

Dow Jones Weekly Newsletter

バロonz 拾い読み
& ダウ・ジョーンズ ニュース

DOW JONES

THIS WEEK'S MAGAZINE Week of January 14

1. **Barron's 2019 Investment Roundtable 全般の見通し**→ P.2 【ラウンドテーブル】
投資のプロによる 2019 年市場見通し
2. **Why Bristol-Myers Squibb Can Be a Sweet Pill 魅力的な製薬会社**→ P.22 【ブリストル】
ブリストル・マイヤーズ・スクイブが「良薬」である理由
3. **What I Saw at the CES AI やスマートホームが中心**→ P.24 【CES】
家電見本市 CES のハイライト
4. **Why the Fed Backed Off on Interest Rates FRB が利上げに慎重になる理由**→ P.26 【コラム】
パウエル議長の方針転換、前向きに評価を
5. **New Stock Exchange Better for Wall Street 既存の取引所に対抗**→ P.28 【新取引所】
機関投資家には朗報か、個人投資家への恩恵はまだ分らず
6. **Apple's Next Big Move? It Should Buy Nintendo 次の勝負手**→ P.30 【アップル】
任天堂を買収すべし、コンテンツとプラットフォームの相乗効果が期待できる
7. **7 Stocks That Offer Safe Dividend Growth 配当成長率を重視すべし**→ P.32 【推奨銘柄】
リアリティー・シェアーズの配当安全性ランキング、4 年連続で上位に入った 7 銘柄とは？
8. **Mutual Funds and ETFs Are Feeling the Pinch ベンチマークに勝てない**→ P.34 【ファンド】
ミューチュアルファンドと上場投資信託（ETF）の苦境
9. **The Trader ナスダック総合指数が 3.5% 上昇**→ P.35 【米国株式市場】
騰落株線は異常な動き、足元の上昇相場は投資家のマインドセットによるもの
10. **Preview 今週の予定**→ P.37 【経済関連スケジュール】
センチメント指数が示す相場の異常性

※ 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 © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. Barron's 2019 Investment Roundtable 全般の見通し 投資のプロによる 2019 年市場見通し

【ラウンドテーブル】

■ バロンズ・ラウンドテーブル

本誌は 1 月 7 日に、ニューヨークの本誌オフィスで毎年恒例の世界トップクラスの投資家 10 人によるラウンドテーブルを開催した。企業や政府の負債の積み上がり、貿易摩擦の悪化、見せかけの好業績、テクノロジーによる創造的破壊、政治のまひ、中流階級の衰退など問題が山積しており、今年の議論は非常に暗い調子だった。



とはいえ、ほとんど全ての参加者が、2019 年にリセッション（景気後退）入りはせず、米国経済は成長を続けると予想した。また、トランプ米大統領と習近平中国国家主席は貿易問題で合意に達し、今後数カ月は米連邦準備制度理事会（FRB）が厳格な金融引き締めを行わないとみている。

株価は、今年前半は下落する可能性はあるが、今年後半から 2020 年の大統領選挙に向けて上昇すると期待されている。また、世界中で久しぶりの割安な水準となっており、ラウンドテーブル参加者のような銘柄選択に優れた投資家にとっては素晴らしい年のように見える。

今週は、各参加者の大局的な見解を紹介する。

■ 参加者と所属

	氏 名	所 属
1	トッド・アールステン	パルナッソス・インベストメンツの CIO
2	ルパール・バンサリ	アリエル・インベストメンツの CIO
3	スコット・ブラック	デルファイ・マネジメントの創設者および社長
4	アビー・コーエン	ゴールドマン・サックス証券のシニア投資ストラテジスト
5	ヘンリー・エレンボーゲン	T.ロウ・プライスの CIO
6	マリオ・ガベリ	ガムコ・インベスターズの会長兼 CEO
7	ジェフリー・ガンドラック	ダブルライン・キャピタルの CEO 兼 CIO
8	ウィリアム・プリースト	エポック・インベストメント・パートナーズの CEO 兼共同 CIO
9	メルル・ウィトマー	イーグル・キャピタル・パートナーズのゼネラル・パートナー
10	オスカー・シェーフアー	リビュレット・キャピタルの会長

■ 債務を懸念

本誌：株式市場はわれわれに何を伝えているのか、そしてそれを信じるべきなのだろうか。

ガンドラック氏：株式市場は、大半の人々が考えていたよりも相当に早く、2018 年に天井を打った。このサイクルの天井に特徴的だったのは、ビットコインなどの暗号通貨に対する投機熱である。ビットコインの価格が 2017 年に急騰するファンダメンタルズ的な理由はなかった。

市場のサイクルは往々にして、常軌を逸したことで終わる。2000 年、ペット用品販売のペッツ・ドット・コムは赤字にもかかわらず評価額が上昇し、結果的にハイテクバブル崩壊の象徴となった。昨年、ダウ・ジョーンズ輸送株平均はニューヨーク証券取引所総合指数の後追いで低下し、他の主要株価指数も低下に転じた。

結果としてアマゾン・ドット・コム (AMZN) やアップル (AAPL) といった一握りの銘柄が市場を押し上げた。そしてアップルがついに、iPhone (アイフォーン) の販売台数を開示しないと発表した。今は弱気相場だ。私の定義では、弱気相場は株価が 20% 下落したかではなく、銘柄の動きによって決定される。

社債市場が最大のリスクだ。米国の多くのジャンク債は財務制限条項なしで発行されている。投資適格債市場も大幅に拡大したが、モルガン・スタンレーのレポートによれば、レバレッジ比率だけに基くと、投資適格債の 45% はジャンク債に格付けされることになる。同リポートはさらに、格付けが BBB の社債の約 60% がジャンク債に格付けされると示唆している。その額面総額は約 1 兆ドル、ジャンク債市場の約 1.5 倍に相当する。

債務の問題は社債にとどまらない。第 2 四半期と第 3 四半期の国内総生産 (GDP) 成長率は加速したが、それは債務のおかげだ。2018 年度に連邦債務は 1 兆 2700 億ドル増加した。財政赤字は約 8000 億ドルで、その差は社会保障債務、軍事行動の費用、災害対策費用である。米国の名目 GDP は 20 兆 6600 億ドルで、1 兆 3000 億ドルの債務は GDP 比 6% となる。

FRB は、月間 500 億ドルの量的引き締め (QT)、すなわちバランスシート縮小を行っている。現在の景気サイクルにおける FRB の利上げは 9 回で、さらに量的引き締めが約 2 回の利上げに相当するという調査もある。FRB は、2019 年にさらに 2 回の利上げを予定している。これは米国の株式市場にとって問題だ。

Q: 今年も株式相場は悪いとみているのか。

ガンドラック氏: 株式市場はさらに低下すると予想している。2018 年の逆で、前半に低下し、後半に上昇する可能性があるともみている。

ブリスト氏: 私の考えもガンドラック氏と同様だ。年末の顧客向けレターで 2019 年の市場を形成する四つの要素について議論した。1 点目は QT だ。量的緩和 (QE) は、金融危機の後に流動性とソルベンシーの問題に対処するために必要だったが、後知恵ながら 2011 年に終了すべきだった。QE は全ての金融資産の割引率を人為的に低下させ、株式市場を刺激した。2012 年以降の株価上昇はおおむね、株価収益率 (PER) の上昇によるものだった。QT はバリュエーションに逆の効果をもたらすだろう。

2 点目は「貿易戦争」だ。貿易戦争に勝者はいない。製造業の利益率は 1989 年比で 2 倍になっており、その理由は中国と西側社会の賃金格差、洗練された世界的なサプライチェーン、減税、金利低下の四つだ。2020 年には税金以外が悪影響に転じるだろう。貿易に関税が掛けられれば世界の経済成長率は減速する。

3 点目は債務だ。ガンドラック氏が詳細に述べたが、私は学生ローンについて付け加えたい。学生ローンは今や 1 兆 5000 億ドルに達しており、その 20% が既に債務不履行の状態にある公算が大きい。ブルッキングス研究所は、2023 年までに約 40% が債務不履行になると予想している。学生ローンを含む消費者の債務は、住宅や自動車の購入に影響を及ぼそう。

4 点目として、世界のリベラルな秩序が崩壊しつつあることだ。この秩序は、米国と「欧州合衆国」



Jeffrey Gundlach

によって長年にわたって維持されてきた。テクノロジーの普及によって中流階級の職が大量に失われ、ポピュリズム（大衆迎合主義）が台頭している。生活水準が向上すれば民主主義は栄える。しかし同時に、社会規範や、人々をつなぎとめている価値観が脅かされ、その恐怖がソーシャルメディアで増幅されれば、深刻な反動が生じる。こうした動きは、フランスや、欧州連合（EU）離脱を控える英国で表面化している。

株式市場のボラティリティは引き続き高止まりし、年末には現在を下回る可能性が高いと予想している。

■ 強気派

Q：強気の方は？

コーエン氏：昨年のラウンドテーブルでは、企業利益、インフレおよびその他のファンダメンタルズに基づくゴールドマン・サックスのバリュエーション・モデルによると、S&P500 指数の適正価値は 2850 だと述べた。そして S&P500 指数は実際にその水準に達した。貿易に関して一言。中国における知的所有権の保護の貧弱さは本当に問題だ。中国に進出した多国籍企業に対して、中国企業との合弁会社を通じて事業を行うことを強制するのも問題だ。しかし、貿易赤字の額そのものは主要な問題ではない。この金額には、中国で生産を行う米国企業からの多額の輸入が含まれている。

バンサリ氏：現在は 1990 年代後半に似ているとみており、市場に対しては強気ではないが、個別の銘柄に対しては強気だ。1990 年代後半の市場は、ニューエコノミー銘柄が大幅に上昇する一方でオールドエコノミー銘柄が出遅れて市場が二極化した。同様の二極化が過去数カ月間に実現している。市場の一部は極めて魅力的で、われわれは顧客のために利益を上げることができている。私はアクティブ運用の復活に対して強気だ。パッシブ投資は報いを受けるだろう。

投資家は“利益”という一つのリスクを重視し過ぎており、企業の利益が予想を達成するか否かだけをみている。そうではなく、バランスシートリスクに目を向けるべきだ。ゼネラル・エレクトリック（GE）の株価が暴落した理由は利益ではなくバランスシートだ。忌避されるべきものは現金から債務に変わった。今後数年間は、ネットキャッシュの企業に賭けるべきだ。

ガベリ氏：経済が実質で 4%成長するとは、1 年前は誰も考えていなかったが、2018 年の第 2 四半期と第 3 四半期にその水準が達成された。今や、皆が景気減速を予想し、景気後退を予想する向きもある。私は、今年の名目 GDP 成長率として 4~4.2%を予想する一派に属している。2020 年には民主党からは大勢が、共和党からも数人が大統領を目指すだろうが、誰もが「景気をどのように刺激するか」と問うだろう。その観点では、雇用増加は力強く、賃金は上昇しており、消費者は気分が良くなっている。唯一の想定外は、第 4 四半期の株式市場における 10 兆ドルの負の資産効果だ。

住宅市場には課題がある。学生ローンが住宅購入を阻害しているが、繰り延べ需要も存在する。またインフラの修復需要も生じている。米国には 61 万 4000 本の橋があるが、米国土木学会によると 2016 年時点で 39%が築 50 年超で、9%が構造的に不十分だ。インフラ投資が、2019 年下半年と 2020 年の経済にとってプラスになるとみている。

一方で株価は大幅に割安になっている。株価／利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）倍率が 6 倍で投資



できる。6 倍ならば持続可能な水準だが、9 倍を上回ると持続不可能になる。金利にも問題があり、米国 10 年債利回りは 3.23% から 2.66% へ低下した。昨年、私は利回りが 3% に上昇すると考えていたが、今でもそう考えている。

減税が状況を一変させるだろう。慎重になる必要はあるが、今年の株価は上昇して終わると予想する。

エレンボーゲン氏：2018 年は、2019 年の変動要因に関する良好な手掛かりを与えてくれた。多くの分野でボラティリティが高まったが、S&P500 指数の 2019 年予想 PER は 14.5～15 倍だ。フェデラルファンド (FF) 金利が約 2.5% で、コアインフレ率が 2% の状況で、多くの懸念が織り込み済みとなっている。市場は上半期により多くの不確定要因を消化しなければならないだろうが、GDP 成長率が 1% を超えた水準で安定化して下半期に加速すれば、市場は良好な状態になると予想する。

2019 年の二つの変動要因に注目している。第 1 は米中関係だ。貿易摩擦では、上半期に合意に達すると予想している。とはいえ、両国の関係は新たな戦略的次元に移行しており、より冷え切ったものになるだろう。中国が米国製半導体やネットワーク機器などの中核的な顧客になることを、私は当てにしていない。中国による米国の旗艦産業離れは人々の想定よりも早く実現しており、それがアップルの問題の一部でもある。中国企業は従業員に、iPhone から華為技術 (ファーウェイ) 製スマートフォンへ乗り換えさせる強力なインセンティブを与えている。

第 2 は、テクノロジーによる代替だ。世界のプラットフォーム技術企業はデフレをもたらしている。そして、S&P500 指数を構成する企業の 31% が代替の脅威にさらされているとわれわれは試算している。決済処理のストライプやオンライン調査機関のチェッカーといった企業が、旧来産業への挑戦を可能にしている。社会的な観点から言えば、従業員の将来に対する不安感が高まっている。

2018 年には賃金上昇率が 3% に達した上、失業率は 4% を下回っており、一般的にはポピュリストの批判的となるような経済状態ではない。それでも、雇用の安定性と経済成長に対する懸念が、予測不可能な選挙結果や政治的な混乱を生んでいると言える。FRB やその他の中央銀行は、インフレ率をコントロールする責務よりも雇用を維持する責務を今後強調しなければならないと私は考える。

これら全てが、大勢から抜け出せる企業、変化の機に乗じる企業、従業員が安定していると感じられる企業に投資することの重要性を示唆している。これらの分野の秀でた能力によって、今後 10 年間の勝ち組企業は決まるだろう。

■ 中央銀行の動き

Q：中央銀行はどう動くとみるか？

ガンドラック氏：最終的には緩和的になる可能性がある。FRB、欧州中央銀行 (ECB)、イングランド銀行 (英中央銀行、BOE)、日銀の四大中央銀行が量的緩和を行っていたときには世界の株式市場は足並みをそろえて上昇した。この相



Rupal J. Bhansali, Chief investment officer, International & Global Equities, portfolio manager, Ariel Investments Photograph by ioulex; grooming by Gina Marie Picciotto

関関係は依然として成立しており、四大中銀がバランスシート縮小モードに入ると市場は下落した。

債券市場では今年は引き締めよりも利下げの可能性が高いとみられており、QT の反転があれば市場にとっては大きなサポートになるだろうが、それは S&P500 指数の下落が 20%未満のうちは起こらない。FRB が QT の反転を考慮するには、株式は高値から 30%は下落しなければならない可能性がある。トランプ大統領が利上げに反対するのは結構だが、反対の仕方次第では、FRB は板挟みになって動けなくなる。中国の国家主席と同じだ。

コーエン氏：中国の国家主席は終身だが FRB は立場が違う。私の経験から言えば、FRB のスタッフの分析は政治とは無関係だ。パウエル議長やその他の関係者が利上げの見直しについて検討するときは、株式市場だけではなく、全般的な金融状況、そして企業や消費者の与信へのアクセスなどのその他の事項を考慮するはずだ。

また、FRB は最近数週間に発表された貸し出し動向調査にも注目しているだろう。これらの調査では経済の一部のセクターで問題が生じていることが示されている。経済の構造変化で一部は恩恵を受けているが、打撃を受けている部分もある。このことは、米国の地域間での巨大な格差にも示されている。地方では、家計の 20%が連邦の貧困ライン以下の生活であり、15%が食料配給を受給できるレベルだ。政府機関の閉鎖が続けばその受給も危うくなる。

ブラック氏：今年の株式市場には二つの可能性がある。米国と中国が 3 月 1 日の交渉期限前に貿易で合意に達することができれば、FRB やその他の経済的な問題には関係なく市場は急激に上昇する可能性がある。貿易問題が解決できなければ市場は引き続き下落する。昨年、S&P500 指数構成企業の営業利益は 26%増加した。しかし、ラッセル 3000 指数構成企業では、92.4%の企業の株価が昨年高値から 10%以上下落しており、74.7%では 20%以上、52.3%では 30%以上の下落となっている。要するに、利益は重要ではなかった。利益ではなく、政治的な状況と、トランプ大統領の貿易摩擦に対する一方的なアプローチがマイナスとなった。

ここで、何らかの貿易合意の成立を仮定すると、今年の S&P500 指数の 1 株当たり利益 (EPS) は 6~7%増加し約 167 ドルとなる可能性がある。現在の 157 ドルの予想利益に基づく、S&P500 指数の PER は 16.1 倍で過去の標準からは適正水準にあるが、167 ドルのシナリオでは PER は約 15 倍に低下する。パウエル議長がどれだけ緩和しても、中国との貿易摩擦が解決されない限り市場に大きな影響はないだろう。

Q：市場は来年の利益を横ばいとみているのか。

ブラック氏：市場では何が起るかわからない状態だ。トランプ大統領が脅し通りに中国からの 2670 億ドルの輸入品に追加関税を課せば、破滅的な状況が起こり得る。ゴールドマン・サックスは最近、米国の 2019 年の GDP の予想成長率を 2.3%から 2%に引き下げた。ユーロ圏は約 1.5%、中国の成長率は 6%、世界全体では 3%程度になる可能性がある。2 年前には世界同時的成長と言われていたが、今では世界同時的減速に



Todd Ahlsten, Chief investment officer, lead portfolio manager, Parnassus Core Equity Fund, Parnassus Investments Photograph by ioulex; grooming by Gina Marie Picciotto

なっている。

コーエン氏：配当割引モデルに基づく、2018 年末の水準で株価に織り込まれている 5 年間の利益成長率は非常に控えめな水準だ。ただし、これにはセクター間で大きな格差があり、一部のセクターでは年率 10% の減益が織り込まれている一方で、年率 8~10% の成長率が織り込まれているセクターもある。12 月の株価急落の理由は、ファンダメンタルズの急激な悪化ではなく、1 年間無視されていた問題が遅まきながら認識されたためだろう。年末に現金化を望んだ投資家の売りによってボラティリティは上昇したが、これは自然に収まるとみられる。

■ GDP 成長率

Q：2019 年の米国の GDP 成長率をどうみるか。

ウィトマー氏：成長率は昨年を下回ると予想する。実質で 2% としておく。

ガベリ氏：名目で 4.2%、実質で 2% と予想する。

エレンボーゲン氏：上半期は 2% 未満に減速し、その後加速する。年間では 2.25~2.50% となる。

ガンドラック氏：実質成長率は 0.5% とみている。

バンサリ氏：2019 年終盤には景気後退のリスクがある。ただし、株式市場で重要なのは GDP ではなく利益だ。

ブラック氏：実質で 2%、インフレ率は 2.2% とみる。

コーエン氏：ゴールドマン・サックスでは、コンセンサスを上回る実質 2.4% の成長を予想している。名目成長率は約 4% を予想する。米国外での経済成長は大幅に減速する。中国は減速が続き、2018 年の約 6.5% から今年は 6% 近くになる可能性がある。そして欧州は構造的問題に加えて、米中の貿易摩擦によるサプライチェーンの途絶の問題を抱えている。ドイツの自動車メーカーは貿易問題の影響を大きく受けている。

シェーファー氏：QT の影響が経済全体に波及する。上半期には成長は減速するが、下半期には加速するだろう。通年では実質で 2% となる可能性がある。

ブリスト氏：名目で 3.5%、実質で 1.5% と予想する。先行きを占うのに役立つのは、宅配・航空貨物大手のフェデックス (FDX) の第 2 四半期の業績発表だ。四半期利益は問題なかったが、今後の利益成長率のガイダンスが引き下げられた。株式のリターンは、利益、配当、PER の三つの要因で決定される。そして PER は QT の圧力を受ける。今後の業績発表では多くの企業が 2019 年の予想を引き下げるとみている。



Henry Ellenbogen, Portfolio manager, New Horizons Fund, chief investment officer, U.S. Equity Growth, T. Rowe Price Photograph by ioulex; grooming by Gina Marie Picciotto

アールステン氏：半導体も危険

信号を発している。去年の 3 月に半導体で最初の不調の予兆が示された。夏には自動車が軟化し、今や携帯電話の販売が減速している。半導体需要は貿易摩擦の激化の中で 10 月には崖から転落した。これが、経済成長に対する目安だ。おそらくあと 1~2 四半期は半導体の大幅な在庫／需要調整がある。そこで重要な転機が到来し、4~6 月期には半導体在庫は正常化する。今年の上半期は市場にとっては困難な期間になると予想する。その後はやや持ち直し、下半期には需要の成長も戻る可能性がある。

■ 財政赤字

ガンドラック氏：国債の供給と支出を懸念している。経済が軟化するか、株式市場が下落すれば、国債のイールドカーブの長期セクターが押し上げられる可能性があるとい何年も考えていた。

ブラック氏：議会予算局では 2019 年から 2028 年の期間において、政府の歳入が年平均で GDP の 17.5% となり、支出は 22.4% になると予測している。つまり毎年 GDP の 4.9% の構造的財政赤字になる。金利が 1% 上昇すれば、利払いは 2000 億ドル増加する。

ガンドラック氏：財政赤字拡大の問題解決には債務を貨幣化（マネタイズ）する、すなわちデフォルトするしかない。USDebtClock.org は一見の価値がある。それによると、米国の資金の裏付けのない債務は 122 兆ドルと GDP の 6 倍に達している。皆 1 兆ドルの赤字について話しているが、実際はそれよりも随分多い。FRB が利上げをすれば、予算の相当部分が国債の利払いに充てられることになる。数年内に、利払いの額は米国の軍事予算を上回る。人々は本当に問題に直面するまでは、危機が見えない傾向にある。

しかも悪いことに、企業の財務部門は、低金利とスプレッドの縮小を利用して企業債務のデレレションを伸ばしてきた。企業にとっては当然のことだが、不適切なことでもあった。昨年は約 500 億ドルの投資適格社債とジャンク債が満期になったが、今年は合計で 7000 億ドルが満期を迎える。

アールステン氏：私の父は航空会社 TWA のパイロットを 32 年間務めたが、同社は連邦倒産法第 11 章の下で 3 回破産し、父は 2 回にわたって一時解雇され、そして会社は消滅した。このように債務の問題は深刻だ。しかし、米国は世界で最も偉大な技術革新が生まれる国でもある。それはグーグルやアマゾン、アップルや画像処理半導体大手のエヌビディア（NDVA）を見れば分かる。米国は依然として人材豊富で信用力のある国であり、多様性もあれば人口も増えており、移民も受け入れている。数字が良くないのは分かるが、米国には多くの評価できる点がある。米国の銀行は、欧州の一部の銀行よりもはるかに健全で、日本や中国の銀行よりも良好な状態にあるとみられる。利益を上げることでできる優れた企業を見いだせると確信している。

■ 株式市場を待ち受けるさまざまな難題

Q：財政危機からどのように抜け出すのか？

ガンドラック氏：実際に危機に陥ったと国民が理解すれば、解決は意外に簡単だろう。第 2 次世界大戦を戦った世代であれば、政府から無理やり金を引き出そうとするだろうが、ベビーブーマーは違う世代で、政府は社会保障を受けられる年齢の引き上げなどの措置を取りやすいだろう。



Meryl Witmer, general partner, Eagle Capital Partners

バンサリ氏：フェイクニュースならぬ「フェイク利益」が再び急増している事実について話そう。米国会計基準（GAAP）ベースの利益と非 GAAP ベースの利益の乖離（かいり）が過去最大になっており、われわれは「フェイク利益」を基に PER を計算している。時価総額を利益で割った PER ではなく、時価総額に負債を加えた企業価値（EV）を税引き後営業利益（NOPAT）で除した EV/NOPAT 倍率を用いるべきだ。間違った指標を見るから市場は割安などと言っている。EV/NOPAT 倍率は 20 倍近く、割安ではない。

ブリスト氏：過去と比べるとどうか？

バンサリ氏：以前の企業は今日ほどの債務を抱えていなかったため、過去と比べるとは困難だ。また、ハイテクセクターほど大規模なセクターで GAAP ベースと非 GAAP ベースの利益の差が甚だしいということもなかった。今や未知の領域に入っているため、今後を予想するのに必ずしも過去が頼りになるというわけではない。予想は既に株価に織り込まれている。結局、投資とは予想外のことを理解することが重要だ。

企業の債務は債券市場だけの問題ではなく、むしろ株式市場にとってより一層大きな問題だ。株式投資家は、株式が企業の資本構造の最下位に位置することを肝に銘じるべきだ。彼らは企業の利益やフリーキャッシュフローの最後に余った部分に対する権利を持っているにすぎない。破綻ともなれば、債務が完済されなければ、株式投資家への支払いは全くない。ガンドラック氏の言う通り、社債格付けはインフレ気味で、投資適格とされている企業の多くがその格付けに値しない。世界の株式市場は非常に割高だが、特に企業の負債が多い米国では極端に割高だ。

コーエン氏：バンサリ氏に質問だが、低金利活用の借り入れのうち、本当に必要な債務はどの程度か？

バンサリ氏：借り入れの大半は、割高な企業買収か自社株買いに利用され、大規模な債務と株式の交換が起きている。

Q：ウィトマー氏は市場をどう見るか？

ウィトマー氏：不確定要素が多く、例えば FRB の行動は誰も予測できない。企業債務は確かに問題だ。EV/EBITA 倍率を見ると、今やまあまあの水準といえる 10 倍以下の企業はほとんどなく、大半は 12~14 倍だ。一方、個人投資家は現金の保有が多く、投資余力がある。経営が良くフリーキャッシュフロー創出力のある企業を妥当なバリュエーションで買えば、長期的には得する。私は、相場全体についての議論よりもこのようなアプローチを大切にしている。

エレンボーゲン氏：2019 年にはもう 1 枚ワイルドカードがある。米国企業は技術革新でトップを走る。中国最大の SNS のウィーチャット（微信）を運営するテンセント・ホールディングス（0700.香港）や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）を除けば、主要なプラットフォーム企業は米国に集まる。フェイスブック（FB）やアルファベット（GOOGL）傘下のグーグルは今や広告のプラットフォームとしてテレビを追い抜いた。アマゾン電子商取引のシェアを拡大し続けている。動画配信大手のネットフリックス（NFLX）はシェアを拡大し続け、既存メディアを事業再編に追い込んできた。



Mario Gabelli, Chairman and CEO, Gamco Investors

しかし、2018 年にはこれらの企業の

規制強化の話題が再燃した。グーグルのスンダー・ピチャイ最高経営責任者（CEO）が昨年 12 月に議会で証言した時、両政党ともに同 CEO に批判的で、プラットフォームの持つ力が強過ぎると考えていることが明白だった。米国の独占禁止法を欧州のそれに近づけるべきだと考える経済学者や政治家もいるが、規制が強くなり過ぎると、経済成長に悪影響を及ぼす。2019 年の重要な問題だ。

■ FAANG の今後の見通し

Q：新規株式公開（IPO）市場は、これら企業への信任投票となるだろうか？

エレンボーゲン氏：2019 年の IPO 市場は、市場のボラティリティの見通しならびに技術革新の強さに対する投資家の信念を問う投票になるだろう。ライドシェア（相乗り）サービス大手のウーバーやリフトの上場が予想される。1 月の市場が堅調なら IPO 計画が見送られることはなく、今年前半にはかなりの数の IPO が実施されるだろう。ウーバーが上場した場合、特に自動運転車の分野で複数の IPO が実現する可能性がある。

Q：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、グーグルの親会社であるアルファベット）は再び市場を先導するようになるか？

エレンボーゲン氏：弱気市場では優良企業は長く、良い状態で持ちこたえることができる。しかし、最終的には優良企業も下落し、もともとプレミアムが付いていたため、下落も最悪となる。第 4 四半期の FAANG 銘柄はその例だった。次に市場の上昇機運が高まる時には、FAANG のうち 1~2 銘柄は抜け落ちていくだろう。ネットフリックスとアマゾンは力強く前進を続けているが、フェイスブックとグーグルは規制関連の懸念がある。アップルは地政学的問題もあるが、革新が欠如しているのも問題だ。グーグルはスマートフォンにも力を入れているためアップルにとって競争が厳しくなるだろう。

バンサリ氏：創造的破壊はシリコンバレーだけのものではない。公益といった変化に乏しい分野でも破壊は起きる。また、価格破壊に対して脆弱（ぜいじゃく）なのは生活必需品セクターだ。例えば、ジレットはカミソリの価格を上げ続けたが、ある時点で必要な刃の枚数や適切な価格といった疑問が生じざるを得ない。2016 年に消費者はジレットから他社製品へと切り替え始めたため、ジレットも価格を引き下げた。ブランド力や価格決定力、消費者セグメントによる価格差別を頼りにしていた生活必需品企業は、電子商取引による価格の透明性の高まりへの備えがおろそかになっていた。

Q：では、なぜジレットを傘下に持つプロクター・アンド・ギャンブル（P&G、ティッカーは PG）の PER は今も高いのか？

バンサリ氏：誰もがウォーレン・バフェット氏に耳を傾けるからだ。しかし、過去と決別する必要がある。生活必需品が質の高い利益をもたらすことはよく知られ、株価に織り込み済みだ。先ほど言ったように、投資は予想外のことを理解することが重要だ。生活必需品セクターは高いリターンのためあがめられるが、価格破壊、バリュエーションリスクなどのリスク面の懸念が不



Oscar Schafer, Chairman, Rivulet Capital

十分だ。注意を怠っている分より強い不意打ちを受けるかもしれない。

■ オンライン技術の威力

エレンボーゲン氏：オンラインでの購入は店舗での買い物の 5～7 倍も価格の透明性に貢献する。そのため、地元の小売業には非常に困難な課題を呈する。不動産仲介はオンライン不動産仲介会社レッドフィン（RDFN）などによって変革を迫られている。オンライン出前サービスのグラブハブ（GRUB）はレストラン業界を変えつつある。当社はオンライン中古車販売のブルーム（未公開）を保有している。ブルームや同業のカーバナ（CVNA）は多くの地域経済の根幹にある自動車販売業界を変革しつつある。

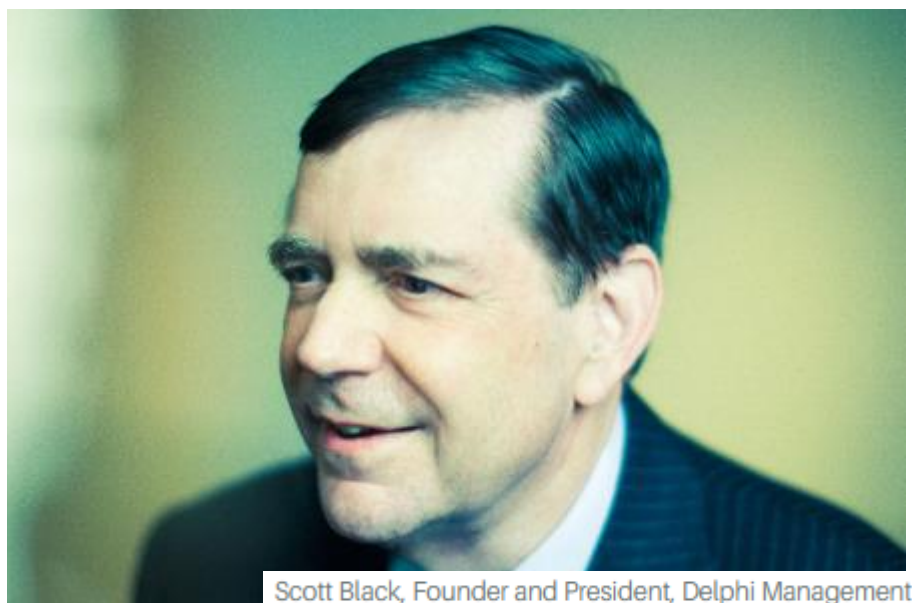
バンサリ氏：しかし、変化や課題は必ずしも暗い未来につながるわけではない。スイスやドイツ、台湾、日本などは困難な人口動態的变化や人件費高騰を経験し、生産性の向上によって高コストを克服してきた。解決への道は常に存在する。企業も人間同様に適応する。人件費の高いフランスでさえ、競争の激しい世界の中で身の丈以上に善戦している。航空宇宙防衛複合企業サフラン（SAF.フランス）はボーイング（BA）の飛行機用エンジンを供給しており、航空宇宙機器メーカーのエアバス（AIR.フランス）の航空機は欧州の高い賃金にもかかわらず世界的な競争力がある。タイヤのミシュラン（ML.フランス）や化粧品のパルファ（OR.フランス）、保険の AXA（CS.フランス）、金融の BNP パリバ（BNP.フランス）なども同様だ。企業の適応力にもっと目を向けるべきだ。

ブリスト氏：昨夏のフェイスブックの時価総額はインドの株式市場の上場企業全ての時価総額を上回った。その後フェイスブックは値下がりしたが、インドの上場企業となら、どちらを買いたいのか？

エレンボーゲン氏：この二つは異なる投資機会だ。大局的に見れば、プラットフォーム企業は物理的な世界では不可能な速さでシェアを拡大している。フェイスブックやグーグルは広告では圧倒的なプラットフォームで、コンテンツではネットフリックス、クラウドではマイクロソフト（MSFT）やアマゾンだ。これらの企業はそれぞれのエンドマーケットでの売上高の伸びの 50～70%を占める。また、ネットワーク効果の恩恵を受け、大量のデータを創出し、機械学習を駆使してこれらのデータを活用し、世界中に配信することができる。

コーエン氏：技術の変化の影響への対応はどうか。19 世紀末に国による無償の公教育が始まった。第 2 次世界大戦後には復員兵援護法を通じて大学教育や職業教育が奨励された。1960 年代には米国政府の予算の約 12%が研究開発に充てられるなど、米国は研究開発に多大な投資を行った。今やその割合は約 2%だ。暗い未来を好機に変えるにはどうすればよいのか？

エレンボーゲン氏：その答えは中国との戦略的対立とも関連している。機械学習などの極めて重要な分野での米国の技術投資は民間企業や大学によるものだ。中国では公的セクターの資金が投入されている。米国では民間企業の貢献を認め、世界に進出してアイデアを収益化することを許している。おかげで米国は中国と今後 50 年にわたって競争していける。ここでも、規制強化は問題で、時間の経過とともに株式市場にも関係して



Scott Black, Founder and President, Delphi Management

くるかもしれない。

■ 金や新興国市場について

Q：金はどうか？

ガンドラック氏：ドル安になるので金価格は上昇するだろう。

シェーファー氏：しかも、金への投資配分は低位のままだ。

Q：新興国市場は魅力的か？

ガンドラック氏：ドル安に向かうので上昇する。

ガベリ氏：20 年ほど前にゴールドマン・サックスが BRICS（ブラジル、ロシア、インド、中国）という言葉を広めたが、これらの市場は売られ過ぎで、多くの好機がある。中国の習近平主席と米国のトランプ大統領は今春に折り合うと私は予想している。

バンサリ氏：私は新興国市場にネガティブで、過去 10 年間もそうだった。低金利により、政府や企業の多くが負債を増やした。第二に流動性リスクがかなり高い。少数の銘柄を多くの資金が追い掛け、それら企業に対する資金配分が増加してきた。インドには良い企業もあるが、投資的観点で優れていないため私は保有していない。消費財のヒンドスタン・ユニリーバ (500696.インド) の 2019 年 3 月期予想 PER は 62 倍だ。HDFC 銀行 (HDB) は素晴らしい銀行だが、2019 年 3 月期予想 PER は 27 倍で、融資増を賄うため 3 年毎に増資を行う。投資家としてもうけられる銘柄ではない。

Q：上場投資信託 (ETF) の成長はバリュエーションのゆがみを悪化させたか？

バンサリ氏：そう思う。ETF あるいはパッシブ投資はテーマ別の投資へのエクスポージャーを提供し、ビジネスモデルやバランスシート、ガバナンスが劣った企業も精査されずに組み入れられてしまう。しかし、これらの短所が明るみに出ると、パッケージ化された商品はアンダーパフォームし、個別銘柄選択の輝きが増すだろう。

Q：しかし、あなたは中国企業も保有しているようだ。

バンサリ氏：常に例外はある。株式市場は一様ではなく、複数の株式の市場が集まってできている。マクロ的見地から中国にはネガティブだが、通信会社のチャイナ・モバイル (中国移動、CHL) は私のトップピックだ。世界で最も割安な株式だ。株式投資で重要なのは、あり金をはたいて高いものを買ってはいけないということだ。現状は、大した報酬も得られないのに、数少ない成長の見られる場所にお金がつぎ込まれ過ぎている。

■ 1 年後は何が話題になると思うか？

Q：手短に、全員発言を。1 年後には何について話していると思うか？

ブリースト氏：ポピュリズム。

シェーファー氏：2018 年末が悪かったから今年はどれほど悪くなるかと話すように、2019 年末が好調だったため 2020 年はどれほど良くなるかといった話。

コーエン氏：政治だ。投資家にとっては、モメンタム投資やパッシブ投資の失速やプライベートエクイティへの疑問、さらに海



William Priest, CEO and Co-chief Investment Officer, Epoch Investment Partners

外投資への関心も重要だ。2018 年の 50 週目までは世界が米国株式に集中していたため、米国と新興国市場のバリュエーションの差が開いた。今後新興国市場に好機が生まれる可能性がある。

ブラック氏：景気後退とその継続期間。

バンサリ氏：現状や常識に疑問の目が向けられるようになるだろう。

ガンドラック氏：二大政党以外の政党も参加する大統領選について。

アールステン氏：テクノロジーを駆使し、事業を変革し、負債の少ない優良企業のもたらす投資機会について。景気後退は起こらず、株式相場は過去 1 年で上昇したなどと話すだろう。

エレンボーゲン氏：企業や雇用の破壊に関する不安が先進国の選挙に影響を与えていることについて、米国の大統領選を中心に話しているだろう。第二に、世界中の中央銀行が緩和的スタンスに逆戻りしつつあることについて話すだろう。第三に、システミックな変化を理解する投資家とそれ以外の投資家のパフォーマンスの差の広がりについてだ。

ガベリ氏：選挙。世界の政治。

ウィトマー氏：大統領選。



2019 Roundtable Experts



Todd Ahlsten
CIO, Portfolio mgr.,
Parnassus Core Equity Fund
Parnassus Investments
San Francisco



Henry Ellenbogen
Portfolio mgr.,
New Horizons Fund
CIO, U.S. Equity Growth
T. Rowe Price
Baltimore



Meryl Witmer
General partner
Eagle Capital Partners
New York



Rupaul J. Bhansali
CIO, International & Global
Equities Portfolio mgr.
Ariel Investments
New York



Mario Gabelli
Chairman and CEO
Gamco Investors
Rye, NY



Oscar Schafer
Chairman
Rivulet Capital
New York



Scott Black
Founder and President
Delphi Management
Boston



Jeffrey Gundlach
CEO and CIO
DoubleLine Capital
Los Angeles



Abby Joseph Cohen
Advisory director and senior
investment strategist
Goldman Sachs



William Priest
CEO and co-CIO
Epoch Investment Partners
New York

以下は各パネリストが 2018 年の年初に推奨した銘柄の 1 年間のパフォーマンスである。S&P500 は 1 年間で 8.6% 下げた。個別銘柄については来週議論する予定。

Scott Black's Picks

Company/Ticker	Price 1/5/18	Price 12/31/18	Price Change	Total Return
Lam Research / LRCX	\$196.40	\$136.17	-30.7%	-29.1%
Hi-Crush Partners / HCLP	11.40	3.58	-68.6	-64.8
Gray Television / GTN	16.10	14.74	-8.4	-8.4
Ares Capital / ARCC	15.79	15.58	-1.3	8.3
Hooker Furniture / HOFT	40.75	26.34	-35.4	-34.4

Abby Joseph Cohen's Picks

Company/Ticker	Price 1/5/18	Price 12/31/18	Price Change	Total Return
Occidental Petroleum / OXY	\$74.55	\$61.38	-17.7%	-14.1%
Samsung Electronics / 005930.Korea*	KRW 52,120	KRW 38,700	-25.7	-24.1
AbbVie / ABBV	\$101.11	\$92.19	-8.8	-5.3
China Railway Signal & Comm. / 3969.Hong Kong	HK\$6.31	HK\$5.48	-13.2	-10.6
Mondelez International/ MDLZ	\$43.23	\$40.03	-7.4	-5.2

*Reflects 50-for-1 stock split 5/3/18; Total Return in USD: 005930.KS=-27.7%; 3969.HK=-10.7%

Henry Ellenbogen's Picks

Company/Ticker	Price 1/5/18	Price 12/31/18	Price Change	Total Return
Equifax / EFX	\$122.83	\$93.13	-24.2%	-23.2%
Vail Resorts / MTN	207.27	210.82	1.7	4.2
Bright Horizons Family Solutions / BFAM	95.75	111.45	16.4	16.4
ServiceMaster Global Holdings / SERV *	35.08	36.74	4.7	4.7
Shopify / SHOP	110.58	138.45	25.2	25.2
Grubhub / GRUB	72.97	76.81	5.3	5.3

*Reflects Frontdoor spinoff 10/1/18

Mario Gabelli's Picks

Company/Ticker	Price 1/5/18	Price 12/31/18	Price Change	Total Return
Madison Square Garden / MSG	\$212.87	\$267.70	25.8%	25.8%
Liberty Braves Group/BATRA	22.27	24.94	12.0	12.0
MGM Resorts International / MGM	33.89	24.26	-28.4	-27.2
Davide Campari- Milano/CPR.Italy	€ 6.36	€ 7.39	16.1	17.0
Zimmer Biomet Holdings / ZBH	\$125.98	\$103.72	-17.7	-17.0
CNH Industrial / CNHI	14.05	9.21	-34.4	-33.5
GCP Applied Technologies / GCP	33.60	24.55	-26.9	-26.9
Paccar / PCAR *	75.10	57.14	-23.9	-19.9
Textron / TXT	58.50	45.99	-21.4	-21.3
Energizer Holdings / ENR	51.59	45.15	-12.5	-10.6

*Reflects \$2 special cash dividend paid 1/4/19; Total Return in USD: CPR.IM=11.1%

Jeffrey Gundlach's Picks

Company/Ticker	Price 1/5/18	Price 12/31/18	Price Change	Total Return
Energy Select Sector SDPR / XLE*	\$74.97	\$75.94	1.3%	2.7%
Tortoise MLP / NTG **	17.92	12.25	-31.7	-24.4
Invesco Senior Loan / BKLN***	23.10	21.78	-5.7	-1.6
iShares MSCI Brazil / EWZ	42.84	38.20	-10.8	-8.0
WisdomTree Japan Hedged Equity / DXJ	61.63	46.39	-24.7	-22.7

*Closed position. Data as of 6/29/18; **Reflects 1-for-3 rights offering. Name changed to Tortoise Midstream Energy Fund on 1/8/19; ***Name change from PowerShares Senior Loan Portfolio effective 6/4/18

William Priest's Picks

Company/Ticker	Price 1/5/18	Price 12/31/18	Price Change	Total Return
Universal Display/OLED	\$179.30	\$93.57	-47.8%	-47.7%
Applied Materials/AMAT	54.60	32.74	-40.0	-39.1
Starbucks / SBUX*	59.61	57.89	-2.9	-2.4
Martin Marietta Materials / MLM	227.33	171.87	-24.4	-23.7
MetLife / MET**	51.84	43.60	-15.9	-14.4

*Closed position in first quarter. Data as of 3/29/18; **Closed position in second quarter. Data as of 6/29/18

Oscar Schafer's Picks

Company/Ticker	Price 1/5/18	Price 12/31/18	Price Change	Total Return
Cinemark Holdings / CNK	\$34.17	\$35.80	4.8%	8.4%
O'Reilly Automotive / ORLY	260.28	344.33	32.3	32.3
CommScope Holding / COMM	38.10	16.39	-57.0	-57.0
Evertec / EVTC	14.35	28.70	100.0	100.8
ANI Pharmaceuticals / ANIP	69.41	45.02	-35.1	-35.1

Paul Wick's Picks

Company/Ticker	Price 1/5/18	Price 12/31/18	Price Change	Total Return
LONG				
Micron Technology / MU	\$45.80	\$31.73	-30.7	-30.7
Western Digital / WDC	82.69	36.97	-55.3	-53.7
Marvell Technology Group / MRVL	23.00	16.19	-29.6	-28.7
Oracle / ORCL	48.47	45.15	-6.8	-5.4
SHORT				
Snap / SNAP	\$14.50	\$5.51	-62.0%	-62.0%
Intrexon / XON	13.15	6.54	-50.3	-50.3

Meryl Witmer's Picks

Company/Ticker	Price 1/5/18	Price 12/31/18	Price Change	Total Return
CarMax / KMX	\$71.04	\$62.73	-11.7%	-11.7%
Orion Engineered Carbons / OEC	27.05	25.28	-6.5	-3.9
Dart Group / DTG.UK	699.00p	772.00p	10.4	11.5
Howden Joinery Group / HWDN.UK	467.10	435.60	-6.7	-4.6

Total Return in USD: DTG.UK=4.8%; HWDN.UK=-10.3%
Source: Bloomberg

以下は各パネリストが 2018 年 7 月に推奨した銘柄の半年間のパフォーマンスである。

Scott Black's Picks

Company/Ticker	Price 7/11/18	Price 12/31/18	Price Change	Total Return
Noble Energy / NBL	\$35.87	\$18.76	-47.7%	-47.3%
Arrow Electronics / ARW	76.89	68.95	-10.3	-10.3
	Yield 7/11/18	Yield 12/31/18		
6-Month Treasury Bill	2.09%	2.42%		

Abby Joseph Cohen's Picks

Company/Ticker	Price 7/11/18	Price 12/31/18	Price Change	Total Return
AutoZone / AZO	\$681.46	\$838.34	23.0%	23.0%
Kingfisher / KGF.UK	305.80p	207.50p	-32.1	-31.3
Anheuser-Busch InBev / BUD	\$103.06	\$65.81	-36.1	-35.4
Inner Mongolia Yili Industrial Group / 600887.China	CNY 27.71	CNY 22.88	-17.4	-17.4
Midea Group / 000333.China	47.20	36.86	-21.9	-21.9
iShares U.S. Financial Svcs / IYG	\$132.22	\$112.27	-15.1	-14.3

Total Return in USD: KGF.UK=-33.7%; 600887.CH=-19.9%; 000333.CH=-24.3%;

Henry Ellenbogen's Picks

Company/Ticker	Price 7/11/18	Price 12/31/18	Price Change	Total Return
TransUnion / TRU	\$74.25	\$56.80	-23.5%	-23.3%
BWX Technologies / BWXT	63.65	38.23	-39.9	-39.6
Redfin / RDFN	23.54	14.40	-38.8	-38.8

Mario Gabelli's Picks

Company/Ticker	Price 7/11/18	Price 12/31/18	Price Change	Total Return
CNH Industrial / CNHI	\$10.11	\$9.21	-8.9%	-8.9%
Paccar / PCAR *	61.22	57.14	-6.7	-2.5
Liberty Braves Group / BATRA	25.57	24.94	-2.5	-2.5
Sony / SNE	51.96	48.28	-7.1	-6.9
Millicom International Cellular / MIICF	61.05	63.66	4.3	6.6
EnPro Industries / NPO	72.31	60.10	-16.9	-16.3

*Reflects \$2 special cash dividend paid 1/4/19

Jeffrey Gundlach's Picks

Investment/Ticker	Price 7/11/18	Price 12/31/18	Price Change	Total Return
Invesco Senior Loan / BKLN	\$23.02	\$21.78	-5.4%	-3.1%
SPDR S&P Oil & Gas Exploration & Production / XOP	43.28	26.53	-38.7	-38.5
iShares MSCI Brazil / EWZ	32.74	38.20	16.7	18.5
Tortoise MLP / NTG	15.60	12.25	-21.5	-19.0
WisdomTree Japan Hedged Equity / DXJ	53.73	46.39	-13.7	-13.2
	Yield 7/11/18	Yield 12/31/18		
2-Year Treasury Note	2.58%	2.49%		

William Priest's Picks

Company/Ticker	Price 7/11/18	Price 12/31/18	Price Change	Total Return
Kroger / KR	\$27.97	\$27.50	-1.7%	-0.8%
Phillips 66 / PSX	110.66	86.15	-22.1	-21.0

Oscar Schafer's Picks

Company/Ticker	Price 7/11/18	Price 12/31/18	Price Change	Total Return
CommScope Holding / COMM	\$29.89	\$16.39	-45.2%	-45.2%
Whitbread / WTB.UK	3,993.0p	4579.00p	14.7	15.5

Total Return in USD: WTB.UK =11.3%

Paul Wick's Picks

Company/Ticker	Price 7/11/18	Price 12/31/18	Price Change	Total Return
LONG				
Broadcom / AVGO	\$243.44	\$254.28	4.4%	6.3%
Integrated Device Technology / IDTI	33.43	48.43	44.9	44.9
SHORT				
Canopy Growth / CGC	\$29.59	\$26.87	-9.2%	-9.2%
Shopify / SHOP	160.98	138.45	-14.0	-14.0

Meryl Witmer's Picks

Company/Ticker	Price 7/11/18	Price 12/31/18	Price Change	Total Return
Packaging Corp. of America / PKG	\$113.98	\$83.46	-26.8%	-25.6%
Indivior / INDV.UK	266.50p	112.35p	-57.8	-57.8
Tessenderlo Group / TESB.Belgium	€ 33.05	€ 29.10	-12.0	-12.0

Total Return in USD: INDV.UK = 59.4%; TESB.BB = -13.8%

Source:Bloomberg

Amazon.com Inc. (AMZN)



Apple Inc. (AAPL)



General Electric Co. (GE)



FedEx Corp. (FDX)



Alphabet Inc. Cl A (GOOGL)



NVIDIA Corp. (NVDA)



Tencent Holdings Ltd (HK:0700)



Alibaba Group Holding Ltd. ADR (BABA)



Facebook Inc. Cl A (FB)



Netflix Inc. (NFLX)



Procter & Gamble Co. (PG)



Redfin Corp. (RDFN)



GrubHub Inc. (GRUB)



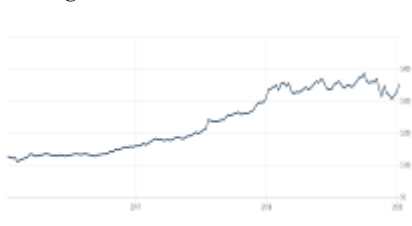
Carvana Co. Cl A (CVNA)



SAFRAN S.A. (FR:SAF)



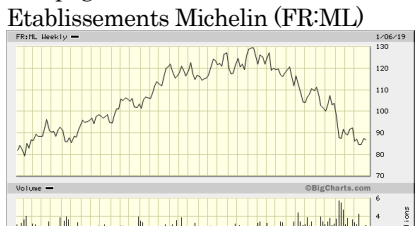
Boeing Co. (BA)



Airbus SE (FR:AIR)



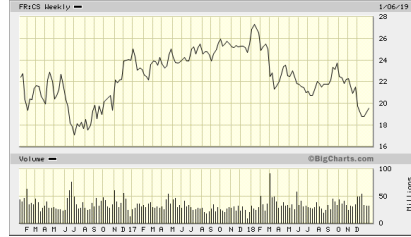
Compagnie Generale des Etablissements Michelin (FR:ML)



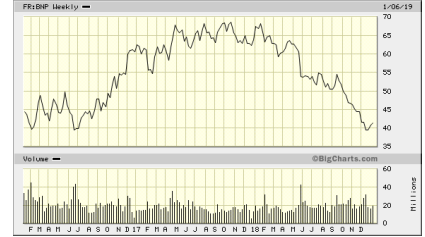
L'Oreal S.A. (FR:OR)



AXA S.A. (FR:CS)



BNP Paribas S.A. (FR:BNP)



Hindustan Unilever Ltd. (IN:500696)



HDFC Bank Ltd. ADR (HDB)



China Mobile Ltd. ADR (CHL)



チャートは3年 (RDFN は1年)

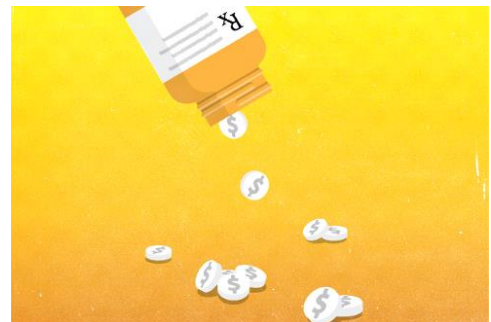
By LAUREN R. RUBLIN
(Source: Dow Jones)

2. Why Bristol-Myers Squibb Can Be a Sweet Pill 魅力的な製薬会社 ブリストル・マイヤーズ・スクイブが「良薬」である理由

【ブリストル】

■ セルジーンを買収発表で株価が急落して割安に

製薬大手ブリストル・マイヤーズ・スクイブ (BMY) は、バイオ製薬会社セルジーン (CELG) の買収で同社と合意した。ブリストルは、この買収によってがん治療薬メーカーとしてトップに立ち、大きな利益を生み出すことができると吹聴している。しかし、ウォール街は納得していない。投資家は買収によって両社の見通しがほとんど改善しないのではないかと懸念しており、3日に740億ドル規模の買収が発表されて以降、ブリストルの株価は約8%下落して48ドルとなっている。



だが、急落後のブリストルの株価は割安に見える。さらに、ウォール街が買収を支持すれば、株価は上昇する可能性がある。また、ブリストルは同業のアッヴィ (ABBV)、アムジェン (AMGN) やファイザー (PFE) による買収の標的ともなり得る。

ブリストルの最も重要な資産は、昨年の売上高が60億ドルを超えた「オプジーボ」をはじめとする免疫療法分野のがん治療薬である。ウォルフ・リサーチのティム・アンダーソン氏は「がん免疫療法は、多くの企業が参入を望む人気の分野だ」と語る。同氏はブリストルの投資判断を「アウトパフォーム」としている。がん免疫療法薬の開発をまだ始めている製薬会社にとって、追い付くための手段は買収しかなく、「この分野で幅広い製品を有する唯一の企業がブリストルだ」とアンダーソン氏は指摘する。

ブリストルの時価総額は780億ドルで、2019年予想1株当たり利益 (EPS) 4.12ドルに対する株価収益率 (PER) は11倍、2020年予想EPSの約6ドルに対するPERはわずか8倍である。この2020年予想PERは大手製薬会社の中で最低だ。配当利回りも3.4%と高水準である。

2020年の業績予想はウォール街の予測に基づいている。この予測では、ブリストルのガイダンスを織り込み、

セルジーンを買収が通期利益を 40%以上押し上げると想定している（買収完了は 2019 年第 3 四半期の見込み）。40%以上もの増益効果がある大型買収は非常に異例だが、あり得なくはない。というのも、ブリストルが支払う買収額はセルジーンの前 2019 年予想利益の 10 倍にすぎないためだ。また、ブリストルは、買収によって 2022 年までに年間 25 億ドルのコストシナジーが生じると推定している。

■ ブリストルが買収される可能性も

買収する側が、買収される側に回ることはあり得るだろうか。ブリストル買収のシナリオは、すぐに実現する可能性は低そうだが、ウォール街では勢いを増している。クレディ・スイスのアナリスト、バミル・ディバン氏が想定する買収者候補はファイザー、アッヴィ、アムジェンだ。中でもアッヴィは、欧州で特許が期限切れとなった抗炎症薬「ヒュミラ」に依存しているため、最も強い関心を持っている可能性がある。ブリストルの買収者は、セルジーンを買収を破棄するとみられるが、その場合は 22 億ドルの違約金が発生する。

買収発表時に投資家が懸念したのは、セルジーン的主力である血液がん治療薬「レブラミド」の特許期限切れだった。しかし、ウィリアム・ブレアのアナリスト、マシュー・フィップス氏は、レブラミドがジェネリック医薬品（後発医薬品）との競争に直面する 2022 年までに、買収後の EPS は 8 ドルに達する可能性があると言っている。この EPS に PER10 倍を適用すると、株価には大きな上値余地がある。同氏は「ブリストルの売りは行き過ぎている」と言う。

買収発表において、ブリストルは六つの有望な新薬候補（うち四つはがん治療薬）の存在を強調した。これらの年間の合計売上高は 150 億ドルに上る可能性がある。また、買収後 3 年間で 450 億ドル超のフリーキャッシュフローを創出するとしており、実現すれば負債の大幅な減少が期待される。なお、買収後の純負債は約 500 億ドルとなる見込みだ。

投資家にとってはセルジーンも興味深い銘柄である。金曜終値は 87.40 ドルで、現金と株式交換方式による買収額に対して 1 株当たり約 10 ドルのディスカウントとなっている。ブリストルは、セルジーンの前 1 株に対して、現金 50 ドルとブリストル株 1 株を支払う。

セルジーンの前主には、買収後の業績に応じて対価を受け取る成功対価受領権（CVR）も付与される。現在の新薬候補のうち三つが 2020 年終わりおよび 2021 年初めまでに米食品医薬品局（FDA）に承認された場合、CVR の対価として 1 株当たり 9 ドルが支払われる。条件が満たされなかった場合、支払額はゼロであ

Bet the Pharma

How Bristol-Myers Squibb stacks up against other drugmakers.

Company/Ticker	Recent Price	Market Value (bil)	52-Week Change	2019E EPS	2019E P/E	2020E EPS	2020E P/E	Dividend Yield
Bristol-Myers Squibb / BMY	\$47.72	\$78	-23.0%	\$4.12	11.6	\$6.23*	7.7	3.4%
AbbVie / ABBV	88.20	133	-11.5	8.77	10.1	9.64	9.2	4.9
Amgen / AMGN	202.68	129	10.8	14.59	13.9	15.37	13.2	2.9
Eli Lilly / LLY	115.94	123	34.7	5.90	19.7	6.77	17.1	2.2
Merck / MRK	74.48	194	30.0	4.74	15.7	5.30	14.1	3.0
Novartis / NVS	88.11	225	2.6	5.53	15.9	6.08	14.5	3.3
Pfizer / PFE	42.31	245	16.0	3.08	13.8	3.17	13.3	3.4

*Reflects EPS post Celgene merger. E=Estimate.
Sources: Bloomberg; William Blair

る。投資家は、CVR が無価値と想定しても 11%のリターンを得られる。BTIG のアナリスト、トーマス・シュレーダー氏は、三つの新薬候補が承認される可能性をそれぞれ 70~90%とみており、従って CVR が支払われる確率は五分五分と考えている。

投資家とアナリストの主な課題は、オプジーボとレブラミドの売上高を予測することだ。フィップス氏の見解では、オプジーボは肺がん治療薬市場でメルク (MRK) のキートルーダに代替されているものの、他のがんにて用途を広げることで、まだ売上高を増やすことができる。レブラミドの 2018 年の売上高は約 97 億ドルで、セルジーンズの全売上高の 65%ほどを占めた。2022 年にジェネリック薬との競争に直面するまで、同薬の売上高は増加し得る。

Bristol-Myers Squibb Co. (BMY)



Celgene Corp. (CELG)



AbbVie Inc. (ABBV)



Amgen Inc. (AMGN)



Pfizer Inc. (PFE)



Merck & Co. Inc. (MRK)



チャートは 3 年

By ANDREW BARY
(Source: Dow Jones)

3. What I Saw at the CES AI やスマートホームが中心 家電見本市 CES のハイライト

【CES】

■ グーグル、アマゾン、サムスンの AI・スマートホーム製品

ラスベガスで開かれる世界最大の家電見本市 CES は、技術の行方に関心がある向きには毎年必見のイベントだ。今年も人工知能 (AI)、スマートホーム、ロボットと、大きなテーマが並んだ。

2019 年の最大の問題は信頼だというのが、最近の企業幹部の口癖だ。今回の CES はこれを裏書きしており、アルファベット (GOOGL) 傘下のグーグルは、昨年の 3 倍もの大きさのブースを使い、音声機能付き AI アプリ「グーグルアシスタント」の実装を容易にするプラットフォーム「グーグルアシスタント・コネク」を紹介。アマゾン・ドット・コム (AMZN) は、無線 LAN 接続可能なスマートロックやガレージの扉を管理するアプリを展示した。ただ、家電の大半をデジタル化することに、プライバシー保護の観点から疑念が向けられている。個人情報ハッキングされる可能性や、同意なしに第三者と共有される可能性が高まるというわけだ。この懸念を訴えかけるアップル (AAPL) はグーグルの展示



ブースの上に数階分の広告看板を買い取り、「iPhone（アイフォーン）の内容は、iPhone 上にとどまる」とのメッセージを掲げた。

サムスン電子（005930.韓国）が示したのは、AI は広範な同社の製品を統合する役割を担うものであり、また、ライバル企業との協力で損することはないということだ。CES におけるサムスンの巨大なステージでは、ロボット、デジタル自動車の運転席、スマート冷蔵庫、オーブン、食器洗い機、大画面テレビが、同社の AI 音声アシスタント「Bixby（ビクスビー）」を介して接続された。

多彩な製品ラインをシームレスにつなげるだけでなく、IoT（モノのインターネット）、スマートホーム、5G といった成長中の市場に一瞬の遅れもなく参入できる開かれたプラットフォームを有することも、サムスンの自慢だ。李潤雨（イ・ユンウ）副社長は、アップルの「壁に囲われた庭（ウォールド・ガーデン）」型のビジネスモデルを意識してか、「わが社は消費者とその経験を信じており、（閉じたコンピューター環境によって）それらを排除するのは愚の骨頂だ」と述べた。

だからといってサムスンとアップルが協力できないわけではない。両社の発表によると、サムスンは今後、自社のスマートテレビで iTunes（アイチューズ）の映画とテレビ番組を提供。またアップルのストリーミング再生機能 AirPlay を使い、アップル機器上のコンテンツをサムスンのテレビで見られるようにする。

■ 生体認証技術の実用化

CES で展示される技術が現実のものとなるのは数年先の話だ。ただデルタ航空（DAL）では、同社を利用する年間約 1 億 8000 万人の乗客の搭乗体験を改善するため、バイオメトリクス（生体認証）技術を大々的に取り入れようとしている。12 月初旬に導入された生体認証の応用方式により、乗客は何度も ID を提示することなしに、ゲートを通過し、デルタスカイクラブのラウンジに行き着ける。生体認証システムに登録した顧客でも、チェックポイントには並ばなければならないが、列の先頭まで誘導してもらえる。

シリコンバレーの新興企業ブリリアントは、スマート家電を制御できる光スイッチを開発した。ブリリアントは、音声アシスタントを有するアップル以外のほぼ全企業と協力関係にあった。今回の CES で、アップルとブリリアントは、ブリリアント・ホーム・コントロールとアップルのホームキットが接合されたと発表。利用者は、アップルのデバイス上で、ブリリアントのタッチ式タブレットに接続されたライトを、アップルの Siri や同社の Home アプリに言いつけることで操作できるようになった。ブリリアントは既にグーグルアシスタントやアマゾンのアレクサに対応しており、その他のスマート家電も操作できる。

CES に参加していないアップルは、昨年末にかけて株価を大きく下げており、2018 年 10~12 月期の売上高見通しも下方修正と、何か良いニュースが欲しいところだ。また、2019 年に 14%増の 359 億ドルまで拡大すると言われるスマートホーム市場でのより確かな足掛かりも欲しい。

■ 自動運転車両の進化

最後はお楽しみである。記者は自動運転車である BMW540 に乗り、全長 5.5 マイルの円形コースを約 25 分ドライブした。この技術を補助したのは自動車部品会社アプティブ（APTIV）である。同社はライドシェアサービス提供会社リフトのアプリを使い、ラスベガス市内に 30 台の自動車を配置した。

今回のドライブは、5 年前に自動運転車の試乗を開始してから最も印象的なものだった。いわゆる車線内バイアス（ILB）が改善され、他の車が車線内に割り込んできても、より信頼できる走りをするようになった。車線変更や、交差点で歩行者をよけることが可能だ。もちろん完全ではない。交差点で車と歩行者が同時に複数の方向に動いている場合には、まだ対応が難しい。また緊急の場合にクラクションを鳴らして警告することもできない。

Alphabet Inc. C1A (GOOGL)



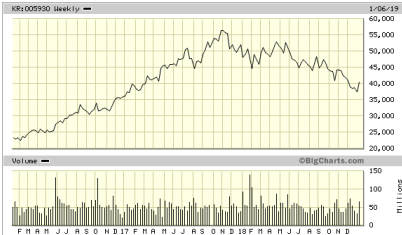
Amazon.com Inc. (AMZN)



Apple Inc. (AAPL)



Samsung Electronics Co. Ltd.
(KR:005930)



チャートは 3 年

Delta Air Lines Inc. (DAL)



Aptiv PLC (APTIV)



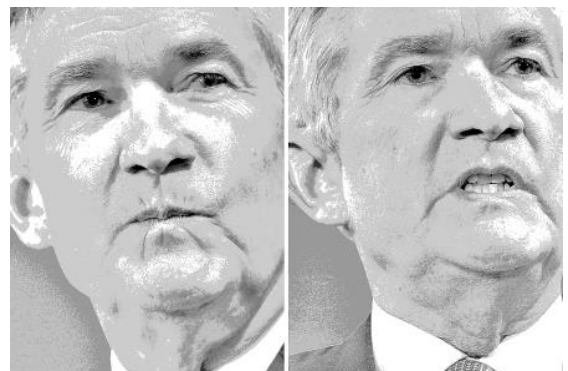
By JON SWARTZ
(Source: Dow Jones)

4. Why the Fed Backed Off on Interest Rates FRB が利上げに慎重になる理由 【コラム】 パウエル議長の方針転換、前向きに評価を

■ 株式市場にへつらう姿勢？

米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は年明け早々、利上げへの慎重な姿勢と、バランスシートの縮小ペースにある程度柔軟性を持たせる方針を表明している。これは、2019 年には 0.25% の利上げが 2 度あり、FRB の資産圧縮は予定通り進められるという予想に反する内容となっている。

FRB の方針転換のきっかけは、2018 年終盤の株式市場を中心とするリスク資産の下落とみられる。1 月 3 日にダウ工業株 30 種平均（NY ダウ）が 660 ドル下落した翌日、パウエル議長はイエレン前議長とバーナンキ元議長と共に登場した際に、それまでと異なる論調を打ち出した。



金融コンサルティング会社のウィルシャー・アソシエーツによると、2019 年の最初の 6 営業日で米国株式の時価総額は約 1 兆 1000 億ドル（約 3.85%）増加し、2018 年の年明け 8 営業日で 1 兆ドル増加という最高記録を更新した。これは良いニュースのようだが、一部では FRB、特にパウエル議長の株式市場の顔色をうかがう態度が批判されている。

ニュースレター「マネーストロング」の発行人ダニエル・ディマルティーノ・ブース氏は、パウエル議長を「投資家にこびへつらっている」と非難する。FRB 議長に着任して間もない 2012 年、パウエル議長は中央銀行が投資家を損失から守るべきではないと述べた。ブース氏は、過去の FRB 議長が株価が上がり続かなかった場合には政策を翻してきたことを踏まえて、パウエル議長の「バーナンキ元議長とイエレン前議長を持ち上げ、彼らにお世辞と称賛を振りまく態度」に特にいら立ちを示した。

調査会社マクロメイブズのスレファニー・ポンボイ氏は、ロックバンドのザ・フーの歌詞を引用し、「これ

でわれわれは、『新しいボスは実際には元のボスと同じだ』という確信を持って投資することができる」と述べている。

言い換えると、1987 年 10 月の市場暴落時のグリーンSPAN元議長の対応に端を発する、株式などのリスク資産の下落時には金融緩和によって中央銀行が損失に対する保険を提供するという FRB の「プット・オプション」は、今も存続しているということだ。

■ パウエル議長の判断を妥当と考える理由

しかし、上の批判には異議を唱えたい。FRB の政策は（他国の中央銀行の政策とともに）世界経済の流動性を枯渇させ、資産デフレを拡大させ、長期にわたる米国の経済成長と他国の不安定な経済を脅かしていた。

BNP パリバの一部門であるバンク・オブ・ザ・ウエストでチーフエコノミストを務めるスコット・アンダーソン氏によると、2016 年 11 月にドナルド・トランプ氏が大統領選で当選した後、株式市場の時価総額はピーク時で 9 兆 2000 億ドル増大した。しかし、昨年 9 月の高値以来の 3 カ月で、そのうちの約 4 兆 5000 億ドル相当が失われた。

消費者信頼感是比较的高い水準にあるものの低下し始めており、年末の報告書を受けてさらに下落する可能性がある。1 ドルの資産喪失につき 2～5 セントの消費が減少するという歴史的な相関に基づいて、アンダーソン氏は個人消費が 900 億ドル減少する可能性がある」と概算する。これにより、2018 年第 4 四半期から 2019 年第 4 四半期にかけて実質個人消費の伸びが 0.5～1.5%へ、0.7～1.7%ポイント低下する可能性がある。

「株式市場の下落が実態経済に相当な影響を及ぼす可能性があり、それが続けば米国の経済見通しも根本的に変わる可能性がある」とアンダーソン氏は記している。木曜日の株価が 17%以上急落した百貨店大手メーシーズ (M) の業績の警告は、このような背景では重要性が増すかもしれないと同氏は付け加える。FRB が株式市場の下落を受けてハト派の姿勢を強めたことも不思議ではない、と同氏は結論付けている。

モルガン・スタンレーのエコノミストは、FRB のバランスシート縮小が 2018 年後半の資産市場の変動に大きな役割を果たしたと指摘し、その結果、大方の予想よりも早い 2019 年 9 月までに FRB は資産保有の「正常化」を終わらせると予想している。

しかし、その理由は株式市場の変動にとどまらない。みずほ証券の米国チーフエコノミスト、スティーブン・リッチュート氏は、FRB がバランスシートを 2017 年 10 月のピーク時の 4 兆 4000 億ドルから 4 兆ドル強に圧縮したことで、銀行システムの超過準備が 1 兆ドル圧縮されたと書いている。

これらの超過準備の主な保有者である海外銀行は、代わりの資金源を探す必要に迫られ、そのために短期金融市場の金利が押し上げられ、企業や消費者の借り入れコストが上昇した。リッチュート氏は、この上昇が、FRB が遅くとも 3 月にはバランスシートの圧縮を減速するべきであるとの主張を裏付けていると述べる。

パウエル議長は、過去 3 回の景気後退の原因は FRB の引き締めにつながるインフレではなく、2008 年の金融危機と 2000 年のハイテクバブル崩壊という金融市場のアクシデントだった指摘している。

方針が定まらなると批判する向きもあるかもしれないが、政策の凡ミスの再発を避けることは正しい判断のように思える。

■ 連邦政府機関の閉鎖がもたらす懸念

ニュースは米連邦政府の部分的な閉鎖で持ちきりだが、金曜日に 80 万人の政府職員が給与を受け取れなかった中でも、これまでの市場への影響は最小限にとどまっている。調査会社キャピタル・エコノミクス社の推計では、一時的な所得損失の影響は小さい可能性もあるが、FRB や投資家が当てにしている 12 月の小売

上高や住宅着工件数のようなデータはスケジュール通りに出てこないだろう。

労働省はまだ開いているため、重要な雇用データは収集されるはずだが、政府機関の閉鎖は 1 月の数字をゆがめることになるだろう。約 38 万人の連邦政府職員が自宅待機を命じられているが、JP モルガンでエコノミストを務めるダニエル・シルバー氏によると、彼らは失業率を計算するための世帯調査で失業者として分類されることになる。注目の雇用統計は、政府職員の 38 万人分の減少を反映して就業者数の減少を示す可能性もある。

連邦政府職員が支出を削減することの影響は、閉鎖がどれだけの期間続くかによると考えられる。ホライズン・インベストメンツでチーフ・グローバル・ストラテジストを務めるグレッグ・バリエール氏は、被害が航空管制官、FBI 職員、助成金の受け取りが遅れている農家にまで及ぶ中、今度の週末には何らかの合意がなされる可能性があると考えている。

トランプ大統領と議会民主党のこう着状態は、経済的影響を越えて、分裂した政府という暗い見通しを提供する。投資運用会社ノーザン・トラストのエコノミストは、次なる試練は連邦政府の債務上限が 3 月 1 日に期限を迎えるのに伴い、新たな債務上限を議会で通過させることであると述べている。2011 年に債務上限が政争の具として使用されたとき米国の信用格付けは史上初めて引き下げられ、その前後で市場は大幅下落に至った。

Macy's Inc. (M)



チャートは 3 年

By RANDALL W. FORSYTH
(Source: Dow Jones)

5. New Stock Exchange Better for Wall Street 既存の取引所に対抗 機関投資家には朗報か、個人投資家への恩恵はまだ分らず

【新取引所】

■ 既存の取引所が課す高額な手数料

ペンシルベニア鉄道が故アンドリュー・カーネギー氏に対して高額な鋼鉄輸送運賃を請求するようになった際、同氏は他社と共同で独自の鉄道を建設すると言って抵抗した。金融界では今、これと同じような事態が起きている。取引所サーバーへの接続や市場データに課される手数料に嫌気がさしたブローカーらは現在、新たな取引所、メンバーズ・エクスチェンジ (MEMX) の創設を計画している。



競争が激化すると、理論上は価格が下がりエンドユーザーに有利になるはずだ。だが T.ロウ・プライスでシステムチック・トレーディングのグローバルヘッドを務めるメフメット・キナック氏は「新取引所にどんな恩恵があるのか分からない。手数料が高いという問題を解決したいのだろう。だが、市場をさらに細分化することで対処されるかは疑問だ」と述べる。

最近では、個人投資家の注文が直接取引所に届くことはまれだ。個人の注文はシタデル・セキュリティーズやバーチュ・ファイナンシャル (VIRT) といったホールセルのマーケットメーカーを経由する場合がほとんどだ (両社ともに MEMX の創設メンバーである)。

だが MEMX の存在は既存の取引所を活性化させるかもしれない。MEMX には、バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ、モルガン・スタンレー (MS)、フィデリティ・インベストメンツ、TD アメリトレード (AMTD)、シタデル・セキュリティーズ、バーチュ・ファイナンシャルなど、自らが活発に取引を行う企業が参画しているからだ。MEMX は 2020 年初めまでに取引を開始し、早期に取引高を確保することを目指している。

詳細は明らかになっていないが、MEMX 関係者はオーダータイプを制限することで簡素化を進め透明性を高めると述べる。売買のスピードを制限する「スピードバンプ」機能は設けず、市場データやサーバーへの接続や取引コストを抑えることも表明している。

現在、インターコンチネンタル取引所 (ICE)、ナスダック取引所 (NDAQ)、シカゴ・オプション取引所 (CBOE) の三大取引所は、米国内に 13 ある証券取引所のうちの 12 カ所を所有し、ダークプールや取引所外取引を除く取引量の 95% 以上を扱っている。独立系取引所として 2016 年に創設された IEX は、スピードバンプを設け透明性の高い価格設定を打ち出すなどして歓迎されたものの、市場のけん引役になるには至っていない。

■ 規制当局の厳しい目

規制当局は既に、手数料に関して取引所に厳しい態度を示している。証券取引委員会 (SEC) は昨年、取引所に 400 件以上もの手数料の値上げの正当性を説明するよう求め、遡及 (そきゅう) 的に市場データと接続手数料値上げの差し止めも行った。さらに、取引所によるブローカーへのインセンティブ制度に制限を設けるプログラムも試験的に実施している。

一方、MEMX が取引所として認可されれば、市場データの流れを監督する自主規制委員会で議決権を得ることになる。「既存の取引所がどこで幾ら儲けを得ているか、詳細が分かるだろう。その情報を利用して取引所に圧力をかけることが可能になる」と、バイサイドの非営利業界団体であるヘルシー・マーケットズで・エグゼクティブ・ディレクターを務めるタイラー・ジラシュ氏は述べる。営利企業として利益を上げるという観点からは矛盾するが、MEMX は委員の座を利用して市場データ価格を下げ、投資家にかかる手数料の引き下げあるいは撤廃を求めることができるのだ。

ブローカーやトレーダーにとっては、MEMX を通して問題が起こっている現場に潜入することが可能になるかもしれない。一方、取引所は侵入者を歓迎しないだろう。だが故カーネギー氏がこの事態を見れば、喜ぶことだろう。

Virtu Financial Inc. (VIRT)



Bank of America Corp. (BAC)



Morgan Stanley (MS)



TD Ameritrade Holding Corp. (AMTD)



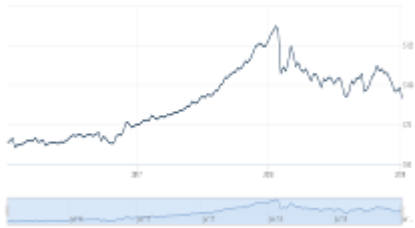
Intercontinental Exchange Inc. (ICE)



Nasdaq Inc. (NDAQ)



Choe Global Markets Inc. (CBOE)



チャートは 3 年

By DAREN FONDA
(Source: Dow Jones)

6. Apple's Next Big Move? It Should Buy Nintendo 次の勝負手 【アップル】 任天堂を買収すべし、コンテンツとプラットフォームの相乗効果が期待できる

■ CEO が大型の企業買収を検討中と明言

アップル (AAPL) の株価はこの 3 カ月ではほぼ 3 分の 1 下落した。また 1 月 2 日に同社が発表した 2018 年 10-12 月期の業績見通しでは売上高ガイダンスが市場関係者の予想を 8% 下回る水準に引き下げられ、iPhone (アイフォン) が今年はマイナス成長になるとの市場の懸念が裏付けられた。状況を好転させるため次に何ができるのか、それが同社の喫緊の課題である。



アップルは 1 月 2 日の業績見通し発表以降、未来を再び活性化するために大胆に行動するとのめかしている。最高経営責任者 (CEO) のティム・クック氏は投資家に宛てた最近の書簡で、アップルは「ネットキャッシュゼロ」を目指すことを改めて強調した。これは、同社が抱える 1300 億ドルのネットキャッシュを使う必要があることを意味する。ネットキャッシュはこれまでは自社株買いと配当に充てられていた。ところがクック氏は先日の CNBC とのインタビューで、引き続き大型の企業買収を検討していると明言した。

■ アップルと最も相性が良いのは任天堂

買収先の候補としてネットフリックス (NFLX) やテスラ (TSLA) がしばしば取り沙汰されている。だが、これらの企業のバリュエーションの高さと現金を大量に消費する事業体質は、高い利益率と財務的な保守主義を好むアップルとは相いれない。

アップルと最も相性が良いのは任天堂 (7974) かもしれない。アップルと任天堂の特質は似通っている。すなわち、潤沢な現金を有し、利益率が高く、強いブランドを持ち、忠誠心の高い顧客を抱え、ユーザーを捉えて離さないソフトウェアとサービスのエコシステムを備えている。

アップルは任天堂を傘下に加えることで、大規模でありながら成長途上にあるゲーム業界への大きなエクスポージャーを獲得し、売上高の面ではさまざまな潜在的シナジーの恩恵に浴することになる。市場調査会社ニューズーの推定によると、世界のゲーム市場規模は 2018 年に 11% 成長して 1350 億ドルとなった。2019 年以降は年率 9% で成長し、2021 年までに 1740 億ドルに達する見通しだ。

任天堂は、スーパーマリオやゼルダの伝説、ドンキーコングなど世界で最も価値の高いゲーム・シリーズを幾つか持ち、さらに 30 年以上にわたる事業を通じて数千本のゲームを有する。人気と評価の高い作品を生み出し続けている一方、家庭用ゲーム機の枠からなかなか踏み出せないでいる。

アップル TV や iPad (アイパッド) にコントローラーをBluetooth接続するだけでスイッチなど任天堂の家庭用ゲーム機に早変わりすると想像してみよう。都合の良いことに、アップルの最新の iOS を搭載した機器はスイッチも採用している ARM ベースのプロセッサを使用するため、ソフトウェアのコンバージョンは以前よりもはるかに容易になっている。

アップルは、任天堂によるニンテンドー・スイッチ・オンライン (マルチプレーヤー対応のサブスクリプション型ゲームサービス) の拡大を推進させることが可能だ。よく言われるように、アップルのエコシステムには 14 億台の機器が接続しているからだ。一方、任天堂のコンテンツはアップルのユーザーエンゲージメントの強化、経常的収入の拡大、顧客満足度の向上に貢献し、ひいてはアップルの機器への需要を底上げするだろう。

■ 任天堂の株価は割安な水準にある

任天堂の時価総額は 340 億ドルだ。約 96 億ドルのネットキャッシュを差し引き、さらに 50% のプレミアムを支払うとすると、アップルによる買収価格は約 400 億ドルとなる。1 年前の時価総額が 550 億ドルだったことを思うと、依然として割安だ。

同社の米国預託証券 (ADR) は 2018 年初めの高値から 40% 近く下落している。背景には、任天堂の今年度のゲームソフトに大ヒットしそうなものがなく、スイッチ本体の売上高予想を達成できないとの懸念があった。だが今では、投資家が同社の見通しに悲観的過ぎることが明らかになろうとしている。市場は、新作ゲームソフトのスーパースマッシュブラザーズの強さに後押しされたホリデーシーズンにおける同社の勢いに驚くことになるだろう。同ゲームソフトの発売は、2019 年 3 月期の 2000 万台というスイッチ販売台数目標の達成を可能にするだろう。

アップルにとって参考になるのはマイクロソフト (MSFT) かもしれない。同社は 2001 年に Xbox でビデオゲームに参入し、Xbox は今では主要なオンラインゲームサービス・プラットフォームに成長している。マイクロソフトのゲーム関連売上高は直近四半期に 44% 増となり、Xbox Live オンラインサービスの月間アクティブユーザー数は 8% 増加して 5700 万人となった。ちなみにソニー (6758) のオンラインゲームサービスである PS Plus の 2018 年 9 月時点の会員数は 3430 万人だ。

任天堂のコンテンツとアップルの規模が組み合わせられれば、マイクロソフト (MSFT) とソニー (6758) のオンラインゲームサービスの規模をすぐに上回る可能性がある。投資家は現時点でマイクロソフトの 2019 年予想株価収益率 (PER) を 22 倍と評価しているのに対し、ハードウェア中心と受け止められているアップルの 2019 年予想 PER は 12 倍強にとどまる。

ゲームプランは明確だ。アップルよ、動く時が来た。

Apple Inc. (AAPL)



Netflix Inc. (NFLX)



Tesla Inc. (TSLA)



Nintendo Co. Ltd. ADR (NTDOY)



Microsoft Corp. (MSFT)



Sony Corp. (JP:6758)



チャートは3年

By TAE KIM

(Source: Dow Jones)

7. 7 Stocks That Offer Safe Dividend Growth 配当成長率を重視すべし 【推奨銘柄】 リアリティー・シェアーズの配当安全性ランキング、4年連続で上位に入った7銘柄とは？

■ テキサス・インスツルメンツとスターバックス

配当目的の投資には、より高い配当利回りを提供してくれる銘柄とより高い配当成長率を誇る銘柄のトレードオフが必要になることが多い。配当利回りがより高い銘柄には配当成長率が低くなる傾向があり、配当成長率がより高い銘柄の配当利回りは相対的に低いことが多いのだ。

以下の表に掲載されている銘柄はどちらかというと後者に属している。7銘柄中5銘柄の配当利回りは1.5%以下で、S&P500 指数の平均配当利回り約2.1%を大きく下回っている。



その7銘柄は全て、指数プロバイダーのリアリティー・シェアーズがまとめた直近の年次配当安全性ランキングの上位に含まれており、ランキングの発表が始まってから4年連続での上位入りを果たしている。向こう12カ月間の予想配当成長率、1株当たり利益（EPS）成長率、過去5年間の配当行動など、幾つかの基準に基づいて作成されたこの配当安全性ランキングは、企業が向こう12カ月間に配当を増減する能力を順位付けしたものだ。

もちろん、配当の安全性が高い株式が常にアウトパフォームするとは限らないが、その企業の財務の健全性を示していることが多い。その7銘柄の中で過去1年間のトータルリターンがマイナスとなったのは、産業、車載用等のアナログ半導体の最大手メーカーであるテキサス・インスツルメンツ（TXN）だけだった。経済成長の減速懸念を受け、配当を含む同社のトータルリターンはマイナス11.6%となった。

とはいえ、テキサス・インスツルメンツの配当利回りは7銘柄の中で最高の3.3%である。同社はこの数年間、自社株買いと配当を重要な優先課題としてきた。調査会社ファクトセットによると、アナリストはテキサス・インスツルメンツの2018年の配当性向（利益に占める配当金の割合）が約47%になると予想しているという。同社は第4四半期と2018年通期の決算発表を1月23日に予定している。

コーヒーチェーン大手のスターバックス（SBUX）の配当利回りも2.3%と比較的高い。同社の今会計年度（9月末まで）のコンセンサスEPS予想は2.65ドルで、前年度の2.42ドルから増加している。同社は昨年、1株当たりの四半期配当額を30セントから20%引き上げて36セントとした。

2017 年にハワード・シュルツ氏から最高経営責任者（CEO）の職を引き継いだケビン・ジョンソン氏の下、同社は高級化路線も含め、出店計画の一部を縮小してきた。それでもスターバックスには増配し続けるための利益成長と潤沢なキャッシュフローがある。

■ 配当利回りは低い配当成長に期待できる 5 銘柄

残りの 5 銘柄は投資家に大きな配当利回りを提供していない。燃料ポンプや釣り用のリールなど、農場・牧場用品を販売しているトラクター・サプライ（TSCO）の配当利回りは 1.5% である。他 4 銘柄の配当利回りはそれを下回っており、クレジットカード大手のビザ（V）の 0.7% が 7 銘柄の中で最低となっている。

とはいえ、ビザの 3000 億ドル超という時価総額は 7 銘柄中最大であり、当然だが、配当を大幅に引き上げるための資金もある。ビザは昨年、1 株当たり四半期配当額を 21 セントから 19% 引き上げて 25 セントとした。9 月末までの今会計年度の EPS は前年度の 4.61 ドルから増加して 5.33 ドルに、来年度は 6.21 ドルになると予想されている。前年度の配当性向は 18% と比較的低水準だったので、増配に向けての柔軟性がまだかなり残っている。

化粧品大手エスティローダー（EL）、物流大手のエクスペディターズ・インターナショナル・オブ・ワシントン（EXPD）、大手スポーツ用品メーカーのナイキ（NKE）の最近の配当利回りは 1.3% だった。利回りはあまり大きくないが、この 3 社には堅調な利益成長とキャッシュフロー創出があるので、その配当は時間と共に成長していくはずである。

Company/Ticker	Recent Price	Market Value (bil)	Dividend Yield	1-Year Return
Estee Lauder/EL	\$131.50	\$47.7	1.3%	1.5%
Expeditors International of Washington/EXPD	67.24	11.6	1.3	3.9
Nike/NKE	75.72	11.6	1.3	18.6
Starbucks/SBUX	63.57	78.9	2.3	9.7
Texas Instruments/TXN	94.50	90.8	3.3	-11.6
Tractor Supply/TSCO	83.55	10.2	1.5	7.1
Visa/V	136.06	304.2	0.7	14.8

All data as Jan. 7.

Sources: Realty Shares and FactSet

Texas Instruments Inc. (TXN)



Starbucks Corp. (SBUX)



Tractor Supply Co. (TSCO)



VISA Inc. Cl A (V)



Estee Lauder Cos. Cl A (EL)



Expeditors International of Washington Inc. (EXPD)



Nike Inc. Cl B (NKE)



チャートは 3 年

By LAWRENCE C. STRAUSS
(Source: Dow Jones)

8. Mutual Funds and ETFs Are Feeling the Pinch ベンチマークに勝てない 【ファンド】 ミューチュアルファンドと上場投資信託 (ETF) の苦境

■ 資金流出、人員削減、ベンチマークを下回る運用成績

先週は資産運用業界にとって大変な週だった。格付け会社ムーディーズが発表したレポートは、2018 年第 4 四半期の運用手数料収入を 4.4%減と予測し、同期間のミューチュアルファンドからの資金流出は 2000 億ドル以上と述べた。市場のボラティリティが主な要因の一つだが、投資商品の手数料による影響も大きい。

手数料が最低クラスの上場投資信託 (ETF) を提供する運用会社は苦境に陥っている。運用資産額約 2 兆ドルの i シェアーズ・シリーズを提供するブラックロック (BLK) は、従業員の 3%に当たる約 500 人の人員削減に取り組んでいる。運用資産額 2450 億ドルの SPDR S&P500 ETF (SPY) を擁するステート・ストリート (STT) は、上級管理職を 15%削減する見込みである。



さらに、先週は SPIVA レポートも発行された。このレポートは、S&P の各指数とアクティブ運用の成績を比較したものである。結果はあまり驚くべきものではなかった。過去 10 年で、約 90%の大型株ファンドが S&P500 指数をアンダーパフォームしたという。これは手数料控除後の結果であり、手数料が比較的安い機関投資家向け口座では、アンダーパフォームの割合は 58%にとどまっている。従って、アクティブ型ファンドの最大にして唯一のハードルは手数料であるように思えるが、それは必ずしも正しくない。

S&P は SPIVA レポートにおいて、「個人投資家向けのミューチュアルファンドと機関投資家向け口座を、手数料控除前ベースでそれぞれのベンチマークと比較することによって、手数料がアンダーパフォームの唯一の原因となる可能性を排除した」と述べている。すなわち、手数料をリターンから控除しなかったとしても、アクティブ型ファンドは平均で S&P500 指数をアンダーパフォームしていたことになる。ここから分かるのは、優良銘柄の選別が極めて困難だということだ。

■ ETF の手数料収入の伸びは運用資産額の伸びの半分

手数料控除前で比較すると、大型株では、71%以上のファンドマネジャーと、40%の機関投資家向け口座のマネジャーがアンダーパフォームしていた。この現象は大型株投資に固有のものではない。同期間の中型株

では、96%のミューチュアルファンドマネジャーと、78%の機関投資家向け口座のマネジャーが、手数料控除後ベースで S&P ミッドキャップ 400 指数をアンダーパフォームした。手数料控除前では、アンダーパフォームの割合はそれぞれ 85%と約 63%だった。

小型株には市場の非効率性が存在するため、ファンドの運用成績がベンチマークを上回ると言われていたが、やはり低調なパフォーマンスとなった。SPIVA リポートによれば、手数料控除前と控除後の両方で、80%以上のミューチュアルファンドが S&P スモールキャップ 600 指数をアンダーパフォームした。機関投資家向け口座のアンダーパフォームの割合は、手数料控除後で 82%、控除前で 61%だった。

ETF はミューチュアルファンドと異なり、市場の動きにかかわらず資金流入が続いた。昨年 12 月の ETF への資金流入額は、世界全体で 760 億ドルに上った。独立系調査会社 ETFGI によれば、これは昨年 1 月の 1060 億ドルに次いで 2 番目に高い。

だが、資金流入が常に良いニュースとは限らない。ブルームバーグによれば、過去 5 年間の ETF の手数料収入の平均伸び率は、業界全体の運用資産額の伸び率の約半分にとどまっている。市場の混乱が続き、手数料が最も安い商品に投資家が集まれば、運用会社はその状況に適応しなければならない。有名なラップのリック（歌詞）をもじって言うならば、「金が増えても、問題は変わらない」。

BlackRock Inc. (BLK)



SPDR S&P 500 ETF Trust (SPY)



State Street Corp. (STT)



チャートは 3 年

By CRYSTAL KIM
(Source: Dow Jones)

9. The Trader ナスダック総合指数が 3.5%上昇 【米国株式市場】 騰落株線は異常な動き、足元の上昇相場は投資家のマインドセットによるもの

■ ナスダック総合指数が 3.5%上昇、3 週間の上げ幅は 2011 年以来最大

世界は思うほど恐ろしくないが、願うほど安全でもない。乱高下相場で覚えておくべきことだろう。

先週の株式市場は上昇が続いた。主要株価指数は、ダウ工業株 30 種平均 (NY ダウ) が 2.4%高の 2 万 3995 ドル 95 セントとなり、S&P500 指数は 2.5%高の 2596.26 で引けた。ナスダック総合指数は 3.5%上昇して 6971.48 となった。同指数は 3 週間では 10.1%上昇した。3 週間の上げ幅としては 2011 年以来最大である。小型株のラッセル 2000 指数は 4.8%高の 1447.38 で週末を迎えた。



米連邦準備制度理事会 (FRB) が利上げに対し慎重な姿勢を示したことが先々週の相場をけん引した要因だったとすれば、先週は、米中間の貿易協議が押し上げ材料だったといえよう。何か成果があったということ

ではないが、双方が対話を続けているという点で、政府機関の一部閉鎖に至っている共和・民主両党に比べれば合意に近いことを意味する。

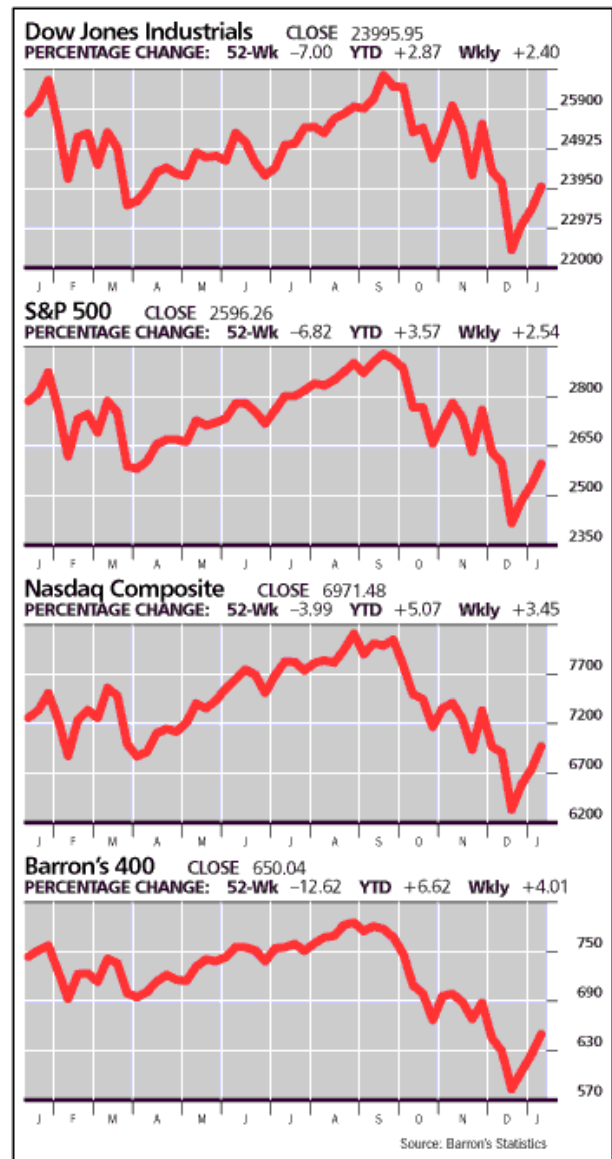
■ 足元の相場上昇は、投資家のマインドセットに助長されたもの

投資家の思考は、やや混乱という程度を超えているといえる。米国経済のリセッション（景気後退）入りへの懸念が S&P500 指数を押し下げ、昨年 12 月 24 日には 2.7% の下落を記録した。ビスポーク・インベストメント・グループの共同創業者であるポール・ヒッキー氏によれば、この日、同指数の 10 日間騰落株線（A/D ライン）はマイナス 2440 まで下がり、株価が下落した銘柄数が上昇した銘柄数を大きく上回っていることを示した。これは 2011 年以降最悪の水準で、株式市場でほとんど全ての投資家がさじを投げていたということだ。

全部売ってしまうことの問題点は、この世の終わりでない限りまた何か買わなければならないということだ。実際、その後 10 日間で 10 日間騰落株線は急上昇、先週水曜日には 2016 年以来最高となるプラス 1938 に達した。この激しい売りから買いへの転換による 4378 ポイントという上げ幅は史上最も大きく、2008 年 12 月 5 日の 3755 ポイントという記録を更新した。「いささか常軌を逸する反転現象だ」とヒッキー氏は述べる。

ウェルズ・ファーゴ証券の株式・クオンツ戦略責任者であるクリス・ハービー氏は、上記のように買いが進んだことで、ほぼ教科書通りの「1 月効果」が現れたと説明する。1 月効果とは、最も時価総額規模が小さくパフォーマンスの悪い部類の銘柄の株価が、年明けに上昇しやすい現象のことをいう。実際、最もパフォーマンスの良かった銘柄は突然不調に、最も低迷していた銘柄は突然上昇してきた。小型株もアウトパフォーマンスしており、小型株のラッセル 2000 指数は年初来 7.3% 上昇と、「1 月効果がフルに出ている」とハービー氏は述べている。

これらのことは、足元の相場上昇が、突然のファンダメンタルズの変化によるものではなく、昨年の第 4 四半期の相場急落を招いたのと同じマインドセットに助長されたものであることを示唆している。ここ数カ月の激しい変動を経た後は、平均的な水準に落ち着くのではないかな。



By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

10. Preview 今週の予定 センチメント指数が示す相場の異常性

【経済関連スケジュール】

■ 前例のないセンチメントの悪化

投資家にとって、売買のタイミングを適切に判断するのは永遠の課題である。市場の過熱感が頂点に達して急落が間近なのか、またパニック売りが底打ちのサインなのかなど、正確な判断が求められる。この難題に対して確たる指標は存在しないが、米金融大手シティグループ (C) が開発したパニック/ユーフォリア指数というセンチメント指数の動きは、最近の株式相場がいかに異常であることを示している。



同社が 1987 年に導入したパニック/ユーフォリア指数 (P/E 指数) は、センチメント調査、プット・コール比率、ガソリン価格のプレミアム、短期金利など 9 つの項目で構成されている。0.41 以上が「ユーフォリア (過熱感)」、-0.17 以下が「パニック」と定義付けされている。これらの水準は、必ずしも市場の転換点を示唆するものではないが、ユーフォリア領域での買いは損失、パニック領域での買いは利益を、それぞれ次の 12 カ月間で生む可能性が高いとされる。

S&P500 指数は 2018 年 9 月 7 日に 2871 を付けたが、その週の P/E 指数は 0.44 (ユーフォリア領域) に達した。そこから P/E 指数の急落が始まり、1 月 4 日現在は -0.33 となっている (S&P500 指数は 2447)。P/E 指数は、2000 年 4 月 (IT バブル崩壊の数カ月前) の 1.48 が最高であり、2016 年 1 月の -0.71 が最低となっている。しかし、シティグループ (C) のストラテジストであるトビアス・レブコビッチ氏によると、今回のように短期間でユーフォリアからパニックへの急落は前例がないという。

P/E 指数は長期投資の指標とされるため、ユーフォリアやパニック領域に達した場合でも、短期的な視点ではなく、1 年後を見越して判断するべきであろう。レブコビッチ氏は、S&P500 指数が 2020 年 1 月に 2850 (10%上昇) に達すると予想している。

By MIKE KOKOSZKA

■ 今週の予定

1 月 14 日 (月)

- ・ 2018 年 10 月に連邦破産法 11 条の適用を申請したシアーズが、裁判所の保護下で事業売却の入札を実施。債権者グループは事業清算を望んでいるが、前最高経営責任者 (CEO) のエドワード・ランパート会長は 50 億ドルでの買収を提案し、事業の継続を模索する。

1 月 15 日 (火)

- ・ 大手航空会社のデルタ航空 (DAL)、金融サービス会社のファースト・リパブリック・バンク (FRC)、大手金融持ち株会社 JP モルガン・チェース (JPM)、医療保険会社ユニテッドヘルス・グループ (UNH)、金融大手ウェルズ・ファーゴ (WFC) が四半期決算発表。
- ・ 1 月のニューヨーク連銀製造業景況指数発表。エコノミストは 12.5 を予想。2017 年 5 月以来の低水準だった 12 月 (10.9) からの回復となる。
- ・ 12 月の卸売物価指数 (PPI) 発表。前月比 0.1%低下が見込まれる (11 月は同 0.1%上昇)。食品・エネルギーを除くコア PPI は前月比 0.1%上昇となる見込み (11 月は同 0.3%上昇)。
- ・ ドイチェバンク・グローバル・オート・コンファレンスがデトロイトで開幕。2 日間の開催期間中、自動車大手フォード・モーター (F)、自動車大手ゼネラル・モーターズ (GM)、自動車部品サプライヤーのビステオン (VC) などが参加予定。この日、同じくデトロイトで北米国際オートショーが開幕。こちらは、27 日まで 2 週間の予定で開催。

1 月 16 日 (水)

- ・ 大手銀行・金融持ち株会社バンク・オブ・アメリカ (BAC)、大手金融サービス会社バンク・オブ・ニューヨーク・メロン (BK)、投資運用会社ブラックロック (BLK)、大手輸送会社の CSX (CSX)、大手投資銀行のゴールドマン・サックス・グループ (GS)、金融持ち株会社 PNC ファイナンシャル・サービス・グループ (PNC)、航空持ち株会社ユナイテッド・コンチネンタル・ホールディングス (UAL)、銀行持ち株会社 U.S.バンコプ (USB) が、四半期決算についてコンファレンスコール開催。
- ・ 企業向けオープンソースソフトウェア大手レッドハット (RHT) が臨時株主総会を開催。昨年 10 月に発表された IT 大手 IBM (IBM) による買収について、議決を行う。買収総額は 340 億ドルで、全て現金で支払われる。
- ・ エンジニアリング・建設サービスのジェイコブズ・エンジニアリング・グループ (JEC) が年次株主総会を開催。
- ・ 全米住宅建設業協会 (NAHB) が 1 月の住宅市場指数を発表。エコノミストは 12 月と同水準の 57 を予想。同指数は 50 以上を維持しており、住宅建設業界の見通しはポジティブと言えるが、住宅購入層の経済力に対する懸念から、12 月は 2015 年 5 月以来の低水準となった。

1 月 17 日 (木)

- ・ 金融総合サービス大手アメリカン・エクスプレス (AXP)、銀行・金融持ち株会社 BB&T (BBT)、銀行持ち株会社キーコプ (KEY)、金融持ち株会社モルガン・スタンレー (MS)、動画配信大手ネットフリックス (NFLX) が四半期決算発表。
- ・ 1 月のフィラデルフィア連銀景況指数発表。2016 年 8 月以来の低水準だった 12 月の 9.1 から、10 への上昇が見込まれている。
- ・ 事業・財務管理ソリューションのイントゥイット (INTU)、半導体製造大手マイクロン・テクノロジー (MU) が年次株主総会を開催。

1 月 18 日 (金)

- ・ 金融グループのシチズンズ・ファイナンシャル・グループ (CFG)、大手鉄道持ち株会社カンザスシティ・サザン (KSU)、石油・天然ガス開発のシュルンベルジェ (SLB)、金融持ち株会社ステート・ストリート (STT)、金融持ち株会社セントラスト・バンク (STI)、アパレル関連の VF (VFC) が四半期決算発表。
- ・ 1 月のミシガン大学消費者信頼感指数発表。1 年ぶりの低水準となる 96 が見込まれている (12 月は 98.3)。

Citigroup Inc. (C)



チャートは 3 年



THIS WEEK'S MAGAZINE

BARRON'S COVER

1. Goodbye to Gloom

Despite their worries about debt, disruption, interest rates, and trade, Barron's 2019 Roundtable members see a decent year ahead for stocks.

FEATURE

2. Why Bristol-Myers Squibb Can Be a Sweet Pill for Investors

Wall Street has soured on the deal for Celgene, but Bristol-Myers has one of the lowest valuations in the drug sector and could itself become a takeover target

FEATURE

3. Libor Could Still Haunt Investors

Some \$35 trillion of contracts tied to the London interbank offered rate will keep trading after that global interest benchmark is discontinued.

FEATURE

The Best Stock Funds for Risky Markets

These funds may not shine in the headiest of bull markets, but their managers excel at picking stocks when the markets are volatile and risks abound.

FEATURE

The Best Bond and International Funds for Risky Markets

Stock and bond markets around the world have moved in tandem for a remarkably long time—and the global bull market has led investors into some riskier territory than they may realize.

FEATURE

3. What I Saw at the Consumer Electronics Show

Smart homes and AI spoke to the future. But Delta's biometric ID is happening now. And then there's this year's report on driverless cars.

FEATURE

Airline Stocks Are Pricing In a Downturn. We Disagree.

Airline stocks haven't participated in the January stock market rally. Weak pricing updates from Delta and American stoked investor fears that a downturn is coming and airline profits will suffer. But is the outlook really that bad, or are airline investors living in the past?

UP AND DOWN WALL STREET

4. Why the Fed Backed Off

STREETWISE

5. New Stock Exchange Better for Wall Street Than for Small Investors

TECHNOLOGY TRADER

6. Apple's Next Big Move? It Should Buy Nintendo

INCOME INVESTING

7. 7 Stocks That Offer Safe Dividend Growth

MUTUAL FUND PROFILE

This Fund Will Help You Ride Out a Global Recession

BARRON'S ROUNDTABLE

1. Barron's 2018 Roundtable Report Card

FEATURE

And the Winner Is...

FUNDS

8. Mutual Funds and ETFs Are Feeling the Pinch

ETF SPECIAL REPORT

These 3 ETFs Follow the Money — but Should You Invest in Them?

REVIEW

This Plumbing Supplier is a Cheap Buy

Stocks rally to start the year, the shutdown continues, the Syrian exit gets complicated, Amazon top dog, an opening at the World Bank, Rosenstein eyes exit, and Lampert makes a final bid to save Sears.

THE TRADER

9. Nasdaq Gains 3.5% in a Fit of Extreme Buying

TRADER EXTRA

No Need to Dump ICE, Nasdaq, or Cboe Stock as New Rival Emerges

TRADER EXTRA

A.O. Smith Stock Offers Top Quality at a Discount

PREVIEW

10. A Sentiment Index That Shows You How Nuts This Market Has Really Been

The Citi Research Panic-Euphoria Index tracks market sentiment. Last year, it illustrated just how fast euphoria can turn into outright panic.

INTERNATIONAL TRADER – EUROPE

A Top U.K. Income Investment Play

Insurer and asset manager Legal & General's stock has been slammed by Brexit, higher rates, and global trade spats.

EMERGING MARKETS

What to Buy in Emerging Markets Right Now

Emerging-market stocks are cheap, but risks remain high. EM bonds and selected stocks offer the best chances for profit.

STRIKING PRICE

Making Money as Stocks Threaten to Falter

"Our goal is to make money regardless of the direction of equity markets," says the manager of the Belmont Theta Income fund, which sells S&P 500 put and call option spreads.

COMMODITIES CORNER

The Government Shutdown Has Left Agricultural Futures Markets in the Dark

Farmers and traders are missing key pieces of U.S. government data they need to market and trade soybeans and other crops, just as China has resumed at least some purchases of U.S. agricultural products.

MARKET WATCH

Regions Financial: Real GDP Growth of 2.6% in 2019

Plus, Northern Trust on four key global issues: East-West trade, Brexit, spreading political dissonance, and openness among central banks

『バロンズ拾い読み』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

監修

時事通信社

編集人

川田 重信 (かわた しげのぶ)

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

バロンズ拾い読み 主要作成者の略歴 (五十音順)

内田 薫 (うちだ かおる)

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

西田 万里子 (にしだ まりこ)

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

西村 嘉洋 (にしむら よしひろ)

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

『バロンズ拾い読み』 (2019 年 1 月 14 日号)

発行 : Dow Jones & Company, Inc

監修・配信 : 時事通信社

製作 : エグゼトラスト

お問い合わせ先 (法人・個人の購読契約者様)

記事内容に関すること : info@exetrust.co.jp

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

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

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

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

※ 図・表・データの無断使用を禁止します。

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます