

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 September 3

1. **A Market Shakeup 産業分類基準の変更**→ P.2 【産業分類】
 情報技術セクターから他のセクターへ銘柄が移動
2. **Tech Stocks Could Be Winners in Big Sector Shift ハイテク株の勝利**→ P.9 【業種分類変更】
 新設のコミュニケーション・サービスセクターにハイテク銘柄が移行する影響は
3. **Trade Deal Puts Kansas City Southern Railroad on a Better Track 鉄道輸送**→ P.11 【鉄道株】
 米国・メキシコ間の新貿易協定はカンザスシティ・サザンに好材料
4. **The Downside of Shareholder Value 価値理論の問題点**→ P.13 【インタビュー】
 株主価値の過度な重視によって所得格差が拡大
5. **Real Estate Start-Up Compass Searches for Direction 方向性を探るコンパス**→ P.15 【不動産】
 既存不動産ブローカーとの対抗から共存への方向転換をベンチャーキャピタルも応援
6. **Up And Down Wall Street 好調だった8月が終わり、9月が始まる**→ P.17 【コラム】
 イールドカーブのフラット化は景気後退の前触れか？
7. **Salesforce Duo Makes the Case for Co-CEOs in Tech ジンクスの打破**→ P.19 【ハイテク】
 セールスフォースの共同 CEO 体制が順調な理由
8. **Funds Without Fees? That's Just the Beginning 信託報酬無料？**→ P.21 【ファンド】
 次に注目すべきトレンドはダイレクト・インデクシング
9. **The Trader S&P500 指数とナスダック総合指数が史上最高値更新**→ P.22 【米国株式市場】
 貿易摩擦懸念の後退とハイテク株物色の復活が背景
10. **Preview 今週の予定**→ P.25 【経済関連スケジュール】
 シリコンバレーで昆虫食がトレンドに

※ 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 © 2018 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. A Market Shakeup 産業分類基準の変更 情報技術セクターから他のセクターへ銘柄が移動

【産業分類】

■ GICS の変更

スタンダード・アンド・プアーズ (S&P) と MSCI が世界産業分類基準 (GICS) を大幅に変更する。最大の変更は、電気通信サービスセクターを廃止してコミュニケーション・サービスセクターを新設し、情報技術、一般消費財・サービス、電気通信サービスの各セクターから銘柄を選び出す点だ。コミュニケーション・サービスセクターの時価総額は、11 セクター中で一般消費財・サービスと並んで 4 番目となる。S&P は 9 月 28 日の引け後に、MSCI は 12 月 3 日をもって指数を再構成する予定だ。



一部のセクターでは、少数の大型株のウエートが高まることになる。具体的には、情報技術ではアップル (AAPL)、一般消費財・サービスではアマゾン・ドット・コム (AMZN)、コミュニケーション・サービスではフェイスブック (FB) とアルファベット (GOOGL) のウエートが高まる。

■ 主要セクターの状況

セクターの中では情報技術セクターが最大の影響を受けることになる。同セクターは S&P500 指数の 26.5% を占めるまでに成長し、同指数の年初来上昇分の半分超に貢献している。しかし、アルファベットやフェイスブックに加えて、ゲームソフトのアクティビジョン・ブリザード (ATVI)、エレクトロニック・アーツ (EA)、ツイッター (TWTR)、テイクツー・インタラクティブ・ソフトウェア (TTWO) も移動することになる。情報技術セクターの時価総額は約 23% 減少し、アップル、マイクロソフト (MSFT)、インテル (INTC) といった半導体メーカー、ハードウェアおよびソフトウェア企業に集中することになる。

情報技術セクターはかつての 1990 年代や 2000 年代初めの様相を呈するようになり、景気循環の影響を受けやすい資本集約型企業で、インターネットやソーシャルメディアと比べると持続的な成長性がない企業で構成される。情報技術セクターは資本財セクターと似た特徴を持つようになる。

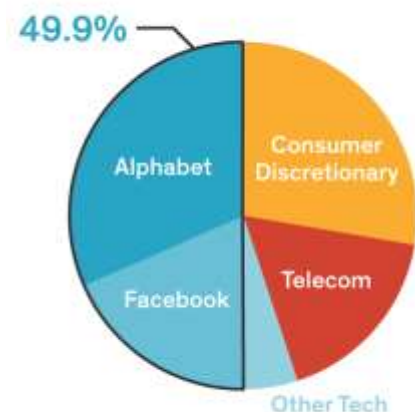
情報技術セクターに占めるアップルの割合は 15.6% から 20.2% へ上昇し、支配力がさらに高まることになる。とはいえ、携帯電話は買い替えサイクルが数年間で、ますます使い捨て商品的になっており、ビジネスモデルはハードウェア企業や設備やテクノロジーサービスを提供する企業とはかけ離れており、同社は一般消費財銘柄の性格が色濃くなっている。



情報技術セクターの成長性も低下することになる。クレディ・スイスによると、株価収益率 (PER) は 17.7 倍へ 1 倍分低下し、2018 年の増益率も 20% から 17.2% へ低下する。一方でキャッシュフロー利回りと自己資本利益率 (ROE) は上昇し、低成長セクターの兆候を示している。

コミュニケーション・サービスは、約半分が情報技術セクターに従来含まれていた銘柄で構成され、その他は、メディア大手の CBS (CBS)、ケーブルテレビ (CATV) 大手のコムキャスト (CMCSA)、動画配信大手のネットフリックス (NFLX)、および通信大手の AT&T (T) とベライゾン・コミュニケーションズ (VZ) などのメディアおよび電気通信サービス企業で構成される。

The New Communication Services Sector



Note: Market cap as of Aug. 29, 2018.
Source: Bloomberg; S&P Dow Jones Indices;
Barron's calculations

しかし、アルファベットやフェイスブックが AT&T、コムキャスト、ベライゾン・コミュニケーションズと同じセクターに属することは、一部のアナリストにとっては奇妙に映っている。コムキャストと AT&T はハリウッドに映画制作会社を持っており、ベライゾン・コミュニケーションズはヤフーを保有している。しかし、通信サービスとケーブルテレビのビジネスモデルは、依然としてサービス手段に対する課金で成り立っている。またそれら企業の負債は多く、事業は資本集約型で、アセットライトのインターネット企業とは全く異なっている。

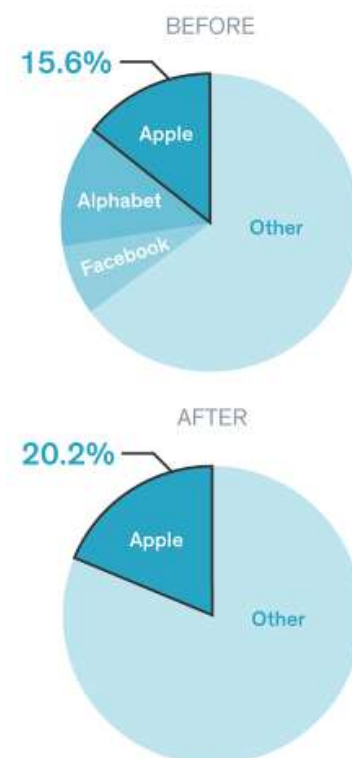
ルーソルド・グループのスコット・オブサル氏は、グーグルが S&P500 指数に採用された 2006 年 3 月 31 日以降のコミュニケーション・サービスセクターの仮想リターンを計算した。サブセクターの配当込みのトータルリターンは、インターネットが年平均 14.4%、メディアが同 11.9%、通信サービスが同 6% で、通信サービスがリターンの足を引っ張っている。

一般消費財・サービスは、ウォルト・ディズニー (DIS)、ネットフリックス、コムキャスト、娯楽・メディア大手の 21 世紀フォックス (FOXA) を失い (全てコミュニケーション・サービスへ移動)、電子商取引のイーベイ (EBAY) などが加わる。とはいえアマゾンが依然として支配的で、そのウエートは 27.7% から 35% へ高まる。

アマゾンが一般消費財・サービスのパフォーマンスをけん引してきたため、同社のウエート上昇を投資家は気にしない可能性がある。一方で、同社がファストフード大手のマクドナルド (MCD)、自動車メーカーのフォード・モーター (F) や百貨店チェーンのコールズ (KSS) と同じグループに属することには異論もある。アマゾンは小売企業と呼べるかもしれないが、そのビジネスモデルは百貨店や自動車メーカーとは異なる。アマゾンの利益におけるクラウド事業の割合は高まっている。2017 年のアマゾンウェブサービス (AWS) の営業利益は 43 億ドルで、オンライン小売りやキンドルなどの販売を含む北米事業の 28 億ドルを上回った。

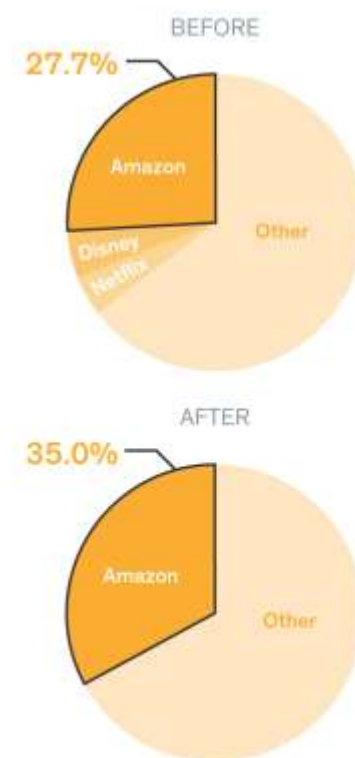
電気通信サービスの衰退を考えると、同セクターの廃止には異論はない。構成銘柄は 3 社となり、S&P500 指数に占めるウエートも 2% へ低下している。しかし、コミュニケーション・サービスセクターはその代替ではない。新セクターの景気敏感性は電気通信サービスよりもはるかに高く、ボラティリティも平均以上に高く、配当利回りは 1.3% と予想される (電気通信サービスセクターは 5%)。

How Information Technology Will Change



Note: Market cap as of Aug. 29, 2018.
Source: Bloomberg; S&P Dow Jones Indices;
Barron's calculations

How Consumer Discretionary Will Change



Note: Market cap as of Aug. 29, 2018.
Source: Bloomberg; S&P Dow Jones Indices;
Barron's calculations

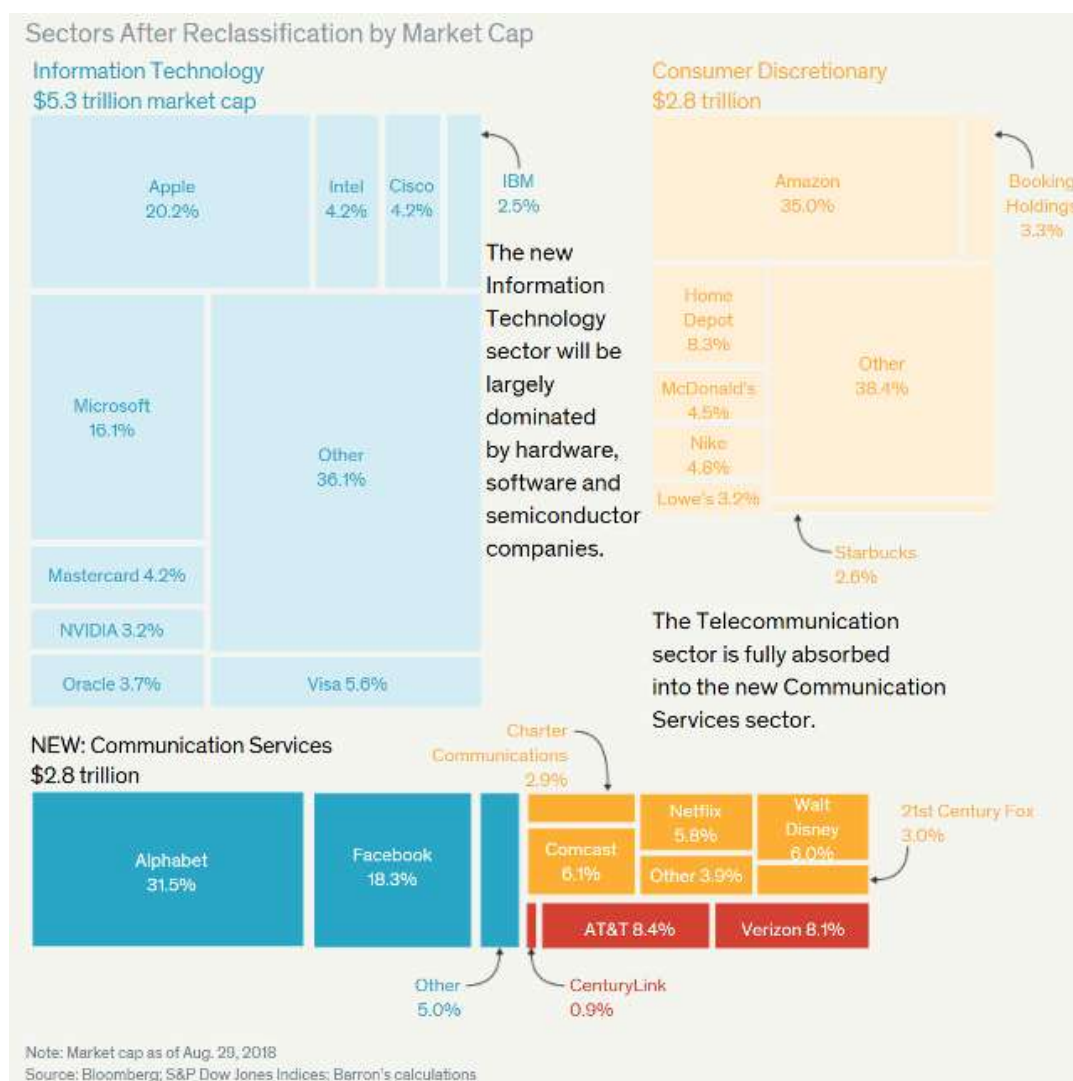
■ 資産運用会社の対応

投資家はポートフォリオを再構築する必要があるかもしれない。一部のファンドは、名称を変更するか、保有銘柄を入れ替えるだろう。また、S&P と MSCI の指数変更日が異なることも、事態を複雑にしている。

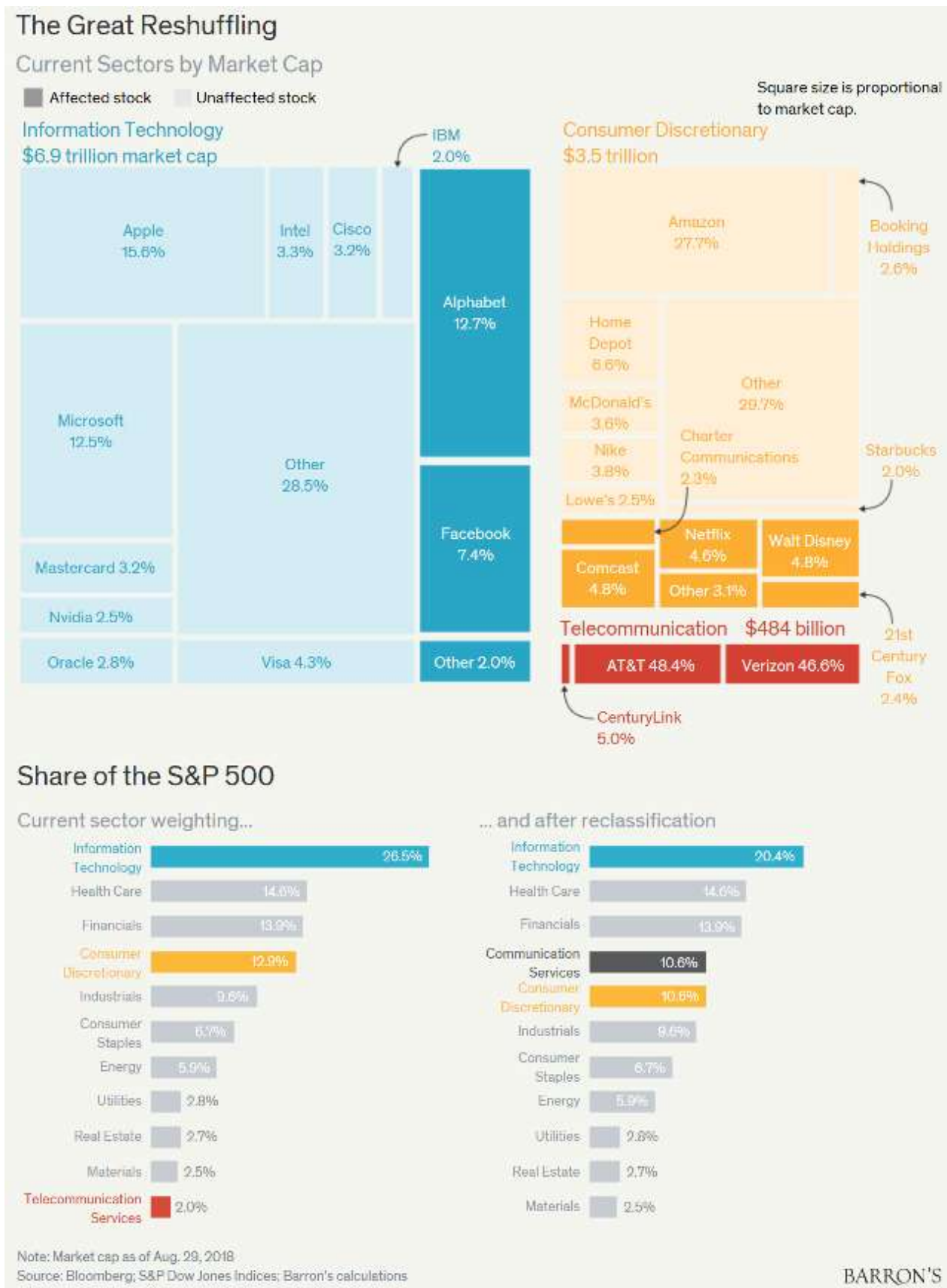
ステート・ストリートは 6 月に、上場投資信託 (ETF) のコミュニケーション・サービス・セレクト・セクター SPDR ETF (XLC) を設定した。同社は、9 月 21 日の引け後に、コンシューマー・ディスクレショナリー・セレクト・セクター SPDR (XLY) とテクノロジー・セレクト・セクター SPDR (XLK) をリバランスする予定だ。

バンガードは、ゆっくりと 3 本のセクターファンドと ETF を新たなラインアップへ移行させている。バンガード・インフォメーション・テクノロジー ETF (VGT) は、アルファベット、フェイスブック、アクティビジョン・ブリザード、エレクトロニック・アーツなどほぼ全ての保有銘柄を売却し、現在それら銘柄は元電気通信 ETF だったバンガード・コミュニケーション・サービスズ ETF (VOX) に含まれている。元の電気通信 ETF の半分を占めていた AT&T とベライゾン・コミュニケーションズは、7 月末時点でバンガード・コミュニケーション・サービスズ ETF の 20% までウェイトが低下している。

ブラックロックの i シェアーズのセクター ETF の大半は、ダウ・ジョーンズとナスダックからライセンスを受けている指数に追随しており、GICS 変更の直接的な影響はない。しかし、i シェアーズ・グローバル・テック ETF (IXN) はフェイスブック、アルファベット、テンセント・ホールディングス (騰訊控股、700. 香港) を失い、それら銘柄は i シェアーズ・グローバル・コミュニケーション・サービスズ (i シェアーズ・グローバル・テレコムから改称、ティッカーは IXP) に含まれることになる。



フィデリティは 11 月後半に、MSCI テレコミュニケーション・サービス・インデックス (FCOM) のコミュニケーション・サービス ETF への変更を予定している。フィデリティ MSCI インフォメーション・テクノロジー・インデックス (FTEC) は新たな GICS に対応して、インターネットとゲームソフト銘柄を失うことになる（それらは、コミュニケーション・サービスセクターへ移動）。



■ GICS 変更の背景

GICS 分類の変更は、情報技術とメディアの様相変化を反映するために必要だった。時代は変わり、ネットフリックスがハリウッドを脅かすようになり、コムキャストがメディア大手となっている。その核心にはテクノロジーがあるが、それはもはや問題ではない。フェイスブックとアルファベットは、ハードウェアやソフトウェアを開発するアップルやマイクロソフトとは異なっている。S&P ダウジョーンズ・インディシーズのデービッド・ブリッツァー氏は、フェイスブックやアルファベットを、広告やコンテンツ配信で収益を上げている企業と同じグループに含めることが妥当と語る。

ブリッツァー氏は、電気通信サービスをコミュニケーション・サービスに含める決定を擁護している。公益企業は厳しい規制の下で事業を行っているが、電気通信サービス企業が値上げできないのは市場の力であるため、両者を一つのグループにまとめることは妥当ではない。また、電気通信サービスとメディアは、コミュニケーション・サービスのボラティリティを抑えている。

構成銘柄が変わっても、情報技術セクターとコミュニケーション・サービスセクターは依然として、最も高い部類に属する成長を提供する。またバリュエーションも妥当で、フィデリティ・インベストメンツのデニス・チゾルム氏によると、情報技術セクターの現在のバリュエーションは 1962 年以降で下位 25% の範囲となっている。オブサル氏によると、コミュニケーション・サービスセクターのバリュエーションも妥当だ。PER は 21 倍で市場平均を上回っているが、高成長の企業が多いセクターとしては割高ではない。

■ GICS の業種にとらわれない投資手段

多くの ETF は、情報技術の中の半導体といったサブセクターに注目するか、スマートベータの手法を用いている。ブラックロックの i シェアーズは、「エボルブド (進化する)」という名称を付けた ETF で、情報技術を含む 7 業種において業種の境界を広げている。それには、i シェアーズ・エボルブド US イノベーション・ヘルスケア (IEIH) や i シェアーズ・エボルブド US メディア&エンターテインメント (IEME) などが含まれている。これらファンドはテクニカル的にはセクターETF であるが、GICS に基づいたセクターファンドではない。また、i シェアーズ・エクスポネンシャル・テクノロジーズ (XT) も業種の境界を超え、ビッグデータやロボットに関連する革新的企業を見いだしている。

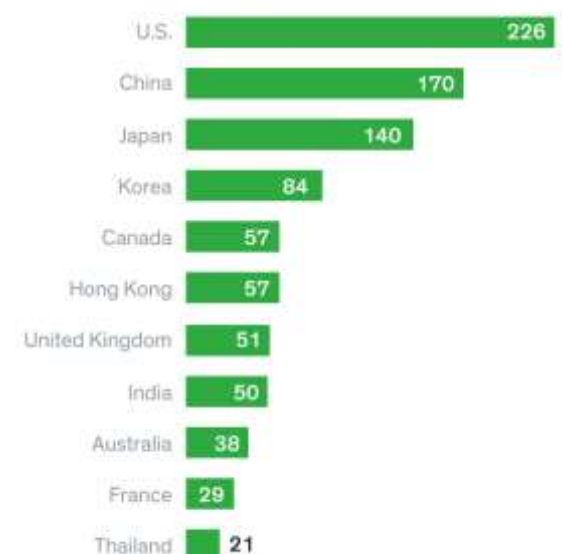
とはいえ、投資対象の変更は高いリターンレシピではない可能性がある。i シェアーズ・エクスポネンシャル・テクノロジーズのリターンは S&P500 指数を上回っているが、他の ETF はそれほど成功していない。実際ブラックロックは、6 月に 16 本のマルチファクターETF を精算している。

ハイテク企業全般に対するエクスポージャーを望む投資家には他の選択肢もある。i シェアーズ・ノース・アメリカン・テック ETF (IGM) は、フェイスブック、アルファベット、アマゾン、ネットフリックスなどの、S&P500 指数の情報技術セクターに含まれない銘柄を保有している。ただし、経費率は 0.47% と高い。

電気通信サービスの選択肢はあまり多くない。i シェアーズ US テレコミュニケーションズ ETF (IYZ) は、米国の電気通信サービス銘柄に広く投資する最後の ETF になるだろう。資産の 3 分の 1 は電気通信サービスで、半分以上はネットワーク機器大手のシスコシステムズ (CSCO) や通信機器メーカーのモトローラ・ソリューションズ (MSI) などの通信機器メーカーに投資している。配当利回りは 2.8% で、経費率は 0.43% だ。

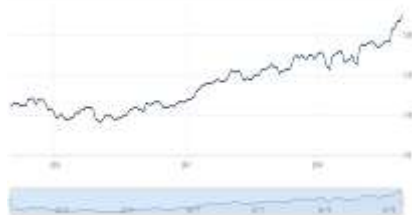
Global Impact

The U.S., China, and Japan will have most stocks affected by the upcoming GICS reclassification.

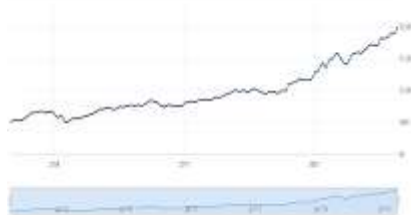


Source: S&P Dow Jones Indices; Barron's calculations

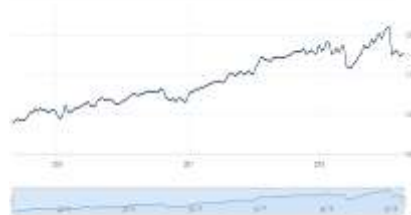
Apple Inc. (AAPL)



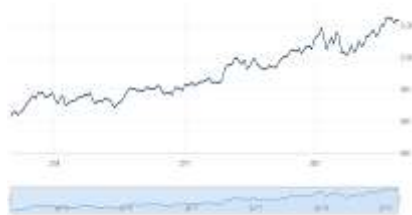
Amazon.com Inc. (AMZN)



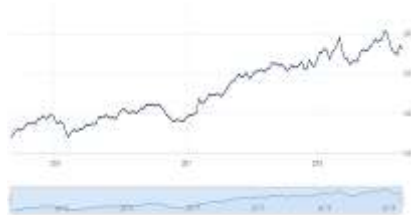
Facebook Inc. Cl A (FB)



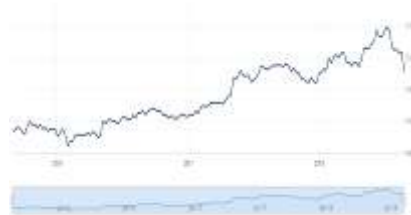
Alphabet Inc. Cl A (GOOGL)



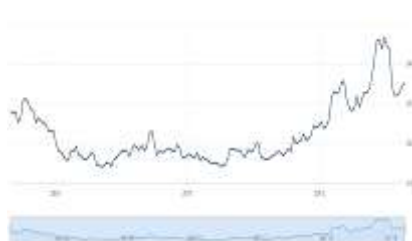
Activision Blizzard Inc. (ATVI)



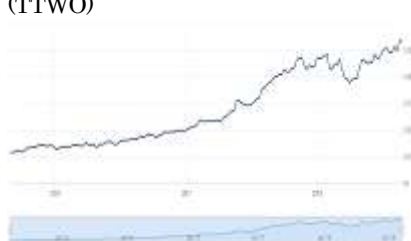
Electronic Arts Inc. (EA)



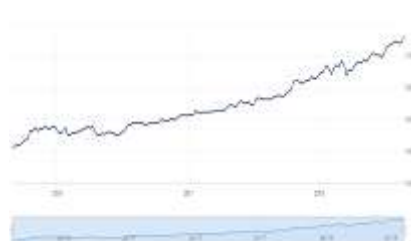
Twitter Inc. (TWTR)



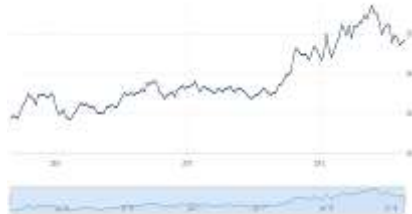
Take-Two Interactive Software Inc. (TTWO)



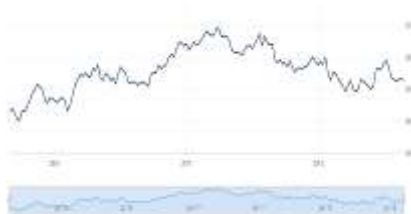
Microsoft Corp. (MSFT)



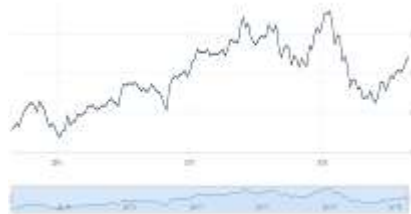
Intel Corp. (INTC)



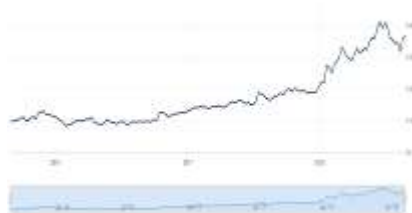
CBS Corp. Cl B (CBS)



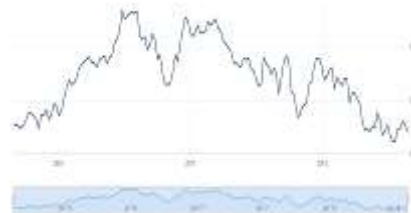
Comcast Corp. Cl A (CMCSA)



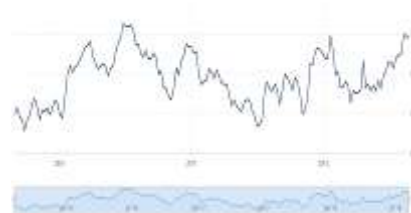
Netflix Inc. (NFLX)



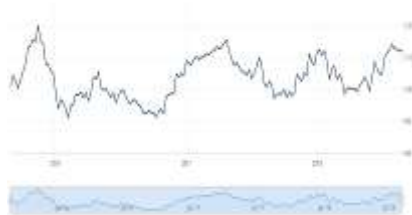
AT&T Inc. (T)



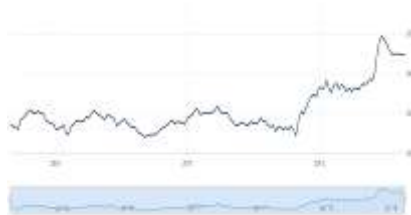
Verizon Communications Inc. (VZ)



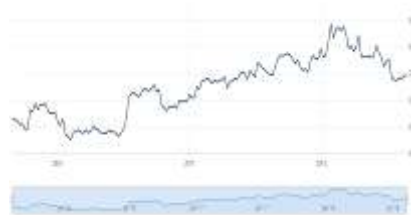
Walt Disney Co. (DIS)



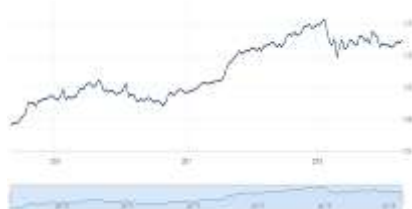
21st Century Fox Inc. Cl B (FOX)



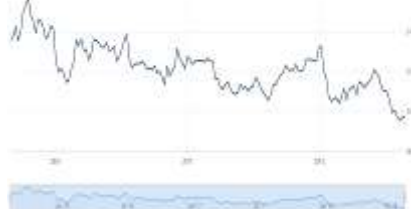
eBay Inc. (EBAY)



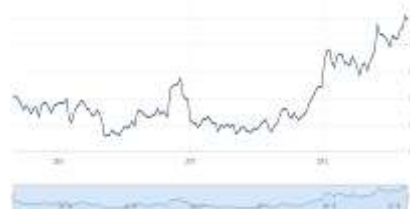
McDonald's Corp. (MCD)



Ford Motor Co. (F)



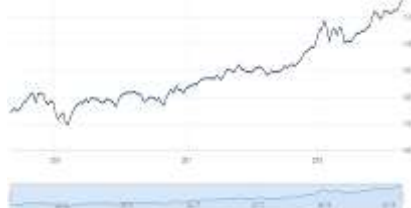
Kohl's Corp. (KSS)



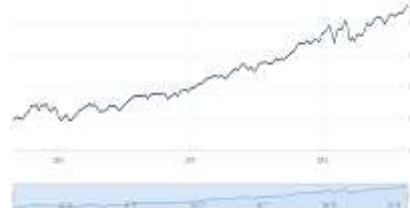
Communication Services Select Sector SPDR Fund (XLC)



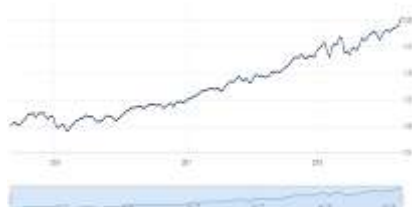
Consumer Discretionary Select Sector SPDR ETF (XLY)



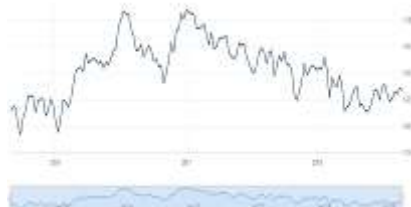
Technology Select Sector SPDR ETF (XLK)



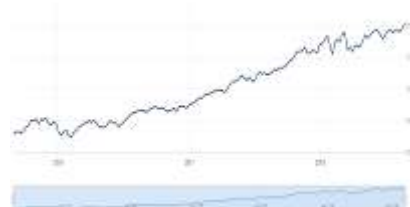
Vanguard Information Technology ETF (VGT)



Vanguard Communication Services ETF (VOX)



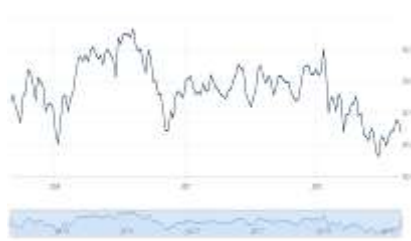
iShares Global Tech ETF (IXN)



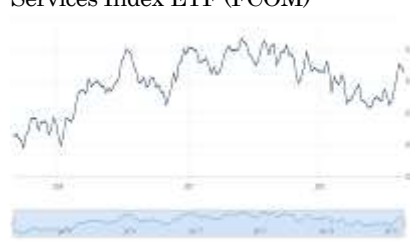
Tencent Holdings Ltd. (HK:0700)



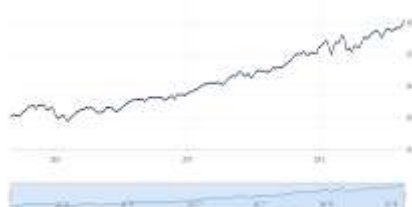
iShares Global Telecom ETF (IXP)



Fidelity MSCI Telecommunication Services Index ETF (FCOM)



Fidelity MSCI Information Technology Index ETF (FTEC)



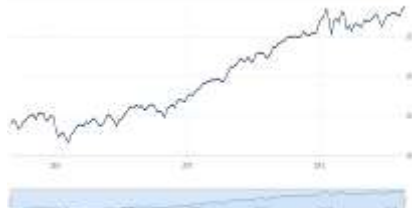
iShares Evolved US Innovative Healthcare ETF (IEIH)



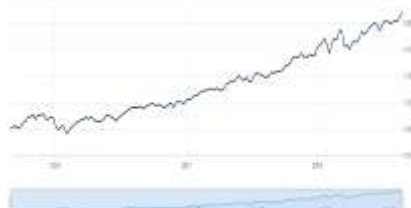
iShares Evolved US Media & Entertainment ETF (IEME)



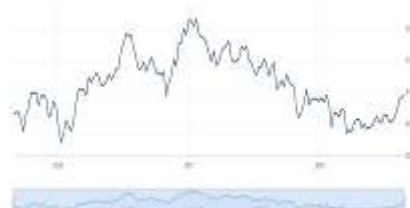
iShares Exponential Technologies ETF (XT)



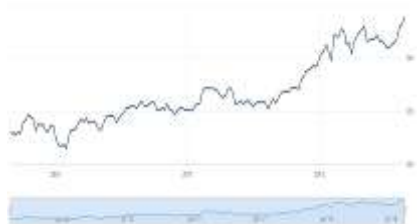
iShares North American Tech ETF (IGM)



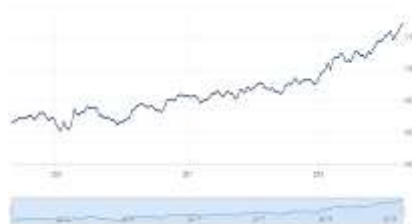
iShares U.S. Telecommunications ETF (IYZ)



Cisco Systems Inc. (CSCO)



Motorola Solutions Inc. (MSI)



チャートは 3 年 (XLC は 3 カ月、
IEIH, IEME は 6 カ月)

By DAREN FONDA
(Source: Dow Jones)

2. Tech Stocks Could Be Winners in Big Sector Shift ハイテク株の勝利 【業種分類変更】 新設のコミュニケーション・サービスセクターにハイテク銘柄が移行する影響は

■ 業種分類変更で予想されるノイズ

世界産業分類基準 (GICS) の業種分類に大きな変更が生じる。最も大きな変化は、情報技術セクターと一般消費財・サービスセクターの大手数社が、新設のコミュニケーション・サービスセクターに移行することだ。今回情報技術セクターから外される企業には、グーグルの親会社アルファベット (GOOGL) とフェイスブック (FB) も含まれる。

このことは違和感を伴う。例えば、娯楽・メディア大手ウォルト・ディズニー (DIS)、自動車大手フォード・モーター (F)、スポーツ用品大手ナイキ (NKE) などの一般消費財・サービスセクターに属している動画配信大手ネットフリックス (NFLX) は、通信大手のベライゾン・コミュニケーションズ (VZ) や AT&T (T) と同じコミュニケーション・サービスセクターに移ることになる。しかし、ネットフリックスが徹頭徹尾、ハイテク企業であることに異議を唱える人はほばいないだろう。



業種分類が変更されたからといって、対象企業の実態が何ら変わるわけではない。しかし、そのことによって短期的なノイズが生じる可能性はある。それだけでなく、ハイテク銘柄のさらなる上昇につながるかもしれない。

GICS の業種分類に基づいて設定された上場投資信託 (ETF) もある。テクノロジー・セレクト・セクター SPDR ETF (XLK) の運用資産は 230 億ドル以上、一般消費財セレクト・セクター SPDR ETF (XLY) の運用資産は 150 億ドル以上に上る。9 月 21 日の引け後に運用会社のステート・ストリートがこれらの ETF のリバランスを行う場合、追跡する指数から外された銘柄の株式を売却する必要が生じる。その量は決して少なくはない。テクノロジー ETF はフェイスブック株を 800 万株以上売ることになるが、これは同社の 1 日の平均出来高の約 3 分の 1 に相当する。

他の銘柄にとってはさらに深刻だ。ウェルズ・ファーゴ・セキュリティーズで株式戦略責任者を務めるクリストファー・ハービー氏は、従来の通信銘柄の一部で、半日～1 日の出来高相当が売却される可能性がある」と推定している。コミュニケーション・サービス・セレクト・セクター SPDR ETF (XLC) は既にこの変更を反映し、6 月から運用されているため、移行が原因で売却される株式を購入することはない。「リバランスの日には、電気通信サービス銘柄への売り圧力だけが生じるだろう」とハービー氏は予想する。

一方、ドイツ銀行の最近の調査によると、指数のリバランスにより通常以上に売却された銘柄は、それに続く 12 カ月間で、逆に購入された銘柄をアウトパフォームする。この調査で主な対象になっているのは、ラ

ッセル 1000 指数とラッセル 2000 指数との間で移行した銘柄だが、GICS の業種分類の変更に伴い売却された株式がその後数カ月でアウトパフォームし、逆に購入された銘柄がアンダーパフォームする可能性は考えられる。

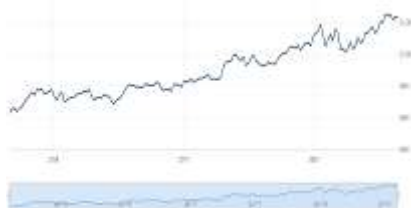
■ ハイテク銘柄にさらなる追い風

業種分類の変更によって、投資家の一部の株式に対する見方が変わる可能性もある。AT&T やベライゾンのような老舗の通信銘柄は普段あまり注目を集めないが、フェイスブックやアルファベットが新しくセクター仲間となることで、その輝きにあやかれることを一部のアナリストは期待している。

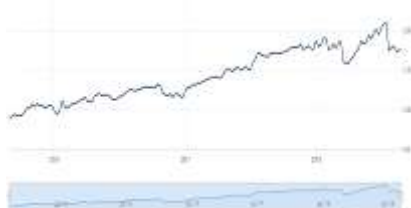
しかし、最大の勝者はハイテク銘柄であろう。現在情報技術セクターに分類されているかどうかにかかわらず、ハイテク銘柄は最近の強気市場における大きな勝者である。アマゾン・ドット・コム (AMZN) は百貨店大手のメーシーズ (M) と同じセクターに分類されているが、典型的なハイテク銘柄とみなされていることに変わりはない。アクティブ運用のマネジャーにとっては、実質的なハイテク銘柄が二つではなく三つのセクターに存在することになり、セクターごとのウェイト制限のような制約を気にすることなくハイテクへの投資を拡大できる可能性がある。

もちろん、ハイテク銘柄が実際に成長していない限りこのようなことは意味をなさない。ハイテク部門は市場の中でも高い 25% の利益成長が見込まれている。好調なファンダメンタルズに加え、マネジャーの自由度が上がることも、さらなる上昇を後押しするかもしれない。だが一時的な盛り上がりが過ぎれば、その反動が大きく出る可能性もある。

