

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/01/12

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. リスクはあるが相場は上昇の見込み - Markets Will Gain Despite Looming Risks [ラウンドテーブル]
投資のプロによる2020年市場見通し P.2
2. 昨年好調だったアップルに投資する方法 - How to Play Apple Stock After Its Banner Year [フィーチャー]
2019年は時価総額が5000億ドル増加。今はヘッジすべき時 P.17
3. 大手銀行に賭けよ、中でも狙いはバンク・オブ・アメリカだ - Bet on the Big Banks-and Bank of America [銀行]
次の不況期にBOAが他行より有利な立場になる理由 P.19
4. 配当成長を期待するなら、今年はヘルスケアと情報技術セクターが狙い目 - For Dividend Growth, Consider Health-Care and Tech Stocks [インカム投資]
市場全体の配当成長率は鈍化するものの、配当総額は過去最高の6630億ドルに P.21
5. トランプ相場は続く - The Trump Market Thunders On [コラム]
絶好調に見える株式市場の今後を占う P.23
6. 中東での緊張の高まりにかかわらず株式市場は上昇 - The Trader: The Dow Rises 189 Points for the Week, Despite Mideast Tension [米国株式市場]
米国とイランの緊張が高まらず、市場最高値更新 P.25
7. ダボス会議が今年も開催 - Davos? Meet Me at Butternut Instead [フィーチャー]
退屈な内容、ホテルは逼迫。優良企業モンスター・ピバレッジに注目 P.27
8. 話題満載のCES2020で本当に注目すべきポイント - From 5G and Autonomous Driving to Streaming and Privacy, Here's What Really Mattered at CES [ハイテク]
5G、自動運転、IoT、データ保護で新たなトレンド P.0
9. 音楽ストーリーミング急成長の中、競争激化懸念に揺れるスポティファイ - Spotify Stock Is Falling Amid Growing Competition [フィーチャー]
さらなる成長に向けポッドキャスト事業を強化 P.31
10. 今週の予定 - Preview [経済関連スケジュール]
バイオジェン、特許に関する係争が株価に影響 P.33

※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 © 2020 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. リスクはあるが相場は上昇の見込み - Markets Will Gain Despite Looming Risks [ラウンドテーブル]

投資のプロによる2020年市場見通し

■ バロonz・ラウンドテーブル



本誌は1月6日に、ニューヨークの本誌オフィスで毎年恒例の世界トップクラスの投資家10人によるラウンドテーブルを開催した。

2020年の金融市場の出足は好調で、経済見通しは楽観的だった。しかし、その後のイランとの紛争勃発は、一見平穏な市場にも、多くの地政学的リスクが隠れていることを思い起こさせた。とはいえ参加者は、2020年に景気後退に陥ることはないとの意見で一致し、株式市場に対する見方は慎重ながらも楽観的だった。

全員が高いバリュエーションと、株価を押し上げる材料の欠如に言及した。そのため、価値ある投資対象を見いだすことがますます難しくなっている。推奨銘柄が重複し、幾つかの投資アイデアが

ありふれたものだったことは驚くに当たらない。

参加者の間では、米連邦準備制度理事会（FRB）の次の一手に関しては意見が分かれ、中国に対しては異なった懸念が表明された。一方、移民拡大の必要性では意見が一致し、トランプ大統領はほぼ確実に再選されるとみられている。

■ 参加者と所属



Meryl Witmer, Photograph by Jeff Brown

今週は、各参加者の大局的な見解を紹介する。

氏名	所属
アビー・コーエン	ゴールドマン・サックス証券のシニア投資ストラテジスト
トッド・アールステン	パルナッソス・インベストメントのCIO
ソナル・デサイ	フランクリン・テンブルトンの債券グループCIO
ルパール・バンサリ	アリエル・インベストメントのCIO
ウィリアム・ブリスト	エポック・インベストメント・パートナーズのCEO兼共同CIO
ジェームズ・アンダーソン	ベイリー・ギフォードのパートナー兼ポートフォリオマネジャー
ヘンリー・エレンボーゲン	デュラブル・キャピタル・パートナーズのCIO
メルル・ウィトマー	イーグル・キャピタル・パートナーズのゼネラル・パートナー
マリオ・ガベリ	ガムコ・インベスターズの会長兼CEO
スコット・ブラック	デルファイ・マネジメントの創設者および社長

■ 経済の見通し



Henry Ellenbogen, Photograph by Jeff Brown

本誌：2020年の経済および相場見通しは？

コーエン氏：米国や、日本と欧州を含む数カ国における2019年の株価上昇分の90%は、株価収益率（PER）の上昇が理由だ。2020年の株価上昇率は低下して企業の増益率に近い水準になる公算が大きく、主要国では1桁半ばの見込みだ。現在のS&P500指数は公正価値近辺にある。FRBは政策を変更せず、金利は上昇しないと予想されている。

多くの国で債券などのバリュエーションは極端に割高な水準にあり、複数の先進国では金利は依然マイナスだ。その他、地政学的リスクもある。

外交政策の展開はバリュエーションに織り込まれていない。米国株式が変動する要因となる可能性がある。

米中間で1月15日に署名が予想される貿易に関する第1段階の合意は部分的なものにすぎず、関税を以前の水準に戻すわけではない。ただ、中国との間の本当の問題は関税ではなく、知的所有権の保護や合併会社の強制、中国市場へのアクセスが限定的なことだ。

トランプ政権は、国際舞台においては経済政策でミスを犯した。例えば、環太平洋パートナーシップ（TPP）協定からの離脱だ。TPPは、中国の貿易慣行から環太平洋諸国を守るように設計されていた。

気候変動に関するパリ協定離脱も過ちだと私はみている。米国が参加しないことで、中国が取れる行動の範囲が広がった。再生可能エネルギー、リサイクル可能製品および新素材をリードしてきた企業には米国と世界の市場において成長できる莫大（ばくだい）な分野があったが、それらの企業は後退する可能性もある。

Q：アールステン氏は、環境政策に関して正しいことを行い、企業統治に優れた会社に目を向けてきた。市場は割高だと思うか？

アールステン氏：割高だと思う。市場は全てを織り込んだ状態で、今年はよりディフェンシブな年だ。ボラティリティの上昇と経済成長率の低下を予想する。FRBが金融政策を維持することに私は賭ける。

Q：デサイ氏の経済成長率に対する見方は大半の人々より強気だ。

デサイ氏：貿易に関する私の見方は大勢とは異なっている。トランプ政権は貿易政策の方向性をツイッターで変更しているが、これは前例を打ち破るものだ。ただし、米国が貿易に関して、トランプ政権以前の状態に戻る公算は小さい。貿易はセンチメントや市場の観点では多大なマイナス要因だが、米国経済自体はそれほど影響を受けていない。相場変動の原因としては選挙の方に注目している。私は経済の基調に対する著しいマイナス要因を予想していない。

Q：FRBが利上げして株価が下がると、FRBが利下げに転じる。これは無限のフィードバックサイクルだ。どうやって、サイクルを断ち切るのか？低金利は永遠に続くのか？

デサイ氏：良い質問だ。企業利益が横ばいで株価が28%上昇すれば、中央銀行にとって居心地が良いはずがない。FRBはそれを理解しなければならない。経済はしっかりしており、無限ループではないと考えている。

■ インフレ見通し



James Anderson, Photograph by Jeff Brown

Q：インフレ率は上昇するか？

デサイ氏：金融危機前のグレート・モデレーション（大いなる安定）やその後のミンスキー・モーメント（資産売却を余儀なくされる価格下落スパイラル）は、予想に反して結局長続きしなかった。今や、長期停滞を誰もが口にするが、5年または10年より先を見据えなければならない。各国中央銀行によるマネタリーベースの大幅な拡張が、インフレに影響を及ぼさないとは想定できない。

バンサリ氏：このフィードバック・ループを断ち切るのはインフレだ。米国ではインフレ率は2%

を上回り、賃金上昇率はそれを大幅に上回っている。相場が上昇している一因は実質金利がマイナスだからだ。予想を上回るインフレ率が、このパーティーを終わらせるだろう。

経済に対して強気と弱気の両方の見方をしている理由は、消費者が非常に力強い反面、製造業がそれほどでないためだ。消費の好調は過去最低の失業率や高い賃金上昇が理由だ。消費者信用が4%のペースで増加している一方、中小企業向けの貸し出しは横ばいだ。世界的にも製造業はきりもみ降下状態で、自動車を筆頭に航空宇宙も続いている。消費者信頼感が高いが、最高経営責任者（CEO）の信頼感は2009年以来の最低だ。

Q：産業は消費者に影響を及ぼすほどに悪い状態か？

バンサリ氏：両者が関連しているため、それは不可避だ。2019年第1四半期と第2四半期に国内総生産（GDP）のうちの製造業の項目がマイナス成長となった際、インフレ率が目標の2%を上回っていたにもかかわらずFRBは利下げした。インフレ率が2%を大きく上回ればFRBは利上げを余儀なくされる可能性があり、それはいずれ、消費者にとって打撃となるだろう。経済は持ちこたえる

かもしれないが、株式市場は耐えられないだろう。バリュエーションが割高なため、クレジット市場に少しでも問題が発生すれば、株式市場に大きな影響となるだろう。

プリースト氏：株式市場は利益、配当およびPERがけん引している。配当利回りは2%弱で、この水準は続くだろう。増益率は低く、コンセンサス予想は3~5%増だ。PERを除けば、株価の上昇率は5~7%となる。

PERには上昇余地がほとんどないが、下振れ余地は大きい。今年はインフレに関する話をより多く聞くことになるが見込まれるが、各国中央銀行がどのように対処するかは不明だ。賃金が継続的に上昇しない限りインフレは問題ないが、インフレが賃金にやってくると大きな問題だ。

一方で、テクノロジーはデフレ要因だ。企業が売上高を横ばいに維持できて、労働力をテクノロジーで代替可能ならば利益率は上昇する。資産をテクノロジーに置き換えられれば、資産の利益率は上昇する。誰もができるだけ資本を必要としないビジネスモデル構築を試みている。このビジネスモデルが採用されるにつれて、配当性向が高まることを市場は見逃している。

政策の不透明性も大きな問題だ。新たな冷戦の時代に入っていることは、世界の経済成長にとっての悪材料だ。グローバル化は20年以上にわたって恩恵をもたらしてきたが、現在は後退しつつある。そのため、市場では上昇余地よりも下落余地の方が大きい。トランプ大統領が再選されれば、鎖から開放された大統領は今よりも予見不可能になる。

■ 米国には移民流入が必要



Todd Ahlsten, Photograph by Jeff Brown

は主に移民が埋めてきた。過去数年間で移民率は低下している。

コーエン氏：脱グローバル化のリスクは財の移動だけではなく、人の移動についても議論する必要がある。労働力が増加している諸国の経済成長率が高いことは、歴史から分かっている。米国の経済成長率が比較的高かった一因は、人口と労働力の成長率が高かったため、過去10年間のその源泉は移民だった。現在の世帯形成世代の出生率が低いために国内の人口増加率は低く、ベビーブーマーが高齢化して死亡率も上昇している。その差を移民で埋め合わせてきた。

雇用が最も増加しているのは技能面で両極に位置する分野だ。つまり、一方では技能水準の高いヘルスケアと情報テクノロジー、もう一方は水準の低いヘルスケアとホテル業界などだ。その増加分

過去10年間で米国人が自然科学の分野で獲得したノーベル賞の3分の1以上（37件のうち14件）は、外国生まれの米国人によるものだ。

Q：エレンボーゲン氏の見通しは？

エレンボーゲン氏：2019年は、FRBが方針を反転させ、インフレ率を目標である2%超にすることに焦点を当てた年だとみている。しかし、実際に何が起きているのかが、本当の疑問だ。

テクノロジーの観点から過去10年間に起こったことを考えると興味深い。賃金に対する圧力がインフレにつながることなく、低失業率が達成された。人口動態の観点では、日本の労働力は90年代に、欧州も10年前にピークに達した。米国では移民が増えない限り、昨年がピークになるだろう。米国の労働年齢人口は2019年に減少した。移民の実数は知らないが、約50%減少した。米国の人口増加の90%は移民で賄われている。

コーエン氏：われわれは移民の経済的影響を調査した。移民第1世代は既に述べたように技能面で両端に含まれる。成功する人もいれば成功できない人もおり、後者には不法移民が含まれる。第2世代をみると、両親の片方が移民の場合、経済的には両親よりもはるかに成功し、高額納税者になっている。

デサイ氏：現在の移民政策が永久的であると皆が想定していることに、私は少し戸惑っている。早ければ今年11月、あるいはその4年後に変更される可能性がある。中期的な状況が短期的なものと同じと想定するのは気が早過ぎる。生産性についても同様だ。過去5年間の生産性の伸びが低かったことを理由に、今後の生産性の高い伸びはあり得ないと思えるのはおかしい。12年前には、iPhone（アイフォーン）はなく、ポケットにコンピューターを入れるとは誰も予想していなかっただろう。

■ テクノロジーの恩恵



Rupal J. Bhansali, Photograph by Jeff Brown

Q：テクノロジーとその経済における役割、そして株式市場における支配的な立場について。

エレンボーゲン氏：テクノロジーの創造的破壊が世界をどのように変えたかを見ることは重要だ。アマゾン・ドット・コム<AMZN>の2010年の世界の流通総額は240億ドルで、10億個の商品を販売した。2019年末の流通総額は10倍の2400億ドルへ増加し、販売個数は約110億個になった。同社は消費者物価を押し下げている。

昨年の参加者のうち2人がウォルト・ディズニー<DIS>を推奨銘柄に挙げ、ボブ・アイガーCEOはタイム誌の最優秀経営者賞を受賞した。同氏はストリーミングサービスのディズニープラスの料

金を月額6.99ドルに設定した。米国の消費者は今や、ケーブルテレビのパッケージプランに80ドルから90ドル支払う代わりに、動画配信サービスのネットフリックス<NFLX>のサービスやディズニープラスを月額20ドル以下で視聴できる。

創造的破壊によってもたらされた利益はテクノロジー企業が享受するか、消費者に還元される。3.5%の失業率で賃金が上昇しているにもかかわらず、インフレにつながらない理由がここにある。S&P500指数構成企業のうちの30%が創造的破壊の脅威に直面しており、それは最終的に消費者にとって恩恵となる。これによって、FRBや他の中央銀行は金融緩和を維持することが可能となり、投資家にとって妥当な投資環境を生み出している。しかし、投資家は銘柄を選別する必要がある。ディズニーのように、世界が現在動いている仕組みへ移行できるか、または新たなプラットフォームを見いだせる企業を見つけるべきだ。

バンサリ氏：それには異論がある。米国のサービスコストの上昇率は約4%となっている。インフ

レ率が0%なのは財だ。テクノロジーの効果を過大評価している。家庭における財とサービスの出費を考えるなら、サービスのインフレを計測すべきだ。ネットフリックスや配車サービスのウーバー・テクノロジー<UBER>は革新的だが、このような進歩は常に存在してきた。しかし、それらの企業が本当に破壊的でデフレ的ならば、サービスのインフレ率がなぜこの水準になっているのだろうか。

エレンボーゲン氏：中間業者が多く配送費用がかかり、不動産コストも高いような高コストの小売業者であれば、行き着くところは破産か、シェアの大幅な喪失だ。米国の商取引額増加分のうち、電子商取引が半分以上を占めている。財のインフレ率が0%となる理由はここにある。小売り大手のウォルマート<WMT>は数年前に、アマゾンに対抗するためにオンライン小売会社のジェット・ドット・コムを買収した。メディア業界はGDPに占める割合こそ大きくないが、デフレを象徴している。現在では月額80ドルではなく、20ドルでコンテンツを視聴できる。

Q：創造的破壊企業に対して、黒字化するよう投資家からの圧力が高まっている。デフレ推進役としてのテクノロジーを変えることになるか？

エレンボーゲン氏：本当の問題は政府の規制だ。欧州が先行した場合、テクノロジーによるデフレ圧力は弱まる可能性がある。

Q：欧州がプライバシー保護に取り組んでいるからか？

エレンボーゲン氏：そうだ。アルファベット<GOOGL>傘下のグーグル、フェイスブック<FB>、アマゾン、ネットフリックスなどのプラットフォーム企業は情報の透明性を提供し、商品価格に圧力をかけ、消費者に効率的に商品を届けるよう仲介業者を排除し、その結果、消費者は恩恵を受けている。

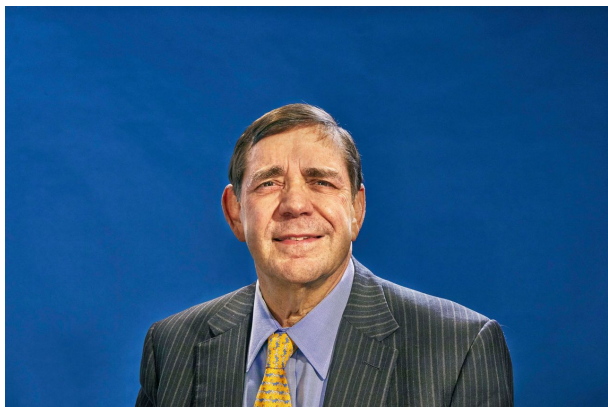
アールステン氏：気候変動がある時点でインフレに火を付ける可能性がある。これまでエネルギーに対して低過ぎる価格を付けてきた。エネルギーは経済にとって不可欠だ。古い経済の残骸や新経済への投資などがボラティリティやインフレの原因になるだろう。

アンダーソン氏：気候変動の重要性には同意するが、代替エネルギーは非常にデフレ的になる公算が大きい。

ガベリ氏：風や太陽で発電して電池と組み合わせる。エネルギーの単位当たりコストは急速に低下しつつある。送電は地下にしたいものだが、コストが地上の2~3倍かかる。

コーエン氏：テクノロジーや気候変動、商品やサービスの価格など、さまざまな面で経済に大きな構造的変化が生じている。このような大変化の時の公式データは、標本抽出の手法が旧式過ぎるため、誤っていることが多い。5~7年前に重要だった企業のウエートが高過ぎ、新しい、元気な企業は過小評価されている。成長中のカテゴリーは調査に占める比率が低いいため、生産、価格、雇用市場の測定値に誤りが生じる。デサイ氏が生産性を取り上げていたが、1990年代や2000年代前半の生産性は実際には以前発表されていたよりも1%ポイントも高かったことが数年後に判明した。現在のずれもこれほど大幅かどうかは分からないが。

■ 株価指数の裏にあるゆがみ



Scott Black, Photograph by Jeff Brown

ラスの銘柄が存在しないと投資家が考えていることが、銘柄数減少の一因になっている

Q：株式データについても計測の仕方が誤っていることはあり得るか？

コーエン氏：株式市場のデータにはゆがみがある。非常にパフォーマンスの良い一部少数の銘柄を重視し過ぎている。平均と中央値との間には大きな隔たりがある。株価だけでなく、企業業績にも同じことが言える。

エレンボーゲン氏：もっと大きな変化も起きている。銘柄数が減少する一方、未公開株市場は拡大している。これまで議論してきた継続的变化を背景に、市場の一部にしかターミナルバリューがプ

Q：一部の上位銘柄の比重の高さも銘柄選別が難しい一因か？アップルはS&P500指数の時価総額の5%を占める。

スコット氏：実際は4.55%だ。上位5位銘柄、すなわちアップル<AAPL>、マイクロソフト<MSFT>、アルファベット、アマゾン、フェイスブックだけで16.7%のウェイトを占める。マイクロソフトとアップルの2銘柄の上昇分だけで昨年の情報技術セクターの48%上昇の約半分に相当する。これほど偏るのは、上場投資信託（ETF）も一因だ。1980年に上場企業は1万1500社あったが、現在は3600社で、そのほとんどはさまざまな株価指数に組み入れられている。不可能とは言わないまでも、市場の非効率性を見出すのが以前よりも困難だ。

アンダーソン氏：アリゾナ州立大学のヘンドリック・ベッセンバインダー氏の研究によれば、株式を保有する場合に得られる価値と米国債を保有する場合に得られる価値の差異は、わずか1.3%の企業がもたらしている。

コーエン氏：米国株が世界の中でアウトパフォームした理由にはテクノロジーセクターのウェイトが高いこともある。新興国市場では昨年パフォーマンスが最悪だったエネルギーやコモディティのウェイトが高い。

■ 2020年の成長率と株式市場の上昇率の予想



Abby Joseph Cohen, Photograph by Jeff Brown

Q：米国のGDPと2020年末の市場の予測を。

ガベリ氏：世界経済の規模は90兆ドルで、米国はその約24%を占める。欧州は22%、日本は6%だ。2020年の先進国と米国の実質成長率は、原油価格が100ドルに達しない想定で2%、中国は実質6%以上、世界全体での実質GDP成長率は3.2%と予想している。株式市場は、2020年上半期に上昇するものの、最後の3カ月に下落すると予想する。これは2021年に不透明感が高まるとみられるためだ。共和党と民主党がインフラ建設で超党派の合意をするなら話は別だが、これは米国の2021年の経済見通しには含まれていない。

アールステン氏：変動の激しい年となるだろう。PERの上昇は難しく、利益成長も1桁半ば程度で、年間の株式のリターンとしては1桁半ば程度が出発点だ。

デサイ氏：実質GDP成長率は2.5～2.75%。シカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティ指数（VIX指数）が政治やその他さまざまな理由で上昇するだろう。バリュエーションが上昇し過ぎているため、ささいなことでも下落には十分だ。1桁半ばのリターンなら十分に思える。

コーエン氏：GDPがその水準なら、金利はとなると予想するか？

デサイ氏：FRBは短期金利を今の水準あたりに据え置くだろう。これは誤りだと考える。今の金融政策は、経済の現状からすると緩和的過ぎるからだ。テクノロジーがもたらすデフレ的效果にもかかわらず、インフレを背景に米国債は長期の方が若干売られて、長期金利は若干上昇すると予想する。雇用市場の強さがその理由だ。

Q：昨年はリセッション（景気後退）という言葉が出たが、今日はまだ誰も口にしていないが。

プリースト氏：景気後退の定義は、2四半期連続で実質GDP成長率がマイナスということだ。今の米国で、労働力の増加と生産性の伸びの和がマイナスになるのはまずあり得ない。私は米国の実質GDP成長率は約1.5%、世界の実質GDP成長率は3%あるいはそれをやや下回る程度と予想している。

ウィトマー氏：消費者は良好な状態にあり、消費を続けるだろう。株式市場は既にバリュエーションが高いため、強い相場は期待していない。1年半から2年後の株価に既になっているという感じがする。つまり、15～20%高過ぎる。何か恐怖を感じることはあれば急落もあり得る。そして落ちればまた戻るだろう。キャッシュをある程度保有するのは良いことだ。個人投資家の手元現金は昨年より減ったがまだ高い水準にある。

エレンボーゲン氏：私は、実質GDP成長率は1.5～2%と予想する。株式市場は不確定要因が落ち着くまでは軟調と考えられる。2020年に市場を動かす最大の要因はFRB、中国、選挙だ。

ブラック氏：影響力の大きな要因が三つあり、第一は中国との貿易問題、第二にFRBの緩和的な政策、最後に大統領選と考える。中国との貿易問題によるサプライチェーンの混乱のため、大半のエコノミストは実質GDP成長率予想を1%ポイント程度引き下げている。あまり注目されていないがFRBはバランスシートの再拡大を通じて非常に大量の流動性を供給している。インフレは2%未満で、失業率は過去最低水準だ。景気後退を未然に防ぎたかったのだと思うが、フェデラルファンド（FF）金利誘導目標を1.5～1.75%に引き下げたのは行き過ぎだと思う。株価は昨年8月から12月31日にかけて急騰した。しかし、もう景気後退が来ても打つ手はない。パウエル議長は選挙結果が判明するまで緩和政策を継続すると私は予想する。

■ 民主党から大統領が選出された場合



William Priest, Photograph by Jeff Brown

Q：エリザベス・ウォーレン上院議員やバーニー・サンダース上院議員が大統領に当選したらどうなるか？

ウィトマー氏：株式市場が25%あるいは30%下落すると思うか？

ブラック氏：分からない。ヘッジファンドマネジャーのレオン・クーパーマン氏はウォーレン上院議員が勝った場合、翌日は値が付かないので市場の取引を始められないと予想している。

私の予想に戻ろう。S&P500指数の2019年の1株当たり利益（EPS）予想は4.3%増の158.13ドルだ。S&P500指数から求められる2020年予想利益は11%増の175.52ドルで、高すぎて話にならない。

ない。実質経済成長率が2%、インフレ率が2%で、名目経済成長率が4%の状態では実現が難しい。私は現実的に、5%増の166ドルと予想する。この予想利益に基づく最近のS&P500指数はPER19.5倍に相当する。割高だが、中小型株はもっと高い。ラッセル2000指数やラッセル2500指数の2020年予想PERは21倍だ。バリューのある銘柄を見つけるのはますます難しい。しかし、民主党左派の大統領が当選しなければ、株式相場は5~6%上昇する可能性がある。配当利回りは1.9%あるため、トータルリターンは約7%だ。米国ではまだまだ投資は続き、企業利益も増加すると楽観的になれるが、ユーロ圏の成長率は非常に低い。

デサイ氏：ユーロ圏の経済成長率は潜在成長率並みの1.1%と私はみている。構造改革がなければ、経済成長率が大幅に上昇するのは困難だ。

ブラック氏：中国問題が解決すれば自信が戻るだろう。企業の最高財務責任者（CFO）の調査によると、問題の解決を見るまで設備投資に対する確信が持てないとの報告もある。

コーエン氏：企業の設備投資の弱さは、エネルギー業界の設備投資の変化のせいもあるが、大半は経営陣が新たな投資に対するリターンが魅力的でないと判断しているからだろう。

バンサリ氏：CFOたちが経済に関して不透明感を持つ一方で自社株買いには確信的なのは皮肉ではないか。昨年の自社株買いは過去最高水準の約9600億ドルだった。

コーエン氏：自社株買いは減速しつつある。

バンサリ氏：増加率という点では減速しても、絶対値では依然として増加している。この1年は自社株買い総額と配当の合計はフリーキャッシュフローを超えていた。その差は負債でまかなう。つまり、CFOが株式市場への投資に非常に強い確信を持っていることは確かなようだ。

コーエン氏：十分過ぎる現金があるのに多くの企業が借り入れる理由は、低金利での借り入れ機会があるからだ。

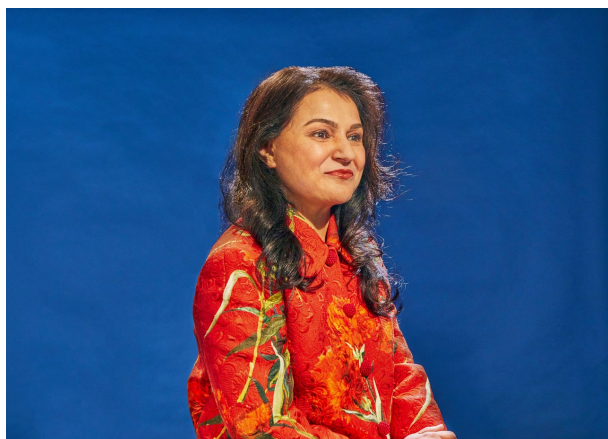
Q：アンダーソン氏は2020年についてどう予想するか？

アンダーソン氏：アクティブ運用マネジャーが悪戦苦闘した主な理由の一つは、この種の質問をするせいだ。すなわち、答えを知るすべがなく、正解する可能性が非常に低く、株式市場との関係が薄い質問だ。経済の構造的変化に集中した方が、はるかに良い。

Q：株式市場についての感触は良いか、悪いか？

アンダーソン氏：素晴らしいと感じている。エレンボーゲン氏が述べたような創造的破壊が加速し、今後10年間に大きな影響を及ぼすだろう。従って、株式市場には素晴らしい投資機会がある。

■ 米国と中国の戦い



Sonal Desai, Photograph by Jeff Brown

プリースト氏：ブルームバーグ社が政策の不透明性指数を発表しているが、今は過去最高だ。まず、われわれは今後一世代続く新たな冷戦に突入した。米国と中国の戦いだ。貿易とテクノロジーを戦いの舞台とし、米国の価値観か中国の価値観か、すなわち市場資本主義か国家資本主義か、あるいは民主的権利と司法の独立性を重んじる制度か、それらのない制度かを賭けて戦っている。

Q：米国と中国に二分される世界の姿について考え直すべきか？

エレンボーゲン氏：既にインターネットは二つある。中国には別のインターネットがあり、インター

ネットの巨人たちもいる。ウィーチャット（微信）を運営するテンセント・ホールディングス（騰訊控股）＜0700.香港＞と電子商取引大手のアリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）＜BABA＞は世界の時価総額上位10社のうちの2社だ。二つのインターネットの世界は、米国にも影響が大きく、例えば、中国の動画アプリ「ティックトック」を米国の国家安全保障上排除すべきかとの議論がある。また、米国のグローバルなインターネット企業は中国では利益を出していないため、世界的といっても業績は中国以外の数値となる。

ガベリ氏：もし私が中国の指導者で、米国が中国を排除しようとした場合、10年以内に自給自足できるようにすることが最優先事項となるだろう。

エレンボーゲン氏：中国にとっては非常に危機的な瞬間だったわけだ。中国は、長期的には自給自足が必要であり、米国のサプライチェーンに頼らないと決心した。

ガベリ氏：中国の指導者にとって明るい点は、中国経済のGDPの40%が個人消費であることだ。米国は70%。中国の個人消費が毎年10%増加するなら、すごいことだ。他の部分は過去ほどには成長しない。国のトップなら消費を奨励し、国内で自立を達成しようとするだろう。そうなれば、米国とも付き合いやすくなる。

Q：ガベリ氏の投資会社は最近中国にも進出した。何か問題はなかったか？

ガベリ氏：ない。受け入れてくれた。素晴らしい投資機会があると考え、12週間前に香港に事務所を開設した。中国は素晴らしい。人口の約20%に相当する3億人が、米国の90%の人よりも賢く、仕事熱心になるだろう。米国は数で中国に負けている。われわれは箸で食事できるようにしては。

■ 株式市場を待ち受けるリスク



Mario Gabelli, Photograph by Jeff Brown

コーエン氏：米国の実質GDP成長率は2%強で、中国は6%弱、世界の実質経済成長率は恐らく3.2～3.3%だ。増益率は、欧州が約2～3%、S&P500指数で5～6%だ。

非対称的なリスクを懸念している。2019年の株式市場のトータルリターンが31%といっても、2018年の第4四半期には20%下落したため、実質は10%程度だったと言えよう。今後、予想より良いリターンが得られる確率は、リターンがマイナスになる確率より低い。ゴールドマン・サックスの年末のS&P500指数の予想は3400だが、

現在の水準との差は小さい。私は「うまくいく可能性のあるもの」と「うまくいかない可能性があるもの」のリストを検討しているが、後者の方が項目は多い。

バンサリ氏：まだ双子の赤字について話していない。米国はGDPサイクルのピークで過去最低の失業率の下でも財政赤字と経常赤字を抱えている。にもかかわらずドル高だ。逆さまなことが多い。しかし、市場は気にもかけない。悲しいことに、市場が悪材料に注意を向け始めると、一斉に噴き出してくるだろう。

コーエン氏：金利が予想以上に急上昇し始めるきっかけとして、それにコメントしようと思っていた。金利が極めて低いため、上昇したとしてもまだ低金利のままだ。しかし、債券投資家にとっての影響は相当大きい可能性がある。今のところ使えると思える唯一の株式のバリュエーション指標が金利に基づくもので、そのため金利上昇は株価にも影響を与える。当社のエコノミストによると、米連邦政府の財政赤字は1兆ドルを超えており、GDPに対する割合においても絶対額においても増加すると予想される。経済が成長中の場合では前例のないことだ。この数年は連邦の財政支出も大幅に増加した。赤字増加の原因は第一に2018年の減税だ。税制改革の必要性は超党派的に合意されていたが、結局は真の改革ではなく、国際的水準に合わせたの単なる税率の引き下げで、優遇税制や抜け道はそのまま残された。政府の税収は減少した上、浮いたお金は経済の刺激に活用されず、税率変更のプラスの影響は4～6四半期継続した後、今や全く消え去った。

ガベリ氏：米議会予算局（CBO）によると、2017年の法人税収は2970億ドル、2018年は2430億ドルだった。2020年は3070億ドルを超える予定だ。もっと重要なことに、米国の税制は全世界課税からテリトリアル課税に変更された（海外で税を支払えば米国で課税されない）。企業が上級役員へ支払う報酬の費用計上は1人当たり100万ドルが上限とされたが、ヘッジファンドの抜け道であるキャリドインタレストへの優遇措置は廃止されなかった。テスラの自動車を買う金持ちへの税優遇もばかっている。公平性を保つために法人税レベルでできることはまだある。

コーエン氏：ゴールドマン・サックスでは、企業別、業界別に税制改革の影響を調べた。実効税率が大幅に低下した業界もあるが、それに見合った長期的な投資や雇用の増加は見られなかった。

■ 社会保障費用の問題

Q：米国債務の対GDP比率をより健全な水準に戻すことは可能なのか、それともハッピーエンドを期待できる時点はもう通りすぎてしまったのだろうか。

コーエン氏：財政赤字増加の原因は二つある。景気循環と税制変更によるもの、および人口の高齢

化に伴う構造的なものだ。団塊の世代が高齢化すると、二つのことが起きる。収入の減少によって納める税金が減るとともに、社会保障給付を受け始めるのだ。ベビーブームのピークである1957年から65～67年後の2022年から2024年にかけて退職者数が増加するため、債務の対GDP比率上昇は避けられない。しかしこの数年間で、大きな人口動態的な変化もなく経済成長が続いたにもかかわらず、減税と歳出の増加が原因で財政赤字が拡大したのは異常な事態だ。

興味深いのは、将来の社会保障費増加の影響は把握できるが、メディケア（高齢者向け医療保険制度）の支出には上限がなく、医療費のインフレ率が非常に高いことだ。医療保険制度改革法（オバマケア）の実施で医療費のインフレは抑えられるようになったものの、医薬品のコストは高いままだ。メディケアの負担が特に大きいのは人生最後の年だ。

ウィトマー氏：しかし、それがいつかになるかは分からない。

コーエン氏：確かに。また、2番目に高い費用が発生するのは死ぬ前の年と考えられていたが、実はメディケアの対象となる初年度がそうだと判明した。医療保険がない人達の多くは、関節置換術、糖尿病治療、心臓病の継続的なケアなどの治療を、メディケアの対象となるまで先延ばしにするからだ。オバマケアの実施後は、メディケア移行時に医療費が急増する現象はなくなり、医療費のインフレも幾分低下している。

バンサリ氏：われわれはシリコンバレーや消費者に見える分野の革新にばかり目を向けがちだが、ヘルスケア業界では画期的な変革が起きており、この業界は米国経済における知られざるヒーローだ。

テクノロジーのおかげで急性期医療よりも慢性的疾患の治療へより多くのコストを配分できるようになった。医療費100ドルのうち約90ドルは、入院せずに済むようにする薬剤ではなく、入院費用と救急治療に使われているが、予防に重点をおくことで医療費の増加が抑制されるようになった。近年、米国では民間部門と政府部門の間で素晴らしい協力関係が構築されている。例えば政府は、ユナイテッドヘルス・グループ<UNH>などの企業と協力し、メディケア・アドバンテージなどの革新的な保険プログラムを開発している。極めて重要な変革が起きており、医療制度全体の効率性向上に貢献している。

デサイ氏：財政赤字と政府債務の問題において、インフレが唯一の解決策であるかどうかという議論に戻りたい。世界金融危機後に米国が実施しているこの政策の規模をわれわれは過小評価している。これが米国と日本の重要な違いだ。デフレの問題について大げさな議論がなされるが、継続的なデフレを経験したことがあるのは日本だけだ。その結果、日本では政府の負債が急増した。米国ではインフレがあるため、債務の対GDP比率はこれまでのペース以上には上昇していない。インフレ率は少し上昇し、長期金利も少し上昇するだろう。過去1年で財政赤字は大幅に増加している。民主党の一部候補者の政策提案を見ると唾然（あぜん）とする。

■ 現代貨幣理論

Q：財源をどうするか誰も説明しようとしないう国民皆保険制度や高等教育の無料化のことか？

プリースト氏：現代貨幣理論（MMT）があるが、私はあれを「魔法の金のなる木（magic money tree）」と呼んでいる。

デサイ氏：MMTは現代の魔法的な考え方（modern magical thinking）の略称ではないか。結局、借りる金を印刷すれば、国が借りられる金額に上限はないという主張だ。政府はわれわれとは違っ

て死なないため終点がない。唯一の制約はインフレだが、これは大きな問題になり得る。

プリースト氏：この理論は、財政赤字は問題ではないと主張する。資金にコストがかからないと、想像力が一人歩きする。株価が上昇した企業の中には赤字の企業もある。ラッセル2000指数を構成する企業のうち600社は赤字だ。もう一つ別の問題だが、自分自身と配偶者が共に65歳だとすると、片方が90歳になる確率はほぼ100%だ。引退した後、65歳から90歳までの必要資金をどうするかは大きな問題だ。現役時代から老後にかけての資金問題は、投資業界で最もニーズと可能性がある分野だ。

デサイ氏：低金利やマイナス金利を正当化する際、過去数十年の日本が引き合いに出されてきたが、米国と違い日本はその大部分の期間デフレであったため、実質金利では米国を上回っていた。日本の実質金利は1990年以降の20年間の大半は大幅なプラスだった。日本の例から飛躍してFRBも永遠にお金を印刷し続けられると考えるのは問題だ。ポピュリストの政治家にとっては極めて魅力的かもしれないが、そのことが私には大きな心配の種だ。MMTの顔となったステファニー・ケルトン氏と議論したが、同氏は国民皆保険と学生ローン免除とインフラ投資増加のいずれを選択すべきか議論するのは誤りで、全てを実行することが可能だと主張した。米国に予算上の制約はないと。だが、制約は厳然として存在する。

Q：減税は繰り返し行うことが可能で、何も問題はないという考え方もMMTと本質は同じでは？

ブラック氏：この数年間で起きた変化の一つは、共和党がもはや財政赤字に反対ではなくなったことだ。減税で税収が増えたことはない。皮肉なことに、債務の対GDP比率が最も低かったのはジミー・カーター元大統領が退任したときの37%で、その次に低かったのは第2期クリントン政権の終わりの頃の55%だ。現在は107%に達している。今やどちらの陣営もこれを問題にする様子はなく、現状からの脱却の道は見えない。

■ 選挙の見通し

Q：選挙の話を。コーエン氏は昨年、選ばれるのは難しいとはしながらも、大統領候補としてマイケル・ブルームバーグ氏を推していた。同氏は実際に出馬することになったが、今の考えは？

コーエン氏：政治分析は専門ではないが、政策の観点から気に入っていて、選挙の行方を左右する中間層にアピールできる候補者としては、ブルームバーグ氏とエイミー・クロブシャー氏を挙げることができる。

現時点の調査によれば、下院は民主党が多数を占め、上院も共和党が引き続き多数を占める見込みだ。大統領選で民主党と共和党のどちらが勝つかは五分五分だ。トランプ氏は共和党有権者の間では非常に人気があるが、無党派層の多くは離れてしまい、彼らが誰を支持することになるかは民主党の候補者が決まるまでは分からない。もう一つの不確定要因が弾劾裁判で、戦争権限の乱用など、他の弾劾理由が出てくるという噂（うわさ）もあり、不透明な状況は続く。

Q：他の皆さんの意見は？誰が民主党の候補になると思うか、あるいはなるべきか？誰が大統領選に勝ち、どの党が上院を押さえるか？ビル、あなたの考えは？

プリースト氏：民主党の最も強力な候補者ペアはジョー・バイデン前副大統領を大統領候補、クロブシャー氏を副大統領候補とした場合だが、選挙人団の影響を勘案すると、恐らくはトランプ大統領に勝てないだろう。

ブラック氏：バイデン前副大統領のような穏健派でなければダメだ。クロブシャー氏は好きだが、現実問題として大統領候補にはなれないだろう。両氏以外の候補者なら、残念ながらトランプ大統領

領が再選される。重要となるのはミシガン、ペンシルベニア、ウィスコンシン、ノースカロライナ、バージニア、ネバダの各州だ。前回トランプ大統領を支持した多くの有権者が今回は不支持に回ると思われるが、トランプ大統領が勝利してしまうだろう。

ウィトマー氏：面白い意見だ。私の周囲では「前は支持しなかったが今回はトランプ大統領に投票する」という人が多い。ただ、私が住んでいるのは共和党支持の州だ。

エレンボーゲン氏：ウォーレン上院議員の支持率は、国民皆保険について具体的な話をした途端、急速に下がり始めた。有権者は税金を払うのは嫌だと気付いた。ウォーレン上院議員かサンダース上院議員が候補となると市場は動揺するだろう。市場にとっては多分ウォーレン上院議員の方がサンダース上院議員よりも悪いとみられる。

Q：その理由は？ウォーレン上院議員に実行力があるからか？

エレンボーゲン氏：私はロースクールでウォーレン上院議員に学んだことがある。同氏は有能だと思う。一方、サンダース上院議員は大統領としては無能だろう。どちらも候補者になれるとは思わない。民主党候補者はバイデン前副大統領か、あるいは初期の予備選挙をスキップするという戦略が有効であればブルームバーグ氏となる可能性が高い。

ウィトマー氏：もしバイデン前副大統領が脱落すれば、ブルームバーグ氏となる可能性がある。

エレンボーゲン氏：その通り。ブルームバーグ氏が主張を変え、実際はバイデン前副大統領を支援するかもしれないという見方もある。どちらのシナリオでもポジティブだ。

Q：トランプ大統領を倒すことができるだろうか？

エレンボーゲン氏：失業率は低水準、賃金上昇率は高い水準で推移するというラウンドテーブルメンバーによる米国経済の見立てが正しければ、トランプ大統領が勝利するだろう。もう一つ私が気付いたのは、米国には英国における政治的な動向と同じ方向を向く傾向があるということだ。ボリス・ジョンソン首相は地滑りのような勝利を収めた。ただ、トランプ大統領は人間性の問題があり、有権者にとって米国の価値観と合わない部分が多く、地滑りのような勝利はないだろう。民主党が勝利して上院でも多数を占めた場合、過去4年間市場の追い風となっていた多くの政策が変更になるはずだ。

Q：民主党が上院で多数を確保できない場合、現実にはどれだけの変化が起こり得るだろうか？市場が予想するのは政治の停滞か？

デサイ氏：現政権が大統領令を使って規制面でいかに多くのことを達成したか、本当に見過ごされてしまっている。ねじれ議会でも、大きな規制変更が可能なことを過小評価すべきではない。

アールステン氏：3年前は、トランプ候補（当時）が当選すると市場は暴落するだろうとわれわれ全員が言っていた。結局、市場は非常に好調で、大方にとって経済状態は良かった。

左派が勝ったら、あるいはトランプ大統領が再選されたら市場はどうなるかといった問題は自然に解決されるものだ。政策の幅は世論調査の結果で大きく制約されるからだ。ウォーレン上院議員の国民皆保険が注目を集めると、有権者はブレーキを踏み、より中道的な方向へかじを切り始めた。

選挙では激しい論戦になり、感情的になるだろうし、ある程度の変動もあるかもしれないが、結局のところ、大きな市場イベントにはならないだろう。ESG（環境・社会・ガバナンス）投資家のほとんどにとって聞きたくない話だろうが、経済が堅調に推移し、世界の市場が安定していて、中東で極端な紛争が始まらない限り、トランプ氏が勝利する確率は50%を超える。

コーエン氏：われわれはイランと中東のみを問題にし、私以外は誰も北朝鮮の心配をしていないが、同国は東アジアにとっても、核兵器の拡散防止についても大惨事となり得る。そのことは念頭に置いておくべきだ。

ガベリ氏：カセム・ソレイマニ司令官の殺害に対するイランの反応に対し、われわれがどう対応するかは、今後90日間が重要だ。経済に影響を与える可能性もある。経済が現状のままであれば、トランプ大統領は再選されるだろう。イランは政治的には何かの行動を起こさなければならない。何が考えられるか？ 私だったら、米国のインフラ、とりわけ送配電網に対するサイバー攻撃を仕掛ける。米国の送配電網の構造は、サイバー攻撃に対して極めて脆弱（ぜいじゃく）だ。

■ 中国流のビジネス

Q：こうした地政学的な要因のうち、長期的な視野で最も重要なものは？

アンダーソン氏：中国の台頭に関連した問題の方がはるかに重要だ。それ以外は雑音だ。

デサイ氏：貿易分野で米国が何らかの形でトランプ以前の世界に戻っていく可能性は低い。民主党候補者の発言からすれば、彼らはさらに強硬な姿勢を取るだろう。

Q：米中関係の緊張が原因で投資家が機会を見逃す可能性があるとするれば、それは何か？

アンダーソン氏：過去12カ月から18カ月の間に面白いと思ったのは、米国では機能しないビジネスモデルの中に、中国など他の地域ではその規模を生かして機能しているものもあるということだ。

株価がひどく低迷し、世間の注目を浴びたグラブハブ<GRUB>など、料理宅配業は米国では成功していない。同社は、前四半期は1日当たり45万7000食を配達したにすぎない。これに対し中国の同業者である美团点評<3690.香港>は、2800万食弱を配達している。

中国都市部の人口は10億人に近づいており、最終的な市場規模は年間約1兆食だ。中国のこうしたスーパーアプリが実質的にやっているのは、多数の100万都市を抱える巨大で複雑な社会をナビゲートする方法を提供することだ。

Q：そうした中国のプラットフォーム企業を見落とすことがリスクということか？

アンダーソン氏：中国で起きていることの規模や速度は、米国とは比べ物にならない。汚い共産主義社会だからと中国を切り捨てることはできない。この国とその社会システムは6億人を貧困から救い、平均余命と教育レベルは上昇を続けている。経済発展のためには自由民主主義が必要だと考えたいかもしれないが、何が真実かは分からない。米国も中国も資本主義が根付いている。資本主義のモデルが違うだけだ。現在の中国では最初に政治家になり、それから金儲けをする。米国ではこの順番が逆になる傾向があるが、中国に対し倫理的な優越性を感じるのは、あまり賢明ではないと思う。

Q：中国型ビジネスモデルで、米国でも成立するものはあるか？

エレンボーゲン氏：極論すれば、欧州人の場合は革新に時間がかかる。ドイツ車を見れば分かるように、消費者は非常に高度で洗練されたものを望み、新しいことに挑戦するのは慎重だ。米国は、多少の間違いや完璧に仕上がっていない製品でも受け入れる。中国の消費者は極端で、物事を行う新しい方法をいつも探している。イノベーションを迅速に取り入れようというメンタリティーは、中国独特のものだ。

中国における取引決済が、テンセントのテンペイとアリペイでどのような変貌を遂げたか見れば良

い。基本的に中国では現金やクレジットカードは使用されない。テンペイの2018年のアクティブユーザー数は9億人を超え、アリペイの同ユーザー数は6億人だった。中国は、金融決済の世界で起きている革新においては、北極星のようだ。その原動力が人工知能であれ、量子コンピューターであれ、潜在的な次世代プラットフォームを考えると、それは米国と中国の競争になると言う人がほとんどだ。

中国には二つ有利な点がある。一つ目は、国家が多額の技術開発資金を提供していることだ。われわれの場合は、これを企業に依存している。マイクロソフトとグーグルを規制し過ぎると、われわれの競争力を維持するために重要なこれらの分野に資金を提供する能力が制限される。二つ目に、中国ではわれわれと違ってプライバシーや規制などに対応する必要がないため、はるかに大きなデータをはるかに迅速に分析することができる。グローバルな産業に投資したいのであれば、中国で起きていることを理解しておくべきだ。

By Beverly Goodman, Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

2. 昨年好調だったアップルに投資する方法 - How to Play Apple Stock After Its Banner Year [フィーチャー]

2019年は時価総額が5000億ドル増加。今はヘッジすべき時

■ 現在の株価は割高



Illustration by Robert A. Di Ieso, Jr.

現在、アップル<AAPL>は投資家にとって1兆ドル級の頭痛の種となっている。株価は昨年、86%の急上昇を見せ、時価総額は5790億ドルも増加した。この金額は、アップル以外のS&P500指数構成銘柄のうち4社を除く全銘柄の時価総額の合計増加額よりも大きい。同社の時価総額は1兆4000億ドルに上る。

アップルは長年にわたって割安とみられていたが、現在は割高である。コンセンサス予想に基づく2020年予想株価収益率（PER）は24倍で、S&P500指数の18倍を上回る。ファクトセッ

トによれば、アップルの過去10年の平均予想PERは14倍だった。バーンスタインのアナリストであるトニ・サッコナギ氏は先週、「アップルは2010年以来の割高な水準に達しており、大幅な上値余地があるとは考えにくい」と述べた。

ルーソルド・グループのアナリストであるフィル・セグナー氏は、昨年10月にアップルの時価総額がS&P500指数構成銘柄の合計時価総額の4%を上回ったと指摘する。4%を超えるのは同社にとって6回目だ。セグナー氏によれば、以前の事例では、その後の12カ月でアップルはS&P500指数を平均で9%ポイント、アンダーパフォームしている。同氏は「市場は新たな製品や収益源の可能性をめぐって盛り上がっているが、実現すれば『ニュースで売る』はずだ」と語る。

急上昇するバリュエーションは、ファンダメンタルズに見合っていない。今年度（2020年9月期）の予想売上高は6%増にとどまる。アップル株はスタートアップ企業のように取引されているが、

同社の成長率は公益企業に近い。強気派のアナリストはウェアラブル機器や次世代通信規格「5G」などの楽観的な材料を挙げる。しかし、現在の株価水準では、成長領域はチャンスというよりもリスクだ。5G対応のiPhone（アイフォーン）は年内に発売される可能性が高いが、ネットワークが依然として未熟なため、5Gは当面あまり役に立たないだろう。

アップルへの期待は高い。JPモルガンのアナリストであるサミク・チャタジー氏の推定では、アップルの株価には、iPhone販売台数が現在のコンセンサス予想に対して5%上振れることが織り込まれている。AirPods（エアポッズ）とApple Watch（アップルウォッチ）の成功にもかかわらず、同社の投資ストーリーでは、売上高の大部分を占めるiPhoneが依然として中心となっている。

■ ヘッジのための投資アイデアを紹介

Apple Won't Soar Forever

Apple's 2019 rally generated \$579 billion in new market value, even as the company's sales growth stalled. Investors should consider trimming their positions. Here are a few ideas on how to invest the profits.

Current Market Cap

January 9, 2020

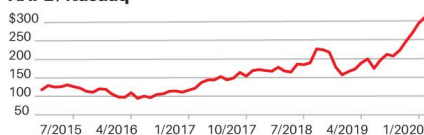
\$1.35 T

Value added in 2019

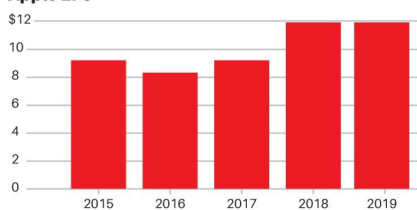
\$579 B



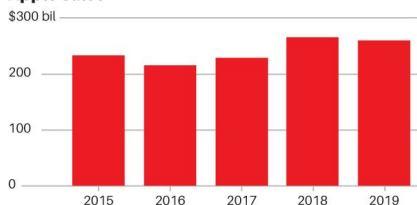
AAPL / Nasdaq



Apple EPS



Apple Sales



Sources: FactSet; Dow Jones Market Data Group

Note: Fiscal year ends September

昨年7-9月期、iPhoneの売上高は前年同期比9%減、営業利益は3%減だった。1株当たり利益（EPS）は主に大規模な自社株買いによって4%増加した。アップルは依然として約1000億ドルのネットキャッシュを保有しているが、キャッシュの減少につれて自社株買いのペースは減速するだろう。セグナー氏は投資家に対して、同社のポジションを縮小し、アンダーパフォームの時期まで再購入を待つことを推奨する。

ファイナンシャルアドバイザーのリック・エデルマン氏は、一つの銘柄に資金を集中させることのリスクを警告する。とりわけ、過去1年に株価が大きく上昇している場合は危険だと言う。同氏は「どんな投資先にも言えることだが、（昨年のアップルのような）成長が続くと考えるのは非現実的だ。一部を売って、出遅れている資産に再配分するといった、ポートフォリオのリバランスを行うのが賢明だろう」と語る。

投資家は2019年のアップルの含み益の一部を利益確定しつつ、保有を継続し、なおかつ割高な同社のリスクをヘッジすることができる。投資アイデアをいくつか紹介しよう。

高成長のハイテク銘柄へのエクスポージャーを望む投資家には半導体ファウンドリメーカーの台湾積体電路製造（TSMC）＜TSM＞がお勧めだ。同社は非常に高度な製造能力を必要とする外部顧客のために半導体を製造している。顧客にはアップルと半導体メーカーのアダバンスト・マイクロ・デバイス＜AMD＞が含まれており、TSMCは両社の成功による恩恵を受けられる。

アップルがハードウェアを重視していることを踏まえると、上場投資信託（ETF）のiシェアーズ拡大テクノロジー・ソフトウェア・セクター＜IGV＞も分散投資に適している。このETFの上位保有銘柄は画像編集ソフトのアドビ＜ADBE＞やマイクロソフト＜MSFT＞などである。

最後に、高リスク・高リターンの銘柄としてデータドッグ＜DDOG＞を紹介したい。同社はクラウド

ドアプリケーションの監視サービスにおけるリーダーで、クラウドの継続的な成長による恩恵を受けられる絶好の地位にある。

By Tae Kim
(Source: Dow Jones)

3. 大手銀行に賭けよ、中でも狙いはバンク・オブ・アメリカだ - Bet on the Big

[銀行]

Banks-and Bank of America

次の不況期にBOAが他行より有利な立場になる理由

■ 好調な銀行業界とバンク・オブ・アメリカ



Photograph by Christopher Goodney/Bloomberg

米大手銀行は昨年、40%以上の株価上昇を記録した。株価は今後も上昇を続けるだろうか。景気拡大が11年目を迎える中、多くの投資家は懐疑的だ。歴史的に見て、銀行株は2007-09年のリセッションでの悲惨な結果を含め、景気低迷期には上手くいかないものだ。しかし、大手銀行はこれまで以上に強いという強気の見方もある。なかでも際立っているのは、バンク・オブ・アメリカ<BAC>で、それは、全米規模の消費者向け銀行業務のネットワークと、メリルリンチを中核とする収益性の高い資産管理プラットフォームのおかげだ。同業他行と同様に、バンク・オブ・アメリカも積極的に自社株買いを進めており、その総額は2020年6月

期で310億ドルに達する見込みだ。配当に自社株買い効果を加味した「株主還元利回り」は10%を超える。

「多くの株式を買い戻し、従業員と事業に投資する」と同行のブライアン・モイニハンCEOは言う。同行は、モイニハン氏が在任する10年間に支店ネットワーク・システムを刷新し、テクノロジー分野に多大な投資を行い、ウェルズ・ファーゴ<WFC>を追い抜いて、米国最大の消費者向け・商業銀行となった。

同行は今やウォーレン・バフェット氏のお気に入りだ。同氏のバークシャー・ハサウェイ<BRK.A>は、同行株の10%、つまりは許容される最大限まで保有している。バフェット氏はまた、モイニハン氏の大ファンでもある。モイニハン氏は昨年、大手銀行のCEOの中で最も「過小評価されている」と、バフェット氏をして言わしめた。

■ モイニハンCEOの戦略

モイニハン氏は、JPモルガン・チェース<JPM>のジェイミー・ダイモンCEOほどの注目を浴びてはいないが、その業績には目覚ましいものがある。モイニハン氏が2010年に経営難に陥っていたバンク・オブ・アメリカのCEOに就任したとき、JPモルガンのダイモン氏よりも大きな困難に直面していた。

バンク・オブ・アメリカは、既存の銀行顧客への融資に重点を置いており、流通市場で住宅ローンを購入することはない。これはモイニハン氏が「責任ある成長」戦略と呼ぶものの一部であり、次

の不況期には、この点で同業他行よりも有利な立場に立つ可能性がある。

パークレイズのアナリストであるジェイソン・ゴールドバーグ氏は、バンク・オブ・アメリカが行ってきた消費者向け銀行業務の「大幅な改善」と、最近のテクノロジー投資の恩恵が、「投資家から十分に評価されていない」と言う。ゴールドバーグ氏は、バンク・オブ・アメリカ株をイコール・ウェイトからオーバー・ウェイトに引き上げ、目標株価を43ドルとしている。

バンク・オブ・アメリカは1月15日に四半期決算を発表するが、低金利と継続的な投資の影響を反映して、四半期1株当たり利益（EPS）は、前年同期比70セントから69セントへ低下すると予想される。金融危機以前と比べて融資の質が向上し、全体的なリスクが低下しているため、収益は予想以上に回復力があるとゴールドバーグ氏はいう。

バンク・オブ・アメリカは、ある点では大手銀行の中で遅れている。配当利回りだ。ウェルズ・ファーゴやJPモルガン・チェースよりも配当性向が低い。バンク・オブ・アメリカは金融危機の際、1株当たり64セントから1セントにまで減配しており、再び減配を迫られる状況には陥りたくないと考えている。

大手銀行がどの業界と比べても最大級の自社株買いを実施していることが、米国議会で議論を呼んでいる。民主党は、必要な投資を抑制し、労働者を犠牲にし、富裕な投資家層に報いることが米国の富の不平等拡大につながっているとして、この買い戻しを批判している。「成長のための資金は必要ない。当行や他の大手銀行に特有の問題として、もう買収ができない。では、何も買えないとしたら、お金はどうしたらいいのか。答えは、株主のお金だから株主に還元することだ。」と、モイニハン氏はいう。

バンク・オブ・アメリカの投資家は、JPモルガン・チェースの株主が63歳のダイモン氏に満足しているのと同じくらいモイニハン氏に満足している。昨年10月に60歳になったモイニハン氏は、これからも続けたいと話している。「他にやりたいことは思いつかない。経営陣と私の前には多くの課題がある。取締役会が私を受け入れてくれる限り、この仕事を続けるつもりだ。」と同氏はいう。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

4. 配当成長を期待するなら、今年はヘルスケアと情報技術セクターが狙い目 -

[インカム投資]

For Dividend Growth, Consider Health-Care and Tech Stocks

市場全体の配当成長率は鈍化するものの、配当総額は過去最高の6630億ドルに

■ 減速する全体の配当成長率



Photograph by Abby Anaday

伝統的な配当株である公益株や不動産投資信託（REIT）の今年の配当利回りが3%程度と予想される中、より大きな配当成長を手にした投資家には、ヘルスケアや情報技術セクターが狙い目だ。コンセンサス予想によると、S&P500指数の両セクターの1株当たり配当成長率は、ヘルスケアが10%、情報技術が9%と、他をしのぐ勢いだ。利益成長率が5%前後と予想される公益セクターおよびREITと比べ、ヘルスケアと情報技術セクターの予想は約10%となっている。

金融情報サービス会社のIHSマークイットの予測では、2020年のS&P500指数を含む米国株式市場

全体での配当総額は、特別配当を除いても昨年から7.2%増加し（前年比7.9%増の昨年を下回る）、過去最高の6630億ドルになる。配当成長率の減速は、減税が追い風となった2018年と比べ利益成長が軟化したことが主な要因だという。

■ 処方薬市場が成長、利益増見込めるヘルスケアセクター

それでもなお、多くのセクターで十分な配当成長が期待できる。通常、配当は利益の増加に伴って増えるものだ。IHSマークイットによると「製薬会社の売上高と利益率が急速に拡大し、処方薬の市場が過去30年間でほぼ倍になった」ため、ヘルスケアセクターは大手製薬会社から大手医薬品卸売会社に至るまで十分な強みを持っている。大型ヘルスケア銘柄の指標であるヘルスケア・セレクト・セクターSPDR<XLV>の利益のコンセンサス予想は、2019年の5.82ドルから8%増の6.31ドルとなっている。

IHSマークイットは、2019年のヘルスケアセクターを「合併・買収（M&A）を最優先に据え、次いで現金配当の増加という、積極的な資本配分スタンスを取った」と評している。今年の配当に関しては、持続可能なフリーキャッシュフローと低い負債水準に支えられ、9.3%増加すると予測する。

ゴールドマン・サックス<GS>によるヘルスケアセクターの見通しも同様に明るい。1月3日の同社レポートでは、「配当成長株を長期保有すれば、バリューストックの上昇局面に備えたポジションをとりつつ、市場平均を上回る配当を得ることができる」と述べている。グロース株がバリューストックをアウトパフォームする年が何年も続いてきたが、2019年9月以降はバリューストックの方が好調だ。同社は、単体で投資した場合の「グロース株とバリューストックの見通しは不明瞭であるため、両方を組み合わせた戦略を推奨」している。同社の配当成長バスケットの直近の配当利回りは、S&P500指数の2.1%を上回る3.6%で、市場平均よりもはるかに割安な水準で取引されている。同社によると、今後1年間の配当成長が市場平均で5%であるのに対し、このバスケットでは10%を見込めるという。バスケットに含まれる各銘柄と直近の配当利回りには、アッヴィ<ABBV>5.3%、ギリアド・サイエンシズ<GILD>3.9%、ファイザー<PFE>3.9%、カーディナル・ヘルス<CAH>3.9%、アムジェン<AMGN>2.7%、ブリストル・マイヤーズ・スクイブ<BMY>2.8%、イーライリリー・アンド・カンパニー<LLY>2.2%などがある。

■ 潤沢なキャッシュと低い負債水準を誇る情報技術セクター

コンセンサス予想では、S&P500指数の情報技術セクターは1株当たり平均で9%増配する見込みだ。IHSマークイットは、「大手テクノロジー企業は比較的多くのキャッシュを保有しており、負債水準も低いため、高配当銘柄としての地位が一層強固になる」と指摘する。二桁のペースで安定して増配を進めてきたマイクロソフト<MSFT>や、昨年9月末時点で980億ドルのネットキャッシュを保有していたアップル<AAPL>などがこれに該当する。直近の配当利回りはマイクロソフトが1.3%、アップルが1%で、どちらもS&P500指数の平均である2%に遠く及ばず、ゴールドマン・サックスの配当成長バスケットに含まれるテクノロジー株をも下回っている。しかし、今年の配当総額ではどちらも米国企業の上位5位に入る、とIHSマークイットは予測する。ゴールドマン・サックスのバスケットに含まれる各銘柄と直近の配当利回りには、テキサス・インスツルメンツ<TXN>2.8%、IBM<IBM>4.8%、ブロードコム<AVGO>4.2%、シスコシステムズ<CSCO>3%、ネットアップ<NTAP>3.1%などがある。

■ その他セクター

もちろん、ヘルスケアと情報技術の他にも配当成長を期待できるセクターはある。コンセンサス予想によると、S&P500指数の一般消費財やエネルギー株はどちらも平均8%増配する予想だ。しかし、一般消費財セクターの指標である一般消費財セレクト・セクターSPDR ETF<XLY>の配当利回りは約1.3%と、魅力的とはいえない。エネルギー株に関しては、配当利回りは魅力的だが、株価が市場に遅れを取っている。S&P500指数の公益セクターは、1株当たり平均7%の配当成長が予想されるが、低金利下におけるボンドプロキシ（債券代替）としてすでに多くの銘柄が高騰している。たとえば、金融調査会社のファクトセットによると、ユーティリティーズ・セレクト・セクターSPDRETF<XLU>の予想株価収益率（PER）は19.7倍で、5年間の平均である17.2倍を約15%上回っている。

S&P 500指数の金融や素材、資本財セクターもインカム投資における選択肢の一つだ。コンセンサス予想では、これらのセクターの1株当たり配当成長率は平均6%だ。たとえば、金融セクターの配当利回りは平均2.2%の予想で、銀行株の多くはこれよりもさらに高くなる見通しだ。JPモルガン・チェース<JPM>とシティグループ<C>の直近の配当利回りは2.6%、ウェルズ・ファーゴ<WFC>は3.8%、一方バンク・オブ・アメリカ<BAC>は2.1%だった。

今年の配当成長率は減速する見込みではあるが、それでもなお多くのセクターで十分な配当を期待することができる。ただし、配当がどれほど魅力的でも、まずはその企業のファンダメンタルズを理解することが重要だ。

By Lawrence C. Strauss
(Source: Dow Jones)

5. トランプ相場は続く - The Trump Market Thunders On 絶好調に見える株式市場の今後を占う

[コラム]

■ 異なる見解を裏付ける指標が混在



Photograph by Saul Loeb /AFP via Getty Images

複数の指標が、株式が非常に割高になっていることを示している。S&P500指数の2020年予想株価収益率（PER）は約19倍と、40年以上ぶりの高水準になっている。また、時価総額の対国内総生産（GDP）比、株価売上高倍率（PSR）、株価純資産倍率（PBR）に基づいても、株式は割高に見える。

しかし「20ルール」によれば、株式の評価は妥当のようだ。これはPERとインフレ率の合計が20未満だと株価は割安、20を超えると割高とする考え方である。現在の合計は約20だ。また、株式益回り（PERの逆数）から10年物米国債の利回りを引いた値は約3.4%で、株式は魅力的に見える。

チャールズ・シュワブのストラテジスト、リズ・アン・ソンドース氏は、「株式市場について異なる見解を持った投資家でいっぱいの部屋に入っても、それぞれの意見を裏付ける評価指標を渡すことができる」と冗談を言う。またPERについて同氏は、「レンジの上限にあるが、インフレや金利を見ると市場はそこまで割高ではない」と述べる。

ソンドース氏は、S&P500指数構成企業の利益は昨年ほとんど伸びておらず、株価上昇はほぼ完全にPERの上昇にけん引されたと指摘する。米連邦準備制度理事会（FRB）が中立的なポジションに移行したことから、「マクロの追い風の一部を失った。今年は企業利益による後押しが必要となる」と同氏は述べる。

市場が企業利益を追う場合、今年はかなり良い年になる可能性がある。ゴールドマン・サックスのデービッド・コスティン氏はS&P500指数構成企業で5%の増益を予想している。一方、株式アナリストによるボトムアップの予想値はおおよそ10%の増益を示している。

■ アクティビスト投資家のファンドは割安か

アクティビスト投資家ビル・アックマン氏の主要ファンドであるパーシング・スクエア・ホールディングス（PSH.オランダ）は、2019年に58.1%という驚異的なリターンを上げた後でも依然として割安に見える。

このファンドは、投資している株式の価値に対して大幅に割安な形で、アックマン氏の復活に賭ける方法を提供する。ファンドの10日の終値は19.70ドルと、1口当たり27.07ドルの純資産価値に対して27%のディスカウントになっている。ちなみに米国で上場しているクローズドエンド型ファンドの大半は、ディスカウント率が10%以下である。

集中度の高いパーシング・スクエアにおける上位6銘柄は、メキシコ料理店チェーンのチポトレ・メキシカン・グリル<CMG>、ホテル大手ヒルトン・ワールドワイド・ホールディングス<HLT>、ファストフードチェーンの持ち株会社レストラン・ブランズ・インターナショナル<QSR>、ホームセンター大手のロウズ<LOW>、分析機器大手アジレント・テクノロジーズ<A>、投資会社バー

クシャー・ハサウェイ<BRKA>となっている。

なぜここまで割安なのか。2015～2017年のS&P500指数のリターンが40%近くに達する中、同ファンドのリターンはマイナス30%まで落ち、その後多くの投資家はアックマン氏を警戒するようになった。また、年間1.5%の運用手数料と16%の成功報酬など、高額な料金体系となっている。ただし、これらの問題点はファンドの低い価格に反映されている。

■ アップルの株主還元方針に注目

過去1年間に株価が倍になったアップル<AAPL>は、大規模な自社株買いプログラムの縮小と配当の引き上げを検討すべきだ。過去最高の310ドルという株価は、もはやお買い得ではない。過去5年間の平均PER14倍に対して、今年度の予想1株当たり利益（EPS）13.12ドルの24倍近くとなっている。現在の配当利回りはわずか1%だ。

アップルは世界最大の自社株買いプログラムを有している。2019年9月期に670億ドルを買い戻し、140億ドルの配当を支払った。同社の利益550億ドルと、9月末時点で980億ドルという巨額のキャッシュポジションが引き続き資金源となった。アップルは2015年以降、発行済み株式数を2割削減している。

アップルは、自社株買いの規模を縮小しつつ、配当を50%でも100%でも増やすという、よりバランスの良いアプローチを取ることも可能だ。1月28日の第1四半期決算報告で、自社株買いプログラムについて何らかの発表があるかもしれない。

■ 天然ガスは逆張り対象

逆張りの投資対象をお探しであれば、米国の天然ガスは、あらゆるものが上昇した2019年に不人気だった数少ない資産クラスの一つだ。天然ガス価格は過去12カ月で25%下落し、需要増を超えた供給過剰が続いていることを反映して、10年ぶりの安値となっている。冬場は通常、暖房需要のためにガス市場が強い時期だが、米国で全国的な暖冬となり、需要は抑えられている。

先物市場は複数年にわたる供給過剰を示しているが、業界の大部分は現在の価格では採算が取れず、最終的に掘削活動の削減につながる可能性がある。キャボット・オイル・アンド・ガス<COG>、EQT<EQT>、サウスウエスタン・エナジー<SWN>、レンジ・リソースズ<RRC>といったガス関連企業が今後数週間の決算説明でどのような発言をするかは注目に値する。

過去1年間で、キャボットの株価は20%下落して17.50ドルとなっているが、強固なバランスシートを考えると優良銘柄に最も近い。サウスウエスタンは51%下落して2.09ドル、レンジ・リソースズは57%下落して4.90ドルとなった。米国最大のガス生産者であるEQTは55%下落して8.90ドルとなっている。

最近値上がりしているエネルギー債は、株式に代わるハイイールドの投資対象だ。レンジ・リソースズは、ジャンク債格付けのエネルギー債が大量に発行される中、表面利率9.25%で5億5000万ドル相当の6年債を発行した。上場投資信託（ETF）のユナイテッド・ステイツ・ナチュラル・ガス<UNG>は、過去1年間で31%下落して17ドルとなっている。

■ 個人決済が示す経済状況

国内トップクラスの消費者向け銀行であるバンクオブアメリカ<BAC>は、経済を見る窓を提供してくれる。ブライアン・モイニハン最高経営責任者（CEO）は先週、顧客の行動に基づく経済は

健全に見える」と語った。

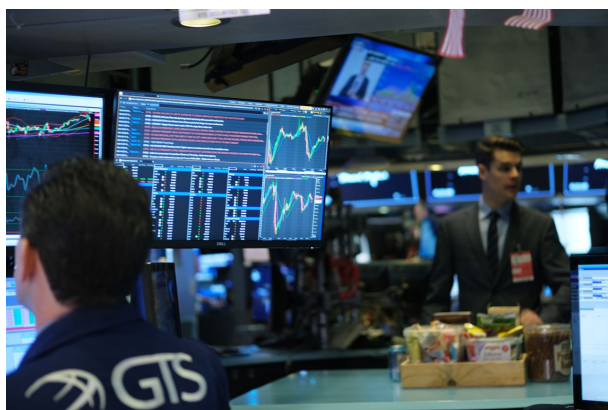
モイニハン氏によると、同行は年間約800億件、約3兆ドル相当の個人決済（小切手、デビットカード、クレジットカードなど）を処理しており、個人の支出は2018年に前年比8%以上、2019年には5.9%増加した。「昨年の第4四半期は年間の中で特に強く、クリスマスシーズンはさらに強かった」と同氏は述べる。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

6. 中東での緊張の高まりにもかかわらず株式市場は上昇 - The Trader: The Dow Rises 189 Points for the Week, Despite Mideast Tension 米国とイランの緊張が高まらず、市場最高値更新

[米国株式市場]

■ 中東情勢をすぐに織り込む



Photograph by Spencer Platt/Getty Images

先週、米国とイランの緊張関係は、一触即発の様相から世界の市場にほとんど影響しない状況へと急激に変化した。軍事的な対立が先鋭化する可能性は高かったものの、両国ともさらに状況を悪化させる意思はないように感じられた。

最も緊張が高まったのはイラクにある2カ所の米軍基地に向けてイランが多くのミサイルを撃ち込んだ火曜日の夜だ。報道から数分以内で、S&P500指数先物は最大1.6%の下落となった。しかし攻撃の詳細が明らかになり死傷者がいないことがはっきりすると、同様の速さで値を戻した。水曜日の取引は前日からやや上昇して始まった。

木曜日までに一連の出来事は忘れられたかのようで、米国の株価指数は再び高値更新の波に乗った。金曜日に発表された12月の雇用統計がさえないものだったことから週末はやや売られたものの、主要指数は週間ベースでの上昇を維持した。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は0.7%上昇して2万8823ドル77セントとなり、S&P500指数は0.9%高の3265.35で引けた。ナスダック総合指数は1.8%の上昇で9178.86となった。3指数とも史上最高値から0.5%以内の高値圏にある。小型株のラッセル2000指数は0.2%下落して1657.64で週末を迎えた。

ブラウン・ブラザーズ・ハリマンのチーフ・インベストメント・ストラテジストであるスコット・クレモンス氏は、非常に悪化しやすい中東の状況を早く織り込んでしまったことは、現在の投資環境が非常に強いことを物語っていると指摘する。同氏は「足元のファンダメンタルズが健全である限り、市場は地政学的な問題を簡単に消化してしまう傾向にある。全般的にまずまずの経済状況、市場の下支えとなる金融政策、および大幅ではないが着実な企業の増益基調といったファンダメンタルズが市場で優勢となっている」と述べる。

こうしたファンダメンタルズは、海外や国内の地政学的な問題が発生していた中での過去数カ月間の市場の上昇を支えた。S&P500指数が前日比で1%以上の下落となったのは昨年の10月8日が最後

である。これほど長い期間に1%以上の下落がないのは2018年の夏以来であり、その間のS&P500指数のリターンは14%に達する。米国で大統領の弾劾決議が行われ、英国の総選挙でブレグジットが確実となり、中東での騒乱が起きた間に、これだけ上昇したのだ。

■ 決算発表に注目

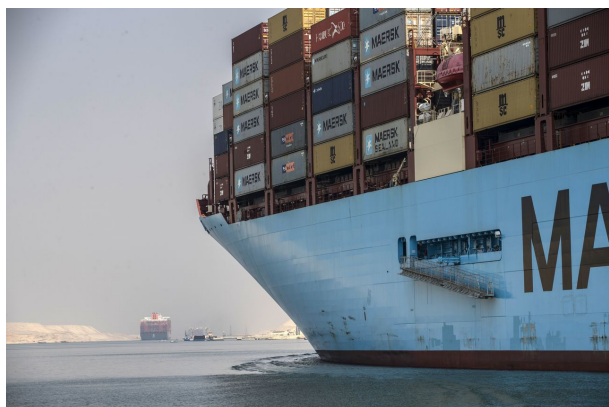
しかし最終的に調整局面が来るのは株式の投資家にとって運命のようなものだ。そして上昇相場が長くなるほど、株式市場は悪材料に反応しやすくなる。

RBCキャピタル・マーケットで米国株戦略の責任者を務めるロリ・カルバシーナ氏は「株式市場のバリュエーションと投資家のポジションの状況を見ると、下落局面に近いと考えられる」と述べる。

今週から第4四半期の決算発表が始まるため、投資家の注目は一層ファンダメンタルズに集まりそう。いつものようにJPモルガン・チェース<JPM>、シティグループ<C>、バンク・オブ・アメリカ<BAC>およびゴールドマン・サックス<GS>などの銀行株から始まる。次の週にさらに45社が決算を発表した後、その後の2週間で238社が発表する予定だ。

今週中に調印が予定されている米中貿易協定の「第1段階」の合意が企業の信頼感にどの程度の影響を与えているかについて、市場が企業の2020年の見通しの中からそれを読み取ってどの程度織り込むかにカルバシーナ氏は注目し、「市場のバリュエーションや投資家のポジションが現在のような状況の場合、市場は（特に想定外の）悪材料を織り込むのが一段と難しくなっている」と述べる。

■ タンカー株への投資は慎重に



Photograph by Khaled Desouki/AFP via Getty Images

国際海事機関（IMO）が新たな規制としてIMO2020を定め、これが今年の1月1日から発効した。これは、全ての船舶に対して硫黄分を減らした燃料油の使用を義務付けた規制だが、この影響からタンカー運賃が急騰した。一部の業者では昨年8月と比較して運賃を最大で4倍にすることができたようだ。

急騰の要因は二つある。まず、IMO2020の基準に適合する燃料の生産が一部の地域に偏っているため、供給の少ない地域への輸送需要が増えたことが挙げられる。第二として、多くのタンカーが

新たな燃料に適合せずにスクラップされており、輸送能力が世界全体で落ちてしまったことが挙げられる。

地政学的なリスクもある。世界で生産される原油の約3分の1がホルムズ海峡を通過して運ばれていることから、ホルムズ海峡周辺地域でタンカーが襲われていることや、昨年秋にサウジアラビアの精製施設が攻撃されたことも運賃の上昇に拍車をかけた。米国とイランの緊張が高まってリスクプレミアムが跳ね上がったことも上昇要因だ。

こうした運賃の状況からタンカー運行会社の業績は急速に好転すると見込まれており、株価も急騰している。60隻以上保有するティーケー・タンカーズ<TNK>は8月末から先週木曜日までに株価が180%上昇し、そのほか、ノルディック・アメリカン・タンカーズ<NAT>は181%、ユーロナブ<EURN>とフロントライン<FRO>は56%、スコープ・タンカーズ<STNG>とDHTホール

ティングス<DHT>は47%の上昇だ。この間のラッセル2000指数のリターンは12%にとどまる。

バンク・オブ・アメリカ・セキュリティーズのアナリストであるケン・ヘクスター氏によると、タンカー運賃は2020年を通じて高値圏を推移するとみられることから、タンカー株の上昇は長期的に続きそうだ。

ただし、ファンダメンタルズだけでなく需給要因などを含めた多くの要因から個別銘柄の人気度合いを測っているオリーブツリー・ファイナンシャルによると、短期的にはタンカー株には注意が必要だという。

同社で米国株の売買執行の責任者を務めるダニエル・サンダース氏は、特にティーケイとノルディック・アメリカンで過熱の状況が見られるという。セルサイドのアナリストの目標株価を超え、空売り残もほとんどなく、テクニカル指標にも過熱が見られるからだ。金曜日の株価はノルディック・アメリカンが7%、ティーケイが5%の下落となり、調整局面入りが考えられる。同氏は相対的な割安感からタンカー株の中ではDHTを推奨する。

「タンカー株に注目している投資家グループの数は多く、銘柄の入れ替えが見られる」とサンダース氏は指摘する。長期的なスタンスの投資家にとって業界全体の見通しは引き続き強気ではあるものの、銘柄選びには慎重になるべきだろう。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

7. ダボス会議が今年も開催 - Davos? Meet Me at Butternut Instead 退屈な内容、ホテルは逼迫。優良企業モンスター・ビバレッジに注目

[フィーチャー]

■ 目前に控えたダボス会議の思わぬ問題点



Photograph by Fabrice Coffrini/AFP via Getty Images

1月21日から24日にかけて、スイスのダボスで世界経済フォーラムの年次総会（ダボス会議）が開催される。毎年、ビジネス界のリーダーや政治家が「世界をより良くしよう」というダボス会議のミッションを胸に、アルプスのスキー・リゾートに押しかけている。ダボスは標高が高く非常に空気が薄いため、彼らの自画自賛の声がしっかりと響きわたるだろう。

昨年夏、世界経済フォーラムの創設者であるクラウス・シュワブ氏は、ホテルが非常に不足しているためダボス会議を別の場所で行わざるを得ないかもしれないと述べた。同氏によれば、ダボスには2800室の「リーズナブルな価格」の客室が新たに必要とのことだ。昨年のダボス会議の前日には、ダボス中心のあるホテルでは130平方フィート（約12平方メートル）の部屋が1泊1万ドル以上したとの話もある。これはベッド1台とテーブル1台が収まる程度の広さで、「グローバリゼーション4.0：第四次産業革命時代の新しいアーキテクチャを創造する」という壮大な昨年の会議のテーマと対照的だ。

■ 世界をベターにしたい人は

過去のダボス会議では幾つもの印象深い出来事があった。1992年の会議でのネルソン・マンデラ氏とF・W・デクラーク南アフリカ大統領の握手はアパルトヘイトの終わりを象徴するものとなった。2000年の会議で設立されたGAVIアライアンス（ビル・ゲイツ氏が支援するワクチンと予防接種に関する官民パートナーシップ）は、1300万人以上の命を救った。

しかしそれ以来、年を重ねるに従ってダボス会議は退屈になってきているように思う。2005年のテーマはジェンダーギャップであったが、依然として参加者の4分の3以上は男性である。また、参加者の平均年齢は今年50年目を迎えるダボス会議よりも高くなっている。それでも、今年の年次総会への期待値は高い。なぜなら、昨年参加しなかったトランプ米大統領が今年は参加する見込みだからだ。彼ならホテル経営者として客室数の不足について何かいいアイデアを持っているかもしれない。

昨年、世界経済フォーラムの会員企業は年会費として6万～60万ドルを支払った他、年次総会への参加費として参加者1人当たり2万7000ドルを支払った。より高額の年会費を支払えば、非公開の要人ネットワークに参加できるが、そこではおそらく平等とは何かということについて最高水準の議論がなされているのだろう。

世界をより良くしたいがダボス会議の入場券を持っていない人たちは、筆者とマサチューセッツ州のバターンナットスキー場で会おう。

■ 過去20年で最も上昇した銘柄、モンスター・ビバレッジ

大手飲料会社モンスター・ビバレッジ<MNST>はニューヨークで先日開催された投資家向け説明会で、「JAVAモンスタートリプルショット」、「レインインフェルノ」、「NoSフルスロットル」、「バーン」、「マザー」といった新商品の計画を発表した。「マザー」もデスメタル調のフォントで缶に描かれているものを見るときとなるほどという感じだ。

クレディ・スイスのアナリストであるカーミル・ガジュラワラ氏は投資家向け説明会に出席し、昨年モンスター・ビバレッジは市場シェアを落としたものの、今や「再び捕食者側に回った」との確信を得た。同氏はモンスター・ビバレッジを今年最も推奨する銘柄としており、足元の株価から約20%の上値余地があるとしている。

モンスター・ビバレッジは、かつてはハンセン・ナチュラルというカリフォルニアの小さな炭酸飲料会社であった。南アフリカ出身の法律家であるロドニー・サックス氏が30年前に1450万ドルで買収した。その後、マーケティング手法としてエクストリームスポーツへのスポンサー活動を取り入れたカフェイン入り炭酸飲料レッドブルの成功を目の当たりにし、同氏は2002年に「モンスター」を発売した。今や、同社の時価総額は340億ドルに達し、米国の大企業から中小企業までをカバーするS&P1500指数の構成銘柄のうち、過去20年で最も上昇した銘柄となっている。

■ 今年は上昇できるか

しかしながら、大幅上昇を続けてきた同社の株価は足元では横ばい圏にある。以前ほどの勢いはないものの、他社のエナジードリンク「バング」はモンスターの市場シェアを奪っている。今月発売となる「コカ・コーラ・エナジー」も大きな気がかりだ。ただしモンスターによれば、大半の小売店では「コカ・コーラ・エナジー」はエナジードリンクのコーナーではなく、炭酸飲料のコーナーの近くに置かれるとのことだ。

ガジュラワラ氏によれば、ターゲットを明確にした新商品の発売に重点を置くという同社の戦略は

効果的に機能しているとのことだ。例えば、「レイン・トータル・ボディ・フュエル」は筋肉志向の若者向けに、ひっそりと発売された「プレデター」は低価格市場における筋金入りのカフェイン中毒者向けに、という具合だ。エナジードリンク市場は昨年の米国において、炭酸飲料、飲料水、スポーツドリンクを上回る成長を遂げた。同社は現在、世界153の国と地域で展開している。ガジュラワラ氏は、利益が2023年まで年平均成長率13%で伸びると見込んでいる。現在の同社の株価は2020年の予想利益に対する株価収益率（PER）29倍の水準だ。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

8. 話題満載のCES2020で本当に注目すべきポイント - From 5G and Autonomous Driving to Streaming and Privacy, Here's What Really Mattered at CES

5G、自動運転、IoT、データ保護で新たなトレンド

[ハイテク]

■ ディスプレーから自動運転車、ヘリ・タクシーまで



Photograph by Robyn Beck/AFP via Getty Images

のコンセプトカーなど数十台もの自動運転車と電気自動車が展示された。

ラスベガスで1月7日から開催された電子機器見本市CES 2020では、数千社の企業がハイテクの未来を示唆するさまざまな展示を行った。

ディスプレイでは多種多様な形状とサイズの製品が出品された。例えばサムスン電子<005930.韓国>は、292インチ型超大型ディスプレイや、画面を回転させて縦長にできるテレビを展示した。主力から外れつつあるPCでも、レノボが本のように画面を折りたためるモデルを発表するなど、多くの新製品が披露された。また、CESの「自動車ショー化」は継続しており、ソニー<6758>

ほかにも、農業機械メーカーのディア<DE>が120フィートもの長さのアームを備えた巨大な農薬散布機を展示し、韓国の自動車メーカーである現代自動車<005380.韓国>とヘリコプターメーカーのベル・ヘリコプターが空飛ぶタクシー（ヘリ・タクシー）のプロトタイプを公開するなど、耳目を集めた展示が多かった。

CES 2020を簡潔に要約することはできないが、雑多な展示の中から幾つのテーマが浮上していることは確認できた。以下、そのポイントを紹介しよう。

■ 無線通信の範囲に課題が残る5G

5Gの存在感は高まりつつある。だが、一般に考えられているものとは異なるものになる可能性がある。

2020年は第5世代通信技術である5Gが主流となる年だ。クアルコム<QCOM>の最高経営責任者（CEO）、クリスチアーノ・アモン氏が先週語ったところによると、世界で45社の通信事業者が5Gを展開している。同氏は、2020年に2億台の5G対応スマートフォンが販売されると予測する。

本当の意味でビジネスチャンスが存在するのはネットワークの末端であり、あらゆる種類の企業が百万台もの端末を一つの基地局に接続できる5Gの能力を活用しようと狙っている。だが、会計コンサルティング会社アーンスト・アンド・ヤングの親会社であるEYでメディアおよびエンターテインメントのグローバル・セクター・リードを務めるジョン・ハリソン氏は、5Gには払拭（ふっしょく）されていない問題があると指摘する。

その一つは、5Gの真の力を引き出すには高速で信号を伝送できるミリ波帯の電波を使用する必要があるのに対し、ミリ波は届く距離が短いことだ。ミリ波帯域の5G信号で複数の都市や郊外をカバーするのは現実的な選択肢ではない。大半のユーザーは、より速度が遅い（現在の4G LTEとさして変わらない）サブ6帯（3.6G~6GHzの周波数帯）で5G対応端末を使用することになる。

■ 焦点は自動運転から運転支援へシフト

自動運転の実現は遠い将来の話であるが、ADAS（先進運転支援システム）への取り組みは活発化している。自動運転に関する見方は変化しており、「ロボットタクシー」がすぐに実現すると考える人はほとんどいない。一方、特定の状況で自動車が運転を代行するADASへの理解は深まっている。エヌビディア<NVDA>、クアルコム、インテル<INTC>傘下のモビルアイの3社は、ADASに焦点を当てた自動運転プラットフォームを展示した。

クアルコムでADAS担当シニアディレクターを務めるアンシュマン・サクセナ氏は、現実問題として完全自動運転（自動運転レベル5）が近い将来に利用可能になるめどはまだ立っておらず、業界と政府が保険、製造物責任、規制の問題を整理するまでは実現しないと指摘する。「これらは現時点で未解決の問題であり、技術的な見地からも制約がある」からだ。レベル5のプロトタイプ車のトランクにはPC、空冷ファン、電源などが満載されており、一般に使用するのは無理がある。「運転支援が狙い目」である。

■ IoTの最大のリスクはデータ保護の問題

今年のCESではモノのインターネット（IoT）に関する展示もあった。この数年、CESでのIoT関連の展示といえば、ドアに取り付けたディスプレイでウェブブラウザを操作できる冷蔵庫など、特に意味もなくネットワークに接続されたデバイスであった。だが今年は、「つながるデバイス」がより現実的なものとなり、中でも健康、睡眠、ホームオートメーションに関する展示でそうした傾向が見られた。この傾向は、5Gの実用化と、あらゆるものを接続するという5Gが指し示す未来、さらにはデータを収集・分析する能力の進化によって加速するだろう。

筆者はCES2020に併設されたIoT推進コンソーシアムの会合にも参加した。グーグル、ロボットメーカーのアイロボット<IRBT>、ケーブルテレビ大手のコムキャスト<CMCSA>、食品大手のネスレ<NESN.スイス>、消費財大手のヘンケル<HEN>とコルゲート・パルモリーブ<CL>など、IoTの構築に取り組む企業から70名の幹部社員が参加した。コムキャストからの参加者が、無料サービスと引き換えにデータを共有することに消費者は大きな満足感を示したと述べ、ハイテク業界にとっての最大のリスクはデータ共有にあると発言したところ、他の多くの参加者がうなずいた。

■ 州レベルのプライバシー法の乱立に懸念

データ保護の問題はますます大きくなっている。アップル（AAPL）やフェイスブック（FB）の幹部社員が参加したデータ保護に関するセッションでは、連邦取引委員会（FTC）のコミッショナーを務めるレベッカ・スローター氏の発言に注目が集まった。同氏は、データ保護違反に関するニュースが絶え間なく報道されている現状を踏まえ、「十分な対策が取られていると結論付けるのは不可

能だろう」と述べた。

このセッションでは、カリフォルニア消費者プライバシー法（CCPA）を巡る議論に多くの参加者が加わった。また、連邦議会が連邦プライバシー法を導入できなければ、相反する州法が乱立することになるとの懸念の声も聞かれた。ハイテク業界アナリストのロブ・エンデルレ氏は「消費者はこうした脅威を真剣に受け止めるべきだが、そうはなっていない」と指摘する。

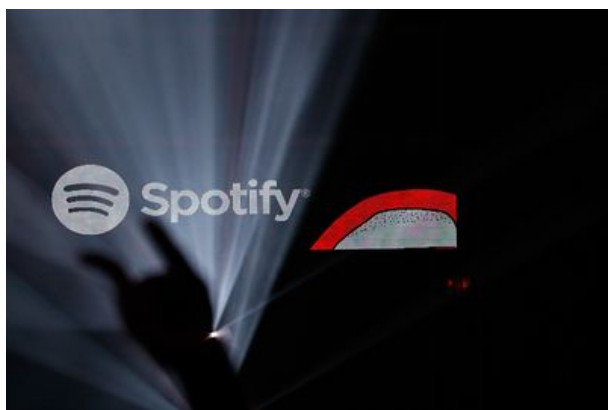
By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

9. 音楽ストリーミング急成長の中、競争激化懸念に揺れるスポティファイ -

[フィーチャー]

Spotify Stock Is Falling Amid Growing Competition
さらなる成長に向けポッドキャスト事業を強化

■ 1兆回を突破した音楽ストリーミング再生



Getty Images

音楽ストリーミング・サービスのスポティファイ・テクノロジー<SPOT>、アップル<AAPL>によるアップル・ミュージック、グーグル親会社のアルファベット<GOOG>によるユーチューブといった、ストリーミング配信サービスの急成長は、音楽の視聴や、対価の支払い方法を大きく変貌させてきた。1月9日木曜日に発表された、ニールセン・ミュージックによる調査では、昨年1年間の米国の音楽ストリーミング再生回数は初めて1兆回を突破した。

スウェーデンに本拠を置くスポティファイ・テクノロジーの最近の株価は上値がやや重い。2020年の方向性を予測する上で幾つかのポイントをチェックしたい。

■ 昨年の株価は乱高下

スポティファイの2019年の株価動向は変動が激しかった。2018年後半の株価急落後、2019年7月にかけて4割近く上昇したが、9月下旬にかけて大きく下落した。その理由は、アップル、アマゾン<AMZN>も音楽ストリーミング配信サービスを手がけることから、投資家が将来の競争激化の懸念を強めたほか、スポティファイ自体の収益力への懸念が存在したためであった。その後、昨年10月に発表された7-9月期決算が予想外に黒字であったことを機に、同社の株価は持ち直し、年間の上昇率は32%となった。

■ ユーチューブなどの存在が気がかり

ニールセン・ミュージックの調査では、米国の昨年の音楽ストリーミング再生回数は前年比で30%増加し、1兆1,500万回に達し、急成長を続けた。一方で、アルバムレコードの販売数は、ネット販売を含めても前年から19%減少し、対照的な動向となった。音楽ストリーミング配信は、米国の音楽消費の82%を占めるほどの存在に成長しているのである。

2019年の音楽ストリーミング配信再生回数は、ポスト・マローン、テイラー・スウィフト、アリア

ナ・グランデといったアーティストによるアルバムが大ヒットしたことや、ビリー・アイリッシュ、リゾ、リル・ナズXなどの躍進にけん引された。特に、ラッパーのリル・ナズXの「オールドタウン・ロード」は年間再生数が25億回と首位を獲得した。

音楽ストリーミング配信サービスの急成長という調査結果に対して、スポティファイの1月10日の株価の反応はよくなかった。音楽ストリーミング配信をめぐる競争が2020年に激化するとの見方に加えて、人々が動画配信サービス経由で音楽を視聴する傾向が強まっていることも影響している。

ニールセン・ミュージックの調査によると、2019年のオンデマンド（利用者からの要求に応じる形で、提供者が機能や情報を提供するサービス）による音楽ストリーミング配信は前年比で24%増加したが、動画ストリーミング配信はそれを凌ぐ41%の伸びを示した。動画共有サービスのユーチューブは、世界で最も利用された音楽ストリーミング配信サービスであるという。また、モバイル向けショートビデオのプラットフォームであり、存在感を高めているティックトックによる影響も予想される。中国の情報・通信のバイトダンス社傘下のティックトックは、コンテンツを口コミで爆発的に広げる力を持つのである。

■ ポッドキャスト事業を強化

ファクトセットによると、株式市場はスポティファイに対して、慎重ながらも前向きな見方をしていいる。同社に対して、「買い」あるいは「中立」の投資判断を持つアナリストの比率は約57%。目標株価の平均は直近株価より7%高い167ドルとしている。

スポティファイは、さらなる成長の源泉を求めてポッドキャスト企業数社の買収を実施しており、コンテンツを増やして契約者と広告収入を増やそうとしている。自分の都合のいい時間を選んで好きなラジオ、テレビを視聴できる、ポッドキャスト・サービスの2019年第3四半期のストリーミング時間は、前四半期比で39%という高い伸びを示した。スポティファイ・テクノロジーは同社のプラットフォームにおいて、50万以上のポッドキャストを擁している。

また、同社は、10日までラスベガスにおいて開催された、電子機器の見本市、CES（コンシューマー・エレクトロニクス・ショー）において、ポッドキャストの広告主に対して新しいデジタルツールを発表した。インプレッション、頻度、リーチ、年齢、性別、使用された機種などを、広告主が確認できる新しいデジタルツールを導入したのだ。これにより、アップルやグーグルのポッドキャストに対して優位になることが期待される。

スポティファイは2月5日に2019年12月期第4四半期（10-12月期）の決算発表を予定している。会社予想では、有料契約者数が前四半期末比で700~1,200万件増加し、売上高は17.4億~19.4億ユーロ（19.4億~21.6億ドル）、営業赤字は3100万~1億3100万ユーロと見込まれている。

By Evie Liu
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - Preview

バイオジェン、特許に関する係争が株価に影響

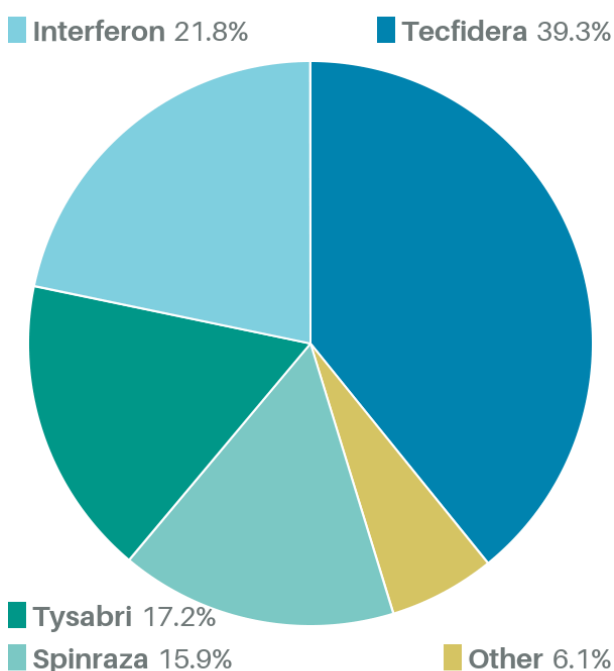
[経済関連スケジュール]

■ 競合各社も有望市場を注視

The Cash Cow

Tecfidera is Biogen's top-selling product, generating 40% of the firm's total sales in 2018.

Product revenue in % of 2018 total sales



Source: Biogen 2018 annual report

graphic

れる確率が高いと考えるが、だからと言って問題がなくなるわけではない。SVBリーリンクのアナリストであるジオフェリー・ポージス氏は、多発性硬化症市場は他の製薬会社からも注目されているとして、テクフィデラの特許に関して、今後数年で新たな異議申し立てが起こるだろうとみる。

このような不確実性があるため投資家は様子見の姿勢をとり、バイオジェンのバリュエーションが低下しているのかもしれない。アルツハイマー治療薬の有効性に対する疑問と特許問題の打撃を受け同社の株価は2015年の最高値から33%下落し、株価収益率（PER）は10倍と、過去5年平均の半分に落ち込んでいる。同社の2019年の業績発表は1月30日の予定だ。

2019年、バイオ医薬品のバイオジェン<BIIB>の株価は大幅に変動した。これは、アルツハイマー病の新薬であるアデュカヌマブの臨床試験の先行きが不透明であることが要因となっている。加えて、同社は別の危機にも直面している。

約1年前、ジェネリック医薬品メーカーのマイラン<MYL>は米特許商標庁（USPTO）に対し、バイオジェンが2028年まで独占的に持つ、多発性硬化症治療薬テクフィデラの特許有効性を無効とするよう求める請願を提出した。その審理結果が2月上旬に下される予定だ。結果次第では、マイランは早ければ年内にもテクフィデラのジェネリックを発売することが可能となる。そうなれば、バイオジェンの売り上げは数十億ドル減少する可能性がある。テクフィデラの2018年の売り上げは43億ドルで、バイオジェンの売り上げの40パーセントを占めていた。

同社にとり、特許を巡る係争はこれが初めてではない。2017年にはデンマークのバイオテック企業フォワード・ファーマ<FWP>とヘッジファンド・マネジャーであるカイル・バス氏が、それぞれバイオジェンの特許無効を申し立てたが、特許商標庁に却下されている。

アナリストは、今回もバイオジェンの特許が守ら

■ 今週の予定

Trading Low

Biogen stock has tumbled 33% from its 2015 peak, while the S&P 500 gained 55% during the same period.

Performance since March 20, 2015

■ S&P 500 Index ■ Biogen



Source: FactSet

graphic

ル・サービシズ・グループ<PNC>、同業のU.S.バンコプ<USB>、医療保険会社のユナイテッドヘルス・グループ<UNH>が決算発表。

・ 12月の卸売物価指数（PPI）発表。エコノミストは前年同月比1.4%、コア指数は1.3%の上昇を予想。11月はそれぞれ1.1%、1.3%の上昇だった。

1月16日（木）

・ 金融サービス会社バンク・オブ・ニューヨーク・メロン<BK>、大手鉄道貨物輸送会社のCSX<CSX>、金融持ち株会社モルガン・スタンレー<MS>、化学メーカーのPPGインダストリーズ<PPG>、台湾の半導体製造会社の台湾積体電路製造<TSM>が決算発表。

・ コムキャストがニューヨークで投資家向け説明会を開催。子会社であるNBCユニバーサルが4月に開始するストリーミングサービスの戦略について説明を行う予定。

・ 12月の小売売上高発表。前月比0.3%増を予想（11月は0.2%増）。車を除いた数値は0.6%増の予想（11月は0.1%増）。

・ 全米住宅建設業協会（NAHB）が1月の住宅市場指数を発表。コンセンサス予想は12月とほぼ同じ 76。

1月17日（金）

・ 金融グループのシチズンズ・ファイナンシャル・グループ<CFG>、物流大手JBハント・トラ

1月13日（月）

・ 日本市場は成人の日のため休場。

1月14日（火）

・ シティグループ<C>、JPモルガン・チェース<JPM>、ウェルズ・ファーゴ<SWFC>などの大手銀行・金融持ち株会社が第4四半期および2019年通期の決算発表。決算発表シーズンがスタート。

・ 医療用マリファナの生産・販売会社アフリア<APHA>、航空会社大手デルタ航空<DAL>、金融サービス会社のファースト・リパブリック・バンク<FRC>、イギリスの金融情報サービス企業IHSマークイット<INFO>が決算発表。

・ 12月の消費者物価指数（CPI）発表。前年同月比2.3%の上昇が予想される（11月は2.1%上昇）。食品とエネルギーを除くコア指数は、11月から横ばいの2.3%となる見込み。

・ 全米独立企業連盟（NFIB）が、12月の中小企業楽観度指数を発表。コンセンサス予想は、11月からほぼ横ばいの104.9。

1月15日（水）

・ 大手銀行・金融持ち株会社バンク・オブ・アメリカ<BAC>、投資運用会社ブラックロック<BLK>、大手投資銀行ゴールドマン・サックス<GS>、金融持ち株会社のPNCファイナンシャル

ンサポート・サービスズ<JBHT>、大手鉄道持ち株会社カンザス・シティ・サザン鉄道<KSU>、大手石油開発支援企業シュルンベルジェ<SLB>、金融サービス会社ステート・ストリート<STT>がコンファレンスコールで決算発表。

- ・ 1月のミシガン大学消費者信頼感指数発表。エコノミスト予想は12月とほぼ同じ99.6。
- ・ 11月の求人労働移動調査（JOLTS）発表。11月末日の求人件数は、10月とほぼ同水準の730万件とみられる。

By Evie Liu
(Source: Dow Jones)

『バロonz・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

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年にエグゼトラスを設立。神戸大学経営学部卒業 米国ロチェスター大学MBA。

『バロonz・ダイジェスト』 2020/01/12

THIS WEEK'S MAGAZINE

発行 : Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信 : 時事通信社

編集

THIS WEEK'S MAGAZINE : エグゼトラス

TODAY'S MAGAZINE : 時事通信社

お問い合わせ先（法人・個人の購読契約者様） : 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、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。

※図・表・データの無断使用を禁止します。

Copyright © 2020 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます