying riskier bonds.

UP AND DOWN WALL STREET

7. Stocks Keep Hitting Record Highs. Where to Find Values Now.

UP AND DOWN WALL STREET

7. Your Fund Manager's Politics Could Be Hurting Your Returns

TECHNOLOGY TRADER

8. It's Time for Uber to Cut Its Losses

STRIKING PRICE

Dividend Stocks Are Hot Again. Some Options Investors Are Betting They'll Go Higher.

FUNDS

Proposed SEC Rules Could Muzzle Shareholders

THE ECONOMY

Slowing Corporate Profit Growth Isn't the Recession Signal Some Investors Fear

STREETWISE

9. The Secret to Picking Winning Stocks

EMERGING MARKETS

Chile Loses Star Status Among Investors After Antigovernment Protests

COMMODITIES CORNER

U.S. Agriculture Is Still at Risk, Even If There's a Trade Deal

MAILBAG

Letters from Barron's Readers

13D FILINGS

Avid Technology, Callon Petroleum, Orion Group, and Other 13D Filings

MARKET WATCH

Dow Transports Rally, Uber's Round Trip, Labor Market Outlook

PREVIEW

10. Singles Day Is China's Version of Black Friday—Just a Lot Bigger

REVIEW

Even After McDonald's CEO's Ouster, a Menu of Challenges

RESEARCH REPORTS

Why an Analyst Is High on Lowe's

FOLLOW UP

Xerox Wants HP on the Cheap

『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 11 月 11 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)

記事内容に関する事 : info@exetrust.co.jp

ご契約・システムに関する事 : 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