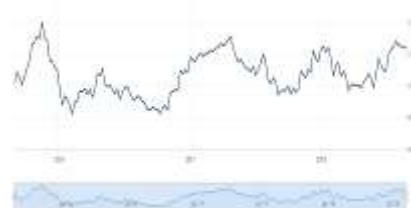
Alphabet Inc. Cl A (GOOGL)



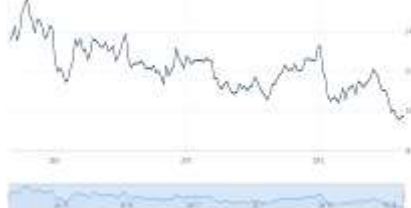
Facebook Inc. Cl A (FB)



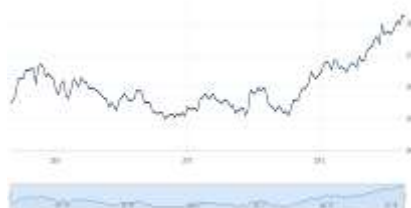
Walt Disney Co. (DIS)



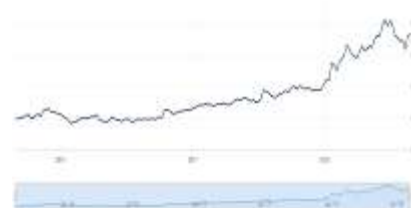
Ford Motor Co. (F)



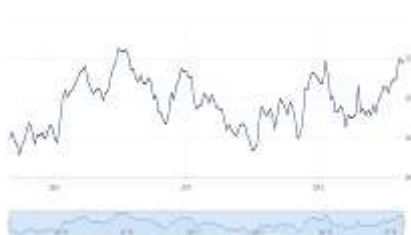
Nike Inc. Cl B (NKE)



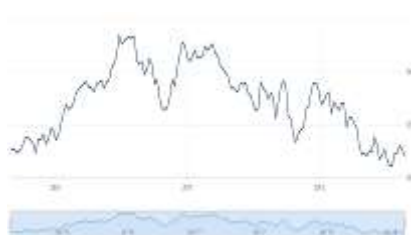
Netflix Inc. (NFLX)



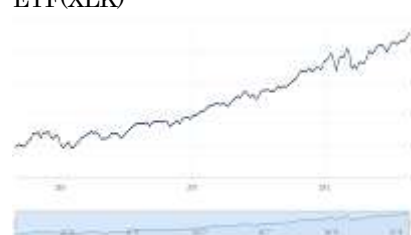
Verizon Communications Inc. (VZ)



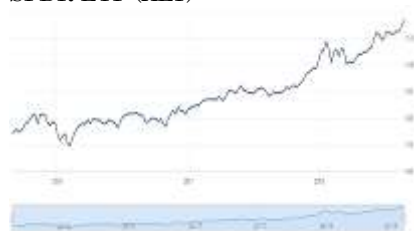
AT&T Inc. (T)



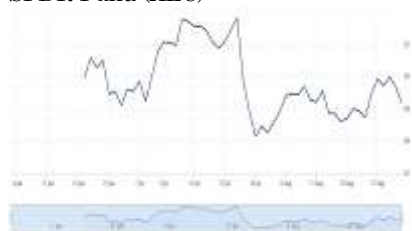
Technology Select Sector SPDR ETF(XLK)



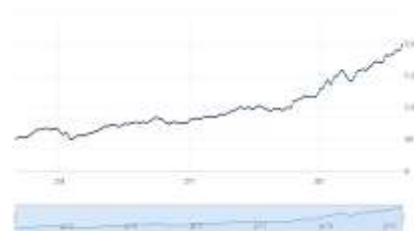
Consumer Discretionary Select Sector
SPDR ETF (XLY)



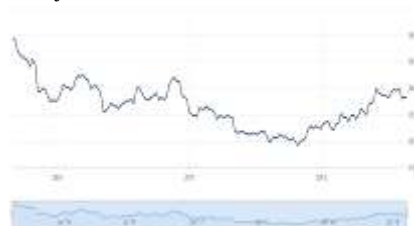
Communication Services Select Sector
SPDR Fund (XLC)



Amazon.com Inc. (AMZN)



Macy's Inc. (M)



チャートは3年 (XLC は3 カ月)

By BEN LEVISOHN
(Source: Dow Jones)

3. Trade Deal Puts Kansas City Southern Railroad on a Better Track 鉄道輸送 【鉄道株】 米国・メキシコ間の新貿易協定はカンザスシティ・サザンに好材料

■ 米国・メキシコ間の貿易交渉が決着

米国とメキシコの国境に「巨大で美しい」壁があるだろうとなかろうと、トウモロコシ、プラスチック、自動車部品を満載した貨物車両がメキシコに向かい、自動車や電子機器を積んで米国に戻ってくる。鉄道持ち株会社カンザスシティ・サザン (KSU) が恩恵を受けることに変わりはない。

8 月 27 日、トランプ大統領は北米自由貿易協定 (NAFTA) の再交渉をめぐりメキシコと合意した。カナダとの交渉は残っているものの、少なくともメキシコとの貿易関係はいったん決着したことになる。カンザスシティのパトリック・オッテンスマイヤー最高経営責任者 (CEO) は本誌に対し、「メキシコとの友好関係が回復したことは喜ばしいことだ」と語った。



同社の株価は年初来で 10.4% 上昇しているが、米国・メキシコ間の貿易摩擦で貨物輸送量が減少するとの懸念を受け、株価収益率 (PER) でみると業界内で下位に位置する。自社の過去平均と比べても割安な水準にあり、向こう 4 四半期の予想利益に対する PER は 2 年前の大統領選以前の平均 21 倍に対して現在は約 17 倍となっている。

カウエンのアナリスト、ジェイソン・ザイドル氏は、新たな貿易協定は「実質的にトランプ以前の時代に戻ったようなものだ」と語り、カンザスシティの投資判断をマーケットパフォーマンス (中立) からアウトパフォーマンスに引き上げた。株価は現在の 116 ドルから 138 ドルまで上昇する可能性がある、と同氏はみる。

カンザスシティ・サザンは米国の主要鉄道会社の中では最も小規模で、中西部から南東部の 10 州に展開している。数年前まで業績はさえず、キャッシュフローもマイナスだったが、バランスシートを立て直し、利益率を同業他社並みに引き上げ、投資適格の信用格付けを取得し、着実に増配している。

All Aboard

The major railroad companies have generally performed well of late, as a growing economy drives demand for freight shipments

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	2017 Revenue (bil)	Market Value (bil)	2019E P/E	Route Miles
Kansas City Southern / KSU	\$115.94	10%	\$2.6	\$11.8	16.5	6,700
Union Pacific / UNP	149.72	12	21.2	110.7	17.0	32,122
Canadian National Railway / CNI	89.69	9	10.1	66	18.8	20,000
CSX / CSX	74.21	35	11.4	63.7	18.5	21,000
Norfolk Southern / NSC	174.19	20	10.6	48.8	17.4	19,500

E=Estimate

Sources: Bloomberg; company reports

2017 年の売上高 26 億ドルのうち約半分がメキシコ子会社によるもので、同社はメキシコ政府から 50 年間の営業権を取得している。同社の鉄道は、国境都市のテキサス州ラレドからメキシコシティをはじめ、メキシコの主要な港や工業都市を結ぶ。国境を超える輸送による売上高が全体の 3 分の 1 を占める。

■ 石油精製品と自動車関連の輸送量は増加が見込まれる

メキシコでは、石油・ガス市場が 70 年以上ぶりに自由化されたばかりで、またガソリンやプロパンといった精製燃料の輸入も解禁され、鉄道企業にとっては絶好のタイミングである。メキシコ国内の精製所やパイプラインの老朽化に加え、自由化に伴ってガソリンスタンド網が拡大しており、同国の精製燃料需要は増加している。BP (BP) やロイヤル・ダッチ・シェル (RDSA) といった海外の石油企業がメキシコでガソリンスタンドを開業し、各社は米国からガソリンを輸入している。

カンザスシティーは、ガソリンの荷役と貯蔵ができる大規模設備をメキシコに建設中である。メキシコ次期大統領に就任予定のアンドレス・ロペスオブラドール氏は国内の製油所の拡張と改修を明言しているが、オッテンスマイヤー CEO は、「メキシコ政府が投資を実現できたとしても、消費量の増加を考えれば当社の業績見通しは極めて良好である」との見方を示した。同社はメキシコ湾岸の製油所を経由する鉄道網の大規模拡張も進めており、さまざまな石油精製品の貿易から恩恵が見込まれる。

自動車業界も同社の成長源である。同社はメキシコに生産拠点を持つ自動車メーカー 11 社のうち 10 社の輸送を担っており、中でも BMW やトヨタなどは 2019 年に生産能力の拡張を計画している。米国・メキシコ間の貿易協定で自動車生産をめぐるルールが若干変わる可能性はあるが、両国間の自動車出荷台数への影響はほとんどないとアナリストは見ている。

■ ワイルドカードは被買収

トラックによる長距離輸送はドライバー不足を背景にコストが上昇していることから、鉄道輸送のコスト面での魅力が増している。米国では鉄道、トラック、航空機といった複数の輸送手段を組み合わせるイ

Kansas City Southern (KSU/NYSE)

Weekly close on Aug. 31

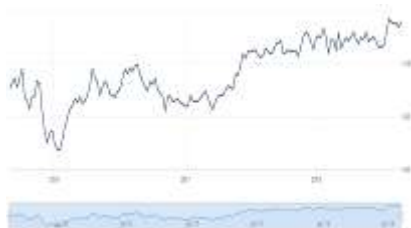


Source: Bloomberg

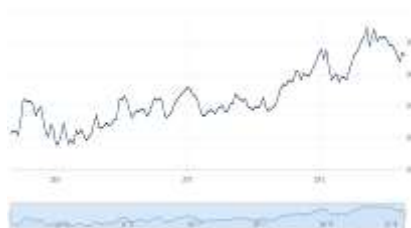
ンターモーダル輸送が増加しており、米国内の主要ルートでは 40%近くが鉄道を利用している。米国・メキシコ間の輸送で鉄道利用率は 10%未満であり、今後増加する余地は大きい。

もう一つ、カンザスシティーにとってのワイルドカードとして、買収のターゲットとなる可能性がある。モーニングスターのアナリスト、キース・スクーンメーカー氏は、カンザスシティーの規模と、他社路線との重複が少ないことを勘案すると、大手鉄道会社を買収を仕掛けた場合に規制当局は簡単に承認するだろうとみている。オッテンスマイヤーCEO は、現時点で買収の打診はなく、他社にない独自の路線網から自力でも十分にやっていると自信を見せる。

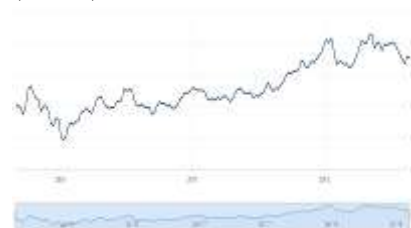
Kansas City Southern (KSU)



BP PLC ADR (BP)



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



チャートは3年

By AVI SALZMAN
(Source: Dow Jones)

4. The Downside of Shareholder Value 価値理論の問題点 株主価値の過度な重視によって所得格差が拡大

【インタビュー】

■ 現在の価値理論では「レント」と利益が混同されている
かつて「価値」の定義は金、労働や土地と結び付いていた。ロンドン大学の経済学者で、今年のレオンチェフ賞受賞者のマリアナ・マツカート氏は、近著「The Value of Everything: Making and Taking in the Global Economy」（あらゆる物の価値: グローバル経済における創造と搾取(仮訳)）において、「物の価値は、誰かがそれに払いたいと思う金額で決まる」という現在の考え方が広まった過程や、そのような考え方の悪影響をテーマとしている。同氏は、株主価値を過剰に重視した結果、所得格差が拡大したと述べる。



本誌：市場が価値を決めるという見方はどのように広まったのか？

マツカート氏：そのような見方が支配的になった理由はイデオロギー的なものだ。価格システムが最適化を実現するという考えに基づき、資本主義が最高の制度であると主張する価値理論は非常に有用だ。初期の新古典派経済学者は、市場経済が最善であることを証明したいと考えていた。そこでニュートン力学から数学的な考え方を取り入れた。その結果、利益と「レント」の区別が大変困難になった。

ここでいうレントとは、賃料ではなく不労所得という意味だ。例えば、あなたが橋を渡る人から料金を徴収し、他には何もしない場合、レントを獲得している。現在、レントは独占力や不完全競争の存在を表すとみなされている。アダム・スミスなどの古典派経済学者は、財やサービスの生産による利益と、既存の資産を右から左に流すだけで生じる利益を区別しようとしていた。そうした区別は、「選好」の概念に基づく主観価値理論の出現によって非常に難しくなった。財やサービスの価値は、消費者が支払いたいと思う金額で決まる。価値創造の過程や生産者、費やした時間と労力などは、価値そのものとは分離される。

興味深いことに、金融セクターの大部分は 1970 年まで国内総生産（GDP）に算入されていなかった。その理由は、金融セクターの業務に付される価格が存在しなかったためだ。国連が GDP 算出方法を標準化する過程で、金融セクターの帰属価格を定め、GDP に算入されるようにした。GDP には、家事労働が算入されないことや、環境汚染が考慮されないことなどの欠点があるため、さまざまな人々から問題視されている。拙著では、不労所得が GDP に算入されることを認める価値理論にそもそも問題があると述べている。

■ 自社株買いが実質賃金の伸び悩みの一因

Q：所得格差についてお聞きしたい。

A：「21 世紀の資本」の著者であるトマ・ピケティ氏の主張は、1970 年代以降に所得格差が大幅に拡大しており、格差縮小のために富に課税すべきだというものだ。もちろん累進課税は必要だが、その前に富の源泉をよく理解しなければならない。現在の価値理論の下では、レントと利益や、価値創造と価値搾取が混同されており、富の創造者とみなされる対象が偏っているため、富に課税するのは非常に難しい。

ベンチャーキャピタル業界は政府投資の波に乗っているにすぎない。インターネットや全地球測位システム（GPS）など、大規模な技術革新の大部分は、月面着陸プロジェクトや冷戦の副産物だ。製菓やデジタル経済など、さまざまな業界についても同じことが言える。こうした業界は、あたかも価値を創造しているのが自分たちだけであるかのように主張して、規制緩和や減税、巨額の政府投資への便乗といった恩恵を受けてきた。

Q：では誰が価値を創造しているのか？

A：もちろん労働者や、工場などの生産施設も価値を創造している。だが、株主価値を最優先に考える場合、さまざまなステークホルダーに報いるのは至難の業だ。株主価値の最大化に基づくコーポレートガバナンスモデルでは、株主こそが最大のリスクを負っているとされる。銀行が利子を獲得し、労働者が給与を得るように、株主はリターンを得られないリスクと引き換えに残余財産を得る権利があるという。この主張は正しくない。経済においては、政府も含め、あらゆる当事者が巨額のリスクを負っている。不確実なイノベーションに投資すれば、誰でも失敗する可能性がある。上記のような株主価値最大化モデルによって、自社株買いなどが正当化され、所得格差の一因になっていると言われている。

Q：株式ファンドに投資した労働者は不労所得を得られたのではないか？

A：1980 年代以降、実質賃金があまり上昇していないことを忘れてはならない。家計の債務比率が上昇したのは、人々が無責任だからではなく、生活水準を維持するためだ。米国と英国では、可処分所得に占める債務の割合が金融危機直前の水準まで上昇している。両国の失業率は低下しているが、企業が株主価値の最大化を目指しているため、雇用形態は不安定さを増している。かつての企業はステークホルダーの価値を最大化していた。利益が増加すると、賃上げを通じて労働者に還元されたため、生産性とともな賃金も上昇した。こうしたサイクルが止まった一因は、価値についての考え方にある。

■ 実体経済の「金融化」

Q：金融業界はどのようにして価値搾取を価値創造に偽装しているのか？

A：リーマン・ショックの翌年の 2009 年、ゴールドマン・サックス（GS）のロイド・ブランクファイン元最高経営責任者（CEO）は、同社のスタッフは世界で最も生産的だと言いつつ放った。生産的であることと、そうでないことの違いは極めて曖昧になった。金融セクターには本来、取引の円滑化を通じて実体経済の成長を促進する役割がある。しかし、金融が手段ではなく目的となり、それ自体に価値が付与されたことで、金融経済の中だけでプロセスが完結するようになった。

「金融化」の問題には二つの側面がある。第一に、短期志向で投機的な行動が利益になるため、経済のイノベーションが促進されない。第二に、IT 企業や製菓企業といった事業会社も自社株買いなどに手を染めている。これは実体経済が金融化していることを意味する。トランプ政権の法人減税は、生産的な投資につな

らず、自社株買いを増加させている。従来の低金利政策は自社株買いを促進した。自社株買いは株価やストックオプション価格、幹部報酬を押し上げ、所得格差の一因となっている。われわれは生産能力拡大、技術革新や人的資本形成への長期投資ではなく、現金の短期的な移動に報いている。

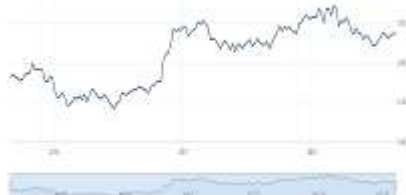
Q：解決策は？

A：第一に、実質経済を脱金融化することだ。第二に、金融セクターの特性を変えなければならない。機械学習とビッグデータ、気候変動といった大きな社会的課題に対応するため、現在よりも非常に忍耐強く、長期志向かつミッション志向の資金提供が必要だ。

第三に、世界の公務員が憂鬱（ゆううつ）にならないようにすべきだ。配車サービスのウーバー・テクノロジーズのような企業こそが価値を創造しており、政府は良くても規制とリスク削減しかできない、といった考え方は非常に偏っている。企業、労働者、公共セクターが共同で価値を創造するという考え方が必要だ。自分が何の対価を支払っているのか、それが価値搾取か価値創造なのかを常に自問しつつ、注意深く計画的に地道な行動を積み重ねる。こうした行為にこそ、「富の創造」という言葉はふさわしい。

Goldman Sachs Group Inc. (GS)

チャートは3年



By LESLIE P. NORTON
(Source: Dow Jones)

5. Real Estate Start-Up Compass Searches for Direction 方向性を探るコンパス【不動産】 既存不動産ブローカーとの対抗から共存への方向転換をベンチャーキャピタルも応援

■ 設立2年後に方向転換

不動産関連のスタートアップ企業コンパスは、不動産売買を経験した者なら誰もが共感する事実の上に立ち上げられた。すなわち、不動産の仲介が高くつき、その売買プロセスが煩雑なことだ。手数料を吸い上げて肥え太る一方、顧客に不満をもたらしてきた業界は、破壊を狙うスタートアップにとって格好のターゲットだった。



2012 年の設立当初、コンパスは不動産ブローカーを「近隣スペシャリスト」と呼び、その報酬を従来のような成約金額の一定割合ではなく、定額とした。売り出し物件はコンパスの売買情報アプリに掲載された。

しかし、業界の現実と直面することになる。新しいシステムで従来型のブローカーを排除することは、ほぼ不可能だった。ブローカーに属するエージェントは定額報酬のコンパスのために積極的に働こうとせず、むしろ敵意を抱いた。そのため、十分なエージェントを確保することもままならなかった。

ニュータイプの不動産会社として出発した2年後、コンパスは方向転換を余儀なくされた。エージェントを

雇い、成約金額に応じた成功報酬を支払うという、従来型ではあるが利益率を削った不動産仲介モデルに転じた。コンパスいわく、売りはエージェントの成果向上を支援するテクノロジーにある。既存のモデルを破壊することだけが新しいビジネスの創造ではない。いくつものスタートアップが学んできたことを、コンパスも学んだ。

従来型のブローカーを排除しようと苦闘を続ける新興の上場会社もある。レッドフィン (RDFN) は DIY 型のモデルを導入して高額なブローカー報酬の圧縮を試みたが、その後はネット上での存在感を武器に従来型のモデルに近づいている。住宅の売り手と買い手を直接つなげるという実験的なモデルにも取り組む同社は昨年上場し、株価は新規公開後の初値を辛うじて上回る水準にある。また、ジロウ (ZG) は買い取った住宅をネット上に掲載するモデルを展開している。8 月上旬、同社は決算発表時に住宅ローン提供会社の買収を発表したが業績は振るわず、株価は翌日 16% 下落した。現在も発表前を約 20% 下回っている。

■ 潤沢な資金を元手に攻勢へ

コンパスのような未上場会社にとって一つ有利なのは、ちょっとした強みを既存のビジネスモデルに活用し、先行企業からシェアを奪おうとする会社のための資金が潤沢に存在することだ。「コンパスの競争上の強みの一つは、各従業員がエージェントの生産性向上だけに集中していることだ」。ゴールドマン・サックス出身の共同設立者で最高経営責任者 (CEO) を務めるロバート・レフキン氏はこう語り、次のように続ける。「(エージェント支援は) 顧客のための価値創造につながる。われわれには、この変化の速い経済で先導役を務めてくれる友人や仲間が必要だ」。

ベンチャーキャピタルはコンパスの方向転換に強い関心を示した。スタートアップ企業とベンチャー投資の調査を行うクランチベースによると、同社は 8 億ドルの資金を集めることに成功した。中でもソフトバンク・ビジョン・ファンドは昨年末にコンパスの企業価値を 22 億ドルと評価し、4 億 5000 万ドルを投資している。

「これでコンパスは全米の従来型ブローカーにとって本物の脅威になった」。不動産鑑定会社ミラー・サミュエルのジョナサン・ミラー社長兼 CEO がこう指摘するように、コンパスは巨額の資本注入以降、積極的に拡張を進めている。今年中に営業エリアを米国の上位 20 都市まで拡大する計画で、複数のブローカー会社を買収した。そのうちの 하나가販売額で国内 5 位につけるサンフランシスコのパシフィック・ユニオン・インターナショナルで、6 位のコンパスと昨年の販売額を合計すると 280 億ドルに達する。

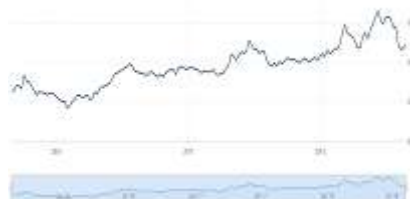
地理的な拡大にとどまらず、8 月からは商業用不動産市場にも進出。他の不動産会社に技術をライセンス供与する計画だった。しかし、B2B のソフトウェア販売ビジネスは仲介ビジネスとは勝手が違い、コンパスは計画の発表から間もなくして案件第 1 号の契約不成立を発表した。コンパスのエージェントから、競合不動産会社への技術提供に対する不満の声が上がったことが原因のようだ。これも、業界内でブローカーが根強く持つ力の強さを物語るエピソードといえる。

コンパスが目指す次のステップは、順当にいけば新規株式公開 (IPO) だろう。問題は、自社のテクノロジーを生かせば競合他社以上の業績を残せると投資家を説得できるかどうかだ。コンパスが上場した場合に莫大な利益を手にするのは、数億ドルを投資したベンチャーキャピタルだけではない。同社に雇われたエージェントの多くは、報酬の一部をストックオプションで受け取っている。

Redfin Corp. (RDFN)



Zillow Group Inc. Cl C (Z)



チャートは 3 年 (RDFN は 2 年)

By BEN WALSH
(Source: Dow Jones)

6. Up And Down Wall Street 好調だった 8 月が終わり、9 月が始まる イールドカーブのフラット化は景気後退の前触れか？

【コラム】

■ 株式相場上昇の夏を終え、今や 9 月

8 月は夏を楽しめるすてきな月だ。今年は株式投資家にとって特にすてきな月だった。S&P500 指数やナスダック総合指数はそれぞれ 3%と 5.7% 上昇し、5 カ月連続上昇で締めくくった。ダウ工業株 30 種平均(NY ダウ)は月間で 2.2%上昇し、1 月のピークからわずか 2.4%低い水準となった。ウィルシャー・アソシエイツの試算によると、米国株式の時価総額は 8 月に約 1 兆 1000 億ドル増加した。そしてこのような喜ばしい状況を受け、トランプ大統領は先週、「市場で大もうけしたり、確定拠出年金 401(k)が期待以上に増えたりした人たちへの素晴らしい知らせがもっと続くだろう」とツイートするに至った。しかし、ニューヨーク大学のエコノミスト、エドワード・N・ウルフ氏の研究によると、このツイートは株式の約 84%を保有する上位 10%の金持ちに向けた言葉だ。



素晴らしい知らせとは何なのかははっきりしない。米国とカナダの貿易交渉決裂や中国製品への追加関税の可能性、アルゼンチンやトルコ、インドネシアなど新興国市場での通貨下落問題の広がり、イタリア国債の再度下落などの背景を考慮するとなおさらだ。しかも、月が変わった。1950 年以降でみると、9 月は NY ダウや S&P500 指数にとって 1 年で最悪の月で、年鑑「ストック・トレーダーズ・アルマナック」によると、それぞれ平均 0.7%と 0.5%の下落となっている。9.11 のテロ攻撃やリーマン・ブラザーズの破綻が起きたのも 9 月だ。NY ダウはその月にそれぞれ 11.1%と 6%下落した。しかし、9 月の株式相場が最悪だったのはインターネットバブル崩壊後の弱気相場が続いていた 2002 年で、12.4%下落した。

今年の 9 月はさほど深刻な脅威に直面しているわけではない。9 月 7 日発表予定の雇用統計に向けたコンセンサス予想は、非農業部門就業者数は 19 万人増、失業率は 0.1%ポイント改善の 3.8%、平均時給は前月比 0.3%上昇で前年同月比 2.8%上昇のペースを維持している。

米連邦準備制度理事会 (FRB) が 9 月 25~26 日の会合で、フェデラルファンド (FF) 金利の誘導目標を 0.25%ポイント引き上げて、2.00~2.25%の範囲とするのはほぼ確実とみられ、FF 金利先物市場が織り込む 0.25%ポイントの利上げの確率は 94.6%と示唆される。しかし、それ以降の FRB の政策の見通しは不透明だ。ドットチャート予想によると、2019 年末までの利上げ回数は合計 5 回、FF 金利予想の中央値は 3.1%となっており、先物市場の予想を上回っているため、パウエル FRB 議長は説明の必要が生じる可能性がある。貿易摩擦や近づく中間選挙もあるが、それ以外にも政治の世界では何が起きるか計り知れない。会合後の議長記者会見までにはまだ多くの変化が起きる可能性がある。

■ イールドカーブのフラット化は景気後退の前触れか？

金融界では最近、イールドカーブに注目が集まっている。イールドカーブとは、償還期限が 3 カ月以下の短期から 30 年までの異なる期間の債券利回りを表したもののだが、通常信用リスクのない米国債の利回りが基準として使用され、全てのドル建て債券のベンチマークとなる。長期にわたって資金を拘束するリスクの対価として債券の利回りは長期になるほど高くなり、イールドカーブは通常右上がりのカーブになる。重要な点は、このカーブは投資家の将来の金利や景気に対する予想を示唆していることだ。投資家が将来の金利上昇を予想するなら、償還期限の長い債券に高い利回りを要求し、既発債の価格は下落する。この場合、イールドカーブはスティープ化する。反対に金利低下を予想するなら、低下前に現在の利回りを確保しようとするため、既発債の価格は上昇して利回りは低下し、イールドカーブはフラット化する。このような将来の金

利の予想は、景気やインフレの見通しとも関連している。景気好転やインフレ高進が予想されるなら、利回りは上昇し、反対もしかりだ。

最近イールドカーブが注目されるようになった理由は、フラット化が着実に進行しているため、特に債券全体のベンチマークとなる 10 年債と、利付債で最短の 2 年債との間のスプレッド（利回り差）が急速に縮小している。先週はこのスプレッドが 18 ベーシスポイント（bp）に縮小し、8 月末日は 21bp で終えた（セントルイス連銀のデータによると、2007 年 6 月の 16bp 以降、月末としては最小）。

なぜこれが重要視されるかといえば、2 年債と 10 年債のスプレッドがゼロになると、景気後退が必ず起きるからだ。ゼロに近づくほど景気に対する危険信号が点灯すると言えそう。



サンフランシスコ連銀は最近、3 カ月債と 10 年債のスプレッドの方が景気後退の予測により有効だという趣旨の論文を発表した。しかし、これはスプレッドがゼロ以下になった場合のことであり、現在はまだゼロに達していない。8 月 31 日にこのスプレッドは 74bp で、FRB が FF 金利の誘導目標を金融危機以降のゼロに近い水準から引き上げ始めた 2015 年 12 月の 211bp に比べて確かに大幅に縮小している。だが、金融危機前の 2006 年後半や 2007 年、あるいはインターネットバブルがはじけた 2000 年、さらに 1990～1991 年の景気後退前の 1989 年にはマイナスになっていたことに比べると、スプレッドはまだかなり大きい。

別の見方として、調査会社 TS ロンバードのチーフ米国エコノミストのステイブン・ブリッツ氏は、FF 金利と 2 年債のスプレッドを見る方が重要だと主張する。「短期資金の方が貸し付けよりも稼げるのなら、融資可能な資金は信用には向かわない」と同氏は顧客宛てレターで述べている。FF 金利が 2 年債の金利よりも高い場合、銀行は企業への融資基準を厳しくし始め、基準が厳しくなると景気後退が後に続く。融資基準は FRB の銀行上級貸出担当者調査で追跡調査されている。他のスプレッドと異なり、FF 金利（1.75～2.00%）と 2 年債（31 日時点では 2.63%）のスプレッドは昨年夏以降拡大しており、同氏によると、「融資基準を引き締めている銀行の割合は低下している」。2 年債の利回りが FF 金利を上回る限り、FRB のスタンスは引き続き信用創造を下支えする。

社債市場の状況も、上述の好都合な意見を裏付けている。投資適格社債と米国債とのスプレッドは 113bp となっており、今年 1 月の最低水準から約 30bp 拡大したものの、依然として 20 年平均の 157bp よりかなり小さく、12 カ月平均の 104bp をわずかに上回る水準にある。一方、ハイイールド債のスプレッドは 335bp で、12 カ月平均の 347bp さえ下回り、20 年平均（金融危機時の 2008 年に 2000bp 近くに突出した時期は除く）の 551bp より相当に小幅だ。これらの指標は差し迫った景気後退を示唆するものではない。しかし、それではイールドカーブのフラット化を無視しても良いのだろうか。それも危険かもしれない。

景気循環調査研究所（ECRI）の共同設立者のラクシュマン・アチュサン氏によると、ECRI の一連の指標は、「ひそかに進行する循環的景気悪化」を示唆している。ECRI 週次先行指数は明白に低下傾向を示している。最新の国内総生産（GDP）成長率とは対照的に、ECRI の米国一致指数は昨年 10 月のピークを下回っており、同氏は「エネルギー生産のブームに加えて、巨額の財政刺激が実施されたことも踏まえると注目に値する」と述べ、結論として「週次先行指数によれば、今後数カ月の景気は鈍化するが、景気後退とまではいかない」としている。この意見は、イールドカーブが語るメッセージと一致している。

By RANDALL W. FORSYTH
(Source: Dow Jones)

7. Salesforce Duo Makes the Case for Co-CEOs in Tech ジンクスの打破 【ハイテク】 セールスフォースの共同 CEO 体制が順調な理由

■ 共同 CEO 体制を市場は好感

「2 人で考えた方が良い知恵が出る」という古い格言があるが、ハイテク企業の共同最高経営責任者（CEO）にこの格言が当てはまることは滅多にない。共同 CEO 体制を取ったハイテク企業ではほとんどが失敗かそれに近い形で終わっている。実際、フォーチュン誌によると、フォーチュン 500 企業で過去 30 年間に共同 CEO モデルに挑戦したのは 23 社にすぎない。



Keith Block and Marc Benioff PHOTO: COURTESY OF SALESFORCE

では、セールスフォース・ドットコム（CRM）が今年 8 月 8 日、最高執行責任者（COO）だったキース・ブロック氏を昇格させて CEO の役割をマーク・ベニオフ氏と分担させると発表したとき、市場の反応はどうだったのか。同社の株価は 5% 上昇した。

しかも、8 月 29 日の決算発表で、2019 年度第 2 四半期の売上高が前年同期比 27% 増の 32 億 8000 万ドルとなったことが明らかになると、2013 年から敷かれている両氏の共同責任体制に対する投資家の支持はさらに高まった。BTIG のソフトウェア・クラウド・テクノロジー担当マネージングディレクターのジョエル・フィッシュバイン氏は二人の役割について、「ベニオフ氏がマルチクラウドの企業を構築し、ブロック氏がマーケティング・営業モデルを構築した」と説明する。フィッシュバイン氏はセールスフォースの投資判断を「買い推奨」に据え置き、目標株価を 140 ドルから 175 ドルに引き上げた。

■ 二人の役割を明確に分離

セールスフォースで共同責任体制が結成された 2013 年から 5 年間の年平均増収率を見ると、ライバル企業である SAP（SAP）の 7.7%、マイクロソフト（MSFT）の 7.2% に対し、セールスフォースはその 4 倍だ。過去 12 カ月間の株価パフォーマンスの格差はさらに顕著で、マイクロソフトの 50% 上昇、SAP の 13% 上昇に対し、セールスフォースは 60% 上昇している。

ブロック氏は、現在の二人の役割分担について「これまでやってきていることの延長戦上にある。つまり、互いの強さを利用し、互いに宣伝し合う」と説明する。同氏は共同 CEO に就任してからも取締役にとどまり、ベニオフ氏ではなく取締役会に報告する。二人のここ数年の役割は明確に色分けされており、ベニオフ氏が技術、製品、文化を統括し、ブロック氏が成長戦略、業務執行、事業運営を担当する。

一部のアナリストは、セールスフォースの共同 CEO 体制をアップル（AAPL）のかつての CEO 継承計画と比較している。アップルの場合、CEO 職が 2011 年 10 月に亡くなった前 CEO のスティーブ・ジョブズ氏から現職のティム・クック氏に受け継がれた。フトゥールム・リサーチ&アナリシスの主席アナリスト、ダニエル・ニューマン氏は、「ブロック氏はベニオフ氏から後継者として教育を受けている。ベニオフ氏は戦略により関心を持ち、より受動的な役割である会長職への道を歩んでいる」とみる。ベニオフ氏はすぐに引退するつもりはないと述べている。

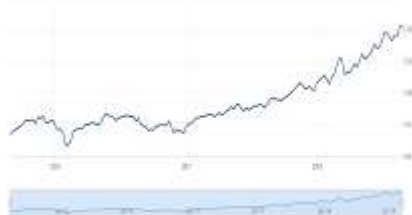
■ ハイテク企業の成長にはアーティストと事業責任者が必要

ハイランド・キャピタル・パートナーズのポール・メーダー氏は、「米国の英雄的 CEO 伝説が大半のハイテク企業の共同作業的性質を見えにくくしている。マイクロソフト、グーグル、ヒューレット・パカード、インテル (INTC)、イーベイ (EBAY) など偉大な企業の大半が補完的なスキルを備えた二人の人物によって構築された」と指摘する。こうした企業は必然的に先見性を備えた創業者によって主導されるものの、事業を大きくする組織の専門家を必要とする。

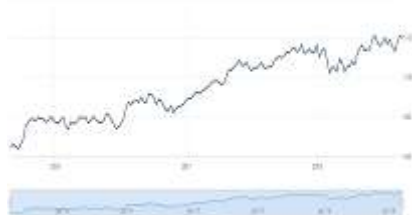
アラバマ大学教授のパトリック・マーフィー氏は、「コンセプトをさらに一歩進め、企業が設立されると、二人の指導者によって経営されることが多い。一人はアーティストであり、もう一人は優れた事業責任者だ。突拍子もないアイデアを健全な事業計画に落とし込む必要がある」と説明する。同氏が挙げる成功事例はアップルとフェイスブック (FB) で、障害は CEO でない方がトップになりたいと強く望み、自我の衝突と方向性をめぐる争いが起きるときに顕在化するという。

セールスフォースの場合、ブロック氏の昇進にはもう一つの理由があるとフトゥールムのニューマン氏らはみている。それは、ブロック氏が他社の CEO 職に就くために退職する可能性を抑えることだ。実際、ベニオフ氏が 13 年間務めたオラクルを退社して 1999 年にセールスフォースを設立した理由は、会社を立ち上げ経営トップに就くことだった。ブロック氏自身も 2013 年にオラクルを辞め、セールスフォースのバイスプレジデントとして入社したのだ。

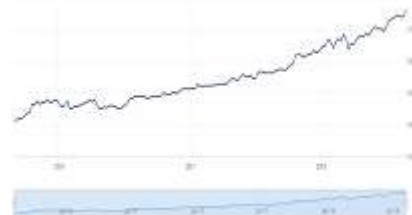
Salesforce.com Inc. (CRM)



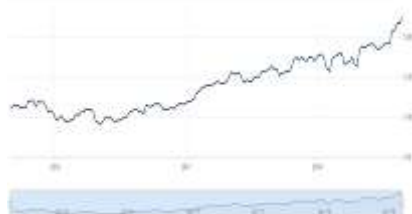
SAP SE ADR (SAP)



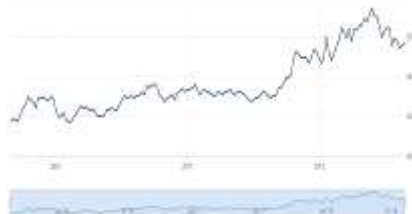
Microsoft Corp. (MSFT)



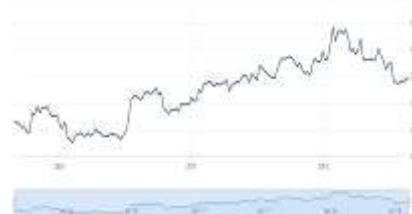
Apple Inc. (AAPL)



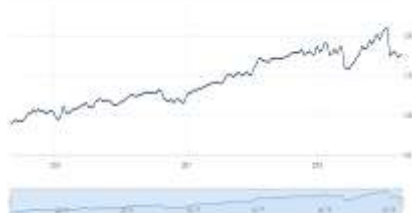
Intel Corp. (INTC)



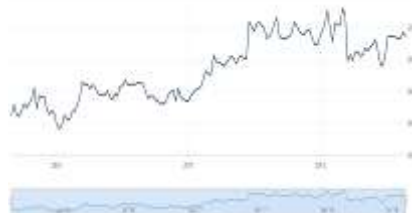
eBay Inc. (EBAY)



Facebook Inc. Cl A (FB)



Oracle Corp. (ORCL)



チャートは3年

By JON SWALTZ
(Source: Dow Jones)

8. Funds Without Fees? That's Just the Beginning 信託報酬無料？**【ファンド】****次に注目すべきトレンドはダイレクト・インデクシング**

■ 象徴的な意味合いの方が大きい信託報酬無料化
資産運用会社フィデリティ・インベストメンツが年間の信託報酬が無料のミューチュアルファンド2本を投入した時、資産運用業界は激震したかのように見えた。ところが数週間が過ぎても、その余波による目立った変化はほとんど起きていない。



信託報酬の無料化は大半の投資家にとって朗報かもしれないが、ファンド運用会社の株主はさほど喜ばなかった。世界最大の資産運用会社ブラックロック (BLK) の株価は一時 5% も下げた。インベスコ (IVZ)、レッジ・メイソン (LM)、チャールズ・シュワブ (SCHW) の株価も下落した。そうした資産運用会社の株価は、手数料を極限まで減らしてどのように利益を上げるのかという、現在も続く懸念のせいで既に下げていた。

その懸念への答えとしては証券貸借業務や、顧客への他のサービスの販売などがある。そうした事業モデルは数年間続いてきた。フィデリティのような運用総資産 2 兆 5000 億ドルの企業の収入にとって、手数料率における 0.03% と 0% の違いは誤差の範囲でしかない。運用総資産が 6 兆 3000 億ドルのブラックロックにとってはなおさら問題にならない。

それどころか、その変更には象徴的な意味合いの方が大きい。だとすれば、引き下げ競争は無料で終わるのだろうか。資産運用会社アライアンス・バーンスタインのアナリスト、イニゴ・フレイザー＝ジェンキンス氏は先週公表されたレポートに、「いずれは信託報酬がマイナスのファンドが出てくると予想している」と書いている。

■ ダイレクト・インデクシング

同様に、そうした引き下げ競争はファクター上場投資信託 (ETF) のようなニッチ商品にも広がっていくだろう。銘柄属性をテーマとするファクターETFの信託報酬は通常、従来型のインデックスファンドよりも少し高くなっている。

信託報酬を無料にしたフィデリティばかりが脚光を浴びているが、ETF 関連の情報企業インサイド ETFs の会長であるマット・ホーガン氏によると、本当の「陰の英雄」は資産運用会社でも指数プロバイダーでもなく、その背後にあるテクノロジーだという。テクノロジーのおかげで資産運用会社は全ての業務を安価に行えるようになり、人々が払ってもいいと思う額や期待するサービスの種類も変わってきた。例えば、ロボアドバイザーやハイブリッド型ロボアドバイザーは、あまり高度なものを求めていない投資家向けに信託報酬が低い ETF を利用する安価な資産配分モデルを提案する。

そうすると、次にはやりそうなのは、個別銘柄で構成されるポートフォリオのようにも見えるダイレクト・インデクシングだ。機関投資家や富裕層の個人投資家は複製したいインデックスを自由に選び、そうした銘柄を別々の運用口座で保有することができる。これによって手数料は抑えられ、税金の管理もより簡単になる。

ダイレクト・インデクシングは特に ESG (環境・社会・ガバナンス) 投資に適している。今のところ、ESG 戦略のミューチュアルファンドや ETF に資金の大量流入は起きていない。その一因として、こうしたファンドや ETF は最大公約数的な戦略を採用しているが、人々の価値観は指紋のようにそれぞれ固有であるという点がある。

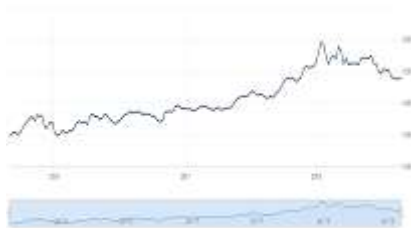
資産運用会社イトン・バンス（EV）傘下のパラメトリックは、ダイレクト・インデクシングの資産を急増させている数少ない運用会社の一つである。6 月 30 日時点で同社のカスタマイズされた口座では 3 年前から 80% 増となる 700 億ドルが運用されていた。

パラメトリックは、ダイレクト・インデクシングを通じて ESG 戦略の他にも複数のファクターベースの戦略を提供している。例えば、100 銘柄で構成される既存のポートフォリオの戦略をバリュー重視にしたい場合、全てを売却し、税金を支払い、初めからやり直すのではなく、プログラムを活用し、税金面に配慮しながらできる限りその目標に近付ける。アドバイザーは利回りやモメンタムなど、自分好みのファクターの組み合わせをリクエストすることができ、銘柄の入れ替えについてもある程度自由に行える。

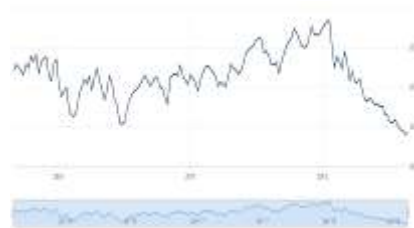
それでもダイレクト・インデクシングが将来的に ETF 業界にも入り込んでくるという見方には懐疑的な専門家もいる。インデックス運用大手のインデックス IQ の最高投資責任者（CIO）、サル・ブルーノ氏は「ダイレクト・インデクシングが機能するのは課税対象の口座であり、最終的にそれが ETF 市場から大きなシェアを奪うことはない。個人投資家が自分でできることではないからだ」と指摘する。

今のところは確かにそうかもしれない。しかし、近い将来にはテクノロジーによってスマートフォンを通じたダイレクト・インデクシングがもたらされると考えても不合理ではない。中国のハイテク大手アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団、BABA）はアプリで無料の資産配分モデルを提供している。アルファベット（GOOGL）やアマゾン・ドット・コム（AMZN）がその競争に参入することを想像してみよう。それは間違いなく業界に衝撃を与えるニュースとなるだろう。

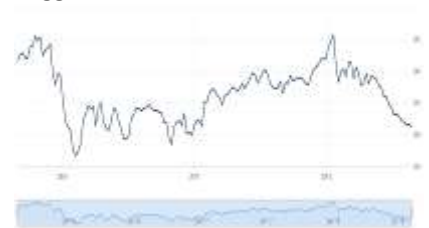
BlackRock Inc. (BLK)



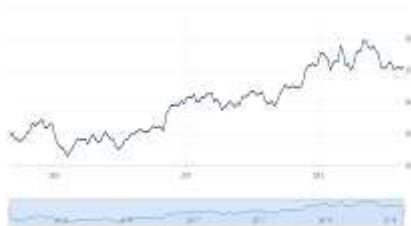
INVESCO Ltd. (IVZ)



Legg Mason Inc. (LM)



Charles Schwab Corp. (SCHW)



チャートは 3 年

By CRYSTAL KIM
(Source: Dow Jones)

9. The Trader S&P500 指数とナスダック総合指数が史上最高値更新 貿易摩擦懸念の後退とハイテク株物色の復活が背景

【米国株式市場】

■ 貿易懸念が和らぐ

市場は常に変化しているが、決して変わらないものもある。

先週の主要株価指数は軒並み上昇し、ダウ工業株 30 種平均 (NY ダウ) は 0.7% 高の 2 万 5964 ドル 82 セントで引けた。S&P500 指数は 0.9% 上昇して 2901.52、ナスダック総合指数は 2.1% 上昇して 8109.54 となった。週半ばにはもっと高く引けたのでは



ないかと思われるほどだった。小型株のラッセル 2000 指数は 0.9% 高の 1740.75 で週末を迎えた。

米国とメキシコが北米自由貿易協定 (NAFTA) に替わり得る新しい貿易ルールに合意したことを受けて、S&P500 指数とナスダック総合指数は月曜日から水曜日まで史上最高値を更新し、市場では、織り込まれていた貿易に関する最悪の懸念を巻き戻す動きが感じられた。ただし、この懸念はそう簡単にはなくならないようであり、トランプ大統領が中国からの 2000 億ドル相当の輸入品に関税を課すことを支持したとの木曜日の報道を受けて、S&P500 指数はその日に 0.4% 下落した。

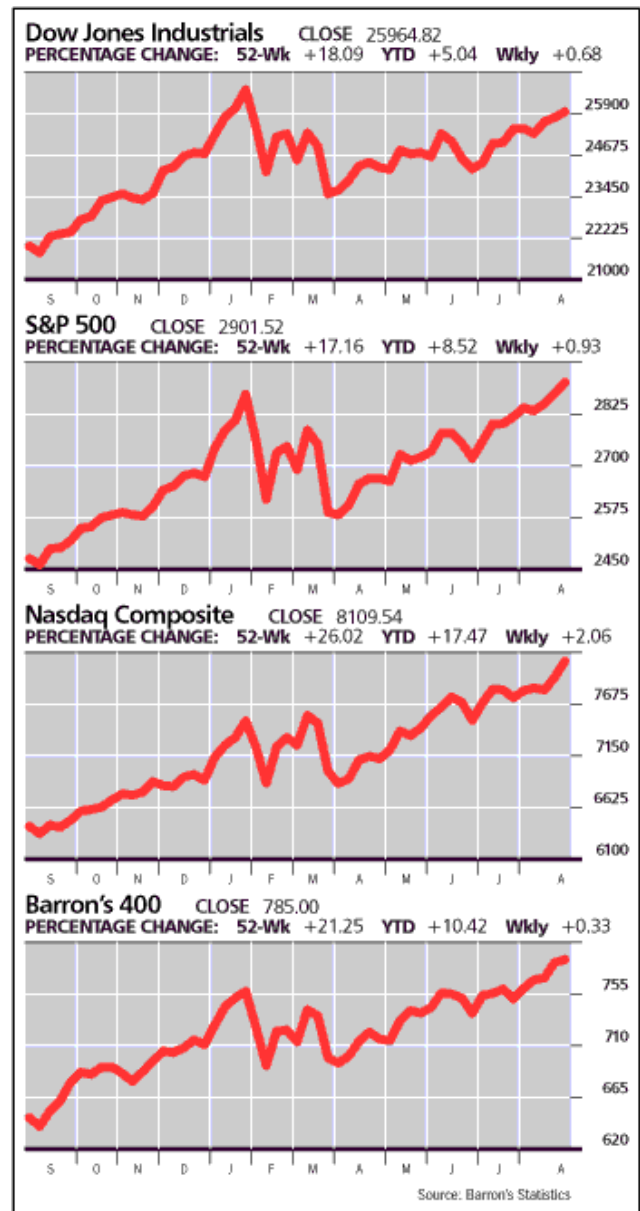
それでも、投資家が買い上がろうとしている気持ちが市場にあることは否定できない。ブルームバーグによると、今後 12 カ月の予想利益に基づいた S&P500 指数の株価収益率 (PER) は先週末時点で 16.8 倍となっており、6 月末の 16.2 倍から上昇している。

バンクオブアメリカ・メリルリンチで米国株戦略の責任者を務めるサビタ・スブラマニアン氏は、NAFTA をめぐる貿易摩擦が和らいだことが S&P500 指数のバリュエーション上昇につながったとみている。同氏はレポートで「直近の米国とメキシコの象徴的な合意を受けて、貿易摩擦に関する懸念の一部は除かれた。今回の貿易合意を受けて不透明感が後退したため、NAFTA 関連で神経質な動きだったセクターや S&P500 指数全体の見直しが始まった」と書いている。

ただし、米国とカナダの間では週末までにそうした合意に達しなかったため、貿易に関する不透明感は金曜日の引けにかけてやや増した。こうした状況で投資家は過去 5 年間に取ってきた変わらぬ行動、つまりお馴染みの FAANG 銘柄やマイクロソフト (MSFT) の買いを繰り返したようだ。その結果、アップル (AAPL) とマイクロソフトが先週 NY ダウ採用銘柄の中で最も上昇したほか、アマゾン・ドット・コム (AMZN) は株価が 2000 ドル台に乗って時価総額 1 兆ドルに向かっている。

■ ニフティ・フィフティの再来？

これは良いニュースでもあり、悪いニュースでもある。わずか数週間前、投資家の間ではフェイスブック (FB) やネットフリックス (NFLX) やその他のホットなハイテク株の上昇が終わったのではないかと懸念が広がっていた。先週の動きを見る限りではその懸念はなさそうだが、同時にハイテクこそが買うべき対象だとの見方も強まった。実際、ウェリントン・シールズのテクニカル・アナリストであるフランク・グレッツ氏は、8 月に設計用ソフトウェア開発のオートデスク (ADSK)、ネットワーク機器メーカーのアリスタ・ネットワークス (ANET) およびソフトウェアプラットフォームを提供するスプラック (SPLK) のような銘柄が好材料に反応して上昇している点を見て、市場に勝つためにわずか 50 銘柄を保有していればよかった 1960 年代のニフティ・フィフティブーム時に、現在の株式市場が似てきたと指摘する。



しかし、これは同時に悪いニュースでもある。グレッツ氏はレポートで「今回のような大きな上昇相場は投機的な動きが（おそらく FANG 銘柄で）見られなければ、しばらくは終わらないと考えてきた」と書いている。

今はまだその渦中なのかもしれない。

■ ベスト・バイの下落は一時的

株式市場では、電気製品の小売店舗を展開するベスト・バイ（BBY）が今回の決算発表後に経験したように、「良い」だけでは十分ではないこともある。



ベスト・バイが先週の火曜日に発表した 2019 年度第 2 四半期の業績発表では、市場の予想を大きく上回り、2019 年度全体の業績見通しも引き上げられた。それにもかかわらず、第 3 四半期の予想が市場予想を下回ったことから、発表直後に株価は 5%の急落となった。しかし、これは発表直前までに株価が 9%以上値上がりしていたことへの反動だと思われ、同社が競争の厳しい業界で正しい方向に進んでいると考えられることから、押し目買いのチャンスのようなのだ。

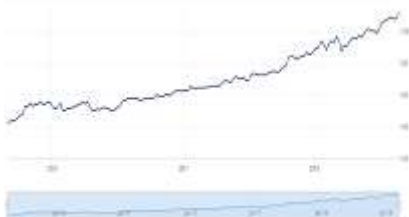
その証拠に同社の株価は先週の急落があっても過去 12 カ月で 50.2%上昇しており、S&P500 指数の 17.2%を大きく上回る。しかし、ウォール街のアナリストの多くは同社を厳しく評価しており、ブルームバーグのデータによると、カバーしている 26 人のアナリスト中、「ホールド」は 17 人、「買い」は 6 人で、「売り」は 3 人だった。アナリストの目標株価の平均は、金曜日の終値である 79.56 ドルをわずかに下回る 78.40 ドルだ。

同社に対する懸念材料がそれほど多いわけでもなく、利益率の問題や比較対象となる四半期の難しさなどが挙げられる程度だが、これだけ「ホールド」の中立的な評価が多いのは、投資家がベスト・バイをどの程度前向きに評価するか把握しきれないからのようだ。実際、各アナリストの目標株価と予想利益を用いて PER を逆算すると 12~16 倍程度と、投資家の評価をどのように考えているかが、アナリストによってかなり異なることが分かる。

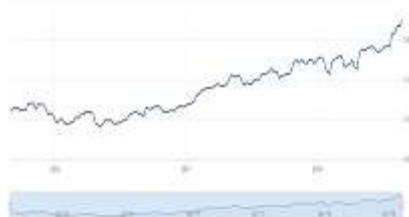
今後について、サービス分野への投資によってより多くの雇用が必要となり利益率が低下するとの懸念や、ガソリン価格の上昇によって消費者の電気製品への支出が鈍るとの懸念、また魅力的で目玉となる新製品が目先ないとの見方が株価の重しになるとの見方がある。

しかし、長期的には、どのハイテク機器をどのタイミングで買うかについて同社が消費者を手助けすることになるとの見方が支えとなりそうだ。この戦略はシニア向けサービスの「グレートコール」を 8 月 15 日に買収したことにも表れている。同社に強気のアナリストであるループ・キャピタル・マーケッツのアンソニー・チュカン氏は「消費者向けエレクトロニクス製品が日々の生活にますます密接に関わってきているため、ベスト・バイは非常に正しい位置にいる」と評価する。同氏が正しいとすれば、今回の下落は長期的な利益をもたらす前の単なる一休みということだろう。

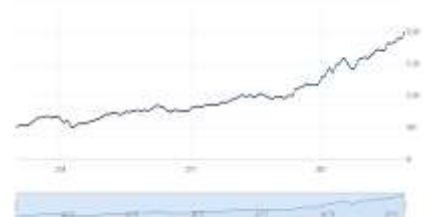
Microsoft Corp. (MSFT)



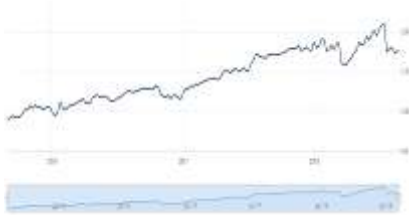
Apple Inc. (AAPL)



Amazon.com Inc. (AMZN)



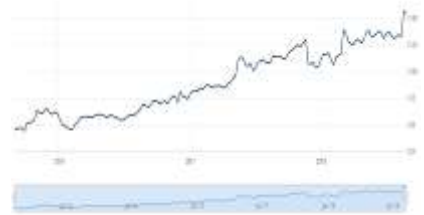
Facebook Inc. (FB)



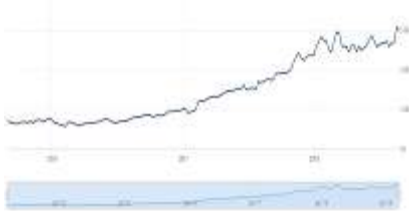
Netflix Inc. (NFLX)



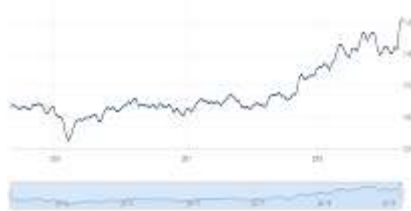
Autodesk Inc. (ADSK)



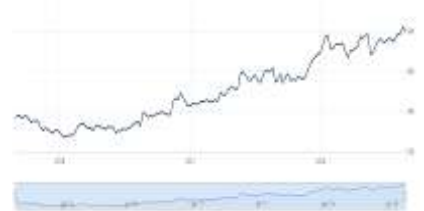
Arista Networks Inc. (ANET)



Splunk Inc. (SPLK)



Best Buy Co. Inc. (BBY)



チャートは3年

By BEN LEVISOHN
(Source: Dow Jones)

10. Preview 今週の予定 シリコンバレーで昆虫食がトレンドに

【経済関連スケジュール】

■ コオロギの-snack菓子

ハイテク界のレジェンドが自宅の豪華マンションで、テキサスバーベキュー風味にローストされた、コオロギのsnack菓子を食べている。まるでTV番組シリーズ「シリコンバレー」で見られそうな光景であるが、実際に複数のスタートアップ企業が、食用昆虫の可能性に注目し始めている。食糧危機の解決に、タンパク源として昆虫食の可能性を追求するアスパイア・フード・グループも、そうしたスタートアップの1社である。アスパイアは、ネットワーク関連機器大手シスコシステムズ (CSCO) の元CEO ジョン・チェンバース氏が率いる、ベンチャーキャピタルのJC2からも出資を受けている (金額は不明)。チェンバース氏自身も昆虫食を好んでおり、筆者がカリフォルニア州パロアルトの同氏宅を訪れた際、コオロギのsnack菓子をうれしそうに勧めてくれた。



アスパイアの共同創業者であり最高経営責任者 (CEO) であるモハメド・アシャワー氏によると、「食用昆虫の養殖を事業化した前例はない」とのことである。同社は、ロボティクスを活用した人工ふ化・養殖システムで、年間2万5000ポンドの食用コオロギを生産する。市場調査・コンサルティング企業のメティキュラス・リサーチによると、食用昆虫市場は、2023年までに11億8000万ドル規模に成長すると予測されている。同市場には、アスパイア以外にも20社以上が参入する予定である。

昆虫食は、シリコンバレーでも話題になりつつあるようだ。フェイスブック (FB) のザッカーバーグ CEO の妹であるアリエル・ザッカーバーグ氏は、コオロギ関連製品メーカーのビッティ・フーズとコオロギ養殖業者のタイニー・ファームズの2社に出資している。また、「シャークタンク」 (起業家が出資を得るために投資家向けにプレゼンを行う番組) では、実業家のマーク・キューバン氏が、クリケットフラワー (コオロギの粉末) を使ったsnack菓子メーカーのチャープスに、10万ドルの出資を申し出た。

今年の 3 月に、アスパイアは、コオロギを素材とした栄養食「プロテイン・バー」メーカーのエクソを買収した。また、新たに数百万ドル規模の出資の確約も得ている。今後の需要に乗って事業を拡大できれば、同社もハイテク界のユニコーン（評価額が 10 億ドル以上の未公開企業）になる可能性がある、チェンバー氏は予想する。同氏は、「コオロギを、ロブスターに続く高級食材に育てたい」と述べた。

■ 今週の予定

9 月 3 日（月）

- ・ レーバーデーの休日で米国市場は休場。

9 月 4 日（火）

- ・ 家庭用家具小売り持ち株会社リストレーション・ハードウェア・ホールディングス（RH）、企業向けクラウドサービスのワークデイ（WDAY）が四半期決算発表。
- ・ サプライ管理協会（ISM）が 8 月の製造業景気指数を発表。コンセンサス予想は 57.46（7 月は 58.1）。
- ・ 米国勢調査局が 7 月の建設支出を発表。エコノミストは、6 月から 0.5% の上昇を予想。
- ・ 9 月 6 日までの予定で、パークレイズ・グローバル生活必需品コンファレンスがボストンで開催。たばこ・ワイン製造持ち株会社アルトリア・グループ（MO）、食品メーカーのコナグラ・ブランズ（CAG）、酒類大手コンステレーション・ブランズ（STZ）、消費財メーカーのコルゲート・パルモリーブ（CL）などによるプレゼンテーションが予定されている。
- ・ 自動車大手フォード・モーター（F）が、コンファレンスコールで 8 月の全米販売台数を発表。

9 月 5 日（水）

- ・ 損害保険業界向けソフトウェア開発のガイドワイア・ソフトウェア（GWRE）、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）が四半期決算発表。
- ・ カナダ中銀が政策金利発表。
- ・ 大手銀行持ち株会社シティグループ（C）主催のシティ・グローバル・テクノロジー・コンファレンスがニューヨークで開催。画像編集ソフトのアドビシステムズ（ADBE）、半導体製造装置大手アプライド・マテリアルズ（AMAT）、ネットワーク関連機器大手シスコシステムズ（CSCO）、自動車大手ゼネラル・モーターズ（GM）、半導体大手インテル（INTC）などが参加予定。
- ・ ソーシャルメディア企業のツイッター（TWTR）のジャック・ドーシー CEO とフェイスブック（FB）のシェリル・サンドバーグ最高執行責任者（COO）が、上院情報委員会で証言。海外からの情報操作に対する、ソーシャルメディアの対応について説明する。

9 月 6 日（木）

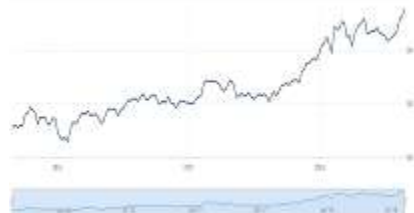
- ・ 書籍販売会社のバーンズ&ノーブル（BKS）、半導体大手ブロードコム（AVGO）、IT サービス持ち株会社デル・テクノロジーズ（DVMT）、バミューダの半導体メーカーのマーベル・テクノロジー・グループ（MRVL）が四半期決算発表。
- ・ シティグループがボストンで開催する第 13 回バイオテック・コンファレンスが閉幕。アレクシオン・ファーマシューティカルズ（ALXN）、ブルーバード・バイオ（BLUE）、セルジーン（CELG）など、バイオ医薬品メーカーによるプレゼンテーションが予定されている。
- ・ 8 月民間部門雇用者数が発表。コンセンサスは、19 万 500 人の増加を予想（7 月は 21 万 9000 人増加）。
- ・ ISM が 8 月の非製造業景気指数を発表。エコノミストは、56.4 を予想（7 月は 55.7）。
- ・ 6000 以上の中国製品に合計 2000 億ドルの追加関税を課す案に対する、パブリックコメントの公示期間が終了する。トランプ大統領は、公示期間終了後すぐに追加関税を適用する考えを表明している。

9 月 7 日（金）

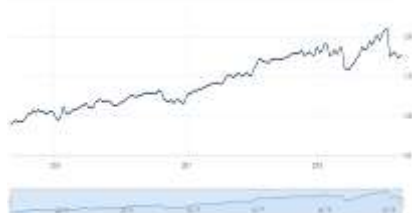
- ・ トルコのエルドアン大統領が、イランのロウハニ大統領とイラン国内で会談し、シリア問題について話し合う予定。ロシア政府によると、プーチン大統領が参加する可能性もある。

- ・ 米労働省が 8 月の雇用統計を発表。エコノミストは、失業率が 3.8%に低下（7 月は 3.9%）し、5 月に記録した 2000 年以降の過去最低水準に並ぶと予想。また、非農業部門就業者数が 18 万 7000 人増加（7 月は 15 万 7000 人増加）し、平均時給が前年同月比で 2.8%上昇すると予想（7 月は同 2.7%上昇）
- ・ 食品・飲料メーカーのモンデリーズ・インターナショナル（MDLZ）が投資家説明会を開催。

Cisco Systems Inc. (CSCO)



Facebook Inc. Cl A (FB)



チャートは 3 年

By JON SWARTS
(Source: Dow Jones)

2018 年 特集記事年間予定表

Special News Reports

January

1 Top Income Ideas
8 Mutual Funds/ETF Funds Quarterly
15 The Barron's Roundtable, Part I: The Economy
22 The Barron's Roundtable, Part 2: Stocks Picks

February

5 ESG Roundtable
12 Barron's Favorite CEOs
26 Technology Roundtable

March

5 Robo-Advisors and Online Brokers
12 America's Top 1200 Advisors: State by State
19 Retirement Quarterly
26 Barron's Penta

April

9 Mutual Funds/ETF Funds Quarterly
16 Energy Roundtable
23 America's Top 100 Financial Advisors
30 Big Money Poll: Mid-year update

May

7 Most Responsible Companies
14 Retirement Quarterly
21 Healthcare/Biotech Roundtable
28 Technology Cover Story

June

11 America's Top 100 Women Financial Advisors
18 Barron's Penta
25 Mid-Year Roundtable

July

9 Mutual Funds / ETFs Quarterly
16 Best Performing Hedge Funds
23 Currency/Bitcoin Roundtable

August

13 Technology Cover Story

September

10 Retirement Quarterly (Health & Wealth Roundtable)
17 America's Top 100 Independent Financial Advisors
24 Barron's Penta

October

8 Mutual Funds/ETFs Quarterly
15 Emerging Markets Roundtable
22 Big-Money Poll: Barron's Survey of U.S. Money Managers

November

5 Retail Roundtable
12 Technology Cover Story
19 Retirement Quarterly

December

3 Where to Invest in 2019
10 Barron's Penta



THIS WEEK'S MAGAZINE

BARRON'S COVER

1. Alphabet and Facebook Are Out of the Tech Sector
S&P and MSCI are overhauling the taxonomy that categorizes companies into sectors, industry groups, industries, and subindustries. The shift will trigger a migration of hundreds of stocks, with broad market implications.

FEATURE

2. Sector Shift Is About to Create Buying a Opportunity
As ETFs rejigger their portfolios to accommodate the changes being made to sector classifications, there will likely be a lot of "noise" in the market. That's a good thing. Here's why.

FEATURE

3. Trade Deal Puts Kansas City Southern on a Better Track
The easing of trade tensions with Mexico and the emerging overhaul of that country's energy industry should produce big opportunities for the railroad operator.

INTERVIEW

4. The Downside of Shareholder Value
A narrow definition of value—that things are worth simply what someone is willing to pay—has led to an excessive focus on shareholder value and increasing income inequality, argues the economist Mariana Mazzucato.

FEATURE

5. Real Estate Start-Up Compass Searches for Direction
Compass started out trying to dislodge traditional brokers. Now it has joined them, but venture capital still loves the company.

PROFILE

Guidewire, Tesla Pay Off for a Fund That Bets on Change
Mike Lippert, manager of Baron Opportunity fund, homes in on companies instigating or benefiting from sustainable changes in the way people live and work.

UP AND DOWN WALL STREET

6. Stocks Roll Through Summer's End. But Now Comes September.
The president is upbeat about the market and 401(k)s. But trade disputes and emerging market strains hang over a month that has been tough on stocks.

6. Will the Flattening Yield Curve Lead to Recession?

STREETWISE

Dispute Highlights Role of a Hedge-Fund Debt Cop

TECHNOLOGY TRADER

7. Salesforce Duo Makes the Case for Co-CEOs in Tech

FUNDS

8. Funds Without Fees? That's Just the Beginning

The economy
How to Make Bankers Try Harder to Avoid Going Bust

INCOME INVESTING

WeWork Has a Hefty Yield and a Red Flag

THE TRADER

9. Stocks Rise, as Trade and Tech Remain Familiar Refrains

TRADER EXTRA

9. Best Buy Can't Get No Respect

TRADER EXTRA

Family Dollar's Problems Still Haunt Dollar Tree

REVIEW

Luxury Brand Stocks Slip Despite the Bull Market

PREVIEW

10. Edible Insects Have Landed in Silicon Valley

FOLLOW UP

Regulation Is the Risk as Facebook, Twitter, Head to Congress

INTERNATIONAL TRADER - EUROPE

Brexit Fears Could Still Get a Lot Worse

EMERGING MARKETS

Why the Nafta Deal Was No Home Run for Mexican Stocks

THE STRIKING PRICE

Cheap Ways to Play a Bull Market
Betting against renewed volatility is one route to profiting from the next leg up in stocks.

COMMODITIES CORNER

Hog Prices Rise as Disease Strikes Pigs in China
The first cases of African swine fever force producers to kill thousands of infected animals. A further jump in prices is possible.

MARKET WATCH

Worries About Smart Weapons
Not the least is that they're already among us.

RESEARCH REPORTS

Embracing Amazon
Morgan Stanley's Bryan Nowak offers a new target price of \$2,500

13D FILINGS

Campbell Soup Heats Up
A family member and Activist Third Point want to see it sold.

MAILBAG

Letters to Barron's
Letters on the future of gaming, Trump's impact on the markets, the benefits of cheap and boring funds, Sen. Elizabeth Warren's legislative proposal, and Waymo's divergent valuations

『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 (三菱東京 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ブル大学 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』 (2018 年 9 月 3 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 © 2018 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます