

## THIS WEEK'S MAGAZINE Week of June 17

1. **The World's Best CEOs of 2019** 2019年の世界の優秀CEO→ P.2 【CEO】  
世界の優れた最高経営責任者（CEO）30人
2. **The United Technologies Merger with Raytheon** 複合企業と軍需企業の合併→ P.7 【M&A】  
株主は合併を歓迎しないが、割安な株価は魅力
3. **3 Big Drug-Distributor Stocks Have Been Battered** 株価下落は過剰→ P.9 【医薬品卸】  
3大医薬品卸売業者の株がお買い得
4. **Slack Is Going Public as It Tries to Kill Email** スラック→ P.11 【新規株式公開】  
スラックが上場予定。スポティファイと同じダイレクト・リスティングの手法で
5. **The Trader** 利下げ観測を背景に続伸→ P.14 【米国株式市場】  
来週以降のFOMCや米中首脳会談での貿易問題の合意の成否が今後を左右
6. **China Will Be on Top of the New World Order** 中国を頂点とする世界→ P.17 【新世界秩序】  
世界秩序のパラダイムシフトについて述べる
7. **The Rate Cut the Economy Doesn't Need – but the Markets Do** 利下げ→ P.19 【コラム】  
経済データは概ね好調だが、景気後退の前兆に注意
8. **The New Wave of Tech IPOs Brings Memories of 1999** IPOブーム再来？→ P.21 【ハイテク】  
にわかに活気づくIPO市場、火付け役は超大型株廃れ
9. **The Turf War Over My Meatball Hero** アマゾン撤退でグラブハブは？→ P.23 【料理宅配銘柄】  
スマートフォン世代をターゲットに料理宅配ビジネスの競争激化
10. **Preview** 今週の予定→ P.25 【経済関連スケジュール】  
アマゾンの即日発送が競合他社に与える影響

※ 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. The World's Best CEOs of 2019 2019年の世界の優秀 CEO  
世界の優れた最高経営責任者 (CEO) 30人

【CEO】

■ 優秀 CEO を三つのグループに分類

一見すると、過去1年は企業にとって明るい年だったように思われる。米国では住宅価格と株価が好調を維持し、消費者センチメントは数十年ぶりの高水準だった。最新の経済指標によれば、経済は順調に成長中である。

しかし、ビジネスリーダーは厄介なサプライズに直面している。関税によってサプライチェーンは複雑化した。銀行の利益は利上げで増加するはずだったが、今や再び利下げが行われる見込みだ。自動車メーカーと半導体企業は需要の急減で打撃を受けている。大手ハイテク企業は独禁法当局に包囲されている。一方、おなじみの変動要因も健在である。テレビ局はストリーミング配信への対策を必要としており、小売業者はeコマースの時代に生き残る術を見つけなければならない。



今年の「世界の優れた最高経営責任者 (CEO)」リストに入った30人のリーダーは、上記をはじめとする課題に対処し、大きな成功をつかんだ。このリストは、S&P500 指数構成企業と米国以外の多くの企業から、売上高、利益および株主リターンの伸びに関して近年に優れた成果を上げた企業をスクリーニングした後、本誌編集者が選出した。30人に順位は付けなかったが、「先見の明がある創業者」、「成長をけん引するリーダー」、「変化をもたらすエージェント」の三つのグループに分類した。

「先見の明がある創業者」は、自分が設立した企業を経営し、繁栄させている人物である。今年、このグループに新たに加わったのは、1985年に資産運用会社ブラックストーン・グループ (BX) を共同設立したステイブ・シュワルツマン氏だ。同氏は同業のブラックロック (BLK) を早期から支持していた。なお、同社のローレンス・フィンク氏も本誌のリストに入っている。現在、ブラックストーンはオルタナティブ投資において支配的なファンド会社であり、ブラックロックは上場投資信託 (ETF) 業界のリーダーである。両社はアクティブ型ミューチュアルファンドから市場シェアを奪っている。

「成長をけん引するリーダー」は、創業者以外の CEO で、事業の勢いが業界内で羨望 (せんぼう) の的となっている人物である。例えば、多くのテレビ会社はストリーミング配信サービスを発表しているが、娯楽・メディア大手ウォルト・ディズニー (DIS) のようなリスク削減策を実施している企業は他に存在しない。同社は史上最大規模の映画ブームをもたらした後、投資によってヒット映画からテーマパークを生み出し、そのテーマパークの来客数と支出額を伸ばしている。これを成し遂げたのが、同社にとって創業者ウォルト・ディズニー以来で最も重要な人物、ロバート・アイガー氏



である。

金融大手バンク・オブ・アメリカ (BAC) のブライアン・モイニハン氏は、リスクに注意を払いつつ、わずか10年未満の間に同社を赤字企業からJPモルガン・チェース (JPM) に次ぐ利益を上げる銀行へと変えた。モイニハン氏は「成長をけん引するリーダー」に選出され、JPモルガンで長年CEOを務めるジェイミー・ダイモン氏に加わった。

「変化をもたらすエージェンツ」は、自社の偉大さを取り戻した人物である。これに当てはまるCEOは、その性質上、少数にとどまる。なぜなら、その中で特に成功したCEOは「成長をけん引するリーダー」となるためである。スティーブ・イースターブルック氏がファストフード大手マクドナルド (MCD) にもたらしている変化を知るには、店舗に立ち寄り、デジタルなセルフ注文端末 (キオスク) で注文をしたり、スマートフォンを通じて事前に商品を選んだりすると良いだろう。同社ではドライブスルーのサービスに至るまでスピードアップしている。投資家は既存店売上高の増加や株価の急上昇に注目している。

■ 約3分の1が入れ替わり  
CEOの印象が事業や投資家のリターンに影響する場合を除けば、本誌のCEOリストは人気コンテストとは異なる。フェイスブック (FB) のマーク・ザッカーバーグ氏と、グーグル親会社のアルファベット (GOOGL) のラリー・ページ氏は、市場の支配やユーザーデータの取り扱いなどをめぐって幅広く批判されている。両氏が本誌の上位30人に残った一因は、たとえ彼らが困難な課題にどう対応するかを注視すべきであるとしても、両社の成長が依然として爆発的であることによる。

### New to the List

CEO	Company	Reason
Mary Dillon	Ulta Beauty	Popular beauty brands and rewards are powering retail growth.
Steve Easterbrook	McDonald's	Warren Buffett likes the Sausage McMuffin; shareholders like a stock price that has doubled.
Henry Fernandez	MSCI	He recognized the importance of investment indexes; MSCI calculates more than 200,000 a day.
Marillyn Hewson	Lockheed Martin	Her savvy management and deal making have put the defense contractor in fighting trim.
Craig Jelinek	Costco Wholesale	Expert merchandising and strategic expansion have kept Costco a retail winner.
Dave Lewis	Tesco	First he uncovered an accounting problem. Then he turned around the ailing British grocer.
Brian Moynihan	Bank of America	He turned a sickly bank into a winner through
François-Henri Pinault	Kering	He sold Kering's retail operations to place a big—and winning—bet on luxury brands such as Gucci.
James Robo	NextEra Energy	The company's renewable-energy business is a standout among utilities.
Stephen Schwarzman	Blackstone Group	He built the world's biggest alternative-asset manager, and its profits keep piling up.
Lisa Su	Advanced Micro Devices	Her stunning turnaround of the chip maker is giving Intel a run for its money.

### Off the List

CEO	Company	Reason
Bernard Arnault	LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton	LVMH is still a leader in luxury, but its shares have lagged behind Kering's in recent years.
James Gorman	Morgan Stanley	His strategy was right, but profit-margin improvements recently have slowed.
Jensen Huang	Nvidia	The company's new Turing graphics chips have disappointed.
Hubert Joly	Best Buy	Joly became executive chairman in June.
Phebe Novakovic	General Dynamics	Business-jet orders have disappointed, and the shares have lagged behind the market.
Aditya Puri	HDFC Bank	He faces mandatory retirement next year, and there's no obvious successor.
Robert Sands	Constellation Brands	He became executive chair in March.
Frederick Smith	FedEx	He has delivered for decades, but growth has slowed lately, and the stock has slumped.
Carlos Tavares	PSA Groupe	His turnaround worked, but his next steps are unclear.
James Whitehurst	Red Hat	IBM is buying Red Hat.
Andrew Wilson	Electronic Arts	Some key game franchises have missed.

毎年、本誌リストの約3分の1が入れ替わっている。一部のCEOは技術的な理由でリストから外れた。企業向けオープンソフトウェアを開発するレッドハットのジェームズ・ホワイトハースト氏は、同社がIBM (IBM) に買収されたため対象外となった。アルコール飲料大手コンステレーション・ブランズ (STZ) のロバート・サンズ氏と、家電量販店チェーン大手ベスト・バイ (BBY) のヒューバート・ジョリー氏は、CEOを退任して会長となった。インドのHDFC銀行 (HDB) のアディツア・プリ氏は2020年10月に退任予定だが、後継者は指名されていない。

宅配・航空貨物大手フェデックス (FDX) のフレッド・スミス氏は依然として名高い創立者だが、

同社は関税や陸上輸送の拡大コストといった課題に直面する中で成長が鈍化しており、株価は急落している。ゲームソフト大手エレクトロニック・アーツ (EA) は、アンドリュー・ウィルソン氏の下で将来のクラウド型ゲームに投資しているが、現在の幾つかの重要タイトルで予想を下回った。

フランスの自動車大手PSAグループ (UG.フランス) のカルロス・タバレス氏はプジョーを復活させたが、欧州以外へと多角化する必要がある。同社は米国への再参入を望んでいるが、数年にわたり実現していない。ジェームス・ゴーマン氏率いる金融大手モルガン・スタンレー (MS) は、何年にもわたってゴールドマン・サックス (GS) をアウトパフォームしているが、同社の利益率の改善は鈍化しており、株価は過去1年で下落した。ジェンソン・ファン氏がCEOを務める画像処理半導体大手 (GPU) エヌビディア (NVDA) は、ゲーム事業のカギとなる新たなグラフィックチップが期待外れだった。

フィービー・ノバコビッチ氏の防衛大手ゼネラル・ダイナミクス (GD) は、ビジネスジェットを受注が予想を下回り、株価は市場をアンダーパフォームしている。ベルナール・アルノー氏率いるフランスのLVMH (MC.フランス) は、依然として高級品業界のリーダーの座にとどまっているが、最近ではライバルのケリング (KER.フランス) の方が輝いている。

そのケリングからは、フランソワ・アンリ・ピノー氏が本誌リストに新たに加わった。同氏は高級品に集中するために小売店事業を売却し、旗艦ブランドであるグッチの業績を押し上げた。化粧品小売りチェーンのアルタ・ビューティー (ULTA) は、メアリー・ディロン氏が2013年にCEOに就任して以来、S&P500指数の約2倍の年間リターンを上げている。デイブ・ルイス氏は、英国最大の食料品チェーンであるテスコ (TSCO.英国) を復活させた。

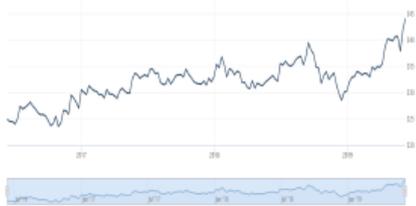
## Returning To the List

Name	Company
Mary Barra	General Motors
Jeffrey Bezos	Amazon.com
Warren Buffett	Berkshire Hathaway
Gary Dickerson	Applied Materials
Jamie Dimon	JPMorgan Chase
Richard Fain	Royal Caribbean Cruises
Laurence Fink	BlackRock
Fabrizio Freda	Estée Lauder
Reed Hastings	Netflix
Ma Huateng	Tencent Holdings
Robert Iger	Walt Disney
Satya Nadella	Microsoft
Shantanu Narayen	Adobe
Larry Page	Alphabet
Arne Sorenson	Marriott International
Jeffrey Sprecher	Intercontinental Exchange
Jayshree Ullal	Arista Networks
Miles White	Abbott Laboratories
Mark Zuckerberg	Facebook

ヘンリー・フェルナンデス氏は、インデックス投資が発展する中で、指数プロバイダー大手MSCI (MSCI) を金融ベンチマークの巨大なスーパーマーケットへと拡大した。防衛・航空宇宙大手ロッキード・マーチン (LMT) のマリリン・ヒューソン氏は、市場をアウトパフォームする一方、防衛支出をめぐる政府のシーソーゲームを乗り切った。リサ・スー氏は、半導体大手アドバンスト・マイクロ・デバイス (AMD) を、常にインテル (INTC) に劣る存在から同社にとって本当の脅威へと変えた。

会員制量販店大手コストコ・ホールセール (COST) のクレイグ・ジェリネク氏は、営業コストを最低限に引き下げるアプローチを取った。業績予想も上昇させたが、一方で労働者の最低賃金については2回にわたって引き上げ、時給13ドルから15ドルにした。ジェームズ・ロボ氏は、電力大手ネクステラ・エナジー (NEE) の利益を安定的に増加させつつ、同社を風力・太陽光発電の世界的なリーダーへと変身させた。

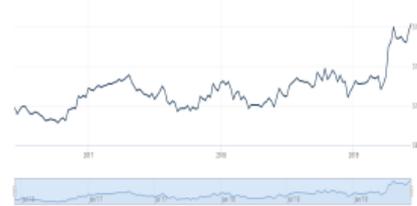
Blackstone Group L.P. (BX)



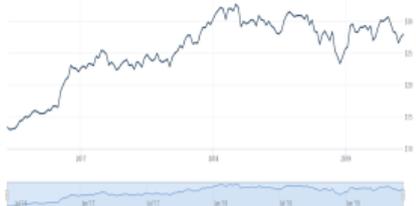
BlackRock Inc. (BLK)



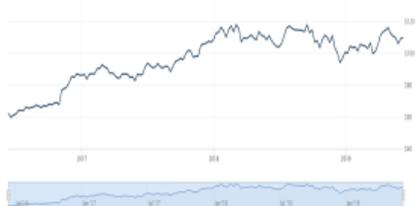
Walt Disney Co. (DIS)



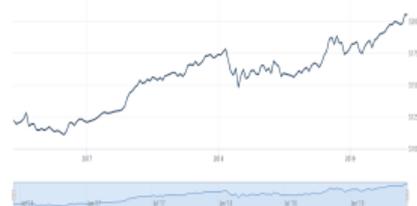
Bank of America Corp. (BAC)



JPMorgan Chase & Co. (JPM)



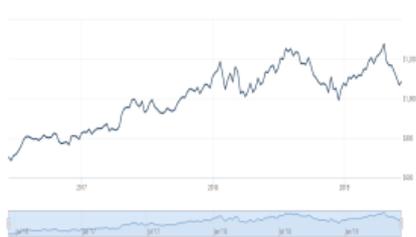
McDonald's Corp. (MCD)



Facebook Inc. Cl A (FB)



Alphabet Inc. Cl A (GOOGL)



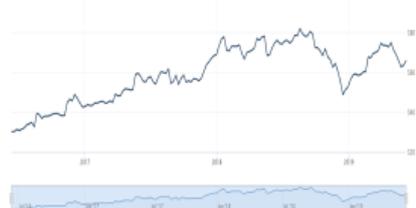
International Business Machines Corp. (IBM)



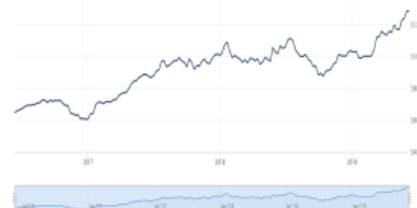
Constellation Brands Inc. Cl A (STZ)



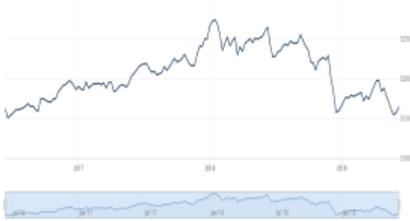
Best Buy Co. Inc. (BBY)



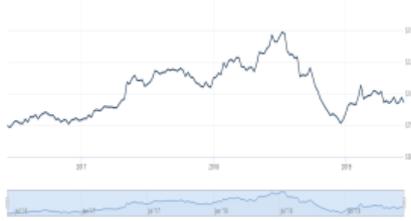
HDFC Bank Ltd. ADR (HDB)



FedEx Corp. (FDX)



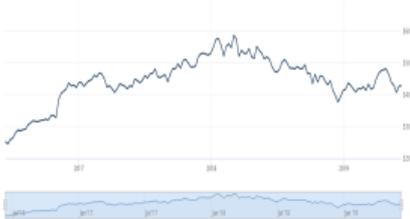
Electronic Arts Inc. (EA)



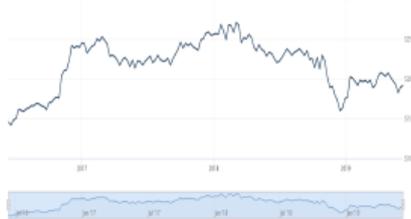
Peugeot S.A. (FR:UG)



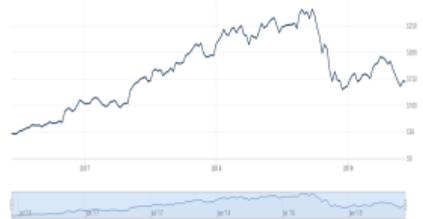
Morgan Stanley (MS)



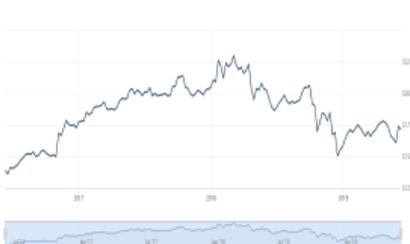
Goldman Sachs Group Inc. (GS)



NVIDIA Corp. (NVDA)



General Dynamics Corp. (GD)



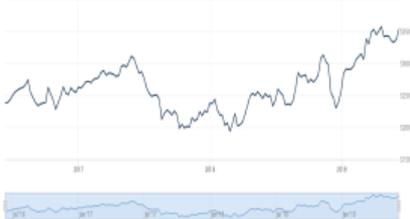
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE (FR:MC)



Kering (FR:KER)



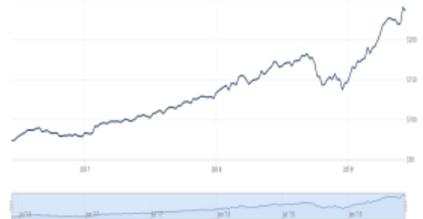
Ulta Beauty Inc. (ULTA)



Tesco PLC (UK:TSCO)



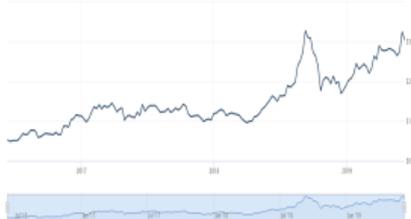
MSCI Inc. (MSCI)



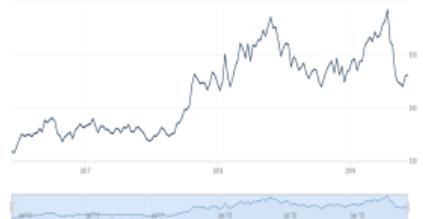
Lockheed Martin Corp. (LMT)



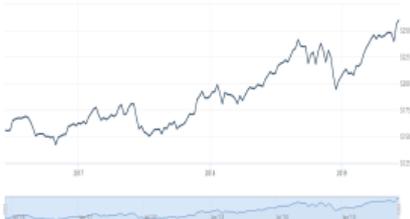
Advanced Micro Devices Inc. (AMD)



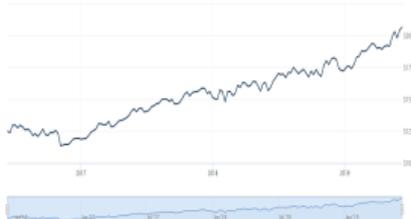
Intel Corp. (INTC)



Costco Wholesale Corp. (COST)



NextEra Energy Inc. (NEE)



チャートは3年

By JACK HOUGH  
(Source: Dow Jones)

## 2. The United Technologies Merger with Raytheon 複合企業と軍需企業の合併 【M&A】 株主は合併を歓迎しないが、割安な株価は魅力

### ■ 異例の合併計画

米複合企業大手のユナイテッド・テクノロジーズ (UTX) と防衛機器メーカーのレイセオン (RTN) は、両社の株主の声をよそに「対等合併」に合意するという偉業をやったのけた。ただし、合併の合理性にはアナリストやアクティビスト (物言う投資家) のビル・アックマン氏からも疑問が呈されており、両社株主から十分な反対の声が上がれば、合併は白紙になるかもしれない。

10日に発表された合意内容によると、ユナイテッド・テクノロジーズの航空宇宙部門と防衛大手のレイセオンが合併し、年間売り上げ740億ドルのレイセオン・テクノロジーズが誕生する。ユナイテッド・テクノロジーズの株主は新企業の株式の57%、レイセオンの株主は43%を受け取る。



発表後、両社の株式は魅力的な水準にまで急落した。ユナイテッド・テクノロジーズは5%下落の125ドルで、2019年度の予想1株当たり利益 (EPS) 7.95ドルの16倍だ。レイセオンも同じく5%下落の175ドルで、同11.6ドルの15倍となった。

### ■ 今後のシナリオ

もし合併が頓挫すれば、株価は安堵感から反発する可能性もあるが、このまま進むと複雑なシナリオをたどることになるだろう。投資家は航空宇宙・防衛コングロマリット企業の割安な株式を手に入れることになるが、合併成立が予想される2020年上半期までは中途半端な状態に耐えなければならない。分社化に向けて動居中、航空宇宙部門について楽観視していたユナイテッド・テクノロジーズの株主、ディフェンシブな防衛機器メーカー株を保有することに満足していたレイセオンの株主、どちらも思惑が外れたようだ。

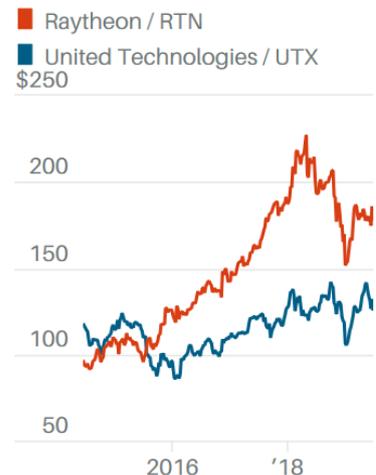
両社はこの合併によって、ユナイテッド・テクノロジーズの航空宇宙産業での先導的な地位とレイセオンの防衛電子工学とミサイルシステムにおける確固たる地位を併せ持った会社が誕生する、と主張する。新会社の売り上げは防衛部門と商業部門がほぼ半々となり、2021年度のフリーキャッシュフローは今年度予想の60億ドルから80億ドルに増える見通しだ。

それでも、この合併には複雑な点がある。ユナイテッド・テクノロジーズは来年の上半期に、エレベーター製造世界最大手のオーチス部門と空調システム大手のキャリア部門の分社化を計画している。つまりこの合併には、同社の航空宇宙部門単独の会社という、現時点では存在しない会社、そして分社化後の株式という現時点では存在しない銘柄が関わっている。同社は、レイセオン株1株につき同社株2.33株の発行を計画している。すなわち、分社化後の同社株が79ドル (79ドルの2.33倍はレイセオンの買収前株価185ドルと同等) となり、オーチス部門とキャリア部門を合わせて53ドルであることを意味する。

### ■ 相次ぐ反対の声

昨年、ユナイテッド・テクノロジーズは航空宇宙システムメーカーのロックウェル・コリンズを買収し、自社のプラット・アンド・ホイッ

Weekly close on June 14  
(NYSE)



Source: FactSet

トニー航空用エンジン部門と統合した。パーシング・スクエア・キャピタル・マネジメントのアックマン氏は、レイセオン買収は戦略面でも財政面でも「まったく意味を成さない」とユナイテッド・テクノロジーズの最高経営責任者（CEO）に訴えた。さらに、現時点で既に超割安な株式を使った格下企業の買収を批判している。アックマン氏は、同社の航空宇宙部門は世界でも「トップの航空宇宙企業」になる可能性があり、単独企業としての株価収益率（PER）は25倍前後、同社3部門全体の価値は1株180ドルから200ドルと予想する。

バークレイズのジュリアン・ミッチェル氏によると、ユナイテッド・テクノロジーズの株主は、ギア付きターボファンエンジンの損失が今年底を打つことに伴い、低迷しているプラット・アンド・ホイットニーの利益が上向くことを見越している。エンジンは、高額な初期費用と積極的な価格設定のため最初の数年間は利益が出ないが、5～10年で費用が相殺されることが多い。実質的に株価が上昇しなかった5年間を耐え抜き、これからの値上がりを期待しているにもかかわらず、その43%をレイセオンに持っていかれてしまう、と同氏は述べる。一方、レイセオンの株主も、同社が事実上買収される側であり、かつ買収プレミアムを受け取れないことに不満を抱えている。レイセオンの純負債額がわずか20億ドルであるのに対し、ユナイテッド・テクノロジーズの航空宇宙部門の純負債額が240億ドルに上ることを考慮すると、なおのこと腹立たしいであろう。

最近の例を振り返ると、規模の大きな取引を頓挫させるのは容易ではない。製薬大手のブリストル・マイヤーズ・スクイブ（BMY）は、バイオ医薬品メーカーのセルジーン（CELG）の買収にあたりアクティビストの反対に直面したが、無事、株主の承認を得た。ただし、マーケットの逆風を考慮すると、今回の買収は例外になるかも知れない。ユナイテッド・テクノロジーズとレイセオンの合併は、事業を集約した専業会社という投資家の好みとは逆行している。これまでユナイテッド・テクノロジーズが推進してきた単純化戦略にも反しており、株主にとっては良い結果とは言えない。しかし、合併の成否にかかわらず、両社の割安な株価が魅力的であることには変わりない。

### A Call to Arms

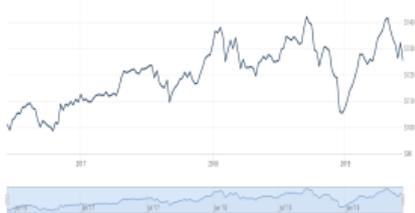
How the biggest defense contractors stack up.

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (bil)	52-Week Change	2019E EPS	2019E P/E	2020E EPS	2020E P/E	Dividend Yield
United Technologies / UTX	\$124.81	\$108	-2%	\$7.95	15.7	\$8.61	14.5	2.40%
Honeywell International / HON	173.19	126	19	8.11	21.4	8.87	19.5	1.9
Safran / SAF.France	€ 123.25	61	20	€ 5.69	21.7	€ 6.62	18.6	1.5
Raytheon / RTN	\$177.12	\$49	-14%	\$11.60	15.3	\$12.94	13.7	2.10%
General Dynamics / GD	171.94	50	-14	11.75	14.6	13.08	13.2	2.4
Lockheed Martin / LMT	349.08	99	11	20.45	17.1	24.67	14.2	2.5

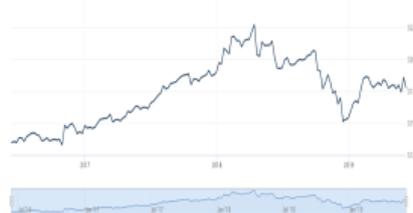
E=estimate

Source: Bloomberg

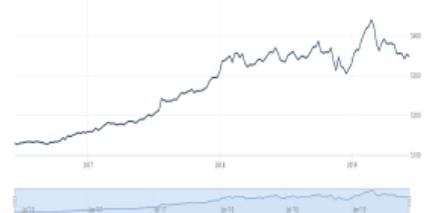
United Technologies Corp. (UTX)



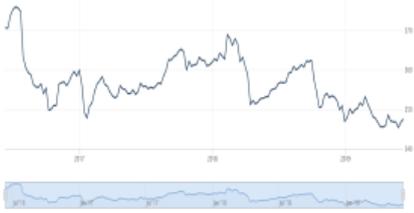
Raytheon Co. (RTN)



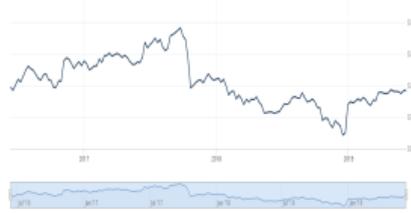
Boeing Co. (BA)



Bristol-Myers Squibb Co. (BMY)



Celgene Corp. (CELG)



チャートは3年

By ANDREW BARY  
(Source: Dow Jones)

### 3. 3 Big Drug-Distributor Stocks Have Been Battered 株価下落は過剰 【医薬品卸】 3 大医薬品卸売業者の株がお買い得

#### ■ 3 大医薬品卸売業者の株価パフォーマンス

製薬会社の工場から米国の薬局まで届けられる処方薬の大部分を流通させている巨人3社にとって、ここ数年は厳しい状況だった。そのうちの2社、マッケソン (MCK) とカーディナルヘルス (CAH) の株価は2015年6月以降半分の水準になった。アメリソースバーゲン (ABC) の株価は3分の1を失っている。これら3社はジェネリック医薬品の価格下落やオピオイド危機（麻薬系鎮痛剤の過剰摂取問題）に対する責任を追及する数百件の訴訟に直面しているほか、ワシントンの動き次第では彼らのビジネスモデルが揺さぶられる可能性もある。



しかし、リスク許容度の高い長期の投資家にとっては、この複雑でほとんど理解されていない医療業界の一角にはチャンスが転がっている。

数々の問題を抱えたことで、この3社の株価はS&P500指数と比較し大幅な割安となっており、また各社の過去の平均株価収益率 (PER) も大きく下回っている。マッケソンが最近付けた株価 134.84 ドルおよびカーディナルの株価 45.27 ドルは2019年予想PERで9倍前後であるが、これは過去5年間のそれぞれの平均13倍および14倍と比較し、およそ約3分の1程度低い。アメリソースバーゲンの最近の株価 86.44 ドルは予想PER12倍で、こちらは過去5年平均の15倍に対し20%割安だ。投資銀行カウエンのアナリストでヘルスケア部門を統括するチャールズ・ライ氏は「われわれは、株価の反応が過剰だと見ている」と言う。カウエンのマッケソンとアメリソースバーゲンの投資判断はアウトパフォーム、カーディナルはニュートラルだ。

#### ■ 米医薬品卸売業界の特色と参入障壁

3社は困難に直面してはいるものの、製薬会社や薬局にとって不可欠な存在であることに変わりはない。この業界は実質的に3社が独占しており、その優位性は高まる一方だ。業界調査を行なっているドラッグ・チャンネルズ・インスティテュートによると、3社の米国の医薬品卸売市場シェアは、2012年の87%から2018年には94%まで上昇している。また、純利益率は低いものの、利益は安定している。

医薬品卸売業者の事業内容は医療業界の基準に照らしてみても複雑だ。その中核にあるのは、国内各地の薬局へ医薬品を迅速に移動することを目的とした物流事業だ。マッケソンだけでも米国内に30カ所の配送センター、2カ所の再配送センターそして再梱包施設を1カ所保有している。この複雑さが、潜在的な新規競合企業に対する参入障壁となっている。

業界の純利益率の低さが、この参入障壁をさらに高くしている。カーディナルとマッケソンの過去5年間の純利益率は平均でたった1%、アメリソースバーゲンは0.5%だ。これら利益率はこの業界独特の運営に原因

がある。

### ■ 手数料構造変革の議論

他の業界のほとんどの物流業者と異なり、医薬品卸売業者は彼らが保管する医薬品に対し実際に所有権を得ている。有名ブランドの医薬品の場合、卸売業者は医薬品メーカーから薬を定価に一定比率の割引で仕入れ、顧客には定価で販売する。ジェネリック医薬品の場合は仕組みが異なるものの、医薬品卸売業者の利益は、やはり彼らが流通させている医薬品の価格にリンクしている。

薬価引き下げを図る規制その他の当局者がこの業界構造に気付いていないわけではない。このため、医薬品卸売業者は定価と手数料のリンクを断ち切り、販売数量単位の料金モデルに移行せざるを得なくなると予想する業界専門家もいる。これは投資家にとって歓迎すべきことかもしれない。「各社のバランスシートは軽くなり、利益は変動が小さくなって予測しやすくなるだろう」とドラッグ・チャネルズ・インスティテュートの最高経営責任者（CEO）のアダム・ファイン氏は、電子メールで語った。「本質的には、米国の医薬品卸売業界は、安定して着実に収益の上がる公益的な産業へ進化することになるだろう」。

そうした変化に前向きな姿勢を示す幹部もいる。投資銀行のパークレイズが3月に開催した会議で、あるアナリストが、カーディナルの最高財務責任者（CFO）のホルヘ・ゴメス氏とアメリソースバーゲンのCEOのステイーブン・コリス氏にこの質問をぶつけた。ゴメス氏は、支払いさえしてくれるなら手数料の計算方法にはこだわらないと語った。「われわれが提供するサービスがあり、このサービスにリンクした対価がある。その対価をどのように表現するか、比率なのか、固定額なのか、あるいは業界で考え出される何か他のメカニズムになるのか、弊社には分からないが」。

一方、コリス氏の見解は、料金計算方法の全面的な変更には否定的だ。「手数料は、われわれの収入に基づいて算定されることが重要だ。長期的に見て、それがわれわれにとって最も持続性のある収益モデルになると考えている」と同氏は語った。

マッケソンはパークレイズの会議には出席しなかったが、CFOのブリット・バイタローン氏は本誌への電子メールで、同社は既に報酬をより固定化する方向にかじを切っていると語っている。「価格設定方法が今後どうなるにせよ、われわれが提供するサービスに対し適正な対価を求める方針だ」と同氏は言う。

### ■ 3社の比較

3社のうち投資対象としてより望ましい銘柄はどれか。3社とも有配で、カーディナルの配当利回りは4.3%、マッケソンは1.2%、アメリソースバーゲンは1.9%だ。パートナー企業のことは考慮に入れておくべきだろう。アメリソースバーゲンは薬局チェーンのウォルグリーン・ブーツ・アライアンス（WBA）と密接だ。同社はアメリソースバーゲンの大株主であり、結局見送りとなったものの、昨年完全子会社化するための買収協議も行っている。両社はジェネリック医薬品の調達で協力している。カーディナルは同様の関係をドラッグストアチェーンのCVSヘルス（CVS）と築いており（ただし出資関係なし）、マッケソンもウォルマート（WMT）と同様に提携している。

3社の主な違いは、中核である医薬品卸売事業に加え各社が展開する付随事業の方だ。カーディナルは、医療、外科、および検査用の製品を販売する医療事業が重荷となっている。アメリソースバーゲンは調剤事業のファーマディウムが抱える問題に悩まされている。

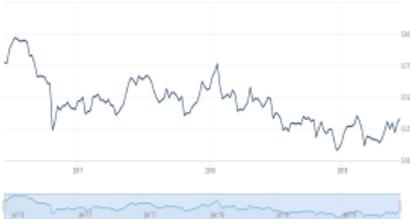
とはいえ、成長の見通しが以前ほどではなくなったにせよ、3社とも堅実にキャッシュフローを生み出ししており、医療業界がどう変化しようと、間違いなく重要な役割を果たしていくだろう。そして、これほど割安になった株の収益性に投資家が気付くのに、それほど多くの改善を必要とはしない。

**Key Stats**

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (bil)	YTD Price Change	2019E EPS	Forward 12-Month P/E	Average Rating
AmerisourceBergen / ABC	\$86.01	18	15.60%	6.85*	11.9	Overweight
Cardinal Health / CAH	44.76	13.2	0.4	5.10**	8.6	Hold
McKesson / MCK	133.57	25.5	20.9	13.57***	9.3	Overweight

E=Estimate \*Fiscal year ends September \*\*Fiscal year ends June \*\*\*Actual EPS for Fiscal year ending March 2019  
FactSet

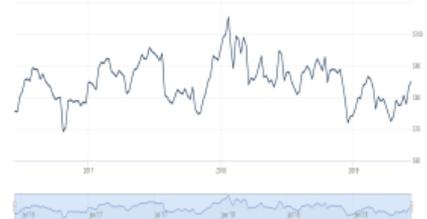
McKesson Corp. (MCK)



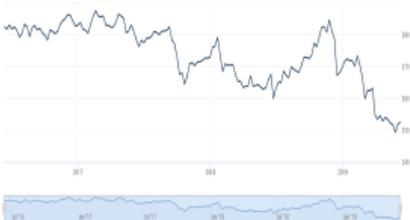
Cardinal Health Inc. (CAH)



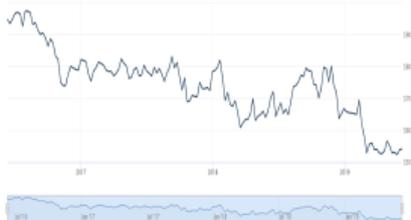
AmerisourceBergen Corp. (ABC)



Walgreens Boots Alliance Inc.(WBA)



CVS Health Corp. (CVS)



Walmart Inc. (WMT)



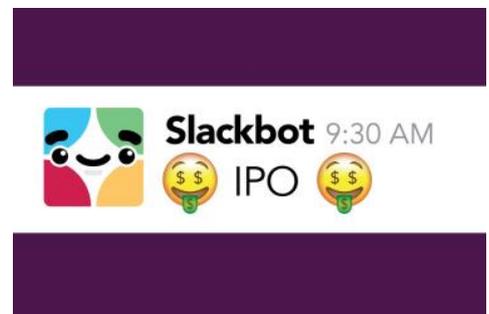
チャートは3年

By JOSH NATHAN-KAZIS  
(Source: Dow Jones)

**4. Slack Is Going Public as It Tries to Kill Email** 【新規株式公開】  
 Slackが上場予定。スポティファイと同じダイレクト・リスティングの手法で

■ Slackがダイレクト・リスティングで上場予定

Slack・テクノロジーズ (WORK) は従来の電子メールに取って代わる職場向けメッセージアプリを提供している。現在、同社は従来とは異なる手法で新規株式公開 (IPO) を目論んでいる。今週、同社はニューヨーク証券取引所に直接上場 (ダイレクト・リスティング) する見込みである。通常の IPO とは異なり、ダイレクト・リスティングはいかなる資金調達も伴わない。つまりSlackが投資家に対して新株を発行することはない。



2018年4月に音楽配信サービスのスポティファイ・テクノロジー (SPOT) がダイレクト・リスティングで上場した際は、混乱を予想する専門家もいた。ところが、ふたを開けてみれば、プロセスはほぼ通常通りのもので、上場日に株価が暴落することはなかった。上場して数カ月の間、株価は一時的に初値をかなり上回ったこともあったが、それ以降は全体として13%ほど下落した水準となっている。ではSlackの場合ほど

うだろうか？同社の長期的な事業機会や株価のパフォーマンスに対して強気の姿勢をとる理由はいくらでもある。

スラックは汎用的なソフトウェアであり、多くの組織で電子メールに取って代わろうとしている。会社によると、1日当たりのアクティブユーザー数は1000万人で、150カ国の60万もの組織で利用されている。ユーザーはスラックを使って週当たり10億を超えるメッセージを送信し、平均的なユーザーのプラットフォーム利用時間は、就業日当たり90分を超える。有料顧客は9万5000社で、全てが法人顧客だ。

スラックは上場目論見書でこう述べている。電子メールは「世界中で、企業向けソフトウェアとして既定のものとなった」が、「情報や活動を共有・管理することに関しては不十分な媒体である」。

利用者はスラックに飛びついている。会社は、今年度の売上高は47~50%伸び、5億9000万~6億ドルになると見込む。一方、調整後営業損益は、2019年1月期のマイナス1億4100万ドルから、本年度はマイナス1億8200万~マイナス1億9200万ドルになると予想される。

成長は堅調だが鈍化しつつある。これには、会社が業績見通しに保守的なアプローチを採用していることもあるだろう。配車サービスのリフト (LYFT) が行った、上場後初の四半期決算発表に対する投資家の反応を見て学んだことでもある。リフトの6月14日の終値は公開価格を16%下回っている。株式公開をする前から、投資家の期待をコントロールした方が良いということだ。

■ 株価は上場後、上昇する可能性があるもしばらくは静観すべき

スラック株の売買は、プライベート市場でも活発に行われてきた。会社の目論見書によると、5月時点の株価は1株当たり25.75ドルから31.50ドルだった。同市場での取引はバリュエーションの手掛かりにはなるが、確実なものではない。例えばプライベート市場でのスポティファイの最高値は132.50ドルだったが、同社の上場後初値はそれより25%高い165.90ドルとなっている。

金融会社D.A.ダビッドソンのアナリスト、リシ・ジャルリア氏は5月にスラックのカバレッジを開始したが、プライベート市場での取引に関する新たなデータを反映して、同社の目標株価を27ドルから31ドルに引き上げた。スポティファイの初値に25%のプレミアムがついた例から見ると、スラックは上場初日に39ドルまで上昇する可能性があるとする。同社の完全希薄化後の発行済株式数は約6億株だ。1株当たり31ドルとすると、同社の時価総額は186億ドルで、2020年度予想売上高の上限の約31倍となる。

これは非常に割高に見えるが、他の新興テクノロジー関連企業のバリュエーションも同程度だ。4月に上場したビデオ会議サービスを手掛けるズーム・ビデオ・コミュニケーションズ (ZM) の株価は今年度予想売上高の51倍、ソフトウェア企業アトラシアン (TEAM)、ID管理サービスのオクタ (OKTA)、データベース・プラットフォーム開発のモンゴDB (MDB)、ソフトウェア企業ページャーデューティー (PD) などは軒並み、売上高の24~27倍で取引されている。一方、成熟企業でクラウドを基盤としたソフトウェア会社のバリュエーションは、これよりも低めだ。例えばクラウドアプリのワークデイ (WDAY) の株価は売上

A Hot Market for New Stocks

Company / Ticker	Pricing Date	IPO Price	Recent Price	2019E Price/Sales
Zoom Video Communications / ZM	April 18	\$36	\$100.95	51*
PagerDuty / PD	April 10	24	54.10	26*
CrowdStrike Holdings/ CRWD	June 11	34	67.56	N/A
Fastly / FSLY	May 16	16	21.00	10
Slack Technologies / WORK	June 20	TBD	31.50	31

E=Estimate \*For fiscal year ending Jan. 2020 Note: Recent Slack price was a private market trade. Source: FactSet; company reports

高の13倍、マイクロソフト (MSFT) は8倍、顧客情報管理 (CRM) サービス大手のセールスフォース・ドット・コム (CRM) は7倍である。

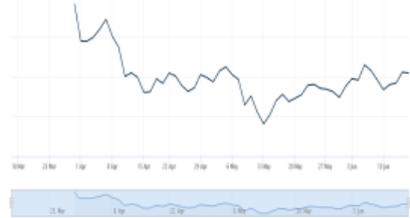
今年、配車サービスのウーバー・テクノロジーズ (UBER) とリフトの IPO に幻滅させられた投資家もいた。配車サービスを手掛ける2社は、消費者を対象とする事業から利益を出すのに苦戦している。一方スラックのモデルには、ユーザーを引き付ける魅力と価格決定力が備わっている。さらに、ペイジャーデューティー、ズーム・ビデオ・コミュニケーションズ、コンテンツ配信ネットワークのファストリー (FSLY)、セキュリティー対策ソリューションを提供するクラウドストライク・ホールディングス (CRWD) のように、最近株式公開した企業向けソフトウェア/サービス会社のパフォーマンスは好調である。

株式市場における現在の需要を鑑みると、スラックの株価もズームのように上昇する可能性もある。初値が30ドル台の後半となっても驚くことではない。だが、長期投資家であれば、この値段で手を出すべきではない。ジャルリア氏は、特に同社の保守的な業績見通しを考慮した場合のバリュエーションを懸念材料として、同銘柄の投資判断を中立としている。電子メールに取って代わるというのは大きなことであり、歓迎すべき機会であるが、それには時間がかかる。投資家はスラックの株に飛び付く前に、過熱した状況が落ち着くのを待つべきだ。

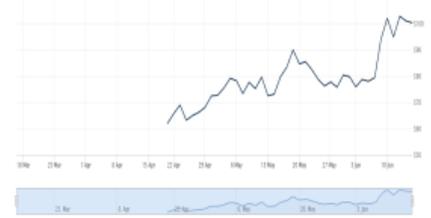
Spotify Technology S.A. (SPOT)



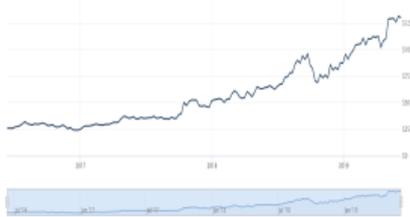
Lyft Inc. Cl A (LYFT)



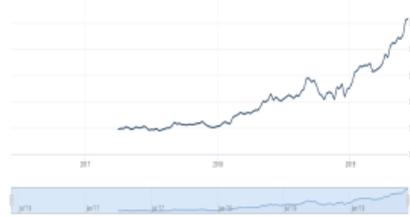
Zoom Video Communications Inc. (ZM)



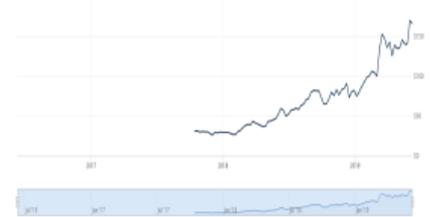
Atlassian Corp. PLC Cl A (TEAM)



Okta Inc. Cl A (OKTA)



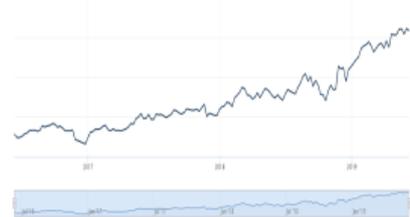
MongoDB Inc. (MDB)



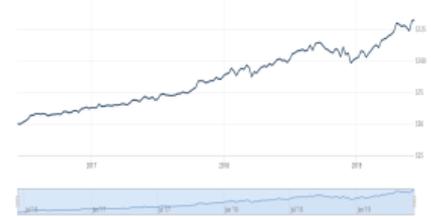
PagerDuty Inc. (PD)



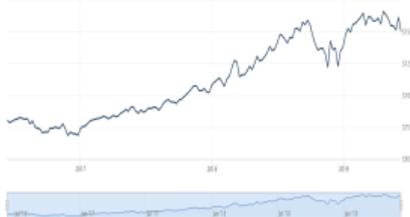
Workday Inc. Cl A (WDAY)



Microsoft Corp. (MSFT)



Salesforce.com Inc. (CRM)



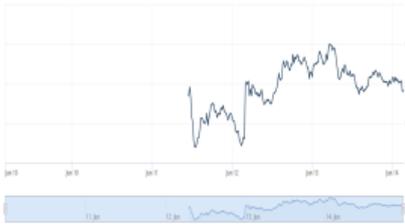
Uber Technologies Inc. (UBER)



Fastly Inc. Cl A (FSLY)



CrowdStrike Holdings Inc. CIA  
(CRWD)



チャートは3年 (LYFT、ZM、PD、  
UBER、FSLYは3カ月；CRWDは5  
日)

By ERIC J. SAVITZ  
(Source: Dow Jones)

**5. The Trader 利下げ観測を背景に続伸** **【米国株式市場】**  
来週以降の FOMC や米中首脳会談での貿易問題の合意の成否が今後を左右

■ 多くの悪材料にも耐える

先週の株式市場には悪材料が押し寄せたが、市場は耐えたようだ。

地政学的な悪材料としては、イランが石油製品を積んだ2隻のタンカーを攻撃したと米国が非難したことが挙げられる。企業業績面では半導体のブロードコム (AVGO) が年間の売上高見通しを20億ドル引き下げ、貿易関連では中国が引き続き合意に向けた圧力には屈しないとした一方、トランプ大統領は圧力をかけ続けた。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) を務めるジェーソン・プライド氏は、「貿易政策の議論の先鋭化とそれが実施される可能性は、もはや無視できない程度に高まってきた」と指摘する。



それでも株式市場はこうした悪材料をやり過ぎて底堅かった。ダウ工業株30種平均は0.4%高の2万6089ドル61セントとなり、S&P500指数は0.5%高の2886.96で引けた。ナスダック総合指数は0.7%上昇して7796.66となり、小型株のラッセル2000指数は1522.50で週末を迎えた。

先週の上昇を受けて、S&P500指数は6月に入ってから4.9%上昇し、史上最高値まであとわずか2%に迫った。それでもテクニカル指標面で同指数が達成できていないものがある。それは終値が2900を上回ること、この抵抗線とみられる水準に先週前半に2回挑んだものの上回ることができず、市場はそれ以降に静かな動きとなった。

**Dow Jones Industrial Average**



Source: FactSet

**S&P 500 Index**



Source: FactSet

**NASDAQ Composite Index**



Source: FactSet

**Barron's 400 Index**



Source: FactSet

## ■ 利下げ観測と米中首脳会談の見通し

それには二つの大きな理由があるようだ。まず、今週の火曜日と水曜日に米連邦公開市場委員会（FOMC）が開かれる予定になっている。7月に利下げに踏み切るとの投資家の期待に沿ったシグナルを米連邦準備制度理事会（FRB）が出すかどうか、投資家は注意深く見守ることになる。ジャナス・ヘンダーソンの調査部門責任者であるカーメル・ウェルズ氏は、「（声明文の）文言は変わるとみているが、実際の行動はないだろう」と予想する。

FOMC 終了後、市場の関心は6月28、29日に大阪で開催される20カ国・地域（G20）首脳会議に向かいそうだ。大阪ではトランプ大統領と中国の習近平国家主席が会談し、両国間の貿易協議に関する合意がなされるかどうか注目される。

FRBの利下げに関しては今後数カ月間で利下げがあると予想できるが、G20で何が起こるかは分からない。それでも今後に関しては、二つの異なる結果が予想されるだけだ。つまり利下げと新たな関税、もしくは利下げと貿易戦争の鎮静化である。後者であれば1999年のような大幅な上昇も期待できるが、前者だと下落局面が想定される。

現在、どちらになるか分からない状況だが、小型株投資はどちらであっても良い結果になる可能性がありそうだ。レイモンド・ジェームズのストラテジストであるタビス・マコート氏によると、S&P500指数が6.2%上昇した過去12カ月の間に小型株のラッセル2000指数は7.2%下落しており、月間ベースでこのように10%ポイント以上アンダーパフォームした状況は、過去20年間で5回しかないという。こうした状況はすぐに反転しており、前回の2016年3月の場合、その後の6カ月間でS&P500指数が5.3%上昇する間にラッセル2000指数は12%上昇した。

マコート氏はレポートで「両指数のこうしたパフォーマンスの違いは数カ月しか続かず、過去の状況を見ると、ラッセル2000指数がアウトパフォームすることで解消した」と書いている。これは、両指数が上昇した場合にはラッセル2000指数の上昇率の方が大きいのか、両指数が下落した場合でもラッセル2000指数の下落率のほうが小さいことになる。

## ■ 素材株の上昇は続きそう

どんな銘柄にも上昇局面があるものだが、この2週間は素材セクターがそれに当たった。

2019年の最初の5カ月で28銘柄から成るS&P500指数の素材セクターのセクター指数は市場全体に出遅れ、配当を含めたパフォーマンスはS&P500指数の10.7%に対して4.9%にとどまった。特に驚くことではない。経済成長の鈍化と貿易戦争に関する懸念を受けた商品価格の変動が、鉄鋼、銅、化学製品関連の銘柄に影響したからだ。しかし6月以降の素材セクターは他のセクターに対して大きく上回り、2週間で10%以上の上昇となった。セクター指数で2番目の上昇率は情報通信セクターの6.6%にすぎず、全体の上昇率は4.7%だった。



ただ、ここまで2週間上昇したが、トレンドが大きく変化したわけではない。素材セクターの製品は建設や製造の現場で多様に使われ、その需要は世界経済の状況に非常に敏感だ。同セクターの利益水準は2008年を超えているものの売上高はまだ当時の水準に達していないが、経済成長に対する楽観的な見通しが戻ってくれば、同セクターのパフォーマンスはピーク時に匹敵するようになるかもしれない。

素材セクターは6月初めから好パフォーマンスだったものの、年初来のリターンはS&P500指数の15.9%

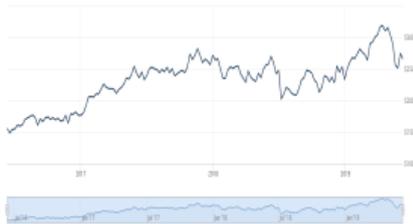
をわずかに下回る 15.4%であり、これまでの出遅れ分を一部取り戻したにすぎない。今月の上昇の背景には幾つか要因があるが、その一つは中国の経済政策で、先週月曜日に中国の政策当局は、高速道路や鉄道などの大型インフラを構築するためであれば地方政府が特別に債券を発行することを認めた。これを受けて銅、亜鉛、ニッケル、鉛などの価格が上昇し、フリーポート・マクモラン (FCX) などの鉱山株が上昇した。

しかし、よりインパクトがあったのは市場参加者が FRB の利下げが迫っていると確信したことだ。フェデラルファンド (FF) 金利先物は、98.9%の確率で年末までに少なくとも 0.25%ポイントの利下げがあると織り込んでいる。金融政策に対するこうしたハト派的な見通しは、10年目になる景気拡大期間が延びるとの期待を復活させ、結果的に景気敏感である素材セクターの上昇に結び付いた。

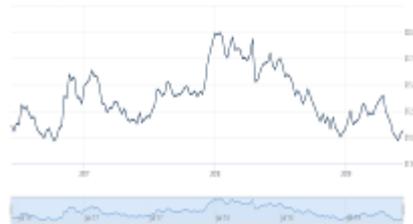
米国内の金利低下観測を受けてドルは6月に入ってから1%近く下落した。これはドル建てのコモディティ価格にとってサポート要因であり、素材セクターの企業業績にプラスに働く。同セクターの現時点の売り上げ見通しは、2019年に1.5%減少した後、2020年は4%増加と予想されている。利益は7.5%減益の後に13.4%の増益と、より振れ幅が大きくなると予想されているが、ドル安はサポート要因だ。

こうした状況を織り込む形で、産業用ガスのリンデ (LIN)、化学品のデュポン・ドゥ・ヌムール (DD) やライオンデルバセル・インダストリーズ (LYB) やダウ (DOW) などは素材セクターの中でも上昇を先導し、6月に入ってそれぞれ12.2%、15.1%、12.7%、17.8%上昇した。これらの銘柄の上昇がこのペースで続くとは思えないが、反落することもないと思われる。

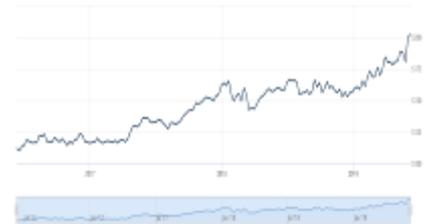
Broadcom Inc. (AVGO)



Freeport-McMoRan Inc. (FCX)



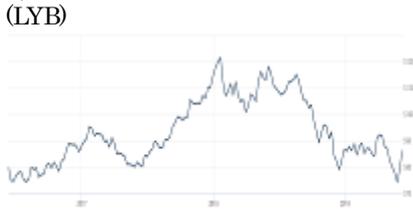
Linde PLC (LIN)



DuPont de Nemours Inc. (DD)



LyondellBasell Industries N.V. Cl A (LYB)



Dow Inc. (DOW)



チャートは3年

By BEN LEVISOHN and NICHOLAS JASINSKI  
(Source: Dow Jones)

## 6. China Will Be on Top of the New World Order 中国を頂点とする世界 【新世界秩序】 世界秩序のパラダイムシフトについて述べる

### ■ 米中対立の行方

フランス生まれのルイ・ビンセント・ギャブ氏は1999年に、当時アライアンス・キャピタルに勤務していた父親のチャールズ・ギャブ氏と、経済ジャーナリストのアナトール・カレツキー氏とともにギャブカル・リサーチを設立した。同社の顧客である800に及ぶ金融機関、資産運用会社、一般企業、政府機関などは同社の見解を高く評価している。



本誌：米国は対メキシコ関税を見送ったが、中国に対しても合意が近いのか？

ギャブ氏：米政界の幅広い層が、中国の勃興は世界における米国の地位を脅かす可能性があるかと危惧している。中国は、習近平国家主席が2012年にリーダーとなる以前は内向きの帝国で海外進出を目指していなかった。今や「一带一路」を掲げ、国家ファンドのシルクロード基金やアジアインフラ投資銀行（AIIB）に資金を投入し、米国が第二次世界大戦後に築いた体制を真似て、自らの帝国をアジアに築こうとしている。過去1カ月に米中の対立が激化したが、中国はアヘン戦争時代の不平等条約を引き合いに出すなど、本気で国家主義的になっている。20カ国・地域（G20）大阪サミットでも、習近平国家主席にとって妥協は政治的に難しいだろう。もし不平等条約を受け入れたらすれば、国を売った清の皇帝になってしまう。私は合意に至らない確率を85%とみている。サプライチェーンなどの混乱で1年以内に景気後退に陥るようなことにでもなれば、米中共に妥協しなければならなくなるだろう。

Q：最近の著書（Clash of Empires: Currencies and Power in a Multipolar World＝帝国の衝突：多極化する世界の通貨と権力）では世界秩序のパラダイムシフトについて書かれているが。

A：2008年の危機以前の中国は米ドル建てで貿易していた。危機時に米国の金融機関が破綻し、アジアに資金供給できなくなってしまったためアジアの貿易も激減した。その後、中国はインドネシアや韓国などに対し、米ドル建て取引は米国銀行の資金頼みになるとして人民元での取引を求めようになった。三角関係の余分な人は不要といった感じだ。人民元は徐々にアジアの貿易通貨として、次いで重要なコモディティ通貨として米ドルに取って代わるようになってきた。2018年には人民元建ての原油先物が開始され、今や上海では原油先物の12～13%が人民元で取引される。上海には金取引所もあり、例えばロシアが中国に輸出した原油代金の人民元で金を買ってロシアに持ち帰ることもできる。これは、世界の金融制度上重要な変化だ。

Q：ドルの兵器化についても書いているが。

A：米国はドルを外交政策の道具として使っている。2014年に、仏銀最大手BNPパリバ（BNPフランス）が米の金融取引禁止先だったスーダンで米ドル建て取引を行ったことで、米政府から巨額の罰金を科せられた。フランスの法律ではスーダンとの取引を禁じていないが、米ドルを使うならどんな取引でも監視の対象になり得ると米国側は主張した。さらにイラン制裁をめぐる例もある。オバマ政権時代にイランが孤立状態を脱し、仏石油大手トタル（TOT）が石油事業再開のためイランに10億ドルを投資したが、トランプ政権下でトタルは事業撤退を余儀なくされた。中国は今後、米ドルでの取引を減らした方が得だと思っているだろう。

### ■ 米国・中国・欧州という3帝国から成る世界

Q：新しい世界秩序はどうなるのか？ドルはその秩序に必要とされるのか？

A：米ドルは主要な準備通貨であり、それは今後長期にわたり続くだろう。しかし、大口の顧客が人民元建

てを望めば拒むのは難しい。今後は、米国、中国、欧州という三つの帝国のある世界になるだろう。習近平国家主席は、アジアの全ての道路や港、パイプラインは北京に通じるという帝國的な目標を持っている。米国は、中国を封じ込めたいと考えている。欧州は何とか生き残ろうとしている。帝国化の良い点は、通貨が使われる範囲が広がり、シヨレージ（通貨発行益）が増えることだ。欧州はウクライナやグルジアにも拡大しようとしたが、ロシアが断固として許さない。行き詰った帝国では、ある程度の中央集権的要素を維持しつつ、多様な国民を満足させることが難しくなる。市場ではドイツ国債やスイス国債の利回りがかなりのマイナスになるなど非常に奇妙な状態だ。これを見ると、ユーロは10年以内に崩壊するだろう。

Q：現在の米中の衝突は通信技術の優位性をめぐるもののようなのだが。

A：米国は、中国を封じ込める必要があると決断し、中国の競争優位性であるハイテクに目を付けた。中国の大手非上場通信機器メーカーであるファーウェイ（華為技術）を倒すつもりだ。しかし、結局天につばを吐くようなものだ。アップル（AAPL）が中国での生産が不可能になるか、中国で生産した製品を米国で販売できなくなり、あるいは中国がアップル製品をボイコットすれば、米国最大級の企業を破壊することになる。サムスン電子（005930.韓国）が破片を拾うことだろう。ハイテクセクターは米国市場最大のセグメントの一つで、米国の投資家は米国株に対して1999年と同程度のエクスポージャーがある。違うのは投資家の平均年齢が高くなった点だ。30歳で弱気市場に遭遇したなら良い買い場となるが、65歳の場合は痛い。

Q：次の戦いの場はどこか？

A：エネルギーの可能性はある。イランやベネズエラに対する禁輸措置などの要因で原油価格が上昇した場合、中国の経常収支が急速に悪化する。中国の12月の原油輸入は前年同月比21%増と10年ぶりの大幅な増加だった。中国が取れる手段はトランプ大統領をもう一度交渉のテーブルに戻すため、米国市場に混乱を引き起こすことだ。その一つの方法が原油価格を2016年のように下落させることである。

## ■ 投資のヒント

Q：どのように投資すべきか？

A：今の世界は、グローバル化の時代から三つの帝国に分裂する時代に向かっており、投資への影響は大きい。どの市場でも、不労所得者と起業家がいる。米国では起業家の方が良い。米国政府はインフレを加速させたがっており、債券は時間が経過すれば価値がなくなるため、米国債を保有するのは意味がない。しかし中国ではこれまでは不労所得者の方が得をしている。従って、中国では債券を買い、米国では株を買うことだ。米国のハイテクセクターは以前ほど起業家精神旺盛ではないし、米国政府も同セクターを阻害する動きをしている。従って私なら、ハイテクにさほどの資金を入れない。米国は非常にダイナミックなエネルギーセクターがある。また、決してあきらめない消費者がいる。米国では不動産が恐らく最も興味深い。

Q：中国の10年債が投資に適した先として10年物米国債に取って代わるのはいつか？

A：米国ではそういうことはないだろうが、アジアでは今後5~10年の間に起きるだろう。

Q：欧州では？

A：私はリスクを取るなら新興国市場の方が良い。英蘭系食品・日用品大手のユニリーバ（UN）のような優良な輸出企業もあるが、米の日用品大手のプロクター・アンド・ギャンブル（P&G、ティッカーはPG）と比べてさほど割安でもない。

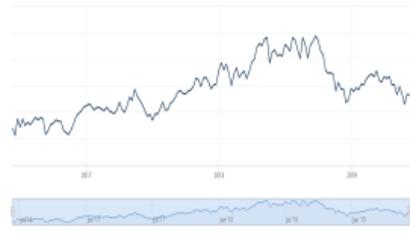
Q：ドルについてどう思うか？

A：ピークは既に過ぎた。過去数年、米国はエネルギーの自給に向かい、米連邦準備制度理事会（FRB）は世界の中央銀行で唯一金融引き締めを実施し、欧州発の悪材料や中国の長期的方向性についての疑問などがドル高につながった。しかし実際、ドル指数は2015年からかなり小幅なレンジ圏内にある。不労所得者に有利な国は通貨が高く、起業家に有利な国の通貨は安くなる。私は、アジア通貨全てに強気だ。ポンド、カナダドル、メキシコペソは割安だ。ユーロも底を打ったかもしれない。

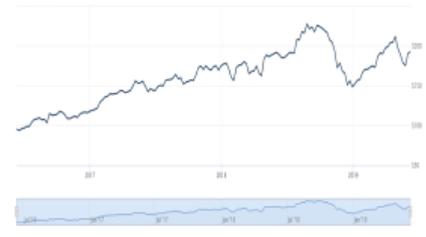
BNP Paribas (FR:BNP)



Total S.A. ADR (TOT)



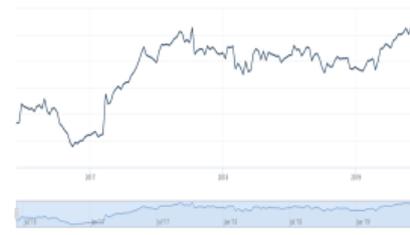
Apple Inc. (AAPL)



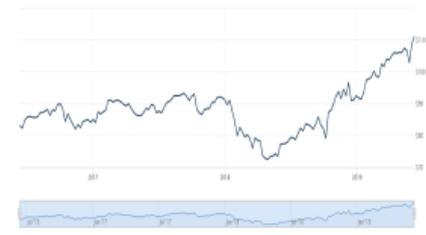
Samsung Electronics Co. Ltd. (KR:005930)



Unilever N.V. ADR (UN)



Procter & Gamble Co. (PG)



チャートは3年

By LESLIE P. NORTON

(Source: Dow Jones)

## 7. The Rate Cut the Economy Doesn't Need – but the Markets Do 利下げ 【コラム】 経済データは概ね好調だが、景気後退の前兆に注意

### ■ 好調な経済を尻目に広がる利下げ期待

連邦公開市場委員会 (FOMC) は、6月18～19日またはその次の7月末の政策会合で、政策金利の引き下げを示唆することが予想されている。

米国の経済成長と強気相場が10周年を迎え、失業率が半世紀ぶりの低水準にある中、利下げ期待の高まりは状況にそぐわないように見える。低調な指標といえば、インフレ率が米連邦準備制度理事会 (FRB) の2%目標をわずかに下回って推移していることだが、これもぜいたくな悩みに見えなくもない。



それでも、フェデラルファンド (FF) 金利先物市場は、早ければ年内に FF 金利の誘導目標が現在の 2.25～2.50% から 25 ベーシスポイント (bp) ずつ 3 回引き下げられることを織り込んでいる。来週の FOMC での利下げについて、市場が織り込んでいる確率は 25.8% にとどまるが、CME グループのフェドウォッチサイトによると、7月30～31日の FOMC では利下げの確率が 86.4% と極めて高く見込まれている。先物トレーダーは、さらに9月17～18日と12月10～11日の FOMC で 25bp ずつの追加利下げを想定している。

これらの利下げが現実になれば、それは米国経済が (昨年の減税後の 2.9% のペースから落ちるとしても) ほぼ長期的な成長率を維持している間に起こることになる。確かに、世界的な経済成長は関税や貿易摩擦による明白なリスクに直面しており、企業の見通しにも影響がはじまっている。しかし、既に低い金利がさらに引き下げられたとして、貿易の縮小に向かう圧力をどれほど打ち消せるものだろうか。

### ■ 景気後退の前兆となる指標も

さらなる金融緩和を支持する人々は、経済データは既に起こったことの振り返りにすぎないと主張する。先行指標、特にイールドカーブはこれまでも景気後退に先立つ兆候を示しており、注意が必要だ。低過ぎるインフレ率も、消費者や企業の期待に組み込まれれば持続的に成長を阻害する。

FRBは、データに依拠した政策決定を行うと主張している。5月の非農業部門就業者数が7万5000人増と予想を10万人ほど下回るなど、それほど良くない数値も出ているものの、データは概ね良好に見える。5月の小売売上高が0.5%増と予想を上回り、前月分も上方修正されたことを受けて、アトランタ連銀の追跡ツール「GDP ナウ」によると、今四半期の国内総生産（GDP）成長率は年率2.1%に達する見込みである。

アトランタ連銀の推計によると、経済の3分の2以上に相当する実質個人消費支出は、今四半期に年率3.9%のペースで増加している。これは以前の3.2%からの上方修正にあたり、第1四半期の1.3%の3倍となる。

3月19～20日のFOMCで発表された経済見通しでは、今年のGDP成長率に関する中心的な予測は1.9～2.2%で、長期予測の1.8～2%をわずかに上回っていた。つまり、経済はFRBの予想に沿って拡大しているように見える。

就業者数の増加は期待を下回ったものの、3.6%の失業率は1960年代以来の低水準となっている。新規失業保険申請件数も半世紀ぶりの低水準にある。他の調査によると、求人数が応募数を上回っており、中小企業の人材確保が難航している。平均時給は3%以上のペースで上昇している。

FRBの主な懸念は、適正值と考えられている2%を下回って推移するインフレ率のようだ。彼らのお気に入りの指標である、変動の大きい食品とエネルギーを除いた「コア」個人消費支出デフレーターは、1.5%にとどまる。一方、パウエル議長が「一時的」と呼ぶ異常値を除外した「トリム平均値」は、目標の2%のはるかに近くで推移している。

明確に減速の兆候を示すインフレ指標の一つが、米景気循環調査研究所（ECRI）のUSフューチャー・インフレーション・ゲージだ。ECRIは、過去のサイクルで利下げが始まる前にこの指標が下落したと指摘している。

### ■ 債券利回りに見られる兆候

しかし、FRBの利下げを示唆する点で最も言及されている指標は、債券市場、特にイールドカーブだ。3カ月物米財務省短期証券（TB）の利回りは、5週連続で10年物国債の利回りを上回っているが、これは歴史的に景気後退の前兆となることが示されている。債券利回りの低下は世界的に起きており、主に貿易摩擦など、FRBの力の及ばない要因によるものと考えられる。

ドイツ銀行によると、12兆ドル近くのマイナス利回りの債券が発行されており、10年物ドイツ国債の利回りはマイナス0.25%となっている。米国債は格付けの高い債券の中で際立って利回りが高く、10年物米国債で2.08%となっているが、この状況が米国債の利回りに下げ圧力をかけるのは間違いない。

対して、3カ月物TBの利回りは2.18%、オーバーナイト物FF金利のFRBの目標範囲の下限は2.25%となっている。このことは、市場における金利の下げ圧力に直面して、FRBがFF金利を高く留め置こうとしているようにも解釈できる。

しかし、FRBの利下げに対する幅広い期待の背後には、別の要因があるかもしれない。株式、債券、不動産などほとんどの資産クラスは、現金同等物の金利と比較して、価格が高くなっている。マネーマーケットの金利を下げれば、資産価格が上昇しているという印象は薄まる。そしてそれは、高過ぎることを心配する人がいない唯一の種類のインフレのようだ。

### ■ FRBと市場にまん延する安心感

FRBが市場の期待に応え、FF先物市場が予想する利下げを示唆することについては、かなり確信を持たれているようだ。そのような信頼感は、デリバティブ市場の別の一角であるボラティリティ指数（VIX、俗に

恐怖指数) の先物で裏付けられる。

ニコラオス・パニガーゾグロー氏率いる JP モルガンのグローバルマーケット戦略グループによると、VIX 先物に高い空売りポジションが生じている。これらは低ボラティリティが続くこと、つまり何も問題が起こらないことに賭ける投機的なポジションだ。

その結果、株式市場は「より慎重で辛抱強い FRB」に対する脆弱（ぜいじゃく）性を抱える可能性があり、市場の調整につながり得る、と JP モルガンのストラテジストは顧客向けのレポートに書いている。6月28～29日に日本で開かれる G20 首脳会議では、米中の貿易戦争の停戦が決まっても中立的な結果と見なされるだろうが、貿易協議が決裂すればマイナスの影響を及ぼすだろうと彼らは付け加えている。

株式市場には現状に対する安心感が反映されている。JP モルガンのチームの推計によると、株式市場に織り込まれている景気後退の可能性はわずか6%となっている。5年物米国債の利回りが1.83%と、3カ月物TBの2.18%を大きく下回り、景気後退の60%の可能性を織り込んでいることと対照的だ。

また、S&P500 指数構成企業の1株当たり利益 (EPS) のコンセンサス予想は167ドルであり、景気後退で減少するどころか、減税により膨らんだ昨年のEPSを3%上回っている。

大手保険会社マスミューチュアルのグローバル投資戦略責任者クリフ・ノリーン氏は、市場は債券利回りの低下というプラス要因と企業利益予想の低下というマイナス要因の綱引きに巻き込まれるだろうと述べる。関税と貿易をめぐる問題が企業利益に及ぼす影響には注意が必要だ。

By RANDALL W. FORSYTH  
(Source: Dow Jones)

## 8. The New Wave of Tech IPOs Brings Memories of 1999 IPO ブーム再来? 【ハイテク】 にわかに活気づく IPO 市場、火付け役は超大型株疲れ

### ■ 先週の IPO の活気は「超大型株疲れ」の反映か?

この数週間というもの、ウォール街は配車アプリ大手のウーバー・テクノロジー (UBER) とリフト (LYFT) の新規株式公開 (IPO) 後の平凡な株価が「2019年はIPOの当たり年」という期待を打ち砕くのではないかとやきもきしていた。ところが先週、IPO 市場はにわかに活気づいた。3社の全く異なる種類のハイテク企業が上場し、市場が熱狂したのである。その高揚感は、筆者に1999年のIPOブームを思い起こさせた。



本題に入る前に筆者が指摘しておきたいのは、新規上場を果たした3社がいずれも「超大型株疲れ」とも言うべき現在のトレンドを反映しているように見えることだ。フェイスブック (FB)、アルファベット (GOOGL)、アマゾン・ドット・コム (AMZN)、アップル (AAPL) は政府の調査を受けており、道義的に問題のある巨大企業という認識が広がりつつある。しかも、インターネットやスマートフォンの普及率が高まって市場が飽和しつつあることを背景に、これら4社のビジネスは全般的に伸び悩みつつある。

こうした閉塞感に対する即効力のある回答が IPO 銘柄の購入であろう。ウーバーとリフトは失速したものの、テレビ会議システムのズーム・ビデオ・コミュニケーションズ (ZM) や IT システム監視サービスのページャーデューティー (PD) をはじめ、法人向けのシステムやサービスを提供するハイテク企業が華々しいデビューを飾っている。法人需要に特化したこれらの企業は、道義的な逸脱や議会の公聴会とは無縁だ。

■ 先週の IPO はいずれも初値が公開価格を大幅に上回った

先週の「IPO フェスティバル」の先陣を切ったのは、クラウドベースのセキュリティーサービスを手掛けるクラウドストライク・ホールディングス (CRWD) だ。同社は 5 月末の時点で公開価格の予想レンジを 19～23 ドルに設定していたが、その 1 週間後に予想レンジを 28～30 ドルに引き上げ、実際の公開価格はさらに高い 34 ドルに設定した。それでも 6 月 13 日午後の株価は公開価格の 2 倍となる 68 ドルに達した。株価は 14 日にやや下落したとはいえ、時価総額は 2019 年度予想売上高の約 50 倍に相当する 130 億ドルとなっている。このバリュエーションはセキュリティーソフトウェア会社の中で最も高い部類に属する。

先週上場したもう 1 社はファイバー・インターナショナル (FVRR) で、スピーチ原稿の執筆やロゴ・デザインなどのサービスを売買するオンライン・マーケットプレイスを運営するイスラエルの企業だ。業務を請け負うサービス提供者と、サービスを必要とする人とを結びつけるマッチングビジネスの一つである。

同社は当初、公開価格を 18～20 ドルと予想していたが、21 ドルで公開したところ、取引初日は公開価格を 90% 上回る 39.90 ドルで引けた。14 日は売られたが時価総額は一時的に 12 億ドルに達した。

先週上場した三つ目の企業が、14 日に上場したオンライン・ペットフードショップのチュイー (CHWY) だ。公開価格は、当初の予想レンジが 17～19 ドルだったのに対し、22 ドルに設定された。同社は米国最大のペットフード・チェーンのペットスマートの子会社で、IPO 後の現在もペットスマートが株式の過半数を保有している。

チュイーの 2018 年度の売上高は前年比 68% 増の 35 億ドルとなったものの、損益は 2 億 6790 万ドルの赤字だった。受益者は、チュイーを 2017 年に創業者から 33 億 5000 万ドルで買収した親会社のペットスマートと、同社に投資しているプライベートエクイティ・ファームの BC パートナーズだ。公開価格を 22 ドルとした時点でチュイーの時価総額は 87 億ドルだった。これに対して初値は 36 ドルとなり、その時点で時価総額は 140 億ドルを超えた。

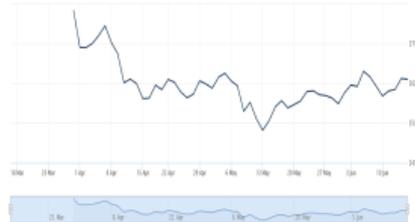
■ エアービーアンドビー、ウィワーク、スペース X 等の IPO への期待が高まる

問題は、こうした素晴らしい滑り出しを見せた IPO 銘柄が勢いを維持し、依然として様子見を決め込んでいるユニコーンの IPO を促すことができるかどうかである。こうしたユニコーンには、民泊サービスのエアービーアンドビー、シェアオフィス運営のウィワーク、ロケット打ち上げサービスのスペース X などがある。これらの企業の上場に備え、資金をためておくべきかもしれない。

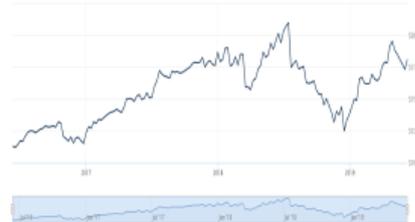
Uber Technologies Inc. (UBER)



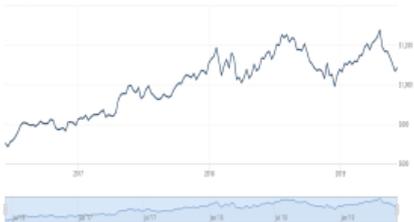
Lyft Inc. Cl A (LYFT)



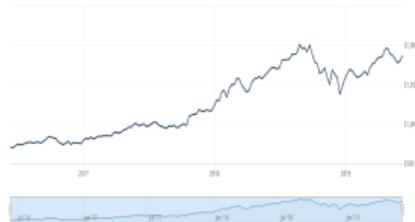
Facebook Inc. Cl A (FB)



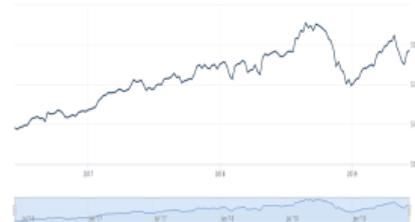
Alphabet Inc. Cl A (GOOGL)



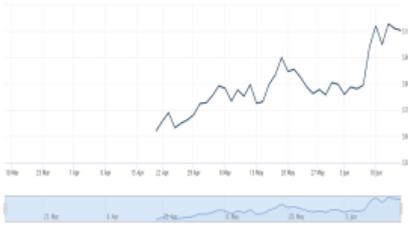
Amazon.com Inc. (AMZN)



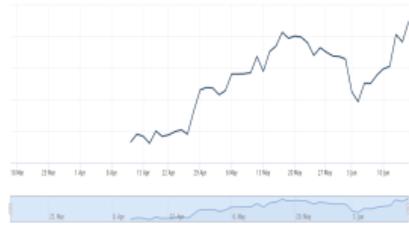
Apple Inc. (AAPL)



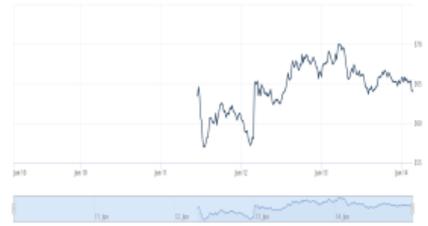
Zoom Video Communications Inc. (ZM)



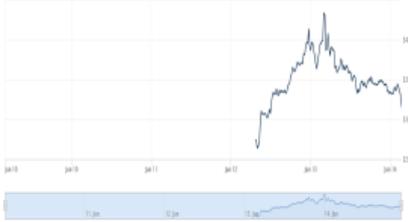
PagerDuty Inc. (PD)



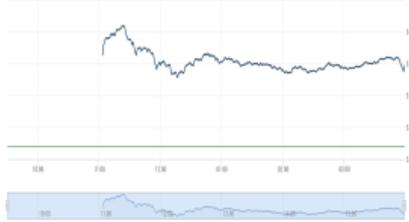
CrowdStrike Holdings Inc. CIA (CRWD)



Fiverr International Ltd. (FVRR)



Chewy Inc. CIA (CHWY)



チャートは3年 (UBER、LYFT、ZM、PD、CRWDは3カ月；FVRRは5日；CHWYは1日)

By ERIC J. SAVITZ  
(Source: Dow Jones)

## 9. The TurfWar Over My Meatball Hero アマゾン撤退でグラブハブは？ 【料理宅配銘柄】 スマートフォン世代をターゲットに料理宅配ビジネスの競争激化

### ■ 3社で市場の8割を占有、市場はさらに成長

先週、アマゾン・ドット・コム (AMZN) は始めてまだ数年の料理宅配サービスを近く終了することを発表した。ネット通販大手の同社には、ミートボール・ヒーロー (バゲットにミートボールをはさんだもの) を顧客の自宅まで宅配するというきめ細やかな部類のサービスはなじまなかったようだ。



料理宅配市場はグラブハブ (GRUB)、ウーバーイーツ、ドアダッシュの3社が約8割のシェアを占めている。損失覚悟で顧客獲得を狙う体質のアマゾン、早々と見切りをつける判断をしたようだ。競合他社からすれば、資金力のあるライバルが1社減ったことになる。投資家の反応は楽観的だ。グラブハブの株価は昨年秋の140ドルから65ドル以下にまで下落していたが、アマゾン撤退のニュースを受けて70ドルまで反発した。

スマートフォンを使いこなし、労力は極力減らしたいという消費者向けのフード関連サービスのビジネスチャンスは大きく、かつ成長している。調査会社ユーロモニターは、オンライン料理宅配市場は今年だけで米国で20%成長して560億ドルに、全世界では16%成長して2030億ドルに達し、2023年にはそれぞれ860億ドルと2980億ドル規模の市場に成長するとみている。それでも、この数字は外食産業全体で見れば全体の14% (米国)、10% (全世界) にすぎない。

料理宅配サービスは世界中で台頭している。投資対象という点では、欧州ではテイクアウェイ・ドットコム (TKWY.オランダ) やジャスト・イート (JE.英国) が上場しており、非上場の英デリバリーは5月にアマゾンから資金を調達した。他にもインドのゾマト、スウィッギー、中国のメイトゥアン (美团点评、3690.香港)、アリババ・グループ・ホールディング (BABA) 傘下のEle.meがある。ドイツ発のデリバリー・ヒーロー (DHER.ドイツ) はドイツを除く世界各国 (比較的小さい市場) でサービスを展開している。

「食」ビジネスの競争は（調理済みの）料理宅配にとどまらない。調理用食材キット宅配サービスのブルーエプロン・ホールディングス（APRN）は1株10ドルで2017年に上場してから近く丸2年を迎える。消費者の中には料理はしたいが食材を買いに行くのは面倒というニッチなニーズが存在する。しかし「在宅」部分の混じった宅配希望者の人数は十分でなく、ブルーエプロン株は最近では64セントで取引されている。

大手小売チェーンのウォルマート（WMT）は自社スタッフが顧客の自宅、それも冷蔵庫に直接商品を配送する「インホーム・デリバリー」サービスを始めた。顧客が外出中の場合も対応可能で、ドアの鍵を解除するスマートキー技術や（配達人が身に着ける）独自のウェアラブルカメラ技術を駆使したサービスだ。

### ■ グラブハブは「買い」～「ホールド」

グラブハブに話を戻すと、当初はニューヨークやシカゴなど都市部で、配達要員はいても「デジタル」には疎い飲食店向けのサービスから始めた。その後、事業拡大を狙い、自社ドライバーのネットワーク構築に投資し、宅配をしない飲食店へのサービスも開始した。料金にはサービス料15%と顧客への手数料3～5ドルが上乗せされる。

BTIGのアナリスト、ピーター・サレー氏はこの4月からグラブハブを「買い」推奨でカバーしている。提携店を増やすことでより多くの顧客を集めることができ、顧客数が増えれば提携店も充実するという相乗効果が期待できるとする。同氏のグラブハブの目標株価は95ドルでアナリスト平均と同水準だ。

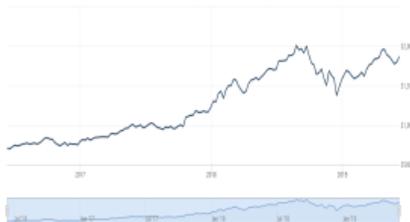
グラブハブの企業価値は今年の予想フリー・キャッシュフロー（FCF）の41倍、4年後のコンセンサス予想FCFの12倍で、違和感はない。「コンセンサス」と緩めのくくりをしているのは予想FCFの幅が3億2000万～10億ドルと広いためで、そのベースには競合他社が値下げにどう動くかという不確定要因がある。ウェドブッシュ・セキュリティーズのイガル・アローニアン氏はグラブハブ強気派だが、先週、「配車大手ウーバー・テクノロジーズ（UBER）の上場を受け、市場は今後、米国の料理宅配請負市場で合理化が進むとみている。投資家の損失に対する許容度は低下している」とコメントしている。

### ■ 料理宅配にも「定額」の波、そしてその先は

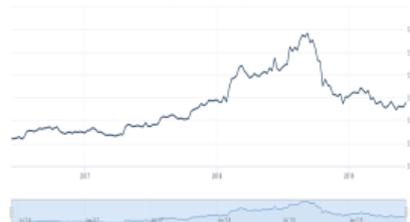
ドイツ銀行のクナール・マドゥカル氏は今月、グラブハブを「ホールド」推奨でカバーし始めた。同社と市場トップの座を争うドアダッシュは、1カ月10ドルでデリバリー回数に制限のない「サブスクリプション」サービスも提供する。ウーバーイーツも同様のサービスを近く提供し始めるとみられており、グラブハブもサブスクリプションへの参戦を迫られている状況だとマドゥカル氏は言う。しかし定額サービスは概して少額オーダーが多くなり、コスト上昇を招く。ドアダッシュは未上場であり、株主はさほど懸念を持たないかもしれないが、上場するグラブハブは市場参加者の期待に応えるという使命がある。マドゥカル氏は小規模で競争が限定された市場でビジネスを展開するウェイター・ホールディングス（WTRH）も推している。

料理宅配市場は今後どこに向かうのだろう。自動運転技術は料理宅配ビジネスにとって最大の課題である人手不足の解消に貢献するだろう。コストが激減し、今後数年間の薄利経営を生き延びた企業は強力なネットワーク効果の恩恵と大きな利益を享受できるだろう。

Amazon.com Inc. (AMZN)



GrubHub Inc. (GRUB)



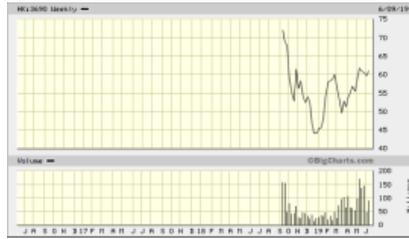
Takeaway.com N.V. (NL:TKWY)



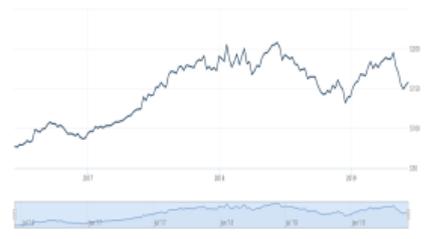
Just Eat PLC (UK:JE)



Meituan Dianping (HK:3690)



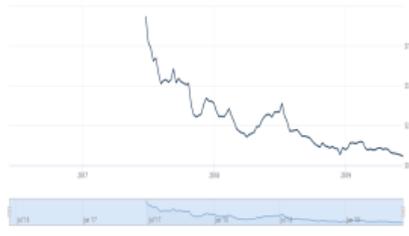
Alibaba Group Holding Ltd. ADR (BABA)



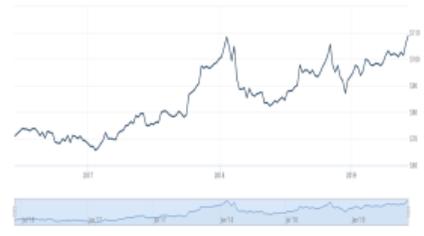
Delivery Hero AG (XE:DHGR)



Blue Apron Holdings Inc. CIA (APRN)



Walmart Inc. (WMT)



Uber Technologies Inc. (UBER)



Waitr Holdings Inc. (WTRH)



チャートは3年

By JACK HOUGH  
(Source: Dow Jones)

## 10. Preview 今週の予定

## 【経済関連スケジュール】

### アマゾンの即日発送が競合他社に与える影響

#### ■ 出荷の迅速化は、偽装取引への脆弱性を高める

アマゾン・ドット・コム (AMZN) が商品の即日配送を拡大していることにより、競合他社は、より迅速な商品の発送を迫られている。だがこれにより、偽装取引への対応に十分な時間を割けなくなる可能性が大きく、場合によっては多大な代償を意味する。

クレジットカード大手のビザ (V) が運営する不正検知サービスであるサイバーソースによると、一般的な小売業者の80~90%は、一部のオンライン販売について、偽装取引のチェックをいまだに手作業で行っている。この労働集約的なプロセスには、「出荷に時間をかけて商機を失うか、短時間の発送で詐欺に遭うリスクを高めるか」というジレンマが付きものである。オンライン不正検知サービス業者フォーターの共同創業者であるマイケル・リートブラット氏によると、「対面販売では、不正取引の損害は銀行が負うことになっているが、(オンライン販売のように) カードを直接確認できない場合、損害は販売業者の負担となる」とのことである。



カード会社が不正を発見した場合、販売業者はカード所有者に返金する義務を負う。これは「チャージバック」と呼ばれる仕組みである。ビザやクレジットカード大手のマスターカード (MA) は、チャージバックの件数が多い販売業者に、クレジットカードの使用を差し止める場合がある。ビザは最近、このような差し止めに至るチャージバックの割合を、1%から0.9%へと引き下げた。調査会社ジャベリン・リサーチによる

と、オンライン販売業者は、2017年にチャージバックで190億ドルの損失を被り、また100ドルの売り上げに対し、5〜6ドルを不正検知に必要な措置に費やす。

対照的に、アマゾン是不正検知で圧倒的に有利である。リートブラット氏によると、「アマゾンは会員に占めるリピーターの割合が大きく、また通常と違う行動様式を検知するシステムを擁しているため、偽装取引には強い」とのことである。取引データの少ない他のオンライン販売業者を後目に、豊富な取引データを分析してチャージバックを防止するアマゾンは、価格競争の面でも優位に立てる。

## ■ 今週の予定

6月17日（月）

- ・ 全米住宅建設業協会（NAHB）が6月の住宅市場指数を発表。エコノミストは、5月と同水準の66を予想。予想通りとなれば、住宅建設業者が住宅市場に対し強気であるとの示唆になる。
- ・ ニューヨーク連銀が6月の製造業景気指数を発表。5月の17.8から11への低下が見込まれる。
- ・ バイオ医薬品メーカーのインサイト（INCY）が、炎症・自己免疫疾患治療薬ポートフォリオについてコンファレンスコールを開催。
- ・ 医療サービスのダビータ（DVA）が年次株主総会を開催。

6月18日（火）

- ・ 画像編集ソフトのアドビシステムズ（ADBE）が四半期決算を発表。
- ・ 5月の住宅着工件数と住宅着工許可件数が発表。住宅着工件数は季節調整済み年率換算で125万件、住宅着工許可件数は同130万件と、いずれも4月とほぼ同水準となる見込み。
- ・ 保険・金融サービスのメットライフ（MET）が年次株主総会を開催。
- ・ JPモルガン年次エネルギー・コンファレンスがニューヨークで開催。石油・天然ガス会社コンチョ・リソーシズ（CXO）、石油大手エクソンモービル（XOM）、石油精製大手フィリップス 66（PSX）などが参加予定。

6月19日（水）

- ・ 企業向けソフトウェア大手オラクル（ORCL）が四半期決算発表。
- ・ 検索サイトのグーグルを運営するアルファベット（GOOGL）が年次株主総会開催。
- ・ カナダのコマース・プラットフォーム企業ショップファイ（SHOP）が年次の株主イベント開催。
- ・ 米連邦公開市場委員会（FOMC）が政策金利を発表。フェデラルファンド（FF）金利先物は、2〜2.25%〜25ベーシスポイント（bp）の利下げを25%の確率で織り込んでいる。

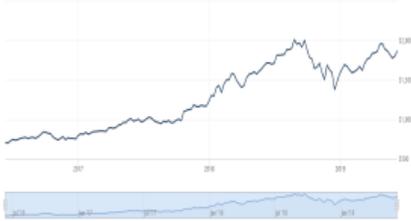
6月20日（木）

- ・ カナダの医療用大麻製造会社キャノピー・グロース（CGC）、外食チェーン大手ダーデン・レストランツ（DRI）、スーパーマーケットチェーン大手クローガー（KR）、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）が四半期決算発表。
- ・ イングランド銀行（英中央銀行）と日銀が政策金利を発表。政策金利は、それぞれ0.75%とマイナス0.1%で据え置かれる見込み。
- ・ コンファレンス・ボードが5月の景気先行指数を発表。4月と同水準の112となる見込み。
- ・ 新規失業保険申請件数（6月15日までの週）発表。前週までの4週移動平均は21万7750件。
- ・ ビジネス用チャット「Slack」（スラック）を運営するスラック・テクノロジーズが、新規株式公開（IPO）でニューヨーク市場に上場となる見込み。ティッカーはWORKとなる予定。未公開市場での、今年前半の取引価格に基づく、時価総額はおよそ180億ドル。
- ・ 医薬品大手のメルク（MRK）、食肉加工業者タイソン・フーズ（TSN）が投資家イベント開催。
- ・ ゲームソフト会社のアクティビジョン・ブリザード（ATVI）、航空大手デルタ航空（DAL）が年次株主総会開催。

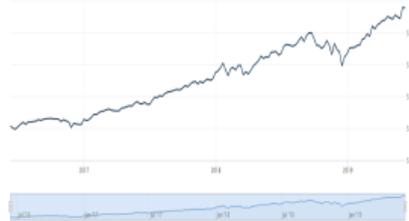
6月21日（金）

- ・ 中古車販売大手カーマックス（KMX）が四半期決算発表。
- ・ 金融持ち株会社のレイモンド・ジェームズ・ファイナンシャル（RJF）が、アナリストと投資家向けのイベント開催。
- ・ 全米住宅建設業協会（NAHB）が5月の中古住宅販売戸数を発表。コンセンサスは、季節調整済み年率換算で530万戸を予想（4月は520万戸）。
- ・ 6月のマークイット製造業景況指数（マークイット製造業 PMI）発表。エコノミストは5月と同程度の51.1を予想。

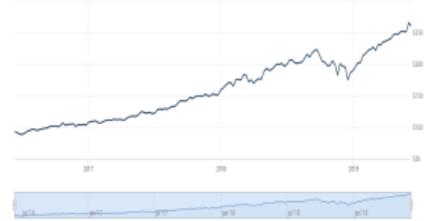
Amazon.com Inc. (AMZN)



Visa Inc. Cl A (V)



Mastercard Inc. (MA)



チャートは3年

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

## 2019年 特集記事年間予定表

## Special News Reports

### January

7 Fund Quarterly  
14 ETF Feature  
14 Barron's Roundtable Pt. I  
21 Barron's Roundtable Pt. II

### February

4 ETF Feature  
11 Top 100 Sustainable Companies  
25 Best Online Brokers

### March

4 ETF Feature  
11 Top 1,200 Advisors  
11 Best Fund Families  
18 Roundtable Energy  
25 Retirement Quarterly  
25 Penta

### April

1 ETF Feature  
8 Fund Quarterly  
15 Big Money Poll  
22 Top 100 Financial Advisors  
29 Best Performing Hedge Funds

### May

6 ETF Feature  
6 Roundtable: Biotech Investing  
13 Income Investing  
20 Technology  
27 Top CEOs

### June

3 ETF Feature  
3 Retirement Quarterly  
10 Top 100 Women Financial Advisors  
17 Penta  
24 Sustainable Investing

### July

1 ETF Feature  
8 Fund Quarterly  
15 Midyear Barron's Roundtable  
22 Top Annuities  
29 Ranking Robo Advisors

### August

5 ETF Feature  
19 Technology

### September

2 ETF Feature  
9 Retirement Quarterly  
16 Top Independent Financial Advisors  
23 Penta

### October

7 Fund Quarterly  
14 ETF Feature  
21 Big Money Poll

### November

4 ETF Feature  
11 Technology

### December

2 ETF Feature  
9 Retirement Quarterly  
9 Penta  
16 Outlook: Where to Invest in 2020



**THIS WEEK'S MAGAZINE**

BARRON'S COVER

**1. The World's Best CEOs of 2019**

Business leaders have faced some awkward surprises: tariffs, interest rates, e-commerce disruption, regulatory scrutiny. The 30 CEOs on this year's list have handled these challenges with great success.

COMPANIES

**AMD's Lisa Su and the Change Agents**

AMD CEO Lisa Su led a stunning turnaround at the semiconductor company, which is now giving Intel a run for its money in all areas of the chip business.

COMPANIES

**BofA's Brian Moynihan and the Growth Leaders**

Under his leadership, the big bank has posted record profits and overcome the ugly legacy of its financial crisis-era missteps

COMPANIES

**Blackstone's Stephen Schwarzman and the Visionary Founders**

With patience and skill, Blackstone Group CEO Stephen Schwarzman helped build an alternative-investment powerhouse that soon will be available to a much larger universe of investors.

FEATURE

**2. The United Technologies Merger With Raytheon Isn't Great for Shareholders. But Both Stocks Are Cheap.**

United Technologies' push to simplify is being aborted, and Raytheon isn't getting a premium. But both stocks trade at a discount to peers.

FEATURE

**3. Drug-Distributor Stocks Have Been Battered. Now They Look Like Bargains.**

Weak prices for generics, potential opioid liability, and rumbles of change coming from Washington pose challenges. But the market reaction has been overdone.

FEATURE

**4. Slack Is Taking Its Disruptive Act to Wall Street**

Slack is hoping to replace email and, so far, it's succeeding. But private-market investors have already bid up the stock, which limits upside for new investors.

THE TRADER

**5. The Dow Gains Again as a Decision Looms for the Federal Reserve**

Bad news poured down this past week, yet the market kept on dancing in the rain.

TRADER EXTRA

**5. Materials Stocks Make Their Move**

The S&P 500 Materials Sector Index has returned 10% in June, more than double the S&P 500's 4.7%. Are more gains ahead?

INTERVIEW

**6. The New World Order Will Have China on Top**

By weaponizing the dollar, the U.S. has opened the door to a reversal in the global power structure, argues Louis-Vincent Gave, a founder of GaveKal Research. What the consequences will be.

OTHER VOICES

**When Management Is in Over Its Head**

Four indicators that investors can use to gauge a company's response to crisis—or ignore at their peril

EMERGING MARKETS

**Vietnam May Be Booming, but It Remains a Frontier Market**

The fuel for this Southeast Asian country is its export economy and young workforce. But while it may steal some production from China in a trade war, a faltering global economy will hurt. And stocks are pricey.

TRADER EXTRA

**Grubhub Gets Needed Boost From Amazon Exit**

Grubhub's stock, well off 2018 highs, popped on the news that Amazon was exiting the food-delivery business. Can it continue to rise?

INTERNATIONAL TRADER - EUROPE

**How Renault Got Run Over by a Shareholder Called the French Government**

The proposed tie-up between the French car maker and Fiat Chrysler had been discussed for weeks. Its collapse stemmed from the government's reversion to its old habit of political posturing.

PROFILE

**A Stock Fund Challenges the Definition of Growth. It's Paying Off.**

Elisa Mazon, who co-manages the \$1.6 billion ClearBridge International Growth fund, isn't afraid to take a broad definition of growth to find the best opportunities.

UP AND DOWN WALL STREET

**7. The Rate Cut the Economy Doesn't Need — but the Markets Do**

TECHNOLOGY TRADER

**8. A Sudden IPO Revival Brings Memories of 1999**

FUNDS

**The Best ETFs for a Choppy Market**

STREETWISE

**9. Streetwise: Amazon, Grubhub, and the Turf War Over My Meatball Hero**

THE ECONOMY

**The Fed May Have Shrunk Its Balance Sheet Too Quickly**

INCOME INVESTING

**Big Banks Are Expected to Offer Up Higher Dividends**

COMMODITIES CORNER

**Floods May Create a Corn Shortage. But Higher Prices Pose New Problems for Farmers.**

FUNDS

**Quant Funds Are Sticking With Cheap Stocks — and They're Losing Big**

STRIKING PRICE

**How to Boost Returns on Idle Cash**

RESEARCH REPORTS

**H&R Block Gains From Its DIY Customer Base**

MARKET WATCH

**Sorting Out Tough-to-Read Signals**

PREVIEW

**10. Amazon's 1-Day Delivery Puts Rivals in a Box on Fraud**

REVIEW

**Food Fight! Walmart, Costco, Amazon, and Kroger Are Duking It Out in the Aisles.**

『バロonz拾い読み』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

監修

時事通信社

編集人

川田 重信 (かわた しげのぶ)

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

バロonz拾い読み 主要作成者の略歴 (五十音順)

内田 薫 (うちだ かおる)

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

西田 万里子 (にしだ まりこ)

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

西村 嘉洋 (にしむら よしひろ)

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

『バロonz拾い読み』 (2019年6月17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](mailto:info@exetrust.co.jp)

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