

THIS WEEK'S MAGAZINE Week of December 24

1. **What's Next for Silicon Valley? ベンチャーキャピタル投資**→ P.2 【座談会】
ベンチャーキャピタリストによるラウンドテーブル
2. **Why Investors Should be Wary as Unicorns Finally Seek IPOs ユニコーン注意**→ P.8 【IPO】
来年予定されるユニコーン企業の新規株式公開（IPO）には落ち着いた対応を
3. **Here's Why Gas Prices Should Stay Low Through Winter 石油価格**→ P.12 【インタビュー】
マラソン・ペトロリアムのゲーリー・ヘミンガーCEOに聞く
4. **Up and Down Wall Street 大幅な株安**→ P.14 【コラム】
前週比では10年ぶりの下げ クローズドエンドファンドに魅力も
5. **How Zero Severance Could Be a Turning Point セクハラ訴訟の転換点**→ P.16 【企業統治】
レスリー・ムーンベス氏への退職金不払いは先例となるか
6. **Yes, the Fed Cares What the Stock Market Does FRBは株式市場も注視**→ P.18 【金融政策】
FRBは時機を逸せず景気後退を防ぐ金融政策を講じるだろう
7. **The Trader ナスダック総合指数が弱気相場入り**→ P.19 【米国株式市場】
景気後退懸念が増幅され、NYダウやS&P500指数にも弱気相場入りする可能性
8. **Why the Worst May Not Be Over for Tech Stocks 下降局面の行方**→ P.22 【ハイテク】
需要の軟化は数四半期継続する見込み、回復時期の見極めが重要に
9. **Companies Might Slow Down the Dividend Hikes 来年の配当成長率**→ P.24 【配当金投資】
ゴールドマンは6%に低下と予想 金融セクター、特に米大手銀の配当成長率に注目
10. **Preview 今週の予定**→ P.25 【経済関連スケジュール】
2018年の株式市場に見られた意外性

※ 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. What's Next for Silicon Valley? ベンチャーキャピタル投資 ベンチャーキャピタリストによるラウンドテーブル

【座談会】

■ ベンチャーキャピタルにとって厳しい時代

来年は活気ある非上場企業がついに上場する可能性がある一方、上場すると成長のためにはより高いコストが必要とされる。しかし、金利や株価がどうあれ、シリコンバレーなどから生み出されるテクノロジーは世界を揺るがすだろう。以上が、ベンチャーキャピタリストによる本誌ラウンドテーブルのポイントである。このラウンドテーブルでは、主に二つのテーマが議論された。一つはベンチャーキャピタル (VC) とスタートアップ企業が直面する課題と機会、もう一つは新興テクノロジーの概観だ。後者は、S&P500 指数構成企業の約 3 分の 1 を脅かす可能性がある。

今回の参加者は、T.ロウ・プライスで米国グロース株の最高投資責任者 (CIO) を務めるヘンリー・エレンボーゲン氏、ウィンズロー・キャピタル・マネジメントのグロース株戦略リードポートフォリオマネジャーであるケリー・フリン氏、ビジネス向け交流サイト (SNS) 大手リンクトインの共同創業者で、VC のグレイロック・パートナーズのパートナーであるリード・ホフマン氏、創業間もない企業への投資・指導を手掛ける Y コンビネーターのパートナーであるアリ・ロウガニ氏、VC のゼネラル・カタリストでパートナーを務めるヘマント・タネジャ氏である。

本誌：技術変化、豊富な人材や資金といった面から見て、現在は VC 投資の黄金時代と思われるが？

ホフマン氏：多くの VC は厳しい時代だと考えている。理由の一つは、クラウドコンピューティング、人工知能 (AI)、拡張現実 (AR)、仮想現実 (VR) など、技術トレンドが多岐にわたることだ。VC は通常、次の 10 年に成長する分野の一つを見つけ出して投資する。その後、その分野に多額の資金が集まり、市場が発展する。しかし、多様なトレンドが存在する場合、市場の発展などに十分な資金が集まらない可能性がある。何に投資すべきかが明確でないためだ。

エレンボーゲン氏：フェイスブック (FB)、グーグル親会社のアルファベット (GOOGL)、アマゾン・ドット・コム (AMZN) などの支配的な上場プラットフォーム企業を考えてみてほしい。多くの投資家は、投資先の新興企業がこうした大手企業と競合することを望まない。さらに、ホフマン氏が指摘した通り、次世代のプラットフォームとなり得るものが数多く存在している。その結果、最も魅力的な投資対象は、他の企業が迅速に行動するための基礎を提供する企業となっている。例えば、オンライン決済処理会社のストライプ、空調・電力管理ソフトウェアを手掛けるサービスタイタン、レストラン管理ソフトウェアを提供するトーストなどだ。

タネジャ氏：iPhone (アイフォーン) とアップストア、アマゾン・ウェブ・サービス、フェイスブック・コネクトによって 2007 年頃に始まった技術サイクルは、数年前に終了したとみられる。現在はドローン、AI、VR、ゲノム編集技術のクリスパーなど、次のサイクルを加速する多くの革新的技術が存在する。これらの技術はまだ初期段階だ。2007 年以降、コンテンツ、コミュニティーや商取引のオンライン化が進み、経済のあらゆる部分に変化の機会が生じた。現在の起業家は、金融、医療、製造業に破壊的変革を起こそうとしている。こうした長期的変化は、次の技術サイクルが始まる前に、興味深い新事業を生み出すと考えている。

ロウガニ氏：VC にとっての黄金時代かどうかは別として、非上場企業への投資にとっての黄金時代であることにはみな同意すると思う。このトレンドは、優れた創業者たちが自社を長期にわたって非上場としたことで生じた。企業が上場しない理由の一つは、非上場企業への投資に熱心なファンドなどの存在だ。従来、上場の最大のメリットは、多額の資金調達が可能となることだった。そのメリットが消えた現在、創業者たちは上場の



Reid Hoffman

メリットとデメリットを天秤（てんびん）に掛けている。上場すると経費が掛かり、説明責任が重くなる上、ボラティリティも高まる。新規株式公開（IPO）後の人材流出の危険もある。



Henry Ellenbogen

■ 長期にわたって非上場であることはプラスか

Q：ハイテク企業にとって、長期にわたり非上場であるのは良いことだろうか？

フリン氏：ハイテク企業だけでなく、多くの企業にとって良いことである場合が多い。株式市場は利益の変動を嫌う

ため、非上場企業の方が事業投資の自由度が高い。また、

タネジャ氏が近著で指摘した通り、デジタル通信技術の発達によって、規模の拡大を迅速化できるようになり、早い段階で堅固なビジネスモデルを構築することが可能になった。

エレンボーゲン氏：長期にわたって上場しないことが企業にプラスとなるかは、まだ明確な結論が出ていないと思う。一部の非上場企業では、多額の資金を集めているにもかかわらず、社内の規律が整っていないのではないかと懸念している。こうした企業は、事業効率や投下資本利益率を高めることを学習する機会がない。学習が遅れた場合、ゾンビ企業が生まれる可能性がある。

ホフマン氏：確かに、株式市場は説明責任や戦略性を企業に求める。だが、優れたプライベート投資家にも同じことが言える。また、フリン氏が指摘した通り、上場企業は大胆にリスクを取りにくい。多種多様な株主に対応するのと、数人の投資家と交渉するのでは、必要なエネルギーが全く違う。

Q：シリコンバレーのスタートアップ企業への資金流入を止める可能性があるものは何か？

エレンボーゲン氏：投資家はリターンを求めており、その点で規律が働く。また、VC市場はナスダック総合指数との相関性を持つ傾向がある。今年、ナスダック総合指数は高値から約10%下落した。弱気相場入りした場合であっても、VCが支援する企業の一部は、投資家から高い水準のリターンを要求されるとみられる（12月21日にナスダック総合指数は高値から20%以上下落し、弱気相場入りした）。

フリン氏：特に投資家が多く、企業価値も高い非上場企業の一部が、2019年に上場する予定だと公表している。従って、大規模なIPOが、ミドル・レイターステージのVC投資に対する投資家の見方を決める可能性がある。

ロウガニ氏：プライベート市場の活動や投資機会が変わるとすれば、高成長の機会が消滅した場合以外には考えられない。これが起こるのは、非常に魅力的な企業の創業者たちが一斉に早期上場を決めたときだろう。

Q：ライドシェア大手のウーバー、リフトや、民泊仲介サイトのエアビーアンドビーは、いずれも企業価値評価が非常に高く、2019年に上場する公算が大きい。これらの企業が評価額を伸ばし続けるには、何が必要だろうか？

エレンボーゲン氏：投資先の企業についてコメントするのは難しいので、IPO全般について話すこととした。今年はIPOの件数が好調だった。金融市場が緩和的である限り、多くの企業が来年上場するのは歓迎だ。当社は、投資家がS&P500指数構成企業の約30%について、破壊的技術による影響や企業価値に関する懸念を持っていると推定している。この懸念のため、上場企業の投資家にとって投資機会は縮小している。従って、一部の非上場企業の上場だけではなく、上場市場が他の非上場企業の資金源となるかという点も注目される。

自動運転技術開発大手のオーロラを例に取ろう。同社は企業のライフサイクルにおいて比較的アーリーステージにある。だが、仮にウーバーが市場に好感され、人々が自動運転の未来について考え始めたとする。こ

の場合、現在製品が存在しなくても、最終市場は数兆ドル規模になるとみなされるかもしれない。市場環境が良好ならば、こうした企業が 2019 年か 2020 年に受け入れられる可能性は十分にあるだろう。

タネジャ氏：2020 年の株式市場についての見通しは非常に不透明だ。強気相場はあまりに長く続いており、このことが 2019 年の投資家心理の動向に影響するだろう。企業は IPO の時期をうかがっており、安全性を重視している。2019 年はかなり積極的に IPO が行われると予想する。

■ 注目の新興テクノロジー

Q：VC 投資家として最も興味がある新興テクノロジーは何か？上場企業の投資家が最も注目すべき新興テクノロジーは？

ロウガニ氏：輸送がサービス化するのほぼ確実だ。自動車を保有することは、多くの人にとって必須ではなくなるだろう。このことは不動産、エネルギー、ガソリンスタンド、都市交通などに大きな影響を与える。問題はそれがいつ起きるかということだが、はっきりとは分からない。スタートアップ企業の中では、オーロラや、自動運転トラックの開発を手掛けるエンパークに注目している。

ホフマン氏：自動運転については、お互いに競合しない三つの分野で 3 社に投資している。まず、自動運転車の頭脳に当たる部分を開発するのがオーロラだ。第 2 の投資先であるニューロは、電動の自動運転配達車を開発している。物流の分野で新たな機会を生み出しており、アマゾンなどの現地配達に影響を与える可能性がある。第 3 の投資先であるノートの AI プラットフォームは、双方向カメラを使用して、安全性に関するフィードバックをドライバーに提供する。

Q：アリゾナ州でウーバーの自動運転車が事故を起こし、歩行者が死亡した。自動運転車の商用化に関して、損害賠償などの問題についてどう考えるか。

ホフマン氏：米国の投資家として、可能な限り大きな進歩があることを望んでいる。われわれは米国の自治体だけではなく、シンガポールやドバイなども話している。米国の政府は、自動運転車の採用によって交通事故の死亡者数の 90% 減少を目指すべきだ。しかし、規制や保険などの問題を解決できなければ、別の場所で技術開発に取り組まざるを得ない。

タネジャ氏：海外での技術開発には前例がある。創薬業務の多くは最初に欧州で行われ、次に米国で実施されるが、それは食品医薬品局（FDA）の承認が遅いためだ。新薬の特定と治験のプロセスは、AI によって根本的に変わりつつある。このことは新薬開発のコスト構造を変え、全く新しい製薬企業の誕生につながるだろう。

タネジャ氏：新薬開発はブロックバスター（年間売り上げ 10 億ドル以上の製品）中心ではなくなる。バイオ医薬品産業全体が、一部の患者に有効な少量の製品を開発する方向に移行するとみられる。多くの企業は、新薬候補の発見に機械学習を活用し、標的とすべき DNA を特定している。従来、バイオ医薬品会社はソフトウェアに重点を置いていなかったのが、非常に大きな破壊的革新だと言える。

ホフマン氏：クラウドコンピューティングは既に十分成長したとみなされている。しかし、さまざまなデータと VR・AI 技術の組み合わせには驚くべきポテンシャルがある。例えば、平均並みの放射線科医と、訓練を積んだ AI プログラムのどちらにレントゲン写真を読んでもほしいと思うだろうか。

タネジャ氏：非常に多くのアプリケーション・ソフトウェア企業が業務に効率性をもたらすと考えられる。データに知見が加わることで、ワークフローの見直しにつながる。ホフマン氏の例で言えば、コンピューターは 99% のレントゲン写真



Hemant Taneja

を安全に読み取れる。そのため、放射線科医は注意が必要な患者に集中することができるだろう。

■ 破壊的変革が予想される業界は

Q：その他に破壊的変革が起きる分野は？

ホフマン氏：農業だ。天候や土壌のデータを分析し、いつ、どこで、何を植えるかの判断を行う。合成生物学を活用して、土壌の栄養素を改善することができる。



Kelly Flynn

タネジャ氏：天候に影響を受けないように、室内に農場を築くことができるはずだ。データを活用して、照明、水やりや肥料を最適化する。農業は、現在よりも安定的で再現可能なプロセスにすることが可能だろう。室内農業を手掛けるパワリーなどのスタートアップ企業は、急速に規模を拡大している。

Q：金融サービス業界では多くのスタートアップ企業が成功を収めている。業界の見通しは？

タネジャ氏：決済分野で特に大きな変化が起きている。大銀行の顧客満足度が低い一方、低所得層に狙いを定めた新銀行が好調だ。米国の他にも、規制環境が好ましい欧州で興味深い企業が出現しており、ネット銀行のレボリュート銀行とモンゾ銀行は英国で急拡大している。今後、銀行機能の多くはクラウド上に移行し、必要とされる従来型の銀行は減るだろう。上位 2~3 社の銀行プラットフォーム上で、多数の新銀行が競う形態となるかもしれない。

エレンボーゲン氏：銀行業界の変化について語るなら、中国の電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団、BABA）傘下のアント・フィナンシャルと、インターネットサービス大手テンセント・ホールディングス（700.香港）傘下のテンペイは欠かせない。両社はともに決済サービスを提供している。こうした分野では、決済処理とデータ管理のソフトウェアが統合され、小規模企業が顧客に提供できる価値が高まるとみられる。事業用のソフトウェアと決済インフラを組み合わせることで、一連の金融サービスを提供し、経済成長を推進することができるだろう。

Q：クレジットカード大手のビザ（V）とマスターカード（MA）は、なぜ破壊的変革に強いのだろうか？

エレンボーゲン氏：ネットワーク効果が強力なためだ。例えばアップルペイは、クレジットカード会社の決済ネットワークを利用している。ただし、この状況はいつか変わるだろう。

フリン氏：グーグルのように支配的な既存企業や、資本が潤沢でネットワーク効果の恩恵を受けている企業が存在する場合、スタートアップ企業の競争優位性を評価するのは難しい。

Q：そのような問題にどう対処しているか？

フリン氏：アマゾンなどの巨大企業は、デジタル通信や E コマースの枠組みの構築を支援しているが、こうした枠組みがうまく活用されていない分野も存在する。当社はこうした分野に投資している。また、フェイスブックやグーグルなどは多くの問題を解決したが、特に小規模企業や地方企業にとって新たな課題や事業機会を生み出した。ショッピングファイ（SHOP）は、小規模企業向けの E コマース用プラットフォームを提供することでこの問題に対応している。

ロウガニ氏：大企業はいつの時代も存在したが、現在の大企業が異なる点は行動の素早さにある。こうした企業は強力な中核事業を構築しているだけでなく、それを超えて事業を実行・拡大する能力が非常に優れている。また、競争力が高いだけでなく、多くの人材を採用・保持している。こうした企業によって人件費が上昇したことなどにより、スタートアップ企業の性質は大きく変化した。アマゾン・ウェブ・サービスなどのおかげで、スタートアップ企業の創業はかつてなく容易になっているが、優れた企業を築くのに必要な人材を確保するのはかつてなく困難だ。

Q: エレンボーゲン氏が言及した S&P500 指数構成企業の 30%のうち、これまで話に出ていない中で特に脆弱（ぜいじゃく）な業種は何か？

エレンボーゲン氏：従来型メディアや小売企業、法人向けハイテク企業が挙げられる。輸送業界にもリスクがあり、ホスピタリティー業界も困難に直面している。なお、輸送業界には輸送機器だけでなく物流なども含まれる。株式市場はこうした業界の一部にまだ注目していない。変化が起きる時、通常は既存企業よりも早期段階の企業に有利に働く。言い換えれば、この 30%の分野は低迷するのではなく、成長する公算が大きい。

フリン氏：消費者向け加工食品メーカーも脅威にさらされている。これまで主にテクノロジーについて話してきたが、消費者の嗜好の変化も破壊的だ。消費者は健康、ブランドの「本物」らしさ、持続可能性を重視するようになった。最も重要な点として、ブランドに対するロイヤリティが低下している。これは大手メーカーにとって困難な事業環境だ。その上、テクノロジーによって、生まれて間もないブランドでも宣伝が容易になり、非常に速く規模を拡大することが可能となった。

タネジャ氏：ヘルスケアセクターでは、IT スタートアップ企業が急速に規模を拡大している。この分野では、大手ハイテク企業の後押しなどもあってソフトウェア基準の策定が進んでおり、イノベーションが増えるだろう。ヘルスケアは国内総生産（GDP）の 20%を占めるが、現在のヘルスケア業界のソフトウェア系企業は最大でも 250 億ドル程度の価値しかない。今後 10 年で大幅に成長する機会がある。

■ 来年の注目点

Q: 最後に、VC やイノベーションの観点から来年注目すべきものは何か？

フリン氏：「#Me Too」運動などが広まる中、ハラスメントなどが企業価値や事業に与える影響はかつてなく大きくなっている。インテグリティ（誠実性）は一層重要な投資テーマとなるだろう。

ホフマン氏：宇宙と仮想通貨に関心がある。仮想通貨については、スマート契約などが興味深い。仮想通貨は現在は単なる投機だが、注目が必要だ。

ロウガニ氏：AI に重点を置く。特に AI によって製品がどう改善されるかに注目している。数年以内に、ほぼ全ての業界で既存製品の AI 版が発売されるだろう。

エレンボーゲン氏：米国経済をけん引してきたテクノロジーとイノベーション精神は、国としてのブランドや、移民に対するスタンスと無関係ではない。米国は、イノベーションを推進するための知的資本をめぐる長期的な競争の最中にある。多様な人材が集まり、経済をけん引する企業を生み出せる国であることは極めて重要だ。

タネジャ氏：政府機関との関与を深めることが必要だ。米国政府は非常に非効率であり、迅速性と効率性を高めるための取り組みが十分になされていない。この分野でイノベーションが増えることを望んでいる。



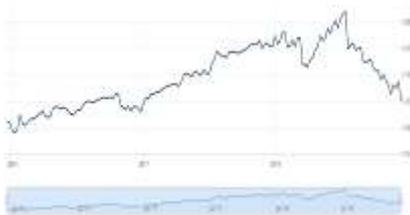
Ali Rowghani

Here are some fast-growing startups to watch.

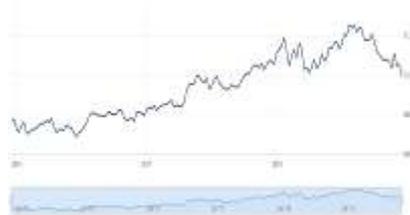
Company	Description	Recent Valuation	Amount Raised	Start Date	Location	Website
Uber	Ride-sharing	\$76b	\$24.2b	2009	San Francisco	uber.com
Airbnb	Online hospitality	31b	4.4b	2008	San Francisco	airbnb.com
Stripe	Payments processor	20b	685m	2010	San Francisco	stripe.com
Lyft	Ride-sharing	15.1b	4.9b	2012	San Francisco	lyft.com
Warby Parker	Eyewear retailer	1.75b	290.5m	2010	New York	warbyparker.com
Discord	Chat platform for videogame players	1.65b	129m	2012	Burlingame, Calif.	discordapp.com
Allbirds	Wool footwear	1.4b	77.5m	2015	San Francisco	allbirds.com
Toast	Restaurant-management software platform	1.4b	249m	2011	Boston	pos.toasttab.com
Fundbox	Small-business financing	370m	107.5m	2013	San Francisco	fundbox.com
Nuro	Self-driving vehicles	362m	92m	2016	Mountainview, Calif.	nuro.ai
Bowery Farming	Indoor produce farming	350m	141m	2015	New York	boweryfarming.com
Aurora Innovation	Self-driving vehicles	321m	90m	2016	Palo Alto, Calif.	aurora.tech

Sources: VentureSource; PitchBook; Crunchbase

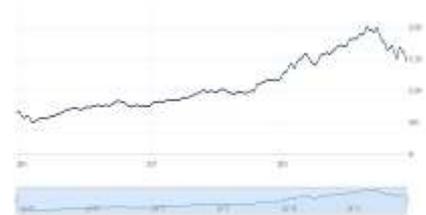
Facebook Inc. CIA (FB)



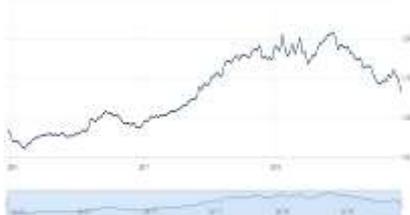
Alphabet Inc. CIA (GOOGL)



Amazon.com Inc. (AMZN)



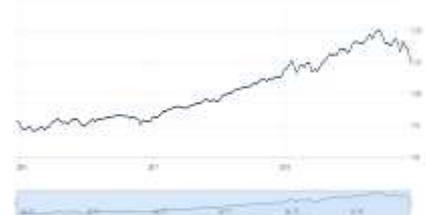
Alibaba Group Holding Ltd. ADR (BABA)



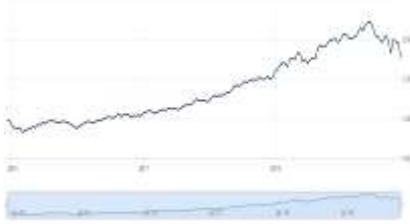
Tencent Holdings Ltd. (HK:0700)



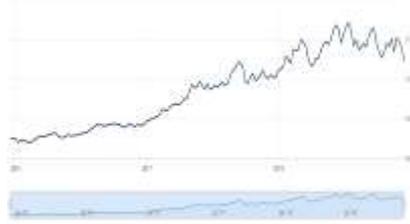
VISA Inc. CIA (V)



Mastercard Inc. (MA)



Shopify Inc. ClA (SHOP)



チャートは3年

By LAUREN R. ROBLIN
(Source: Dow Jones)

2. Why Investors Should be Wary as Unicorns Finally Seek IPOs ユニコーン注意 【IPO】 来年予定されるユニコーン企業の新規株式公開（IPO）には落ち着いた対応を

■ リフトとウーバーの動向を注視

来年は、ライドシェア大手のリフトとウーバー、宿泊プラットフォームのエアビーアンドビー、職場コミュニケーションツールのスラック、画像共有大手のピンタレスト、シェアオフィス大手のウィーワークといった有名企業による新規株式公開（IPO）の波が予想されている。

評価額が 10 億ドルを上回るユニコーン企業の中でも特に大型の数社の上場は、株式市場と共に低迷している IPO 市場を活性化させるかもしれない。既に、来年の IPO の調達金額は、2014 年の 850 億ドル以来最大の 600 億ドル以上と予想されている。



しかし、IPO とその株式市場への影響には期待し過ぎない方がよい。公開前の高いバリュエーションは、少なくとも短期的には、株価への失望につながる可能性がある。そして、そもそもその企業が本当に上場するのかという問題がある。ここ数カ月の株式市場ではハイテク銘柄が下落し、IPO と流通市場の取引にも悪影響が及んでいるからだ。

IPO 関連情報を提供する IPOscoop.com によると、米国内で IPO を実施した直近の 100 社のうち、65 社の株価が公募価格を下回っている。2018 年の IPO については、公募価格からのリターンはマイナス 2.3%となっている。また、IPO 銘柄の上場投資信託（ETF）を運用するルネサンス・キャピタルによると、初日終値からのリターンはマイナス 16.9%となっている。ルネサンスの共同創業者であるキャスリーン・スミス氏は、「これらの極めて低調なリターンは、2019 年初頭の IPO に影響を及ぼすだろう」と述べる。

さらに、公開市場ではバリュエーションが低下しており、非公開企業のバリュエーションに圧力がかかり、上場する利点が損なわれる可能性がある。

市場を占う大型 IPO 案件が、来年初めに予定されているリフトとウーバーだ。両社とも暫定的ながら、既に IPO を秘密裏に申請している。IPO 調査会社マンハッタン・ベンチャー・パートナーズは、リフトの公正市場価値を 190 億ドル、ウーバーを 520 億ドルとしている。最近の非公開市場での資金調達では、リフトは 151 億ドル、ウーバーは 760 億ドルと評価された。

■ 公開後下落する傾向を回避できるか

インスティテューショナル・ベンチャー・パートナーズのゼネラルパートナーを務めるサンディー・ミラー氏は、「市場が好意的に反応すれば、より小さなユニコーンもこれに続く可能性がある」と述べる。ユニコー

ンとされる企業は全世界に約 300 社あり、推定 1 兆ドルの価値を持っている。報道によると、スラックは投資銀行のゴールドマン・サックス (GS) を来年の IPO の主幹事会社に起用しており、ピンタレストは、早ければ 4 月の IPO に向けて、1 月に幹事会社を検討すると考えられている。

中国の大手企業も米国で IPO を行う可能性がある。フィンテック企業アント・フィナンシャル (評価額は 1500 億ドル)、ライドシェア企業ディディ (滴滴出行、推定 560 億ドル) などだ。スミス氏によると、これらが全て上場すれば、2019 年の IPO による資金調達額は 500 億~700 億ドルに達する可能性がある。

大麻会社ティルレイ (TLRY) は上場以来 350%以上上昇しているが、自動車保険比較サービスのエバークオート (EVER)、バイオ医療機器のエレクトロコア (ECOR)、バイオ医薬品のネオン・セラピューティクス (NTGN) など多くの企業は、IPO 価格から 60%以上下落している。

オンライン調査会社サーベイモンキーの親会社である SVMK (SVMK)、オンライン音楽事業のテンセント・ミュージック・エンターテインメント・グループ (TME)、バイオ医薬品のモデルナ (MRNA) など、今年幾つかの大型 IPO で、株価が公募価格を下回っている。家庭用スピーカーのソノス (SONO) は、8 月の IPO から 50%下落している。

それでも、クラウド通信プラットフォームのトゥイリオ (TWLO) の例は、市況が悪くても上場できることを示している。同社が上場したのは、2016 年のハイテク IPO の停滞期で、英国で欧州連合 (EU) からの離脱 (ブレグジット) をめぐる国民投票が実施された日だった。トゥイリオのジェフ・ローソン最高経営責任者 (CEO) は、「われわれは正しい理由から上場した。自分たちの事業に対する強固な信念と、儉約へのコミットメントだ」と述べる。

■ IPO をあえて選ばない活路も

多くのユニコーンが上場するプレッシャーを感じる一方、非公開市場には豊富な資本があり、企業は公開市場が乱高下する時期をやり過ごせるようになってきている。上場は四半期ごとの決算報告、アナリストとの電話会議、規制当局からのより厳しい監視をも意味する。それは自由な企業文化をおとなくしてしまうことにもなりかねない。

データマイニング企業のパラティアなど、機密性を重視する企業にとって、コストをかけて上場することは特に魅力的ではない。また、ウォール街とつきあいたくない場合もある。ロケット事業のスペース X は非公開市場から 5 億ドルを調達したばかりだが、これは創業者のイーロン・マスク氏がウォール街との取引に関心がないことの表れと言える。

スペース X はフィデリティやベンチャーキャピタル会社のドレイパー・フィッシャー・ジャーベットソンなどから 25 億ドルを調達し、民間ロケット事業を一新した。ソフトバンクグループのベンチャーファンドから 84 億ドルの支援を受けたウィーワークは、全国規模で共有オフィススペースを展開し、多額の資金を消費しながらも順調に成長している。

一方、ユニコーン投資家の基盤は、従来のベンチャーキャピタルをはるかに超えて拡大している。フィデリティや T.ロウ・プライスのようなファンド会社は、数十億ドルをユニコーンや他の新興企業に投入してきた。T.ロウ・プライスは、オンライン眼鏡店のワービー・パーカー、ペット関連サービスのローバー、スラックなどに対する 2018 年の資金調達ラウンドを含め、2009 年以来 15 億ドルを投資している。T.ロウ・プライスのニュー・ホライズンズ・ファンド (PRNHX) は、2017 年に 31.5%のリターンを上げた。これには、ソフトウエア開発のアルタシアン、自動車販売のカーグルズ、およびフードデリバリーのグラブハブという非公開企業 3 社も寄与している。

ベンチャーキャピタルやプライベート投資家にとって、IPO は唯一のエグジットではない。ソフトウエア開

発共有サービスのギットハブはマイクロソフト (MSFT) に 75 億ドルで買収されたし、オンライン調査のクアルトリクスは、SAP (SAP) からの買収を 80 億ドルで受け入れた。ウーバーとエアビーアンドビーは飲み込むには大き過ぎるかもしれないが、スラック (評価額は 71 億ドル) やピンタレスト (123 億ドル) といった他のユニコーンは、買収も考えられる規模だ。

非公開企業のまま買収されることは、ミールキット大手のブルー・エプロン・ホールディングス (APRN) やソーシャルメディア企業スナップ (SNAP) と同じ運命をたどるよりも魅力的かもしれない。どちらも 2017 年に上場し、その後株価が 80% 以上下落した。スナップの価値は現在 65 億ドルと、2016 年にグーグルの親会社アルファベット (GOOGL) が提示した 300 億ドルを大きく下回る。

■ 上場後数カ月は待つべき

ユニコーンが上場する場合、投資家はその事業に関する基本情報を、通常 IPO の数週間前に提出される申請書類で確認し、上場している他社と比較することができる。例えば、証券サービスのロビンフッドは、イー・トレード・フィナンシャル (ETFC) と比較されることになる。

ユニコーンの資本やガバナンスの構造は、株主に優しいとは限らない。ユニコーンには平均 8 種類の株式クラスがある。ブリティッシュコロンビア大学のウィル・ゴーン教授とスタンフォード大学のイリヤ・ストレブラエフ教授の研究によると、その一部は普通株主よりも有利な条件の転換優先株式であることが多い。

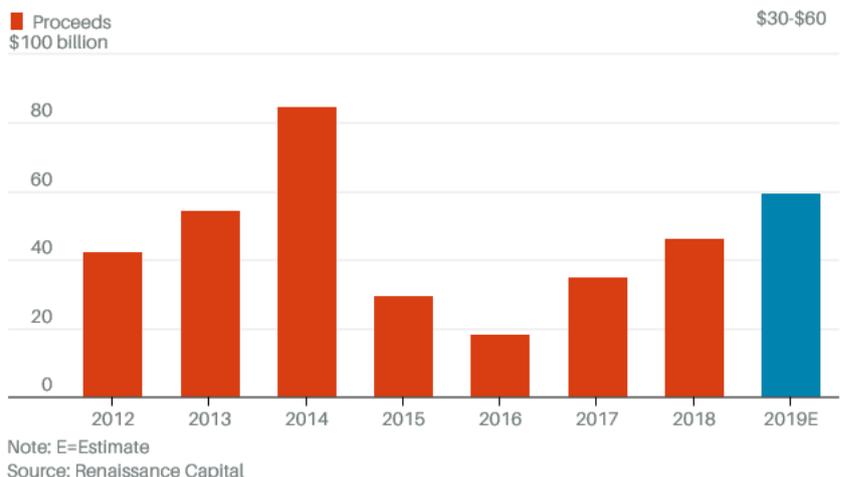
それらの優先株式によって評価額が過大になっている場合があり、優先株式を調整すると、135 社のユニコーンの過半数がその条件である 10 億ドルを下回っている、と彼らは結論付けた。「普通株式はあらゆる保護を欠いており、56% 過大評価されている」と彼らは書いている。

ユニコーンが上場した場合、投資家は恐らく株式を購入する前に待つべきだ。上場直後の数カ月が事業の本質を反映することはめったにない。ロックアップや静粛期間の終了とともに、株価は上下する。

「単純な話で、本当に注目されている IPO であれば、バリュエーションもかなり高くなる。公開市場で購入しようとするれば払い過ぎになる。6 カ月待つのが入り口として妥当だ」と、ファーストハンド・テクノロジー・オポチュニティーズ・ファンド (TEFQX) のマネジャーを務めるケビン・ランディス氏は指摘する。

IPOs on the Go

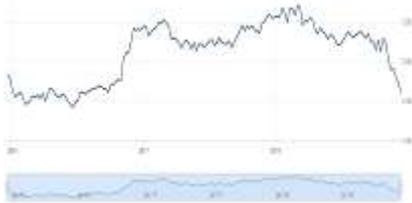
The number of new stock listings rose this year to their highest since 2014. Next year's IPO market is expected to be even more robust.



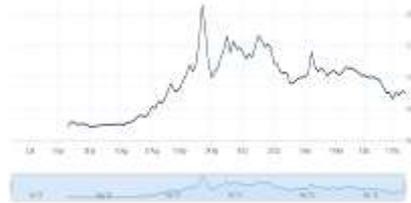
ベンチャーキャピタリストは何百もの企業を支援し、少数の満塁ホームランを望みつつ、95%が単打、2塁打、またはストライクアウトになることを想定している。フロリダ大学でIPOを研究するジェイ・リッター教授は、「一つのフェイスブックにつき、誰も聞いたことのない失敗企業が100社存在する」と述べる。

デビュー直後のユニコーンからの投資リターンは、神話上の獣そのものと同じくらい捕らえ難いのかも知れない。

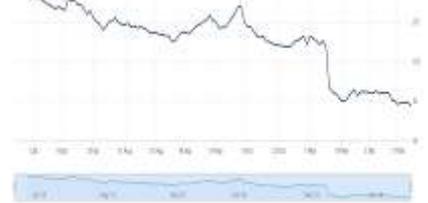
Goldman Sachs Group Inc. (GS)



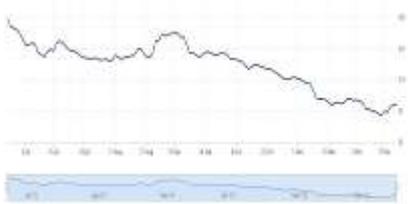
Tilray Inc. Cl 2 (TLRY)



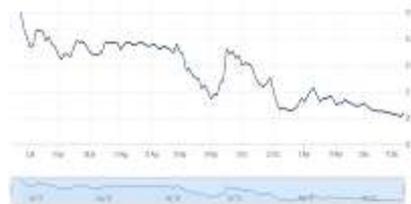
EverQuote Inc. Cl A (EVER)



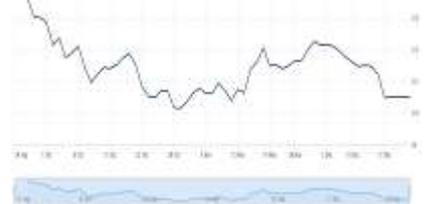
electroCore Inc. (ECOR)



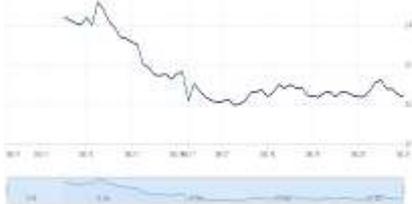
Neon Therapeutics Inc. (NTGN)



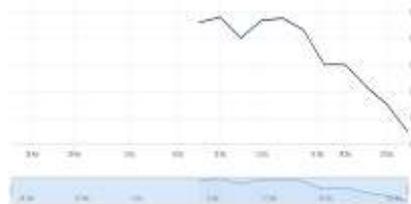
SVMK Inc. (SVMK)



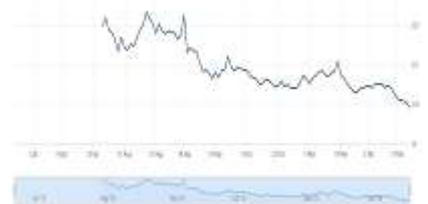
Tencent Music Entertainment Group ADR (TME)



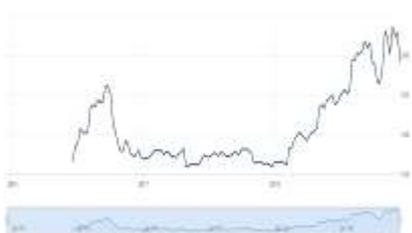
Moderna Inc. (MRNA)



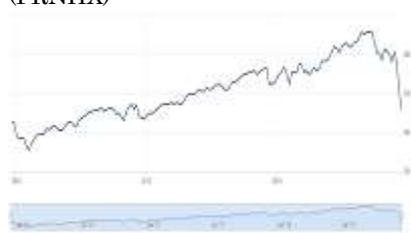
Sonos Inc. (SONO)



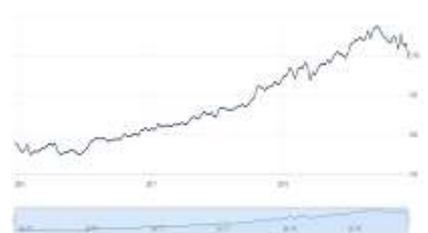
Twilio Inc. Cl A (TWLO)



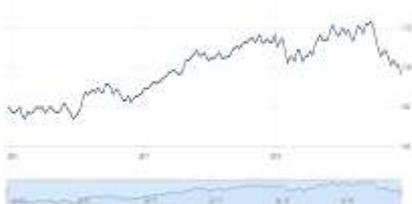
T Rowe Price New Horizons Fund (PRNHX)



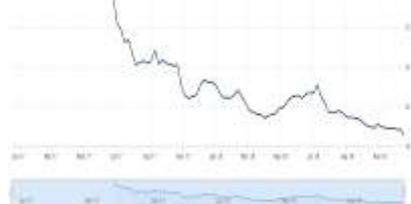
Microsoft Corp. (MSFT)



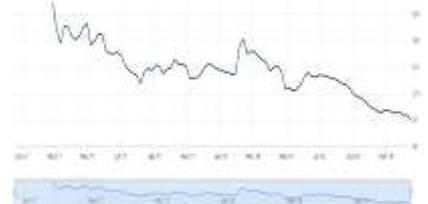
SAP SE ADR (SAP)



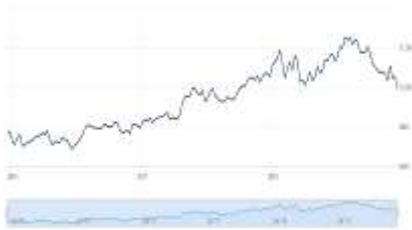
Blue Apron Holdings Inc. Cl A (APRN)



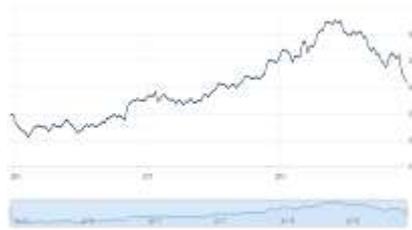
Snap Inc. (SNAP)



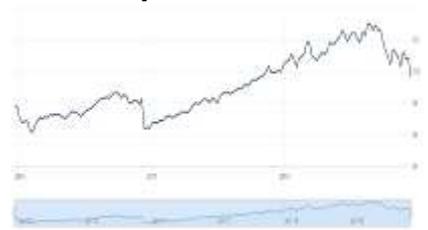
Alphabet Inc. CIA (GOOGL)



E*TRADE Financial Corp. (ETFC)



Firsthand Technology Opportunities Fund (TEFQX)



チャートは3年 (APRN, SNAP は2年;
TLRY, EVER, ECOR, NTGN, SONO
は6カ月; SVMK は1カ月; TME は10
日)

By DAREN FONDA and
JON SWARTZ
(Source: Dow Jones)

3. Here's Why Gas Prices Should Stay Low Through Winter 石油価格 【インタビュー】 マラソン・ペトロリアムのゲーリー・ヘミンガーCEO に聞く

■ 今年の冬のガソリン価格は低位にとどまる見込み

大手エネルギー会社マラソン・ペトロリアム (MPC) のゲーリー・ヘミンガー最高経営責任者 (CEO) に話を聞いた。同社は、日量 300 万バレルの原油を石油製品に変える能力を持つ施設、さらにスピードウェイやマラソンなどのブランド名を冠した約 1 万 2000 カ所のガソリンスタンドを擁する。



Marathon Petroleum CEO Gary Heminger.

本誌：米国の平均ガソリン価格は1カ月で26セント下落して1ガロン当たり2ドル37セントだが、理由は？下落は続くか？

ヘミンガー氏：一つの理由として、春夏はドライブに出かけるが、今は季節的には需要が少ないことがある。原油から溜出油（灯油や軽油）を作ると利益率はガソリンを作るより高いが、溜出油を作るときにはガソリンもできてしまう。従ってガソリンの在庫は十分にある。また、原油価格の劇的なほどの急落も理由の一つだ。ガソリン価格は恐らく冬中2ドル前半程度にとどまるだろう。短期的な原油価格の変化はないと思う。

Q：軽油の方がガソリンよりも利益率が良いというのは、製油会社にとってどういう意味があるか？

A：世界的に軽油がトラック燃料、海運、建設など輸送用燃料として伸びるとの予想で過去10年間に当社は大規模な投資を行ってきた。従って、当社は他の多くの同業と比べて軽油の比率が高い。夏が近づいてくれば、ガソリンの利益率が高まるような変化があるかもしれない。

■ 同業のアンデバーの買収で地理的に拡大

Q：10月に完了したアンデバー買収の対価は約230億ドルと製油業界では過去最大だが、その意義は？

A：アンデバーは製油所の規模が小さく、事業上の効率も劣っていた。一方、マラソン・ペトロリアムは技術、ロジスティック、小売業の資産といった点で非常に優れているが、内陸に位置していた。当社はミシシッピー川の東に位置するが、長期的には東海岸の製油業は困難に直面すると見込まれている。アンデバーの買収は西部への広がりのほか、輸出港として最大級の港のうち5カ所をもたらしてくれる。今後数年は輸出が伸びると予想している。

■ 液体燃料がコスト最低のエネルギーと CEO は考える

Q：トランプ大統領はエネルギー業界にとって最良の大統領だと最近発言したが。

A：トランプ大統領は、米国がエネルギーで優位に立つことは可能と考えており、エネルギー業界の雇用や投資の価値を認識している。大統領は製油所内の増設やパイプライン敷設の許可に必要な時間を短縮した。

Q：トランプ大統領は数年後に実施される予定だった燃費基準を緩和しようとしている。余分にガソリンを燃やすことで引き起こされる環境的影響はどうか？

A：製油業界は、過去 20 年間で排気ガスを 70%以上削減した。これには製油所や自動車のマフラーから出る排気が含まれている。顧客は大型の自動車を欲しがると。フォードはセダン事業から撤退する。

Q：電気自動車についてどう思うか？

A：電気自動車が市場全体に占める割合は小さい。電気自動車は連邦政府や州政府の補助金の恩恵を受けている。顧客は確かな技術を選好しており、結局それは内燃式エンジンだ。液体の燃料で走る自動車が結局のところコストが最安で、これは、今後 40 年は変わらないと私は考えている。

■ トウモロコシ・エタノールはオクタン価の高い燃料

Q：トウモロコシ由来のエタノールはどうか？

A：トウモロコシ・エタノールはハイオクタン燃料で、プレミアムガソリンを作るために非常に必要とされている。規制がなくとも、必要なオクタン価を得るために 10%のエタノールが必要だ。エンジンの高圧縮比化で、トウモロコシ・エタノールが一層必要となる可能性がある。市場でのエタノールの地位を強制的に作るのではなく、市場に決めさせればよいと思うが、エタノールのロビイストは今以上の市場の拡大を望んでいる。環境論者は、エタノールは栽培や収穫にも燃料を消費すると言って反対している。純粋なガソリンの方が恐らく環境に良いだろう。

■ マラソン社の高いフリーキャッシュフロー創出力

Q：アナリストたちはマラソン社を「買い」と評価するが、製油業界の株価は 10 月以降下落している。

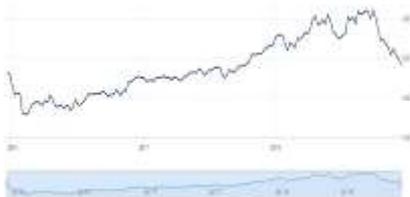
A：製油業界の株価は 2018 年初めから大きく上昇した。今は、軟調な最近の株式相場の中、利益を確定しているのかもしれない。原油価格の低下は原料費の低下につながるのに、製油業界の株価が原油価格と連動して下落するのはもどかしいが。

Q：ウォール街は、マラソン社が今後 2 年間で時価総額の 20%以上ものフリーキャッシュフローを創出すると予想している。配当利回りは 3.1%だ。キャッシュの用途の優先順位は？

A：フリーキャッシュフローの 50%以上を株主に還元すると予想している。自社株買いなら 25 億ドルに相当する。米国では製油能力の拡大はほとんど予想されていない。業界は賢明にも過剰能力に陥らないように努めてきた。設備投資の目的は、増産ではなく、テクノロジーを活用して原料コストを下げ、1 バレル当たりの軽油生産量を上げることだ。というのも、軽油に成長が見込まれるからだ。新たな製油プロジェクトのリターンのハードルは 20%だ。

Marathon Petroleum Corp. (MPC)

チャートは 3 年



By JACK HOUGH
(Source: Dow Jones)

4. Up and Down Wall Street 大幅な株安 前週比では10年ぶりの下げ クローズドエンドファンドに魅力も

【コラム】

■ 最終的には金融引き締めが影響

ニューヨークの冬が21日午後5時23分に公式に始まったが、株式市場はその前に、2008年の金融危機以来としては1週間で最大の下落を記録していた。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は前週比6.87%低下。ナスダック総合指数は同8.36%低下し、高値からの下落率は22%近くとなった。

クリスマスの買い物は、株式市場が時価総額を失う前に恐らくはほぼ終わっていきようが、来月届く証券会社の月次報告書やクレジットカード請求書が、一部の消費者を不安にさせるだろう。



市場で悪いことが起こっている一方で、首都ワシントンDCは元から混乱しているため、大して変わりはない。ちなみにDCは、機能不全の混沌（こんとん）（Dysfunctional Chaos）を意味する。22日（土）の午前0時1分には政府の一部閉鎖が差し迫り、マティス国防長官がサプライズで辞表を提出した。

ニュースは株式市場とワシントンの混沌を結び付けようと躍起だったが、より差し迫った懸念は米連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策だ。フェデラルファンド（FF）金利誘導目標の、先週の0.25%引き上げは広く予想されていたが、声明では、金利の「数回のさらなる引き上げ」は、楽観的な見通しと整合的と「判断した」と述べている。ドットチャート（各FOMC参加者が予想する金利水準を示した分布図）では2019年の利上げ予想回数が3回から2回に引き下げられたが、この声明はその効果を打ち消した。パウエル議長は記者会見で、月額500億ドルのバランスシート縮小ペースが、基本的に続くこと示唆した。

バンクオブアメリカ・メリルリンチのマイケル・ハートネット氏率いるストラテジストらは、流動性吸収は「良いことではない」とレポートしている。量的緩和（QE）が民間の信用市場への資金流入を促して無リスクの国債利回りとのスプレッドを縮小させたように、量的引き締め（QT）はその逆の効果をもたらす。

世界的な株式と社債の価格の低下は金融政策引き締めを反映しており、ハートネット氏のチームは先週の世界5カ国における利上げがその証左だと指摘する。同氏らはレポートで、「2019年のリスク資産の大底は、金融引き締めの終了の時期と重なるだろう」と書いている。

■ クローズドエンドファンドにも打撃

20日のクローズドエンドファンドは最大15%の下落となるほど、一時自由落下状態となった。一部のプロは、これを2008年の金融危機当時の状況に似ていると評した。

株式市場が大幅に下落し、社債市場の投機的な部分もやはり下落した。これは、FRBによる19日の利上げ、2019年の利上げ継続とバランスシート縮小継続の発表を受けたものだ。しかし、クローズドエンドファンドは、原資産の価格低下と、純資産に対してプレミアムでもディスカウントでも取引できるクローズドエンドファンド自体の特殊性によって、価格低下がさらに大幅となった。

また、クローズドエンドファンドの保有者は大半が個人で、彼らはファイナンスの教授が信じさせたがっているような効率性を持ちあわせていない。さらに、時価総額が小さく、少額の売りや買いの注文でも価格が大きく変動し得る。また、21日以降は多くのプロや機動的な投資家が年末休暇入り予定だった上、20日は2018年の税金上の損失計上には最後の売りの機会だった。

売りの一部は個人投資家によるものだ。リバーノース・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ィーブ・オニール氏は、あるクローズドエンドファンドの価格が20日、2013年の新規公開価格を割り込んでから、自由落下状態に入ったことを指摘する。新規公開で購入した個人が損失を抱え、売却を望んだためだと言う。

言うまでもなく、価格下落には合理的でファンダメンタルズに基づく理由があり、特に信用市場に投資するクローズドエンドファンドに当てはまる。投資家が、企業債務の増加や勢いの衰えた経済によって高まったとみなされる信用リスクを埋め合わせるために高い利回りを求めて、ハイイールド債や銀行ローンは大幅に売られた。例えば、上場投資信託 (ETF) で、ジャンク債に追随するiシェアーズ・iボックス\$ハイ・イールド・コーポレート・ボンド (HYG) と、レバレッジド・ローンに追随するインベスコ・シニア・ローンETF (BKLN) も、20日に下げが加速した。

しかし、クローズドエンドファンドは同様のETFよりも下げがきつい。流動性の低さと、リターンだけでなくリスクも増幅するレバレッジが理由だ。しかし、他人が心配している時に欲張りになれというウォーレン・バフェットの信条に従える人々にとっては、格好の買い場だ。一部のクローズドエンドファンドは、額面1ドル当たり82セントまで価格が低下している。

■ 価格低下が買い場に

サバ・キャピタル・マネジメントの創業者であるボアズ・ワインスタイン氏は、クローズドエンドファンドの環境は、2008年後半の暗黒時代よりもはるかに良好だと言い、要因としてレバレッジを挙げる。2008年当時の多くのクローズドエンドファンドがオークションレート優先株を利用しており、最も頻繁な場合には事実上、毎週新規資金を調達しなければならなかった。現在は銀行の融資枠を利用しており、資金調達の信頼性がはるかに向上している。

オニール氏は、リスク回避志向の投資家向けにレバレッジを利用しないクローズドエンドファンドを薦める一方で、ターゲット・ターム・ファンドを最も好んでいる。それは決まった年の精算と純資産の返還を目的としており、リスクを限定できる。比較的短期のターゲット・ターム・クローズドエンドファンドの純資産に対するディスカウントは10%に拡大しており、償還される約3年後までには回復できる可能性がある。さらに、現在の利回りは6%だが、短期金利に連れて上昇すると見込まれ、トータルリターンも魅力的になる。

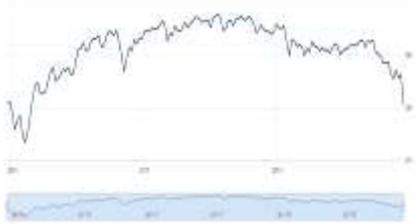
レラティブ・バリュー・パートナーズのモーリー・ファーティグ氏は、精算日の決まっているファンドを好んでいる。イトン・バンス・フローティング・レート 2022 ターゲット・ターム・トラスト (EFL) は、20日の純資産に対するディスカウントが10.04%で、配当利回りは6.41%となっている。また、精算日は決まっていないものの、ヌビーン・クレジット・ストラテジーズ・インカム・ファンド (JQC) に注目している。ヌビーンは先週、15.58%のディスカウントを縮小するために、今後3年間で資産の20%を受益証券保有者に返還すると発表した。市場がそれを無視したとファーティグ氏は述べる。

UBS グローバル・ウェルス・マネジメントのクローズドエンドファンドのストラテジストであるサンギータ・マーファティア氏は、優先株に投資するクローズドエンドファンドの価格が20日に5~6%低下した一方で、純資産の減少は1%以下にとどまっていると指摘する。同氏は、コーヘン・アンド・ステアーズ・リミテッド・デュレーション・プリファード・アンド・インカム・ファンド (LDP) を選択する。ディスカウントは14.8%、利回りは9.41%で、金利上昇に備えてヘッジもしている。ヌビーン・プリファード・セキュリティーズ・インカム・ファンド (JPS) はディスカウントが16.55%で、利回

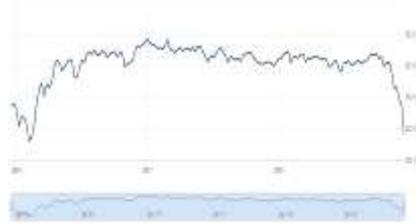


りは 9.01%だ。カラムス・ストラテジック・トータル・リターン・ファンド (CSQ) のディスカウントは 9.63%で、利回りは 10.14%だ (以上、データは 20 日の引け時点で、それぞれのファンドのウェブサイトに基づく)。

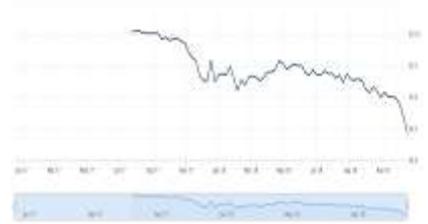
iShares iBoxx \$ High Yield Corporate Bond ETF (HYG)



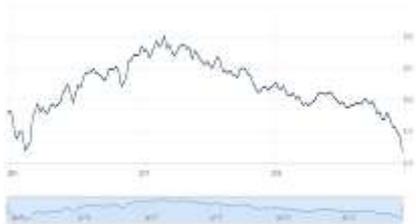
Invesco Senior Loan ETF (BKLN)



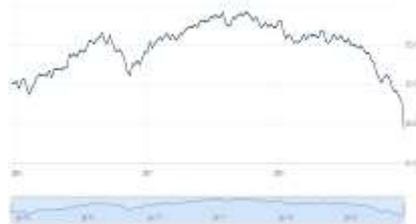
Eaton Vance Floating-Rate 2022 Target Term Trust (EFL)



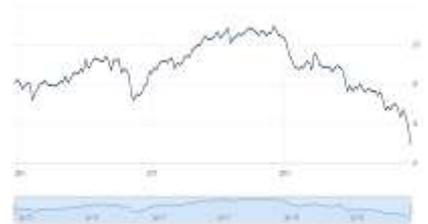
Nuveen Credit Strategies Income Fund (JQC)



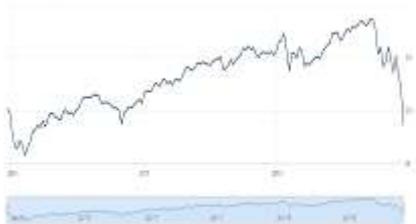
Cohen & Steers Limited Duration Preferred & Income Fund Inc. (LDP)



Nuveen Preferred & Income Securities Fund (JPS)



Calamos Strategic Total Return Fund (CSQ)



チャートは 3 年 (EFL は 2 年)

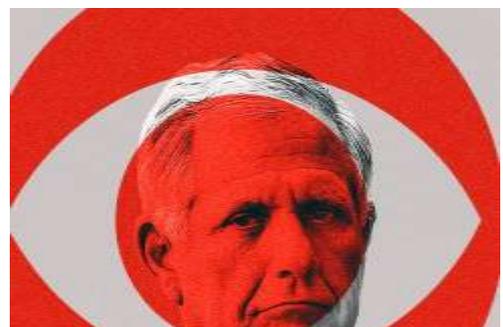
By RANDALL W. FORSYTH
(Source: Dow Jones)

5. How Zero Severance Could Be a Turning Point セクハラ訴訟の転換点 【企業統治】 レスリー・ムーンベス氏への退職金不払いは先例となるか

■ 「正当な理由」

メディア大手 CBS (CBS) のレスリー・ムーンベス前最高経営責任者 (CEO) が巨額の退職金をもらい損ねたことは、セクハラ訴訟のパターンを変える契機となるかもしれない。そしてセクハラに加害者が実質的に重い責任を負う事例が、点から線へとつながっていくきっかけになるかもしれない。

ニューヨーカー誌による一連の告発記事で辞任へ追い込まれたムーンベス氏だが、当初は 1 億 2000 万ドルもの退職金を受け取る可能性があった。しかし、CBS は同氏が保身のために虚偽の報告や証拠の隠滅を行ったとして、解雇に踏み切った。



Les Moonves

この退職金不払いで計算を大きく狂わされるのは、ムーンベス氏にとどまらないかもしれない。これまで、セクハラ訴訟は不条理を生んできた。すなわち、被害者が受け取る和解金よりも多い金銭を加害者が手にする事例が目立つ。情報が非常に少なく定かでないものの、セクハラをされるよりした方が金になるようだ。

それは加害者の地位がもとより高いというだけでなく、その多くが解雇を逃れて辞任することに成功してきたためでもある。「重役は『解雇理由』の定義を都合良く決めることが多く、それがこういった事例が多い最大の理由になっている」。フォックスニュースのセクハラ訴訟で従業員 20 人以上の弁護を担当したダグラス・ウィグダー氏は、このように説明する。

スポーツ産業や娯楽産業では「モラル条項」が契約に盛り込まれることが多いが、巨額の退職金を支払わないケースを規定するこの条項が他の業界にも今後波及するかもしれない。

■ 逃げ勝つ加害者

不条理の例を振り返ると、フォックスニュースの元名物司会者ビル・オライリー氏のセクハラ被害者には和解金 4500 万ドルが支払われたが、3200 万ドルを勝ち取った 1 人を除く 5 人の平均受け取り額は 260 万ドル。本人にはその 10 倍近くが支払われた。また、フォックスは別件の被害者で元キャスターのグレッチェン・カールソン氏に 2000 万ドルの和解金を支払ったものの、加害者の 1 人とされるロジャー・エイルズ氏は 4000 万ドルの退職金を受け取った。

タイムズ紙によると、グーグルは携帯端末用基本ソフトウェア (OS) アンドロイドの開発者で、同社がセクハラ加害者として認めたアンディ・ルービン氏に 9000 万ドルを支払った (本人は疑惑を否定)。グーグルはセクハラを告発された他の 2 人にも多額の退職金を付与しているが、これらの報道のあと、過去 2 年間で 48 人をセクハラ行為により解雇し退職金を支払わなかった、と発表した。

加害者のその後のキャリアが絶たれるわけでもない。ルービン氏はグーグルの出資を受けてベンチャー企業を立ち上げ、ヒューレット・パカード CEO の座をセクハラで追われたマーク・ハード氏もオラクルの CEO に収まっている。

一方で、被害者側はキャリアの上でもダメージを負うことになる。推薦や紹介を受けることなく、経験の薄い分野で職を探すことになりがちだ。今までと同じ分野で、同じレベルで仕事を続けることは、できなくなるかもしれない。経験を生かして多様性や社会的一体性の推進役を務めるのがベストというケースも多々あるが、それは決してもともと望んでいた仕事ではないばかりか、人手も余り気味で、報酬的に不十分なことも多い。訴訟に負ければ、アクティビストという弱い立場のみで逆流を生きていくことになる。

「セクハラ被害者は巨額の和解金にあずかれる」というのが一般的なイメージだが、実際はそうでもない。ニュースで大きく取り上げられた後、額が人知れず引き下げられることもザラだ。そもそも、金持ちでも有名でもない者が大きな和解金を受け取るということは、金では償えないほどの大きなダメージを負ったということだ。

■ 抑止力に期待

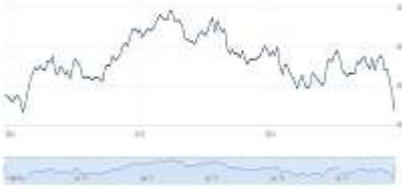
何もセクハラ被害者に訴訟を思いとどませようとしているわけではない。訴訟に踏み切る人々は、上で述べたようなマイナス面を考慮した上で決断している。取材してきた被害者に、訴訟をしたくてした人は 1 人としていない。行き詰まりの末の最終手段として選んだ道なのだ。そして自分自身のみならず過去の被害者のためにもなるという認識に後押しされた決断でもある。

概して才能に恵まれ、夢を持ち、仕事ができる被害者女性は、和解金で余生を過ごすことを望んでいない。彼女らが望むのは働くこと、つまり自分の頭を使って何かを生み出すことだ。社会から消えることなど望んでいない。今の、というか当時の立場にたどり着くまで、懸命に働いてきたのだ。彼女らが望んでいない引退は、会社やその生産性にとっても莫大 (ばくだい) な損失である。

ムーンベス氏の前例により、企業がセクハラ加害者を退職金なしで解雇する道が開けた。これで問題解決が円滑化され、風通しも良くなるかもしれない。長期的には悪行が減り、和解金の支払いも減って会社にも恩恵が及ぶはずだ。

CBS Corp. Cl B (CBS)

チャートは3年



By MARY CHILDS
(Source: Dow Jones)

6. Yes, the Fed Cares What the Stock Market Does FRB は株式市場も注視 【金融政策】 FRB は時機を逸せず景気後退を防ぐ金融政策を講じるだろう

■ 市場価格が下落している

米国株式市場は 9 月下旬の史上最高値からおおよそ 16% 下落、最も低い信用格付けの社債の信用スプレッドは 3% ポイント拡大、原油、銀、木材を含むコモディティ価格も全て大幅に下落した。

このような足元の市場の変化について、パウエル連邦準備制度理事会 (FRB) 議長が水曜日の記者会見で質問された際、同議長は「これが金融引き締めだ」と述べた。トレーダーは、FRB が過去のデータに基づいて行き過ぎた金融引き締め政策を行い、景気後退を招く可能性を懸念している。確かにありうることだが、最も可能性の高いシナリオではない。株価の大幅な下落は、景気後退の予兆にはあまりならないものの、1980 年代初期以来一貫して、金融緩和につながってきた。これまでの経験を踏まえると、FRB は、経済成長の大幅な減速を防ぐ政策を素早く打ち出せないだろうが、景気後退を防ぐ金融政策は時機を逸せず講じるだろう。



金曜日に、ニューヨーク連銀のウィリアムズ総裁はこの主張を補強する発言をしており、仮に「経済をさらに減速させるリスクがある場合」、FRB は金利見通しを「再精査し再評価する準備がある」と述べた。先週、連邦公開市場委員会 (FOMC) はフェデラルファンド (FF) 金利誘導目標を 0.25% 引き上げ、2.25~2.50% とした。

■ 足元の状況は 2015 年末に似ている

現在の世界中の弱気相場は 2015 年末の状況に概ね似ている。当時は、軟調な中国経済や米国金融政策への懸念がコモディティ価格の下落、信用スプレッドの拡大、ドルの高騰や株価の下落を招いた。それにもかかわらず、イエレン前議長は利上げに対する決意を貫き通した。イエレン前議長と当時の政策決定者は、労働市場の改善が賃金の上昇を加速させ、ひいては受け入れがたい消費者価格のインフレをもたらす可能性を懸念していたのだ。結果的に、米国の就業率の上昇にもかかわらず、インフレ率は FRB の目標や見通しとともに継続的に下回っている。

3 年前、FRB 高官は FF 金利を 2016 年に 1%、2017 年にさらに 1% 利上げすることを想定していた。2018 年までに、インフレ率は FRB の目標であった年率 2% に届かず、政策金利は 3.25~3.5% であったはずであり、失業率の下落は 5% をやや下回った水準で踏み留まるはずであった。当時、トレーダーは懐疑的で、2016 年前半までにその幅の利上げが実行される可能性はほぼゼロであった。FRB は、2015 年末の 1 回目の利上げから 1 年後の 2016 年末に、2 回目となる 0.25% の利上げを行った。

それにもかかわらず、FRBによる2016年の路線変更は経済活動の大きな減速を防ぐには十分ではなかった。2014年第1四半期から2015年第2四半期にかけて米国の経済は年平均3.8%拡大したが、その後12カ月はわずか1.3%に留まった。製造業は特に打撃を受け、輸出の減速、輸入の増加や国内製造拠点の移転を余儀なくされた。イエレン前議長と当時の政策決定者にとって心配の種であった労働市場の強さに陰りが見え、労働人口の伸びは急減速し、失業率の低下が止まった。“データ依存”のFRB高官はこの経験を将来の見通しに組み込んだ。2016年末の政策金利見通しは、2015年末当初から2016年9月にかけて約1.5%低下した。2016年の大統領選挙とその後の金利・株価上昇後、FRB高官は「適切な金融政策」に向けた政策金利見通しを再度変更し、金利上昇を見込んでいた。この間、FRBは労働人口の増加がインフレの脅威につながらないと気付き、失業率の低下に対して忍耐強くなっていた。

■ FRBは市場を注視している

政策金利見通しは過去2年間で上昇し続けており、市場価格も、中国の景気刺激策、欧州の成長加速、そして最近では米国の財政政策拡大に順番に反応している。パウエル議長が水曜日に述べた通り、「年初に導入された財政政策が想定より大きくかつすぐに効果をもたらすものであったため、1年前の中央値見通しを上回る」回数の利上げをFRBは2018年に行った。

市場価格の変動に適合しようというFRB高官の意図は、過去数カ月間の政策金利見通しに明確に示されている。9月には政策決定者の大半が2019年末までに3%を超えるとみており、3分の1が3.25%を超えると信じていたが、その後の状況が変わった。大半が2019年末までに3%を下回るべきだと考えて、3分の1超が2.75%を下回るべきだと信じており、誰もが3.25%超の利上げは合理的でないと考えている。

さらにその後も見通しの下方修正が見られている。9月には3名を除く全てのFOMCメンバーが「適切な金融政策」下において2020年末までに政策金利は3%を超えると見ていた。しかし、現在では半数が3%を下回るべきだと考えている。9月には過半数が2021年末に3.25%を超えるべきで、3分の1が少なくとも3.5%であるべきと考えていた。しかし、現在は3名を除く全員が2021年末までに3.25%を下回るべきだと考えている。

今後リスク資産価格が下落し続けるようであれば、FOMCは金利見通しをさらに引き下げる可能性がある。一方、価格が回復する場合、その逆が起こる可能性がある。投資家にとって良いことは、FRBが市場を注視しているということだ。たとえその動きが緩慢だとしても。

By MATTHEW C. KLEIN
(Source: Dow Jones)

7. The Trader ナスダック総合指数が弱気相場入り 【米国株式市場】 景気後退懸念が増幅され、NYダウやS&P500指数にも弱気相場入りする可能性

■ 12月としては1931年以降の下落ペース

普通、サンタクロースのそりはトナカイが引くものだが、今年「熊（ベア）の集団」に引っ張られているようだ。

実際、先週の主要株価指数は大きく下落した。ナスダック総合指数は8.4%下落して6332.99となった。週間ベースとしては2008年以降の大幅な下落率で、8月の高値から22%の値下がりとなり、弱気相場入りした。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は6.9%安の2万2445ドル37セント、S&P500指数は7.1%安の2416.62で引けた。それぞれ史上最高値か



ら 16%と 18%安の水準であり、年末までに両指数がともに弱気相場入りしても、誰も驚かないだろう。小型株のラッセル 2000 指数は 8.4%下落して、1292.09 で週末を迎えた。

この下落の速さは驚くべきものだ。12月に入った時点では主要3指数はともに年初来でプラスの領域にあったが、NYダウは今月に入って12%下落しており、12月としては1931年以来の最悪ペースとなっている。政府機関の閉鎖や長官の辞任は下落を助長したが、これだけの下落につながった唯一の理由は「景気後退懸念」であり、今回の場合、その可能性についての認識を持とうとしなかった連邦準備制度理事会（FRB）が悪化させた。

景気後退の可能性は高まったようだ。グレンミードのプライベートウェルス部門で最高投資責任者（CIO）を務めるジェソン・プライド氏は、景気後退の可能性を約35%とみており、景気後退が避けられる可能性が65%だったとしても、「賭けに出るには危ない数値だ」と述べ、機関投資家が動くには他の理由が必要だと指摘する。加えて、景気後退の可能性がそれだけ高いということは、FRB関連なのかホワイトハウス関連なのか、それとも想像さえしていないことなのか分からないが、何かのきっかけが突然やって来て景気を後退局面に押しやる可能性が高いということだと、プライド氏は指摘する。

■ ボラティリティの上昇

脆弱な状態にあるのは景気だけではない。株式市場も、わずかなきっかけで崩壊してしまうように見える。今回の下落の一部は明らかに、ほんの小さなシグナルに反応するプログラムを組んだアルゴリズムによる高頻度取引によるものだった。先週金曜日の朝方は、ニューヨーク連銀のウィリアムズ総裁の「データ次第とは市場の声を聞くことだ」との発言を受けて、NYダウが394ドル上昇して始まった。ナットアライアンス・セキュリティーズで債券関連の国際部門責任者を務めるアンドリュー・ブレナー氏は「自動化された売買の良い例だ」と指摘する。NYダウはその後に上昇分を全て戻し、結局414ドル23セント安で引けた。

ボラティリティはルールに基づいて売買する他の投資家によっても高まっている。ウィリアム・ブレイアードで資産配分戦略チームの責任者を務めるブライアン・シンガー氏は、ファクターやその他のルールに基づいた投資は、あまりに多くの投資家と同じ銘柄、特に大幅に上昇した大型ハイテク株を買ったことを意味し、今度は同様に売ろうとしていることを意味していると指摘する。シンガー氏は、「過去数年間で非常にうまく機能した、体系的なルールに基づいた投資戦略の多くがダメージを受けている」と述べ、「これらの投資家に共通点が多かったため、ハイテク株に売り圧力がかかっている点が問題だ」と指摘する。確かに、アップル



(AAPL) やアマゾン・ドット・コム (AMZN) のような大型ハイテク株も弱気相場入りした。

それでも、前向きな兆候は幾つかある。投資家心理の一つの尺度であるプット・コール・レシオはかつてないほど悪い状況にあり、市場が売られ過ぎであることを示唆している。

ただし、ウェルズ・ファーゴ・セキュリティーズの株式およびクオンツ戦略の責任者であるクリストファー・ハービー氏は、市場の下落が長引くほど悪循環の引き金が引かれてダメージが大きくなる可能性があるとして述べる。その悪循環とは、株価下落が信用スプレッドの拡大を招き、資本コストが上昇して資金へのアクセスが難しくなり、その結果、企業の投資が減少して最終的に景気減速に至るといったものだ。

ハービー氏は「2019年の景気減速は既に予想されていたが、現時点では予想される減速を資本市場が増幅させる可能性がある」と書いており、「当面、悪循環の加速を緩和するようなものは見当たらないと思われる」と指摘する。

■ 2019年も大量の自社株買いか

今年に続いて2019年も大量の自社株買いが見込まれる。ただし、自社株買いの発表は12月中旬に1兆ドルを超えて1兆800億ドルとなったが、その半分近い4600億ドル分は19社によるものだった。その結果、発表された規模は過去最高となったものの、発表した企業数は前年を下回る珍しいケースとなりそうだ。

実際の買い戻しは、S&P500指数が第4四半期に入ってから17%下落したことを背景に、活発化している。それまでも実際に活発な自社株買いが行われており、S&Pダウジョーンズ・インディーズの先週の発表によると、第3四半期までの実際の買い戻し金額は暫定値で過去最高の2038億ドルとなり、3四半期連続で過去最高を更新した。9カ月間の累計は前年から53%増えて5834億ドルとなったが、これは過去最高だった2007年年間の金額を1%だけ下回る規模だ。上場投資信託(ETF)であるカタリスト・バイバック・ストラテジー・ファンド(BUYIX)の運用マネジャーであるマイケル・スクーノバー氏は、今年の実際の買い戻し額は7000億~7500億ドルに達すると推定する。

自社株買いは企業の1株当たり利益(EPS)を増やす効果があるほか、10年近い上昇相場における最大の支援材料となっている。スクーノバー氏は2018年の買い戻しの資金には税制改革と本国送金から得たキャッシュが主に充てられたとみているが、来年はそれ以上の資金が買い戻しに振り向けられると予想しており、発表ベースで再び1兆ドルを超える可能性がある。

また、マイクロソフト(MSFT)、プロクター・アンド・ギャンブル(P&G、ティッカーはPG)、ホーム・デポ(HD)、ウォルマート(WMT)などの、2018年に買い戻しを発表しなかった企業から2019年は発表があるかもしれない。また、アップルは2018年と同様に1000億ドルの自社株買いを発表するとスクーノバー氏は予想するほか、継続中の中国やその他の国との貿易紛争で何

Buybacks Everywhere

It's a banner year for buybacks, with a record \$1 trillion in announcements so far this year, with a third concentrated in the nine companies listed below. Some \$200 billion in actual buybacks were effected in the third quarter, also a record.

Company / Ticker	Announced 2018 Buybacks (bil)
Apple / AAPL	\$100.0
Qualcomm / QCOM	40.0
Wells Fargo / WFC	39.8
Cisco / CSCO	25.0
UnitedHealth / UNH	24.6
Oracle / ORCL	24.0
JPMorgan Chase / JPM	20.7
Bank of America / BAC	20.6
Boeing / BA	20.0
TOTAL	\$314.7

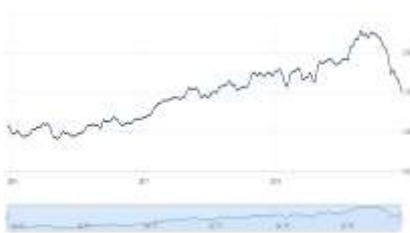
Source: Catalyst Capital Advisors

らかの妥協があれば、「11月中に様子見姿勢だったハイテク企業や資本財企業の自社株買いが増える可能性がある」と指摘する。

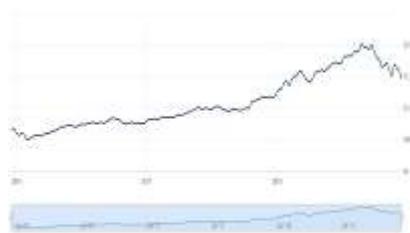
弱気市場や景気後退局面で企業は自社株買いに慎重になる傾向があるものの、市場の短期的な下落局面は自社株買いを促すことになる。企業の取締役会は自社株買いのタイミングが悪いことで有名だが、弱気相場の場合は安値で買い戻せる良い機会となるはずだ。同氏は、特に市場の逆風の幾つかが収まった場合に2019年は自社株買いが再度強まると期待する。



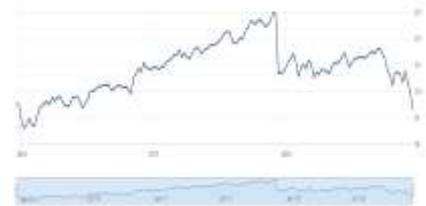
Apple Inc. (AAPL)



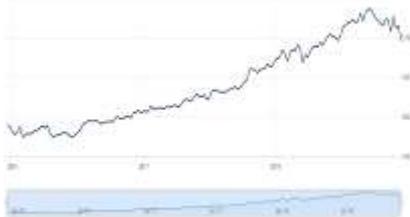
Amazon.com Inc. (AMZN)



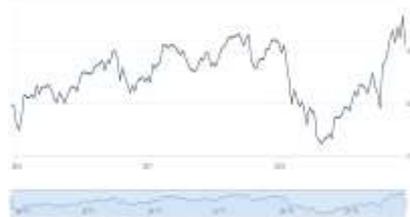
Catalyst Buyback Strategy Fund:I (BUYIX)



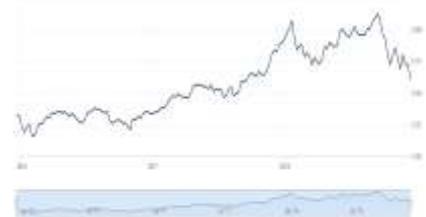
Microsoft Corp. (MSFT)



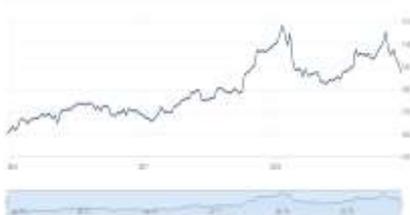
Procter & Gamble Co. (PG)



Home Depot Inc. (HD)



Walmart Inc. (WMT)



チャートは3年

By BEN LEVISOHN
(Source: Dow Jones)

8. Why the Worst May Not Be Over for Tech Stocks 下降局面の行方 【ハイテク】 需要の軟化は数四半期継続する見込み、回復時期の見極めが重要に

■ 先週のゴールドマンのハイテク投資調査とマイクロンの低調な業績見通しは需要の軟化を示唆
市場はしばしば直近の業績から未来を予測する。そのため、増益率が加速しているときにはバリュエーションが上昇する。逆もまた然りだ。半導体銘柄、より広範にはハイテク銘柄が下降局面に身構える中、こうした市場の傾向はハイテク投資家にとって大きな問題となっている。

ゴールドマン・サックスは12月18日に公表したハイテク投資調査報告書で「企業の投資意欲は大幅に軟化している」と結論付けた。100社のハイテク製品購買担当者の購買意欲を測定する同社のIT投資指数は2018年6月の80から12月に66.5に低下した。同社によると、これは4年ぶりの低水準である。特にハードウェアとネットワーク設備の投資計画が軟調で、回答を寄せた最高情報責任者の40%近くが来年のサーバー支

出を削減すると述べた。これは半導体およびハイテク製品メーカーにとって悪いニュースだ。

ゴールドマンの報告書が公表されてから数時間後、半導体メモリー大手のマイクロン・テクノロジー（MU）が発表した2019年度第2四半期（12-2月期）の利益見通しはコンセンサス予想を30%近く下回った。同社の最高経営責任者（CEO）であるサンジェイ・メロートラ氏は、「2018年度第2四半期に入ってから需要の軟化傾向が続いており、短期的な業績が見通しにくくなっている」と述べた。



同社は、データセンターとグラフィックスカード市場における在庫問題は2四半期にわたって継続する可能性があり、スマートフォン業界の需要は特に高級機種メーカーで悪化していると指摘した。下降局面に対する同社の懸念を最も端的に示しているシグナルは恐らく、半導体製造設備投資の削減である。同社は2019年度の設備投資見通しを12億5000万ドル下方修正して90億～95億ドルとした。

サスケハナの半導体アナリスト、メディ・ホッセイニ氏は本誌の20日の取材に対し、「需要の弱さは数四半期にわたって継続する。われわれは2019年下半期の回復を期待しているが、これはあくまでも期待である」と述べている。さらに、「世界経済が景気後退に突入した場合、全てが白紙に戻る」と警告する。

■ 世界経済への悲観的な見方が強まっている

本誌は今年10月の記事で、半導体メーカーの一連の低調な四半期決算は株式市場の弱さの前兆だと警告した。その記事で引用した数人のベテラン投資家の予測は的中し、ナスダック総合指数はそれ以来12%下落している。先週の動向を受けて筆者は同じ専門家に対し、次の展開に関する見方を尋ねた。

ハイテク・ストラテジスト誌の編集長であるフレッド・ヒッキー氏は、今では世界経済の後退への確信を深めていると言う。「半導体の下降局面はまだ初期段階にある。世界経済は景気後退に向かっており、2019年初めに始まる可能性が高い」。

モルガン・クリーク・キャピタルの創業者で最高投資責任者（CIO）のマーク・ユスコ氏も同様に、世界経済に関してますます悲観的になっており、近いうちに半導体ビジネスが急速に回復するとは考えにくいと見る。「半導体セクターの広範な弱さは、世界の経済成長率が減速していることへの明確な警告だ。半導体市場を均衡状態に戻すために生産能力の大幅な縮小が必要となる可能性が高い」。

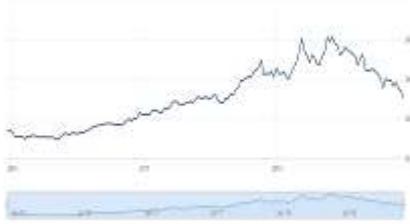
■ 回復時期を見極めるには製品価格動向を注視する

ハイテク・セクターは今後数四半期続く可能性のある下降局面に入って数カ月が経過しているとみられる。では、投資家はプラスの転換点をどうやって見いだせるのだろうか。

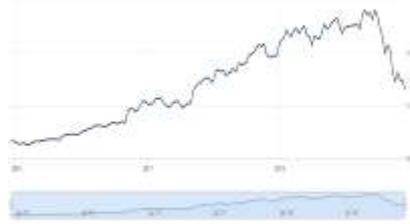
まずは、過去の業績を基準とした数字に注目するアナリストの言うことはあまり気にしないことだ。例えば、マイクロンの今四半期のコンセンサス予想1株当たり利益（EPS）は今年夏に2.93ドルのピークに達し、先週の四半期決算発表を前に2.39ドルに低下した。だが、同社の最新のガイダンスが示唆する1.75ドルからは依然としてかけ離れている。つまり、あまり参考にならない。

投資家は製品価格に注目し、最終的に好転するタイミングを見極めるべきだ。これにより、リアルタイムの需要をより正確に見ることができる。実際、エヌビディア（NVIDIA）やマイクロンなどのハイテク企業の失望的な業績見通しがウォール街を驚かせる前、両社の製品価格は急落していた。投資家は、ハイテク銘柄への投資を再開する前に、製品価格の回復を待つのが賢明であろう。

Micron Technology Inc. (MU)



NVIDIA Corp. (NVDA)



チャートは3年

By TAE KIM
(Source: Dow Jones)

9. Companies Might Slow Down the Dividend Hikes 来年の配当成長率 【配当金投資】 ゴールドマンは6%に低下と予想 金融セクター、特に米大手銀の配当成長率に注目



■ 来年の配当成長率、今年の9%から6%に低下

米大手企業は来年も引き続き配当金を引き上げるだろう。そのペースは恐らく減速するだろうが、今年の米国株は13日時点で S&P500 指数のリターンが横ばいとなるなど不調だっただけに、増配の継続は多少の慰めになるはずだ。

ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部は S&P500 指数を構成する企業の 2019 年の配当総額が 5250 億ドルに達するとみている。その額は利益成長のペースが減速していることもあり、今年の前予想配当総額から 6%の増加にと

どまっている。ちなみに、2017年と2016年の配当総額の前年比増加率はそれぞれ4%と5%だった。ゴールドマンは2018年の配当総額を前年比9%の増加になると予想している。

同様に、S&P ダウジョーンズ・インディシーズのシニア指数アナリスト、ハワード・シルバーブラット氏も S&P500 指数構成企業の 2019 年の配当総額が前年比約 6%増になると見込んでいる。これは今年の前予想増加率の 9.6%と比べると減速である。シルバーブラット氏は今年の初めに施行された法人減税を重要な要因として挙げ、「米国の景気回復が終盤に差しかかった今年、企業は配当額をかなり大幅に引き上げた」と説明する。

■ 利上げの減速で高配当銘柄が有利に

来年には配当成長が減速する可能性が高いが、高配当銘柄にとっての環境は改善するかもしれない。金利が超低水準から上昇してきたことで配当株には圧力がかかってきた。しかし、ごく最近では高配当で知られる一部のセクターのパフォーマンスが好転してきた。例えば S&P500 指数の公益事業セクターの年初来リターン（12月13日時点）は約7%で、S&P500 指数のマイナス1.4%を大きく上回っている。

GW&K インベストメント・マネジメントのポートフォリオマネジャー、アーロン・クラーク氏は市場全体の利益成長の減速によって高配当銘柄は有利になると主張する。米連邦準備制度理事会（FRB）による金利の引き上げは終わらないとしても減速する、インフレ圧力の高まりを示す主な兆候も見当たらないというのが同氏の見方である。クラーク氏は「より伝統的な高配当銘柄にとってそうした背景が有利に働くだろう」とみている。

Trending Up

Dividend hikes by large U.S. firms should continue in 2019.

Year	S&P 500 Dividends (bil)	Increase/Decrease*
2009	\$238	-10%
2010	225	-6
2011	255	13
2012	304	19
2013	333	9
2014	376	13
2015	415	10
2016	434	5
2017	452	4
2018	495	9
2019E	525	6

*Year over year; E=Estimate
Source: Goldman Sachs

ゴールドマンは S&P500 指数の金融セクターの来年の 1 株当たりの配当成長率が 16%となり、他の全てのセクターを上回ると予想している。これに続くのは 12%の情報技術セクター、9%のヘルスケアセクターだという。同社は「そのセクターの配当成長の大半をけん引するのは、今年の第 3 四半期から 2019 年の第 2 四半期末までの 1 年間（2018 年の包括的資本分析＝CCAR の対象年度）に前年度比 27%の増配を実施する米大手銀になる」と見込んでいる。

その一方で配当性向は近年、少し低下してきたが 30%台後半を維持している。ところがゴールドマンは「配当成長が調整後利益の成長に後れを取ることで、配当性向は少しずつ低下し続けるだろう」とみている。同社は配当が 2017 年から 2027 年の 10 年間に複利年率 4.2%で増加すると予想している。これは今日の投資家が通常目にしての配当成長率よりも低いが、特に金利が横ばいになれば、十分な成長率と言えるのではないだろうか。

By LAWRENCE C. STRAUSS
(Source: Dow Jones)

10. Preview 今週の予定 2018 年の株式市場に見られた意外性

【経済関連スケジュール】

■ 前評判の高い銘柄、低い銘柄の年初来パフォーマンス

2018 年は、ウォール街の評価が低かった銘柄が株式市場で善戦する傾向が見られる。一方で、アナリストの推奨銘柄が予想を裏切るケースが目立つ。



金融データ・ソフトウェアサービスのファクトセットによると、S&P500 指数で最も人気の低かった 100 銘柄は、今年始めの時点で「買い」推奨としている担当アナリストの平均割合がわずかに 17%だった。ところが、これら 100 銘柄の平均リターンは、指数構成銘柄中、現時点で最高 (+3.6%) となっている。代表的なのは、年初来 64%上昇のオンライン旅行コミュニティーサイト運営のトリップアドバイザー (TRIP)、同 47%上昇のファストフード・チェーンのチポトレ・メキシカン・グリル (CMG)、同 20%上昇の百貨店大手メーシーズ (M) などである。

前評判の高かった銘柄はどうだろうか。S&P500 指数で最も人気の高かった 100 銘柄は、今年始めに担当アナリストの平均 77%が「買い」推奨としていたが、平均リターンが指数構成銘柄中で最低 (-3.6%) となっている。代表的なのは、年初から 58%下落している住宅・商業施設用の床材製造のモホーク・インダストリーズ (MHK)、同 54%下落のハードディスクドライブ (HDD) 製造のウェスタン・デジタル (WDC)、同 42%下落の加工食品メーカーのクラフト・ハイツ (KHC) などである。

見ようによっては、ウォール街の推奨銘柄は逆張りすべき対象ということになる。そういう意味で、20 人の担当アナリストが誰も「買い」推奨しなかった日用品メーカーのキンバリークラーク (KMB)、19 人の担当アナリストのうち 1 人だけが「買い」推奨したエネルギー事業持ち株会社コンソリデーテッド・エジソン (ED) など、先行きに期待できなくはない。

ただし注意すべきは、2017 年は真逆の傾向が見られ、ウォール街の人気銘柄が構成銘柄中で最高のリターンを上げ、不人気銘柄のパフォーマンスは最低であったことだ。

By JACK HOUGH

■ 今週の予定

12 月 24 日 (月)

- ・ クリスマスイブのため、米国市場は取引時間が短縮。株式市場は午後 1 時、債券市場は午後 2 時で取引終了。
- ・ 東京株式市場は、天皇誕生日の振替休日で休場。12 月 23 日は、2019 年 4 月に退位される今上天皇の誕生日としては最後の祝日となる。
- ・ シカゴ連銀が 11 月の全米活動指数を発表。エコノミストは 0.19 を予測 (10 月は 0.24)。若干の減速となるものの、過去平均を上回る経済拡大ペースが続くことを示唆。
- ・ トランプ大統領が先週火曜日に発した大統領令により、連邦政府職員はクリスマスイブ休暇となる。ジョージ・W・ブッシュ大統領が 2001 年に初めて取り入れて以降、クリスマスが火曜日となった 2007 年と 2012 年にも、同様の措置が取られている。

12 月 26 日 (水)

- ・ オーストラリア、カナダ、英国などの市場が、ボクシングデーの祝日で休場。
- ・ 日銀が 10 月 30-31 日の金融政策決定会合の議事要旨を公表。
- ・ 10 月の S&P ケース・シラー住宅価格指数発表。0.4%の上昇が見込まれる (9 月は 0.3%上昇)。
- ・ 12 月のリッチモンド連銀製造業景況指数発表。コンセンサスは 15 を予想 (11 月は 14)。予想通りとなれば、10 年近くにわたる成長トレンドの継続が示唆される。

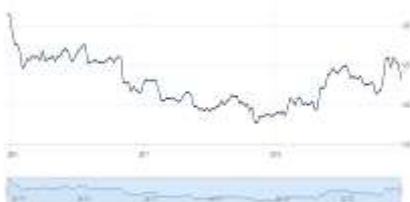
12 月 27 日 (木)

- ・ 新規失業保険申請件数 (12 月 22 日までの週) 発表。エコノミストは 21 万 5 千件を予想 (12 月 15 日までの週は 21 万 4 千件)。4 週移動平均は 22 万 2 千件となる。
- ・ 連邦住宅金融局が 10 月の住宅価格指数を発表。9 月から横ばいの 0.2%上昇となる見込み。
- ・ 11 月の新築住宅販売戸数発表。コンセンサス予想は、季節調整済み年率換算で 56 万 4 千戸 (10 月は 54 万 4 千戸)。10 月の販売価格の中央値は 31 万ドル、平均は 39 万 5 千ドル。
- ・ 12 月のコンファレンス・ボード消費者信頼感指数発表。エコノミストは 133.8 を予想 (11 月は 135.7)。

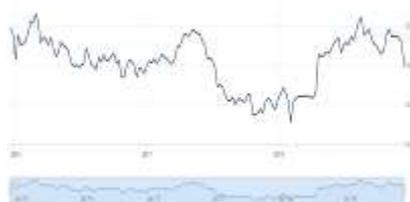
12 月 28 日 (金)

- ・ 12 月のシカゴ購買部協会景況指数 (シカゴ PMI) 発表。コンセンサスは、2018 年の最高水準となった 11 月の 66.4 から 62 への低下を予想。
- ・ 11 月中古住宅販売成約指数発表。エコノミストは 1.1%上昇を予想 (10 月は 2.6%低下)。予想通りとなれば、2018 年で初の前月比上昇となる。全米不動産協会 (NAR) のチーフエコノミストであるローレンス・ヤン氏によると、「最近の住宅ローン金利上昇が、住宅購入層の縮小を招いている」とのことで、住宅販売にとっては向かい風。
- ・ 米国勢調査局が、11 月の財の貿易収支を発表。財の貿易赤字は 750 億ドルとなる見込み (10 月は 772 億ドル)。トランプ大統領による追加関税発動にもかかわらず、財の貿易赤字は記録的な水準に上昇している。
- ・ 日本で、11 月の失業率、小売売上高、鉱工業生産指数が発表。

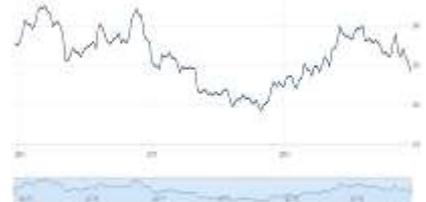
TripAdvisor Inc. (TRIP)



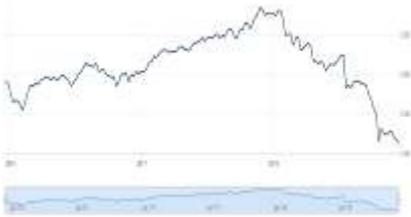
Chipotle Mexican Grill Inc. (CMG)



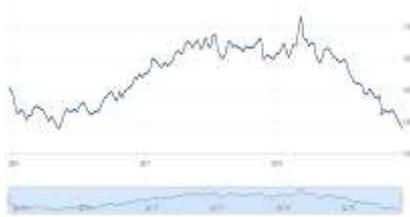
Macy's Inc. (M)



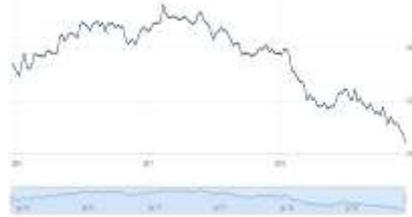
Mohawk Industries Inc. (MHK)



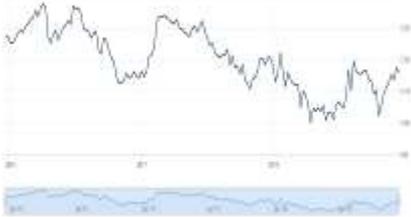
Western Digital Corp. (WDC)



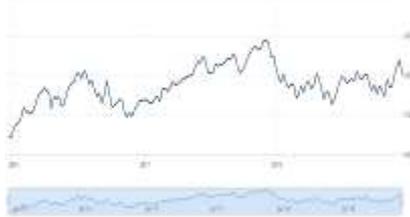
Kraft Heinz Co. (KHC)



Kimberly-Clark Corp. (KMB)



Consolidated Edison Inc. (ED)



チャートは3年

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

**THIS WEEK'S MAGAZINE**

BARRON'S COVER

1. Tech's Next Act

Reid Hoffman, Hemant Taneja, and others talk tech, startups, and IPOs at our Silicon Valley roundtable. Plus, 12 private companies to watch.

FEATURE

2. The Unicorns Are Coming to Market

Uber, Lyft, and other richly valued start-ups are getting ready to go public, but the ride could be rocky with the Nasdaq selling off.

FEATURE

How 2018's Major IPOs Performed

The number of IPOs has gone up in 2018, but returns have been disappointing.

INTERVIEW

3. Good News at the Gas Pump for Drivers

The chairman and CEO of Marathon Petroleum says that lower crude-oil prices and plentiful inventories should allow average gasoline prices to stay close to \$2 through winter.

FEATURE

Where To Find Treasures in Europe's Bear Market

After falling about 25%, some of the region's stocks hold a lot of long-term value. Among the best: BP and BASF. We offer three additional picks.

FEATURE

The Right Rx for Health-Care Investors

Forget about Johnson & Johnson's baby powder woes. Instead, consider the shares of CVS Health, Laboratory Corp. of America Holdings, and Teledoc Health

MUTUAL FUND PROFILE

An Income Fund's Flexible Strategy Pays Dividends

Thornburg Investment Income Builder's ability to switch between stocks and bonds, and U.S. and foreign holdings, has helped it generate both steady growth and income over the past 15 years.

UP AND DOWN WALL STREET

4. Stocks Suffer Worst Week in a Decade

UP AND DOWN WALL STREET

4. The Stock Market Crash That Almost No One Heard

STREETWISE

5. How Les Moonves' Zero Severance Could Be a Turning Point in Harassment Suits

ECONOMIC BEAT

6. Yes, the Fed Cares What the Stock Market Does

THE TRADER

7. Nasdaq Gets Mauled by Bear Market, and the Dow Isn't Far Behind

TRADER EXTRA

7. 2018's Record in Stock Buybacks Could Be Shattered in 2019

Pushed by tax cuts and repatriation, companies announced more than \$1 trillion in share repurchases this year with even more expected next year.

TECHNOLOGY TRADER

8. The Worst May Not Be Over for Tech Stocks

FUNDS

The Best Foreign Value Funds Are Buying These Stocks

INCOME INVESTING

9. S&P 500 Companies Might Slow Down the Dividend Hikes Next Year

REVIEW

In Stormy Markets, Berkshire Hathaway Stock Can Be a Haven

Warren Buffett, with access to \$100 million, is a master at pouncing at opportunities if prices continue to fall. Time for elephant hunting?

PREVIEW

10. Wall Street Bloopers

Analysts' stock predictions missed the mark in 2018

INTERNATIONAL TRADER – EUROPE

British American, Philip Morris International Stocks Ready to Light Up

The two cigarette makers' shares are cheap, usually stable, and pay fat dividends.

EMERGING MARKETS

What Will Happen to Chinese Solar Stocks as Beijing's Support Dims?

While Beijing played a leading global role at the recent Climate Change Conference in Poland, it's actually cutting back on renewable energy subsidies at home. But some believe its solar stocks will rebound as the country adjusts.

FOLLOW UP

Oil Is Down 40%. Here Are the Winners and Losers.

FOLLOW UP

Reassessing Blockchain's Future

TRADER EXTRA

Battered Morgan Stanley Looks Like a Buy

THE STRIKING PRICE

It's Time to Bet on Apple Now—Here's How

MARKET WATCH

Sluggish U.S. Growth Ahead?

The issue for 2019: Keeping the pep in the economy's step.

RESEARCH REPORTS

Barclays Puts CVS Health at Heart of Managed Care

Plus, Darden's classier servings and Heico's strong fourth-quarter results

13D FILINGS

ValueAct's Moves Into ESG Investing

Plus, 11 other significant moves by big investors

MAILBAG

Letters to Barron's

『バロンズ拾い読み』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

監修

時事通信社

編集人

川田 重信 (かわた しげのぶ)

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

バロンズ拾い読み 主要作成者の略歴 (五十音順)

内田 薫 (うちだ かおる)

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

西田 万里子 (にしだ まりこ)

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

西村 嘉洋 (にしむら よしひろ)

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

『バロンズ拾い読み』 (2018 年 12 月 24 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