

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 December 9

1. **5 Funds and 5 Stocks to Ride the Small-Caps Rally** 銘柄選択→ P.2 【小型株投資】
小型株上昇に乗るためのファンド5本と個別株5銘柄
2. **What's Wrong With Berkshire Hathaway?** 問題点→ P.8 【バークシャー・ハサウェイ】
企業買収の失敗から見えるバークシャー・ハサウェイの問題点
3. **Macy's Stock Shouldn't Expect a Miracle on 34th** 不動産活用戦略→ P.11 【メーシーズ】
「三十四丁目の奇蹟」はあるか
4. **Robert Shiller on the 'Trump Narrative'** シラー教授に聞く→ P.13 【インタビュー】
トランプ大統領の物語が株価を上昇させ、投資ブームを起こす
5. **The Trader** 好調な雇用統計を受けて金曜日に急伸→ P.15 【米国株式市場】
主要株価指数は週間ベースではまちまちの動き
6. **Up and Down Wall Street** 株価は高水準で推移→ P.18 【コラム】
好調だった雇用統計 債券の低利回りで伝統的なポートフォリオが見直される？
7. **Turning Alphabet's Great Business Into a Better Stock** アルファベット→ P.21 【ハイテク】
アルファベットを優良株に変えるための処方箋
8. **Skechers Are Cool** スケッチャーズはクールなバリュー・ブランド→ P.23 【株式市場展望】
好調なスケッチャーズはナイキと比較して割安 選挙の年
9. **The Best Ways to Use International Factor ETFs** 最適な活用方法→ P.25 【ファクターETF】
米国との相違点を意識しつつ、海外株式のファクターETFに上手に投資するには
10. **Preview** 今週の予定→ P.27 【経済関連スケジュール】
競技ビデオゲームのチームとして世界初のIPO

※ 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. 5 Funds and 5 Stocks to Ride the Small-Caps Rally 銘柄選択 小型株上昇に乗るためのファンド 5 本と個別株 5 銘柄

【小型株投資】

■ 経済と企業利益の改善による小型株のアウトパフォーム

エバークオート（EVER）という企業を聞いたことはあるだろうか。同社はオンラインの保険料比較事業を手掛けており、2019 年に節目の時価総額 10 億ドルを突破した。同社をはじめ、ラッセル 2000 指数の構成銘柄である小型株は、多くの個人投資家にはほとんど知られていないが、現在は注目されつつある。その理由は、近年は大型株指数をアンダーパフォームすることが多かったラッセル 2000 指数が、今年の秋に本格的に上昇を始めたことである。同指数は大型株指数に大きく出遅れていたが、12 月 6 日に 52 週高値付近まで上昇した。年初来の上昇率は 21.2%で、依然として S&P500 指数の 25.5%を下回っているが、その差は埋まり始めている。



投資家にとって、ラッセル 2000 指数の上昇に乗るべきかという問いは、経済に対する見解に帰結する。小型株指数の買いは、世界経済の成長に対する強気の賭けである。ジェフリーズの株式アナリスト、スティーブン・デサンクティス氏は、「経済と企業利益が 2020 年に改善するため、小型株はアウトパフォーム寸前だと考えている」と語る。バンクオブアメリカ・メリルリンチの株式およびクオンツストラテジスト、ジル・キャリー・ホール氏によれば、景気の回復期は小型株にとって最高の時期になる傾向がある。このことが「大型株から小型株へと乗り換える態勢が整っていると考えられる重要な理由の一つだ」という。

小型株は、景気後退時には大きな打撃を受けるだろう。しかし、一部の経済指標が示唆する通りに景気回復が加速した場合、S&P500 指数よりも大幅に上昇するとみられる。景気回復が実際に加速すると考える投資家にとって、上場投資信託（ETF）の i シェアーズ・ラッセル 2000（IWM）は、幅広い小型株への投資を可能にする存在である。しかし、ラッセル 2000 指数への投資は、金融セクターと赤字のバイオテクノロジー株に多額を賭けることを意味する。こうしたリスクの一部を回避するため、投資家は個別株や、アウトパフォームの実績があるマネジャーが運用するファンドを購入することで、小型株が復活する可能性に賭けることができる。後ほど 3 本のアクティブ運用ファンド、2 本のインデックスファンド、5 社の個別銘柄を紹介する。

■ 小型株と大型株の違い

小型株は規模以外にも幾つかの面で大型株と異なっており、大型株に比べて米国内の売上高比率が高い。海外の売上高比率は、大型株の 33%に対して、小型株はわずか 21%である。また、ラッセル 2000 指数のセクター別組入比率は大型株指数と大きく異なる。最大のセクターは、S&P500 指数ではハイテクの 23%だが、ラッセル 2000 指数では金融サービスの 26%であり、同指数においてハイテクセクターは 12%を占めるにすぎない。（今年の大部分がそうであったように）金利が低下する場合、金融サービス株は低迷する傾向がある。

今年、セクター構成は小型株にとって不利に働いた。シティグループによれば、今年のラッセル 2000 指数の 1 株当たり利益（EPS）は 2.5%減少した。このことは、株価上昇の全てがバリュエーションの上昇に起因することを意味する。さらに悪いことに、赤字企業は例年よりも多い。過去 1 年で赤字を計上した小型株は 26%で、年初時点から 3%ポイント増加している。ラッセル 2000 指数には、まだ製品を市場投入しておらず、従って黒字化していない多数のバイオテクノロジー企業が含まれている。バイオテクノロジー株がラッセル 2000 指数に占める割合は、2009 年の 4%から 8.7%へと上昇した。一方、S&P500 指数では、バイ

オテクノロジー株の割合は 2.1%にとどまる。

小型株のバリュエーションは正確に示すことが難しい。これは予想データが情報源によって大きく異なるためである。バンクオブアメリカ・メリルリンチによれば、2020 年のアナリスト予想利益は約 14%増だが、リフィニティブの I/B/E/S は、ボトムアップのコンセンサス予想利益を 37%増としている。FTSE ラッセルのアレク・ヤング氏は「まともな投資家は、12 月時点でこれらの数字を真に受けることはない。いずれ下方修正されるだろう」と語る。バリュエーションも同様に不正確である。ラッセル 2000 指数の予想株価収益率 (PER) について、バンク・オブ・アメリカは 16 倍、ジェフリーズは 20.9 倍としている。

一般に、ラッセル 2000 指数は絶対値ベースで割安ではない。それにもかかわらず、ジェフリーズとバンク・オブ・アメリカは、同指数と S&P500 指数などの大型株指数のバリュエーション格差に基づき、ラッセル 2000 指数が相対的に見て割安だと考えている。ジェフリーズのデサンクティス氏は、「割安に見えるものが市場に存在しない」中で、小型株は比較的割安だと話す。キャリー・ホール氏の推定によれば、大型株に対する小型株の相対的なバリュエーションは 17 年ぶりの低水準にある。バンク・オブ・アメリカは今後数カ月で景気回復が訪れると予想する。このような景気回復局面の 90%において、小型株は大型株をアウトパフォームしている。さらに、小型株は 11 月から 3 月にかけて最高の成績を上げる傾向がある。

小型株投資は単純ではない。的を絞った投資を求める向きは、経験豊かなマネジャーが運用するファンドや ETF から始めると良いだろう。以下に幾つかの候補を紹介する。

Dauids vs. Goliaths

A year ago, the small-cap Russell 2000 fell more sharply than the large-cap S&P 500, but the small-cap index has hit a 52-week high this past week. Will that be enough to close the gap?

S&P and Russell 2000



Source: FactSet

■ 5本のファンド

ブラウン・キャピタル・マネジメント・スモール・カンパニー・ファンド (BCSIX) は、ハイテク株の組入比率が高い小型株ファンドである。11 月までの 10 年間の年率リターンは 16.9%で、ラッセル 2000 指数の年率リターン 12.4%を上回る。運用チームは、営業収入が 2 億 5000 万ドル未満で、持続的な競争優位を有する企業に焦点を当てる。保有銘柄は 38 銘柄で、売買回転率はわずか 17%である。ハイテク銘柄がポートフォリオの 60%を占め、ハイテクとヘルスケアを合わせると 90%に上る。

i シェアーズ・コア S&P 小型株 ETF (IJR) は、幅広い銘柄に投資可能で経費率が低いファンドを求める向きにとっては魅力的だ。この ETF は S&P 小型株 600 指数に連動して運用されており、同指数のリターンはラッセル 2000 指数を上回る。11 月までの 10 年間の年率リターンは、同 ETF が 13.9% で、ラッセル 2000 指数は 12.4% だった。経費率はわずか 0.07% である。S&P 小型株 600 指数は、新規株式公開 (IPO) 銘柄を避け、過去 1 年に黒字だった企業のみを組み入れている。そのため、構成銘柄がクオリティー銘柄に若干偏っており、そのことがアウトパフォームに寄与している。

バンガード・スモールキャップ・インデックス・ファンド (VSMAX) のアドミラル・シェアクラスは、過去 10 年の年率リターンがラッセル 2000 指数を 1%ポイント、アウトパフォームした。最低投資額は 3000 ドルで、経費率は 0.05% と極めて低い。同ファンドは金融セクターを 27%、資本財セクターを 21%組み入れている。そのため、経済の短期的な変動に若干影響を受けやすい可能性がある。

ロイス・スペシャル・エクイティ・ファンド (RYSEX) は、ディープバリュー投資を手掛ける小型株ファンドである。同ファンドのマネジャーであるチャールズ・ドレイファス氏は、バリュー投資の父と呼ばれるベンジャミン・グレアムに従い、クリーンなバランスシートと株価のマージン・オブ・セーフティ (安全域) を追求する。そのため、現金を保有することもあり、現在のファンドの現金保有比率は約 20%となっている。過去 10 年の年率リターンは 9%で、ラッセル 2000 指数の 12.4%に比べて低調だった。しかし、過去 20 年の年率リターンは 10%に上り、ラッセル 2000 指数よりも小さなボラティリティで同指数のリターン (8%) を上回る成績を上げている。

ジャナス・ヘンダーソン小型株バリュー・ファンド (JSCVX) は、ジャナス・ヘンダーソン・グループの子会社で、長年にわたり小型・中型のバリュー株に投資してきたパーキンス・インベストメント・マネジメントが運用する。過去 10 年ではラッセル 2000 指数をアンダーパフォームしたが、過去 15 年の年率リターンは 8.6%と同指数の 7.9%を上回った。現在の保有銘柄の約 3 分の 1 は金融セクターで、特定セクターへの投資比率を大幅に高めることをいとわない。

