

Dow Jones Weekly Newsletter

バロonz 拾い読み
& ダウ・ジョーンズ ニュース

DOW JONES

THIS WEEK'S MAGAZINE Week of September 16

1. **Tapestry Could See A Turnaround** 巻き返しに期待→ P.2 【タペストリー】
復活のカギはケイト・スペードの業績回復
2. **The Trader** 株式市場の変調は景気後退の先駆けなのか→ P.4 【米国株式市場】
表向き平穏な市場に現れた心配の種
3. **Barron's Top 100 Independent Advisors** アドバイザーの戦略→ P.6 【アドバイザー】
本誌アドバイザーランキング上位に入った3人へのインタビュー
4. **RIA Farms Say Bigger is Better** 有力投資顧問業者に聞く→ P.9 【投資顧問業】
投資アドバイザー、大きいことは良いことか？
5. **Are RIA Firms Growing Too Fast?** 成長が早過ぎる？→ P.11 【投資顧問業界の近況】
急速な成長と統合が進む登録投資顧問業界の動向
6. **Apple's TV Service Could Be a Flop** アップルのサービス事業の行方→ P.19 【ハイテク】
Apple TV+の月額4.99ドルは実は割高、オリジナルコンテンツ拡充が鬼門に
7. **China and the U.S. Face Similar Pressures** 米中貿易摩擦は解消するか→ P.20 【インタビュー】
中国と米国はともに貿易摩擦を解消すべき類似の圧力に直面
8. **Up and Down Wall Street** 中央銀行は経済への影響力を失ったのか→ P.23 【コラム】
財政政策の出番 バリューストックの復活
9. **Value Finally Replaces Growth** バリューストックがモメンタム株のお株を奪う→ P.25 【株式市場展望】
バリューストックは輝きを維持できるか 新たなフリーミアムを展開するアップル
10. **Preview** 今週の予定→ P.27 【経済関連スケジュール】
ソフトウェア関連銘柄が苦戦する中、アドビは決算発表を迎える

※ 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. Tapestry Could See A Turnaround 巻き返しに期待 復活のカギはケイト・スペードの業績回復

【タペストリー】

■ 投資家の信頼失うタペストリー

ファッションの愛好家は、ケイト・スペードのブランドが流行遅れになったかどうかを議論できるが、親会社のタペストリー (TPR) がそうなったことに疑いの余地はない。

小売株が荒れた年とはいえ、コーチ、ケイト・スペード、スチュアート・ワイツマンといったブランドを保有する持ち株会社のタペストリーは、ハズレ株として際立っている。同社の株価は 2019 年に 25%下落し、最近では 25.5 ドルとなっている。



この数週間は特に悲惨で、2020 年度の利益が従来予想の 2 桁成長ではなく横ばいになると述べた結果、株価は 8 月 15 日に 22%下落し、今月には、取締役会は最高経営責任者 (CEO) をビクター・ルイス氏から会長のジデ・ザイトリン氏に交代させた。今後 4 四半期の予想 1 株当たり利益 (EPS) に対する株価収益率 (PER) は 10 倍弱で、投資家の信頼を失っている。

■ 好調なキャッシュフローとコーチが業績をけん引

この軟調さは、これまでファッションのメーカーやブランドを率いたことのないザイトリン氏にとって、また投資家にとってもチャンスだ。配当利回りは約 5.3%で、同社の純負債はわずか 3 億 6900 万ドルだ。

ケイト・スペードのファッションセンスを批判するのが正しいとしても、投資家は同社のキャッシュフローに注目すべきだ。特に際立つのは、売り上げの 71%を占めるコーチだ。7 四半期連続で既存店売上高が増加し、親会社にとって安定した資金源となっており、株主にも確実な利益をもたらしている。

同社のキャッシュフローは過去 6 年間に 8 億~10 億ドルの間で推移し、売上高は昨年に 60 億ドルまで増加したが、EPS は 2%減の 2.55 ドルとなった。ウェルズ・ファーゴのアイク・ボルチャウ氏は、EPS が 2.9

ドルに達する来年には完全に回復すると予想し、10 倍から 11 倍という控えめな PER でも株価は 30 ドルに達する可能性があるという。

Tapestry

Daily close on Sept. 13 (TPR / NYSE)



Source: FactSet

タペストリーは今年、時価総額の約 4%に当たる 3 億ドルの自社株を買い戻す計画だ。「当社には、コーチ・ブランドの成長路線をさらに伸ばしていく方策を検討し続けると同時に、ケイト・スペードとスチュアート・ワイツマンの業績を上げるという選択肢がある。これに配当金を加えれば、非常に魅力的なリターンになる」とザイトリン氏は付け加えている。

ザイトリン氏はファッション業界の経営者としては異色の経歴を持ち、以前はゴールドマン・サックスでパートナーとしてコーチの担当を何年も務めていた。同氏は 2006 年にコーチの取締役会に加わり、2014 年から会長を務める一方、運用会社のアフィリエイテッド・マネージャーズ・グループの取締役も務め、投資家としての目線も持っている。

コーチは 76 年間ほぼ単独で成長した後、持ち株会社方式に移行した。靴メーカーのスチュアート・ワイツマンと女性向けファッション会社のケイト・スペードを買収した後、2017 年に社名を変更した。

■ ケイト・スペードの復活がカギを握る

三つのブランドには幾つかの共通点がある。コーチは、デザイン性に優れたハンドバッグなどのアクセサリーを販売し、ケイト・スペードは価格的には同様な「自分へ

のご褒美」的な買い物向けのカテゴリーに入るが、より独創的なスタイルを求める若い顧客層を対象としている。昨年亡くなった創設者のケイト・スペードは、1999 年に同社の株式の過半数を売却し、後にデザインスタジオから離れたが、ブランドは他のデザイナーの下で生き続けている。エイ・ライン・パートナーズの小売りセクターアナリスト兼コンサルタントのガブリエラ・サンタニエッロ氏によると、三つのブランドの中で最も小さいスチュアート・ワイツマンが、コーチに欠けていた靴製品販売のノウハウを与えたという。

しかし、同社の直近の四半期で、持ち株会社戦略に限界があることが明らかになった。特にブランドの一つの売れ行きが芳しくない場合である。ジェフリーズのランダル・コニク氏は「ケイト・スペードが大問題だ」と最近述べており、同社は北米市場の低迷の影響で既存店売上高が 6%減少した。

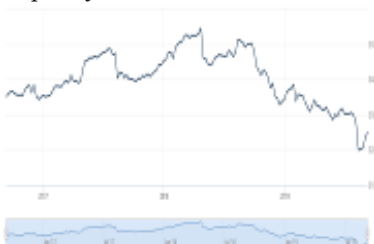
サンタニエッロ氏によれば、問題の一つはタペストリーがケイト・スペードを「コーチ化」して、非常にカラフルで風変わりな魅力的だったケイト・スペードの DNA がなくなりつつある」点だという。

ケイト・スペードの復活プランには、その奇抜さを取り戻すことも含まれているが、当初の計画ではさほど重視していなかったことをザイトリン氏は認める。同社は今後も積極的な海外展開を続け、ケイト・スペードやスチュアート・ワイツマンの店舗を新たに中国やその他のアジア諸国に展開していく。ケイト・スペードの米国以外の店舗数は、前期末時点で一年前に比べて 52 店舗増加し、これにより米国以外の店舗面積は 56%拡大した。コーチの中国での成功によって、ケイト・スペードは好調なスタートを切ったといえる。

ケイト・スペードが足を引っ張る中、タペストリーを見限ったアナリストもいるが、バーンスタインのジェイミー・メリマン氏は、「まだ諦めて投資判断を引き下げるべきではない。コーチ自体は決して壊れていないし市場シェアも取っている」と顧客向けのレポートで述べている。

メリマン氏は、株価は 31 ドルに達する可能性もあると考えており、これは 25%のリターンを意味する。タペストリーの業績回復に賭けるのはお買い得かもしれない。

Tapestry Inc. (TPR)



チャートは 3 年

Out of Style

Retail stocks have lagged the broader market, though some brands have struggled more than others.

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (bil)	YTP Performance	Forward P/E	Dividend Yield
Tapestry / TPR	\$25.48	\$7.3	-25.0%	9.8	5.3%
Capri Holdings / CPRI	32.62	4.9	-14.0	6.4	N/A
PVH / PVH	91.87	6.7	-1.2	9.4	0.2
Vera Bradley / VRA	10.02	0.4	17.0	10.1	N/A
Ralph Lauren / RL	103.30	7.8	-0.2	12.8	2.7

N/A=Not Applicable
Source: FactSet

By AVI SALZMAN
(Source: Dow Jones)

2. The Trader 株式市場の変調は景気後退の先駆けなのか 表向き平穏な市場に現れた心配の種

【米国株式市場】

■ 敗者が勝者に転じた週

先週の株式市場は、わずかな上昇にとどまったものの、比較的穏やかだったように見えた。ダウ工業株 30 種平均 (NY ダウ) は 1.6% 上昇して 2 万 7219 ドル 52 セントとなり、S&P500 指数は 1% 上昇して 3007.39 に達した。ナスダック総合指数は 0.9% 上昇して 8176.71 となった。

しかし、これらの数字は重要な点を完全に見逃している。先週は、それまで機能していたあらゆることが機能しなくなり、敗者が突然勝者に転じた週だった。最近の傾向が今後も続くことに賭けていた人々は哀れだ。



市場で最も割安なバリュー株は、2018 年の年初以来、グロース株を 14% ポイント、アンダーパフォームしていたが、先週はバリュー株が 2.4% 上昇した一方、グロース株は 0.5% 下落した。また、苦戦していた小型株ベンチマークのラッセル 2000 指数は 4.9% 上昇した。

上場投資信託 (ETF) の i シェアーズ MSCI 米国モメンタム (MTUM) は、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) やクレジットカード大手のマスターカード (MA) といった最高のパフォーマンスを上げていた銘柄を保有している。同 ETF は年初来 9 月 6 日までに 23% 上昇したものの、先週 2.3% 下落した。

ウェルズ・ファーゴ・セキュリティーズで株式・クオンツ戦略の責任者を務めるクリス・ハーベイ氏は、勢いのあった銘柄の急な失速は、さほど驚くようなことではないと述べる。「モメンタムは『エスカレーターで昇り、エレベーターで降りてくる』のが普通だ。われわれは、モメンタム投資には投資の悪魔との取引が必要だと考えている。通常、ポートフォリオマネジャーはしばらくの間は高頻度で勝ち続けるが、負けたときの痛手も大きい」と同氏は書いている。

しかし、これは単なるモメンタムの逆転ではないかもしれない。ルーソルド・グループで最高投資責任者 (CIO) を務めるダグ・ラムジー氏は、8 月 29 日に MSCI 米国モメンタム指数が MSCI 米国バリュー指数に対して過去最高水準に達し、その後下落していることに着目している。ラムジー氏によると、この比率はハイテクバブルの頂点にあった 2000 年 3 月にも、S&P500 指数と同様にピークに達した。そのピークは、モメンタム銘柄からバリュー銘柄への移行を促し、最終的に景気後退の引き金の一つとなった。

「このサイクルでは、株式市場の底堅さが、差し迫った景気後退の予測を思いとどまらせる主な要因となる。しかし、2000～2001 年の経験は、株式市場の変調が景気後退にかなり先行して起こる場合があることを思い出させてくれる」とラムジー氏は書いている。

■ 悲観論のまん延する市場

もちろん、ハイテクバブル時代と現在には大きな違いがある。その一つは、当時の楽観論と比較した今日の悲観論の量の多さだ。また、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズでチーフ投資ストラテジストを務めるマイケル・アローン氏が指摘するように、現在の資本コストは 2000 年当時よりもはるかに低くなっている。この事実は、利益を出していない成長企業が今日の投資家に魅力的に映る上に、実質金利がゼロ近辺にある限り、バリュー株がアンダーパフォームし続ける理由になると同氏は説明する。

米連邦準備制度理事会（FRB）が 9 月 18 日に再び利下げを予定していることを考えると、この状況は当面変わらなそうだ。「2000 年との比較は適切ではない。資本コストがゼロの環境では、赤字企業も驚くような規模に成長する可能性がある」とアローン氏は述べる。

そのような企業の膨大な数は、今後の問題につながる可能性がある。ラザード・アセット・マネジメントでポートフォリオマネジャーを務めるジェイソン・ウィリアムズ氏によると、S&P グローバル・ブロード・マーケット指数を構成する企業のうち、売上高成長の最も速い企業の 15% 近くが損失を出しており、新規株式公開（IPO）をする企業の 8 割以上が利益を出していない。この割合はハイテクバブルのピーク時に等しい。

このことは、市場がピークに達したことを意味するわけではないが、心配の種ではあるとウィリアムズ氏は述べる。

■ ユナイテッド航空は踏み上げで上昇する可能性
うまくいっていた賭けが負けに転じるのはつらい体験だが、その賭けが空売りであればなおさらだ。

株価の下落に賭ける空売りは、うまくいけば見事だが、裏目に出ると恐ろしいことになる。空売りをした人々が同時に株式を買い戻そうとする、古典的な踏み上げの局面では特にそうだ。それはファンダメンタルズが示唆する以上の株価の急騰につながることもある。投資家が保有する株式の価値はゼロまでしか落ちないが、理論上、空売りの損失は潜在的に無限だ。

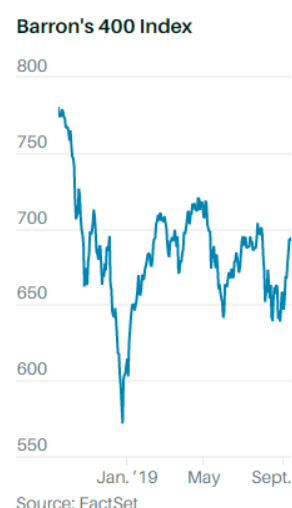
このことを取り上げるのは、多くの良さそうに見えた空売りポジションが急に魅力を失っているためだ。先週の市場で人気の高かった幾つかのテーマが反転し、最大の敗者の多くが大きな勝者に転じた。その多くは空売りの対象としても人気があった。消費財大手のニューウェル・ブランズ（NWL）は、浮動株の 10.5% が空売りされていたが、株価が年初から 7.2% 下落した後、先週 7.1% 上昇した。

JP モルガンでストラテジストを務めるショーン・クイッグ氏は、既に幾つか大きな動きがあったものの、空売り投資家が損失拡大を抑えるために借りた株を買い戻そうとするなら、動きはさらに大きくなる可能性がある」と書いている。同氏は踏み上げの可能性に投資するため、航空大手のユナイテッド・コンチネンタル・ホールディングス（UAL）、通信サービスのセンチュリーリンク（CTL）、およびニューウェル・ブランズのコールオプションを購入することを勧めている。



投資家が石油価格の上昇や成長鈍化の可能性を取り沙汰する中、ユナイテッドの株価は過去 1 年間一定のレンジ内で推移してきた。最近では、ユナイテッドはボーイング（BA）の 737MAX 機の運航停止と、運航が再開された場合の供給過剰をめぐる懸念の影響を受けている。

バーンスタインでアナリストを務めるデビッド・バーノ



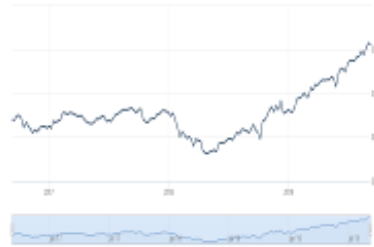
ン氏は、市場が 737MAX 機についてネガティブに考え過ぎており、運航機の「プレミアムプラス」席の継続的な拡大、クレジットカードの経済性向上、同社の春の投資家向けイベントなど、ユナイテッド株の上昇につながる要素を見逃していると主張する。

それ以上に、ユナイテッド株は単純に安過ぎる、とバーノン氏は指摘する。同社の株価は先週 5.9% 上昇して 91.35 ドルに達し、時価総額は約 236 億ドルとなっているが、同社の純負債を差し引いた資産には 257 億ドルの価値がある。航空大手 4 社の中で最も割安となる計算だ。「ユナイテッドは、業界トップクラスのリターンを生み出す能力が向上していることから、過度に割安な航空会社として際立っている」とバーノン氏は書いている。同氏のユナイテッドの目標株価は 107 ドルで、これは 17% の上昇を意味している。

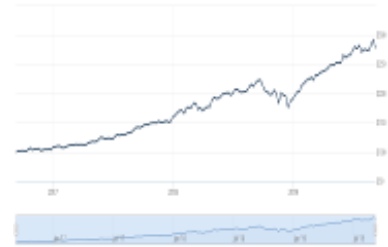
iShares Edge MSCI USA Momentum Factor ETF (MTUM)



Procter & Gamble Co. (PG)



Mastercard Inc. (MA)



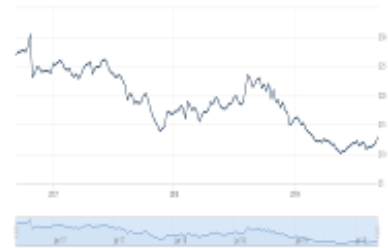
Newell Brands Inc. (NWL)



United Airlines Holdings Inc. (UAL)



CenturyLink Inc. (CTL)



Boeing Co. (BA)



チャートは 3 年

By BEN LEVISOHN
(Source: Dow Jones)

3. Barron's Top 100 Independent Advisors アドバイザーの戦略 本誌アドバイザーランキング上位に入った 3 人へのインタビュー

【アドバイザー】

■ 本誌ランキングの上位 100 位に入ったアドバイザー

本誌の登録投資顧問 (RIA) ランキングで今年の上位 50 位以内に入った助言業者のうち、3 人にインタビューを実施した。

■ スコット・ハンソン氏 (34 位、オールワース・ファイナンシャル)

スコット・ハンソン氏は、運用資産額 45 億ドルのオールワース・ファイナンシャルの共同創業者でシニアパートナーだが、ライフコーチ (人生に関するアドバイザー) のように見えることがある。同氏によれば、多くの人にとって退職の大きな問題は、貯蓄が不十分なことで投資に失敗することでもなく、人生の目標を定めておらず、自信がなく不幸を感じていることだ。

本誌：なぜ財務面以外の目標にこだわるのか？

ハンソン氏：人生で重要なのは人間関係と（生きる）意味だ。職場を離れると、人間関係や目的意識を失うリスクにさらされる。退職する年齢になって、多くの人が苦しむ。

Q：投資アドバイザーとして、どのように助けとなるのか？

A：お金は手段にすぎないということを教える。お金は自分にとって重要なことを達成するのに役立つ。しかし、何が重要であるかが明確になっていない人もいます。



Q：貴社の戦略は？

A：当社は投資コストの削減に重点を置いているが、ただの投資の助言会社ではなく、全体的なファイナンシャルプランニングと退職に関する指針を提供している。料金が特に安いというわけではない。コストだけが重要ならば、ネット証券の口座を開設すればよい。当社の目標は、豊かで有意義な人生を送る助けとなることだ。

Q：投資手法は？

A：マーケットタイミング戦略は使わない。市場の行方を読み誤ると悲惨な結果になる可能性がある。

Q：典型的な顧客は？

A：中流階級の富裕層に重点を置いている。顧客の過半数は資産額が 50 万～100 万ドルだ。ほとんどの顧客は、資産を増やすことよりも破たんしないことを気に掛けている。

Q：貴社は最近、確定申告サービス会社などの企業を買収したが？

A：当社のアドバイザーと直接協力する公認会計士を求めている。税金は資産を大幅に減らす可能性がある。税金に注意すれば、（利益に対する）税率は 35% から 15% へと変わり得る。

■ サラット・セティ氏（28 位、ダグラス・C・レーン・アンド・アソシエイツ）

ダグラス・C・レーン・アンド・アソシエイツのマネジングディレクター兼ポートフォリオマネジャーであるサラット・セティ氏は、慣習ではなく、自身の信念に従って進む企業を先導できることに誇りを持っている。同社は 1994 年創業で、現在の従業員は 35 人、運用資産額は 60 億ドルである。

本誌：貴社が抜き出している理由は？

セティ氏：当社は個別銘柄の選択を基礎としており、独自リサーチを実施している。マーケットタイミング戦略や戦術的投資は行わず、ファンドも一切利用しない。当社は顧客ごとに 60～70 銘柄からなる株式ポートフォリオを構築している。私個人も株式の売買を行う。全ての投資家にとって、自分が保有している株式について把握し、投資責任を負うアドバイザーと話せるようにすることは重要だ。



Q：どのように銘柄選択を始めるのか？

A：リサーチによって投資分野を決めた後、セクターへのエクスポージャーについて検討する。当社のカスタマイズされたポートフォリオは、税効率が極めて高い。ファンドの売買回転率はわずか 15～20% で、個別銘柄の利益と損失を相殺することにより、課税対象の利益を最小化している。

Q：市場サイクルと世界的な景気減速の兆しを踏まえ、リスクエクスポージャーを変更したか？

A：世界景気が減速する中で、経済は持ちこたえている。ほ

ば全ての国で利下げが行われ、景気を刺激しようとしている。そのため、当社はリスク管理に留意している。顧客の株式投資割合が目標値の上限にある場合、これを引き下げることがある。

Q：どこに投資機会があると考えているか？

A：債務に過剰に依存していない企業に注目している。現在は借り入れが容易な環境にあるが、こうした環境に影響が生じた場合、問題が起きる可能性がある。バランスシートを精査して、キャッシュフローが良好で与信規制に耐えられる企業を探す。

金融サービスセクターには投資機会がある。当社の保有銘柄は、バランスシートを整理して十分な資本を備えており、景気低迷に対して以前よりも持ちこたえることができるとみられる。さらに、規制緩和によって配当や自社株買いを増やせるようになりつつある。資産運用会社ブラックストーン・グループ (BX) は配当利回りが 4.25%で、経営陣が非常に優れており、長期にわたって底堅い手数料関連の利益が得られる。JP モルガン・チェース (JPM) は、現在の配当利回りが 3.33%で、自社の事業に再投資を行っている。

当社はこうした企業を通じて海外へのエクスポージャーを取っている。これらの企業は、海外における最高の投資機会を判断することができる。当社はこれらの企業の経営陣に投資している。原油価格が下落しているため、石油・ガスセクターにも幾つか興味深い投資機会があるかもしれない。エネルギーセクターは昨年 18%下落しており、今年は 2%しか上昇していない。過小評価されているが、関税の逆風があるため、当社は慎重な立場を取っている。

■ リゼット・クーパー氏 (50 位、アテナ・キャピタル・アドバイザーズ)

運用資産額 58 億ドルのアテナ・キャピタル・アドバイザーズを率いるリゼット・クーパー氏は、大学時代は地球化学を専攻していた。同氏は博士号を取得したが、孤独で静かな研究室は自分に合わないと考えた。そこでハーバード大学ケネディ行政大学院の授業を履修し、最終的にメリル・リンチのトレーダーとなった。その後、MSCI バースでの投資戦略の構築を経て、1993 年にアテナを設立した。

本誌：RIA 業界は競争が激しい。大手の銀行や証券会社がアドバイザリーサービスを打ち出す一方、スタートアップ企業が割安な投資サービスを提供している。貴社はどのように対応しているか？

クーパー氏：アドバイザーは、自らに付加価値があることを示すよう迫られている。多くの個人投資家がパッシブ運用を選ぶのは、アクティブ運用マネジャーが手数料を上回る価値を生み出すのに苦労しているからだ。当社はまず、タックス・マネージド型の米国大型株ファンドなど、割安で税効率が高い投資対象から始めて、少数の銘柄に集中投資しているアクティブ運用マネジャーでこれを補っている。

Q：最近の経済をめぐる懸念に対応して、戦術的な投資の変更を行ったか？

A：一部の株式資産をクオリティ運用マネジャーへと移した。すなわち、良好な立場にあり、債務が少なく、配当を増加させており、株価が妥当な水準の企業に投資しているマネジャーだ。こうしたマネジャーは、ボラティリティが高い環境での運用成績が良い。しかし、当社は長期投資家なので、資産配分を守っている。

昨年末の株価下落以降、顧客は非常に神経質になっている。投資家がリスクを取り除きたいと考える場合、当社は少しだけ取り除く。ボラティリティが上昇した時に全てを売却すれば大きな打撃を受ける。当社の仕事の一部は、投資家が今まで通りを維持できるようにすることだ。

Q：債券とオルタナティブ投資については？

A：債券エクスポージャーをクオリティの高い銘柄へと移した。現在、ハイイールド債は保有していない。また、債券や株式との相関が可能な限り小さくなるように、ヘッジファンドへの資産配分を徐々に調整している。



Q：貴社はどのような事態に備えているのか？

A：次なる大恐慌の危機にあるとは考えていない。いずれ景気後退に陥るかもしれないが、現在の問題は逆風だ。米中貿易戦争は氷山の一角で、われわれは経済冷戦に突入しつつある。中国が経済的な圧力にさらされる限り、中国以外の世界にとっても逆風となる。これは成長の減速を意味する。

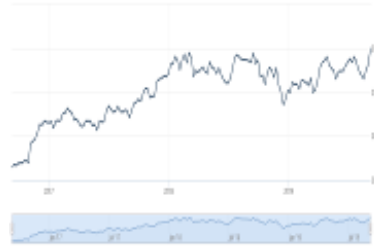
Q：貴社は当初、法人向けの企業だった。最初の節目の一つは個人投資家市場へのシフトだったが、どのように適応したのか？

A：変わった点は二つだった。一つは、個人顧客への対応は、顧客との関係に基づく部分が大きいという点である。もう一つは、税金が大きな要素になるという点だ。当社の業務は、単に最高の投資先を探すのではなく、税金からアルファ（超過リターン）を生み出す方法を見つけることとなった。現在の顧客は企業の創業者や多世代家族で、顧客の 90%が家族、10%が企業である。

Blackstone Group Inc. (BX)



JPMorgan Chase & Co. (JPM)



チャートは 3 年

By KAREN HUBE
(Source: Dow Jones)

4. RIA Farms Say Bigger is Better 有力投資顧問業者に聞く 投資アドバイザー、大きいことは良いことか？

【投資顧問業】

■ 業界統合は投資家にどんな意味を持つか

統合でにぎわう独立系アドバイザー業界に、登録投資顧問業者（RIA）という新しいカテゴリーが生まれ、急速に成長しつつある。本誌は、独立系ファイナンシャルアドバイザーランキングで上位 100 位以内に入ったことのある、業界で影響力のある経営幹部に、業界の統合が普通の投資家にとってどのような意味を持つかを聞いた。



■ クラーク・レモンズ氏：ウォーターオーク・アドバイザーズ

独立系アドバイザー企業の急成長はイノベーションを促し、全体的なコスト削減とダイナミックな税務管理を伴う、カスタマイズされたポートフォリオの時代になった。資産配分に上場投資信託（ETF）やミューチュアルファンドをシンプルに使うだけの時代は終わった。高度な技術と洗練されたプロフェッショナル集団によって、一流のアドバイザー企業は、数百の個別証券を含む完全にカスタマイズされたポートフォリオを管理することができる。この戦略は、以前だったら、最大規模の顧客向けだけに用意されていたものだ。



直接投資によって、アドバイザーは単なるポートフォリオマネージャーから、ファイナンシャル・エンジニアとなり、継続的に価値を付加することができるようになった。われわれは今まで以上に、クライアントが何を手元に持っているか（税引後収益）と、全体的なアドバイス・コスト（直接投資で下げた）に注目するようになってきた。20 年以上前に会社を設立して以来、投資の三つの側面、つまり税金、コスト、そして実現をコントロールできることを学んできた。

■ マイケル・ヨシカミ氏：デスティネーション・ウェルス・マネジメント

RIA 業界の進化の背景にある理由は非常に単純で、現状は十分でなく、顧客は支払う料金に見合うよう、より多くを期待しているということだ。企業が長期的に成功するためには、技術、研究能力、きめ細かな顧客サービス、包括的な財務計画といった分野に投資する必要がある。透明性とコミュニケーションに対するコミットメントは特に重要になってきた。顧客に投資戦略や投資計画について情報を提供することも不可欠である。顧客のさまざまなプランニングについて助言や支援を提供することにもコミットしなければならない。詳細なプランニング・アドバイスと投資推奨を統合することは、ほとんどの場合に最適なソリューションといえる。顧客はこの事実を認識し、アドバイザー企業に総合的なソリューション・パッケージを期待している。あまりにも長い間、企業は代わり映えのない基本サービスを提供してきたが、もはやそれだけでは十分ではない。期待を超えること、それがアドバイザー業務におけるニュー・ノーマルなのだ。



■ ジェフリー・コリン氏：ベーカー・ストリート・アドバイザーズ

業界の統合は、独立系アドバイザー企業がより優れた投資ソリューション、サービス、または価格を提供する場合、あるいはこれら三つを理想的には全て提供できる場合にのみ意味がある。独立系というだけでは良くならない。ベーカー・ストリートでは、強みである独立性を利用して「賢い買い物客」モデルを採用している。当社は投資商品を組成していないため、顧客の購買力を総合してわれわれの力とすることができる。その資産は現在 90 億ドルを超えており、保険、住宅ローン、法律サービス、さらには自動車購入においてすら、可能な限り有利な手数料を交渉できる。コストが重要であることは分かっているが、どこに付加価値があるのかについて、顧客に対して当社は透明性が高い。独立性とは偏りのない考え方を意味する。投資哲学、個人的な相性、そして手数料が適正かどうか、慎重に見極めてほしい。競争が激しくなればなるほど、選択の幅も広がるはずだ。そしてそのことは、全ての顧客にとって重要であるとわれわれは考えている。



■ ジョシュア・グロス氏：ミル・クリーク・キャピタル・アドバイザーズ

RIA の台頭は、顧客にとっては選択の幅を広げ、企業にとっては差別化に向けた課題を生み出してきた。RIA 企業間の競争は激しく、顧客は手数料圧縮とサービス選択の増加から恩恵を受けている。RIA は、不動産や税金のプランニング、決算業務の集計、サイバーセキュリティ、世代間教育などのサービスも提供するようになっている。業界で先端を行く RIA は、研究、社内文化、技術にも多額の投資を行っている。RIA の急増により、顧客にとっては、選択肢が増えたとし、コストは良くなり続けている。最後に言っておきたいのは、RIA は被信託者として、顧客との関係で起こり得る利益相反を全て排除する必要がある。顧客は、個々に応じたサービスや信頼を優先するアドバイザー会社と付き合うことを望んでいる。



■ グレグ・ミラー氏：ウェルズリー・アセット・マネジメント

独立系アドバイザー企業は成長するにつれ、投資家に対して、個々の投資選好やリスク許容度に最も適した多様なオプションを提供できるようになる。例えば、当社の転換社債投資戦略は、ラップ口座、ミューチュアルファンド、およびプライベートファンドを提供し、元本を保護しながら富を増やすことを目指す個人やアドバイザーに提供される。この戦略は、他の多くのミューチュアルファンドや戦略と同様に、RIA によって提供されている。しかし、これを提供する非独立系



大企業は多くない。独立系アドバイザリー企業は、ニッチ市場に焦点を絞ることで、顧客の目的に合わせてカスタマイズしたソリューションを提供し、顧客の長期的な目標の達成につなげることができる。RIA 企業が急速に発展し成長しているこの時期、最高レベルの顧客サービスを維持することは、常にアドバイザーの最優先事項である。

■ テッド・ニールド氏：グレシャム・パートナーズ

独立系アドバイザリー会社の台頭は、資産運用業界にとって、そしてそれは最も重要なことだが顧客にとって好ましい展開である。新聞の見出しが騒ぐのは、利益相反に根差したスキャンダルや、ブローカー・ディーラーや銀行の資産運用プラットフォームを悩ませ、業界に対する顧客の信頼を損なう低パフォーマンスが原因だ。ありがたいことに、顧客は、利益相反を回避し自社利益を顧客利益と整合させる独立系アドバイザリー企業と協働する利点を理解し評価し始めている。このビジネスモデルは、手っ取り早い成長や富をもたらすものではないかもしれないが、われわれのような企業が、顧客の目標に沿った複数世代にわたる時間軸で成長することを可能にしていると考えている。



■ ロジャー・ウェード氏：GW & ウェード

進化と成長のトレンドは、顧客により多くのアドバイザーの選択肢を与え、その結果、手数料の圧縮につながったと思う。しかし、競争の激化は一般的に好ましいことであるが、アドバイスの質の高さを維持するためには、顧客にその負担を転嫁することもあり得ると考えている。税金プラン、投資運用管理、不動産プランなど、卓越したサービスを顧客に提供することが、長年培ってきた才能あるチームメンバーの目標だ。新規参入企業も出てくるかもしれないが、それはむしろ、われわれが優れた価値を提供することで差別化を図るチャンスだと考えている。



By MATT MILLER
(Source: Dow Jones)

5. Are RIA Firms Growing Too Fast? 成長が早過ぎる？ 急速な成長と統合が進む登録投資顧問業界の動向

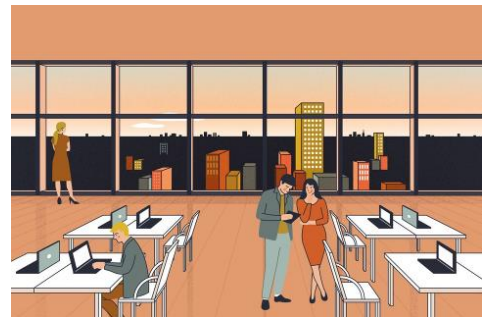
【投資顧問業界の近況】

■ クリエイティブ・プランニングの成長と課題

登録投資顧問会社（RIA）のクリエイティブ・プランニングの成長率は、ほとんどの独立系金融会社にとって夢のような数字だ。2016 年以降、同社が運用する顧客資産は約 3 倍に増え、420 億ドルを超えた。

クリエイティブ・プランニングも、その成長の過程で問題がなかったわけではない。昨年 9 月、ラジオ広告に関して、規制違反などを理由に証券取引委員会（SEC）から 25 万ドルの罰金を科されている。この 5 月には、有名なライフコーチで、同社の「投資家心理学最高責任者」を務めていたトニー・ロビンス氏との提携を解消した。同氏については性的な不品行があったと非難する声が出ていた。

クリエイティブの例は、業界が目まぐるしい速度で統合される中、RIA 法人が微妙なバランスを取っていく必要があることを物語っている。手頃な価格で上質な顧客サービスを提供すべく事業の規模を追求する一方で、管理能力の拡大が規模の拡大に追い付かない可能性もある。「今の成功に導いてくれた方法で、今後も成功するとは限らない」という古いヒンズー教の教えは覚えておいた方が良く、と投資銀行デボー・アンド・カンパニーのマネジングパートナーであるデービッド・デボー氏は語る。



■ 業界の動向と本誌 RIA ランキング

過去 10 年の間に S&P500 指数は年平均 13%超で上昇し、この歴史的な強気市場が RIA 業界成長の原動力となっている。BNY メロン・パーシングのアドバイザー・ソリューションズ部門の最高経営責任者（CEO）であるマーク・タイバーズン氏によると、この間に投資顧問会社の管理資産は 2 桁成長を遂げた。また、独立系投資顧問業界では、成長と同時に企業の統合も進行している。デボー・アンド・カンパニーによると、重要な合併・買収の件数は 2013 年の 36 件から 2018 年には 99 件に増加し、2019 年は上半期だけで 65 件に達した。資産運用に関する調査会社セルリ・アソシエーツによれば、個人投資家向けに特化した RIA 法人は昨年末現在で 1 万 7107 社あり、総額 4 兆 8000 億ドルの資産を運用していた。

業界が急速に変貌しつつあることを踏まえ、本誌は RIA 法人の上位ランキングを 3 年前から発表しており、昨年は上位 40 社のランキングを発表したが、今年は上位 50 社に拡大した。また、法人ではなく個人で営業するアドバイザーを対象とした第 13 回年間トップ 100 独立系ファイナンシャルアドバイザーも掲載する。

■ 内部成長と合併・買収による成長

クリエイティブ・プランニングは、新規の個人客獲得や既存顧客との取引額の拡大により、内部成長を遂げてきた。同社 CEO のピーター・マルーク氏によると、同氏が率いた 15 年の間に買収を行ったのは、今年初めに 5 億ドルで買収したミネアポリスの企業 1 社だけである。内部成長を通じて獲得した顧客資産は、合併・買収により獲得した顧客資産より流出しにくい傾向がある。

一方、ハイタワーやマリナー・ウェルス・アドバイザーズなどの他の企業は、買収によって成長している。マリナーは 2018 年に 3 件の買収を実行しており、CEO のマーティ・ビッケネル氏によると、今年はさらに 11 件ないし 12 件の買収を行う予定だ。情報技術やコンプライアンスの複雑化やコストの増加に対応するために規模を拡大することが、同社による買収の目的だ。

今年のランキングでナンバーワン企業となったエデルマン・ファイナンシャル・エンジンズは合併による成長の最も顕著な例であり、エデルマン・ファイナンシャル・サービスとファイナンシャル・エンジンズが昨年統合したことで誕生した。さらに最近では、2018 年に第 2 位にランクされたユナイテッド・キャピタルが今年 5 月に 7 億 5000 万ドルでゴールドマン・サックスに買収された。ユナイテッド・キャピタルの創立者であり CEO であるジョー・デュラン氏は、ゴールドマン・サックス傘下となることで新たな顧客パイプラインと、はるかに大きな技術開発予算を手に入れたと語る。

■ 急速な成長に伴う課題

急速に成長すれば問題も発生し得る。「多くの企業が対応能力の限界まで稼働しており、対応できる顧客の数には物理的な限界がある。市場の拡大によって多くの問題点が見過ごされてしまっているが、運営基盤に対する投資が不十分だ」とタイバーズン氏は警告する。顧客に対する反応が遅くなる、節税のための損失確定の機会や慈善事業への寄付対応など、重要な任務を失念するなどの事態が発生すれば、規模の成長に実務面が追い付いていないことを示唆している可能性がある。このような事態を回避するため、最も成功している企業は、処理能力の限界に達するよりもかなり前に、事業基盤の拡充に着手しているとデボー氏は言う。

合併と買収は、投資やファイナンシャルプランニングの専門的な能力、サポート部門の陣容、顧客向け情報技術などの強化につながり、顧客の利益にもなるため表面的には理にかなっているが、潜在的な落とし穴も多い。それぞれ独自の文化、情報技術、業務プロセスおよび事業構造を持つ二つの企業を統合することは、摩擦を伴う複雑なプロセスだ。文化の異なる二つの企業が合併することで組織が激しく動揺し、統合に失敗する可能性がある。タイバーズン氏は、「買収価格にばかり気をとられ企業文化の違いを軽視したことが、そのような失敗の根本原因であることが多い。顧客層、業務プロセス、報酬体系、その他の企業特性の相性が良いかどうかを注意深く検討すべきだ」と語る。

タイバーズン氏によると、完全な統合には 3 年を要する。最初の年にお互いを良く知り、2 年目は部分的

な統合を行い、3 年目に合併の主導権を握る側が、戦略、企業構造、人事、および業務プロセスについて広範囲にわたる決定を下す。「合併後も大きな変化を求めない例が少なからずあるが、それでは合併効果は得られない。厳しい対応を避けていると、企業は弱体化し、顧客体験に悪影響を及ぼす」と同氏は警告する。合併後の統合を適切に行うことが重要であることから、マリナーは合併・買収活動を時折停止させる。ビッケネル氏によると、既に検討中の案件を除き、新規の買収案件は少なくとも 2020 年第 2 四半期までは検討しない予定だ。

On the Move

RIA firm executives who have graduated into management roles after successful careers as advisors.

Greg Miller, Wellesley Asset Management

Years Top 100 Indy: 8

Highest Ranking: 2

Ted Neild, Gresham Partners

Years Top 100 Indy: 2

Highest Ranking: 4

Showing 1 to 2 of 2 entries

David Lees, myCIO Wealth Partners

Years Top 100 Indy: 11

Highest Ranking: 5

Michael Yoshikami, Destination Wealth Management

Years Top 100 Indy: 10

Highest Ranking: 9

Joshua Gross, Mill Creek Capital Advisors

Years Top 100 Indy: 7

Highest Ranking: 22

Jeff Colin, Baker Street Advisors

Years Top 100 Indy: 12

Highest Ranking: 23

Clarke Lemons, WaterOak Advisors

Years Top 100 Indy: 6

Highest Ranking: 31

Sarat Sethi, Douglas C. Lane

Years Top 100 Indy: 2

Highest Ranking: 39

Roger Wade

GW & Wade

Years Top 100 Indy: 4

Highest Ranking: 48

Scott Hanson, Allworth Financial

Years Top 100 Indy: 6

Highest Ranking: 53

Barron's: Top RIA Firms

Rank 2019	Rank 2018	Firm	Location	Top Executives	Clients	Advisors	Offices	States
1	1	Edelman Financial Engines	Sunnyvale, Calif.	Lawrence Raffone, Christopher Jones, Mario Ramos	1,210,000	310	178	49
2	N	Creative Planning	Overland Park, Kan.	Peter Mallouk, Jim Williams, Molly Rothove	27,838	286	29	16
3	6	Private Advisor Group	Morristown, N.J.	John Hyland, Pat Sullivan	55,033	640	286	35
4	3	Mariner Wealth Advisors	Overland Park, Kan.	Marty Bicknell, Cheryl Bicknell, Katrina Scott	17,708	299	35	22
5	4	Moneta Group Investment Advisors	Clayton, Mo.	Eric Kittner, Keith Bowles, Bill Hornbarger	4,660	105	2	1
6	16	Mercer Advisors	Denver	Dave Welling, Loren Pierson, Karsten Voermann	11,000	87	43	21
7	5	Silvercrest Asset Mgmt Group	New York	Richard R. Hough III, David J. Campbell, Scott A. Gerard	738	31	7	5
8	8	BBR Partners	New York	Brett Barth, Evan Roth, Mike Anson	140	30	4	3
9	24	Carson Group	Omaha, Neb.	Ron Carson, Aaron Schaben, Teri Shepherd	14,910	159	108	40
10	10	Buckingham Strategic Wealth	Saint Louis, Mo.	Adam Birenbaum, David Levin, Justin Ferri	8,956	166	35	20
11	9	Tiedemann Advisors	New York	Michael Tiedemann, Craig Smith, Kevin Moran	414	37	9	9
12	N	Wealth Enhancement Advisory Services	Plymouth, Minn.	Jeff Dekko, Jim Cahn, John Wernz	17,000	85	26	11
13	13	Aspiriant	Los Angeles	Rob Francais, Bret Maggiong, John Allen	1,665	89	11	7
14	N	1919 Investment Counsel	New York	Harry O'Mealia, Peggy Pasquarella, Charlie King	2,186	26	8	7
15	22	The Colony Group	Boston	Michael J. Nathanson, Ron Rubin, Gina Bradley	4,018	89	13	6
16	26	Stratos Wealth Partners	Beachwood, Ohio	Jeffrey Concepcion, Nancy Andrefsky, Matthew Dunn	12,550	312	87	24
17	N	Chevy Chase Trust	Bethesda, Md.	Peter M. Welber, Amy Raskin, Leslie Smith	1,400	34	1	1
18	21	Evercore Wealth Management	New York	Jeff Maurer, Chris Zander, Jay Springer	600	48	5	4
19	20	Johnson Investment Counsel	Cincinnati	Jason O. Jackman, Bret H. Parrish, Holli J. Alexander	3,948	34	6	2
20	36	Beacon Pointe Advisors	Newport Beach, Calif.	Shannon Eusey, Matthew Cooper	3,850	100	14	6
21	32	Churchill Management Group	Los Angeles	Fred A. Fern, Randy C. Conner, Eileen A. Holmes	6,322	42	41	11
22	N	GW & Wade	Wellesley, Mass.	Roger W. Wade, Timothy Pinch	2,440	20	4	3
23	18	Pathstone	Englewood, N.J.	Steve Braverman, Allan Zachariah, Matthew Fleissig	325	57	7	7
24	35	Savant Capital Management	Rockford, Ill.	Brent R. Brodeski, Douglas A. Moffitt, Steven R. Parish	4,910	45	15	4
25	N	RSM US Wealth Management	Minneapolis	Joseph Adams, Dave Scudder, Maria Daley	3,763	39	23	13

Rank 2019	Rank 2018	Firm	Location	Top Executives	Clients	Advisors	Offices	States
26	39	MAI Capital Management	Cleveland, Ohio	Richard J. Buoncore, James D. Kacic, Mark H. Summers	1,559	49	7	5
27	N	myCIO Wealth Partners	Philadelphia	David E. Lees, James J. Biles, Paul J. Bracaglia	758	18	1	1
28	31	Douglas C. Lane & Associates	New York	Sarat Sethi, Ned Dewees	1,195	10	1	1
29	28	RMB Capital	Chicago	Richard M. Burrige Jr., Frederick Paulman, Walter Clark	2,746	27	18	14
30	34	Welch & Forbes	Boston	Kurt Walter, Benjamin J. Williams Jr., Adrienne G. Silberman	764	11	1	1
31	N	Baker Street Advisors	San Francisco	Jeff Colin, Michael van den Akker, Chris Wilkens	340	6	1	1
32	N	EP Wealth Advisors	Torrance, Calif.	Patrick Goshtigian, Brian Parker, Derek Holman	4,200	44	11	4
33	N	Bronfman Rothschild	Rockville, Md.	Mike LaMena, Eric Sontag, Howard Sontag	2,017	65	10	6
34	N	Allworth Financial	Sacramento	Scott Hanson, Pat McClain, Pete Engelken	7,537	45	11	4
35	30	CV Advisors	Aventura, Fla.	Elliot Dornbusch, Alex Mann, Matthew J. Storm	70	5	1	1
36	25	Clarfeld Financial Advisors	Tarrytown, N.Y.	Rob Clarfeld, Rick Suarez, Robert Varrianno	565	60	18	7
37	N	Kovitz Investment Group	Chicago	Mitchell Kovitz, Theodore Rupp, Robert Contreras	2,500	34	3	3
38	N	Ferguson Wellman Capital Mgmt	Portland, Ore.	Jim Rudd, George Hosfield, Steve Holwerda	836	22	1	1
39	N	Wetherby Asset Mgmt	San Francisco	Deb Wetherby, John Mell, Christy Covalsky	545	20	2	2
40	19	WE Family Offices	Miami	Mel Lagomasino, Santiago Ulloa, Michael Zeuner	72	14	2	2
41	N	Balasa Dinverno Foltz	Itasca, Ill.	Armond A. Dinverno, Mark Balasa, Mike Foltz	1,285	43	3	1
42	N	RGT Wealth Advisors	Dallas	Mark Griege, Chuck Thoele, Joe Nolan	566	35	1	1
43	N	Chilton Trust	New York	Pepper Anderson, Richard L. Chilton Jr., Garrison duP. Lickle	459	15	6	6
44	N	CliftonLarsonAllen Wealth Advisors	Minneapolis	Denny Schleper, Bruce Bushman, John Urosevich	4,598	79	32	15
45	N	Mason Investment Advisory Services	Reston, Va.	William N. Mason III, Scott S. George, Christopher L. Schreiner	790	13	2	2
46	N	B O S	San Francisco	Kevin Dorwin, Carol Benz, Rich Golinski	925	28	2	1
47	N	Sequoia Financial Group	Akron, Ohio	Thomas Haught, Jeff Rovnak, Leon LaBrecque	3,639	34	6	3
48	N	Bartlett Wealth Management	Cincinnati	Kelley J. Downing, James Hagerty, Kyle Pohlman	1,249	23	2	2
49	N	Sullivan, Bruyette, Speros & Blayney	McLean, Va.	James J. Bruyette, Gregory D. Sullivan, Peter C. Speros	1,139	24	2	2
50	37	Athena Capital Advisors	Lincoln, Mass.	Lisette Cooper, Leonard Lewin	50	16	3	3

Top 100 Independent Wealth Advisors

2019 Rank	Name	Firm	2018 Rank	Client Types	Team Total Assets (\$mil)	Typical Acct Size (\$mil)	Typical Net Worth (\$mil)
1	Spuds Powell	Kayne Anderson Rudnick Inv. Mgmt, Los Angeles	1	HNW, UHNW, Foundations	29,528	8.5	20
2	Charles C. Zhang	Zhang Financial, Portage, Mich.	6	Retail, HNW, UHNW	3,503	2	3
3	Kimberlee Orth	Ameriprise Financial, Wilmington, Del.	11	Retail, HNW, UHNW, Institutional	2,622	5.69	14.38
4	Stephan Cassaday	Cassaday & Company, Mclean, Va.	12	Retail, HNW, UHNW	3,240	1.5	2
5	Edward Cronin	Manchester Capital Mgmt, Montecito, Calif.	8	HNW, UHNW, Foundations	3,660	25	60
6	Richard Saperstein	Treasury Partners at HighTower, New York	10	HNW, UHNW, Institutional	14,857	20	25
7	Seth Finkel	Neuberger Berman, New York	N	HNW, UHNW, Institutional	2,966	10	20
8	Steven Hefter	HLM Capital, Highland Park, Ill.	N	HNW, UHNW	5,750	15	20
9	Valerie Newell	Mariner Wealth Advisors, Cincinnati	15	Retail, HNW, UHNW	3,168	3	7.5
10	Stephanie J. Stiefel	Neuberger Berman, New York	N	HNW, UHNW, Institutional	2,613	15	45
11	Jon Goldstein	First Republic Investment Mgmt, Palo Alto, Calif.	7	HNW, UHNW	5,140	50	100
12	Erik Morgan	Freestone Capital Mgmt, Seattle	18	HNW, UHNW	4,680	4.41	8.31
13	Thomas Moran	Moran Wealth Mgmt, Naples, Fla.	N	Retail, HNW, UHNW, Institutional	3,484	5	25
14	Paul Tramontano	First Republic Investment Mgmt, Greenwich, Conn.	17	UHNW, Foundations	3,168	40	100
15	Richard Joyner	Tolleson Wealth Management, Dallas	19	HNW, UHNW, Foundations	6,190	40	87
16	David Kudla	Mainstay Capital Management, Grand Blanc, Mich.	20	Retail, HNW, UHNW, Institutional	2,566	0.75	3
17	John Krambeer	Camden Capital, El Segundo, Calif.	41	Retail, HNW, UHNW, Foundations	4,579	15	50
18	Dagny Maidman	First Republic Investment Mgmt, San Francisco	29	HNW, UHNW	2,800	50	500
19	Kevin Grimes	Grimes & Company, Westborough, Mass.	25	Retail, HNW, UHNW	2,646	3	10
20	Dale Yahnke	Dowling & Yahnke, San Diego	27	HNW, UHNW	4,356	4.16	30
21	William Peterson	Neuberger Berman, New York	N	HNW, UHNW	1,814	6.5	13
22	Susan Kaplan	Kaplan Financial Svcs, Newton, Mass.	26	HNW, UHNW	2,051	3.5	11
23	Jon Jones	Brighton Jones, Seattle	32	Retail, HNW, UHNW	6,127	3	5
24	Robert Balentine	Balentine, Atlanta	24	HNW, UHNW, Foundations, Institutional	3,120	17.43	25
25	Charles Brighton	Brighton Jones, Seattle	31	Retail, HNW, UHNW	6,127	3	5
26	Steven Weinstein	Altair Advisers, Chicago	28	HNW, UHNW	4,902	15	30
27	Daniel Wiener	Adviser Investments, Newton, Mass.	30	Retail, HNW, UHNW	5,974	1.49	2.5
28	David Mabie	Chicago Capital, Chicago	N	HNW, UHNW	1,901	5	5
29	Holly Newman Kroft	Neuberger Berman, New York	N	HNW, UHNW, Endowments	1,770	7	15
30	Grant Rawdin	Wescott Financial Advisory Group, Philadelphia	35	Retail, HNW, UHNW, Foundations, Institutional	2,223	8	22
31	Brenna Saunders	Creative Planning, Overland Park, Kan.	54	HNW, UHNW	1,918	2.97	13.03
32	Virginia Guy	Neuberger Berman Investment Advisers, New York	N	HNW, UHNW, Foundations	1,420	7	20
33	Frank Marzano	GM Advisory Group, Melville, N.Y.	59	Retail, HNW, UHNW	2,140	20	30
34	Frank Reilly	Reilly Financial Advisors, La Mesa, Calif.	40	Retail, HNW, Institutional	2,257	2	6
35	Randall Linde	AGP Wealth Advisors, Renton, Wash.	49	Retail, HNW, UHNW	2,082	0.88	2.5
36	Paul West	Carson Wealth Management Group, Omaha, Neb.	57	Retail, HNW, UHNW	5,403	5	10

2019 Rank	Name	Firm	2018 Rank	Client Types	Team Total Assets (\$mil)	Typical Acct Size (\$mil)	Typical Net Worth (\$mil)
37	Jeffrey Grinspoon	VWG Wealth Management at HighTower, Vienna, Va.	63	HNW, UHNW, Institutional	2,120	5	7
38	Gerard Klingman	Klingman & Associates/Raymond James, New York	46	HNW, UHNW	2,336	10	15
39	James B. Stack	Stack Financial Management, Whitefish, Mont.	43	Retail, HNW, UHNW	1,311	1.5	5
40	Laila Pence	Pence Wealth Management, Newport Beach, Calif.	38	Retail, HNW, UHNW	1,738	2	5
41	Gary Ran	Telemus Capital, Southfield, Mich.	50	Retail, HNW, UHNW	2,810	2.64	8
42	Glenn Degenaaars	First Republic Investment Mgmt, New York	76	HNW, UHNW, Endowments, Institutional	1,854	20	37.5
43	Alex Shahidi	Advanced Research Inv. Solutions (ARIS), Los Angeles	44	UHNW, Foundations, Institutional	11,372	20	25
44	Jonathan Kuttin	Kuttin Wealth Mgmt, Hauppauge, N.Y.	51	Retail, HNW, UHNW	1,944	1	3.9
45	Molly Rothove	Creative Planning, Overland Park, Kan.	62	HNW, UHNW	1,379	1.51	7.44
46	Richard S. Brown	JNBA Financial Advisors, Minneapolis	47	Retail, HNW, UHNW	1,518	1.5	2
47	John Henry	OBS Financial, Perrysburg, Ohio	45	Retail, HNW, Institutional	1,950	0.13	0.19
48	Daniel Roe	Budros, Ruhlin & Roe, Columbus, Ohio	55	HNW, UHNW, Institutional	2,808	4.8	6
49	Randy Carver	Raymond James, Mentor, Ohio	61	Retail, HNW	1,581	1	1.4
50	Shawn Parker	Ameriprise Financial, Schaumburg, Ill.	64	Retail, HNW, UHNW, Institutional	2,250	2.75	5
51	Andy Berg	Homrich Berg, Atlanta	78	Retail, HNW, UHNW	6,109	3.5	7
52	Jim Berliner	Westmount Asset Mgmt, Los Angeles	N	Retail, HNW, UHNW	3,358	3.5	9
53	Charles Simmons	Ameriprise Financial, Metairie, La.	52	Retail, HNW	2,625	0.75	1.8
54	Stewart Mather	The Mather Group, Chicago	85	HNW, UHNW	4,305	25	35
55	Kevin Myeroff	NCA Financial Planners, Cleveland, Ohio	53	Retail, HNW, UHNW	1,749	2.5	3
56	Lewis Altfest	Altfest Personal Wealth Mgmt, New York	65	Retail, HNW, UHNW	1,340	2	5
57	Jeffrey Fratarcangeli	Fratarcangeli Wealth Mgmt, Birmingham, Mich.	N	Retail, HNW, UHNW	1,750	5	15
58	Thomas Myers	Bordeaux Wealth Advisors, Menlo Park, Calif.	56	HNW, UHNW	2,272	20	30
59	Keith Webster	First Republic Investment Mgmt, Los Angeles	N	HNW, UHNW, Foundations	1,940	10	20
60	Jordan Waxman	HSW Advisors at HighTower, New York	58	HNW, UHNW	2,130	25	50
61	Lawrence Hood	Pacific Portfolio Consulting, Seattle	68	Retail, HNW, UHNW, Institutional	3,796	10	18
62	Michael Chasnoff	Truepoint Wealth Counsel, Cincinnati	70	Retail, HNW, UHNW	3,119	3	8
63	Charles Bean	Heritage Financial Services, Westwood, Mass.	60	Retail, HNW, UHNW	1,521	3	5
64	Darrell Pennington	Pennington Wealth Mgmt, Houston	91	Retail, HNW	1,255	1.5	2.5
65	Wes Moss	Capital Investment Advisors, Atlanta	N	Retail, HNW, UHNW	2,561	1.5	2.5
66	Van Percy	Van Percy's Wealth Services Team/Raymond James, Midland, Texas	90	Retail, HNW, UHNW, Institutional	1,848	3	10
67	Scott Tiras	Tiras Wealth Management, Houston	83	Retail, HNW, UHNW	2,203	4	5
68	Erin Scannell	Ameriprise Financial, Mercer Island, Wash.	67	Retail, HNW, UHNW	2,144	0.5	3
69	Ryan Swartz	Creative Planning, Omaha, Neb.	77	Retail, HNW, UHNW	1,968	0.7	2.48
70	Mark Delfino	HoyleCohen, San Diego	72	Retail, HNW, UHNW	2,015	2	7
71	Randy Peterson	First Republic Investment Management, San Francisco	87	Retail, HNW, UHNW, Institutional	1,433	8.7	15
72	Steven Check	Check Capital Management, Costa Mesa, Calif.	69	Retail, HNW, UHNW	1,459	1	3
73	Joseph Jacques	Jacques Financial, Rockville, Md.	84	Retail, HNW	986	0.98	2.38
74	Pamela Rosenau	The Rosenau Group at HighTower, Aspen, Colo.	N	HNW, UHNW	1,169	10	30

2019 Rank	Name	Firm	2018 Rank	Client Types	Team Total Assets (\$mil)	Typical Acct Size (\$mil)	Typical Net Worth (\$mil)
75	Mark Orgel	Orgel Wealth Mgmt, Altoona, Wis.	80	Retail, HNW, UHNW, Institutional	4,653	2.04	6
76	Daniel Wilson	Ameriprise Financial, Auburndale, Mass.	N	Retail, HNW	2,155	0.5	5
77	Malcolm Cowen	Cornerstone Advisors Asset Mgmt, Bethlehem, Pa.	N	HNW, UHNW, Foundations, Endowments, Institutional	5,807	45	70
78	Matthew Young	Richard C. Young & Co., Newport, R.I.	86	Retail, HNW, UHNW	1,103	1.71	5
79	Malcolm Makin	Raymond James Financial Svcs, Westerly, R.I.	93	Retail, HNW	1,309	1.5	3
80	Duncan Rolph	Miracle Mile Advisors, Los Angeles	N	Retail, HNW, UHNW	1,845	4.2	13
81	Wally Obermeyer	Obermeyer Wood Inv. Counsel, Aspen, Colo.	79	Retail, HNW, UHNW	1,600	3	10
82	Matthew Dillig	The Dillig Bowen Group at HighTower, Chicago	92	HNW, UHNW, Foundations	1,600	35	50
83	Gail Reid	Ameriprise Financial, Glendale, Calif.	N	Retail, HNW, Foundations	1,586	2.5	4
84	Christopher Cordaro	Regent Atlantic, Morristown, N.J.	N	HNW, UHNW	3,990	5	15
85	E. Geoffrey Sella	SPC Financial/Raymond James, Rockville, Md.	N	Retail, HNW	840	0.84	1.58
86	Leo Marzen	Bridgewater Advisors, New York	95	HNW, UHNW	1,530	5	7.5
87	Ken Moraif	Retirement Planners of America, Plano, Texas	33	Retail, HNW	4,600	2	2.7
88	Sam Schoner	First Republic Inv. Mgmt, San Francisco	N	HNW, UHNW, Endowments, Institutional	1,814	5	10
89	Walter "JR" Gondeck	The Lerner Group at HighTower, Deerfield, Ill.	89	Retail, HNW, UHNW	1,500	5	10
90	James Meredith	Hefren-Tillotson, Pittsburgh, Pa.	97	Retail, HNW, UHNW, Institutional	1,720	2	5.5
91	Diane Compardo	Moneta, Clayton, Mo.	N	HNW, UHNW	1,646	15	18
92	Deb Wetherby	Wetherby Asset Mgmt, San Francisco	98	HNW, UHNW	5,306	32.82	45
93	Jason Babb	First Republic Inv. Mgmt, New York	N	Retail, HNW, UHNW	1,064	5	5
94	William Cafero	RCL Advisors, New York	73	HNW, UHNW	2,114	10	23
95	Ronald Weiner	RDM Financial Group at HighTower, Westport, Conn.	N	Retail, HNW, UHNW, Institutional	876	3.5	7
96	David Bahnsen	The Bahnsen Group at HighTower, Newport Beach, Calif.	100	Retail, HNW, UHNW, Institutional	1,730	7.5	10
97	Randy Garcia	The Investment Counsel Company, Las Vegas	N	Retail, HNW, UHNW, Institutional	1,212	4.9	10
98	Dalal Salomon	Salomon & Ludwin, Richmond, Va.	N	Retail, HNW, UHNW	1,110	4	7
99	Jay Beebe	Creative Planning, Overland Park, Kan.	N	Retail, HNW, UHNW	937	0.73	2.44
100	Jessica Culpepper	Creative Planning, Overland Park, Kan.	75	HNW, UHNW	1,131	1.86	11.23

By STEVE GARMHAUSEN
(Source: Dow Jones)

6. Apple's TV Service Could Be a Flop アップルのサービス事業の行方 【ハイテク】 Apple TV+の月額 4.99 ドルは実は割高、オリジナルコンテンツ拡充が鬼門に

■ 月額料金は安いものの番組数は貧弱

アップル (AAPL) は 9 月 12 日、新製品発表イベントの冒頭で新しいテレビ番組とビデオゲームの予告編を披露した。いずれも近くサービスを立ち上げる動画ストリーミングサービス Apple TV+と、2019 年 3 月に立ち上げたサブスクリプション型ゲームサービス Apple Arcade の一部となるコンテンツだ。



だが投資家にとって重要だったのは、月額 4.99 ドルと予想外に安かった Apple TV+の価格である。アップルはさらに、新型 iPhone (アイフォン)、iPad (アイパッド)、Apple TV、Mac (マック) の購入者にはサービスを 1 年間無料にすることも発表した。

このニュースを受けて、動画ストリーミングサービスを手掛けるライバル企業の株価は急落した。投資家が、アップルのストリーミングへの肩入れの強さが競合相手にこれまでにないリスクを突き付けていると感じたためである。ネットフリックス (NFLX) の 12 日の終値は 2.2%安、近く Disney+を立ち上げるウォルト・ディズニー (DIS) も 2.2%安となった。

月額 4.99 ドルという Apple TV+の価格は魅力的に見えるものの、提供される番組とサービスの数を考えるとそうでもない。同社のニュースリリースには立ち上げ時に 9 本の番組が提供されると書かれている。それで全部か、という筆者の質問に同社は答えなかった。だが、同社が他の番組を準備しているのであればその場で言及していたと考えるのが妥当である。

ラインアップの小ささを踏まえると、Apple TV+は実際には競争相手よりも割高だ。ネットフリックスは約 5800 本の番組と映画を揃え、料金はベーシックプランが月額 8.99 ドル、高精細プランが同 12.99 ドルだ。Disney+は初年度に約 7500 本のテレビ番組と 500 本を超える映画を揃える予定だ。

■ オリジナルコンテンツの充実が大きな課題

Apple TV+の価格の低さと特定の顧客に対する無料トライアルの設定は、アップルの収益性を損ねる可能性がある。ゴールドマン・サックスのアナリスト、ロッド・ホール氏は 12 日付のレポートで Apple TV+の無料トライアルが利益率と 1 株当たり利益 (EPS) に「大きなマイナスの影響」を与える公算が大きいと書いた。アップルはこれに反論し、「Apple TV+の導入が当社の業績に大きな影響を及ぼすとは予想していない」との声明を出した。

だが、テレビコンテンツの世界への参入は厄介なことになる可能性がある。投資家はアップルの初めてのオリジナルビデオへの進出がうまくいかなかったことを思い出すべきだ。同社は 2017 年、Apple Music の契約者を対象とした番組を立ち上げた。本誌はその番組について、自社製品のための 47 分間の宣伝番組だと論評した。

アップルの他のサービスの最もうわさに値する番組はより成熟した内容であり、同社は家族向けコンテンツに力を入れている。同社のワールドワイドビデオ部門を率いるザック・ヴァン・アンバーグ氏はプレスリリースの中で、「Apple TV+のオリジナル作品には、独創的なストーリーや、新しい視点、パワフルなメッセージが詰まっています。そうしたものの全てに、人々を楽しませ、つながりを生み、文化的な会話が弾むようにという思いが込められています」と述べている。

その考え方は素晴らしい。問題は、文化的な刺激が必ずしも視聴者数につながらないことだ。

■ 投資家の関心は再び iPhone に向けられる可能性がある

サブスクリプション型の Apple Arcade の見通しは、Apple TV+ と比べてさほど明るいものではなさそうだ。カンタン・ゲームスの業界アナリスト、セルカン・トト氏は Apple Arcade の新しいビジネスモデルに懐疑的で、カジュアルゲーム（簡単な操作で短い時間楽しめるゲーム）の愛好家は一度に複数のゲームを楽しむと指摘する。数多くの高品質のゲームが無料で楽しめるようになっていることも Apple Arcade にとっては逆風だ。

アップルのサービスが離陸しない場合、投資家の関心は中核事業の iPhone に向けられることになる。だが、iPhone の見通しは依然として精彩を欠いている。今回発表した 3 機種 of iPhone 11 シリーズはより高速なプロセッサ、改善されたカメラ品質、より長いバッテリー寿命を備えているが、基本構成やデザインは従来機種とそっくりだ。このことは、今年の買い替え需要を抑制すると思われる。

ニュー・ストリート・リサーチのアナリスト、ピエール・フェラグ氏は、今年のホリデーシーズンが含まれる 2020 年度第 1 四半期の売上高がウォール街の予想を下回ると考えている。「アップルが価格付けと販促に関して極めて積極的であるにもかかわらず、iPhone への現在の需要は非常に弱い。今後の iPhone サイクルはこれまでの中で最も軟調なものとなる可能性が高い」と述べている。

Apple Inc. (AAPL)



Netflix Inc. (NFLX)



Walt Disney Co. (DIS)



チャートは 3 年

By TAE KIM

(Source: Dow Jones)

7. China and the U.S. Face Similar Pressures 米中貿易摩擦は解消するか 【インタビュー】中国と米国はともに貿易摩擦を解消すべき類似の圧力に直面

■ 香港を拠点とするストラテジストに話を聞く

ジェフリーズのチーフグローバルエクイティ・ストラテジストのショーン・ダービー氏は香港を拠点としており、米中の類似性について尋ねるには打ってつけの人物だ。

本誌：欧州中央銀行 (ECB) が最近発表した金融政策をどう思うか？
ダービー氏：投資家を失望させるものではなかった。中銀預金金利を 0.1% ポイント引き下げ、1 カ月 200 億ユーロ (221 億ドル) の規模で債券買い入れも再開した。ECB と日銀は非標準的政策を導入し、当初の量的緩和を終了していないなど同じ問題を抱えており、リフレーション戦略の一環として通貨安の維持に注意している。



欧州の当局は財政政策の拡大も検討している。欧州は投資家から不当な扱いを受けている。フランスとギリシャ以外の欧州各国は全て経常収支が黒字であり、借入コストは極めて低く、政府もこの 10 年と比べてかなり豊かになっている。今年の欧州議会選挙では気候問題が最も重要視された。環境技術産業は、欧州経済への乗数効果も非常に大きく、大衆の高揚感を創出する上で非常に有益な方法だ。

■ 米国と中国にとって 2020 年と 2021 年は重要な年

Q：林鄭月娥行政長官が「逃亡犯条例」改正案の完全撤回を表明したことで、抗議活動は終息するか？

A：その条例が怒りの中心だったので、多くの人にとっては一件落着だが、他にも国会議員の直接選挙など未解決の問題も残る。それに絡む政治的意思は感じられない。何らかの大衆向きの政策を取って抗議者をなだめようとするだろう。香港の不動産価格を抑制しようとするだろう。

Q：香港の不動産を買うシグナルではないということか？

A：その通り。小売りやホテル業界は抗議活動の悪影響を受けたが、幸運なことに金融システムは極めて盤石な上に、米連邦準備制度理事会（FRB）は緩和路線にある。1997 年に香港が中国に返還された時には、香港の国内総生産（GDP）は中国の GDP の 18～19% を占めたが、今日ではわずか 3% だ。過去 10 年間に中国政府は深セン、香港、マカオをつなぐインフラを建設し、大湾区（グレートベイエリア）構想に力を入れてきた。中国政府は、深センに香港と同様の役割を演じる機会が与えられるよう強く望んでいる。企業の多くは香港の経済状況よりも中国本土の影響の方が大きく、抗議活動の経済への影響は比較的小さい。

Q：中国政府は面子を失ったか？

A：簡単な答えはない。強硬な埋め立て・土地開発プロジェクトも含め、香港の立法会は逃亡犯条例以外の理由でも人気がなかった。中国政府にとって混乱収束の重要な締め切り日が二つある。まず 10 月 1 日の建国 70 周年記念日だ。そして、2021 年は中国共産党設立 100 周年を祝う予定がある。トランプ大統領が 2020 年の選挙に向けて経済活性化に注力するように、習近平国家主席も 2021 年に同様の状態を望んでいる。

Q：エコノミストらは貿易戦争を理由に中国の経済成長率予想を下方修正しているが。

A：景気好転の期限が政治的に決まっている。米国では昨年 12 月の利上げが誤りだったといわれるが、中国では昨年理財商品や不良債権の問題に対処するために取った金融引き締め政策が誤りとされている。昨年 5 ～6 月には信用収縮が起き、同時に貿易紛争もエスカレートし始めた。中国は貿易と過度の引き締めという二つの問題を同時に抱えている。雇用情勢が 1 年近く悪化を続けているため、経済を下支えする必要がある。FRB 同様に中国政府も失業率や雇用創出には神経をとがらせている。

Q：経済成長率回復のためどのような政策が取られると予想すべきか？

A：この面においても米中に興味深い類似点が見られる。昨年中国当局は、景気刺激として定番のインフラ投資ではなく、低所得層を中心とした個人所得税の大規模な改革を実施した。最近金利改革を実施し、住宅ローンや中小企業の借り換えの負担低減を図っている。さらに、ごく最近に税制を見直す意向が発表された。欧米的な消費主導型の刺激策が導入されつつあり、米国と同様に長期金利の引き下げを試みている。

Q：世界的にサイクルのどの位置にあるか？

A：現在起きていることは、1990 年代後半の経験に似ている。当時は低インフレになりつつあり、現在はデフレが懸念されている。1990 年後半にはインターネットやデジタル化が急速に進行し、現在はアプリケーションや人工知能、暗号通貨の発達で巨大な変化が起きつつある。当時 FRB は金融緩和を行ったが、結局再度利上げをすることになった。今回のサイクルでも同じことが起きる可能性がある。米国のイールドカーブは完全に逆転しているわけではない。5 年あたりで反転してその後はスティーブ化している。これが、われわれがクライアントに説明するシナリオだ。

■ テーマとしてスポーツイベント、環境技術、建機を選好

Q：推奨する投資先は？

A：堅調な成長ストーリーも一部にある。まず日本は、今年のラグビーワールドカップと 2020 年の東京オリンピックがある。これほどの規模のイベントの場合、スポーツ用品ブランドに関係した企業のリターンが良くなるものだが、投資家はまだこれに注目していない。当社の推奨銘柄は、広告の博報堂 DY ホールディングス（2433）、スポーツ用品のミズノ（8022）、旅行のエイチ・アイ・エス（9603）、スポーツ用栄養補助食品を販売する明治ホールディングス（2269）などだ。

環境技術も特に欧州では政治的に好まれる。エネルギー企業のエーオン (EOAN.ドイツ)、風力発電タービンのノルディックス (NDX1.ドイツ) や GEA グループ (G1A.ドイツ) などがある。

Q：選好する他のテーマは？

A：金融は緩和され、世界の経済成長率は今年 3.2%と予想されている。金融市場のリスク回避傾向の強さは正当な理由を欠いている。デフレの大きな波も見えない。世界的に賃金も低下していない。FRB の利下げで、長期金利も低下して住宅ローンの借り換えが始まるだろう。米国の 30 年物住宅ローンの約半分が借り換え可能な状態にある。私は、例えばホームデポ (HD) など米国の住宅改修関連企業や、D.R.ホートン (DHI) など住宅建設会社を選好する。また、建設機械も選好する。キャタピラー (CAT)、日立建機 (6305)、小松製作所 (6301) などは、米国の利下げとともに新興国市場も利下げし始めるため、恩恵を受ける傾向にある。

Q：香港を拠点としているためにストラテジストとして何か違う視点を持っているか？

A：数週間前に中国人民銀行がデジタル通貨開発に関する発表を近く行うという発表があった。中国の金融システムは欧米より遅れている面も多いが、デジタル通貨に関しては FRB や他国より大いに進歩している。過去 50 年間の米国の強みは世界通貨ドルと経済規模の大きさだった。今や、中国経済は米国の 4 倍以上に成長する可能性があり、さらに自国通貨を世界の主流にしようと試みている。新たな経済圏が作られようとしており、さまざまなものが想像を超える水準にまで引き上げられるだろう。

博報堂 DY ホールディングス (2433)



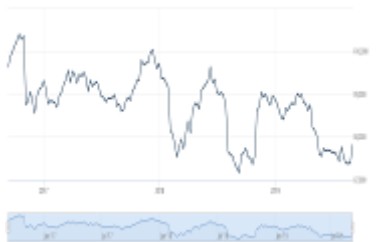
ミズノ (8022)



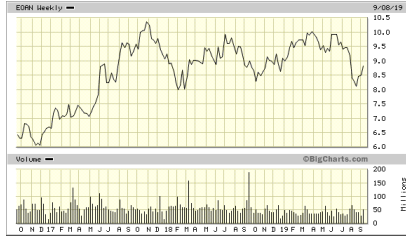
エイチ・アイ・エス (9603)



明治ホールディングス (2269)



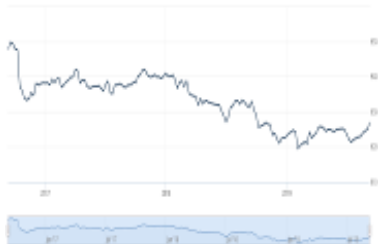
E.ON SE (EOAN)



Nordex SE (NDX1)



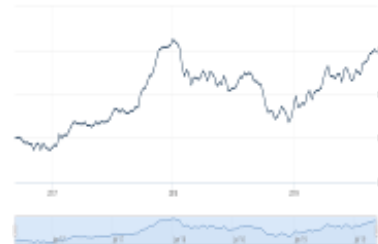
GEA Group AG (G1A)



Home Depot Inc. (HD)



D.R. Horton Inc. (DHI)



Caterpillar Inc. (CAT)

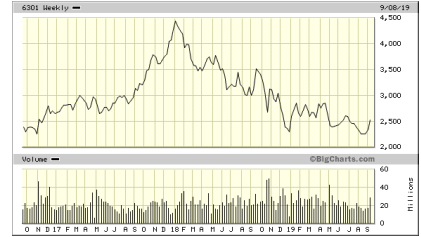


チャートは 3 年

日立建機 (6305)



小松製作所 (6301)



By LESLIE P. NORTON
(Source: Dow Jones)

8. Up and Down Wall Street 中央銀行は経済への影響力を失ったのか 財政政策の出番 バリューストックの復活

【コラム】

■ 金融政策の限界

米連邦準備制度理事会（FRB）は今週、金融政策を決定する最も重要な連邦公開市場委員会（FOMC）を開催する。しかし、FRBと世界の中央銀行において、大きな変化が迫っているのかもしれない。

金融政策が変わりつつある可能性がある。金利が過去最低水準で多くの諸国ではマイナス圏にあり、先進国経済を導きかつ維持する能力が終わりを迎えていて、財政政策の重要性が高まる可能性がある。それが欧州中央銀行（ECB）のドラギ総裁のメッセージである。日本でも、30年にわたる世界最低の金利がスタグネーションとデフレを終わらせることができなかったため、財政刺激を拡大する用意があるかもしれない。



米国の財政政策は既に緩和されている。連邦政府は、2019年度の11カ月の財政赤字が1兆ドルを超えたと発表したばかりである。9月は通常は財政黒字になるため、通期の財政赤字はそれよりも少なくなるが、それでも財政赤字の国内総生産（GDP）比は4%を上回る。その割合は景気後退期には普通だが、景気拡大の11年目にとっては普通ではない。

ECBは政策金利を10ベーシスポイント（bp）引き下げてマイナス0.50%としたほか、中央銀行に対する準備預金に階層化を導入し、リファイナンスオペを再開し、月額200億ユーロの資産買い入れを再開した。しかし、ロンドンのシャード・キャピタルのストラテジストであるビル・ブレイン氏によると、それらは重要な点ではない。同氏は、「欧州は財政高速道路という新たな道を進んでいる。ドラギ総裁は、『財政政策が出動する時』と述べて、『財政が効果的かつタイムリーに機能すべき』として政府に挑んで、それを確認した」と述べる。

ブレイン氏は、ユーロ圏の債務増加が債務危機の前兆となることよりも、ECBの資産買い入れが財政赤字を補うために発行される債券を吸い上げることを懸念する。「詰まるところECBは、欧州各国の景気を刺激するために紙幣を発行している」と同氏は付け加える。

それは、銀行に対する税金として働くマイナス金利よりも好ましいと、RDQエコノミクスのジョン・ライディング氏とコンラッド・デクアドロス氏は指摘しており、ドイツの大半の貯蓄者にとっても望ましい状況

だ。ビルト紙による ECB に関する最近の記事の見出しは、「ドラギ伯爵がわれわれの口座を吸い上げている」となっており、ドラギ総裁を悪名高い吸血鬼（ドラキュラ）のように描いていた。

RDQ のチームは、ドイツが財政赤字のルールに抵触せずにインフラストラクチャーと気候変動に関連した投資資金を提供する機関の設立を検討中であると指摘する。これは、ドイツで財政黒字が 5 年間続いた後の、考え方の重要な変化を示している。

米国みずほ証券のチーフ・エコノミストのスティーブ・リッチウツ氏によると、日本も財政刺激を実施する可能性がある。同氏は最近の東京訪問で、現代貨幣理論（MMT）に関する驚くべき意見交換を経験した。

FRB は、バランスシート縮小を既に停止し、利息収入と保有国債の償還によって国債買い入れ額を増やす予定だ。次の景気後退では量的緩和が再開される公算が大きいとみられている。これは、現代貨幣理論に非常に近いように見える。

■ バリュース株の復活

株式市場が過去最高値に迫る中で、市場の内側では大きな変化が起きている。相場の主導役が先週初めに、モメンタム株からバリュース株へ突然シフトした。

景気減速懸念によって債券利回りが 8 月に急低下した。米国債 30 年物の利回りは初めて 2% を割り込み、10 年物利回りは 8 月最終週に 1.47% まで低下した。しかし、市場センチメントが明らかに行き過ぎたことに加えて低金利の機を捉えて大量の社債が発行され、利回りは反転上昇した。13 日の 10 年債利回りは 1.88% で、最低水準を 0.4% ポイント超上回った。

債券利回りの低下とともに上昇していた債券類似のクオリティ銘柄は、利回り上昇によって、バリュース銘柄に対する 5 カ月にわたるアウトパフォームを 2 日で吐き出した。

エバーコア ISI によると、債券利回りの反転上昇は、2009 年に始まった景気拡大における 3 回目のミニ景気後退の終わりを示唆している。利回り上昇と、18 日の FOMC で確実視されている利下げによって、逆イールドカーブに対する懸念は払拭されよう。

新たに予想される FF 金利誘導目標は 1.75~2% で、中央値は 10 年債利回りと同水準になる。さらに、短期金利は世界的に低下しており、マネーサプライの増加は加速し、社債のスプレッドは横ばいとなっている。エバーコア ISI はこれら全てが、プラスの経済成長を指し示すと結論付けている。

ソシエテ・ジェネラルでクオンツ調査を率いるアンドリュー・ラブソーン氏は、投資家が経済成長に反する方向に賭けた後で、現在は景気循環的な上振れに関連した銘柄を買うべきと主張する。それには、銀行、自動車、日本株およびバリュース銘柄が含まれる。

債券はポートフォリオにおいて、物事がうまくいかなる場合に対するヘッジを提供するという重要な役割を果たしている。バリュース銘柄は物事がうまくいく場合に対するヘッジとしての価値を示している。先週が示すように、いずれかに偏り過ぎることは危険な可能性がある。

By RANDALL W. FORSYTH
(Source: Dow Jones)

9. Value Finally Replaces Growth バリュース株がモメンタム株のお株を奪う 【株式市場展望】 バリュース株は輝きを維持できるか 新たなプレミアムを展開するアップル

■ 好調なバリュース株

先週は優良銘柄が下落した一方、低パフォーマンス銘柄は上昇した。こうした変化を「暴力的」あるいは「憎しみの循環」という言葉で評する関係者もいる。ここ 10 年を見れば、割高なモメンタム株は一層高くなり、バリュース株はどんどん安くなっていった。ところが、JP モルガンによると、先週月曜日から水曜日までの 3 日間は、モメンタム株が 10% 下落したのに対し、バリュース株は 7% の上昇となり、過去 30 年間で最も激しい値動きを見せた 3 日間だった。



本誌先週号の記事で割高なモメンタム株として取り上げた、債券の電子取引プラットフォームを運営するマーケットアクセス・ホールディングス (MKTX) は、先週、S&P500 指数構成銘柄の中で最大となる 19% の下落を記録した。次いで、取引所運営会社 CME グループ (CME) が 9% 下落している。それに対し、老舗アパレルメーカーのヘインズブランド (HBI) は 13%、高級オートバイメーカーのハーレーダビッドソン (HOG) は 10%、それぞれ上昇した。

バリュース株が好調な中で、ヘインズとハーレーが最良な銘柄かどうかは自信がない。とはいえ、バリュース投資はあまりにも長年低調だったので、バーゲンハンター (割安株狙いの投資家) の技量がさびついていても仕方がない。バーゲンハンター達の名誉のために付け加えると、彼らが選好する自動車部品メーカーのボルグワーナー (BWA) や通信最大手 AT&T (T) もそれぞれ 10% と 7% 上昇した。

■ モメンタム株の低迷はいつまで続くのか

JP モルガンの航空会社担当アナリストであるジェイミー・ベイカー氏は、自身が「ダウン 30 イン 30」と呼ぶシンプルな投資手法を駆使している。この手法は、株価が 30 日間で 30% 以上下落したら必ず購入し 180 日間保有するというもので、これまでにユナイテッド航空の親会社であるユナイテッド・エアラインズ・ホールディングス (UAL) などで驚くべき成果を上げている。先週直前、ベイカー氏はアメリカン航空グループ (AAL) が上記ルールに該当すると発表した、株価はあっという間に 8% 上昇となった。

問題は、バリュース株の好調がこれからも続くのかどうか、ということだろう。最近の動きは過去 5 カ月間のモメンタム株のアウトパフォーマンスを巻き戻しているもので、「行き過ぎた動きがあれば、それ以上にリバランスしなければならない」と JP モルガンは指摘する。バンクオブアメリカ・メリルリンチによれば、投資家は中央銀行の実力を過小評価している。中央銀行は非常に多大な流動性を用いて株式全般を上昇させ、バリュース株を輝かせ続けることができる。

過去の経験に照らすならば、最近の製造業の減速は、グロース株がディフェンシブ株をアンダーパフォーマンスし始めた兆候であろう、と UBS は説明する。同社は、生活必需品、ヘルスケア、公益事業、そして不動産投資信託を選好している。一方、モーニングスターによれば、モメンタムに沿った動きを見せやすい株式インデックスファンドは、アクティブファンドをわずかに上回っているという。バリュース株の最近の上昇が「憎しみの循環」によるものだとなれば、救いの手はまだ近くにいるはずだ。

■ プレミアムをめぐるさまざまな動き

タダより怖いものはない。しかし、株式の無料取引は成長が期待される分野だ。ソフトウェア企業スクエア (SQ) は、モバイル決済アプリのプラットフォームで、株式の無料取引サービスを試行している、と報じられた。その取り組みは、非公開企業ながら評価額が前年の 56 億ドルからさらに増えて 76 億ドルになるのかともいわれるロビンフッドへの戦いを意味する。

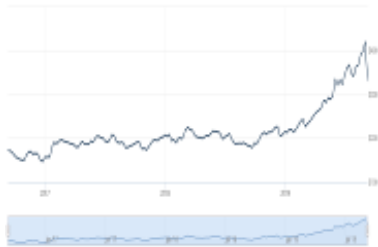
リサーチ企業カナコード・ジェニユイティ・キャピタル・マーケットツのアナリスト、ジョセフ・バフィ氏は、

先週発表したレポートの中で、ロビンフッドを「フリーミアム 2.0」の一つとした。フリーミアム 1.0 は、最低限のサービスを無料で提供するもので、フルサービスの提供を受けるためにはアップグレード料金が必要だった。一方、別途提供するサービスでの回収を企図して、フルサービスは無料で提供するというのがフリーミアム 2.0 だ。このアイデアは、HENRY（高収入だが裕福とはいえない人々）と呼ばれる層を取り込むことを目的としている。ただし、結果的に JEFS（無料のものを楽しみたいだけの人々）を引き付けたり、より規模の大きい企業が無料化をしてきたりする、というリスクの存在には注意が必要だろう。

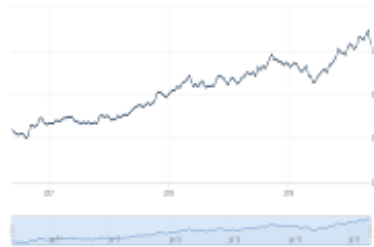
フリーミアムに関連する話題として、メディア企業バイアコム（VIAB）が買収した動画配信サービスのブルーノート TV は、既存コンテンツを提供しながら広告収入を得ている。一方、アップル（AAPL）は、11 月 1 日に開始する新たなストリーミング配信サービス用のコンテンツ購入のために 60 億ドルを費やしたといわれる。同社は新サービスを月額 4.99 ドルで提供すると発表した。その価格は予想を下回るものであった。さらに、同社の iPhone（アイフォーン）、コンピューター、アップル TV を購入したユーザー全員に、1 年間は無料で新サービスを提供すると述べた。

ゴールドマン・サックスは、無料提供分の算入で平均販売価格が低下することなどを背景に、アップルの 2020 年 9 月期予想 1 株当たり利益（EPS）を 1.72 ドル下方修正して 10.76 ドルとした。ゴールドマンの木曜日のレポートでは、アップルの株価に 26% の下値余地があるとみて、投資判断を中立とした。企業にとって、こうした無料サービスは「高くつく」存在に見え始めている。

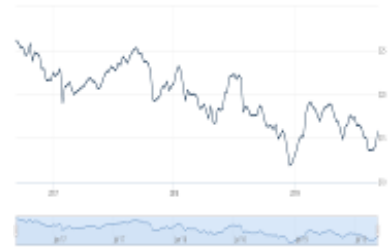
MarketAxess Holdings Inc. (MKTX)



CME Group Inc. Cl A (CME)



Hanesbrands Inc. (HBI)



Harley-Davidson Inc. (HOG)



BorgWarner Inc. (BWA)



AT&T Inc. (T)



American Airlines Group Inc. (AAL)



United Airlines Holdings Inc. (UAL)



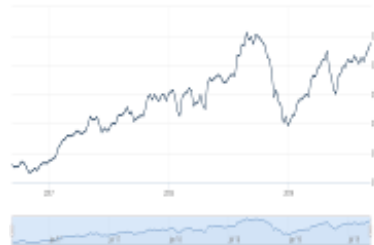
Square Inc. Cl A (SQ)



Viacom Inc. Cl B (VIAB)



Apple Inc. (AAPL)



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】

ソフトウェア関連銘柄が苦戦する中、アドビは決算発表を迎える

■ バブルの様相だった 7 月のソフトウェア銘柄

今年に入ってから情報技術セクターの上昇をけん引してきたソフトウェア銘柄だが、現在は乱気流に突入している。ソフトウェア大手マイクロソフト (MSFT)、顧客情報管理サービス大手セールスフォース・ドットコム (CRM)、文書・画像処理ソフト大手アドビ (ADBE) など構成される S&P500 ソフトウェア・サービス指数は 7 月のピーク時以来 4% 以上下落し、その他の情報技術セクターをアンダーパフォームしている。



先週は市場の上昇基調が停滞したが、特に打撃を受けたのがソフトウェア銘柄だった。上場投資信託 (ETF) である i シェアーズ・エクспанデッド・テック・ソフトウェア・セクターETF (IGV) は 9 日、市場がどうにか上昇したにもかかわらず、1.5% 下落している。

本誌は、ソフトウェア銘柄が 7 月にピークを迎えたまさにその時、バブルの様相だと警鐘を鳴らした (7 月 29 日号)。ソフトウェア銘柄の多くはほぼ利益を上げていないか赤字でありながら、株価売上高倍率 (PSR) は 7 倍以上となっていた (これに対し S&P500 指数の PSR は 2 倍)。この記事以来、i シェアーズ・エクспанデッド・テック・ソフトウェア・セクターETF は 7% 下落している。

投資家は、17 日の取引終了後に発表予定のアドビの決算で消化すべき新たな情報を得ることになる。ウォール街は、前年同期比で 20% 以上の増収と 14% の増益と今期も好業績が続くことを予想しているにもかかわらず、株価は 7 月のピーク時から 11% 下落している。

アドビはウォール街の予想を上回る業績を上げてきた。ファクトセットによると、同社の 1 株当たり利益 (EPS) は、過去 21 四半期中、20 四半期でコンセンサスを上回った。同期間に株価は 312% 上昇している。直近の株価は 278 ドルで、今後 12 カ月の予想利益に基づく株価収益率 (PER) は 30 倍だ。これは同社の過去 5 年間の平均である 31 倍をわずかに下回る数字である。

■ 今週の予定

9 月 16 日 (月)

- ・ 東京株式市場は、敬老の日の祝日で休場。
- ・ 飲料大手コカ・コーラ (KO) はロンドンで投資家向け説明会を開催し、サステナビリティへの取り組みについて説明。
- ・ ニューヨーク連銀が、9 月のニューヨーク州製造業景況指数を発表。コンセンサスは 4.0 (8 月は 4.8)。

9 月 17 日 (火)

- ・ 文書・画像処理ソフト大手のアドビ (ADBE)、ペット関連の E コマースを手掛けるチューイー (CHWY)、宅配・航空貨物大手フェデックス (FDX) が四半期決算を発表
- ・ 半導体製造装置大手 KLA テンコール (KLAC)、住宅内装・建築用品メーカーのマスコ (MAS) がそれぞれニューヨークで投資家向け説明会を開催。
- ・ 第 74 回国連総会がニューヨークで開催。
- ・ 全米住宅建設業協会 (NAHB) が 9 月の住宅市場指数を発表。コンセンサスは、8 月と同水準の 66。今後 6 カ月は、一戸建て住宅市場は引き続き活況との見通しを示している。

9 月 18 日 (水)

- ・ 大手食品ゼネラル・ミルズ (GIS) が 2020 年度第 1 四半期決算を発表。

- ・ 8 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 125 万件で 7 月の 119 万件から増加、住宅着工許可件数は同 130 万件と、7 月とほぼ同水準となる見込み。

9 月 19 日 (木)

- ・ 外食大手ダーデン・レストランズ (DRI) がコンファレンスコールで四半期決算を発表。
- ・ イングランド銀行 (英中央銀行、BOE) と日銀が政策金利を発表。短期政策金利はそれぞれ現行の 0.75%、マイナス 0.1%を維持すると見られる。
- ・ スポーツ用品大手ナイキ (NKE) はオレゴン州ビーバートンで年次株主総会を開催。
- ・ トラック製造大手ナビスター・インターナショナル (NAV) はイリノイ州ライルで、ハードディスクドライブ製造のシーゲイト・テクノロジー (STX) はニューヨークで株主向け説明会を開催。
- ・ コンファレンス・ボードが 8 月の景気先行指数を発表。エコノミストは、前月比 0.1%上昇を予想 (7 月は同 0.5%上昇)。
- ・ 全米不動産協会 (NAR) が 8 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、7 月と同水準の 540 万戸。

9 月 20 日 (金)

- ・ 米連邦準備制度理事会 (FRB) が第 2 四半期の家計資産報告を発表。第 1 四半期は 4.5%増の 108 兆 6000 億ドルと、2004 年以来の上昇率となった。第 2 四半期の伸びはこれを下回ると予想。ちなみに S&P500 指数の第 1 四半期のリターンは 13.6%、第 2 四半期は 4.3%。

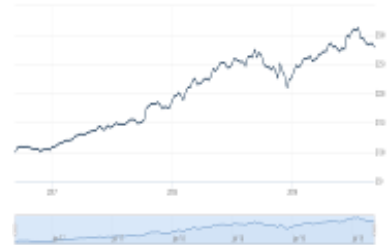
Microsoft Corp. (MSFT)



Salesforce.com Inc. (CRM)



Adobe Inc. (ADBE)



iShares Expanded Tech-Software Sector ETF (IGV)



チャートは 3 年

By EVIE LIU
(Source: Dow Jones)

2019 年 特集記事年間予定表

Special News Reports

January

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

February

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

March

4 ETF Feature
7 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
13 Roundtable: Biotech Investing
20 Income Investing
27 Technology
30 Top CEOs

June

3 ETF Feature
10 Retirement Quarterly
17 Top 100 Women Financial Advisors
24 Penta
30 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
16 Penta
23 Outlook: Where to Invest in 2020



THIS WEEK'S MAGAZINE

COVER

Railroad Stocks Could Run Out of Steam

Cost-cutting is boosting profits for North American railroads, but declining freight volumes and increasing competition from truckers may pull the brakes on growth.

FEATURE

U-Haul Parent Company Stock Is One of the Market's Better Kept Secrets. Why It's Time to Buy.

Amerco also has a growing self-storage business that is underappreciated by investors

FEATURE

1. Coach Parent Tapestry Could See a Turnaround

The accessories company has endured an awful year. But strong cash flow and continued success at Coach bode well for investors.

FEATURE

The New King of TV on His Vision for CBS and Viacom

Bob Bakish, tapped to lead the recombined CBS and Viacom, makes the case for the new stock. And he vows to avoid a dilutive M&A spree.

INCOME INVESTING

Dividends Are Now Part of the Oil-Stock Playbook

Exploration-and-production companies typically haven't prioritized dividends and share buybacks. There are signs that's shifting as companies like Parsley Energy have initiated payouts and others like Pioneer Natural Resources have boosted theirs.

THE TRADER

2. Value Stocks Stage a Long-Awaited Comeback as the Dow Gains 422 Points

It was a week when everything that had been working stopped working, when losers were suddenly winners. Value and small-cap stocks gained, while momentum stocks fell.

2. United Airlines Stock Could Get a Boost After a Short Squeeze

With the market's sudden lurch toward value stocks, some big names with lots of short interest could see a nice bump. We survey the field.

TOP INDEPENDENTS

3. Barron's Top 100 Independent Advisors: Scott Hanson Values Nonfinancial Goals Too

Scott Hanson recognizes that a big problem for a lot of people in retirement is that they haven't laid out their life's goals and are left feeling deflated and unhappy.

3. Barron's Top 100 Independent Advisors: Sarat Sethi Says Financials and Energy Could Grow

Sarat Sethi explains why financial stocks will do better than you think and points out what to avoid in fixed income.

3. Barron's Top 100 Independent Advisors: Lisette Cooper Is Going More Active

How Lisette Cooper embraced family and pivoted her firm away from its institutional origins.

4. RIA Firms Say Bigger Is Better — But What Happens to the Client?

Independent advisors are acquiring and merging with abandon. What does that mean for the client?

5. Are RIA Firms Growing Too Fast?

RIA firms are acquiring and merging and consolidating at a rapid pace. Sometimes that's good for both the firm and the clients. Sometimes there are problems.

TECH TRADER

6. Apple's TV Service Could Be a Flop

Apple shares are up nearly 40% in 2019, largely because of excitement around Apple services like TV streaming. Why that could end badly.

THE ECONOMY

Blame Argentina's Economic Crisis on Repeated Mistakes

The Macri government inherited a teetering economy and made things worse by borrowing heavily. Once things went bad, again, the International Monetary Fund compounded the problems with overly optimistic assumptions of the sort made in its Greek rescue efforts.

Q&A

7. Why China and the U.S. Face Similar Pressures to Resolve Trade Tensions

China needs to shore up its economy and stabilize its markets ahead of a series of important anniversaries. What that means for investors—and for the Hong Kong protests.

UP AND DOWN WALL STREET

8. Are Central Banks Losing Their Economic Clout?

STREETWISE

9. Value Finally Replaces Growth. But Will This Hate Rotation Last?

FUNDS

Bitcoin ETFs Might Finally Get SEC Approval

CURRENT YIELD

Jim Grant: The Endgame for the Bull Market in Bonds

COMMODITIES CORNER

China and Russia's Central Banks Are Buying Gold

EMERGING MARKETS

Emerging Market Bonds May Take a Breather Before Next Rally

FACTOR INVESTING

What's Behind the Stock Market's Great Rotation

REVIEW

Apple Is Becoming a Camera Company. It's Smarter Than Everyone Thought.

PREVIEW

10. With Software Stocks Struggling, the Attention Turns to Adobe

MAILBAG

Letters to the Editor

『バロنز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نز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نز拾い読み』 (2019 年 9 月 16 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