2018 年 10 月 15 日号

Dow Jones Weekly Newsletter
バロンズ拾い読み & ダウ・ジョーンズ ニュース

DOW JONES

THIS WEEK'S MAGAZINE Week of October 15

1. Here's Why More Scares Are Ahead for the Stock Market 株式市場の激震→ P.2 【米国株式】
それでもパニックは無用

2. How to Protect Your Portfolio 外的要因からポートフォリオを守る→ P.3 【投資手法】
株価急落や金利上昇への対処法

3. Banks Will Benefit from Rising Rate, Other Not So Much 金利上昇の影響→ P.5 【株価展望】
金利上昇で株価を上げるセクター、下げるセクター

4. Up And Down Wall Street NY ダウが 2 日間で 1300 ドル超の下落→ P.8 【コラム】
かつてないほど注目されている米金利 トランプ大統領が FRB の利上げを批判

5. Tech Stocks Could Rebound Again but the Risks Are Growing 調整局面→ P.10 【ハイテク】
株価回復の可能性はあるものの、中長期的リスクが高まっている

6. Dell's Tracker Deal Heads for an Investor Showdown トラッキングストック→ P.12 【デル】
トラッキングストックの取得条件が改善する可能性

7. Why Elon Musk Is Wrong About Short Sellers ショートの考察→ P.15 【株式市場展望】
イーロン・マスク氏がショートについて間違っている理由

8. Nobel Prize-Winning Economist Joseph Stiglitz スティグリッツ氏→ P.17 【インタビュー】
ノーベル経済学賞受賞学者に聞く

9. The Trader 週半ばに急落→ P.19 【米国株式市場】
長期金利の上昇を受けて下落したモメンタム株を見捨てるべきではない

10. Preview 今週の予定→ P.23 【経済関連スケジュール】
第 3 四半期の決算は市場の慰めとなるだろう

※ 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. Here's Why More Scares Are Ahead for the Stock Market　株式市場の激震【米国株式】それでもパニックは無用

■　見果てぬ夢

米国の株式市場が見ていたのは夢だった。投資家は力強い米国経済、減税、財政刺激策が金利上昇、追加関税の影響、米国以外の国の景気減速を相殺してくれると確信していた。その結果、2018 年 1 月から 9 月末までの S&P500 指数のリターンは、米国以外の株式相場が 5%以上下落したのを尻目に 11%の上昇となった。

ところが先週、相場は一変した。S&P500 指数は 4.1%安の 2767.13、ダウ工業株 30 種平均（NY ダウ）は 1107 ドル 6 セント（4.2%）安の 2 万 5339 ドル 99 セント、ナスダック総合指数は 3.7%安の 7496.89 となった。相場の総崩れによって、ようやく投資家たちが目を覚ました。

警告はほぼ一斉に現れた。フェデラル・ファンド（FF）金利の誘導目標がさらに高まる可能性を米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長が指摘したことを受けて、10 年物米国債の利回りが 7 年ぶりの高水準に達した。中国についてのペンス副大統領の講演は米中両国の緊張関係が長引く可能性があることを投資家に認識させた。さらに、中国がハイテク製品にスパイチップを仕込んでいた疑いがあるという報道は、ハイテク株に打撃を与えた。

打撃を受けたのがハイテク株だけであればよかったが、景気に対する懸念がそれに追い打ちをかけた。火曜日には国際通貨基金（IMF）が経済成長見通しを引き下げた。また、追加関税を起因とする利益率の低下が、塗料・化学品大手である PPG インダストリーズ（PPG）と建設用ファスナーの小売・卸売業者であるファスナル（FAST）という、通常であればほとんど注目されない 2 社で浮き彫りとなり、米国も関税の影響を受けずにはいられないことが立証された。

資産運用会社グレンミードの個人資産部門で最高投資責任者（CIO）を務めるジェイソン・プライド氏は「利益率の低下と FRB の利上げが一連の変動を引き起こしている」と指摘する。投資家が莫大（ばくだい）な金額を夢に賭けていなければ、NY ダウがわずか 2 日間で 1400 ドル近く下落することはなかったかもしれない。

投資銀行の RBC キャピタル・マーケッツのストラテジストが指摘した例を挙げると、NY ダウが上昇することに賭ける際に資産運用者が利用する先物取引は 1 月のピーク以来の高水準となっていた。相場の急落は混雑する劇場で「火事だ」と叫ぶようなものだった。資産運用者たちはこれらのポジションを直ちに解消しなければならなかった。

■　強気市場の終焉（しゅうえん）か

とはいえ、これで強気市場が終了したわけではない。投資家は徐々に景気後退を織り込むため、市場の天井は時間をかけて形成されることが多い。従って、通常は株式市場から途中で退場する機会がある。以前の弱気相場でも、投資家は市場から退場して金融危機の痛みを避ける目的で、逆イールドカーブを待っていた可能性がある。逆イールドカーブは景気後退の信頼できる予兆だ。

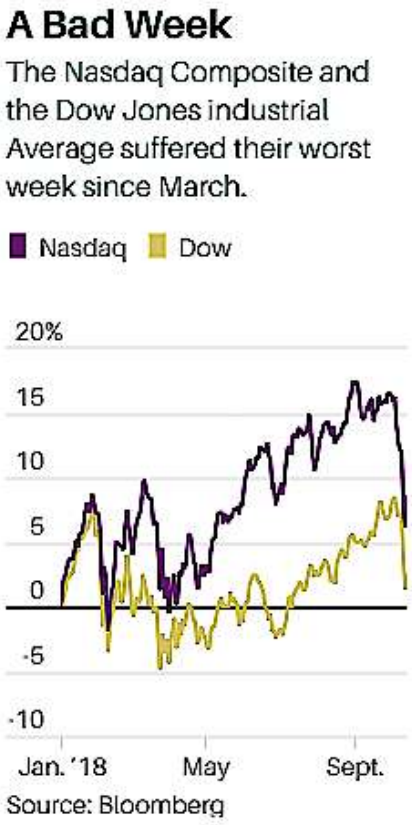
Copyright © 2018 Dow Jones & Company, Inc.

最大の懸念事項は、これまでの約 8 カ月が天井形成過程で、相場が既にピークを打っていることだ。賢明な投資家はそう考える。だが、まだ逆イールドカーブにはなっていない。実際、国債相場の突然の下落が投資家を安全な 10 年物米国債に向かわせるまで、イールドカーブはむしろスティープ化していた。

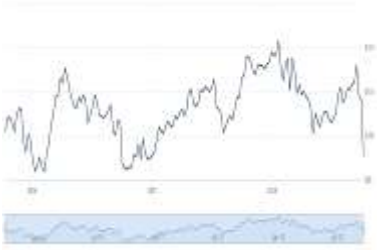
失業保険申請件数やクレジット・スプレッドなどの景気先行指数も高水準を維持している。ヤルデニ・リサーチのエドワード・ヤルデニ社長は「これで景気後退に陥るとは思えない。景気後退にならなければ、弱気相場になることはないだろう」と語る。

株価が金曜日に反発したことで真の相場崩壊は延期となったが、株価が再び上昇局面を迎えるまで、さらなる恐怖、下落、痛みが待ち受けている可能性は高い。ウェルズ・ファーゴ証券の株式とクオンツ戦略の責任者であるクリストファー・ハービー氏によれば、「そのプロセスはシャンプーの CM のようで、泡立て（相場下落）、リンス（銘柄入れ替え）、その繰り返しだ」。

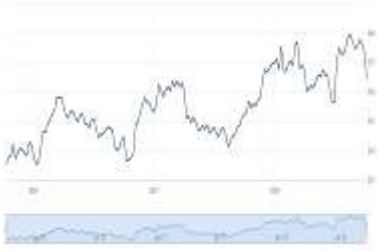
しかし、少なくとも夢が直ちに悪夢に変わることはなさそうだ。



PPG Industries Inc. (PPG)



Fastenal Co. (FAST)



チャートは 3 年

By BEN LEVISOHN
(Source: Dow Jones)

2. How to Protect Your Portfolio　外的要因からポートフォリオを守る　【投資手法】
株価急落や金利上昇への対処法

■　金利上昇のポートフォリオへの影響

米中の貿易摩擦や世界的な成長鈍化への懸念から株価が下落する中、金利上昇はさらなる不安材料となっている。10 年物米国債利回りは、1 カ月前の 2.9%から最近 3.2%超に急上昇した。債券としては大きな動きであり、それが株価下落時に生じたことは、投資家が期待するようなセーフティネットとしての機能を国債が果たしていないことを示している。金利上昇はまた、住宅ローンなどの借り入れコストの上昇も意味する。これら全てを念頭に置いて、対応策を検討したい。

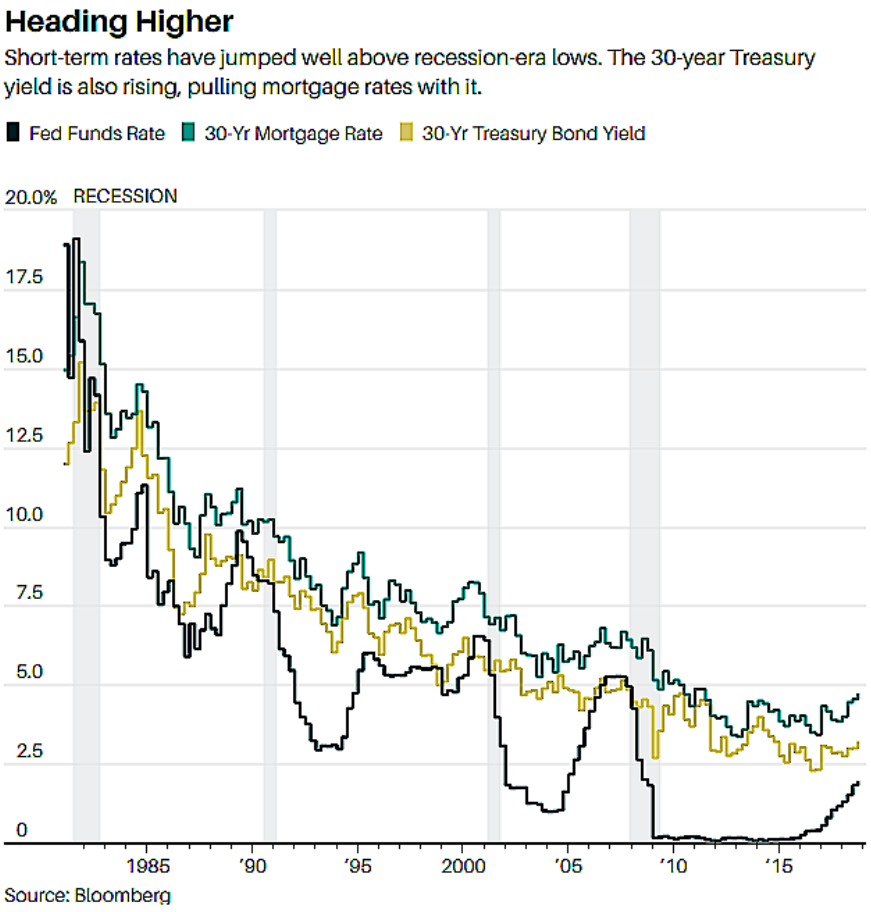
まず明らかな対策としては、株式や債券を売却し、現金の保有量を増やし、金利やインフレ率上昇に強い金のような資産を追加することだ。しかし、市場の乱高下を理由に長期的な資産配分まで変えてしまうことは避けたい。

Copyright © 2018 Dow Jones & Company, Inc.