■ 個別株 5 銘柄

個別株の選別に興味がある投資家向けに、投資家やアナリストの注目を集めた 5 銘柄を紹介する。

ダーリン・イングリディエンツ (DAR) は、油脂や動物の死体などの廃棄物を、肥料やバイオ燃料などの有用な製品にリサイクルした上で販売している。クイーンズ・ロード・スモール・キャップ・バリュー・ファンド (QRSVX) のポートフォリオマネジャーであるスティーブン・スクラッグス氏は「税額控除と優遇措置の要件として、リサイクル製品の購入が定められているため、大きなインセンティブが存在する」と語る。ダーリンの利益は来年に約 50%増加する見込みで、予想 PER の 28 倍は妥当に見える。

コンパス・ディバーシファイド・ホールディングス (CODI) は、プライベートエクイティ企業のような機能を持つ持ち株会社である。同社は中小企業を買収し、改善したのち、売却やスピンオフを行う。現在の子会社には、ベビーキャリア、回路基板、食品加熱機器のメーカーなどがある。株価は 2019 年に大きく上昇しており、予想 PER は 19.9 倍、配当利回りは 6.1%である。

サイバーセキュリティ企業のクオリス (QLYS) は、大規模な事業ネットワークをサイバー攻撃から保護しており、特にクラウドコンピューティングに重点を置く。バロン・ディスカバリー・ファンド (BDFFX) のランディ・グワーツマン氏は、「売上高の 98%は経常的なものだ。安定的に成長しており、利益率は非常に高い」と語る。PER は 35 倍と高く見えるかもしれないが、過去平均や他のサイバーセキュリティ企業を下回る。

資本財企業のリンカーン・エレクトリック・ホールディングス (LECO) は、溶接に関連した製品を専門と

する。今後数年で成長が加速する公算が大きな自動化の分野でも、同社の事業は成長している。ジェフリーズのアナリストであるサリー・ボロディツキー氏は、「顧客は生産性の向上を目指す一方、高技能労働者の不足に苦しんでおり、自動化の長期的な需要特性は健在である」と述べる。世界経済の回復に期待する投資家にとって、リンカーン社は景気循環の影響を受けやすいため、恩恵を得られる銘柄である。

不動産投資信託（REIT）のハノン・アームストロング・サステナブル・インフラストラクチャー・キャピタル（HASI）は、代替エネルギープロジェクトに資金を提供し、株式と債券の両方を購入している。同社の業績は、政府による代替エネルギーへの継続的な支援の恩恵を受ける見込みである。同社は成長が続く住宅ソーラープロジェクトへの投資を増やしている。利益が急増しているわけではないが、配当利回り 4.6% は、小型株としては非常に高い。

Going Big on Small Stocks

A sampling of small stocks.

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (bil)	YTD Change	Forward P/E	Dividend Yield
Darling Ingredients / DAR	\$23.66	\$3.90	23%	28.5	None
Compass Diversified Holdings / CODI	23.43	1.4	88	19.9	6.10%
Qualys / QLYS	85.77	3.3	15	35.5	None
Lincoln Electric Holdings / LECO	91.85	5.6	16	18.7	2.10%
Hannon Armstrong Sus. Infra. Cap. / HASI	29.26	1.9	54	20.3	4.60%

Data as of Dec. 5

Source: Bloomberg

Inside the Russell 2000

10 Best Performers

Company / Ticker	YTD Change
Axsome Therapeutics / AXSM	1581.90%
Constellation Pharmaceuticals / CNST	1047.1
Kodiak Sciences / KOD	933.9
EverQuote / EVER	789
Cardlytics / CDLX	490.4
Arrowhead Pharmaceuticals / ARWR	435.1
Enphase Energy / ENPH	413.1
Conformis / CFMS	377.7
Digital Turbine / APPS	351.4
Medicines Co. / MDCO	339.2

Data as of Dec. 4
Source: Bloomberg

10 Worst Performers

Company / Ticker	YTD Change
Waitr Holdings / WTRH	-95.4%
LSC Communications / LKSD	-94.8
Unit Corp. / UNT	-93.9
Exela Technologies / XELA	-92.8
Tocagen / TOCA	-92.3
TransEnterix / TRXC	-91.6
Phunware / PHUN	-91.3
Contura Energy / CTRA	-91.0
Mammoth Energy Services / TUSK	-90.6
Seadrill / SDRL	-88.6

Data as of Dec. 4
Source: Bloomberg

Funds That Think Small

A sampling of small caps funds.

Fund / Ticker	YTD Return	10-Year Annualized Return	Prospectus Net Expense Ratio
Brown Capital Mgmt Small Co. / BCSIX	32.20%	16.90%	1.26%
iShares Core S&P Small-Cap / IJR	19.2	13.9	0.07
Vanguard Small Cap Index / VSMAX	24.6	13.4	0.05
Royce Special Equity / RYSEX	10.1	9	1.18
Janus Henderson Small Cap Val / JSCVX	22.4	10.4	0.92
Russell 2000 Index	22	12.4	

Returns through Nov. 29

Source: Morningstar Direct

EverQuote Inc. Cl A (EVER)



iShares Russell 2000 ETF (IWM)



Brown Capital Management Small Company Fund:Investor (BCSIX)



iShares Core S&P Small-Cap ETF (IJR)



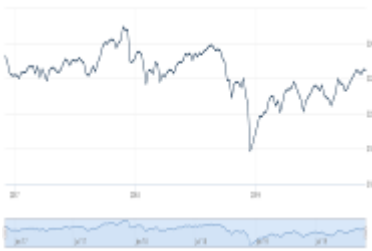
Vanguard Small-Cap Index Fund:Admiral (VSMAX)



Royce Special Equity Fund:Investment (RYSEX)



Janus Henderson Small Cap Value Fund:T (JSCVX)



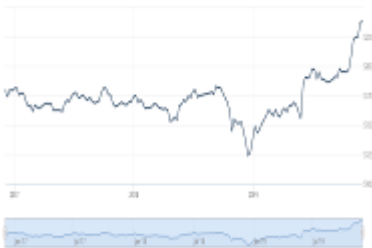
Darling Ingredients Inc. (DAR)



Queens Road Small Cap Value (QRSVX)



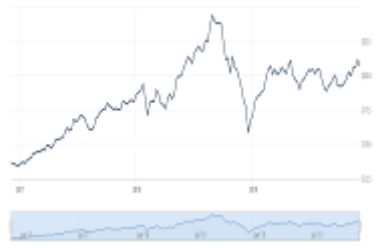
Compass Diversified Holdings (CODI)



Qualys Inc. (QLYS)



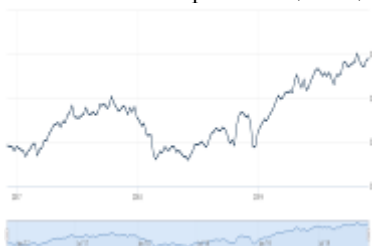
Baron Discovery Fund:Retail (BDFFX)



Lincoln Electric Holdings Inc. (LECO)



Hannon Armstrong Sustainable Infrastructure Capital Inc. (HASI)



チャートは3年 (EVER は2年)

By AVI SALZMAN and
JOHN COUMARIANOS
(Source: Dow Jones)

2. What's Wrong With Berkshire Hathaway? 問題点 【バークシャー・ハサウェイ】 企業買収の失敗から見えるバークシャー・ハサウェイの問題点

■ 資金をダブつかせた結果、株価が伸び悩み

ウォーレン・バフェット氏のバークシャー・ハサウェイ (BRK.A) の株価は、S&P500 指数との相対パフォーマンスにおいて、同氏がかじ取りをしてきた 54 年間で最悪の部類に入る年を迎えている。IT 関連製品の卸売りを手掛けるテック・データ (TECD) の先日の買収失敗は、こうした問題の大半がこの著名な投資家の資本配分に関する頑固なアプローチにあることを示している。8 月に 89 歳を迎えたバフェット氏は、買収額 500 億ドル以上となるような巨大買収の機会を探しているが、まだ成功していない。バークシャーは、ターゲットとしてははるかに小さなテック・データに対し 1 株当たり 140 ドルで買収を提案したが、1 株当たり 145 ドル (総額 51 億ドル) を提案したプライベート・エクイティ・ファンドのアポロ・グローバル・マネジメント (APO) に競り負けてしまった。



バフェット氏はバランスシートに現金をため過ぎており、第 3 四半期末の残高は 1280 億ドルに達し、過去最大となっている。バークシャーは少額の自社株買いしか実施しておらず、配当の支払いは拒んでいる。こうした全てのことが投資家を失望させ、バークシャーのクラス A 株の株価は 2019 年に入ってから 9% しか上昇しておらず、約 33 万 4000 ドルにとどまっている。これに対し S&P500 指数の同期間のトータルリターンは 28% である。

■ 買収価格へのこだわりと株主還元への消極姿勢が資金余剰の原因

バフェット氏は価格に敏感であり、また価格で競り合うのが嫌いなため、適切な買収ターゲットを見つけることができていない。同氏の考え方は、バークシャーは被買収企業にほぼ自律的な経営をさせることに前向きであり企業にとって非常に魅力的な株主なのだから、買収で他の買い手と競争する必要はないというものだ。テック・データのケースではそのルールを曲げたようだが、それでも獲物は捕まえ損なった。しかし、企業の取締役会が企業文化のような問題よりも買収価格の多寡だけを重視する傾向にあるため、バークシャーが自社の言い値で買収を実現するのは困難である。

バークシャーの昔からのある株主は、バフェット氏はその規模や資金力を強みとして生かせるように、もっと規模が大きな企業をターゲットにすべきだと語る。本誌は、プライベート・エクイティ・ファンドの KKR (KKR) から既に関心について打診を受けているドラッグストアチェーン大手のウォルグリーン・ブーツ・アライアンス (WBA) であれば、株価収益率 (PER) が 10 倍とバリュエーションも低く適切ではないかと提案したことがある。同社の時価総額は 520 億ドルだ。他に考えられるターゲットとしては、デルタ航空 (DAL)、あるいはサウスウエスト航空 (LUV) がある。両社の時価総額は現在それぞれ 360 億ドルと 300 億ドルとなっている。航空会社はバフェット氏の好みに合っているし、バークシャーは両航空会社の約 10% の株を保有している。

しかし、バフェット氏が買収に執着するのは間違いなのかもしれない。バークシャーは既に十数社の大企業とその他何十社もの企業を傘下に収める複合企業となっている。このような巨大な企業帝国を運営するのは、将来バフェット氏の後継者となる者にとっては困難なことであろう。「バフェット後」の時代が来れば、会社分割や資産売却が行われる可能性は十分にある。

バークシャーのファンは、昨年バフェット氏とバークシャーの副会長チャーリー・マンガー氏の自社株買いに関する権限が拡張された時は大いに期待した。しかし、バークシャーは 2019 年の最初の 3 四半期でわずか 28 億ドル相当し

か自社株買いを行っておらず、このペースだと今年度の買い戻しは自社株の 1% にも達しないだろう。金額も同社の 2019 年度予想税引き後営業利益である 260 億ドルに比べれば、そのごく一部にすぎない。相対的に株価が割安になっていることを考えれば、バフェット氏があまりバークシャー株を買い戻したがるのは不可解だ。投資会社

Berkshire Hathaway Inc. Cl A

(BRK.A / NYSE)



Source: FactSet

ウェッジウッドで最高投資責任者（CIO）を務めるデービッド・ロルフ氏は、バフェット氏はバークシャーというキャンバスに絵を描いている間は、その絵の具とも言える資本を株主に返したと書いていない。ウェッジウッドは長年バークシャー株を保有していたが、今年に入って売却した。

バフェット氏が自社株買いに消極的な理由は、簡単に説明できるようなものではないのかもしれない。同氏がバークシャーの経営に当たったこの 50 年間に買い戻した金額は極めて少ない。しかし、バフェット氏が好むのはアップル（AAPL）やバンク・オブ・アメリカ（BAC）、ウェルズ・ファースト（WFC）など年間 5% から 10% の株を買い戻す企業であり、矛盾があるように思われる。バークシャーはこれらの企業の大株主となっている。

■ 今が実は買い時か

バークシャーの最近の株価は残念ながら伸び悩んでいるが、それでもまだ魅力があるように思われる。同社のバランスシートと収益力の強さを考えれば、来年、とりわけ株価が全般的に下落するような局面になれば、市場を上回るパフォーマンスが期待できる。現在の株価純資産倍率（PBR）は 1.35 倍で、近年では最低の水準にある。2019 年度予想利益に対する PER は 21 倍前後となっており、市場平均の 19 倍をわずかに上回ってはいるものの、バークシャーの過去の実績と比較すれば低い水準だ。最近の株価上昇でバークシャーの 1 株当たり純資産は今四半期末までに 5% 近く上昇し、25 万 5000 ドルとなる可能性がある。

バークレイズのアナリストであるジェイ・ゲルブ氏は、「バークシャーの株価はかなり割安だ。素晴らしい企業を収集した作品、質の高いディフェンシブ株であり、株価は同社の本質的な価値を下回っている」と語る。ゲルブ氏はクラス A 株式の投資判断をオーバーウエート、目標株価を 40 万 1000 ドルとしている。

確かにバークシャーの株は大規模な自社株買いや巨額の買収案件がなくても魅力的な性質を備えている。となれば、たとえバフェット氏に現金を貯め込み過ぎるという欠点があるとしても、十分見逃してやれるだけのものがあるのかもしれない。

Berkshire Hathaway Inc. Cl A (BRK.A)



Tech Data Corp. (TECD)



Apollo Global Management Inc. Cl A (APO)



KKR & Co. Inc. Cl A (KKR)



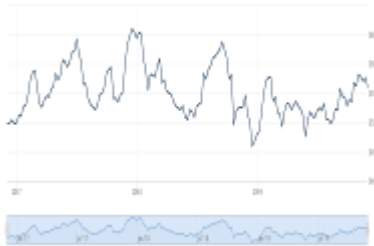
Walgreens Boots Alliance Inc. (WBA)



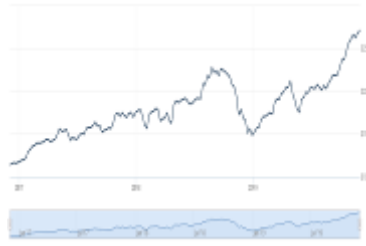
Delta Air Lines Inc. (DAL)



Southwest Airlines Co. (LUV)



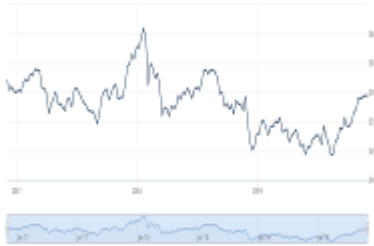
Apple Inc. (AAPL)



Bank of America Corp. (BAC)



Wells Fargo & Co. (WFC)



チャートは3年

By ANDREW BARY
(Source: Dow Jones)

3. Macy's Stock Shouldn't Expect a Miracle on 34th 「三十四丁目の奇蹟」はあるか

不動産活用戦略

【メーシーズ】

■ メーシーズの現状

マンハッタンのヘラルドスクエアにある百貨店大手メーシーズ (M) の旗艦店には、クリスマスシーズン用に「(贈り物の) 奇蹟を信じて」と書かれた看板が掲げられているが、今年に入って同社の株価は半分近くも下落しており、投資家は何を信じてよいか迷いがあるかもしれない。利益は落ち込んでいる。今年度 (2020 年 1 月期) の営業利益は3分の1減少して12億5000万ドルにな



ると予想されている。この営業利益は、今あるメーシーズ百貨店を作るためにメイ百貨店に110億ドルを支払った2005年以前のフェデレーテッド・デパートメント・ストアーズの利益よりも少ない。現時点でメーシーズのクレジットカード事業は、百貨店事業よりも多くの利益を上げている。そして来年と再来年も同社は営業利益の減少が予想されている。メーシーズの株価は最近15ドルを付けたが、わずか5年前には70ドルを上回っていた。そんな株を誰が欲しいと思うだろうか。

■ 投資家の狙い目

おそらく投資家は、メーシーズが所有するヘラルドスクエアの不動産が30億ドルから40億ドルの価値があるのに対して、同社の株式時価総額は46億ドルであることに注目しているだろう。あるいは、10%の配当利回りに誘われてインカムを求める人もいる。あるいはまた、何年も株価が低迷していたが、最近の四半期

決算後に株価が上昇した百貨店チェーンのノードストローム (JWN) に触発されるバーゲンハンターもいるだろう。

■ 業界動向

メーシーズは 600 店以上を運営しており、昨年 UBS がメーシーズ店舗周辺の 1 人当たり所得を分析したところ、メーシーズの顧客は、高級志向のノードストロームよりも TJX (TJX) 傘下の低価格店である TJ マックスやマーシャルズの顧客により近いことがわかった。TJX は過剰在庫を抱えた百貨店から機敏に商品を仕入れて大幅なディスカウントで販売するなど、いわゆるオフプライス商品を専門としている。

ロス・ストアーズ (ROST) やバーリントン・ストアーズ (BURL) などの安売り店の出店を分析したところ、これらの安売り店はメーシーズの近隣地域を有望なターゲットと見ていることがわかった。

メーシーズは高級志向のブルーミングデールや低価格のバックステージといった独自の小売アプローチをとっている。しかし、ブルーミングデールは数十店舗しかなく、バックステージの多くはメーシーズ店舗内にあることから身内の競合となっている。

■ 生き残りを賭けた戦略、「三十四丁目の奇蹟」はあるか

メーシーズは不動産の活用を検討しているという。モルガン・スタンレーによると、不動産の売却およびリースバックは、現在価値が 40 億ドル程度の長期リース支払いになるという。これは短期的にはキャッシュフローを増加させるが、長期的には大きな収益源にはならない。

メーシーズは店舗を拡張し、おそらくは住居やオフィススペースを増やす計画だと報じられている。同社は 2 月 5 日の投資家向け説明会で不動産戦略の詳細を明らかにするとしている。

シティグループ (C) との合併によるクレジットカード事業の収入は、前四半期には前年同期比で 1% 減少した。しかし、モルガン・スタンレーは、経営見通しから推測すると第 4 四半期には 9% 下落する可能性があるとみている。このような金融事業は、消費者が元気なときには利益をもたらすが、状況が悪化すると負担になる。今年の配当金総額は約 4 億 6500 万ドルで、メーシーズはそれをカバーするのに十分なキャッシュを生み出すが、もしキャッシュフローが現在のペースで縮小し続ければ、経営陣は 2 年以内に配当を減らさざるを得ないだろう。長期債務は 47 億ドル、長期リース債務は 28 億ドルだ。

どんな銘柄にも強気が支配する局面はあるものだ。メーシーズの場合は、店舗数の縮小と賢い不動産計画が必要だろう。今年度の予想株価収益率 (PER) が 6 倍未満なら、多くの欠点をカバーして余りあるだろう。

同業の JC ペニー (JCP) は、最近では株価が 1 ドル強まで下落している。メーシーズには、まだその運命を避ける時間はある。しかし、個人消費が好調な今は小売業者にとって言い訳のできない時期だ。メーシーズの奇蹟を信じてもいいだろうが、経営陣がもっと多くの証拠を見せてくれるまでは、疑ってかかるべきだろう。

Macy's Inc. (M)



Nordstrom Inc. (JWN)



TJX Cos. (TJX)



Ross Stores Inc. (ROST)



Burlington Stores Inc. (BURL)



Citigroup Inc. (C)



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



チャートは3年

By JACK HOUGH
(Source: Dow Jones)

4. Robert Shiller on the 'Trump Narrative' シラー教授に聞く トランプ大統領の物語が株価を上昇させ、投資ブームを起こす

【インタビュー】

■ ノーベル経済学賞受賞者が提唱する「ナラティブ経済学」

ノーベル賞受賞者でもあるロバート・シラー教授は最近『ナラティブ経済学』という本を出版し、その中でミシガン大学の学生だったころ、フレデリック・ルイス・アレン氏の『オンリー・イエスタディ』を読んだことが今日の仕事につながったと述べている。アレン氏の本は、1920年代に人々が株や経済について話し合っていた伝播力のある（現在の言葉で言えば、バイラルな）ストーリー（ナラティブ）が大恐慌につながったことを明らかにしており、シラー教授は人間を常に冷静に計算する存在とする狭い経済学の見方に挑戦するようになった。



Robert Shiller Photograph by Tonje Thiesen

本誌：人がどれほど興奮するものかを学んだのはどんな時か？

シラー教授：私はスポーツなどに興味がない家庭で育った。父親はスポーツ観戦など見下していた。初めてフットボールを実際に観戦したのは大学生になってからで、観衆の興奮ぶりにびっくりした。

■ 興奮を誘うビットコインの物語

Q：著書の中で、ビットコインは人々の想像力を虜にしたと述べているが。

A：まるでフットボールの試合で見た学生たちのように人々がビットコインに夢中になるのはなぜだろうと考えてみると、取引コストが低下し、現在より良い方法で確実に支払いができるという答えもあるが、1970

年代にビットコインに使われている RSA アルゴリズムについて数学者が論文を出しているのに RSA アルゴリズムに関する新聞記事はこれまでに 12 本しかない。なぜ人々は RSA アルゴリズムに夢中にならないのか。それは物語になる素地がなかったからだ。

Q：ビットコインの物語とは？

A：まずミステリーが関わっている。ビットコインの発明者と言われるサトシ・ナカモトとう人を誰も知らない。誰も会ったことがない。また、大半の人は無政府主義的な気分になる時がある。特に納税の時は自分に指図する政府とは一体何者だなどと非常に感情的になる。しかし、無政府であればカオス（混沌）になってしまうため、政府をなくすことは実現可能ではない。ところがビットコインは実行可能性のあるストーリーに思えてくる。コスモポリタンで、コンピューターに詳しい連中なら政治家よりもっと良い世界にしてくれるかもしれないと思わせてくれる。政府なんていらんという感情的な力で、われわれの最も原初的な衝動に訴えかけてくる。

Q：景気循環調整後の株価収益率（PER）、すなわち株価を過去 10 年のインフレ調整後平均利益で割った CAPE レシオでみると、長期的平均は 17 倍なのに対して今日の株価は 30 倍に近い。今日の高いバリュエーションを下支えしている物語は一体何なのか？

A：明るい物語があるというだけでなく、暗い物語は忘れるということも関係している。金融危機が起き、2009 年に株価が約半分にまで下落した時、大恐慌の再来かと思われた。その後の回復の一部はその恐怖を忘れたことにあり、次にトランプ大統領の物語があった。法人税を減税し、規制を緩和し、再選の可能性もある。トランプ大統領の物語は法人減税に関する合理的思考というよりは、感覚的な歴史的な位置付けによって株式市場に対する楽観を鼓舞する。

■ 住宅に関する人々の考え方が変化

Q：2000 年の株式市場や 2008 年の住宅市場について、ヒントとなるのは数字か、人々が口にする言葉か？

A：数字的な証拠も役立つが、人々の話ぶりはより興味深い。住宅に関しては独特の文化が醸成されたように思う。1 年後あるいは 10 年後に住宅価格はとなると予想するかとの問いに対して、人々の期待が高く、ブーム時には 1 年に 10% の値上がりを見込んでいた。不動産は好みの話題となり、家がいくらで売れたかに興味を持っていた。1950 年代にはそんなことは重視していなかったと思う。

Q：ハイテクバブル崩壊後、実物資産を好むようになったことも関係しているか？

A：そう思う。2002 年の弱気相場で、株式市場や金融関係者に不信を持つ人が多くいた。

Q：長期的な住宅データによると、住宅価格はインフレと同ペースで上昇したにすぎないとしているが？

A：1890 年から 1990 年は実質で年 0.26% 上昇した程度だ。

Q：1990 年代に何が変化したのか？

A：物語が変わった。以前なら、住宅は手間がかかって、流行遅れになるし、解体も必要で、富の源泉ではなかった。1990 年代になって、物語が変化した。誰かが買った家を訪問すると、家の中も素晴らしい。その家の持ち主はまるで時代の最先端で、自分はそうではないと感じる。もちろん潜在意識として住宅の値上がりへの期待もあるとしても、それだけでは説明できない。ナラティブは、消費者信頼感指数や期待指数に集約されるものではない。

Q：金融危機以降、住宅価格も大幅に回復したが、同じ物語を繰り返しているのか？

A：依然として富の源泉との考えは残っている。しかし、住宅価格が下がることはないとの考えは打ち砕かれた。それでも、先日タクシーの運転手が家の転売をやっていると言っていたが、物語はそのままのようだ。

■ ラッファー曲線の誕生物語の伝播にはナプキンが不可欠

Q：ラッファー曲線物語もある。エコノミストのアーサー・ラッファー氏が 1974 年にワシントン DC で、

当時のフォード政権のラムズフェルド首席補佐官らと会食し、レストランのナプキンにかの有名なラフファー曲線を描き、「税率と税収の関係は逆 U カーブで、税率 0%ならもちろん税収はゼロだが、税率 100%でも働く意味がなくなり税収はゼロとなる。最大限の税収を得るのはこの間のいずれかの率となる」と説明したとされるが、このストーリーが爆発的に広まった経緯は？

A：人々が話を伝えていく上で利用しやすいストーリーがあるから爆発的に広まる。減税を主張したい人には有益で、大物政治家が絡んでいるため人間的な興味をそそるストーリーでもある。ナプキンという目に浮かびやすいシンボルもある。ナプキンに曲線を描いたなどということは重要でないと思うかもしれないが、ストーリーを具体化し、分かりやすくする。そのため繰り返し語られ、記憶に刻まれていく。

Q：5年前にはロボットが人々の仕事を奪い、経済に悪影響を及ぼすと考えていたが、変化したか？

A：私は基本的にはコンピューターによる革命にはワクワクしている。経済構造が変化する際に一時的な不均衡から生じる摩擦的失業は生じるが、もしかすると良い方向に行くかもしれない。つまり、働かなくてもよくなり、余暇の時間が増えるかもしれない。そもそも機械と人間の関係は 2000 年以上前から話題になっている。アリストテレスも機械について警告していた。

Q：経済学という学問を文学やその他の考え方も取り入れる方向に動かそうとしているか？

A：学問の世界は細分化し、理論と合致しない不都合な真実について考えるよりも文献を膨らませることを重視する傾向がある。しかし、経済学も変化しつつあり、実際の世界に根差したものになりつつある。今年のノーベル経済学賞受賞者の 3 人全員が実証的な研究をしている経済学者だ。人々が状況や規制、機会に対して実際にどう反応するかを実証的に研究している。

By JOHN COUMARIANOS

(Source: Dow Jones)

5. The Trader 好調な雇用統計を受けて金曜日に急伸 主要株価指数は週間ベースではまちまちの動き

【米国株式市場】

■ 貿易問題には反応薄

先週、主要株価指数の中でダウ工業株 30 種平均 (NY ダウ) は前週末から値下がりして引けたが、それでも金曜日の寄り前に発表された好調な雇用統計を祝してジャンパンの栓を抜くタイミングだろう。

雇用統計はしばらく軟調だったが、11 月の非農業部門就業者数は前月比 26 万 6000 人増となり、1 月以降で最も大きな増加となった。株式市場は思った通りに反応して、発表後に NY ダウは 337 ドル上昇した。



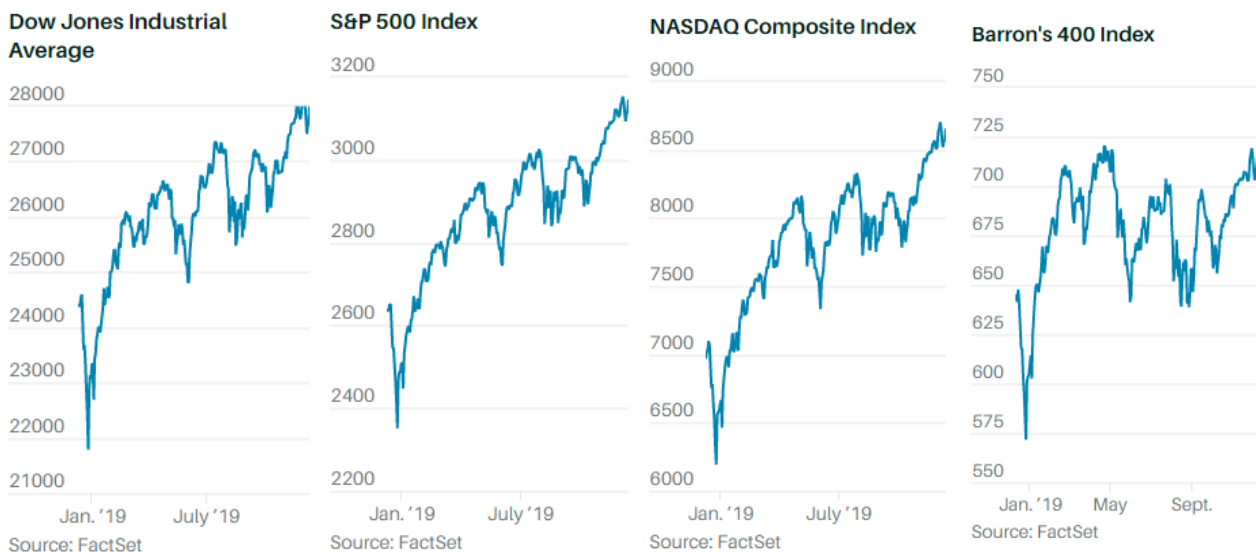
金曜日の上昇を受けて、主要株価指数は週前半の下落分を取り戻すかそれに近い動きとなった。週間ベースで NY ダウは 0.1% 安となり、2 万 8015 ドル 6 セントで引けた。S&P500 指数は 0.2% 上昇して 3145.91 となり、ナスダック総合指数は 0.1% 安の 8656.53 となった。小型株のラッセル 2000 指数は 0.6% 高の 1633.84 で週末を迎えた。

加えて注目すべきなのは、投資家がついに貿易問題について心配するのをやめたように見えた点だ。これは、火曜日にトランプ大統領が来年の大統領選挙まで貿易交渉が妥結しなくても全く構わないと発言したことを受けて、NY ダウが 280 ドル下落したことを指しているのではない。金曜日にクドロー米国家経済会議 (NEC) 委員長がブルームバーグテレビでトランプ大統領はまだ署名する用意ができていないと語ったにもかかわらず

ず、投資家の反応がなかったことを指している。

これに関してナットアライアンス・セキュリティーズのアンドリュー・ブレンナー氏は、「米国には貿易交渉の妥結は必要ないという考えを正当化するために、貿易交渉に反対する勢力が雇用統計の結果を使いそうだ」と評した。

そうした使われ方はないかもしれないが、同氏のコメントは最も強気な投資家がここしばらく述べていたことであり、雇用統計はそれを裏付けたようだ。ただしブレンナー氏も指摘しているように雇用統計は遅行指標であり、経済が向かう先を示しているのではなく、これまでの状況を表しているにすぎない。その点からは、景気の先行指標はまちまちの様相だ。株式市場は先行指標の一つであり、50 年来の低水準にある失業率と同様に好調な景気を示している。一方、サプライ管理協会 (ISM) の製造業指数を含む一部の経済指標は、好調な状況を明らかにしているわけではない。



■ 景気と債券利回り

それでも、市場は 2019 年の成長率の減速が 2020 年には終わると見込んでいる。景気に対する米連邦準備制度理事会 (FRB) の見方に関しては、今週開かれる米連邦公開市場委員会 (FOMC) の後に聞く機会がある。今回の FOMC での追加利下げはほとんど予想されていないものの、声明文の変更点を探す動きや FOMC が終了した水曜日のパウエル FRB 議長の発言を分析する動きが見られるだろう。FOMC に関してジェフリーズのエコノミストであるワード・マッカーシー氏は「来週の金融政策の変更はなく、今後 12 カ月間でも変更されない可能性が高い」と書いている。

債券市場は雇用統計に対する反応を示していたかもしれない。好調な経済指標に反応して米 10 年国債利回りは 0.064%ポイント上昇し、11 月 13 日以降で最も高い 1.842%を付けた。マクロ・リスク・アドバイザーズでチーフ・テクニカル・マーケット・ストラテジストを務めるジョン・コロボス氏はこれに関して、経済が本当に活気を取り戻しているのであれば、10 年国債利回りは大幅に上昇するはずだと指摘し「10 年国債利回りが 2%に上昇し、それを上回る状態が続くことが望ましい」と語る。

同氏は「年末に S&P500 指数が 3200 を付ける一方で 10 年国債利回りに動きが見られないと心配な状況だ」と述べるが、活況を呈している市場にとって、そうした心配は当面は無用のようだ。

■ 失望的な業績と経営陣の退任にもかかわらずエクスペディアは有望

経営戦略をめぐる取締役会と衝突したため、エクスペディア・グループ (EXPE) の最高経営責任者 (CEO) と最高財務責任者 (CFO) が先週突然辞任した。これを受けた株価は、ディラー会長がより良い方向性を見

つけられるだろうとの期待から 6.2%の上昇となった。

同社株にとっては厳しくなるはずだった今年において、これは小さいながらも前向きの動きだろう。エクスぺディアは、社名通りのサイトや Hotels.com といった個人向けサイトから、住宅レンタルサイトのホームアウェイ (HomeAway) や出張旅行用のサイトであるエージェンシア (Egencia) に至る旅行用サイトを幅広く運営する大手である。マーク・オカストロム CEO とアラン・ピッカーリル CFO は、これらのブランドと同社の技術の結び付きを改善しようとしていたものの、そうした戦略は短期的な成果に結び付かなかった。



期待外れとなった第3四半期の業績発表の後でエクスぺディアの株価は大きく下落し、本誌が同社株を推奨してから (2019 年 7 月 15 日号「予約価値大のエクスぺディア」) は 19%の下落となった。ディラー会長がこの方向から成果が得られるのを待てなかったのは明らかであり、辞任に関する声明文では「辞任する経営陣の経営戦略に賛同できないため、取締役会はエクスぺディアのリーダーシップを変えることにした」と書かれていた。本誌はディラー会長にインタビューを申し入れたものの、実現していない。

107 ドル前後の現在の株価でみると、同社株の今後 12 カ月間の予想利益に対する株価収益率 (PER) は 15.4 倍であり、同社株の過去の平均である 20 倍以上から大きく低下しているだけでなく、S&P500 指数と比較しても割安な状態にある。最近の株価の乱高下を勘案すれば、投資家が同社株に対して慎重になるのも当然だが、エクスぺディアの事業は手堅く、中心事業のホテル予約に関しては、最近の困難な状況にもかかわらず今年は 10%の成長を示している。同社が長期スタンスを持った経営チームを求めていることを示すために、ディラー氏は有価証券報告書の中で「エクスぺディアの長期的な将来に対する私の信頼とコミットメントを示す具体的な証しとして、会社の株式を追加で購入する」と説明している。

モーニングスターのアナリストであるダン・ワシオレック氏は「オカストロム氏を高く評価していたが、投資家は、2005 年からエクスぺディアの会長を務め、2013~2017 年にトリップアドバイザー (TRIP) の相談役にも就いていたディラー氏を評価しているようだ。加えて、ディラー氏が同社株を買い増した点は前向きに評価できる」と書いている。同氏はほかに、「2018 年と 2019 年の前半に、利払い・税引き・償却前利益 (EBITDA) が市場予想を上回った点を強調したい。これは、ブランドと技術を統合しようという経営戦略の中でのことであり、かつ、クラウド、海外市場、およびバケーションレンタル (貸別荘) 事業への投資を行う中で達成された」と指摘する。

同氏は、エクスぺディアは海外事業の伸びから今後は恩恵を受けると考える。例えば、エクスぺディアは欧州ではブッキング・ホールディングス (BKNG) が運営するブッキング・ドット・コムを追っている。アジアや南米でも市場シェアをめぐって争っている。

ディラー会長は今後、エアビーアンドビーとの闘いやグーグルの旅行業界への参入への対応策を見つける必要があるだろう。しかし、同氏のこれまでの経験を見れば、投資家は安心して同社株を予約できると思われる。

Expedia Group Inc. (EXPE / NASDAQ)



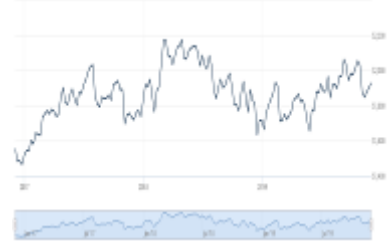
Expedia Group Inc. (EXPE)



TripAdvisor Inc. (TRIP)



Booking Holdings Inc. (BKNG)



チャートは3年

By BEN LEVISOHN and AVI SALZMAN
(Source: Dow Jones)

6. Up and Down Wall Street 株価は高水準で推移 【コラム】 好調だった雇用統計 債券の低利回りで伝統的なポートフォリオが見直される？

■ 好調な労働市場

先週の株価は、前半はその前の週の下落傾向が継続したが、木曜日と金曜日に値を戻して、前週比では小幅の上昇となった。トランプ大統領は、就任以来の最高値更新を宣伝するツイートとは裏腹に、「私は株式市場を見ていない」とツイートし、金曜日の雇用統計を予期したかのように、「私が注目しているのは雇用だ」とツイートした。

11月の非農業部門就業者数は前月比26万6000人増で、予想を約10万人上回った。さらに、9月と10月の合計で4万1000人上方修正されている。ゼネラル・モーターズ(GM)のストライキ終了は4万6000人の貢献だった。総合失業率は若干低下して3.5%となった。



株式市場では、貿易摩擦が景気後退を誘発するという懸念を雇用統計が払拭（ふっしょく）した。貿易摩擦は先週初めに、ブラジルとアルゼンチンから輸入される鉄鋼とアルミニウムに対する関税へとエスカレートした。トランプ大統領は中国との第一段階最終合意に関して、来年の大統領選挙後まで待つ可能性があると述べている。

ただ、米中の通商協議は続いていると報道された。強気派は、1600億ドルの輸入に対して12月15日に適用される予定の15%の関税を、協議が食い止めると期待している。思い起こせば、現在の株価上昇は、第一段階合意には幾分かの詰めの作業が残っているだけとトランプ大統領が発言した、10月11日に始まっている。

同日には、米連邦準備制度理事会(FRB)が市場への流動性の追加供給を発表している。それが、11日以降のS&P500指数の7%上昇に貢献している。

10～11日に連邦公開市場委員会(FOMC)が開催されるが、金融政策は据え置かれる公算が大きい。フェデラルファンド(FF)金利誘導目標は少なくとも2020年前半まで、現状の1.50～1.75%が維持される可能性が高い。このことはFOMC委員によるドットチャートで確認できるだろう。

キャピタル・エコノミクスの米国エコノミストであるポール・アシュワース氏は、「市場は2020年のどこかの時点における25ベースポイント(bp)の利下げを依然として織り込んでいるが、経済成長率加速の兆

候があればその可能性はなくなるだろう」と書いている。より重要なことは、経済成長率が予想外に上振れしても、利上げの公算が小さいことだ。利上げがないことは、ウォール街と大統領を不快にさせないだろう。

■ 債券は株価低迷を補えない

2019 年は、投資家にとってはほぼ全てのことが功を奏した珍しい年で、国内および国外の株式と債券、さらには不動産投資信託（REIT）や貴金属のリターンが良好となった。例外は、コモディティーなどの実物資産や、マスター・リミテッド・パートナーシップ（MLP）だった。

株式が 60%、債券が 40%で構成される伝統的なポートフォリオのパフォーマンスは傑出している。上場投資信託（ETF）である SPDR S&P 500 ETF トラスト（SPY）が 60%、i シェアーズ・コア米国アグリゲート・ボンド ETF（AGG）が 40%で構成されるポートフォリオの年初来（12 月 4 日まで）のリターンは、モーニングスターによると 19.20%だ。ただ、これは 2018 年の反動でもあり、同じポートフォリオの同年のリターンはマイナス 2.70%だった。i シェアーズ・コア米国アグリゲート・ボンド ETF のわずか 0.1%の上昇は、SPDR S&P 500 ETF トラストのマイナス 4.56%を補えなかった。

つまり、過去 2 年を見ると、株式と債券が 60 : 40 のポートフォリオは期待通りの成果を上げていない。株式と債券のパフォーマンスは、教科書通りの負の相関性を示さなかったのである。

キャピタル・グループの債券ポートフォリオマネジャーであるプラモド・アトルリ氏は、金融政策が主に市場をけん引してきたと示唆する。FRB は 2018 年に、FF 金利誘導目標を 4 回引き上げたと同時に、バランスシートを縮小した。今年は、3 回の利下げを実施し、バランスシート縮小を停止した後で拡大に転じた。

ただ、モルガン・スタンレーによると、過去 10 年間では 2018 年が例外で、同期間には株式と債券のさまざまな組み合わせのポートフォリオがプラスのリターンを記録した。しかし同社は、今後 10 年間は逆になると予想する。つまり、割高な株価は将来の低いリターンを指し示し、債券の低利回り自体が債券利回りの低下を意味している。モルガン・スタンレー・ウェルス・マネジメンツの最高投資責任者（CIO）であるリサ・シャレット氏は、「伝統的な 60 : 40 のポートフォリオの平均リターンは 4~5%で、過去 10 年間の約半分になると予想している」とレポートしている。

■ デュレーションの短期化が推奨される

分散ポートフォリオにおける限定的な上振れ余地を勘案すると、損失の限定が最重要になる。不幸にも、株価下落を債券が常に相殺できる状況でないことは、2018 年が示している。

i シェアーズ・コア米国アグリゲート・ボンド ETF のデュレーションは 5.73 年で、利回りが 100bp 上昇すると価格が 5.73%低下することを意味する。利回りが 100bp 上昇する公算は小さいが、25bp の上昇を想定しても価格は 1.4%低下し、それは、年間の利回り（現在は 2.23%）の半分以上を帳消しにしてしまう。

デュレーションが比較的短い債券ポートフォリオにおける利回り上昇リスクは比較的小さく、BCA リサーチもそのようなポートフォリオの保有を推奨している。同社は基本方針を「債券投資家の黄金律」と呼び、まず、市場が織り込んでいる FF 金利の 12 カ月後の変化を判断し、次に、FRB が FF 金利誘導目標を、市場が織り込んでいる以上の水準に設定する予定か否かを判断して、デュレーションを調節する。

CME グループのフェドウォッチによると、5



日時点で **FF** 金利先物市場は、2020 年 12 月までに **FF** 金利誘導目標が現在の 1.50~1.75% から引き下げられる確率を 67.5% と織り込んでいる。一方で **BCA** リサーチは、**FRB** が同期間に利下げしないと考えているため、ポートフォリオのデュレーションは短い方が良いことになる。

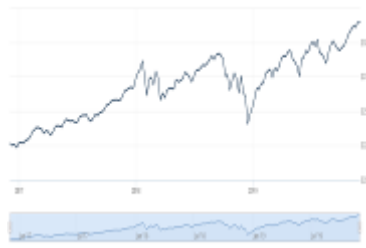
デュレーションの短期化は、筆者の同僚のジョン・クマリアノスも本誌で先月勧めており、バンガード米国短期債券 ETF (**BSV**)、i シェアーズ・コア・1~5 年米ドル・ボンド ETF (**ISTB**)、バンガード短期社債 ETF (**VCSH**) の 3 本を候補に挙げた。金利リスクをさらに引き下げるためには、ピムコ・エンハンスド・ショート・マチュリティ・アクティブ ETF (**MINT**) のようなデュレーションが 0.4 年と短い ETF もある。

全知ではない投資家にとって分散投資は必要だが、高株価と低債券利回りは、伝統的な 60 : 40 のポートフォリオ見直しを求めているのかもしれない。

General Motors Co. (GM)



SPDR S&P 500 ETF Trust (SPY)



iShares Core U.S. Aggregate Bond ETF (AGG)



Vanguard Short-Term Bond ETF (BSV)



iShares Core 1-5 Year USD Bond ETF (ISTB)



Vanguard Short-Term Corporate Bond ETF (VCSH)



PIMCO Enhanced Short Maturity Active ETF (MINT)



チャートは 3 年

By RANDALL W. FORSYTH
(Source: Dow Jones)

7. Turning Alphabet's Great Business Into a Better Stock アルファベット 【ハイテク】 アルファベットを優良株に変えるための処方箋

■ グーグル共同創業者退任の発表を受けて株価が上昇

グーグルは成長を遂げ、共同創業者のラリー・ページ氏とセルゲイ・ブリン氏が退任する。グーグルの最高経営責任者（CEO）、サンダー・ピチャイ氏がアルファベット（GOOG）全体の指揮を執る。

この経営トップ交代が発表された翌日の 12 月 6 日、アルファベットの株価は 4% 近く上昇し、過去最高値に迫る 1341 ドルを付けた。年初来の上昇率は 29% と市場全体をやや上回る。だが、それぞれ年初来で 70%、53% 上昇しているアップル（AAPL）とフェイスブック（FB）をはじめとする他の巨大ハイテク企業には大きく見劣りする。



Alphabet's CEOs Sergey Brin, Sundar Pichai, and Larry Page Illustration by Joel Arbaje

アルファベットは、検索サービス、動画共有サービスの YouTube（ユーチューブ）、ウェブブラウザの Chrome（クローム）、モバイル機器向け基本ソフト（OS）の Android（アンドロイド）、自動運転システムの Waymo（ウェイモ）など、信じられないほど多くの事業を抱えるコングロマリットだ。この 10 年近くの四半期増収率は平均 23% で、ほとんど増減していない。これは、年間売上高が 1500 億ドルと巨額であることを考えると、偉業と言える。

■ 増益率が増収率に追い付いていない

問題は、支出が急激に増加しているため、増益率が増収率に追い付いていないことだ。また、株主還元にも消極的で、自社株買いの規模は小さく、配当を行っていない。RBC キャピタル・マーケットのアナリスト、マーク・マハニー氏は、「投資家は、資本還元の拡大、支出管理へのさらなる注力、透明性の向上を望んでいる」と指摘。ピチャイ氏がより大きな権限を行使することで状況は改善すると考えている。大きな問題は、多議決権株式を通じて同社を支配するページ氏とブリン氏が大きな変化を後押しするかどうかだ。

アルファベットの現在の予想株価収益率（PER）は 25 倍で、S&P500 指数の 18 倍よりも割高である。だが、同社がウェイモやヘルスケアサービス事業のヴェリリィなどの壮大な挑戦で巨額の損失を出すことを選択していることを踏まえると、このバリュエーションは押し上げられている。これらの事業を含むその他の投資部門は 1 株当たり約 4 ドルの損失を計上している。同部門の損失を除外し、1170 億ドルのネットキャッシュを調整すると、同社の実質的な PER は 20 倍に近づく。

投資家がアルファベットに大金を投じていないという事実は、同社の凡ミス、ここ数年の見える形でのリーダーシップの欠如、規制リスクを物語っている。本誌は過去の記事で同社を治療するための方法を提案したが、今回の経営トップ交代を受けて最新のアイデアを披露したい。

■ 自社株買い拡大、株式報酬縮小、配当、支出抑制、透明性向上が望まれる

まず、自社株買いを拡大させる。同社は 2019 年第 3 四半期に 57 億ドルの自社株買いを実施した。これは、前年同期の 22 億ドルの 2 倍を超える額だが、拡大ペースをさらに引き上げるべきだ。同社は成長のためのネットキャッシュ残高を損なうことなく年間 300 億ドル以上の自社株買いを続けることができる。ちなみに、

アップルはこの 1 年で 670 億ドルの自社株買いを実施し、そのために手許現金を取り崩した。対照的に、アルファベットのこの 1 年間の自社株買いは総額 150 億ドルだった。

次に、発行済み株式数のこの 1 年間の変化を見ると、アルファベットでは 1%未満の減少だったのに対し、アップルでは 6%の減少だった。アルファベットが自社株買いを始めた 2015 年以降では、発行済み株式数は 1%増加している。原因の一端は同社の過度に寛大な株式報酬だ。従業員に対して新たに発行された株式が自社株買いによる減少を相殺している。この 1 年間の株式報酬総額は 110 億ドルで、従業員一人当たり約 10 万ドルに上る。

配当も検討すべきだ。アップルとマイクロソフト (MSFT) の過去 1 年間の配当利回りは 1%である。アルファベットに同じことができない理由はない。手許現金の保有高の上限を現在の水準に設定し、フリーキャッシュフローの全額を株主に還元すると約束することは可能だ。

さらに、支出を抑制する。同社の利益の全額を稼ぐ。グーグル事業の 2019 年第 3 四半期の営業利益率は 24%で、2017 年第 1 四半期の 26.5%から低下している。従業員数が 75%増加するなど、コストが爆発的に増加していることが原因だ。広告に支えられたビジネスモデルを持つフェイスブックの利益率は 40%を超えており、このことはアルファベットが利益率を改善できることを示唆している。

最後に、透明性の向上が必要だ。アルファベットは個々の事業に関する詳細をほとんど開示していない。投資家は、特にユーチューブ事業の売上高と利益の開示を熱望している。その他の投資部門はもう一つのブラックボックスだ。

アルファベットは既に世界で最良のビジネスモデルの一つを持っている。新しい CEO が同社を世界で最も優良な銘柄の一つにする可能性がある。

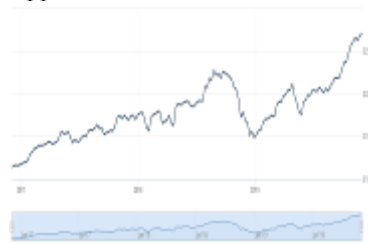
Alphabet's Lagging Stock



Alphabet Inc. Cl C (GOOG)



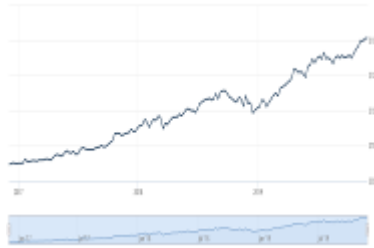
Apple Inc. (AAPL)



Facebook Inc. Cl A (FB)



Microsoft Corp. (MSFT)



チャートは3年

By ANDREW BARY
(Source: Dow Jones)

8. Skechers Are Cool スケッチャーズはクールなバリュー・ブランド 【株式市場展望】 好調なスケッチャーズはナイキと比較して割安 選挙の年

■ 自らをバリュー・ブランドと位置付け、特定のスポーツやスタイルに固執しない戦略

靴メーカーのスケッチャーズ USA (SKX) の株価は、年初来 75% 急騰し、現在約 40 ドルとなっている。2019 年度の売り上げは昨年から 11% 上昇して 51 億ドルになると見込まれている。同社は 20 年前のインターネット・バブルのころに上場したが、当時の年間売上高は 5 億ドルを大きく下回るものだった。同社は現在、世界の靴ブランドの売り上げによるランキングで、ナイキ (NKE)、アディダス (ADS、ドイツ) に次ぐまでになった。



スケッチャーズの成長見通しは良好だ。1 株当たり利益 (EPS) の増加率は、2019 年と 2020 年が 15%、2021 年は 12% と予想されている。これはナイキと、ヨガ・タイツの草分けとして知られるファッションブランド、ルルレモン・アスレティカ (LULU) のペースとさほど離れていない。一方、ナイキの予想株価収益率 (PER) は 30 倍、ルルレモン・アスレティカは 41 倍となっている。スケッチャーズはわずか 16 倍だ。割安なアスレジャー銘柄だといえる。

同社の商品は、あらゆる人に向けて展開している。女性、男性向けのスニーカー、サンダル、ブーツ、子供向けの靴底が光る靴、ランニング・シューズ、ローファーなどだ。多くのモデルは 50 ドルから 70 ドルとなっている。UBS で同社をカバーするジェイ・ソール氏の調査データによると、同ブランドは、特に中所得者層の母親に支持され、子供靴で大成功しているという。同氏は、「バリュー・ブランドではあるが、クールなバリュー・ブランドだ」と述べる。

ナイキやアディダスは、自らをバリュー・ブランドだと認めたがらないが、これによってスケッチャーズが活躍する余地ができていく。ナイキのように、著名なバスケットボール選手のレブロン・ジェームズに宣伝してもらうために大金を払う必要はない。スケッチャーズは宣伝のために、年若いアイドル歌手のカミラ・カベロや、若くはないが、ビートルズの元メンバーであるリンゴ・スター、元アメフトの名選手トニー・ロモ、150 ドルの同社ゴルフシューズを履いて今年トーナメント優勝を果たしたプロゴルファーのマット・クーチャーらと契約している。

こういった名前はいたるところで耳にするが、それは戦略によるものだ。たとえばランニング・シューズで有名なアシックスといったブランドが、作業用ブーツを作ったら違和感があるかもしれない。一方スケッチャーズは、特定のスポーツではなくバリューを象徴している。そのため、どんなものにも合わせることができるのだ。

現在、同社は米国外での直営店展開とオンラインの拡張という、成長が見込める 2 分野に注力している。過

去に、成長の機会に投資したものの利益予想に届かず、株価に影響したこともあった。だが、長期的な業績は素晴らしいものだ。ここ 10 年の年率複利リターンは 17%、過去 20 年では 18%だ。ソール氏は今後安定した利益率の上昇を見込み、株価は来年にかけてさらに 20%の上値余地があるとみている。

■ 選挙の年と株式相場

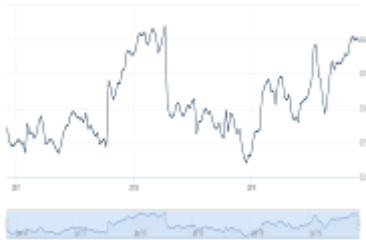
この時期、大統領選挙の年の株式市場パターンには何の価値もないと言い出すのは早過ぎるだろうか？歴史を見ると、民主党大統領の任期中の方が、株価の年率リターンが高いと聞いたことがあるかもしれない。他には、選挙後の市場の反応は共和党が勝利した時の方が良いとか、政権が交代する際の選挙の年のリターンは低い、などなどだ。

そんなことは気にする必要はない。1929 年の株式大暴落時のハーバート・フーバー大統領以来、大統領は 14 名いる。14 回コインを投げて 4 回表が出たとしても、確率の法則を破ったことにはならない。大数の法則を示したということになる。これは、投資家が成長に苦戦する大企業について議論する際に使うことがある言葉だが、別の意味もある。出た結果が理論上の結果に近づくためには、とてつもない数のコイン投げをする必要があるのだ。

もし政党をコインとするならば、14 名の大統領というサンプル数は根拠のない議論をするには良いが、何かを導き出すには小さ過ぎる。それに、政党はコインではない。コインは奥が深いものだ。スタンフォード大学の数学教授で元マジシャンのパーシ・ダイアコニス氏による 2007 年の研究によると、コインを投げた場合、51%の確率で投げた時と同じ面で着地するという。コインを回転させる場合は、偏りはより顕著になる。表面は、普通は裏面より重くなっているからだ。

私は来年の株式市場について、絶えず推測するという、自分の戦略に忠実でいるつもりだ。

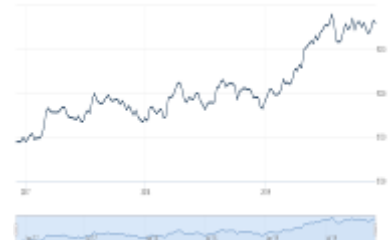
Skechers USA Inc. Cl A (SKX)



Nike Inc. Cl B (NKE)



adidas AG (ADS)



lululemon athletica inc. (LULU)



チャートは 3 年

By JACK HOUGH
(Source: Dow Jones)

9. The Best Ways to Use International Factor ETFs 最適な活用方法 【ファクターETF】 米国との相違点を意識しつつ、海外株式のファクターETFに上手に投資するには

■ 市場によって有効性の異なるファクター投資

上場信託であるゴールドマン・サックス・アクティブ・ベータ日本株 ETF (GSJY) を分析する投資家は、それが適切な要素を全て備えていると考えるかもしれない。日本株で構成されるこの ETF は、バリュウの高さ、株価のモメンタムの強さ、クオリティーの高さ、ボラティリティの低さという、株式選択の要素として金融学者が重視する四つの要因に等しいウエートを置いている。



しかし、これらの要因は米国で想定されているのと同様に日本でも機能するのか？「日本のモメンタム指数を遡って評価すると、長期的にあまりうまくいっていない傾向が見られる。米国や欧州と比較すると異例だ」と、MSCI のファクター指数を設計するエクイティ・ソリューション・リサーチ部門でエグゼクティブ・ディレクターを務めるアニル・ラオ氏は指摘する。その理由は、日本の株式市場が長年一定のレンジ内で推移していることだ。「必ずしも上昇や下落をしておらず、レンジが限定された環境では、モメンタムはうまく機能しない。この手法では上昇している株を探して買い、下落している株を売ることになり立つからだ」とラオ氏は述べる。

ラオ氏は、モメンタムの面で日本を「外れ値」と分類しているが、米国外のファクターには多くの外れ値があり、有効性が米国よりも高い場合も低い場合もある。海外株式のファクターETF (モーニングスターは「戦略ベータ」ファンドと定義する) は 194 本存在し、経費率は X トラッカーズ・ジャパン JPX 日経 400 エクイティ (JPN) の 0.09% からアロー・ドッグズ・オブ・ザ・ワールド (DOGS) の 1.64% まで幅があり、中央値は 0.48% となっている。

■ 主要ファクターの傾向

ラオ氏は、モメンタムと低ボラティリティを「グローバル・ファクター」と呼んでいる。どちらも純粋に株価の動きに基づくため、簡単に測定可能であり、どこでも適用できることから、これらは (モメンタムでは日本を除くものの) 世界中で似たように機能する傾向がある。

バリュウやクオリティーといったファクターはより複雑で、財務諸表の詳細な分析を必要とする。例えば、企業による純資産の計算方法は、その国の会計基準によって異なる。ラオ氏は、バリュウ、企業規模、配当利回り、クオリティーを「ファンダメンタル・ファクター」と呼び、「企業の現地経済に対する感応度の埋め合わせとして考慮される」と MSCI のブログに書いている。

ラオ氏は、MSCI が追跡する主要なファクターについて、2001 年 5 月から 2017 年 9 月にかけて海外のボラティリティの方が高いことを発見した。一部のケースにおいては、追加的なリスクに見合う以上のリターンが得られた。特に最小ボラティリティについては、年率ボラティリティが米国外で 12%、米国で 11% だったのに対し、年率リターンは米国外で 9.5%、米国で 8% だった。MSCI 世界株価指数 (除く米国) の年率リターンが 6%、ボラティリティが 17% 近くだったの比べると、リターンに大幅な差がある。なお、高配当利回り、バリュウ、モメンタムの各ファクターは、米国外の方がボラティリティが高く、リターンは低かったものの、六つの主要ファクターすべてで MSCI 世界株価指数 (除く米国) のリターンを上回ったことも注目に値する。

■ ファクターによる違いに注意

外国株でポートフォリオの分散化を図る目的が (単なる収益最大化ではなく) リスクを減らすことであるな

ら、海外のバリューやモメンタムのファクターは最良の選択ではないかもしれない。モメンタム銘柄は同じような動きをする傾向があるため、米国でモメンタムを保有している場合、海外で持っても役に立たない可能性がある。一方、米国のバリュー銘柄にエクスポージャーがある場合、最小ボラティリティとクオリティはそれと逆方向に動く傾向があり、有効な分散投資となり得る。資産総額 128 億ドルの i シェアーズ・エッジ MSCI Min Vol EAFE (EFAV) が最大の海外ファクター ETF となっていることから、機関投資家もこの点を見込んでいる可能性がある。

ファクターの機能の仕方は、新興国市場と先進国市場でも異なる。クオリティは信頼性の高い会計基準に依存するが、「新興国の多くでは会計情報の信頼性が高くない。24 の新興国市場のクオリティをまとめて見れば、相当のリターンプレミアムが得られるが、シミュレーションの結果には先進国市場の株式と比較して大幅なヘアカットを適用する必要がある」と、ファクター投資専門の指数プロバイダーであるリサーチ・アフィリエイツの投資戦略を統括するフェイフェイ・リー氏は指摘する。

低ボラティリティの有効性は、新興国間で差がある。「全体としては機能するが、中国など多くのサブ地域では低ボラティリティは機能しない。中国の個人投資家は見返りの大きな株式に常に魅了されているため、そのような株式は需要不足に陥ることがない」とリー氏は述べる。同氏によると、モメンタムは中国が強気相場の際は非常にうまく機能するが、あらゆるモメンタム戦略と同様、弱気相場ではうまくいかない。中国投資が 28% を占める i シェアーズ・エッジ MSCI Min Vol エマージング・マーケット (EEMV) を検討する際には、そのことを考慮するべきだろう。

海外のファクター分析にあたっては、リサーチ・アフィリエイツのスマートベータ・インタラクティブというウェブサイトが参考になる。ここでは、世界中の各種ファクターについて、マネジャーの将来リターン予想が提供されており、新しい海外ファクター ETF を検討する際の役に立つ可能性がある。

Goldman Sachs ActiveBeta Japan Equity ETF (GSJY)



Xtrackers Japan JPX-Nikkei 400 Equity ETF (JPN)



Arrow Dogs of the World ETF (DOGS)



iShares Edge MSCI Min Vol EAFE ETF (EFAV)



iShares Edge MSCI Min Vol Emerging Markets ETF (EEMV)



チャートは3年

By LEWIS BRAHAM
(Source: Dow Jones)

10. Preview 今週の予定

【経済関連スケジュール】

競技ビデオゲームのチームとして世界初の IPO

■ 月曜日の IPO は e スポーツにとって試金石

12 月 9 日には、子供達が喜びそうなイベントが待ち受けている。e スポーツ（競技ビデオゲーム）の専門団体である、デンマークのアストラリス・グループの新規株式公開（IPO）が予定されているのである（ティッカーは **ASTRGRP**）。もし、特に大きな意味合いを感じないというのであれば、近くにいる 20 代の知り合いに聞いてみるとよいだろう。



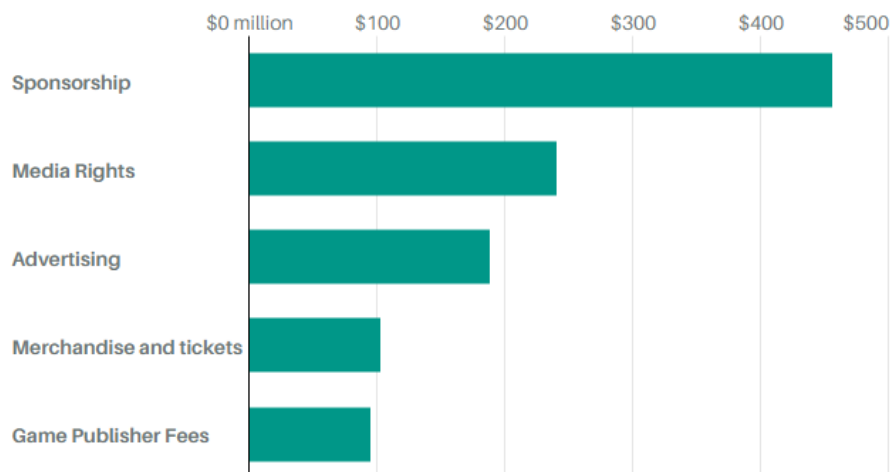
e スポーツは若者を中心に人気が盛り上がり、従来のスポーツファンに「コードカッター（ケーブルテレビの契約を止めてインターネット経由の動画視聴を選択する消費者）」や年輩者が増えている状況で、広告主にとっては魅力的な存在となっている。ゲーム専門の大手調査会社のニューズーによると、e スポーツ関連の売上高は 2019 年に 11 億ドルを超える見込みである。スポーツ専門チャンネル ESPN は最近、参加者の数で最大級のリーグ・オブ・レジェンド（LOL）のフランチャイズ・スロットが、3300 万ドルで売却されたと報じている。ニューズーの e スポーツ責任者のリメル・リカーク氏によると、アストラリスは、三つのチームで独自のブランドを持っている。すなわち、Counter-Strike : Global Offensive（CSGO）をプレーする Astralis、LOL の Origen、FIFA の Future FC である。Counter-Strike のチームは世界最強ランクであり、Origen は欧州リーグの 10 スロットのうち、一つを所有している。

ベンチャーキャピタル投資家や伝統的なスポーツチームのオーナーが、アストラリスの IPO に興味を示している。しかし、アストラリスのニコライ・ニューホルム最高経営責任者（CEO）が本誌に述べたところによると、リーグのスロットへの投資は、ベンチャーキャピタルのライフサイクルである 10 年を超える期間にわたって継続する必要がある。同氏によると、「上場することで、同社は資金調達できる機会に恵まれ、投資家には必要に応じた売買機会が与えられ、私自身や共同創業者が自分達の保有株を売り払う必要がなくなる」とのことである。

e スポーツ関連の上場投資信託（ETF）を運用するラウンドヒル・インベストメンツのウィル・ハーシー CEO によると、投資家は市場がアストラリスをどのように評価するか注目している。アストラリス・グループの公募価格は 1 株当たり 8.95 デンマーク・クローネに設定されている。1 ドル 33 セントに換算すると、時価総額は 7550 万ドルとなる。

E-Sports Are Booming

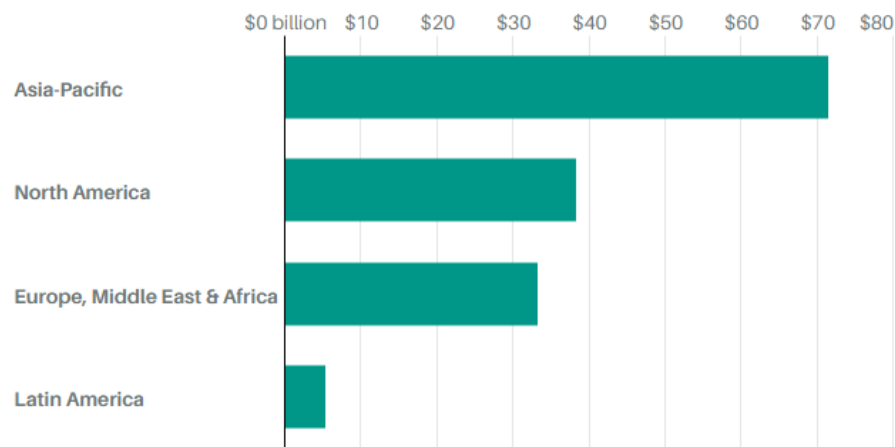
Total e-sports revenue is forecast to jump 27% in 2019 to \$1.1 billion.



Source: Newzoo

Playing the Upside

E-sports still pales in comparison to overall gaming, which could generate global revenue of \$149 billion this year.



Source: Newzoo

■ 今週の予定

12 月 9 日 (月)

- ・ ペット関連商品オンライン販売のチューイ (CHWY)、山岳リゾート施設運営のベイル・リゾーツ (MTN)、RV 車製造・販売のソア・インダストリーズ (THO)、中国の教育サービス持ち株会社チャイナ・オンライン・エデュケーション (COE)、衣料品ネット販売会社スティッチ・フィクス (SFIX) が四半期決算発表。

12 月 10 日 (火)

- ・ 全米独立企業連盟 (NFIB) が、11 月の中小企業楽観度指数を発表。コンセンサス予想は 103.1 (10 月は 102.4)。
- ・ 高級住宅建設のトール・ブラザーズ (TOL)、アパレル小売りの持ち株会社フランチェスカズ・ホールディングス (FRAN)、自動車部品小売りチェーンのオートゾーン (AZO)、設備資材販売持ち株会社 HD サプライ・ホールディングス (HDS)、ゲームソフト小売り大手ゲームストップ (GME)、アミューズメントセンター運営のデーブ・アンド・バスターズ・エンターテインメント (PLAY) が四半期決算についてコンファレンスコール開催。

12 月 11 日 (水)

- ・ アパレルメーカーのアメリカン・イーグル・アウトフィッターズ (AEO)、カナダのスポーツウエアメーカー、ルルレモン・アステティカ (LULU)、衣料品・雑貨メーカーのベラ・ブラッドリー (VRA)、フォトマスク製造会社フォトロニクス (PLAB) が四半期決算発表。
- ・ 11 月の消費者物価指数 (CPI) 発表。予想は前年同月比 2.0%上昇 (10 月は 1.8%上昇)。食品とエネルギーを除くコア指数は、10 月から横ばいの同 2.3%上昇となる見込み。
- ・ 米連邦公開市場委員会 (FOMC) が政策金利を発表。今年は政策金利が 3 回引き下げられたが、景気が急減速しない限り、これ以上の利下げはないとの示唆がなされている。
- ・ オンライン融資仲介業者レンディング・ツリー (TREE)、ホームセンターチェーン大手ホーム・デポ (HD)、水関連事業持ち株会社アメリカン・ウォーター・ワークス (AWK) が投資家とアナリスト向け説明会を開催。

12 月 12 日 (木)

- ・ 画像編集ソフトのアドビ (ADBE)、通信ネットワーク機器のシエナ (CIEN)、企業向けソフトウェア大手オラクル (ORCL)、半導体製造業者ブロードコム (AVGO)、アパレルブランド持ち株会社ビンス・ホールディング (VNCE)、会員制量販店チェーンのコストコ・ホールセール (COST) が四半期決算についてコンファレンスコール開催。
- ・ 11 月の卸売物価指数 (PPI) 発表。エコノミストは前年同月比 1.2%上昇 (10 月は同 1.1%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 (10 月は同 1.6%上昇)。
- ・ 保険・金融サービスのメットライフ (MET) が投資家向け説明会を開催。

12 月 13 日 (金)

- ・ 11 月の小売売上高発表。コンセンサスでは 0.5%増を予想 (10 月 0.3%増)。自動車とガソリンを除いた数値は 0.4%増を予想 (10 月は 0.1%増)。
- ・ ヘルスケア企業のセンティーン (CNC) が投資家向け説明会を開催。
- ・ 10 月の企業在庫発表。季節調整済みで 0.2%増となる見込み。
- ・ 11 月の輸入物価指数・輸出物価指数発表。輸入物価は前月比 0.2%上昇 (10 月は 0.5%低下)、輸出物価は同 0.1%上昇が予想される (10 月は 0.1%低下)。

By CONNOR SMITH
(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 Retirement, Guide to Wealth
9 Penta/ETF Report
16 Outlook: Where to Invest in 2020
23 -



THIS WEEK'S MAGAZINE

COVER

1. 5 Funds and 5 Stocks to Ride the Small-Caps Rally
If the economy holds up, shares of companies with market values of \$5 billion or less could thrive.

FEATURE

What's in Your Wallet? Hopefully, Capital One Stock
Investors will end up paying a lot more for a financial-technology company or a banking giant than it will for a consumer-finance firm. Which is a long way of saying that Capital One Financial stock is cheap and looking attractive right now.

FEATURE

2. What's Wrong With Warren Buffett's Berkshire Hathaway? A Failed Buyout Tells the Story.
The conglomerate is badly lagging behind the S&P 500. A stubborn approach to capital allocation is a big part of the problem.

FEATURE

3. Macy's Stock Shouldn't Expect a Miracle on 34th This Holiday Season
The retailer needs a solid plan that convinces investors that a comeback is in the cards. While its New York flagship bustles, many of its other stores around the U.S. are struggling, and a quick end to the slump isn't in sight.

BASE METALS

Cleveland-Cliffs Stock Could Be Worth \$10 If the CEO Is Right
Cleveland-Cliffs surprised everyone with its plan to buy AK Steel. Whether investors like the transaction comes down to how they feel about Cleveland-Cliffs dynamic CEO Lourenco Goncalves.

Q&A

4. Robert Shiller on the 'Trump Narrative' That's Lifting Stocks, and Other Investing Fads
The Nobel laureate sees powerful stories driving everything from the stock market to housing and cryptocurrencies. An exclusive interview.

EUROPEAN TRADER

Renault's Stock May Outpace Peugeot in the Short Run
Among the two French auto companies, a case could be made that Renault is slowly overcoming its problems while Peugeot might encounter a few.

STRIKING PRICE

Using Options to Bet on McDonald's New CEO
Investors want to know whether McDonald's is that rare laggard stock that can trade sharply higher and regain lost ground.

MUTUAL FUND PROFILE

Growing Dividends Drive Strong Returns for a Winning Stock Fund
FAM Dividend Focus has bested 99% of its peers in Morningstar's Mid-Cap Blend category over the past five years, with a 11.7% annualized return

CURRENCIES

The Pound Is Undervalued and Looks Set to Rally After the U.K. Election
The pound is undervalued and all the signs point to a rally after next week's U.K. election.

THE TRADER

5. The Jobs Numbers Were Great. The Dow Still Finished Down for the Week.

FEATURE

5. Expedia Stock Is Still a Buy Despite Recent Turbulence
Investors are hopeful now that Barry Diller has taken charge.

UP AND DOWN WALL STREET

6. Stocks Jump on Strong Job Gains

UP AND DOWN WALL STREET

6. The 60/40 Stock/Bond Portfolio's Time May Be Over. Here's What to Do Instead.

EMERGING MARKETS

Fiscal Hawk or Social Activist: Investors Still Search for the Real López Obrador

TECHNOLOGY TRADER

7. How to Make Alphabet's Great Business Into a Better Stock

THE ECONOMY

Can the Robust Job Gains Go On? A New Recession Gauge Says an Emphatic Yes.

OTHER VOICES

Why Workplace Diversity Should Also Include Hiring People With Criminal Records

STREETWISE

8. Skechers Are Cool. And the Stock Compares Well With Nike.

COMMODITIES CORNER

Two Metals React to U.S. Plan to 'Restore' Tariffs for Brazil, Argentina

FUNDS

9. The Best Ways to Use International Factor ETFs

PREVIEW

10. The World's First IPO for a Competitive Videogame Team Is Monday. It'll Be a Crucial Test for Esports.

MAILBAG

Letters to Barron's

RESEARCH REPORTS

Tuning In to ViacomCBS

REVIEW

A Billionaire Hedge Fund Manager Might Buy the Middling Mets. How to Buy a Piece of a Playoff Team Instead.

MARKET WATCH

Jobs Data, Gold Outlook, Small-Cap Revival

13D FILINGS

Tribune, e.l.f beauty, Eastman Kodak, and Other 13D Filings

『バロonz拾い読み』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

監修

時事通信社

編集人

川田 重信 (かわた しげのぶ)

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

バロonz拾い読み 主要作成者の略歴 (五十音順)

内田 薫 (うちだ かおる)

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

西田 万里子 (にしだ まりこ)

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

西村 嘉洋 (にしむら よしひろ)

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

『バロonz拾い読み』 (2019 年 12 月 9 日号)

発行 : Dow Jones & Company, Inc

監修・配信 : 時事通信社

製作 : エグゼトラスト

お問い合わせ先 (法人・個人の購読契約者様)

記事内容に関すること : info@exetrust.co.jp

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

(※ネット証券様の会員サイトで閲覧されているお客様は、ご契約先のネット証券様へお問い合わせください。)

※ 当誌は、時事通信社が Dow Jones & Company, Inc. の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。

※ 当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。当誌はダウ・ジョーンズ社が信頼できると判断した資料およびデータ等に基づき作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

※ 図・表・データの無断使用を禁止します。

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます