

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 November 25

1. **A New Strategy Makes Pfizer Worth Another Look** 新たな戦略→ P.2 【ファイザー】
バイオ医薬品専業企業への転換によって変われるか
2. **The Bull Market could still end in 2020** 強気相場は2020年に終わるか→ P.6 【株式市場展望】
それに備えるには
3. **Charles Schwab Stock Could Surge After a TD Ameritrade Deal** 業界再編→ P.7 【米証券】
チャールズ・シュワブが TD アメリトレードを買収へ
4. **Cboe Wants to Install a Speed Bump on a Stock Exchange** 取引速度制限→ P.9 【CBOE】
CBOE の取引速度制限導入案に異論続出
5. **The Trader** 高値圏だが上げ一服→ P.11 【米国株式市場】
米中貿易協議の不透明感が好材料を織り込んだ市場の重しとなる
6. **Next Generation Will Reshape the World Order** 次世代と新世界秩序→ P.13 【インタビュー】
中国通は、若い世代が世界秩序を変えていくと考えている
7. **Up and Down Wall Street** 多大な感謝を→ P.16 【コラム】
株価上昇の背景 米国債にリスク
8. **The Cloud's Disruption Is Far From Over** クラウドが生む新たな敗者→ P.18 【ハイテク】
拡張の容易さを手に入れたクラウド、仮想ソフトウェアの VM ウェアに大きなリスク
9. **Morningstar Has Revamped Its Ratings** 格付けシステムの刷新→ P.20 【モーニングスター】
シェアクラス別の格付けにより格下げが続出
10. **Preview** 今週の予定→ P.22 【経済関連スケジュール】
感謝祭前後に株価が好調となりやすい一つの理由

※ 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. A New Strategy Makes Pfizer Worth Another Look 新たな戦略 バイオ医薬品専業企業への転換によって変わるか

【ファイザー】

■ 年初来のパフォーマンスはNYダウ構成企業の中で最悪

2000 年代初め、製薬大手ファイザー（PFE）は買収を通じて、ドラッグストアに並ぶほぼ全ての製品を取り扱うようになった。過去 20 年にわたり、同社はこれらの事業を着実に売却してきた。直近 12 カ月では、同社最後の消費者ブランドの売却と特許切れ医薬品部門のスピンオフを発表した。同社は数十年続いたビジネスモデルを捨てて、自社で開発または買収できる新薬からほとんどの収入を得ることになる。



戦略の移行は、焦点の絞り込みによって成長を加速させる基盤を築くが、リスクも存在する。特許切れ医薬品部門のアップジョンは、消費者部門と合わせて今年第 1 四半期の売上高の約 30% を占める。アップジョンのスピンオフ発表後、ファイザーの時価総額は 1 週間で 280 億ドル減少した。アップジョンはジェネリック医薬品会社マイラン（MYL）と統合し、世界最大クラスのジェネリック医薬品会社となる。ファイザーの 21 日終値は 37.74 ドルで、2019 年初来のパフォーマンスはダウ工業株 30 種平均（NY ダウ）構成銘柄で最悪のマイナス 14% である。

しかし、ある程度リスクを許容できる投資家にとっては、現在のファイザーは魅力的に見える。過去 5 年の予想株価収益率（PER）は平均 13.6 倍で、同業他社のジョンソン・エンド・ジョンソン（J&J、ティッカーは JNJ）、イーライ・リリー（LLY）、メルク（MRK）などを下回っている。経営陣は今後 5 年間の売上高の伸びが年 6% になると述べている。現在の株価は、スピンオフされる企業の価値を約 2.50 ドルと織り込んでいる。この金額を除くと、スピンオフ後の本体の 2020 年予想 PER は 15.5~16 倍程度である。これはノバルティス（NVS）やメルクといった高成長の製薬会社に並ぶ水準だ。

ファイザーの成長は同社が大きな科学的進歩を遂げることが前提となっているが、そのような進歩は難しい課題だ。ウォール街の投資家は、多額の売上高をもたらすブロックバスター医薬品（超大型新薬）の開発が以前よりも困難になっていることを懸念している。ガベリ・ファンズのポートフォリオマネジャー、ジェフ・ジョナス氏は、「特に大規模な領域の多くでは、既に開拓が進んでしまった」と話す。

ギリシャ出身の獣医師で、長年にわたりファイザーの経営幹部を務めてきたアルバート・ブーラ氏も、同じ懸念を持つ者の 1 人だ。同氏は 2 年前、「ブロックバスター、医師の好み、漸進的なイノベーションに基づく

Pfizer Inc.

PFE • NYSE



Source: FactSet

As of Nov. 22, 6:30 p.m. ET

く従来の製薬会社のビジネスモデルは、今や混乱状態だ」と述べている。今年 1 月に最高経営責任者（CEO）に就任したブーラ氏は、ブロックバスターに基づくビジネスモデルをファイザーの唯一の収益源として機能させるという賭けに出た。

投資家にとっての疑問は、アップジョンや消費者ブランドといった安全ベルトがない状態で、ファイザーが上へと登っていけるかという点だ。

■ 意思決定の権限を委譲してスピードアップを目指す

マサチューセッツ州ケンブリッジ、ケンドール・スクエアの光学顕微鏡ラボは、ファイザーが誇る最高の顕微鏡を所有している。このラボの機器では、細胞が動く様子をリアルタイムで観察したり、マウスの内臓をパッケージのようにプレートに並べた画像を撮影したり、マウスの脳を 2 ミリの大きさに切った切片を、回転する 3D の色付きモデルとして可視化したりすることができる。

バイオテクノロジー業界にとってのケンドール・スクエアは、英国首相にとってのオックスフォード大学のようなものだ。ほとんどの有名バイオテクノロジー企業が、この地で研究に時間を費やしてきた。ファイザーは 2014 年に、他の拠点から一部の機能をケンドール・スクエアに移転した。時価総額 2000 億ドルを超える巨大企業に所属するだけあって、ラボには小規模なバイオテクノロジー企業が買えないような高級品がそろっている。

このラボは、ファイザーのミカエル・ドルステン最高科学責任者が主導してきた研究開発（R&D）部門の再建の要となる存在でもある。同氏の考えは、ファイザーをバイオテクノロジー企業に近づけるといえるものだ。同氏は研究関連の意思決定権限のほとんどを、疾病分野ごとの部門へと委譲するという。これにより、ファイザー社内に仮想的なバイオテクノロジー企業が存在するかのような状態になる。この戦略の意図は、ファイザーがより迅速に動けるようになることだ。同氏は「当社は研究の早期段階で勝ち組を選び、負け組を捨てる方法を検討してきた。社内で権限を委譲することで、小規模な企業の勢いを維持したい」と語る。

しかし、年間売上高が 500 億ドル（最大規模のバイオテクノロジー企業の 2 倍以上）に上るファイザーのような巨大企業にとって、小規模な企業のように思考するのは難題だ。今年 6 月、ファイザーはバイオテクノロジー会社アレイ・バイオフーマを買収すると発表した。ファイザーはアレイの一部を自社の既存チームに統合したが、コロラド州の研究拠点については分離状態を維持した。ドルステン氏は、アレイをファイザーから（あるいはファイザーをアレイから）守っているのかと聞かれて、「二つの組織から最高の部分を引き出そうとしている」と述べるにとどまった。

どんなに資本が潤沢な研究部門でも、新たなブロックバスターのパイプラインを安定的に生み出すことは難しい。最近のファイザーは、その事実をこれ以上ないほど明確に示している。今年 6 月、神経痛治療薬のブロックバスターであるリリカについて、ファイザーの米国特許が期限切れを迎えた。今後は 2026 年まで、ファイザーの主力医薬品が特許満了となることはない。

これは良いニュースのように聞こえるが、ファイザーにとっては深刻な問題を示唆している。通常であれば、製薬会社は新製品を安定的に生み出しており、特許の期限は定期的に満了する。ファイザーの場合、一斉に期限切れを迎えるのだ。ブーラ CEO は本誌インタビューで、「6 年にわたって特許が期限切れにならないということは、当社が 6 年間何も発売してこなかったということだ」と認めた。

The Pharma Lot

How Pfizer stacks up against its peers

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	2020E P/E	Dividend Yield	Market Value (bil)
Pfizer / PFE	\$37.74	-13.50%	15.5*	3.80%	\$208.90
Eli Lilly / LLY	114.75	-0.8	17.3	2.2	110.2
Merck / MRK	85.46	11.8	15.2	2.9	217.6
Novartis / NVS	90.53	19.9	15.6	3.1	228.8

*J.P. Morgan estimated P/E for the remaining company. E=Estimate.

Sources: Bloomberg; J.P. Morgan

R&D の低迷期は 1990 年代末に始まり、2000 年代の大部分にわたって続いた。しかし、今回は失敗する余裕がない。2026 年から 2029 年にかけて、同社では五つの主力医薬品が特許切れとなる。JP モルガンのアナリストであるクリストファー・ショット氏は、特許切れによる売上高の減少が 2026 年に 30 億ドル、2027 年に 61 億ドル、2028 年には 47 億ドルになると推定している。これだけの売上高が失われる時、ファイザーには、クッションとなるジェネリック医薬品部門も消費者向けヘルスケア用品部門も存在しない。

開発するか買収するかにかかわらず、ファイザーは 2020 年代半ばまでに 10 億ドル規模の医薬品を幾つか獲得する必要がある。それが可能かどうかには株価の行方は懸かっている。

■ 薬価をめぐる圧力が妨げとなる可能性は低い

第 2 四半期、中国におけるアップジョンの売上高は 20% 減少した。これは中国当局がジェネリック医薬品の新たな調達プログラムを開始し、多国籍製薬会社に大きな価格圧力がかかったためであった。ブーラ CEO は、売上高の面で大きな打撃を受けたことが、アップジョンを分離する決断につながったという見方を否定した。同氏は、中国事業の課題は長年にわたって予期されていたものであり、まさにこの問題に備えて、アップジョンを半独立的な部門として立ち上げたのだという。しかし、中国における売上高の低迷が、スピノフの時期を早めたのではないかと想像せずにはいられない。

ファイザーの後期パイプラインにおいて最大の存在は、乳がん治療薬のイブランスである。イブランスは既に転移性乳がん治療の承認を得ている。来年、同社はいわゆるアジュバント療法（腫瘍の主な治療の後に、治療効果を高めるために行う治療）における同薬の臨床試験結果を公表する。アジュバント療法の市場は転移性がんの市場に比べて非常に大きく、ポテンシャルは膨大である。モルガン・スタンレーのデービッド・ライジンガー氏によれば、イブランスが米食品医薬品局（FDA）から承認を得れば、2023 年までにアジュバント療法向けの売上高だけで 40 億ドルに達する可能性がある。

その他にも、ファイザーは肝炎、ウィルソン病、デュシェンヌ型筋ジストロフィーの遺伝子治療や、さまざまな抗炎症薬、がん治療薬に取り組んでいる。同社はバイオシミラー（後発バイオ医薬品）も開発しており、病院向けの注射薬や抗感染症薬の販売も続ける。ブーラ CEO は、パイプラインのリスクは相対的なものであり、「この事業が安全であることはあり得ない」と語る。それでも、同社は研究が失敗する可能性を織り込んでいるという。同氏は「当社が成長率を 6% と予想する場合、全てが成功することを想定してはいない。全て成功するならば、成長率は 12% になるはずだ」と話す。

In the Pipeline

Here are some of Pfizer's potential drug blockbusters that could come to market in the next five years

Drug	Stage
Clostridium difficile vaccine	Phase 3 trial ongoing
Pneumococcal vaccine for adults	Phase 3 trial ongoing
Tanezumab painkiller for osteoarthritis	Preparing regulatory submission
Ibrance in early breast cancer	Phase 3 trial ongoing
New indications for cancer drug Xtandi	Two indications in Phase 3, one submitted for FDA review
JAK3/Tec inhibitor for alopecia areata	Phase 3 trial ongoing
JAK1 inhibitor for atopic dermatitis	Phase 3 trial ongoing

Source: company reports

R&D が投資家にとって価値あるものとなるのは、企業が医薬品を販売して投資を取り戻せる場合に限られる。ブロックバスターに基づくビジネスモデルの重要なピースの一つは、特許の存続期間にわたって、医薬品の価格を定期的に引き上げられるということだった。しかし、ファイザーは、業界の他の企業と同様に、価格設定方式をめぐる圧力の高まりに直面している。

10 月、非営利組織の臨床経済的評価研究所 (ICER) は、ファイザーが過去 2 年でリリカの卸売取得費用を臨床的根拠なく 28.3%引き上げたと指摘した。ICER によれば、この値上げは医療制度にとって 6 億 8800 万ドルの負担となった。ファイザーは、ICER のレポートには「手法上の制約」があり、リリカが患者に提供する価値を十分に反映していないと述べた。

こうした値上げは大衆の怒りを買っており、値上げを標的としたさまざまな提案につながっている。しかし、専門家は、製薬会社の価格設定力を制限する法令は、必ずしも可決されるとは限らないという。カイザー・ファミリー財団のジュリエット・キューバンスキー氏は、「製薬業界は多額を費やして、こうした法案に反対するロビー活動を実施しており、これまで気に入らない政策をうまく排除してきた」と指摘する。

■ 配当株からグロース株へ

ファイザーの新薬開発能力はドルステン氏の下で上昇傾向にある。問題はそれが十分に優れたものとなるか、そして十分に迅速化されるかという点だ。JP モルガンのショット氏は、「バイオ製薬専門企業のメリットは、パイプラインが機能すれば成長のスピードが大幅に速くなる点だ。機能しない場合、バリュエーションは妥当な水準よりも高くなり、事業リスクも高まる」と語る。

ファイザーのリスクは明確である。イブランスのアジュバント療法における臨床試験で失敗した場合や、その他の比較的無名なパイプラインで失敗が続いた場合、同社の信頼性は揺らぐだろう。ショット氏は、潜在的な成長性は認めているものの、懐疑的な見方を取る。同氏はファイザーの投資判断を「中立」としており、9 月のレポートでは「バリュエーションが先走っている」と指摘した。同氏は「パイプラインの中には興味深い機会が幾つか存在するが、依然としてリスク削減が必要だ」と語る。

それでも、株価は比較的割安なので、リスクを取る価値はあるかもしれない。売上高の増加によって、さえない製薬会社は注目株に変わる可能性がある。ファイザーへの投資の性質は、スピンオフ前とは異なるものになるだろう。同社はファイザーとスピンオフ企業の間で配当を分割する予定で、経営幹部は増配のペースが短期的に鈍化する見込みだと述べている。ファイザーは配当株からグロース株へと変われるだろうか。

ドルステン氏はこう述べている。「もしわれわれがリスクを勇敢に受け入れてこなかったならば、イノベティブで画期的な医薬品を製造することはなかっただろう。それはわれわれの愛することであり、私がキャリアを通じてやってきたことだ。そして、その時にこそ当社は繁栄する」

Pfizer Inc. (PFE)



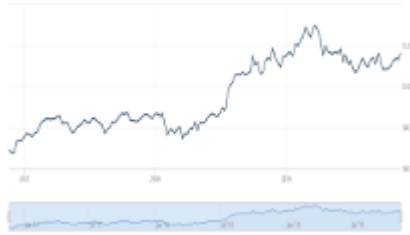
Mylan N.V. (MYL)



Johnson & Johnson (JNJ)



Eli Lilly & Co. (LLY)

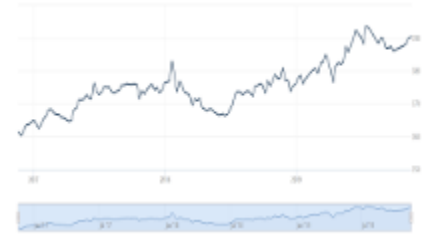


チャートは3年

Merck & Co. Inc. (MRK)



Novartis AG ADR (NVS)



By JOSH NATHAN-KAZIS
(Source: Dow Jones)

2. The Bull Market could still end in 2020 強気相場は 2020 年に終わるか 【株式市場展望】 それに備えるには

■ 強気相場が継続

これまで米連邦準備制度理事会 (FRB) は利下げを 3 回行い、景気後退は回避されてきた。米国と中国との貿易交渉が徐々に前進する中で、設備投資が景気を復活させ、押し上げる可能性がある。また時を同じくして S&P500 指数は史上最高値を更新した。

この強気相場が 2009 年に始まって以来、その終えんを予測する声が聞かれてきた。2010 年の欧州債務危機から始まり、2011 年の米国の債務上限問題、中国の人民元の切り下げ、そして、2018 年の利上げをきっかけとした株式相場の急落後も、弱気派は強気相場が終わったと述べてきたが、その度に市場は反発し、高値を更新してきた。



■ 逆イールドの出現

イールドカーブは、短期金利が長期国債利回りを上回った状態を逆イールドと言い、金融政策が過度に「タイト」であることを意味する。2018 年 6 月に本誌カバーストーリーで「なぜ強気相場が 2020 年に終わりを迎える可能性があるのか?」を取り上げた理由の一つが 2019 年に逆イールドが発生する可能性があると考えたからである。

イールドカーブについては、強気相場の最初の 10 年間は順イールドであったが、今年初めに変化した。逆イールドが生じた時に市場はパニックになったが、現在では順イールドに戻っており、弱気相場の可能性は考慮しなくなったように見える。「イールドカーブは 12~18 カ月後の問題を予測するので、すぐに景気後退が発生するわけではない」と、エクイティリサーチ会社 MKM パートナーズの市場ストラテジストであるマイケル・ダーダ氏は言う。同様に正常化したイールドカーブも、明確なシグナルを発信しているわけではない。同氏によれば、景気後退が回避されたかは少なくとも来年の夏までは分からず、ソフトランディングのストーリーが引き続き展開するかどうかを判断するのは時期尚早だという。

■ 経済データの悪化

金利の上昇がもたらした影響は、経済指標に現れ始めている。コンファレンス・ボードの景気先行指数は 10 月に前年比 0.3% 上昇したが、これは 2016 年 6 月以来で最も遅いペースである。米国経済は、アトランタ連銀の GDP ナウが正しければ、第 4 四半期は 0.4% の成長にとどまるもようだ。

市場の期待は、米国と中国が貿易協定を締結し、設備投資を昨年 1%削減した企業が再び投資を増やすことだ。それは希望的観測かもしれないが、米中両国が貿易協定を締結する保証がないからというだけではない。ドイツ銀行のチーフエコノミストである、トルステン・スローク氏によれば、2018 年の FRB の利上げによって設備投資が抑制されたことはほぼ確実で、2020 年の大統領選挙もまた、設備投資の加速を阻むもう一つのリスクになる可能性があるという指摘する。

また、企業が支出を抑えるようになれば、雇用に影響を与える可能性がある。

求人労働異動調査によれば、求人件数は 2018 年 11 月のピークの 760 万件から今年 9 月には 700 万件に減少した。「企業が設備投資を削減する時には他の支出も削減する」と、グラスキン・シェフのチーフエコノミストのデービッド・ローゼンバーグ氏は言う。

Last Hurrah for the Bull?

With stocks at a record high, there's good reason to think 2020 will be tougher—much tougher. How to stay invested for some more gains while preparing for the possible end of the bull market.

S&P 500



Sources: FactSet; Bloomberg

Sources: FactSet; Bloomberg

0.4%

Atlanta Fed estimate for fourth-quarter U.S. economic growth, the worst since 2015

0.3%

Year-over-year growth in Conference Board leading indicators, slowest since 2016

5%

Year-over-year drop in job openings, a sign companies are less interested in hiring

■ 市場センチメントが依然として良好な中での推奨投資先

奇妙なことに、経済データが悪化しているように見える中でも、市場センチメントは改善しているようである。11 月 13 日までの 3 週間で約 325 億ドルの資金が株式ファンドに流入したが、これは 2018 年 2 月以来最大の額である。このような環境下で何に投資すべきか。MKM パートナーズのダーダ氏は、政治的リスクから 2019 年にアンダーパフォームしたヘルスケア株の購入を勧める。S&P500 指数のヘルスケア・セクター指数の予想株価収益率 (PER) は 16 倍で、これは S&P500 指数の 18 倍を下回り、ディフェンシブなセクターの中で最も割安である。

ローゼンバーグ氏は、強固なバランスシートを持ち、力強い経済成長に依存せず、負債の借り換えの必要がない企業や、配当が力強く伸び、十分なフリーキャッシュフローを生み出し、配当性向の低い企業の株式を購入することも勧めている。

By BEN LEVISON

(Source: Dow Jones)

3. Charles Schwab Stock Could Surge After a TD Ameritrade Deal 業界再編 【米証券】 チャールズ・シュワブが TD アメリトレードを買収へ

■ チャールズ・シュワブ、TD アメリトレードを買収へ

ネット証券大手のチャールズ・シュワブ (SCHW) と同業の TD アメリトレード・ホールディング (AMTD) の合併を市場は歓迎するだろう。先週、チャールズ・シュワブが TD アメリトレードを推定 280 億ドルで買収の意向との報道で、両社の株価は上昇した。両社が条件面で合意し、規制当局の承認が得られれば、合併後の新会社の資産は 5 兆ドルを超え、資産管理、アドバイザリー・サービス、トレーディングにまたがる大きな規模になる。長期的に見て、おそらくシュワブ株にとって利益となるだろう。



シュワブは 1220 万件の証券口座を持ち、登録投資顧問（RIA）の最大のカストディアンだ。さらには上場投資信託（ETF）の主要なスポンサーであり、業界最大級のロボアドバイザーでもある。銀行部門の受取利息が全社収益の 70%を稼いでいるが、金利の低下によってこの分野は圧迫を受けている。

顧客は、シュワブが推進に役買った株取引手数料無料サービスに魅せられて群がっている。同社は第 3 四半期に 36 万 3000 件の証券口座を新規獲得し、口座数は前年同期比 6%増となった。TD アメリトレードを買収すると、シュワブの証券口座は倍増し、1 兆 3000 億ドルの資産が増えることになる。株取引手数料が廃止された今、シュワブをはじめとするブローカーは株式取引から利益を得られなくなった。また、投資家が低コストのインデックス・ファンドやロボット・サービスに移行する中、その他の手数料も圧迫されている。

■ 合併の効果

ウォール街は合併を歓迎するだろう。モルガン・スタンレーのマイケル・キプリス氏は、シュワブの株価が今後 12 カ月間で、11 月 22 日の 47.5 ドルから、50 ドル台後半～60 ドル台前半まで上昇する可能性があると予想している。

業界再編は数十年にわたる傾向であり、総じてうまくいっている。証券会社はテクノロジーとバックオフィス機能の組み合わせなので、コスト削減の効果は計り知れない。ウェルズ・ファーゴのクリストファー・ハリス氏は、シュワブは合併によって TD アメリトレードの経費の約半分を削減できると見積もっている。

TD アメリトレードを 1 株当たり約 52 ドルで買収し、税引き後で 10 億ドルの利益を得たと仮定すると、合併後の会社の 2021 年の純利益は 62 億ドルに達し、1 株当たり利益（EPS）はコンセンサス予想を 19%上回る。もし合併がなかった場合、アナリストはシュワブの EPS が 2019 年から 2021 年にかけて 2%しか上昇しないと予想している。

■ 規制当局の動きと顧客への影響

それでは、規制当局がこの合併を阻止する可能性はあるだろうか。UBS のアナリスト、ブレナン・ホーケン氏によると、シュワブは手数料をゼロにした上に、「最も妨害された競争相手」に対して買収を仕掛けたため、反競争的な行為をしたとして非難される可能性もあるという。

しかしウェルズ・ファーゴのハリス氏は、合併後の新会社でも、34 兆ドル規模の個人向け証券および銀行預金市場の 20%未満しか支配しないこともあり、独占禁止法の問題は対処可能だとみている。

両社の顧客には、どのような影響があるだろうか。シュワブは TD アメリトレードが有する業界最高クラスの取引プラットフォームを廃止することはないだろうが、他の証券会社の顧客や RIA は、おそらくシュワブのプラットフォームに移行するだろう。合併後の新会社が規模と市場での影響力を生かして価格を引き上げ、小規模な RIA 向けサービスを縮小する可能性も懸念される。さらに一般論として言えば、市場に参入する企業が少ないほど、イノベーションも少なくなる可能性がある。

もしシュワブと TD アメリトレードが合併すれば、独立系の証券会社、トレーディングアプリ、ロボアドバイザーがはるかに大きなライバルと生き残りをかけて戦う中、合併がさらに進む可能性が高い。シュワブの株価は、資産と市場シェアが拡大すれば上昇するだろう。しかし、競争が少なくなる状況下で、顧客が恩恵を受けるかどうかは、あまり明確とはいえない。

Charles Schwab Corp. (SCHW)



TD Ameritrade Holding Corp. (AMTD)



チャートは3年

By DAREN FONDA
(Source: Dow Jones)

4. Cboe Wants to Install a Speed Bump on a Stock Exchange 取引速度制限 【CBOE】 CBOE の取引速度制限導入案に異論続出

■ CBOE の発注速度制限（スピードバンプ）導入案

マイケル・ルイス氏の著書「フラッシュ・ボーイズ 10 億分の 1 秒の男たち」の主人公が 2016 年に新しい取引所 IEX を開設した時、同取引所の高速取引をほんの一瞬減速させるという提案の是非についてウォール街の意見は割れた。しかし、今年 6 月に CBOE グローバル・マーケット（CBOE）が同社傘下の証券取引所の一つ EDGA 株式取引所にスピードバンプ（速度制限帯）を導入すると提案すると、ウォール街のほとんどが反対に回った。



IEX の時は支持に回ったミューチュアルファンドやブローカーも今回は証券取引委員会（SEC）に CBOE の計画を阻止するよう求めている。SEC のコメント用ウェブページに投稿されたウォール街関係者の意見は 6 対 1 で反対が賛成を上回っている。反対者の中には、ミューチュアルファンド業界を代表する米投資信託協会（ICI）、商工会議所、複数のヘッジファンド、および R.T.ロイヒトケーファー氏という名の影響力のあるマーケット・コメンテーターが含まれている。

T.ロウ・プライス（TROW）は IEX の速度制限は支持したが、CBOE の速度制限には反対している。同社トレーディング部門のバイスプレジデントであるメフメット・キナック氏は、CBOE が EDGA 株式取引所に発注速度制限を導入すると、高速取引企業が不利な取引を回避できるようになり、T.ロウ・プライスのような投資信託がそうした注文の直撃を受けることになるという。

■ CBOE の主張する導入目的と速度制限の非対称性

CBOE の SEC 提出資料によると、発注速度制限の目的は規模で劣るトレーダーが、超高速のマイクロ波リンクを介して市場データを取得する大規模トレーダーについていけるようにすることだ。こうした超高速リンクを構築するには、ほとんどのトレーダーが使用する光ファイバー接続の 10 倍以上の費用がかかるという。

IEX と CBOE で速度制限導入に対する反応が違うのは、制限の影響を受ける市場参加者が異なるためだ。IEX は全ての注文を 3 億 5000 万分の 1 秒だけ遅らせる。しかし CBOE の EDGA 市場における取引速度制限は非対称的なもので、流動性供給のため提示されるマーケットメーカーのスタンディングオーダーを標的とした発注のみが対象となる。同社によれば、マーケットメーカー以外のトレーダーからマーケットメーカーへの発注を 4000 分の 1 秒遅らせることによって、マーケットメーカーを保護するのだという。その間に、マーケットメーカーのコンピューターは、他の株式市場における株価や関連する先物価格、上場投資信託（ETF）の価格に不吉な兆候がないかスキャンし、提示価格を修正することで、不利な取引を回避できる。

■ CBOE 提案の支持派

今のところ EDGA の速度制限案に対し強い支持を表明しているのは 2 社だけだ。いずれも米国の株式市場に参入したのは比較的最近のことで、コンピューターを駆使した自己勘定取引の企業だ。シカゴ・トレーディング・カンパニーは先物およびオプションのマーケット・メイクを行っている。同社の市場構造責任者であるスティーブ・クラッチフィールド氏は、EDGA の発注速度制限が標的型のオーダーから同社を保護してくれるのであれば、マーケットメーカーとしてより大きな金額、より優れた価格でオーダーを出せるだろうと本誌に語った。XTX マーケッツは外国為替取引で知られるロンドンに拠点を置く会社だ。同社の米国部門責任者であるエリック・スワンソン氏は SEC に宛てた手紙で、「全てのマーケットメーカーにネットワーク速度で競争力を維持するための莫大 (ばくだい) な投資を行うよう期待するべきではない」と主張している。

■ 反対派の主張

CBOE は同社の提案はマーケットメーカーのためだとしているが、興味深いことに、その提案に最も強く反対しているのは株式市場最大のマーケットメーカーであるシタデル・セキュリティーズだ。同社は IEX の速度制限にも反対したが、その主張は通らなかった。シタデルで政府・規制政策分野の責任者を務めているスティーブン・バーガー氏は書面によるコメントで、CBOE の非対称的な発注速度制限が導入されると、表示されている流動性が実態のないものになってしまうと主張している。取引所をまたがって大口の注文をする投資家は、EDGA では発注が処理される前に提示されていた価格が消滅するのを見るようになるという。

シタデルが 10 月 21 日に提出したコメントには、同様の速度制限を採用したトロントの取引所 TSX アルファにおける「提示価格の消滅」問題に関する分析が紹介されている。2015 年に非対称的速度制限が導入されて以降、複数の取引所あてに発注された取引の 70% 以上が同取引所では執行されることなくキャンセルされた。シタデルによれば、他の取引所ではこの数字は 30% 未満にすぎない。CBOE の速度制限の主な受益者は、XTX やシカゴ・トレーディングのようなコンピューター化された自己勘定取引の会社だとシタデルは言う。

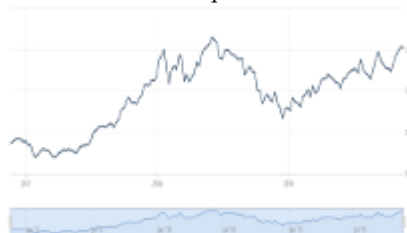
懸念を示すオブザーバーの 1 人がロイヒトケーファー氏だ。同氏は 10 年以上にわたって、高速取引の規制に関して機知に富んだコメントレターを提出してきている。同氏の主張は明らかに経験に裏打ちされたものであり、業界内の論者や SEC から真剣に受け止められている。これは、「ロイヒトケーファー」がペンネーム (ドイツ語でホテルの意味) であることを考えると驚くべきことだ。同氏はコメントで、28 ページにわたって緻密な議論を展開し、CBOE の主張をズタズタにした。同氏は EDGA の速度制限が承認された場合、米国の他の取引所も追随し、全市場が提示株価による約定を回避し始めると、コンピューター化されたマーケットメーカーは、他のトレーダーから年間 10 億ドルをせしめることになるかと推定する。

こうした懸念に対し CBOE は、EDGA が他の取引所よりも優れた価格を提示していても、ブローカーは EDGA のマーケットメーカーに発注をする必要はないという裁定をしてはどうかと SEC に提案している。しかし、RBC キャピタル・マーケッツなどのブローカーは SEC に対し、EDGA で提示されている価格を無視すれば、「最良の内容で発注を執行したか」という疑念が生じかねず、顧客とトラブルになる可能性があるとして主張している。CBOE の米国株責任者アダム・インジリルロ氏も、EDGA が速度制限を導入すればブローカーも株式発注の執行戦略を見直さざるを得なくなる可能性があるかと認めている。しかし同氏は、「物事に真に決着をつける唯一の方法は、実際にやってみることだ」と主張する。SEC は、CBOE の 6 月 3 日付の提案に対し 2020 年 2 月下旬までに決定を下さなければならない。SEC は本誌のコメント要請に応じなかった。

Cboe Global Markets Inc. (CBOE)



T. Rowe Price Group Inc. (TROW)



チャートは 3 年

By BILL ALPERT
(Source: Dow Jones)

5. The Trader 高値圏だが上げ一服 米中貿易協議の不透明感が好材料を織り込んだ市場の重しとなる

【米国株式市場】

■ 貿易交渉は楽観できないが、悲観的でもない

貿易戦争の終結は難しいと投資家が思い知らされたことを受けて、史上最高値の更新を続けていた米国の株価指数は週間ベースの上昇基調が先週途切れた。



A phase-one trade agreement would target some low-hanging fruit.

2 年近くになる貿易戦争での一部の「原則的な合意」を米国が発表してから 1 カ月以上が経過したのに、米中貿易交渉は「第一段階」の基本的なポイントで足踏みしている。知的財産権や既存の関税の縮小などのより厄介な問題を扱う段階と比較すれば、第一段階の合意は、中国への農産物の輸出と米国が計画している関税の実施の延期という簡単なものだ。それでも、限られた問題を扱う第一段階の合意さえも来年まで結論が出ないようにみえる。

こうした状況を受けて、先週の主要株価指数は下落した。S&P500 指数は 0.3% 安の 3110.29 となり、ダウ工業株 30 種平均 (NY ダウ) は 0.5% 安の 2 万 7875 ドル 62 セントで引けた。ナスダック総合指数は 0.2% の下落で 8519.88 となり、小型株のラッセル 2000 指数は 0.5% 安の 1588.94 で週末を迎えた。

米中の貿易関係の改善に対する楽観的な見通しはほぼ市場に織り込まれたと思われ、ここからの株価上昇には両国から具体的で詳細な譲歩案が示される必要があるようだ。CIBC プライベート・ウェルス・マネジメントの最高投資責任者 (CIO) であるデーブ・ドナベディアン氏は「米中の両国関係に対しては、経済面、外交面、軍事面で 30 年間続くような競争状態だと考えている」と述べ、「当社は幅広い構造的な合意に対する大きな期待は抱いていないものの、貿易問題が 2020 年は少なくとも棚上げされて論争が激化しないことに市場は満足すると考えている」と続けた。

■ 来年に向けたバリュエーションの考察

貿易問題が改善する可能性に加え、米連邦準備制度理事会 (FRB) による緩和的な金融政策、予想を上回る第 3 四半期の企業業績、そして後退局面に陥ることがなさそうな経済状況が追い風となり、米国株式市場は最近大きく上昇した。主要株価指数の配当を含む年初来のパフォーマンスは優に 20% を超えている。

しかし、感謝祭の休日が終わると投資家は来年のことを考え出す。銀行の調査部は来年の見通しを大量に作成し、資産運用マネジャーは 2020 年のポジションはどうするのかという顧客からの問いへの対応に忙しい。

現時点で来年に向けた好材料は株式のバリュエーションにほぼ織り込まれているようだ。S&P500 指数の予想株価収益率 (PER) は 18 倍で、長期平均を大きく上回っている。今年は 1 株当たり利益 (EPS) の伸びがほとんどなかったため、株価上昇のけん引役はほぼバリュエーションの上昇だった。年初来の S&P500 指数の約 26% のリターンの内訳は、20 ポイント超が PER の上昇によるもので、3 ポイントが増益、2 ポイントが配当によるものだ。

ソシエテ・ジェネラルの株式ストラテジストは先週、「これは持続可能な状況だろうか」という疑問を発したが、おそらく持続可能ではないだろう。ただし、債券利回りが現在の低水準にとどまり、FRB が予見可能な将来において政策金利を一定に保つのであれば、PER は必ずしも低下するわけではない。そして企業業績が再び成長すれば、株価は来年も上昇が見込まれる。

ウォール街のコンセンサスでは S&P500 指数の EPS が来年 9%増益になると予想されている。しかし 10 月時点の 11%増益の見通しからは低下しており、予想修正の過去の状況を勘案すると、増益率は最終的に 5%を下回ると、クレディ・スイスのチーフ米国株ストラテジストのジョナサン・ゴラブ氏は推測する。これに関して CIBC のドナベディアン氏は、2020 年に景気後退に陥らなければ可能な増益率だとみている。同氏は来年の S&P500 指数の EPS の伸びが 5~7%で、PER は同水準になると予想する。

同氏は「企業業績は増益率の底を過ぎており、2020 年は増益になるだろう。ただし、何らかの理由でそうならなければ、株式市場にとっては問題となる」と述べる。

■ CEO の交代

先週、通信会社 T モバイル US (TMUS) の最高経営責任者 (CEO) のジョン・レジェール氏が退任を発表したが、今年は企業のトップ経営陣の退任が多い年だった。再就職支援企業のチャレンジャー・グレイ・アンド・クリスマスによると、CEO の退任は過去最高だという。本誌の調査でも S&P500 指数採用企業の CEO が過去 2 年間で 108 人交代しており、また、56 人の現職 CEO は就任後 1 年経っていない。CEO の平均在任期間は数年前よりも短くなっている。

CEO 退任の理由は幾つかあり、まず、破壊的な業界環境に対応できずに業績が低迷した場合が挙げられる。電子商取引の脅威にさらされた小売業界やストリーミング配信が脅威となっているメディア企業のほか、代替肉の出現でクラフト・ハインツ (KHC) などの食品会社の戦略に投資家が疑問を持つようになり、同社では新しい CEO が就任した。

業績低迷だけが CEO 退任の理由ではなく、素晴らしい業績を上げた後に会社を去る CEO も多い。例えば大手スポーツ用品メーカーのナイキ (NKE) の CEO であるマーク・パーカー氏は年明けの退任を発表したが、同社を率いた 14 年間に、同社株のリターンは年率平均で 19%であり、ベンチマークの同 13%を上回る。その他、マクドナルド (MCD) の前 CEO が部下との関係を問われたような、不名誉な退任もある。

CEO の交代が株価に与える影響は、新 CEO の業績に応じてまちまちだ。学術論文では結論は出ていないが、問題企業は取締役会が行動を起こして CEO を交代させても問題企業のままだとの見方もある。一方、一部のバリュー投資家は CEO の交代を潜在的な投資機会だと考えており、例えば、複合企業ゼネラル・エレクトリック (GE) の CEO がラリー・カルプ氏に交代したときに GE 株を買った投資家もいる。ただし、2017 年 10 月から数えてカルプ氏は 3 番目の CEO だ。

現時点で退任の可能性が市場で注目されている CEO として、ストリーミング配信大手ネットフリックス (NFLX) のリード・ヘイスティングス氏と、電気自動車メーカーのテスラ (TSLA) の創業者で CEO であるイーロン・マスク氏が挙げられる。ヘイスティングス氏は 22 年間でネットフリックスを成功に導いてきたが、新たな競争激化に向けた CEO 交代に関する観測が出ている。11 年にわたりテスラを率いるマスク氏も競争環境が厳しくなる中で、生産工程の管掌を含む CEO 職は従来型の自動車メーカーの人材に任せるべきだとの声も上がっている。ただし、マスク氏に退任の気配は見られない。

このほか、コンピューター関連サービス大手の IBM (IBM) の CEO であるジニー・ロメッティ氏の去就も注目される。過去 5 年間の IBM 株価は、NY ダウの年率 12%上昇に対してほとんど上昇していなかったからだ。2018 年に大手ソフトウェア企業のレッド・ハットを 300 億ドル以上で買収したが、相乗効果がすぐに出ないと取締役会の議論が熱を帯びるかもしれない。



Corporate boards have been going to the bullpen for new CEOs in record numbers.

Dow Jones Industrial Average



S&P 500 Index



NASDAQ Composite Index



Barron's 400 Index



T-Mobile US Inc. (TMUS)



Kraft Heinz Co. (KHC)



Nike Inc. Cl B (NKE)



McDonald's Corp. (MCD)



General Electric Co. (GE)



Netflix Inc. (NFLX)



Tesla Inc. (TSLA)



International Business Machines Corp. (IBM)



チャートは3年

By NICHOLAS JASINSKI and
AL ROOT
(Source: Dow Jones)

6. Next Generation Will Reshape the World Order 次世代と新世界秩序 【インタビュー】 中国通は、若い世代が世界秩序を変えていくと考えている

■ 中国に関する通説を検証する

金刻羽氏は、北京で育ち、ハーバード大学を卒業し、現在はロンドン・スクール・オブ・エコノミクス（LSE）の助教授で、高級ブランドを展開するフィナンシエール・リシュモン（LVMH）の取締役を務める。父親はアジアインフラ投資銀行（AIIB）総裁。

本誌：中国に関する誤った通念の中でも大きなものは何か？

金氏：まず、中国経済の鈍化について、もちろん成長率は鈍化したけど、まだまだ大きな成長の余地がある。国民 1 人当たりの所得が 1 万ドルの国から 3 万ドルの国になろうとしている。また、中国がハイテクのリーダーだという考えも誤っており、分野によっては世界水準だが、まだトップとはいえない。リーダーになるには、制度が整い、国民の収入も増加する必要がある。技術やデザインを真似ることはできても、制度全体となると難しい。基礎研究やプロセスの革新、漸進的な技術革新、ニッチ分野などが必須条件だ。米国との貿易摩擦で中国の技術開発が加速し、研究開発に投入される資源が増えた。



Q：貿易といえば、貿易戦争に対する中国のアプローチはどうか、妥協の可能性は？

A：第一段階の合意は面子が重要と中国人はみている。現時点では理不尽で受け入れがたい要求がある。国営企業に関しては、生産能力過剰のためのみち縮小する意向だ。産業政策は各国独自の政策をとる権利があるはずだ。知的所有権に関しての法的枠組みは特に同程度の所得の国の中では最も包括的なもので、特許許諾数も非常に多い。国家として知的所有権の保護を強化し、加速しようとしている。しかし、他人のアイデアを真似ることが悪いとの考えは中国の文化として定着していない。まず教育から始めないといけない。

■ 新たなグローバル化の時代

Q：米中関係の仕切り直しはグローバル化にどういう意味があるか？

A：グローバル化に変化が起きる。ある国の技術標準、例えば次世代高速通信規格「5G」、基本ソフト（OS）、アプリケーションなどを採用するには、個人情報や各国のデータを共有する必要があるため、信頼が必要だ。これは物の取引とは違う点で、中国にとって非常に難しい課題となる。中国は世界に対して自国の意向を表明し、透明性を保つことは得意ではない。新しいグローバル化の時代には極めて重要なことなのだが。

Q：一部の中国企業はさらにグローバル化しようとしている。新しいグローバル化の枠組みではどうなるか？

A：米国と中国はそれぞれの市場で圧倒的な存在になるだろう。まだ残っている第三の部分も大きい。米国のライドシェア企業ウーバーと中国の滴滴出行（DiDi）の比較は興味深い。それぞれに得意なやり方がある。

Q：中国は米国の多国籍企業にとって、引き続き成長の源泉となるか？

A：新興国の中で中国は最も企業活動に配慮した国の一つであり続けるだろう。外国企業は最初大きな利益を得られたが、中国企業がより良い商品をより安く提供するため競争で負けた。高級消費財やサービス、教育、エンターテインメント、医療関係など依然として中国が輸入したいものもある。

Q：欧米のレンズで中国を見るだけなら見落としてしまうことは何か？

A：中国経済の鈍化や負債やシャドーバンキングの問題を取り上げることは正しいが、危機の可能性に関しては、自分たちと同じ尺度を使うのは正しくない。中国では国家が取り仕切ることができ、債権は国有銀行が持っており、国営企業はさまざまな相手に指示する能力があり、金融危機を食い止めている。米国では政府の使える手段は限られており、国民の目も厳しい。中国にはそういう問題はない。

Q：投資家はどのようなリスクを注視すればよいのか？

A：根本的な問題は、中国は依然として古い経済体制で、国営企業やコネのある民間企業に不適切な資源配分がなされ、資金が不動産やインフラに流れる。成長増強剤に頼り切った経済になっている。政府は、技術革新、民間企業、テクノロジーに根差した新しい経済モデルへと移行しようとしている。

Q：今後 12～18 カ月で中国が直面する最大のリスクは？

A：米中の長期的な緊張状態は、中国や世界の進む方向にとって非常に重要で、特にハイテク分野では影響が大きく、中国経済の動向に強く影響を与える。中国の経済成長率鈍化がニューノーマルになっているが、あまりに鈍化すると金融上の問題につながる。デフォルト（債務不履行）が急増すると、政府の介入も難しくなる。

■ 中国の若い世代

Q：中国のミレニアム世代は中国の政治や経済の将来にどのような役割を果たすのか？

A：パラダイムシフトが起きるだろう。テクノロジーや技術革新の目を見張る進展の結果、ミレニアム世代は中国人であることに誇りを持っている。必ずしも欧米に憧れたりしない。古い世代は、海外で成功してこそ成功のお墨付きと思っていたが、今やより多くのチャンスがある中国での成功こそ最終目標になっている。

Q：地政学的にみて、そのような変化はどういう意味があるか？

A：ミレニアム世代は、世界のルールは欧米が生み出した問題を解決するためのもので、グローバルな世界で新興国市場は発言権がないと感じている。新興国市場は今や重要度が高まっており、もっと発言権が欲しいと考える。これは根本的な変化だ。自分たちの制度やモデルで成功してきたわけだから、自国の方式に誇りを持っている。過去の世代は欧米に対して謙虚に耳を傾けた。世界貿易機関（WTO）加入時にはそのルールに従うため自分たちの制度を変更した。今や事情は変わり、自分の意見を主張したいと思っている。米国と違い、離脱すれば影響力が弱まるため、離脱しようとはしていない。

Q：中国のミレニアム世代は消費をけん引しているが、それが中国をどう変えるのか？

A：新しい世代は以前ほどリスクを避けようとせず、特に 1990 年代以降に生まれた世代は社会的意識も高い。古い世代は消費や物質主義で満足していたが、今やそれよりも高い目的を探し求めている。中国が世界最大の消費国になろうとする中、若い世代が企業や政府のあり方を変えていくだろう。新しいサービスやテクノロジーの経済になり、企業と政府との関係が変わった。若い世代は地方政府に媚びるよりも、最高の企業文化を築き、起業家精神を持って、市場への敏速な対応を重視している。

Q：中国は資本主義的な枠組みの方向に向かい、欧米に似てくるだろうか？

A：中国は依然として、国家の力で国民の生活を向上させることを悪いと思っていない。必ずしも国家が市場に介入するというのではなく、富の再配分であったり、無謀な行為を制限したりしている。例えばインターネットセクターを見れば、民間企業が活発に参加しており、国内の競争は激しく、政府の介入はほとんどない。問題があれば介入するのだろうが、それまでは試行錯誤を許している。

Q：若い世代は香港の抗議活動や中国の政治体制をどう見ているのか？

A：中国本土と香港の若い世代に見られる違いは、本土の若者は素晴らしい将来が待っていると信じており、一方、香港では将来の見通しが不透明と感じていることだ。香港の出来事は混沌（こんとん）の悪い面やガバナンスの不全を見せつけており、本土の若者は民主主義が必ずしも平和と繁栄をもたらさないと考えを強めている。香港では、不平等が拡大し、成功のチャンスがなく、将来の見通しが不透明な中、人々は不満を募らせている。この状況は世界の多くの国でも同じだ。もちろん中国にも問題はあるが、少なくとも若者はわくわくする未来を信じている。

By RESHMA KAPADIA
(Source: Dow Jones)

7. Up and Down Wall Street 多大な感謝を 株価上昇の背景 米国債にリスク

【コラム】

■ マネーサプライの伸びが株価押し上げ

米国では感謝祭の祝日を控え、株式に投資できるほど裕福な人々は特に感謝すべきだろう。主要上場投資信託（ETF）の 21 日までの年初来のリターンをみると、SPDR S&P500 ETF トラスト（SPY）は 25.88%。テクノロジーの大型銘柄が相場を主導してきたこともあり、ナスダックの時価総額上位 100 銘柄に追随するインベスコ QQQ トラスト（QQQ）は 31.54%とさらに好調だ。SPDR ダウ・ジョーンズ・インダストリアル・アベレージ ETF トラスト（DIA）のリターンは少し低いがそれでも 21.41%だ。分散投資は常に賢明な選択であり、SPY を 60%、i シェアーズ・コア US アグリゲート・ボンド ETF（AGG）を 40%としたポートフォリオであれば、リターンは 18.91%になる。



Congressional approval of the Hong Kong pro-democracy bill could result in another snag in the trade talks with China. Photograph by Ye Aung Thu/AFP via Getty Images

「オッカムの剃刀（かみそり）」は、最も単純な説明が往々にして正しいと説いている。株価の高値更新と景気後退懸念の後退に関する最も明確な理由は、純粹かつ単純にマネーのようにみえる。ストラテガス・セキュリティーズの会長兼最高経営責任者（CEO）であるジェイソン・デセナ・トレナート氏は、過去 3 カ月で、M2 が年率換算で 10.4%のペースで増加していると述べる。

M2 のこの伸びを支えているのは米連邦準備制度理事会（FRB）によるバランスシートの急速な拡大で、同期間に年率換算で 31%拡大した。FRB は、月間 600 億ドルの財務省短期証券（TB）の買い入れは量的緩和（QE）ではないと述べているが、トレナート氏はそれを、株式のような「リスク資産保有者にとっては、名ばかりの区別だ」と呼ぶ。名目国内総生産（GDP）の成長率は年率 3.5%のペースで、マネーサプライの伸びがこれを上回っており、過剰な流動性を金融市場にもたらしている。

マネーサプライの伸びは第 4 四半期の GDP 統計には反映されない公算が大きい。GDP 成長率（前期比年率換算）を、アトランタ連銀の GDP ナウはわずか 0.4%と予想する一方、ニューヨーク連銀のナウキャストは 0.75%と予想する。

IHS マークイットによる 11 月の購買担当者指数（PMI）は前月比 1 ポイント上昇の 51.9 となった。これは、サプライ管理協会（ISM）製造業指数よりも良好な数値だった。住宅建設も金融刺激に反応しており、10 月の住宅着工件数は増加し、住宅着工許可件数は 2007 年 8 月以来の高水準へ急拡大した。

■ ターム・プレミアム正常化のリスク

債券も株式同様に好調だが、債券市場には株式市場以上に反転のリスクがある。

米国債利回りは、10 年債が 12 カ月前の 3.04%から 1.76%へ、30 年債が 3.31%から 2.23%へ低下している。これは債券価格の上昇を意味し、i シェアーズ 20 年超トレジャリー・ボンド ETF（TLT）の過去 1 年間のトータルリターンは 24.50%となり、SPDR S&P500 ETF トラストの 19.42%を上回っている。

しかし、T.ロウ・プライスの債券の最高投資責任者（CIO）であるマーク・バゼルキフ氏によると、債券投資家は多大なデュレーション・リスクを取っていると指摘する。つまり、利回りが反転上昇すれば、長期の高格付け債に多額を投資した向きは多大な痛みを被る可能性がある。

ゴールドマン・サックスのストラテジストによると、債券投資家は 2020 年に小規模な弱気相場に備えるべきだ。10 年国債利回りは約 50 ベーシスポイント (bp) 上昇する見込みで、それは価格にして 4%の低下に相当する。30 年債では、同じ 50bp の利回り上昇は約 10%の価格低下を意味する。

債券利回りが過去 1 年間で低下した一因は、ターム・プレミアムの低下だ。過去数年間のターム・プレミアムはマイナスになっているが、JP モルガンのグローバル市場のストラテジストであるニコラス・パニガーゾ氏は、ターム・プレミアムが正常化すれば 10 年債利回りは 2.50%へ戻ると指摘する。実際、そのような正常化は、「サイクル中期」の調整として FRB が金利を 3 回引き下げた 1990 年代半ばに起こっている。

ゴールドマン・サックスのストラテジストも、1995 年から 1996 年、および 1998 年のサイクル半ばの調整を、今後ターム・プレミアムが上昇するという予測の中で引き合いに出している。10 年債利回りは、1995～1996 年の利下げから 1 年後に 90bp 上昇し、1998 年の利下げからの 1 年では 150bp 上昇した。ゴールドマン・サックスは歴史が繰り返すとすれば、先月の FRB の利下げの後で債券利回りが上昇に転じれば、市場は利上げを織り込み始めると述べている。

JP モルガンによると、米国 10 年債利回りが 2.50%に上昇すると、S&P500 指数の現在の公正価値である 3355 (21 日の終値に対して 8%高) を 2.4%低下させることになる。このシナリオでは、米国債の価格は約 6%低下し、低下幅は S&P500 指数の 2 倍となる。さらに、債券利回りは非常に低いため、ここから低下する余地は小さく、債券は過去のように株価下落に対する強力なヘッジとはならない公算が大きいと、アバディーン・スタンダード・インベストメンツのアダム・レバイン氏は主張する。

■ 地方債が魅力的

しかしこれは、ポートフォリオのヘッジとして債券の居場所がないという意味ではなく、ヘッジに使える債券が地方債であることを意味しているにすぎない。地方債は、民主党のエリザベス・ウォーレン上院議員が次期大統領になった際に予想される増税に対する防衛策になる可能性がある。これは、カンバーランド・アドバイザーズのジョン・R.ムソー氏の見解だ。

ウォーレン上院議員は富裕税導入に加えて、最高所得税率の引き上げも掲げている。詳細は次期大統領に加えて議会における政党の構成にもよるが、ムソー氏はオバマ前大統領時代の 39.6%を上回るだろうと予想する。これに加えて、グロスの所得が 25 万ドルを超える世帯に対しては、投資収入に対して 3.8%のメディケア (高齢者向け医療保険制度) 税が適用されている。

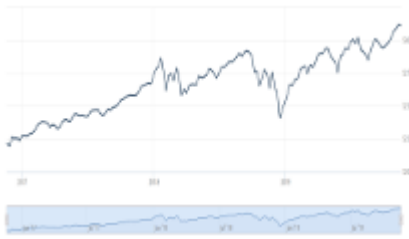
これらによって、非課税の地方債の価値がさらに高まることになる。現在の所得税率が 37%の人々にとって、格付けが AAA の 30 年地方債における 2.33%の非課税の利回り (この計算時点) は、課税債の利回りでは 3.70%に相当する。所得税率が 42%に上昇すると、相当する課税債利回りは 4.02%へ上昇する。ムソー氏は、相当する課税利回りの上昇を反映して、地方債価格が 7.16%上昇すると推定する。

もちろん、利回りが上昇した場合には、米国債同様に地方債の価格も低下する。しかし、非課税債は少なくとも幾分かのヘッジを提供する。



Muni bonds could provide some protection against higher taxes should Sen. Elizabeth Warren (center) become the next president. Photograph by Alex Wong/Getty Images

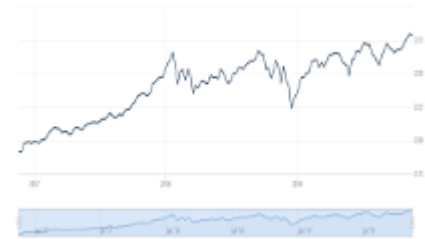
SPDR S&P 500 ETF Trust (SPY)



Invesco QQQ Trust Series I (QQQ)



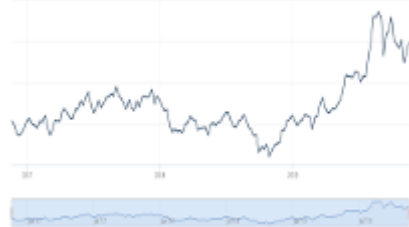
SPDR Dow Jones Industrial Average ETF Trust (DIA)



iShares Core U.S. Aggregate Bond ETF (AGG)



iShares 20+ Year Treasury Bond ETF (TLT)



チャートは3年

By RANDALL W. FORSYTH
(Source: Dow Jones)

8. The Cloud's Disruption Is Far From Over クラウドが生む新たな敗者 【ハイテク】 拡張の容易さを手に入れたクラウド、仮想ソフトウェアの VM ウェアに大きなリスク

■ クラウドサービスの拡張を容易にする新たなアプリケーション管理手法が主流に

ギリシャ語で操舵手や水先案内人を意味する Kubernetes (クバネティス) と呼ばれるオープンソースのアプリケーション管理手法がコンピューティングの新たなトレンドになろうとしている。

クバネティスが大きく変えようとしている分野の一つがクラウドコンピューティングにおけるソフトウェアの仕組みだ。クバネティスを採用したクラウドサービスは、アプリケーションとその設定、関連する命令で構成される仮想的なエリア (コンテナと呼ばれる) の集合体によって実行される。ポイントは、こうしたコンテナが一つの基本ソフトウェア (OS) に縛られず、ほぼどのようなコンピューターシステム (サーバーやクラウド) 上であっても動作できるため、極めて拡張性が高いことだ。



アルファベット (GOOGL) 傘下のグーグルはクバネティスを利用して Gmail や Google Maps のサービスを十億人超に提供している。現在のクバネティスのベースとなっているのは、グーグルがかなり以前から最初は社内のコンテナ向けに開発し、2015 年に詳細を公表した Borg (ボルグ) というシステムだ。

現在では大手のクラウド・ベンダーはどこもクバネティスのサービスを提供している。先週サンディエゴで開催されたクバネティス年次コンファレンスには、クバネティスの利用方法を見出そうとする開発者など 1 万 2000 人が参加した。4 年前の参加者数はわずか 550 人だった。

クバネティスは、クラウドコンピューティングに特化したソフトウェアをより短期間で効率的に開発することを可能にし、従来のクライアントサーバー型システムからの脱却を加速している。調査会社ガートナーによると、2022 年までに世界の企業の 75% 以上がコンテナ化されたアプリケーションを使用ようになる。この割合は現在 30% 未満だ。

■ 危機に直面する仮想化ソフトウェア、VM ウェアは企業買収でクバネティスに進出

言うまでもなく、あらゆる企業がクラウドの進化による恩恵を受けるわけではない。1 台のサーバーで複数のワークロードの処理を可能にする仮想化ソフトウェアのパイオニア、VM ウェア (VMW) は最もリスクにさらされている企業かもしれない。クバネティスによりクラウドへの移行が加速すれば、ソフトウェアやサーバー設備を自社内で保有することへの需要は鈍るだろう。

VM ウェアがクバネティスの重要性を認めているのは確かであり、同社はトレンドに追いつこうとしている。今年 8 月、同社はクバネティスが「企業向けコンピューターシステムにこの 10 年で最大の世代シフトをもたらした」と述べ、ピボタル・ソフトウェア (PVTI) を 27 億ドルで買収すると発表した。エンドツーエンドのクバネティス・ソフトウェア・プラットフォームを保有し管理する必要があるというのが買収の理由だ。とはいえ、ウォール街のアナリストの推定では、VM ウェアのビジネスのほぼ半分が従来の仮想化事業によるものだ。同社は証券取引委員会 (SEC) への届出書で、仮想化事業が予測可能な将来にわたり売上高の多くの部分を占めると記している。

グーグルでクバネティスのプロダクツ担当ディレクターを務めるアパーナ・シンハ氏は、話をした企業の大半が VM ウェア・ベースのワークロードをクラウドに再構築していると述べ、「(VM ウェアの) ビジネスにとってクバネティスは大きな脅威となっている」と指摘する。既存のサーバー仮想化環境では十分な機動性が得られないというのが同氏の主張だ。

■ VM ウェアには厳しい現実が待ち受けている

VM ウェアは自社でクバネティスに取り組む中でも厳しい現実にはさらされている。アマゾン・ドット・コム (AMZN)、マイクロソフト (MSFT)、グーグルといった主要なクラウドコンピューティング・ベンダーがそれぞれ VM ウェアのソフトウェアを使用せずに独自のクバネティス・サービスを提供しているからだ。

モルガン・スタンレーが最近実施した最高情報責任者 (CIO) 調査は、企業が今後 3 年間でワークロードをクラウドに移行させる中、最も市場シェアを失う可能性が高いベンダーの一つが VM ウェアであることを示している。

VM ウェアの株価の年初来の上昇率は 21% で、S&P500 指数をやや下回る。一方、今後 12 カ月間の調整後予想株価収益率 (PER) は 24 倍で、過去 5 年間の平均である約 20 倍を上回る。同社が抱えるリスクを踏まえると、こうしたプレミアムは過大かもしれない。コンセンサス予想によると同社の今後 2 年間の増収率は年間 10% 弱であるが、仮想化ソフトウェアの販売が軟化した場合、予想の達成は困難であろう。

歴史を振り返ると、革新的な企業が次世代のテクノロジーへの移行に乗り遅れた例は多い。VM ウェアのクバネティスへの投資は正しい可能性があるものの、その成功が保証されているとはとても言えない。成長が鈍化すれば、バリュエーションが低下し、株価の大幅な下落につながる可能性が高い。

Alphabet Inc. C1A (GOOGL)



VMware Inc. (VMW)



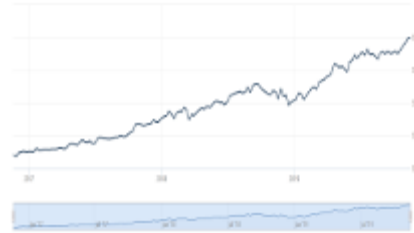
Pivotal Software Inc. (PVTI)



Amazon.com Inc. (AMZN)



Microsoft Corp. (MSFT)



チャートは3年

By TAE KIM
(Source: Dow Jones)

9. Morningstar Has Revamped Its Ratings 格付けシステムの刷新 【モーニングスター】 シェアクラス別の格付けにより格下げが続出

■ モーニングスターが格付けシステムを刷新

投資情報サービスのモーニングスター（MORN）は今月、ファンドのメダル格付けシステムを刷新した。投資家の人気がパッシブ運用型ファンドに集まる今、アクティブ運用型ファンドの格付けを行う調査会社は、状況に対応する方法を探る必要があるのだ。かつては、ファンドに新たに流入する資金の大半が、モーニングスターが5つ星をつけたアクティブ運用ファンドに流入していた時期もあったが、インデックス運用が人気となった今、星による格付けの輝きを失っている。



これは良いことかもしれない。モーニングスターによる、1つ星から5つ星までの格付けは、過去のパフォーマンスやボラティリティに基づいており、将来のパフォーマンスやボラティリティの予測はあまり正確にできないことが分かっている。モーニングスターは2011年に、より定性的な分析に基づいた、ネガティブからゴールドまで5段階のメダル格付けシステムを導入した。これは改善だが、欠点もあった。同じ投資カテゴリーにおいて、競合するアクティブ運用ファンドをアウトパフォームするかどうかについては、ある程度正確な予想は可能だったが、手数料ゼロのベンチマークをアウトパフォームするか否かについては、必ずしもそうではなかったのだ。

リニューアルされた格付けシステムでは、手数料ゼロのベンチマークも加味された分析が行われる。この変更は投資家にとっては有益だが、多くのファンドマネジャーにとっては頭の痛いものだろう。モーニングスターでグローバル・マネジャー・リサーチのヘッドを務めるジェフリー・タック氏によると、これまでに新システムでのメダル格付けが行われた556のシェアクラス（これにより手数料の徴収方法や最低購入単位が異なる）のうち、格下げされた数は、格上げされた数の2倍だという。例えば今までのブロンズを見ると、シェアクラス別に格付けしたことで、29%が中立に格下げされ、16%がシルバーに格上げされている。

■ シェアクラス別に格付けしたことで、格下げが続出

これまでは、ファンドの格付けは、異なるシェアクラスでも同一だった。モーニングスターは、ファンドの中で最も古く、人気のあるシェアクラスを基準に格付けを行っていたが、最も低コストの機関投資家向けシェアクラスが基準となることが多かった。現在では、シェアクラスごとに、諸費用が加味されて格付けされている。従って実質的に、最も手数料の高いシェアクラスが格下げされることになったのだ。例えば、10月にシルバーだったアメリカン・ファンズ・グロース・アンド・インカム・ポートフォリオ（GAIOX）のクラスAシェアは、11月にはブロンズとなっている（図表参照）。

一方、リニューアルされた格付けシステムは、販売手数料である「ロード」については加味していない。こ

これは大きなことだ。というのも、クラス A シェアは通常、販売手数料を徴収するが、クラス C シェアは、それが経費率に組み込まれているからだ。従って、クラス C シェアは格付けで不利となる。タック氏は、「星による格付けでは、かつては販売手数料に対する調整があった。ところが販売手数料の免除が多いことを考慮して、数年前にこの調整を止めている」と述べる。

リニューアルされた格付けシステムについては、主に競合である格付けサービス会社 CFRA などから批判が上がっている。CFRA は以前からシェアクラス別に分析を行い、その他の要因も織り込んで格付けを実施している。CFRA でミューチュアルファンドおよび上場投資信託 (ETF) リサーチのディレクターを務めるトッド・ローゼンブルース氏は、「モーニングスターの格付けプロセスは、依然として過去のパフォーマンスに基づく部分が大き過ぎる。過去に成功を収めたパフォーマンスに基づいて将来のリターンを予測しようとしているが、ある時期にアウトパフォームやアンダーパフォームしたファンドは、通常の状態に戻るという平均回帰の傾向がある」と述べる。

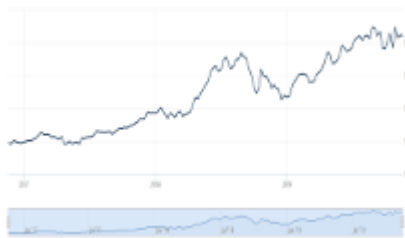
Winners and Losers

Name / Ticker	Share Class Assets in \$billions	Morningstar Old Analyst Rating 10/2019	Morningstar New Analyst Rating 11/2019	Expense Ratio
Largest Fund Downgrades by Assets				
American Funds Growth and Income A / GAIOX	6.3	Silver	Bronze	0.68
American Funds Moderate Growth & Income A / BLPAX	5.7	Silver	Bronze	0.73
American Funds Conservative Growth & Income A / INPAX	3.8	Silver	Bronze	0.63
Hartford Balanced Income A / HBLAX	3.5	Silver	Bronze	0.90
JPMorgan US Research Enhanced Equity R6 / JDEUX	3.4	Bronze	Neutral	0.25
Largest Fund Upgrades by Assets				
JPMorgan Core Plus Bond R6 / JCPUX	9.3	Bronze	Silver	0.40
PIMCO International Bond (USD-Hdg) Institutional / PFORX	8.2	Silver	Gold	0.55
JHancock Bond R6 / JHBSX	7.2	Bronze	Silver	0.38
VY T. Rowe Price Capital Appreciation S / ITCSX	4.1	Silver	Gold	0.89
JHancock Bond I / JHBIX	3.8	Bronze	Silver	0.48

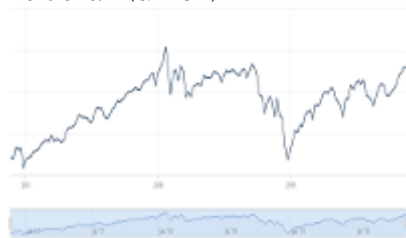
Source: Morningstar

同氏は、CFRA の格付けは、ファンドの組み入れポートフォリオが分析されており、より将来を考慮したものだと述べ、「われわれは、ポートフォリオの銘柄について、向こう 12 カ月の目標価格を評価している」と説明する。しかし、将来を考慮することと正確な予想を立てることは、別のことだ。同氏は、「(CFRA のファンド格付けに関して) パフォーマンスを公表していない」と認めている。モーニングスターのリニューアルされた格付けシステムの実績が出るか、CFRA がパフォーマンスを公表するまでは、投資家にとって、将来のパフォーマンスに影響すると確実に言えるのは、諸経費だけである。

Morningstar Inc. (MORN)



American Funds Growth & Income Portfolio:A (GAIOX)



チャートは 3 年

By LEWIS BRAHAM
(Source: Dow Jones)

10. Preview 今週の予定 感謝祭前後に株価が好調となりやすい一つの理由

【経済関連スケジュール】

■ ショッピングが株価を後押し？

大半の投資家は感謝祭の日には取引から離れ、ターキーを囲んでディナーを楽しむ。しかし株式市場は、感謝祭前日から翌日のブラックフライデーにかけて上昇する傾向がある。

ご存知の通り、ショッピングであれ株の取引であれ、割安(バーゲン)狙いはアニマルスピリッツ(動物的衝動)をかき立てる。感謝祭ウィークの株価を過去 69 年間にわたって見ると、火曜日の引けから金曜日の取引終了時まで、S&P500 指数が上昇したケースが 58 回(84%)に上る。そのうち 19 回は、上昇は 1%を超えている。また、69 年間で同指数が 1%を超えて下落したのは、1951 年、1987 年、2009 年、2011 年の 4 回のみである。



しかし、感謝祭ウィークの株価上昇は、取引が活発でない中での結果でもある。感謝祭当日(木曜日)は株式市場が休場となり、続く金曜日は午後 1 時に取引終了となる。S&P500 指数構成銘柄の日次出来高は、過去 20 年間の平均で 22 億株であるが、感謝祭前後は取引が落ち込む。過去 20 年間の平均と比べ、水曜日の出来高は 84%、取引時間が短縮される(ショッピングが一大イベントの)金曜日は 40%である。

感謝祭ウィークの水曜日と金曜日は、S&P500 指数の値動きも小さくなりがちである。2009 年以降、同指数の 1 日の値幅は平均 0.46%であるが、感謝祭ウィークの水曜日は平均 0.26%、金曜日は平均 0.33%である。

感謝祭ウィークが明けても、月曜日はサイバーマンデーであり、インターネット上ではホリデーシーズンのセールが幕開けとなる。一見平常に戻った職場でも、人目を忍んでパソコンやモバイル端末をのぞき込む姿が目立つようになる。

■ 今週の予定

11 月 25 日 (月)

- ・ IT 大手ヒューレット・パカード・エンタープライズ (HPE)、化学分析機器メーカーのアジレント・テクノロジー (A)、ネットワークセキュリティ対策ソフト大手パロアルトネットワークス (PANW)、エンジニアリング・建設サービスのジェイコブズ・エンジニアリング・グループ (JEC) が四半期決算についてコンファレンスコール開催。
- ・ シカゴ連銀が 10 月の全米活動指数を発表。マイナス 0.20 となる見込み (9 月はマイナス 0.45)。
- ・ プロビデンス商工会議所 (ロードアイランド州) の年次会合で、米連邦準備制度理事会 (FRB) のパウエル議長が基調講演の予定。

11 月 26 日 (火)

- ・ クラウドサービスのボックス (BOX)、半導体メーカーのアナログ・デバイセズ (ADI)、電子計測器メーカーのキーサイト・テクノロジー (KEYS)、IT サービス持ち株会社デル・テクノロジー (DVMT)、アパレル企業アバクロンビー&フィッチ (ANF)、家電販売大手ベストバイ (BBY)、ソフトウェア開発のオートデスク (ADSK)、パソコン大手 HP インク (HPQ)、スポーツ・フィットネス用品のディックス・スポーティング・グッズ (DKS)、パッケージ食品メーカーのホームル・フーズ (HRL)、アパレル・アクセサリーブランドのゲス (GES)、投資信託販売・運用会社イートン・バンス (EV)、衣料小売りの持ち株会社バーリントン・ストアーズ (BURL)、中国のモバイル用ソーシャルメディア企業モモ (陌陌科技、MOMO)、ディスカウントストア・チェーンのダラー・ツリー (DLTR)、ビジネス仮想化ソリューションの VM ウェア (VMW) が四半期決算発表。
- ・ 11 月のコンファレンス・ボード消費者信頼感指数発表。コンセンサス予想は 126.8 (10 月は 125.9)。
- ・ 10 月の新築住宅販売戸数発表。エコノミストは、季節調整済み年率換算で 71 万戸を予想 (9 月は 70 万 1000 戸)。
- ・ 中国電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング (阿里巴巴集团、BABA) が香港市場に上場 (調達額は 130 億ドル規模)。

11 月 27 日 (水)

- ・ FRB がベージュブック(地区連銀景況報告)を発表。
- ・ 農業・建設機械大手ディア (DE) が、第 4 四半期および通年の決算をウェブキャスト配信。アナリストによる、通年の 1 株当たり利益 (EPS) 予想は 9 ドル 92 セント (前年度は 9 ドル 39 セント)。
- ・ 米商務省経済分析局が 10 月の個人所得・個人支出を発表。個人所得は 0.3%増 (9 月と同水準)、個人支出は 0.3%増 (9 月は 0.2%増) が見込まれる。
- ・ 10 月の耐久財受注発表。新規受注は 0.5%減となる見込み (9 月は 1.2%減)。

11 月 28 日 (木)

- ・ 米国市場は感謝祭の祝日で休場。

11 月 29 日 (金)

- ・ 米国の主要市場は取引時間が短縮。株式市場は午後 1 時、債券市場は午後 2 時で取引終了。

(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

1. Pfizer's New Strategy Makes It Worth Another Look

Whether building or buying, Pfizer needs to come up with a handful of drugs that can refill its pipeline. Its stock depends on it.

FEATURE

2. The Bull Market Could Still End in 2020. Here's How to Prepare.

How do you stay invested for possible upside while preparing for what could be the end of the bull market?

FEATURE

3. Charles Schwab Stock Could Surge After a TD Ameritrade Deal

If they can agree on terms—and regulators sign off—the combined company would have more than \$5 trillion in assets and vast scale across asset management, advisory services, and trading.

FEATURE

4. Cboe Wants to Install a Speed Bump on a Stock Exchange. Wall Street Hates the Idea.

The Chicago exchange operator is trying to slow down just some trades, a practice that has drawn attacks from a broad range of market players

FEATURE

Figuring Out the Dividend Yield of a Mutual Fund Is Harder Than You Think

For individual investors to calculate the yield on an equity-income mutual fund requires a lot of work and determination. And even then they might not get it right, given how many pieces to the puzzle and different yield readings there are.

THE TRADER

5. The Dow's Winning Streak Ends With a Whimper

THE TRADER

5. Dark 5G Clouds for Satellite Company Intelsat

Intelsat stock has lost 70% of its value in the past two weeks. Now the federal government may complicate its best hope for a rebound.

THE TRADER

5. CEO Turmoil Is Rising. Here's Who Could Be Next on the Hot Seat.

The CEO exodus is at its highest on record. Such a move could change a stock's trajectory, for better or for worse.

ASIA

Singapore's Markets May See Small Gains From Hong Kong Unrest

Investors may see Singapore as an alternative to Hong Kong, but Singapore would benefit more from a U.S.-China trade agreement and a global economic pick-up.

Q&A

6. China Whisperer Says Next Generation Will Reshape the World Order

Jin dispels some of the biggest China myths, opines on the future of globalization in light of the U.S.-China trade dispute, and details how China's hundreds of millions of millennials will shape the country's future.

EUROPEAN TRADER

Siemens' Plan to Transform Itself Into a Digital Industry Player

If the German conglomerate Siemens morphs into a business focused on digital industries and "smart" infrastructure, the move could boost its valuation.

MUTUAL FUND PROFILE

How a Top Stock Fund Finds Winning Picks Across the Globe

The Grandeur Peak International Stalwarts fund has an army of analysts behind it to uncover smart stock picks from across the globe. The approach is working.

UP AND DOWN WALL STREET

7. U.S. Investors Still Have a Lot to Be Thankful for. Here's Why.

UP AND DOWN WALL STREET

7. Worried About a Bear Market? Bonds Pose More Danger Than Stocks.

STREETWISE

E-SUVs Start Race to the Bottom

TECHNOLOGY TRADER

8. The Cloud's Disruption Is Far From Over. Here's the Next Likely Loser.

THE ECONOMY

Home Depot's Soft Outlook Isn't a Sign of Recession. Here's Why.

COMMODITIES CORNER

Winter Is Coming. But Natural Gas Prices Are Sliding, Even With an Arctic Blast

FUNDS

9. Morningstar Has Revamped Its Ratings—and Active Funds Are Taking a Hit

STRIKING PRICE

A Bet on Beaten-Down Kohl's Stock Rebounding

MAILBAG

Letters to Barron's

RESEARCH REPORTS

Bullish on Altria, Salesforce, and a Look at Tesla's CyberTruck

MARKET WATCH

Views on the Global Economy, Gold, Corn, Negative Rates, and Easy Money

PREVIEW

10. Give Thanks: Stocks Tend to Rise Around Turkey Day.

REVIEW

Ulta Stock Is Now Down 36% From August Peak. Analysts See More Downside Ahead.

13D FILINGS

Callon, Fitbit, Genco Shipping, and Other 13D Filings

『バロンズ拾い読み』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

監修

時事通信社

編集人

川田 重信 (かわた しげのぶ)

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

バロンズ拾い読み 主要作成者の略歴 (五十音順)

内田 薫 (うちだ かおる)

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

西田 万里子 (にしだ まりこ)

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

西村 嘉洋 (にしむら よしひろ)

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

『バロンズ拾い読み』 (2019 年 11 月 25 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