米連邦準備制度理事会（FRB）が短期金利を引き上げ始めて以来、債券価格の下落とそれに伴う利回り上昇が生じている。長期金利はインフレや経済成長への期待、企業の信用力、債券の需要などの影響を受ける。

長期債は依然としてリスクが高い。満期が長いほど、金利上昇につれて債券の価格は下がるからだ。年初来、30 年物米国債の利払い後のリターンはマイナス 10%だが、米国の債券市場全体は比較的安定しており、利払いを含むトータルリターンはマイナス 2.6%となっている。

米国の短期社債や短期国債の保有を続けていた場合、年初来のリターンは 1%に満たない。ハイイールド社債は 1.9%、ハイイールド地方債は平均 3.3%と比較的好調を保っている。



金利上昇は資本コストが上昇し、株価収益率（PER）などへの圧力から期待リターンの低下につながるため、株価にとっても逆風だ。投資家は金利上昇が経済に及ぼす影響も考慮するようになる。

債券は元本を維持する上でまだ役に立つかもしれないが、FRB による金利引き上げをはじめとして市場に圧力がかかる中、株価下落時に債券価格が上がる時期は終わったと見るのが妥当だろう。

金利上昇が不安であれば、債券投資は短期の債券やファンドを中心にすると良い。ピムコ・ショートターム（PSHAX）は年初来リターンが 1.9%、30 日利回りは 2.2%と、トップのパフォーマンスを上げている。マネジャーが機敏に対応できるなら、アクティブ運用、戦略的運用、「トータルリターン」などのファンドを通して市場への圧力を回避できる可能性がある。ピムコ・ストラテジック・ボンド（ATMAX）の年初来リターンは 2.9%、利回りは 1.8%、デュレーションは 1.1 年と短くなっている。ボヤ・ストラテジック・インカム・オポチュニティーズ（ISIAX）のリターンは 2.2%、利回り 3.3%、1.8 年のデュレーションを有する。

■　マネー・マーケット・ファンドや預金はやや魅力的に

クレーン・データによると、個人向けの課税マネー・マーケット・ファンドの利回りは平均 1.53%で、1 年前の 0.75%から上昇している。バンガード・プライム・マネー・マーケット（VMMXX）の利回りは 2.2%となっている。オンライン銀行マイセイビングズダイレクトは、最大 200 万ドルの預金に対して 2.25%の年間利回りを提供している。アメリカン・エキスプレス・ナショナル・バンク、アリー・バンク、バークレイズ・オンライン・セービングの口座の利回りは 1.9%となっている。

■　住宅ローン金利と住宅価格にも影響

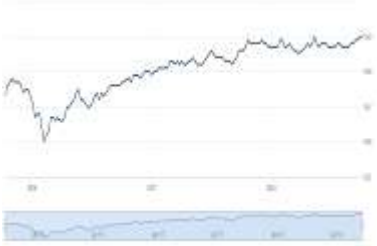
金利上昇によって住宅価格は圧力を受ける一方、借り入れコストは上がる。フレディマック（連邦住宅貸付抵当公社、FRE）によると、1993 年以来過去 6 回の住宅ローン金利上昇期に住宅販売件数は平均 5%低下し

Copyright © 2018 Dow Jones & Company, Inc.

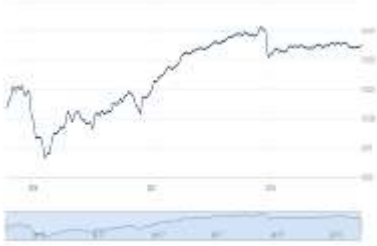
た。米抵当銀行協会によると、30 年物米国債に連動する固定金利 30 年住宅ローンの平均金利は 5.05%と、2011 年 2 月以来の最高水準に達している。

一方、変動金利の住宅ローンは、5 年後に金利を調整するもので平均 4.3%とそこまで高くない。変動金利住宅ローンが参照する短期フェデラルファンド（FF）金利は、FRB の予想では 2019 年にかけて上昇を続ける可能性が高い。現在の金利がより有利と言えるかもしれないが、金利が調整される 2023 年にも同じことが言えるかは誰にも分からない。

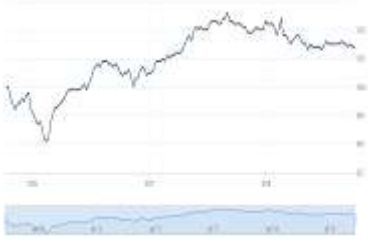
PIMCO Short-Term Fund:A (PSHAX)



PIMCO Strategic Bond Fund:A (ATMAX)



Voya Strategic Income Opportunities Fund:A (ISIAX)



チャートは 3 年

By DAREN FONDA
(Source: Dow Jones)

3. Banks Will Benefit from Rising Rate, Other Not So Much 金利上昇の影響 【株価展望】金利上昇で株価を上げるセクター、下げるセクター

■ 買いのチャンス到来銘柄も

米国では金利が再び上昇し、株式投資家を困らせている。この 3 週間で、米 10 年国債の利回りは 2.99%から 3.23%に急上昇し、2011 年以来となる高水準に達した。歴史的に見ればまだ平均以下だが、金融危機後の超低金利が約 10 年間続いた後だけに、市場は敏感に反応している。

国債利回りが急上昇した 10 日、ダウ工業株 30 種平均（NY ダウ）は 832 ドルという 2 月以来となる大幅な下落を記録。週間でも 4.2%低下した。投資家は尻込みしそうだが、金利上昇は全てのセクターにとってマイナスに働くわけではない。

「割安に見える金融、エンタープライズテクノロジー、資本財およびサービスは、金利上昇によって恩恵を受ける。一方、比較的割高に見える公益事業、食品、生活必需品にとっては、ダメージの方がはるかに大きい」。バンクオブアメリカ・メリルリンチの米国株・クオンツストラテジストであるサビタ・スブラマニアン氏は、このように指摘する。同氏は今回の相場急落を、波に乗り切れていなかったシクリカル銘柄を買うチャンスとみている。

金利上昇は消費者や企業にとって借り入れコストの上昇を意味する。ノンジャンボ（政府系公庫のローン限度限度枠内）の 30 年住宅ローンの平均金利は先週、2012 年以降で初めて 5%を突破した。企業にとっては借り入れのリスク、さらには返済不能に陥るリスクが高まる。

その一方で、金利は好景気に伴って上昇する傾向がある。サントラストの調査によると、過去 65 年間で金利が上昇した 15 期間で、株価は年率で平均 12.6%上昇し、下落したのは 3 期間のみだった。ただし急激な

Copyright © 2018 Dow Jones & Company, Inc.

金利上昇に対して株式相場は弱く、クレディスイスによると米国債利回りが 1 日に 12 ベーシスポイント（bp、0.12%ポイント）以上上がると相場は一般的に下落する。

今回の金利上昇の一因は、パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長が 2～2.25%の政策金利について「（正常化への）道のりはまだ長い」と今月コメントしたことだった。確かに、FRB は 2015 年から利上げを続けているものの、そのペースは過去の水準と比べると大幅に鈍く、現在のインフレ率に基づけば政策金利は 3.5%前後が妥当だという見方もある。

一般的にはシクリカル銘柄がディフェンシブ銘柄に比べて金利上昇環境に強いが、以下でセクター別に影響を分析する。

■　金融

バンクレート・ドット・コムのデータによると、1 年物譲渡性預金（CD）の平均金利は 2016 年初めの 0.27%から 0.78%に上がったものの、ホームエクイティローンの金利は 4.69%から 6.19%と大幅に上昇し、銀行の利ざやは拡大した。2008 年から翌年にかけての金融危機以来、各行は規制強化によりキャッシュや低リスク投資の割合を増やしてきた。低金利下ではそれが利益の重しになっていたが、金利上昇により、そうした資産はインカム製造マシンに化ける。

三大リテール銀行の JP モルガン・チェース（JPM）、ウェルズ・ファーゴ（WFC）、バンク・オブ・アメリカ（BAC）は預金を急速に増やしてきたため、金利上昇により特に大きな恩恵を受ける。ウォール・ストリート・ジャーナルによると、米国の全銀行預金に占める 3 行の割合は 2007 年で 20%だったが、2017 年末の時点で約 3 分の 1 まで拡大している。ディスカウントブローカー（手数料の安い証券会社）も金利に敏感で、例えばチャールズ・シュワブ（SCHW）は第 2 四半期の営業収益の 57%を利息収入で得た。金利が 1 年間で 0.5%ポイント上昇したことにより、利息収入は前年同期に比べて 3 億 5400 万ドル増加しており、これは同期の全増収分の 99%を占めた。

■　公益事業

金融セクターの対極にあるのが公益セクターだ。金利上昇期は、投資家が配当利回りの高い公益事業株から相対的に低リスクながら利回りが高くなった資産へと流れる。加えて、公益事業会社は一般的に負債が多く、金利が上がると借り換えコストが跳ね上がる。

ユーティリティーズ・セレクト SPDR ファンド（XLU）は年初来で 3.1%のリターンを記録しており、株式相場が急落した先週 10 日も下げ相場に強いところを示した。しかし、今後もこの流れが続くと考えるべきではないだろう。

■　エネルギー、素材、資本財およびサービス

エネルギーセクターや素材セクターの企業も高負債体質だが、こちらは景気に敏感であるため、好景気のシグナルである金利上昇に強い。資本財メーカーは貿易戦争への懸念などで市場全般に対して出遅れていたものの、製造業が好調を維持し、企業が減税に後押しされて設備投資を増やす中で魅力を増している。

■　住宅、自動車

住宅建設業界の雲行きは、金利上昇によってますます怪しくなってきた。上場投資信託（ETF）の i シェアーズ米国住宅建設（ITB）は今年に入って 27%下落している。金利上昇で持ち家取得はますます困難になり、購入意欲は一層低下しつつある。それは住宅ローン申請件数の低下にも表れている。建設労働者の不足に加え、トランプ政権の鉄鋼やアルミニウムへの追加関税で資材コストは上昇しており、業界の環境は極めて厳しくなっている。

好調時も投資家にあまり関心を持たれなかった自動車銘柄も、同様の環境下にある。米国の消費者は新車購入で 86%以上、中古車でも 55%をローンに頼っている。各社は金利上昇をまだ消費者に転嫁しておらず、今なお大幅な割引やインセンティブを提供しているが、長く続けるのは難しいかもしれない。

Copyright © 2018 Dow Jones & Company, Inc.

■ ハイテク

アマゾン・ドット・コム（AMZN）や動画配信のネットフリックス（NFLX）といった大手ハイテク企業は無配で利益も時価総額に比べるとまだ小さい。それでもバリュエーションが極めて高いのは、将来のキャッシュフローを大いに期待されているからだ。その将来キャッシュフローに一定の割引率を適用して理論株価が求められるわけで、ハイテク株の最近の株価下落は、金利上昇に伴う割引率の上昇が原因と言えるかもしれない。

一方で、大きなキャッシュフローを生み出しながらもバリュエーションの低い従来型のハイテク企業は魅力を高めている。例えばネットワーク機器大手のシスコシステムズ（CSCO）の配当利回りは 2.9%だが、株価収益率（PER）は 15 倍と、市場平均をやや下回っている。IBM（IBM）も同様で、4.5%の配当利回りを誇り、自社株買いも頻繁に行う「キャッシュフロー製造マシン」だ。

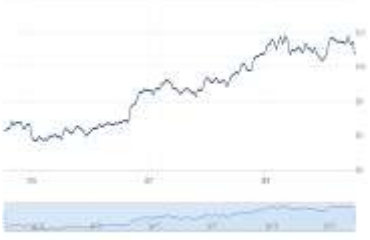
Stocks Swing When Rates Rise

The last five periods when the 10-year yield has increased, performance varied considerably for different S&P 500 sectors.

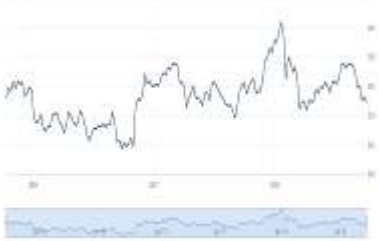
Oct. '93 - Nov. '94	Oct. '98 - Jan. '00	June '03 - June '06	Jan. '09 - Dec. '09	Aug. '12 - Dec. '13
Information Tech 23.0	Information Tech 124.6	Energy 113.4	Information Tech 59.9	Consumer Discretionary 53.8
Healthcare 20.0	Consumer Discretionary 46.7	Materials 55.8	Materials 45.2	Financials 49.3
Consumer Staples 13.5	Communication Svcs 44.3	Industrials 49.2	Consumer Discretionary 38.8	Industrials 45.4
Materials 9.7	Industrials 28.3	Utilities 46.9	Industrials 17.3	Healthcare 44.4
Consumer Discretionary -3.3	Financials 20.4	Financials 31.7	Healthcare 17.1	Materials 32.6
Industrials -4.0	Energy 14.5	Consumer Discretionary 25.0	Financials 14.8	Information Tech 25.5
Energy -5.1	Materials 11.4	Communication Svcs 23.3	Energy 11.3	Energy 24.4
Financials -14.4	Healthcare 7.0	Consumer Staples 21.1	Consumer Staples 11.2	Consumer Staples 20.2
Communication Svcs -15.4	Utilities -2.0	Information Tech 20.0	Utilities 6.8	Utilities 0.4
Utilities -23.2	Consumer Staples -5.4	Healthcare 7.2	Communication Svcs 2.6	Communication Svcs 0.2

Sources: Bloomberg; SunTrust

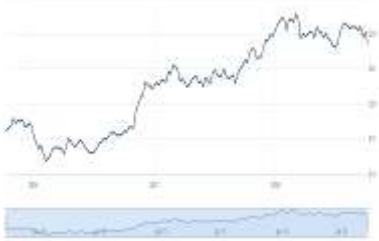
JPMorgan Chase & Co. (JPM)



Wells Fargo & Co. (WFC)

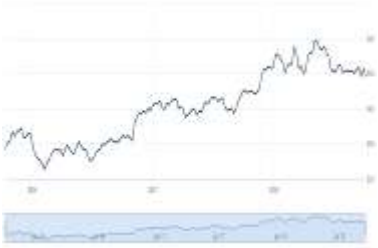


Bank of America Corp. (BAC)

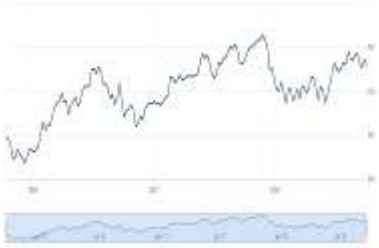


Copyright © 2018 Dow Jones & Company, Inc.

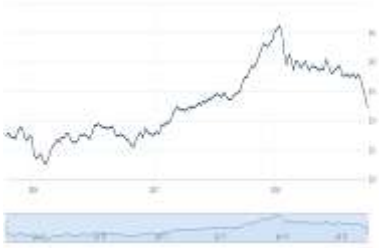
Charles Schwab Corp. (SCHW)



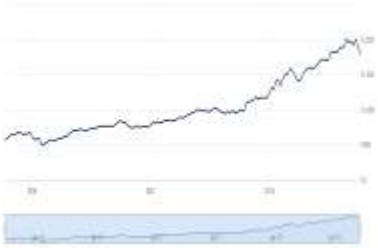
Utilities Select Sector SPDR ETF (XLU)



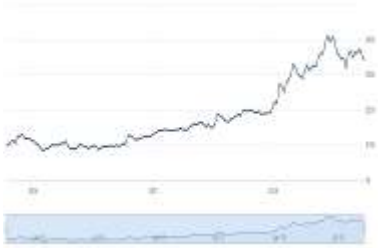
iShares U.S. Home Construction ETF (ITB)



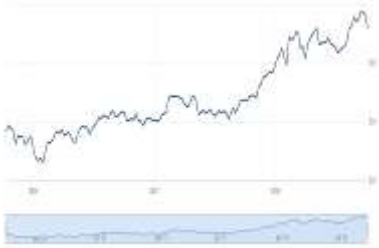
Amazon.com Inc. (AMZN)



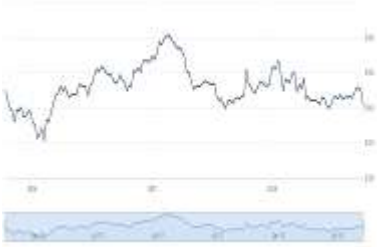
Netflix Inc. (NFLX)



Cisco Systems Inc. (CSCO)



International Business Machines Corp. (IBM)



チャートは 3 年

By AVI SALZMAN
(Source: Dow Jones)

4. Up And Down Wall Street　NY ダウが 2 日間で 1300 ドル超の下落　【コラム】
かつてないほど注目されている米金利　トランプ大統領が FRB の利上げを批判

■　急落の原因は FAANG 銘柄の利益確定売り？

「この急落がそれなのか」。

ダウ工業株 30 種平均（NY ダウ）の 10 月 10 日と 11 日の下げ幅の合計が 1300 ドルを超えた後、投資家の脳裏に浮かんだ疑問である。「それ」とはもちろん、止まるとは思えない着実な上昇を続けてきた米株式市場の調整局面、あるいはそれよりもひどい大暴落のことである。

12 日には下落が止まったが、主要株価指数は 3 月 23 日までの 1 週間以来で最大の週間下落率を記録した。NY ダウは 4.2%、S&P500 指数は 4.1%、ナスダック総合指数は 3.7%の下落となった。こうした相場安は上海総合指数の 7.6%の急落ほどではなかったが、ストックス欧州 600 指数、オーストラリアの S&P/ASX200 指数、日経平均株価、韓国総合株価指数（KOSPI）などと同程度の週間での下落となった。

12 日には NY ダウと S&P500 指数が 1%以上、ナスダック総合指数は 2%以上反発したが、その理由は急落の原因と同様、あまりはっきりしていない。投資顧問会社マーケット・セミオティクスのウッディ・ドーシー氏は、同社がまとめるセンチメントデータの 11 日の強気の数値がゼロだったと明かした。つまり、逆張り的な見方をすると、パニックは長続きしないということになる。

Copyright © 2018 Dow Jones & Company, Inc.

あまり納得できないが、政治経済調査会社ストラテガス・リサーチ・パートナーズの最高経営責任者（CEO）、ジェイソン・トレナート氏は米株式市場急落の直接的な原因として、特に FAANG 銘柄（フェイスブック、アップル、アマゾン、 ネットフリックス 、アルファベット）のような値上がり株の利益を確定したいという投資家の願望を挙げた。しかし、社債市場からの圧力はなく、それが多少の「慰め」になっているという。今思えば信用スプレッド（社債と国債の利回り格差）の拡大は金融危機の発生を警告していたし、それがもたらす危険について「われわれは 2007 年につくづく思い知らされた」と同氏は付け加えた。

保険大手マスミューチュアルの副最高投資責任者（CIO）、クリフ・ノリーン氏も株式市場と比べれば投資適格債市場やハイイールド債市場のパフォーマンスは上々だったと指摘する。先週、上場投資信託（ETF）の i シェアーズ iBoxx 米ドル建て投資適格社債 ETF（LQD）は 0.5%上昇し、i シェアーズ iBoxx 米ドル建てハイイールド社債 ETF（HYG）の下落はわずか 0.3%だった。社債セクターが誘因となって株式市場が下落することもあるが、今回はそうではなかった。

とはいえ、すぐに強気相場に戻って株価の上昇が継続するというわけではない。資産運用会社ルーソルド・グループの CIO、ダグ・ラムジー氏は、S&P500 指数が 9 月 20 日に付けた高値 2930.75 が今年のピーク、ひょっとすると 2009 年 3 月に始まった歴史的な強気相場のピークになるのではないかと考えている。

同氏はそれを裏付ける材料として、今回の強気相場を特徴付けてきた相対的パフォーマンス（バリュー株よりもグロース株、外国資産よりも米国資産、不動産よりも金融資産など）の破綻やモメンタム株の好調の衰えを探している。同僚のベン・レビソーン記者は後者について既に衰え始めていると本号で書いている。他三つの兆候が見つかれば、弱気相場が戻ってきたということになるとラムジー氏は主張する。

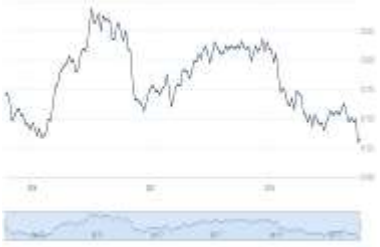
■ 金融政策は依然として緩和的

金利がこれほど強い関心の対象となったことがこれまでにあっただろうか。過去 40 年間に過去最高の 20%以上から過去最低の 0%までの範囲で推移してきた米国の金利だが、これだけいろいろな方面から多大な注目を集めた時期を思い起こすのは難しい。

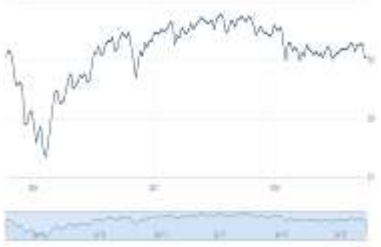
先週、米連邦準備制度理事会（FRB）に対する批判をエスカレートさせたトランプ大統領も金利に注目している 1 人である。トランプ氏は短期金利の誘導目標を引き上げるという FRB の金融政策を描写するのに「常軌を逸している」、「頭がおかしい」、「制御不能」といった言葉を使った。それでもパウエル FRB 議長を解任することはないと述べる一方で、金融政策を評価することに関しては「私の方が彼らよりもよく分かっている」と主張した。これを聞いて 2016 年の大統領選挙運動中の妄言、「私は将軍たちよりもイスラム国に詳しい」を思い出した。

直近の米連邦公開市場委員会（FOMC）声明にはなかったものの、パウエル議長の言葉を借りると、金融政策は依然として「緩和的」だという。フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標は 9 月の FOMC 会合で 2～2.25%に引き上げられたが、消費者物価指数（CPI）が前年同月比で 2.7%上昇していることを踏まえると、実質金利はマイナスになるので「緩和的」という表現は適切である。言い換えると、米国経済はひどい苦境からほど遠いにもかかわらず、実質金利はマイナスなのである。FOMC 参加者が今後の政策金利見通しを示すドットチャートでは、0.25%ポイントの利上げが 2019 年末までにあと 4 回実施される見通しであるが、この利上げペースは決して過酷ではない。

iShares iBoxx $ Investment Grade Corporate Bond ETF (LQD)



iShares iBoxx $ High Yield Corporate Bond ETF (HYG)



チャートは 3 年

By RANDALL W. FORSYTH
(Source: Dow Jones)

Copyright © 2018 Dow Jones & Company, Inc.

5. Tech Stocks Could Rebound Again but the Risks Are Growing　調整局面 【ハイテク】株価回復の可能性はあるものの、中長期的リスクが高まっている

■　株価調整は一時的だが、中長期的なファンダメンタルズの変化の兆候でもある

ハイテク投資家にとっての差し迫った疑問は、「ナスダック総合指数の 2 日間で 5.3%の下落が意味するのは根本的な変化なのか、それとも一時的な懸念にすぎないのか」である。

The FAANG trade has returned 38% annually since 2014. Joel Arbaje

答えは恐らく、その両方であろう。ハイテク株のピークは過ぎたとは言えないものの、投資家が長期的なリスクを重視しつつあることはますます明確になっており、そうした動向が中長期的に影響を及ぼす可能性がある。とはいえ、その前に株価が高値を更新したとしても驚くには当たらない。

相場の下落が押し目買いのチャンスだと主張するアナリストもいる。例えばマッコーリー・セキュリティーズのサラ・ヒンディアン氏は 12 日付のレポートでマイクロソフト（MSFT）の投資判断をアウトパフォームに引き上げ、「相場の調整に乗じてマイクロソフトの投資判断を修正する」と書いている。

ハイテク株の買い増しを目論む投資家を非難することは誰にもできない。ナスダック総合指数の年初来の上昇幅は 8.6%と市場全体の 2 倍を超えており、フェイスブック（FB）、アマゾン・ドット・コム（AMZN）、アップル（AAPL）、動画配信大手のネットフリックス（NFLX）、アルファベット（GOOGL）から成る FAANG の 2014 年以降の年間リターンは 38%となっている。

ハイテク投資家にとっての良いニュースはバリュエーションが依然として妥当な水準にあることだ。2000 年のハイテクバブルでは、1 年が経過してもハイテク株は市場平均に対して 200%割高だった。現在のプレミアムは 30%にすぎず、FAANG でさえさほど割高ではない。この中ではネットフリックスとアマゾンが最も割高だが、増収率も最も高い。

What Bubble? Valuations Remain in Check

Company / Ticker	2019E P/E 1 Year Ago	2019E P/E Now	2019E Earnings Growth 1 Year Ago	2019E Earnings Growth Now
Facebook / FB	22.7	17.5	25.50%	16.70%
Apple / AAPL	14.4	16.2	13.5	16
Amazon.com / AMZN	68.1	56.3	38.2	37.3
Netflix / NFLX	79.6	80.8	45	56.4
Alphabet / GOOGL	20.1	21.1	17.2	11.7
Nasdaq Composite	18.8	19.6	15.6	16.1

E=Estimate

Sources: Bloomberg; FactSet

Copyright © 2018 Dow Jones & Company, Inc.

■　中国への追加関税が大きなリスクに

われわれは先週、今後のハイテク株を左右するのがバリュエーションではないことを学んだ。関心の的はやはり投資家にとって既知の問題であるプライバシーだ。グーグルがソーシャルネットワーキングサービス（SNS）サイトである Google+の閉鎖を先週決定したことに驚いた人はいないはずだ。

S&P500 指数のセクター分類に使用されている世界産業分類基準（GICS）の変更も、最近の取引でノイズとなってはいるものの、ニュースではない。新たな分類の下ではハイテク銘柄は幾つかのセクターに分割され、例えばアルファベットやネットフリックス、フェイスブックは「コミュニケーション・サービス」セクターとなる。

これらは根本的な問題ではないし、大手ハイテク企業のビジネスモデルを変えることもない。だが、中国はその要因となり得る。先週はそうした変化が感じられた。過去最大規模となる 2000 億ドル相当の中国からの輸入品が関税の対象に加えられ、決算発表で追加関税の影響の大きさに言及する企業が相次いだ。世界のスマートフォンの約 60%が中国で生産されており、コンピューターではその割合はさらに高い。

■　「スパイ」半導体問題が米国企業の利益と時価総額を大幅に押し下げる可能性

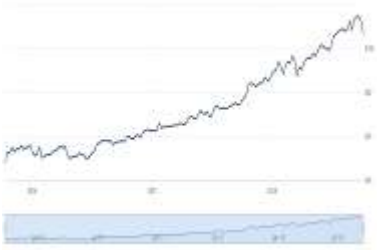
追加関税の発動とほぼ同時に、中国の諜報組織がアップルやアマゾンなど米国企業が使用するサーバーに「スパイ」半導体を埋め込んだとの報道があった。いずれの企業も疑惑の内容を否定しているものの、生産を中国に依存している企業への懸念を引き起こしていることは確かだ。

アップルのサプライヤーがセキュリティーまたは生産地の移転に粗利益の 10%の投資を余儀なくされた場合の利益への影響は、本誌の試算では年間 100 億ドルに上る。これにナスダック総合指数構成銘柄の現在の株価収益率（PER）である 20 倍を適用すると、2000 億ドルを超える株式価値が失われる可能性がある。最初の報道の直後に行った本誌の分析では失われた株式価値は全体で 200 億ドル未満となったが、この額は小さ過ぎると思われた。1 週間後に再び分析したところ、その額は予想通り約 1000 億ドルに膨れ上がった。とはいえ、それでも本誌の最悪シナリオの約半分にすぎない。残りの半分（約 1000 億ドル）はアップルがセキュリティー投資を増やすと決定するかどうかにかかっている。

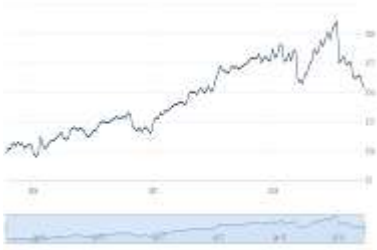
さらに、他の FAANG が自らセキュリティー投資を増やすと決定した場合、全体的な利益と時価総額の喪失はそれぞれ 200 億ドル、4000 億ドルとなる可能性がある。

本誌は FAANG のそれぞれについてリスク評価を行った。貿易、サプライチェーン、プライバシー、規制などに関するさまざまな評価基準でリスクの捕捉を試みる定性的指標である。案の定、プライバシーとサプライチェーンの問題へのエクスポージャーが大きいフェイスブックとグーグルのランクは最低となり、ネットフリックスが最もリスクから遮断されている。セキュリティーは FAANG の足かせとなり続けるだろう。だが、ハイテクは死んではいない。

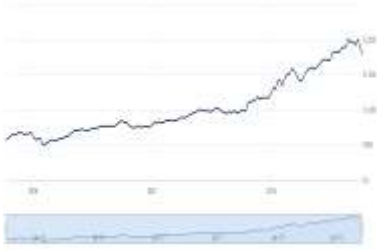
Microsoft Corp. (MSFT)



Facebook Inc. Cl A (FB)

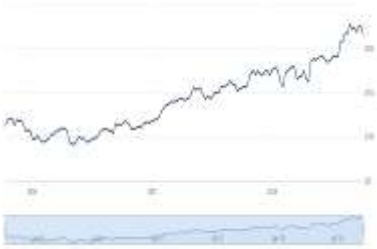


Amazon.com Inc. (AMZN)

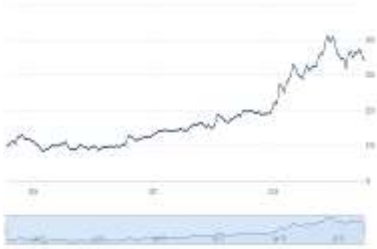


Copyright © 2018 Dow Jones & Company, Inc.

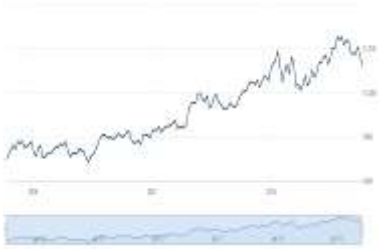
Apple Inc. (AAPL)



Netflix Inc. (NFLX)



Alphabet Inc. Cl A (GOOGL)



チャートは 3 年

By Al ROOT
(Source: Dow Jones)

6. Dell's Tracker Deal Heads for an Investor Showdown　トラッキングストック　【デル】
トラッキングストックの取得条件が改善する可能性

■　トラッキングストックの取得提案に投資家が反対

パソコン大手デルのマイケル・デル会長兼最高経営責任者（CEO）は、同社の非公開化や、コンピューターストレージ大手 EMC の買収を成功させてきた。しかし、同氏が現在成立を目指している案件は無理があるかもしれない。EMC 買収時に発行したトラッキングストック（特定の事業や子会社に連動する株式）を 217 億ドルで取得しようとして、デルは投資家の抵抗に遭っている。

デルの提案には、複数の有名投資家が反対している。アクティビスト（物言う株主）のカール・アイカーン氏、ポール・シンガー氏率いるヘッジファンドのエリオット・マネジメント、インデックスファンド大手のブラックロック、大手バリュー運用会社のドッジ・アンド・コックスだ。

紛争の的となっているのは、人気のソフトウエア企業ヴイエムウェア（VMW）に連動するデル・テクノロジーズのクラス V 株式（DVMT）。ヴイエムウェアの主要製品は、企業のデータネットワークの効率性を改善する役割を果たす。デル・テクノロジーズは、2016 年の EMC 買収時に、EMC 傘下のヴイエムウェアの持ち分 81%を取得し、EMC の株主にトラッキングストックを交付した。現在、ヴイエムウェアの時価総額は 600 億ドルである。

デルは、ヴイエムウェアに対して大幅なディスカウントで、トラッキングストックの代わりに現金とデル株式を提供することを提案している。トラッキングストックの直近の株価は 94.50 ドルで、ヴイエムウェアの 147.74 ドルに対して 36%のディスカウントである。トラッキングストック保有者は、デルは取得額を引き上げるべきだと本誌に語った。一部の株主は 120 ドル以上が妥当だと考えているが、それでも 20%弱のディスカウントに相当する。

アイカーン氏は「デルは負債比率が高く、平凡なハードウエア企業だ。一方、ヴイエムウェアは世界最高のソフトウエア企業である。ヴイエムウェアの持ち分を取得するメリットを考えれば、デルはプレミアムを支払うべきだ」と述べる。同氏率いるアイカーン・アソシエイツは、6 月 30 日時点でトラッキングストックの 1.2%を保有している。

デルが取得条件を引き上げる可能性があるため、トラッキングストックは魅力的に見える。ヴイエムウェアに対する大きなディスカウントを考慮すると、下値余地は限られている。デルは年内の取得完了を目指して

Copyright © 2018 Dow Jones & Company, Inc.

おり、株主投票に向けて動いているため、まもなく進展があるかもしれない。現在の提案が、トラッキングストックの持ち分の過半数によって承認される公算は小さい。

■　デル株に対する投資家の評価はいまひとつ

2016 年の EMC 買収以降のデル・テクノロジーズの業績には、良い部分もあれば悪い部分もある。同社はパソコン、サーバー、ストレージ機器におけるリーダーで、過去 12 カ月の売上高は 868 億ドル、キャッシュフローの指標である利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）は 100 億ドルである。これは、同社が EMC 買収時に創出できると示唆していた年間 EBITDA の 120 億ドルを下回る。同社は買収後のストレージ事業における市場シェア低下を取り戻し、直近の数四半期の業績は改善している。

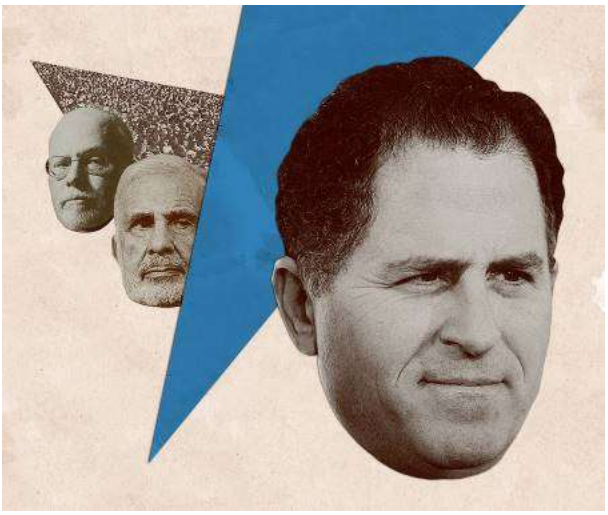
デル氏はデルの持ち分 72%を保有する。同氏と組む投資会社シルバーレイク・パートナーズの持ち分は 24%である。デルが上場すれば、自社の上場株式を買収に使用できる。しかし、複数の理由により、新規株式公開（IPO）は難しい。ウォール街はハードウエア事業をコモディティーのようにみており、長期的な成長余地が乏しいと考えているため、デルのようなハードウエア企業は人気がない。

負債も問題である。デルの中核的な純負債は 299 億ドル（ヴイエムウェアを除く）に上り、競合他社を大幅に上回る。本業のハードウエア事業による年間フリーキャッシュフローも乏しく、約 36 億ドルである。

トラッキングストックの取得は、複雑な資本構造の単純化、最も貴重な財産であるヴイエムウェアに対する支配の強化、そしてデルの上場につながる。同社は 7 月、トラッキングストック 1 株に対して、デルの新規発行株式と現金で 109 ドル相当を支払う提案を発表した。しかし、トラッキングストックの株価は 109 ドルに近付かず、大幅なディスカウントとなった。直近の株価は 94.50 ドルである。

この案件は多くの点で異例だが、その一つは、デルが現時点で非上場の株式を提供しようとしている点である。デルはトラッキングストック 1 株当たり現金 109 ドルを支払うが、現金支払額の合計を買収額の 41%以内とする。残りのトラッキングストックに対しては、1 株につきデルの非上場株式 1.3665 株を交付する。109 ドルを 1.3665 で割ると、デルは自社株式を 1 株当たり約 80 ドルと評価していることになる。これに基づくと、デル全体の時価総額は 600 億ドルを超える。

Copyright © 2018 Dow Jones & Company, Inc.



トラッキングストックの現在の株価によれば、デルの株式は約 65 ドルと評価されている。デルによる自社のハードウエア事業の評価に比べて、投資家による同事業の評価は低い。

■　デル氏に対する反感

投資家はデルの提案に怒っている。複数のトラッキングストック保有者が、デル氏とシルバーレイクが 100 億ドル以上を得るのは不愉快だと発言している。この金額は、ヴイエムウェアとトラッキングストックの株価に 53 ドルの差があることによる。

こうした投資家は、トラッキングストックはヴイエムウェアの業績を反映しているため、ヴイエムウェアに対して大幅なディスカウントで取得されるべきではないと主張している。彼らの見方は、デルがトラッキングストックの割安な株価を利用しようとしているというものだ。また、デルと長年にわたり取引関係にあるゴールドマン・サックスが、アドバイザーとして 7000 万ドルを得ることも不満であるようだ。

こうした懸念に直面し、デルの経営幹部は投資家を納得させることに尽力している。同社のトーマス・スイート最高財務責任者（CFO）は、先月のアナリスト向け説明会で、取得提案が「極めて公平である」と発言した。スイート CFO などの経営幹部は先日、トラッキングストックの保有者向けに非公開の投資家向け説明会を開催し、同社の業績改善を強調した。現在のところ、こうした説得は成功していないようだ。投資家の抵抗が続けば、デルは取得条件を引き上げる可能性がある。

一般に、トラッキングストックは事業部門の業績や他の株式に連動する。投資家に対する保護が限られているため、多くの機関投資家はトラッキングストックに投資できず、あるいは投資しようとしない。トラッキングストックは、発行者の評判に左右される。デルは EMC 買収時、トラッキングストック保有者を公平に扱い、トラッキングストックにはヴイエムウェア株のパフォーマンスを実際に反映させるという印象を与えた。

だが、一部の EMC 株主は、デル氏がトラッキングストック保有者を不公平に扱うのではないかと懸念した。その理由は、2013 年のレバレッジドバイアウト（LBO）をめぐる同氏の行動にある。株主が反対する中、デル氏はバイアウトに関する株主投票を何度も延期し、買収条件を徐々に引き上げ、自らに有利となるように重要な投票ルールを変更した。激怒したアイカーン氏らは、デル氏が公平に行動しておらず、買収金額（現金を除く利益の 8 倍）が低過ぎると主張した。最終的に、デラウェア州最高裁判所は買収が公平だったと結論付けた。

ドイツ銀行のアナリストであるカール・ケアステッド氏は、今夏の顧客向けレポートで、投資家の反感について指摘した。トラッキングストック保有者は、自分たちが EMC 買収の資金調達を助けることで、「デルがヴイエムウェア株の大幅な上昇の恩恵を受け、自社を変革することを可能にした」と感じているという。

■　取得条件引き上げの可能性は高い

トラッキングストックをめぐる株主投票は、感謝祭（11 月の第 4 木曜日）付近に実施される予定である。同社は今四半期内に取引を完了したいと述べている。同社は投票の結果を待ち、否決されてから次の行動を考えることも、投票前に条件を引き上げることもできる。否決後は、条件の引き上げ、トラッキングストックの放置のほか、上場してトラッキングストックをデルの普通株に強制転換することが可能だ。強制転換は、トラッキングストックの発行文書によって認められている。

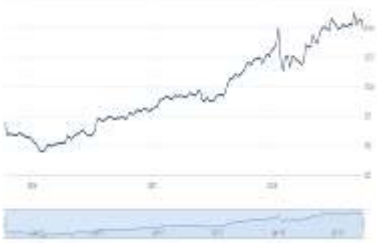
Copyright © 2018 Dow Jones & Company, Inc.

IPO による強制転換の場合、同社がトラッキングストック保有者に対して支払うプレミアムは、初年度が 20%、2 年目が 15%、その後が 10%である。このシナリオでは、デルがプレミアムを支払う必要があるが、トラッキングストック保有者が受け取る金額は、デル株の価額に左右されるので不確実である。多くのトラッキングストック保有者は、IPO の可能性は低いと考えている。なぜなら、多額の債務を負うデルの評価額が低くなり、強制転換の過程でデル氏とシルバーレイクの持ち分が大幅に希薄化する可能性があるためだ。

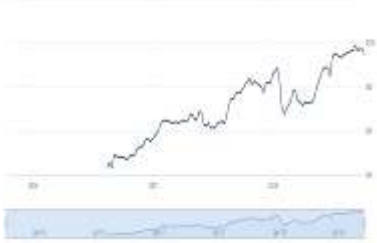
バーンスタインのアナリストであるマーク・モアドラー氏とトニー・サッコナギ氏は、デルがより高い取得価格でトラッキングストック保有者と交渉し、その後トラッキングストックを普通株に転換して上場することによって、IPO よりも良い結果が得られると語る。両氏は 8 月に「弊社は、IPO が全体としてデルにプラスとなるとは考えていない。このことと、投資家のネガティブなフィードバックを踏まえ、弊社はデルがトラッキングストックの取得条件を引き上げると予想する」と述べた。

デルはトラッキングストック保有者と取引する必要はないと主張している。だが上場には、流動性が得られるほか、2013 年からデル株を保有するシルバーレイクの出口戦略になるというメリットがある。このことは、デルが取得をあきらめず、条件を引き上げる可能性を示唆している。仮に取得価格が 1 株当たり 120 ドルとなった場合、トラッキングストック保有者に利益をもたらす上、デル氏とシルバーレイクも 50 億ドルを得られる。悪い話ではないだろう。

VMware Inc. (VMW)



Dell Technologies Inc. Cl V (DVMT)



チャートは 3 年

By ANDREW BARY
(Source: Dow Jones)

7. Why Elon Musk Is Wrong About Short Sellers　ショートの考察　【株式市場展望】
イーロン・マスク氏がショートについて間違っている理由

■　ショートは株価操縦か？

電気自動車メーカーであるテスラ（TSLA）の創業者、イーロン・マスク氏は、以前はショート（空売り）を許容していたが、最近考え方を変えたようだ。10 月 4 日には、「ショートする人々は害を及ぼしている。ショートを違法とすべきだ」とツイートしている。テスラの株価が昨年高値の 384 ドルから 12 日には 259 ドルまで下落しており、マスク氏はショートに取り憑かれている。

Elon Musk and the Tesla Semi Veronique Dupont/Getty Images

テスラのショートの規模は莫大（ばくだい）で、発行済み株数の約 20%に相当する 3000 万株超が常時ショートされている。とはいえ、株価下落をショートのせいにはできない。ショートよりもロングの方が常に膨大で、ショートの取引量は出来高全体のわずかにすぎない。テスラの株価が下落したのは、赤字や、モデル 3 の十分な生産量到達に苦しんでいることを投資家が懸念したためだ。

マスク氏にも悩みの種はあるだろうが、テスラの株価はそれに含まれないだろう。株価は新規株式公開（IPO）以来で年率 39%のリターンを上げている。年初来で 17%下落したとはいえ、時価総額は 440 億ドルでゼネ

Copyright © 2018 Dow Jones & Company, Inc.

ラル・モーターズ（GM）と肩を並べ、フォード・モーター（F）をはるかに凌いでいる。株価収益率（PER）は、大手自動車メーカーの 1 桁に対して、テスラはマスク氏の言うような黒字を来年達成すれば来年度予想 PER は 90 倍となる。テスラが、事業用であれ 2019 年 2 月の債券償還用であれ現金を必要とすれば株式市場は資金を提供する用意があるようにみえる。マスク氏は何に対して不満を表明しているのだろうか。

マスク氏は資本市場に対してさまざまな考え方を持っているようで、ショート禁止に関する同氏の提案を聞こうとしたが、テスラに送った筆者の質問に対する回答はなかった。マスク氏は別途、「ショートによって、企業は株式公開をやめ、ショートする者はいかなる手段によっても攻撃をしたくなる」とツイートしている。IPO 件数の減少には、マスク氏の主張以外に多くの信頼できる理由がある。実際には、今年の IPO は極めて良好だ。

市場では、公開コメントであれ株式の売りであれ、ネガティブな情報は強気の情報と交わって、株価がテスラの真の価値に向かうことを助けている。米国経済は順調で、ショートを禁止している市場をうらやむ理由はない。

■　虚偽のコメントで株価操縦

ショートする一部の人々は虚偽のコメントを発するが、それはロングする多くの人々も同じであり、マスク氏自身ほど顕著だった者はない。「420 ドルでテスラの非公開化を検討している。資金も確保している」という 8 月の有名なツイートによって、株価は 357 ドルから 380 ドルへ急騰した。しかし、9 月には証券取引委員会（SEC）が、マスク氏がツイート時にその声明が虚偽であると認識していたとして、同氏を証券詐欺で提訴した。

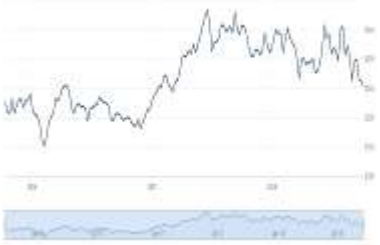
11 日にマスク氏、テスラおよび SEC は、マスク氏が損害を与えた投資家に対して、マスク氏とテスラがそれぞれ 2000 万ドルを支払う和解の承認を求めて出廷した。またマスク氏は、提訴内容を否定せず、会長退任で合意した。

一方で、和解には独立した取締役による新たな委員会を設立し、マスク氏の外部とのコミュニケーション（ツイートなど）を監督するという内容も含まれており、これをテスラがどのように実行するかは見ものとなっている。

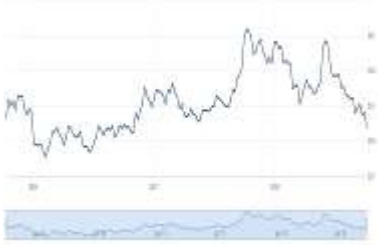
マスク氏は和解の数日後に、「ショート投資家を裕福にする委員会（Shortseller Enrichment Commission、訳注：省略形は証券取引委員会と同じ SEC）が素晴らしい仕事をした。この名前に変えるのがお似合いだと思う」とツイートした。この翌日に、テスラの株価は 20 ドル下げて 262 ドルとなった。テスラの株主にまたも損害を与えた一方で、ショートされていた株数は 3400 万株で、ショート投資家はわずか 1 日で約 7 億ドルを稼いだことになる。

ロングとショートの違いはプラスとマイナスの符号だけで、迷惑なショートの是正策は、迷惑なロングの是正策と同じだ。SEC は 9 月、ヘッジファンドのマネジャーであるグレゴリー・レメルソン氏を、誤った声明によって製薬会社であるリガンド・ファーマシューティカルズ（LGND）の株価を押し下げたとして提訴し、ショート投資家を追及する姿勢も見せている。

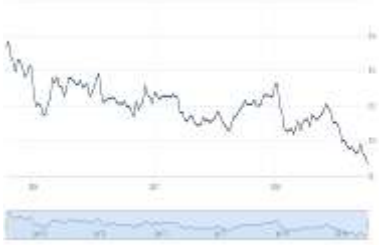
Tesla Inc. (TSLA)



General Motors Co. (GM)



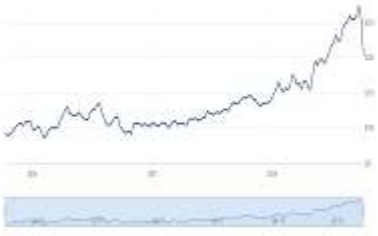
Ford Motor Co. (F)



Copyright © 2018 Dow Jones & Company, Inc.

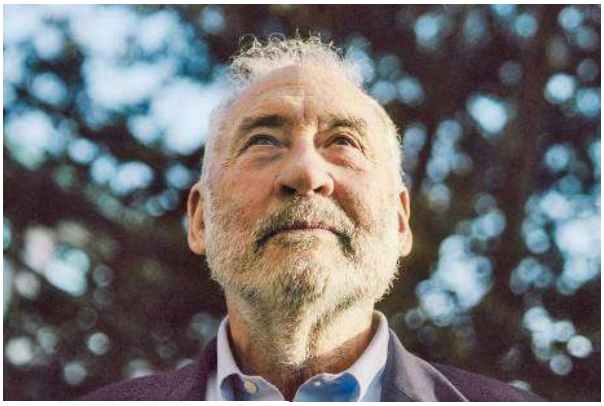
Ligand Pharmaceuticals Inc. (LGND)

チャートは 3 年



By BILL ALPERT
(Source: Dow Jones)

8. Nobel Prize-Winning Economist Joseph Stiglitz　スティグリッツ氏　【インタビュー】ノーベル経済学賞受賞学者に聞く



Joe Stiglitz Nathan Bajar

■　米中貿易戦争の今後の展開について

2001 年のノーベル経済学賞受賞学者、ジョセフ・E・スティグリッツ・コロンビア大学教授に話を聞いた。

本誌：貿易戦争の今後の展開は？

スティグリッツ教授：中国との貿易赤字に関する米国側の前提が非常に奇妙だ。例えば、米国は世界最高の国で、最高に効率的なのだから、輸出より輸入が多いのは中国が不正をしているに違いないとの考えがあるが、エコノミストなら誰でもそのような考えはばかげていると言うだろう。貿易赤字が生じるのは貯蓄が投資を下回っているからだ。さらに 2017 年 12 月の減税と 2018 年 1 月の政府の支出増加決定によって、貿易赤字と財政赤字はともに今後大幅に増える見込みだ。どのような貿易協定が結ばれようと、事態は悪化するだろう。例えば、中国から衣料品を輸入しなければ、代わりにスリランカやバングラデシュ、ベトナムから輸入するため、米国の労働者の状況が改善するわけではない上、コストも若干上昇し、消費者にとっては状況が悪くなる。中国が米国から石油やガスを買うと合意した場合は、中国はこれまで買っていた国から買うのをやめ、それらの国は別の国に売るようになる。世界全体の需要と供給は変わらない。

Q：ほかにも誤解はあるか？

A：中国が大した経済国ではないと思われていることも間違いの一つだ。国民一人当たり所得が 150 ドルの国が米国を追い抜き、世界最大の経済大国になると 30 年前に誰が想像できただろうか。中国は 7 億 5000 万人もの人を貧困から救った。人類史上最も重要な出来事の一つだ。また、中国の成長は米国の犠牲の上にあるという考えも間違いだ。実際のところ米国製品を買うお金のある人が増えた。中国は、世界との技術格差を縮小するための 2025 年に向けた戦略を持っている。知的財産権問題の性質は変化してきており、米国企業は合弁によって知的財産を中国と共有することを問題視しているが、中国側は米国企業の進出を強要したわけではないと主張している。人工知能（AI）に関していえば、中国は知的財産権を盗んでいるどころか、世界の最先端の水準にある。中国の強みは、米国のようなプライバシー保護の制約がないことだ。

Q：中国は貿易戦争にどう対応するだろうか？

A：中国は何らかの対応に迫られるが、米国側に譲歩するとは考えられない。鉄鋼に関してロス商務長官が交渉に当たり、解決策を持ち帰ったこともあったが、トランプ大統領は、「私が望むのは関税だ」の一点張りだった。ここまで無知な人が相手であれば、中国側が受け入れ可能な対応策は何もないかもしれない。一つの可能性として、北朝鮮の金正恩委員長とトランプ大統領の首脳会談のような指導者同士の顔合わせがある。米朝首脳会談では実質的成果はなくとも、トランプ大統領はスポットライトを浴びることができた。

Copyright © 2018 Dow Jones & Company, Inc.

Q：中国の選択肢は何か？
A：中国の方が裁量可能な手段が多くある。レアメタルの供給を中止することもできる。中国で操業する米国企業に一時的に課税強化することもできる。中国には米国人が保有する数千億ドル相当の資産があり、人質のようになっている。また、貿易戦争が政治問題や北朝鮮問題での協力、南シナ海での領土権主張、中東内での国連の協力などに波及しないと想像することは難しい。中国経済が鈍化しているため中国は弱く、貿易戦争を乗り切れないとの主張は意外に感じる。貿易戦争が長引けば、米国経済も悪化する。大半のアナリストは既に 2019～2020 年の景気低迷を予想している。

■　グローバル化と国内政策について
Q：グローバル化の終わりか？
A：グローバル化の問題とは、グローバル化そのものというより、むしろ各国内の対応の問題だ。開発途上国との貿易に国を開けば、国内での未熟練労働者への需要は減少し、賃金低下や失業率上昇につながることを認識すべきだった。脱工業化が起き、市場だけでうまく構造変革が進まない場合、政府の援助なしでは不幸な人が増えることに備えて、政府はもっと多くの対応を施しておくべきだったのだ。本当に責めるべきは国内政策であり、さらには貿易調整支援政策に反対した人だ。

トランプ大統領は世界的な協定は米国にとって不公平だと言っているが、それはあきれた話だ。もともと米国あるいは、もっと具体的には米国企業が構想したもので、労働者の犠牲のもとに利益を得るように仕向けたものだ。われわれが必要とするのは国内のより良い管理とより良い協定だ。グローバル化によって労働者は福祉、社会的保護、賃金の悪化を受け入れざるを得ないという議論を時々耳にする。生活の全ての面が悪化するなら、どうしてより幸福になることができるのか。

Q：次に何が起こるのか？
A：それは政治的な質問だ。トランプ大統領の保護主義的なイデオロギーに圧倒された共和党は、財政健全化や自由貿易に関する主義主張を放り出してしまい、日和見主義的な自国民優先政党となり、人種差別的で外国人排斥的な雰囲気もただよう。奇妙な展開だ。体制側はもともとグローバル化と世界的な責任を信奉していたが、今や雇用確保や賃金上昇を求めるだけの政治で、民主党との対立は少なくなった。民主党はこの点を受け入れ、社会的な保護、平等、雇用といったより広い課題解決にあたることを私は期待している。民主党の進歩主義的な政治課題が成功した場合は、グローバル化の問題により平等な解決を導き出し、世界からの孤立を招かずに済むことになるだろう。

Q：世界貿易機関（WTO）に関して懸念しているか？
A：今や重点はグローバル化の崩壊を防ぐことだ。WTO は紛争解決メカニズムで、貿易協定には不可欠な存在だ。まもなく WTO の上訴裁判所は定足数不足で機能できなくなるだろう。トランプ大統領は新しい判事の任命に拒否権を発動した。大統領が考えを変えない場合は、世界中の国が団結して、国際的な法の支配を守る必要性を主張するよう期待する。

■　ユーロ圏と仮想通貨について
Q：ユーロは存続できるか？
A：答えはユーロ圏が改革可能か否かにかかっている。改革しなければ欧州は危機に次ぐ危機となる公算が大きく、ついに崖から転げ落ちる可能性も高い。次に危ないのはイタリアだ。政治的にも悪い方向へ変化している。ギリシャは小国で、自立を恐れていたが、イタリアは異なり、反ユーロ感情も強い。離脱が起きる前からある国を市場が攻撃し、単一通貨の銀行システムから退出することもあり得る。欧州側は改革するか、あるいは危機への対応が政治的に不可能と判断するかのいずれかになるが、後者の場合、崩壊はほぼ不可避だ。

Q：ユーロ崩壊の確率は？
A：欧州統合への強い決意がみられる一方、ユーロあるいはドイツの圧倒的強さへの不満も強い。1 回の危

Copyright © 2018 Dow Jones & Company, Inc.

機で欧州統合が崩れるとは思わないが、たとえ 1 回の危機での瓦解の確率が 10%だとしても、何度も度重なると、累積的な確率は非常に高くなる。移民問題が大きな影響を与えてきたことも考慮しないといけない。

Q：ビットコインをどう思うか？
A：ドルは価値の貯蔵や交換の手段として優れている。ビットコインは価値の変動が大きく、価値の貯蔵には向いていないし、交換手段としては法逃れや犯罪に利用しやすいのでもてはやされるが、目に余れば政府が阻止しようとするだろう。

By LESLIE NORTON
(Source: Dow Jones)

9. The Trader　週半ばに急落　【米国株式市場】
長期金利の上昇を受けて下落したモメンタム株を見捨てるべきではない

■　モメンタム株が売られる

Momentum is a key investing factor.

「過去のパフォーマンスは将来の結果を保証しません。ただしそうなっている場合を除きます。また、少なくともそうでなくなるまでは保証します」。読者諸氏は混乱しただろうか。混乱することはない。学術研究では、最もパフォーマンスが良い銘柄群は全体として長期的には強い動きが続くと示されているからだ。

「モメンタム」として知られるこのファクターは、アクティブ運用のマネジャーが運用ポートフォリオのリターンを引き上げるときに使うキーワードとなってきた。しかし、モメンタムには少しだけ陰の部分がある。効果があるのは効果が働かなくなる時までというものだ。そして宴の音楽が最終的に終わったときに受ける損失は大きい。ただし、いったん落ち着いてからまた効果を示し始めても驚くことではない。

モメンタムは今年に入ってから確かに好調で、配当再投資ベースでみると、S&P500 指数が 9 月 30 日までに 10.6%のリターンだったのに対し、上場投資信託（ETF）の i シェアーズ・エッジ MSCI 米国モメンタム（MTUM）は 16.3%だった。しかし、10 月になってから状況は全て変わった。

10 月最初からの下落率は S&P500 指数の 5%に対して上記のモメンタム ETF の MTUM は 6.9%だった。下げが特にきつかったのは、ネットフリックス（NFLX）、マイクロソフト（MSFT）、アマゾン・ドット・コム（AMZN）などの大きく上昇していた人気銘柄の多くが下落の波にのまれたからだ。

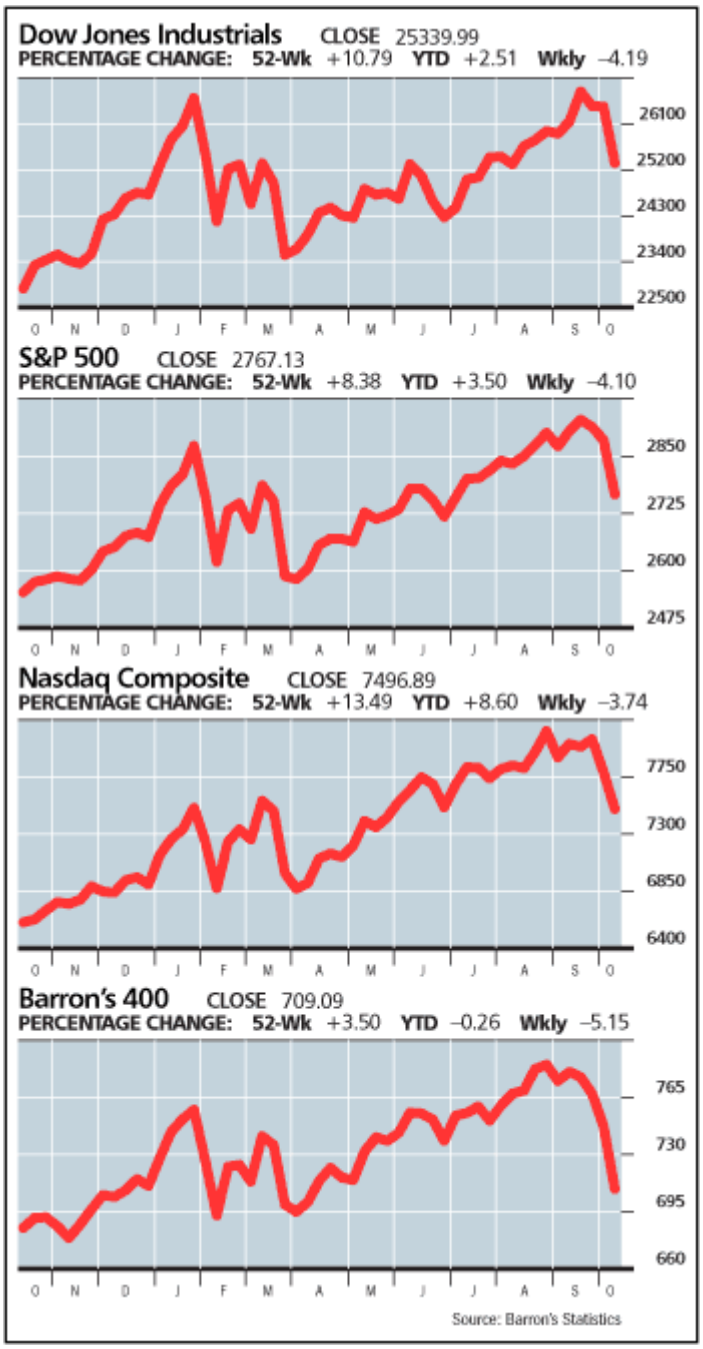
ほとんどの場合、モメンタム株の下落は、値上がりし過ぎたときやあまりに人気が高まったときに起きる。モメンタム株は今年に入ってから直近までに、2 月と 3 月、および 6 月と 7 月に急落を経験していた。本誌では 9 月にモメンタム株のバリュエーションは市場全体と比較して相対的に非常に割高で、これまでモメンタム株の急落につながった水準にあると指摘していた。

モメンタム株は非常に人気が高まっていた。つまりポートフォリオマネジャーが皆同じ銘柄を組み込んでしまっていたことになる。モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントのシニア・ポートフォリオマネジャーであるアンドリュー・スリモン氏は「ポジション解消の動きは容赦なく、非常に速かった」と述べるが、「今回の下げ自体は市場にとっては良いことだ」と指摘する。

Copyright © 2018 Dow Jones & Company, Inc.

■　長期金利の上昇がきっかけ

先週の主要株価指数は、ダウ工業株 30 種平均が 4.2%安の 2 万 5339 ドル 99 セント、S&P500 指数は 4.1%安の 2767.13 で引けた。ナスダック総合指数は 3.7％下落して 7496.89 となり、小型株のラッセル 2000 指数は 5.2%の下落で、1546.68 で週末を迎えた。



これだけの急落にはそれなりのきっかけが必要だが、モメンタム株は米国 10 年国債利回りが 7 年ぶりの高水準に達したことに反応した。利回り上昇を受けて投資家が急いだ先は現在の市場で最も割安となっているいわゆるバリュー株だが、経済成長と企業利益が一層強まることが前提となっている。

ノムラ・インスティネットでクオンツ戦略を担当するマネジングディレクターのジョセフ・メズリッチ氏は「モメンタムからバリューへの大転換だった」と述べる。ただし同氏はモメンタム株が戻ってくるとみている。経済状況がどのようになろうと、フェイスブック（FB）、アマゾン、アップル（AAPL）、ネットフリックス、アルファベット（GOOGL）の FAANG 銘柄は売り上げを伸ばすことが可能で、これらの銘柄がモメンタム株の動向を決めていることが理由の一つだ。

経済成長がさえない環境ではこうしたモメンタム株は投資対象として素晴らしく、投資家は景気が力強くなってからも魅力を感じていたが、メズリッチ氏は減税効果が薄れ、米国経済に陰りが見えるようになると投資家の興奮は覚めるかもしれないと懸念する。

だが、マタリン・キャピタル・マネジメントのポートフォリオマネジャーであるステュアート・カイエ氏はモメンタム株が 10 月に売られるのは奇妙だと指摘する。多くのミューチュアルファンドにとって、10 月は値下がりした銘柄を売却することでキャピタルゲイン税を抑えられる最後の機会である。値上がりしたモメンタム株を大量に売却した場合、節税のための売却を通常よりも増やさなければならないはずだと同氏は述べる。

ただ、モメンタム株への回帰はもう始まっているかもしれない。木曜日と金曜日でバリュー株 ETF の i シェアーズ・エッジ MSCI 米国バリュー・ファクター（VLUE）が 1.3%下落する一方、モメンタム株 ETF の MTUM は 0.6%上昇したからだ。モメンタム株上昇の余地がまだ残っていても決して驚かないように。

Copyright © 2018 Dow Jones & Company, Inc.

■　逆行高した大麻関連銘柄

滝のように相次いで株価が下落した先週の水曜日に、少なくとも一つの銘柄群はその流れに逆らっていた。大麻関連株だ。

水曜日に値上がりした銘柄のリストを見ても、その多くが下げ相場で上昇する ETF だったが、その中にカナダのマリファナ生育企業のティルレイ（TLRY）があった。同社株は最近の市場で最も乱高下する銘柄として知られ、直前の火曜日には幹事証券会社の強い買い推奨にもかかわらず株価は下落していたが、水曜日には 6%上昇して 137 ドルを付けた。別の生育企業であるアフリア（APH.カナダ）は、米国の大手たばこ企業であるアルトリア・グループ（MO）が買収を検討しているとのうわさを受けて、株価は 15%高の 20.06 カナダ・ドルとなった（アフリアは発表すべき買収案件はないとの声明を出した）。

両社にわずかに及ばなかった上昇銘柄としては、マリファナの非精神活性物質であるカンナビジオールを入れた飲料の販売計画があると報じられたニュー・エージ・ビバレッジズ（NBEV）とインディア・グローバリゼーション・キャピタル（ICG）があり、それぞれ 5%高の 6.02 ドル、6%高の 5.10 ドルを付けた。

恐らく、これらの銘柄の上昇は、先週水曜日から 1 週間後の 10 月 17 日にカナダで娯楽用マリファナが合法化されることを市場関係者が覚えていたからだろう。

もしくは、より繊細な計算が働いたのかもしれない。つまり、水曜日のような相場で、洗練された投資家は市場の動きと相関しない銘柄を求める。かつて相関性がないと考えられてきた銘柄群（例えば木材）は役に立たないことが分かってきたので、相関性のない資産の次の候補としてマリファナ関連株が上がった可能性がある。

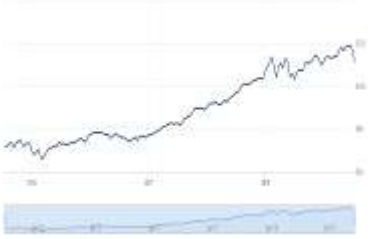
ティルレイやニュー・エージ・ビバレッジズのような銘柄は個人投資家に人気の銘柄で、機関投資家の動きに左右されない。確かにホライズンズ・マリファナ・ライフ・サイエンシーズ・インデックス ETF（HMMJ.カナダ）のこれまでの動きを見ると、市場との相関関係はほとんどなさそうで、先週水曜日に同 ETF は 1%値上がりした。

もちろん大麻関連銘柄で市場に対するヘッジが可能か否かは、大麻関連銘柄の平均パフォーマンスに左右される。最大手の大麻生育企業であるキャノピー・グロース（CGC）やオーロラ・カナビス（ACB.カナダ）は両銘柄とも水曜日に値下がりした。

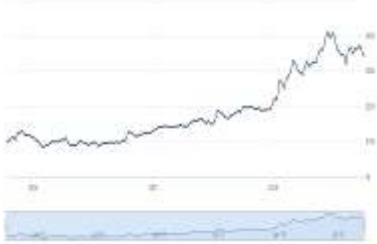
かつてベテランのポートフォリオマネジャーは、駆け出しの運用者に対して、銘柄が評価損を抱えても気にしないように助言したものだ。その時に引き合いに出す警句が「雑草（weed）を抜くのではなく、芝生を植えよ」であった。大麻（weed）よりも芝生を植えた方が良いのは、今回も当てはまるかもしれない。

Copyright © 2018 Dow Jones & Company, Inc.

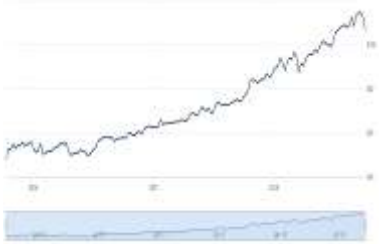
iShares Edge MSCI USA Momentum Factor ETF (MTUM)



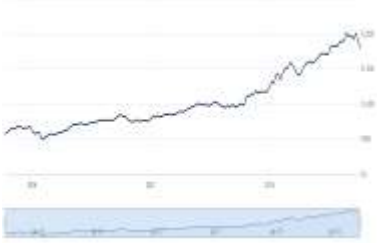
Netflix Inc. (NFLX)



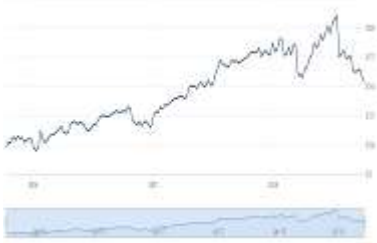
Microsoft Corp. (MSFT)



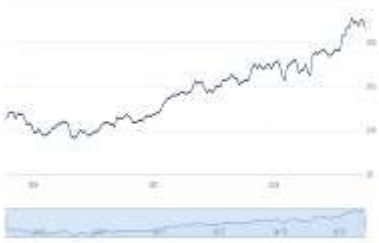
Amazon.com Inc. (AMZN)



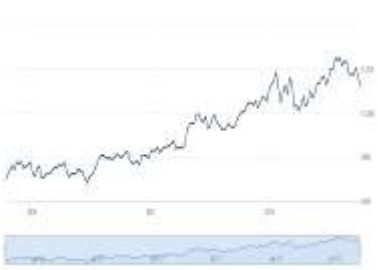
Facebook Inc. Cl A (FB)



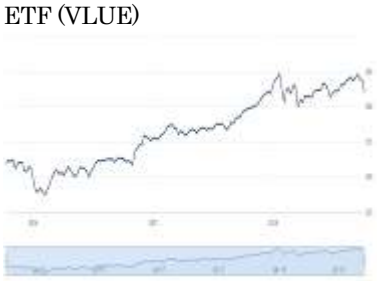
Apple Inc. (AAPL)



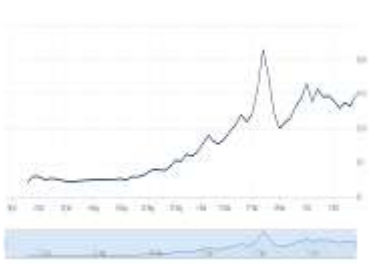
Alphabet Inc. Cl A (GOOGL)



iShares Edge MSCI USA Value Factor ETF (VLUE)



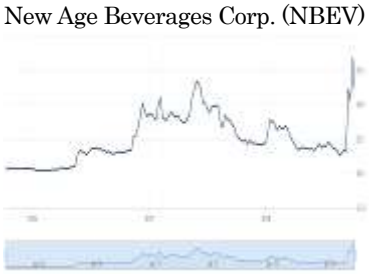
Tilray Inc. Cl 2 (TLRY)



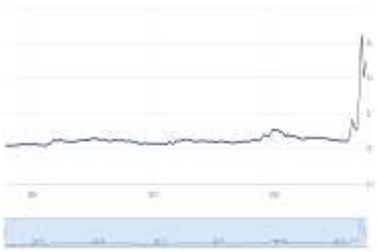
Aphria Inc. (CA:APH)

Altria Group Inc. (MO)

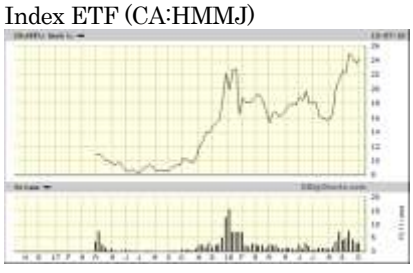
New Age Beverages Corp. (NBEV)



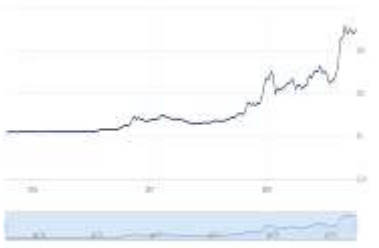
India Globalization Capital Inc. (IGC)



Horizons Marijuana Life Sciences Index ETF (CA:HMMJ)



Canopy Growth Corp. (CGC)



Aurora Cannabis Inc. (CA:ACB)

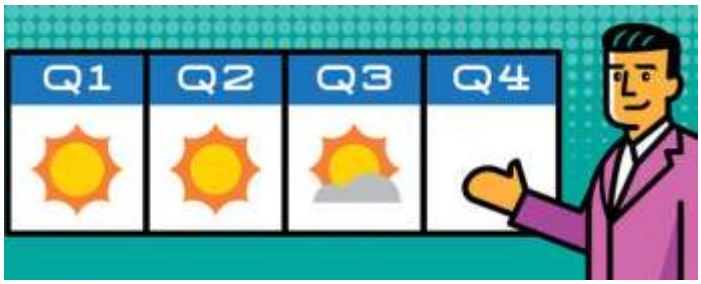
チャートは 3 年（TLRY は 3 カ月、CA:HMMJ は 2 年）

By BEN LEVISOHN and BILL ALPERT
(Source: Dow Jones)

Copyright © 2018 Dow Jones & Company, Inc.

10. Preview　今週の予定　【経済関連スケジュール】
第 3 四半期の決算は市場の慰めとなるだろう

■　第 3 四半期の決算予想は依然として堅調



市場は神経質になっているが、投資家の気持ちはやや上向くかもしれない。S&P500 指数を構成する企業の約 75%が来月にかけて第 3 四半期の決算を発表するが、アナリストが予想する 1 株当たり利益（EPS）の前年同期比伸び率は、平均で 21%となっている。

EPS の伸び率は、第 1 四半期に 24%、第 2 四半期に 26%を記録した。ゴールドマン・サックス（GS）のデービッド・コスティン氏によると、このうちの 10%ポイントは米法人税率の引き下げによるものだという。一方で調整後 EPS の伸び率は、10%を超える売り上げ成長と幾分の利益率上昇を受けて、第 1 四半期に 15%、第 2 四半期に 17%となった。

減税という起爆剤にもかかわらず、第 3 四半期の調整後 EPS の伸び率は上半期から比べるとやや鈍化すると見込まれるが、依然として力強い 12%と予想される。原油価格の上昇がエネルギー関連企業の業績を押し上げるとみられる。金融関連企業は金利上昇の恩恵や、昨年同期に多くの保険会社がハリケーン被害によって甚大な損失を被った影響で第 3 四半期のハードルが低くなることの恩恵を享受する見込みである。

一方、暗雲も見え始めている。RBC キャピタル・マーケッツで米国株戦略の責任者を務めるロリ・カルバシーナ氏によると、人件費をはじめとする経費の上昇圧力が続くとみられることから、S&P500 指数を構成する企業の営業利益率は第 2 四半期にピークに達したもようだ。さらに、ドル高は海外での売り上げを目減りさせる。貿易に関していうと、関税の大きな影響が見られるのは、あと 1 期先になるだろう。

過度な楽観は禁物だ。厳しさが予想される第 4 四半期はすぐそこに迫っている。

By NICHOLAS JASINSKI

■　今週の予定

10 月 15 日（月）

- 米銀行大手バンク・オブ・アメリカ（BAC）が第 3 四半期決算を発表。
- ニューヨーク連銀が 10 月のニューヨーク州製造業景況指数を発表。大幅に下落した 9 月の 19.0 から変わらずと予想。
- 米国勢調査局が 9 月の小売売上高を発表。エコノミストは 0.6%増加と予想（8 月は 0.1%増加）。自動車と燃料を除いた数値は 0.6%増加を予想（8 月は 0.2%増加）。

10 月 16 日（火）

- 金融大手ゴールドマン・サックス（GS）、IT 大手の IBM（IBM）、製薬・医療機器大手ジョンソン・エンド・ジョンソン（J&J、ティッカーは JNJ）、金融大手モルガン・スタンレー（MS）、動画配信大手ネットフリックス（NFLX）、航空大手ユナイテッド・コンチネンタル・ホールディングス（UAL）、医療保険・管理医療サービス大手ユナイテッドヘルス・グループ（UNH）が四半期決算を発表。
- 小売り最大手のウォルマート・ストアーズ（WMT）が 2018 年度の投資家向けミーティングを開催。
- 全米住宅建設業協会（NAHB）が 10 月の住宅市場指数を発表。9 月と同レベルの 67 と予想。
- 米労働省が 8 月の求人離職統計（JOLT）を発表。求人件数はコンセンサス予想で 680 万人（7 月は 690 万人）。
- 米連邦準備制度理事会（FRB）が 9 月の鉱工業生産指数を発表。エコノミスト予想は 0.2%の上昇（8 月は 0.4%の上昇）。資本財セクターの設備稼働率は 78.2%と予想（8 月は 78.1%）。

Copyright © 2018 Dow Jones & Company, Inc.

10 月 17 日（水）
・ 製薬大手アボット・ラボラトリーズ（ABT）、金融持ち株会社ノーザン・トラスト（NTRS）、銀行持ち株会社 US バンコープ（USB）が四半期決算を発表。
・ 連邦公開市場委員会（FOMC）が 9 月に開催された会合の議事要旨を公表。
・ 米国勢調査局が 9 月住宅着工件数を発表。季節調整済み年率で 122 万戸を予想。（8 月は 128 万戸）。
・ カナダが娯楽目的の大麻使用を合法化。世界で 2 カ国目。

10 月 18 日（木）
・ 金融総合サービス大手アメリカン・エキスプレス（AXP）、銀行大手バンク・オブ・ニューヨーク・メロン（BK）、産業機器メーカーのダナハー（DHR）、電子決済サービスのペイパル・ホールディングス（PYPL）、たばこ製造・販売のフィリップ・モリス・インターナショナル（PM）が四半期決算のコンファレンスコールを開催。
・ 10 月のフィラデルフィア連銀製造業景況指数発表。コンセンサス予想は 20.0（9 月は 22.9）。
・ コンファレンス・ボードが 9 月景気先行指数を発表。0.5%の上昇を予想（8 月は 0.4%の上昇）。

10 月 19 日（金）
・ 総合テクノロジー大手ハネウェル・インターナショナル（HON）、鉄道持ち株会社カンザスシティー・サザン（KSU）、日用品大手プロクター・アンド・ギャンブル（P&G、ティッカーは PG）、油田サービス大手シュルンベルジェ（SLB）、金融大手ステート・ストリート（STT）が四半期決算を発表。
・ 全米不動産協会（NAR）が 9 月中古住宅販売件数発表。エコノミストは季節調整済み年率で、8 月とほぼ変わらずの 530 万戸と予想。

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

Copyright © 2018 Dow Jones & Company, Inc.

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

Copyright © 2018 Dow Jones & Company, Inc.

TTHIS WEEK'S MAGAZINE

BARRON'S COVER

1. After the Tumble: What's Ahead for Stocks
Rising rates, trade fears, and a tech tumble sent the market reeling as U.S. investors joined the rest of the world in fretting about the future. But there's no need to panic.

FEATURE

2. How to Protect Your Portfolio From Stock Market Madness and Rising Rates
Stocks are down, bond yields are up, interest rates are rising. What are you supposed to do with your portfolio? Read on.

FEATURE

3. Banks Will Benefit from Rising Rates. Other Sectors, Not So Much
Finance is a winner under the new rate regime. Autos, housing, and utilities could feel more pain.

UP AND DOWN WALL STREET

4. Why the Stock Market Went Loco
What turned the U.S. markets around Friday wasn't much clearer than what set off the slide. But it could have marked a peak.

TECHNOLOGY TRADER

5. Tech Stocks Could Rebound Again but the Risks Are Growing
Tech stocks are likely to rebound after their latest drubbing, but the selloff suggests that investors are paying more attention to the sector's challenges.

FEATURE

6. Dell's Tracker Deal Heads for an Investor Showdown
Prominent investors like Carl Icahn and Paul Singer's Elliott Management are unhappy with the terms of the proposed $21.7 billion buyout.

THE ECONOMY

Governments Should Be Run More Like Businesses
The rest of the world should take its cue from New Zealand, which adopted corporate accounting standards in the 1980s

STREETWISE

7. Why Elon Musk Is Wrong About Short Sellers

INCOME INVESTING

The Stock Market Was Scary This Week. Here Are 5 Mutual Funds for Income Investors

FUNDS

When the Stock Market Is Volatile, Take a Look at Global Allocation Funds

INTERVIEW

8. Nobel Prize-Winning Economist Joseph Stiglitz on Why Globalization Is Under Threat

PROFILE

Making Money in Any Market

OTHER VOICES

How Index Funds Can Be a Positive Force for Change

TECHNOLOGY TRADER

Netflix and PayPal Execs Brace for Earnings After Market Tumble

THE TRADER

9. The Momentum Trade Is Down, but Don't Count It Out

EMERGING MARKETS

Stocks in Brazil Rallied as Jair Bolsonaro Neared a Presidential Victory

REVIEW

Anheuser-Busch InBev Stock Could Bring You Double-Digit Returns
The world's biggest beer company has built up a dominant position in emerging markets. Rising volumes, cost cutting, deleveraging, and a juicy dividend should be a patient investors' dream.

PREVIEW

10. With Markets Jittery, Investors Can Take Solace in 3Q Earnings
Analysts anticipate 21% earnings per share growth for the quarter, but there are some clouds on the horizon.

INTERNATIONAL TRADER – EUROPE

Bayer Stock Is Battling Back Against Legal Worries

THE STRIKING PRICE

Playing a Bounce in Emerging Market Stocks

COMMODITIES CORNER

Winter Is Coming and Natural Gas Supplies Are Already Short

MARKET WATCH

Trade Wars Are About More than Money
The case in point is China, which seems to be vying for world leadership.

RESEARCH REPORTS

Stormy Seas, Stormy Markets
Dangers to be wary of, profits to be made

13D FILINGS

Starbucks Stirred, Not Shaken
Pershing Square thinks it can restore the coffee retailer's total shareholder return.

MAILBAG

Mailbag: Letters to Barron's
Letters on Fidelity and the mutual fund industry

Copyright © 2018 Dow Jones & Company, Inc.

『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）
大和證券入社後 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プル大学 MBA。

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

『バロンズ拾い読み』　（2018 年 10 月 15 日号）
発行　：　Dow Jones & Company, Inc
監修・配信　：　時事通信社
製作　：　エグゼトラスト
お問い合せ先（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

Copyright © 2018 Dow Jones & Company, Inc.