

# バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/09/13

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIMI PRESS



DOW JONES

1. 株式市場はバブルだが焦る必要なし - This Stock Market Bubble Doesn't Mean Trouble for Investors Just Yet. [カバーストーリー]  
すぐにはじけるとは限らない P.2
2. 市場見通し：小動きも水面下で多くのドラマ - Market Outlook: Few Gains for the Index, but Lots of Drama [フィーチャー]  
6人のストラテジストによる市場予想 P.6
3. 2020年度独立系投資アドバイザーランキング - Barron's 2020 Top Independent Advisors [投資顧問]  
新型コロナでテクノロジー採用と業者間統合が加速 P.12
4. 個人投資家がおおるナスダック市場の乱高下 - Retail Investors Are Fueling the Nasdaq's Wild Ride [フィーチャー]  
オプションを買っているのはソフトバンクだけではない P.15
5. 思いがけない場所に物価上昇の兆し - Inflation Is Popping Up in the Strangest Places [コラム]  
新型コロナとインフレ率の奇妙な関係 P.19
6. 次世代Xboxはゲームチェンジャーとなる可能性 - Microsoft's Latest Xbox Plan Could Be A Game-Changer [ハイテク]  
狙いはユーザー基盤拡大と安定した売上高成長 P.21
7. 誰が大統領になっても来年の相場は不安定 - 2021 Looks Rocky for the Stock Market No Matter Who Wins the Election [米国株式市場]  
ハイテク株からバリュー株への主役交代も P.23
8. 米国の脱中国依存に価値はあるか？ - Sure, the U.S. Can Cut Its Reliance on China. But Is It Worthwhile? [米国経済]  
中国の経験から考える他国依存脱却の可能性と難しさ P.26
9. 秋の本当の激闘はフットボールではなく大統領選 - Football Is Back. But the Real Contact Sport This Fall Is the Election. [米国株式市場]  
波乱含みの株式市場で気を付けること P.29
10. 今週の予定 - How Facebook Could Build a Billion-Dollar Videogame Business [経済関連スケジュール]  
フェイスブックはゲーム・ストーリーミングを価値ある事業にできるか P.31

※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。

# 1. 株式市場はバブルだが焦る必要なし - This Stock Market Bubble Doesn't Mean Trouble for Investors Just Yet. [カバーストーリー]

すぐにはじけるとは限らない

■ 現状はバブルの発生条件を全て満たす

## Stairway to Heaven

The dot-com bubble was the dress rehearsal for the Nasdaq's remarkable rally.

### Nasdaq 100 / S&P 500 ratio



Source: FactSet

あらゆる株式市場のバブルは物語とともに始まる。そして、現在の状況は間違いなくバブルだ。

今回の物語は簡単に始まった。新型コロナウイルスによって米国は経済停止を余儀なくされた。その結果、誰もが家にこもっている状況で業績を伸ばせるという、独自の能力を持った一部のハイテク株の株価の上昇が加速した。中央銀行の素早い動きのおかげで金融市場の混乱は回避され、金利は可能な限り低い水準まで押し下げられた。これにより、上記のハイテク企業をはじめとする成長企業の株価は上昇し、赤字企業すら恩恵を受けた。これらの企業は、株式市場が3月に底打ちした後、最初に上昇した銘柄であった。

投資家はどんでん返しに備えなければならない。優れた投資アイデアは、物語が長く続き過ぎると優れたアイデアではなくなる可能性がある。過去2週間で突然に株価が調整する直前、ハイテク株（正式にはハイテクセクターに含まれない銘柄も含む）の取引は行き過ぎていた。ハイテク株中心のナスダック総合指数は、3月23日の底値から9月2日にかけて75.7%上昇したが、その後3営業日で10%下落して10847.69となった。これは史上最速の調整局面入りである。

しかし、1回調整があったからといって物語が終わった、あるいはバブルがはじける直前であると限らない。それどころか、アップル<AAPL>やアマゾン・ドット・コム<AMZN>の株価を驚

異的な高さに押し上げた要因は健在である。その要因とは、こうした企業の継続的な成長、何があっても景気を維持するという米連邦準備制度理事会（FRB）の決意、個人投資家による株取引への関心の高まりなどであり、財政支出も寄与しているかもしれない。株価の変動は続くと思われるが、同様にハイテクバブルの拡大も終わらないだろう。

バブルが発生するには、「新たなパラダイムが生じており、そのパラダイムに基づくと従来のファンダメンタルズが示唆するバリュエーションは変わるはずだ」という考えが広まらなくてはならない。この考えはウォール街を超えて投資家の想像力に訴えかける必要がある。さらに、株価を押し上げるのに十分な投資資金も存在しなければならない。新型コロナウイルス危機はこの三つの条件を全て満たしている。

この6か月間でどれだけ世界が変わったか考えてほしい。ソーシャル・ディスタンス（社会的距離の確保）は今やルールとなり、可能な限り在宅勤務が奨励されている。映画館は半分が空席で、多くの学生にとって学校に通うということは自宅でノートパソコンを開くことを意味する。

かつての生活に近い体験を味わわせてくれる企業、例えばビデオ会議システムのズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>やフィットネスサービスのペロトン・インタラクティブ<PTON>の株価は急上昇している。巨大ハイテク企業のアップル、マイクロソフト<MSFT>、アマゾン、アルファベット<GOOGL>、フェイスブック<FB>の株価が上昇しているのは、これらの企業の成長率がほとんどの企業を大幅に上回っているのに加え、現在の世界では企業の規模が大きいほど良いと投資家が理解しているためだ。

同時に、ゼロに近い金利が、成長企業に多額の投資を行うよう、投資家を後押ししている。また一部の個人投資家は、プロスポーツが開催されないため賭けの対象に飢えた結果、株式に関心を持ち始めた人々だ。こうした投資家はオンライン証券会社を通じて株式を売買しており、その光景は1999年のようである。

アップル、アマゾン、マイクロソフト、アルファベット、フェイスブックは今やS&P500指数の時価総額の約4分の1を占めるに至った。しかし、これでもまだ巨大ハイテク企業の影響力を過小評価しているかもしれない。JPモルガンのデータによれば、アマゾンとS&P500指数の情報技術セクターとコミュニケーションサービスセクターを足すと同指数の45%に相当し、ITバブル時の40%を上回る。

巨大ハイテク株の時価総額が膨らむ一方で、かつての小型株の一部は大型株へと成長している。例えばズームは、売上高が前年同期の4倍以上になったという決算を発表した後、1営業日で株価が41%上昇した。株価は年初来で465%上昇しており、時価総額は1000億ドルを超える。ペロトンのフィットネスバイクはジムの会員権に取って代わり、株価は年初来で209%上昇、時価総額は250億ドルとなっている。

2020年株価売上高倍率（PSR）は、ズームが50倍、ペロトンが9.3倍である。両社共に、将来の成長が無限であるかのような株価となっており、危険な賭けと言える。とりわけ、コロナ後の世界が以前の世界とあまり変わらないものであった場合はなおさらだ。ローゼンバーグ・リサーチのデービッド・ローゼンバーグ氏は、「あらゆる場所で新時代の考え方を目にするが、新時代そのものは全く訪れていない」と指摘する。

■ ITバブル時とは全く違う状況

## Over the Moon

No amount seems too much to pay for these stock-market darlings.

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (bil)	YTD Change	2021E P/E	2021E Price/Sales
Tesla / TSLA	\$371.34	\$346.0	344%	131.1	8.3
Zoom Video Communications / ZM	384.48	109.4	465	147.3	35.5
Peloton Interactive / PTON	87.75	24.9	209	NA	7.6
Etsy / ETSY	110.57	13.2	150	50.5	7.7
Fastly / FSLY	82.60	8.7	312	1,272.4	21.7

E=Estimate. NA=Not applicable.

Sources: Bloomberg; FactSet

とはいえ、バブルは間もなくはじける恐れがあるというわけではない。個人投資家が市場に流入する限り、バブルの崩壊は先だろう。投資銀行ジェフリーズのストラテジストであるスティーブン・デサンクティス氏によれば、個人投資家による取引の割合は2009年の25%から44%へ上昇した。個人投資家は、ウォール街のアナリストがカバーしておらず、利益がほとんどないか赤字の企業を選好している。例えば、写真用品メーカーのイーストマン・コダック<KODK>、電動トラックメーカーのワークホース・グループ<WKHS>、オンライン小売企業のオーバーストック・ドット・コム<OSTK>などである。

現在の市場には複数のバブルが存在するという奇妙な面がある。最も大きな注目を集めているのは、ナスダック100指数の動向によって定義されるバブルだ。一方で、レンタカー企業のハーツ・グローバル・ホールディングス<HTZ>や百貨店のJCペニー<JCPNQ>などの破産法の適用を申請した企業や、ニコラ<NKLA>やテスラ<TSLA>といった電気自動車銘柄の株価上昇もバブルと言える。

背景にはFRBがバブルを生みだしているという状況がある。FRBは経済に何兆ドルもの資金を供給し、自身のバランスシートを今年初めの4兆1000億ドルから7兆ドル超にまで拡大させた。今回の資産買い入れには、米国債や住宅ローン担保証券（MBS）だけでなく投資適格社債やハイイールド社債が含まれる。こうした資産需要が、金利をゼロ付近まで押し下げるのに寄与した。

FRBは、1990年代末のITバブルや2000年代半ばの住宅バブルなどの過去のバブルを、金利を引き上げることによって崩壊させてきた。しかし、今回もそうなると予想するのは見当違いか、あるいは少なくともまだ早いと言える。FRBのパウエル議長は、今後数年間にわたって低金利を維持することを実質的に公約した。つまり、バブルが拡大する上で十分な資金の供給は続く見込みである。

ハイテク株、ひいては株式市場への投資を続ける最大の理由は、例えばITバブルの頃に比べて状況が全くバブルらしくないことかもしれない。8月の間すら、市場は1990年代末のような持続的な熱狂に達することはなかった。リサーチ会社フェアリード・ストラテジーズのマネジングパートナー

であるケイティー・ストックトン氏は、当時は主要株価指数の急上昇が数カ月続いたと語る。同氏は最近の市場の反落が新たな買い場を生むと考えており、「バブルの特徴は上昇モメンタムが長引くことだ。今の市場にはそれが存在しない」と述べる。

しかし、リスクもある。ウルフ・リサーチのストラテジストであるクリス・セニエク氏は、景気悪化の可能性、新型コロナウイルス感染者の増加に加え、議会が追加の財政支出法案を可決できない可能性を指摘する。11月の選挙も株価を上昇軌道から脱線させる恐れがある。一方、経済が予想よりも速く成長した場合には、投資家はハイテク株を見捨て、より景気に敏感な銘柄を購入するだろう。

バブルへの対処法を決める要因の一つは投資家の投資期間である。四半期ごとに評価されるファンドマネジャーは、とにかく市場にしがみつき、ピークのタイミングを見計らう以外にほとんど選択肢がない。これは例えば、大型株のグロースファンドやコアファンドで通常はアンダーウエートとされているアップルを購入することにつながる可能性がある、ウェルズ・ファーゴのストラテジストであるクリス・ハーベイ氏は述べる。

クレディ・スイスのストラテジストであるジョナサン・ゴラブ氏は、グロースとバリューの間の銘柄を見つけることも選択肢の一つだと言う。同氏は、ズームよりも成長率が若干低く、同社より大幅に割安な銘柄に注目する。ソフトウェア企業アスペン・テクノロジー<AZPN>は、年間売上高が20%近く増加しているが、株価は年初来で2.2%しか上昇しておらず、株価収益率（PER）は24.6倍である。半導体大手クアルコム<QCOM>は年間で約30%成長しているが、PERは16.9倍にとどまる。

MKMパートナーズのストラテジストであるマイケル・ダーダ氏は、景気敏感株は長期投資家にとって良い投資先になる可能性があると言っている。同氏は、新型コロナウイルス危機の後に力強い景気回復があり、景気敏感株が今後1~3年間でアウトパフォームすると予想している。「われわれがウイルスに勝つと想定した上で、保有期間が数年間であるならば、今年の市場をリードしてきたロックダウン関連銘柄よりも経済再開関連銘柄を選好しない理由はない」と同氏は語る。

By Ben Levisohn  
(Source: Dow Jones)

**2. 市場見通し：小動きも水面下で多くのドラマ - Market Outlook: Few Gains for the Index, but Lots of Drama** [フィーチャー]  
6人のストラテジストによる市場予想

■ 年内は小動きの予想

**Michael Fredericks**

Head of Income Investing for Multi-Asset Strategies, BlackRock

	Target
S&P 500 YE2020 Target:	3650
S&P 500 YE2021 Target	3850
S&P 500 2020 EPS:	\$125
S&P 500 2021 EPS:	\$165
10-Year U.S. Treasury Yield YE2020:	1.00%
10-Year U.S. Treasury Yield YE2021:	1.25%
Fed Funds Rate Target Range YE2020:	0-0.25%
Fed Funds Rate Target Range YE2021:	0-0.25%
Gold Price YE2020:	N/A
Gold Price YE2021:	N/A
2020 U.S. GDP Growth/Decline:	-5.5%
2021 U.S. GDP Growth/Decline:	+4.5%

米国株式市場は、新型コロナウイルスによって2月と3月は弱気相場となったが、その後は急速に反発して、夏の終盤には新高値を付けた。9月に入りハイテク銘柄が売られて、11日のS&P500指数は3341と過去最高値からは約240ポイント安い水準にあり、年初来では3.4%の上昇となっている。

株式市場に関して、年末にかけては年初来のような乱高下は予想しない方が良い。株式のストラテジストは、S&P500指数が年末にかけて小動きになると予想している。とはいえ、経済的・政治的シフト、グロース銘柄からバリュー銘柄への乗り換えの可能性、ゼロ金利下での投資における課題を考慮すると、水面下では多くの変化が起こる可能性はある。

本誌は最近、6人のストラテジストの意見を聞いたが、年末のS&P500指数が現状から大きく離れた水準になると予想する向きはなかった。6人の年末予想の平均は3492で、11日終値からの上値余地は5%以内だ。一方で、2021年は状況が好転すると予想されている。2021年末の目標は、公表している4人によると3800または3850となっている。中央値を取ると、現状から約15%上昇する可能性がある。

ストラテジストによるS&P500指数の予想1株当たり利益（EPS）は、2020年は128ドルで、2021

年は26%増の161ドルとなっており、それは2019年と同水準だ。

■ ハイテク偏重の年

**David Kostin**

Chief U.S. Equity Strategist, Goldman Sachs

	Target
S&P 500 YE2020 Target:	3600
S&P 500 YE2021 Target	3800 (Aug. 2021)
S&P 500 2020 EPS:	\$130
S&P 500 2021 EPS:	\$170
10-Year U.S. Treasury Yield YE2020:	1.05%*
10-Year U.S. Treasury Yield YE2021:	1.45%*
Fed Funds Rate Target Range YE2020:	0-0.25%*
Fed Funds Rate Target Range YE2021:	0-0.25%*
Gold Price YE2020:	\$2,300*
Gold Price YE2021:	\$2,300*
2020 U.S. GDP Growth/Decline:	-3.8%*
2021 U.S. GDP Growth/Decline:	+6.1%*

\*Goldman Sachs estimates. YE=Year end. N/A=Not Available.

今年は、大手ハイテク銘柄の年となっている。ゼロ近辺の金利と成長への渴望によって、多くの投資家が5銘柄へ集中し、バリュエーションを一段と割高な水準へ押し上げた。5銘柄とは、アルファベット<GOOGL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アップル<AAPL>、フェイスブック<FB>およびマイクロソフト<MSFT>だ。

世界大恐慌以来で最も深刻な世界のリセッション（景気後退）にもかかわらず、5社の2020年の売上高は平均で15%増加すると予想されている。対して、S&P500指数を構成する残る495社は全体で5%の減収が予想されている。利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）マージンで見ても、5社の29%に対して残る495社は17%となっている。また、5社は多額のキャッシュを保有しており、財務リスクがほとんどない。

## ■ FRBの金融緩和

**Saira Malik**

Head of Global Equities, Nuveen

	Target
S&P 500 YE2020 Target:	3600
S&P 500 YE2021 Target	3800
S&P 500 2020 EPS:	\$130
S&P 500 2021 EPS:	\$160
10-Year U.S. Treasury Yield YE2020:	0.95%
10-Year U.S. Treasury Yield YE2021:	1.25%
Fed Funds Rate Target Range YE2020:	0-0.25%
Fed Funds Rate Target Range YE2021:	0-0.25%
Gold Price YE2020:	\$2,000
Gold Price YE2021:	\$1,850
2020 U.S. GDP Growth/Decline:	-5.0%
2021 U.S. GDP Growth/Decline:	+4.5%

2020年のハイテク銘柄、市場全体および景気の浮揚は、米連邦準備制度理事会（FRB）のおかげだ。FRBは2019年半ばに利下げを開始して、新型コロナウイルスが米国にまん延した3月にはフェデラルファンド（FF）金利誘導目標を0～0.25%まで引き下げた。6人全てのストラテジストが、今年と来年はFF金利誘導目標が変更されないとみている。

超低金利は、数年先の将来に利益の大半を上げると予想される企業のバリュエーションを押し上げた。将来のキャッシュフローを現在価値に割り引くと、金利が高い時よりも現在の方がはるかに高い価値となる。

## ■ グロース対バリュー

**Savita Subramanian**

Head of U.S. Equity &amp; Quantitative Strategy, Bank of America Securities

	Target
S&P 500 YE2020 Target:	3250
S&P 500 YE2021 Target	N/A
S&P 500 2020 EPS:	\$125
S&P 500 2021 EPS:	\$155
10-Year U.S. Treasury Yield YE2020:	1.00%
10-Year U.S. Treasury Yield YE2021:	1.35% (Q2 2021)
Fed Funds Rate Target Range YE2020:	0-0.25%
Fed Funds Rate Target Range YE2021:	0-0.25%
Gold Price YE2020:	\$1,886
Gold Price YE2021:	\$2,213
2020 U.S. GDP Growth/Decline:	-5.3%
2021 U.S. GDP Growth/Decline:	+2.9%

予想株価収益率（PER）は、ラッセル1000グロース指数の31倍に対して同バリュー指数は19倍となっている。過去10年間の大半において、グロース投資はバリュー投資に勝っており、今年に入って市場の反発と共にグロース株のリードは拡大した。一部のストラテジストは、年内のリーダーの交代を見込んでいる。

多くの企業で利益が大幅に減少している状況では、少数のハイテク企業の将来の利益成長を高く評価することは、容易に正当化できる。しかし、米国および海外の経済が新型コロナウイルスによる底から脱するにつれて、オールドエコノミーが反発すると見込まれる。しかし、バリュー株の反発における安値買いを狙っている投資家は、利益が循環的な底にある企業と、利益が永久に破壊された企業とを区別しなければならない。

半導体、建設および自動車などの産業は、長期的にみるとパンデミック（世界的流行）によって根本的な影響を受けない。しかし、出張離れや実店舗離れの加速は決して元に戻らないかもしれない。資本財、素材および金融の多くの企業にとって世界経済の回復は、売上高と利益がリセッション前の水準に短期間で戻ることを意味する可能性がある。グロース株と比較して割安なバリューエーションが、景気に敏感で比較的バリュー志向の銘柄のアウトパフォーマンスを下支えする可能性がある。

限界利益率が高い企業は、減収の際に減益幅が最も大きくなるが、逆も真である。そのような企業には、アパレル・メーカーのPVH<PVH>や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>がある。その他、モルガン・スタンレーのフレッシュ・マネー・バイ・リストには、ウォ

ルト・ディズニー<DIS>や産業ガスメーカーのリンデ<LIN>が含まれている。

グロースからバリューへの乗り換えは、株価指数が横ばいの際の処方箋になるという意見もある。そして、アンダーパフォームしているセクターに対するハイテク銘柄の比率の高さを背景に、乗り換えは一方向的になるだろう。

■ 今後のリスク

**Mike Wilson**

Chief U.S. Equity Strategist and Chief Investment Officer, Morgan Stanley

	Target
S&P 500 YE2020 Target:	3350 (June 2021)
S&P 500 YE2021 Target	3350 (June 2021)
S&P 500 2020 EPS:	\$130
S&P 500 2021 EPS:	\$158
10-Year U.S. Treasury Yield YE2020:	1.15%
10-Year U.S. Treasury Yield YE2021:	N/A
Fed Funds Rate Target Range YE2020:	0-0.25%
Fed Funds Rate Target Range YE2021:	0-0.25%
Gold Price YE2020:	N/A
Gold Price YE2021:	N/A
2020 U.S. GDP Growth/Decline:	-5.3%
2021 U.S. GDP Growth/Decline:	+3.4%

市場に対するリスクは多い。景気に関しては、多くの経済指標は4月に底を打った後に大幅に回復しているが、実体経済の回復は金融市場に出遅れている。失業率は依然として8%超で、失業給付の増額が延長されなければ、個人消費は落ち込む可能性がある。州や地方政府の財政は厳しく、サービスの削減や一時解雇につながる可能性がある。

新型コロナウイルスの新規感染者数の夏場の増加はおおむねピークを過ぎ、全米の感染者数と入院患者数は6月の水準へ減少した。しかし、インフルエンザの季節となり、気温が下がって人々が室内で密の状態になる秋に、感染者急増のリスクを警告する専門家もいる。それに自宅待機令や経済活動制限が加わると、景気の回復傾向は反転する可能性がある。

選挙の季節も不透明感の高まりを意味する。世論調査ではバイデン前副大統領がトランプ大統領をリードしており、両党による上院の過半数獲得競争も熾烈（しれつ）だ。このような環境は、景気に左右されずに長期的な追い風を受けるグロース企業の選好を裏付ける。

循環的な景気回復を求める投資家は、海外の方がチャンスが大きいかもしれない。バリュエーションは欧州、日本および新興国市場の方が割安で、それら地域では株価指数における景気に敏感な企業の割合がS&P500指数よりも高い傾向にある。

## ■ インフレと金利

### Edward Yardeni

President, Yardeni Research

	Target
S&P 500 YE2020 Target:	3500
S&P 500 YE2021 Target	3800
S&P 500 2020 EPS:	\$125
S&P 500 2021 EPS:	\$155
10-Year U.S. Treasury Yield YE2020:	0.75%
10-Year U.S. Treasury Yield YE2021:	0.75%
Fed Funds Rate Target Range YE2020:	0-0.25%
Fed Funds Rate Target Range YE2021:	0-0.25%
Gold Price YE2020:	\$2,000
Gold Price YE2021:	\$2,500
2020 U.S. GDP Growth/Decline:	-5.0%
2021 U.S. GDP Growth/Decline:	+3.5%

グロース対バリュエーションの決断は最終的には、新型コロナウイルス後の世界がどのように見えるか次第だ。それが、低成長、低金利、低インフレへの回帰を意味するのであれば、引き続きグロース株に投資すべきだ。

FRBのパウエル議長は8月下旬に、FRBの金融政策目標の平均インフレ率への移行を発表した。FRBは今や、インフレ率が目標である2%を長期間上回ることを容認している。これは、失業率が低いというだけでは、インフレ期待を沈静化させるために利上げしない可能性を意味する。

貯蓄を優先する人口高齢化、価格を引き下げる技術革新、世界のサプライチェーンなどが、過去10年間にわたってインフレ率上昇の頭を抑えてきた。多くのストラテジストは、来る10年間で大きく異なることに確信を持たずにいる。

ただし、パンデミック対策としての連邦政府による高水準の歳出、ひいては多額の財政赤字が構造化する可能性があるとの意見もある。もしそれが金利上昇を意味するのであれば、過去10年間にアウトパフォームしてきたデュレーションの長い資産はアンダーパフォームに転じるだろう。

ストラテジストは米国債10年物の利回りが、現在の0.67%から年末までに約1%へ上昇するとみており、2021年末の予想は0.75~1.45%の範囲となっている。

ブラックロックのマルチ・アセット・ストラテジーズ・チームのマイケル・フレデリックス氏は、ハイールド債では、質の高い部分ではリターンは魅力的だが、質を落とすとパンデミックにより長期間にわたって影響を受けている業界の見通しが不透明なために、問題が大きくなるとみている。

また同氏は、JPモルガン・チェース<JPM>とバンク・オブ・アメリカ<BAC>のような質の高い優先株が堅調な配当利回りに加えて株価上昇の機会を提供すると指摘する。配当利回りは4.5%と4.9%だ。その他にも、来年には有配銘柄に対する需要が高まるともフレデリックス氏は予想する。これは、公益などの伝統的な配当銘柄にとって有利となる可能性がある。

By Nicholas Jasinski  
(Source: Dow Jones)

### 3. 2020年度独立系投資アドバイザーランキング - Barron's 2020 Top

[投資顧問]

Independent Advisors

新型コロナでテクノロジー採用と業者間統合が加速

#### ■ 投資アドバイザー業者のM&Aが増加中



投資アドバイザー業界は以前から急速に変化してきたが、今年に入りそのスピードは加速している。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）とその経済的な余波により、小規模の投資アドバイザー業者は近代化するか、それとも身売りをするかという状況に追い込まれ、業者間の統合が加速しているのだ。新型コロナウイルスによってビデオ会議やオンライン口座登録といったテクノロジーの採用が喫緊の課題となり、優れたテクノロジーなしでは、先行きが厳しくなることに投資アドバイザー業者は気付いた。

さらに「ブラック・ライブズ・マター（黒人の命は大切）」抗議のデモが勃発したことで、投資アドバイザー業界も業者自身の組織や顧客のダイバーシティー（多様性）欠如に対して、真剣な目を向ける必要に迫られている。独立系の投資アドバイザー業者が新しく設立され成長するにつれ、これらの業者は業界と顧客の人種構成や性別構成を劇的に変化させる可能性がある。結局のところ、変革を推し進めるのが独立系の役割だ。カリフォルニア州ニューポートビーチを本拠とするビーコン・ポイント・アドバイザーズのシャノン・ユシー最高経営責任者（CEO）は、「この数カ月は、顧客や従業員のニーズについて、時代の先を行くために猛スピードで取り組んできたという印象だ」と語る。

こうしたニーズは、株式市場の混乱で深刻化した。パンデミックで株式市場は当初大幅な下落となり、2月20日から3月23日の間にS&P500指数は34%下落したが、同指数はその後、50日間としては過去最高となる上昇を記録した。市場が下落したことで、永遠に続きそうに思われた株価の上昇とこれに伴う資産ベース収入の増加を生かそうと、会社の売却を先延ばしにしていた高齢の投資ア

ドバイザーたちの目が覚めた。広告会社ジェイコネリーが主催したラウンドテーブル会議でクリエイティブ・プランニングCEOのピーター・マルーク氏は、「自分の事業の価値について考える人が増え、全体として事業の売買は増加するだろう」と語った。カンザス州オーバーランド・パークを本拠とする同社は、500億ドル以上の資産を運用し、近年は買収を活発に行っている。8月には今年8件目の取引を実行し、アトランタのトゥルーウェルス・マネジメント（運用額16億ドル）を買収した。

市場の暴落後、買収活動は急速に回復した。M&A（合併・買収）専門のコンサルティング会社デポー・アンド・カンパニーによれば、第3四半期の半ばまでに20社の登録投資顧問業者（RIA）が売買されており（昨年の同時期は14社）、RIAをめぐるM&Aは今年7年連続で過去最高を記録する見通しだ。ネブラスカ州オマハを本拠とするカーソン・グループ（運用額120億ドル）を率いるロン・カーソン氏は、現在検討中の買収案件が15件あり、「昨年第4四半期よりもかなり多い」と語った。

ビーコン・ポイント（運用資産110億ドル）のような買収に積極的な業者は、規模が拡大すればテクノロジーに割ける予算が増加し、テクノロジーベンダーに対する価格交渉力も向上するため、統合によって投資アドバイザー側も顧客側も恩恵を受けると主張する。

### ■ ダイバーシティーへの遠い道のり

ダイバーシティーの必要性については長年議論されてきたにもかかわらず、ファイナンシャル・プランナーの認定資格であるCFPを保有する黒人またはヒスパニック系（全米人口の31.1%）のアドバイザーは全体の3.7%にすぎず、まだ道のりは遠い。また、女性アドバイザーは全体の20%を下回ると推定される。ヒューストンを本拠とするRIAアドバイザーズのコニー・マック氏は、多様なスタッフがいれば、「さまざまな視点や人生経験によって競争上の優位性を手にすることができる」と言う。同氏はアフリカ系米国人で、同氏の16名のチームには6名の女性と非白人がいるが、特に女性の登用に力を入れているという。

しかし、ウォール街の証券会社と比較するとリクルート力に劣り、恐らく出世の機会も少ないRIA業者にとって、多様性の追求は容易ではないだろう。ウォール街の1社であるメリルリンチは最近、同社のアドバイザーの人種別および性別の詳細を明らかにした。同社の1万7500名を超えるアドバイザーのうち780名が黒人／アフリカ系米国人で、アドバイザー全体に占める比率は5年前の2.5%から4.5%に増加した。ヒスパニック系／ラテン系は1570名（6%から9%に増加）、女性は3650名（5年前の18%から21%に増加）だった。ダイバーシティーの支持者は、企業がダイバーシティーの推進状況を自ら計測し責任を負うための基準となるため、こうしたレベルの透明性を提供することが重要だと主張する。数千もの業者に分散していることから、RIA業界がこれに追随するのは容易ではないだろう。

### ■ 新テクノロジーの採用は急ピッチ

ダイバーシティー面での進展は遅々としているが、テクノロジーの採用は急速に進んでいる。アドバイザーは見込み客とオンラインで面談し、同様にオンラインでの口座登録を依頼する。長年の顧客とはビデオ会議システムのズームを使用して会い、会議中に顧客のファイナンシャル・プランを電子フォーマットで呼び出し、顧客と一緒にリアルタイムで修正する。オライオン・アドバイザー・ソリューションズCEOのエリック・クラーク氏は、「顧客に財務諸表を持って来させて作ったプランを5年後に棚から引っ張り出して、ほこりを払って見直す時代は終わった。顧客はプランを日常的に見直しがっている」と語る。さらに、顧客はアマゾン、ネットフリックス、ライドシェア大手リフトなどと取引をしていることから、シームレスでデジタルな経験を期待する。「投資アドバ

イザー業者は、金融サービス業界外の顧客体験に対抗できるテクノロジーを必要としている。市場で競合していくには、優れたテクノロジーを今すぐ導入する必要がある」と同氏は語る。

フィデリティ・インスティテューショナルのRIAビジネス責任者デービッド・キャンター氏は、「テクノロジーは単なる一時的なパンデミック対応策ではなく、業務の運営方法を恒久的に変え、アドバイザーの効率性を向上させ、新しい地域の顧客に対するサービスの提供を容易にするものだ。移動せずにズームで見込み客と面談することが可能になり、多くの場合、その方が顧客側の意向にも合う」と語る。

一部の投資アドバイザー業者は必要なオフィス面積の見直しさえ行っている。フィデリティの最近の調査によると、RIAで働くアドバイザーの半数以上が、将来全ての顧客ビジネスをデジタルかつバーチャルに行っても良いと回答している。また回答者の73%は、リモートワークの容易さから、地域的なカバー範囲の拡大が可能になると考えている。

パンデミックの初期の頃は、一般的な投資アドバイザー業者は健全な数の見込み客を保有していたが、「ほぼ5カ月が経過し、デジタルな顧客開拓技術に投資した業者は成長を続け業績も順調だが、従来からの方法に依存する業者は苦戦し始めている」とクラーク氏は言う。

ユーシー氏は、一般論としては、テクノロジーと新しいビジネス慣行の導入に機敏なRIA業者がこの激動の時代を乗り越える上で優位に立つとし、「官僚主義が起業家精神と創造性を抑え込む。テクノロジーを導入していなかったとしたら、そして進化は良いことだという考え方や、新たな課題や機会を受け入れるチームカルチャーがなかったとしたら、わが社がこれほど迅速に適応できなかったのは間違いない」と語る。

By Steve Garmhausen  
(Source: Dow Jones)

## 4. 個人投資家がおおるナスダック市場の乱高下 - Retail Investors Are Fueling the Nasdaq's Wild Ride

オプションを買っているのはソフトバンクだけではない

[フィーチャー]

### ■ 8月の1日平均オプション出来高は過去最高

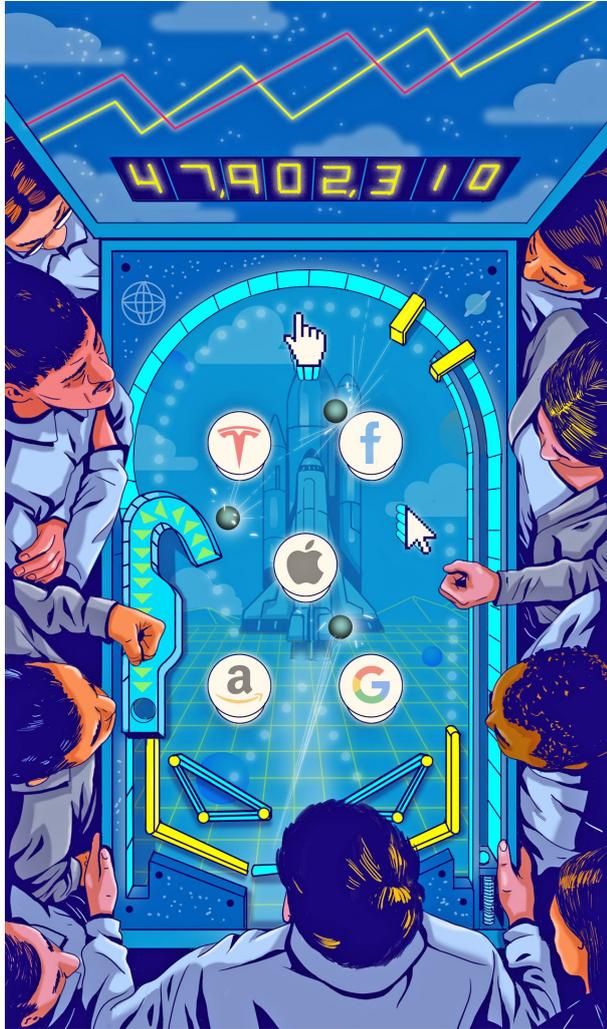


Illustration by Glenn Harvey

ジョージア州に住むクワメ・アダムズ氏（30）は、ユーチューブで説明を見た後にロビンフッドのアプリでオプションを買い始めた。ハイテク株が急騰中だった頃で、同氏は「オプションの方がずっともうかる」ことを実感した。しかし、9月3日に相場は急に下落に転じ、同日買った122ドルのコールオプションは瞬く間に価値がなくなり、「ジェットコースターに乗っていたみたいだ」と述べる。株式市場全体がアダムズ氏のような個人投資家が運転席に乗ったジェットコースターに乗っているようにも見える。コールオプションの大量の買いは、8月に起きたアップル<AAPL>や電気自動車メーカーのテスラ<TSLA>の株価急騰や、恐らく9月のハイテク株の大幅な下落の一因であると思われる。

8月の個別株オプション出来高は過去最高の1日当たり平均1840万枚に達した（1枚の契約で100株の買いまたは売りの権利が得られる）。シカゴ・オプション取引所を運営するCBOEグローバル・マーケット<CBOE>によると、これは前年の月平均比で80%の増加である。9月は月初から一層にぎわっており、8月31日に実施された株式分割以降にアップルやテスラのオプション取引の急増もあり、9月8日までの1日平均の個別株オプションの出来高は2380万枚に達している。

オプションの使用目的は多様だ。市場下落に備えるプットオプションもあるが、今年の場合は上昇を先導する銘柄へのレバレッジ効果を得るためのコールオプションの買いがかなりの部分を占めた。調査会社サンダイアル・キャピタル・リサーチのジェーソン・ゲッペルト氏によると、投機的取引が激増しており、「個人投資家による狂乱的なオプション取引」が起きている。もちろん、500億ドル相当分のハイテク銘柄のコールオプションを買ったと報じられているソフトバンクグループ<9984>のような、市場の「くじら」と言うべき巨大な存在もあるが、実際に波を起こしているのは小規模な取引をする人たちだ。同氏によると、小規模なトレーダーがオプション市場の最大の部分を占めるに至っており、「7月半ば以降、10単位以下の小規模な取引がコールオプションの買いのプレミアム総額の60%以上を一貫して占めており、大規模な取引の方が小さく見えるようになった」と述べている。

## ■ コールが熱い

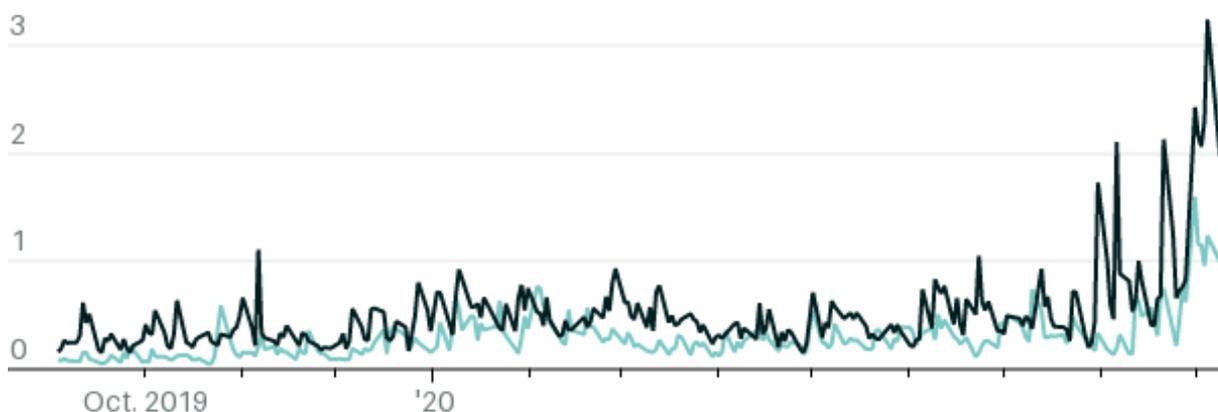
### Hot Calls

Call options on shares of Apple and Tesla have been popular plays in recent months.

#### Daily call option volume for Apple and Tesla in the last year

■ Apple ■ Tesla

4 million contracts



Source: Cboe Global Markets

若いトレーダーへの訴求力のあるオンライン証券会社のウィブル・ファイナンシャル（非上場）のアンソニー・デニール最高経営責任者（CEO）は、「このように急増するプットやコールの取引は、保有するポジションのヘッジをするためではなく、純粋に投機的な取引だ」と述べる。同氏によると、多くのトレーダーが買っているのは短期的なアウト・オブ・ザ・マネー（オプションを行使すると損失が出る状態）のコールだ。すなわち、短期的に株価が急上昇することに賭けた「いちかばちか」的な取引であり、「過去に経験したことのない傾向だ。投資家は短期的に非常に大幅な値動きを期待している」と述べている。

ハイテク銘柄の強気相場、ほぼ無料の取引コスト、シームレスなオンライン技術、さらに恐らくは何百万人もの米国人が自宅に閉じ込められて退屈しているという要因などが絡み合って、オプション取引のブームをおおっているようだ。クオントス系調査会社オプションメトリクスのディレクターであるギャレット・デシモン氏は、「機会を逃すことに対する恐怖（FOMO）も一部関係している。特斯拉やアップルの株価が天井知らずに上昇するのを見た上に、コールオプションでもうけたという話も耳にするわけだ」と述べる。

オプション取引は投資の民主化の一部であり、個人投資家の力を強めている。しかし、オプション取引の急増は市場のボラティリティも高めている。銘柄やファンドを長期保有する投資家にとっても、オプション取引のダイナミクスやリスクを知ることは最近の相場を理解する上で極めて重要だ。

個人投資家は、価格が低いことから、期日が近いアウト・オブ・ザ・マネーのオプションに引き寄せられることが多い。つまり、投資家が利益を得るには株価が急上昇する必要がある。このようなオプションは結局宝くじのようなものだとしてデシモン氏は述べる。サスケハナ・ファイナンシャル・グループによると、このような傾向を浮き彫りにする現象として、最近取り引きされた個別銘柄オ

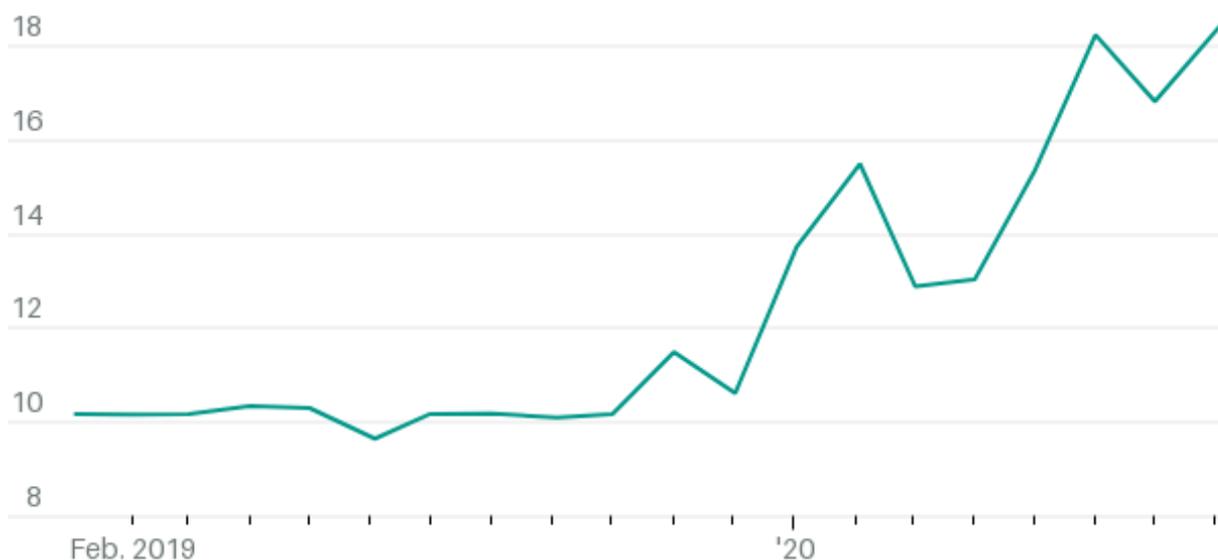
プシジョンの約60%が行使期限までが2週間未満のものだった。この割合は2020年の初めは45%だった。個人投資家の増加を反映し、オプション取引の規模は平均6単位と2年前の半分になっている。1単位のみ取引数も増加している。サスケハナによると、コールオプションの出来高の約12%が1単位の取引で、2020年年初の6.5%から増加している。1単位の取引は1日当たり約200万件だが、これは2億株に相当するため、市場への影響力もある。

■ 個人のコールの買いが株価上昇あおる

## Fueling a Frenzy

Tech stocks' summer rally was accompanied by investors pouring into options.

20 million contracts



Note: Monthly single-stock average daily volume  
Source: Cboe Global Markets

この夏、テスラ、アップル、アマゾン・ドット・コム<AMZN>をはじめ、ハイテク銘柄の株価が急騰したが、これらに関与したトレーダーは勝者だった。コールの買いは、原資産の株価上昇と、インプライドボラティリティ上昇の両方の恩恵を受けた。

最近のハイテク銘柄の株価下落後も投資家は依然としてアップルやテスラのオプション取引に熱心だ。アップルのオプションをめぐる取引は、1対4の株式分割を受けて必要なオプション数が増加したこともあり、今月は2倍以上に増加した。「オプションの出来高急増はアップルやテスラの株価へ大きな影響を与えている」とサスケハナのデリバティブ戦略の共同責任者、クリス・マーフィー氏は述べている。

投資家がコールオプションを買う時、売り手側はプロであることが多く、原資産となる株式を買うことでヘッジする。原資産の株価が上昇した場合、プロはヘッジ調整のためにさらに株式を買い入れるため、株価上昇が加速される。株価が下落する場合は逆に、プロが売却するため、株価下落が加速される。アウト・オブ・ザ・マネー状態の行使価格で、行使期限が2週間以下のコールの増殖がこの動きを一層強める機能を果たした。

例えばアップルの最近の株価が118ドルとし、アウト・オブ・ザ・マネーのコールオプションの行

行使価格が125ドルとする。この場合、オプションの投資家が利益を得るには、取引最終日までに株価が125ドルを上回る必要がある。これよりもプレミアムの高いアット・ザ・マネーのコールオプションの場合は行使価格が118ドルとなる。アット・ザ・マネーのコールオプションのデルタは通常0.5だ。つまり、アップルの株価が1ドル上昇すると、オプション価格が0.5ドル上昇する。

テスラの場合は、8月31日の株式分割以降、オプション市場では弱気な見通しの方へと変化が起きている。トレーディング・プラットフォーム設計のアイベスト・プラスのランス・マシエック社長によると、売る権利であるプットオプションの未決済残高はコールより30%多い。

## ■ 手数料値下げが個人のオプション取引に寄与

### Time Is Tight

A growing share of the equity options trading is in options that expire within two weeks.

### Percentage of single-stock equity option volume with less than two weeks to expiration



Source: Susquehanna Financial Group

コストの安さが新たな投資家の引き寄せに一役買っている。ディスカウント証券大手のチャールズ・シュワブ<SCHW>などの証券会社が昨年、株式取引手数料は無料とする中、オプション取引の手数料を引き下げた。以前のシュワブは1取引に4.95ドルと1単位当たり0.65ドルの手数料を請求していた。4.95ドルの手数料が撤廃されると、オプション取引が増加した。シュワブのトレーディングと教育を担当するバイスプレジデントのジェフ・チャベッタ氏は、「多くの投資家が、4.95ドルを障壁と感じていた。1単位のみ取引であれば5.6ドルになる。4.95ドルがなくなると、多くの投資家にとって障壁が取り除かれた」と述べる。同氏によると、シュワブでは、年初来のオプション取引数が116%増加したが、契約単位数は約80%増にとどまっている。1取引当たりの単位数の減少が示唆される。株式トレーディング手数料無料の先駆けとなったロビンフッドもオプションの手数料は無料だ。同社は、オプション取引の前に戦略を見直すようユーザーに要請することも含め、安全策を強化している。

オプションそのものは相対的に安価で、2~3ドル程度だ。アップル100株へのエクスポージャーが200~300ドルで得られる。これは、分割前の1株よりも安い。しかし、リスクは高まっている。

アップルやテスラなどは、値動きが激しいためオプション価格は特に高く、アウト・オブ・ザ・マネーのオプションで利益を得るのは一層難しくなる。オプション価格の重要な要素はインプライドボラティリティだ。これはオプション価格に織り込まれた年率変動率で、アップルの場合は8月初めの34%から最近では60%に達した。

通常、インプライドボラティリティは、上昇相場では低下し、下落相場では上昇する。今年3月のような相場急落時に投資家はプットの買いに殺到し、オプション価格は上昇し、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）は上昇する。上昇相場では、投資家はこれ以上の上昇は限定的と考える傾向にあり、オプションに支払う金額も減り、ボラティリティも低下する。サンディアルのゲッペルト氏は、「価格上昇とボラティリティ上昇が同時に起きるのはほとんど経験がない。投資家はアップルのコールをどんどん買い、より高い価格を支払っている。めったにうまく行くものではない」と述べている。

リスクにかかわらず、オプションは個人投資家にとって貴重な役割を果たす可能性がある。TDアメリカトレードのチーフ・マーケット・ストラテジストであるJJキナハン氏は「オプションは悪いものというレッテルが貼られているが、投資家がリスクを限定し、明確に定義できるようにする他、株式保有に代替する投資方法を提供してくれる」と述べている。しかし、最近の乱高下は初心者にとって教訓となった。冒頭のアダムズ氏は、今後をもっと用心したいと話す。実際新たな投資領域を発見したようで、「将来は配当を狙いたい。追加的なインカムも欲しいし、寝かしておくだけで時の経過とともに増やせる」とのことだ。

By Andrew Bary and Avi Salzman  
(Source: Dow Jones)

## 5. 思いがけない場所に物価上昇の兆し - Inflation Is Popping Up in the Strangest

[コラム]

Places

新型コロナとインフレ率の奇妙な関係

### ■ CPI上昇でFOMCはディスインフレを懸念



Eric Baradat/AFP via Getty Images

米連邦公開市場委員会（FOMC）の会合が15、16日に開催される。これは米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長が先月に金融政策運営の新たな戦略を公表してから初めての会合だ。新戦略の考え方は、雇用の拡大を促進するために、平均で2%前後のインフレ率を目指し、インフレ率が目標を下回った期間の埋め合わせとして一時的なオーバーシュートを容認する、というものである。失業率が高止まりし、3000万人近い米国人が失業給付を受給している中、物価上昇はあり得ないと思うかもしれないが、それは間違いだ。

11日の米労働省労働統計局（BLS）の発表によると、8月の消費者物価指数（CPI）は前月比0.4%上昇して市場予想を上回った。CPIは6月と7月にも0.6%上昇している。食品とエネルギーを除いたコアCPIも予想を上回り、8月は前月比0.4%上昇（7月は0.6%上昇）となった。前年同月比で

は、CPIは8月が1.3%上昇、7月が1.0%上昇、コアCPIは8月が1.7%上昇、7月が1.6%上昇した。

新型コロナウイルス感染症の拡大は、消費者需要と物価を下押しするはずだった。8月のCPIを大幅に押し上げたのは、中古車価格の記録的な上昇（5.4%）で、これはコロナ禍の間接的な影響と思われる。コロナ疎開をするには、1家族当たり車が少なくとも1台（郊外ではおそらく2台）は必要である。職場への復帰が始まるのに伴い、ソーシャルディスタンスを保つことがほぼ不可能な公共交通機関を利用するより、自動車での通勤が好まれているようだ。

原因が何であれ、コアCPIは5月以降、年率換算で5.1%上昇している。3カ月間の上昇率としては1991年3月以降で最も高いことを、投資銀行グリーン・キャピタルの経済顧問ジョン・ライディング氏とコンラッド・デクアドロス氏は顧客向け資料で指摘している。両氏は「CPI算出のための価格の測定は感染拡大中も正確だったと考えても、コロナ禍によるディスインフレの影響は明らかに一時的だった」と書いている。ハーバード・ビジネススクールのアルベルト・カヴァロ氏は全米経済研究所（NBER）が最近発表した報告書で、パンデミック（世界的流行）期間中の個人消費の変化を考慮すると、CPIとコアCPIの上昇率が大幅に高まることを指摘した。例えば、パンデミック期間中には家で食事が増え、移動と外食の費用が減る。スーパーマーケットに行ったことがある人は誰でも商品の値段の変化に気付くが、公式発表されるCPIではそれが過小評価されている。

このようなデータがあるにもかかわらず、FOMCの直近2回の議事要旨は、コロナ禍のディスインフレ効果の可能性が指摘されたことを示している、とグリーン・キャピタルのエコノミストは伝えている。この見方は市場でも優勢だ。FRBの新たな政策枠組みが発表されて以降、インフレ指数連動国債（TIPS）の市場はより緩やかなインフレ政策を見込んで期待インフレ率のピークアウトを示している、と米金融サービス企業バンク・オブ・ザ・ウエストのチーフエコノミストであるスコット・アンダーソン氏はリサーチノートに記している。これは、国内総生産（GDP）の回復ペースが、第2四半期にマイナス31.7%（季節調整済み前期比年率換算）と過去最大の落ち込みを記録した直後の回復から失速していることに加えて、財政による追加の景気刺激策が成立していないことを反映しているのかもしれない。

## ■ コロナ対策第4弾は否決

予算額わずか6500億ドルのコロナ対策法案が11日に上院で否決された。ホワイトハウスとペロシ下院議長との協議が8月7日に決裂した後も、金融市場には不安の兆候は見当たらない、とキャピタル・アルファ・パートナーズのワシントン・ウォッチャーであるジェームズ・ルシエ氏は述べている。S&P500指数が8月7日以降、9回も過去最高値を更新していることから、議会には「コロナ対策法案を緊急に成立させなければならないという意識が欠如している」と同氏は顧客向け資料に記している。

ジェフリーズのエコノミストであるアネタ・マルコウスカ氏とトマス・シモンズ氏によれば、景気刺激策第4弾が可決されなければ、個人可処分所得の前年比の増加率は7月の9.5%から、今年末にはわずか3%に減速する。ただしこの平均値には、追加景気刺激策が成立しなければ10月から所得が60%減少する失業者200万人を含め、さまざまな状況の人々が含まれている。これはインフレ圧力の高まりを和らげる可能性がある一方で、給付を失う人々には深刻な問題である。

By Randall W. Forsyth  
(Source: Dow Jones)

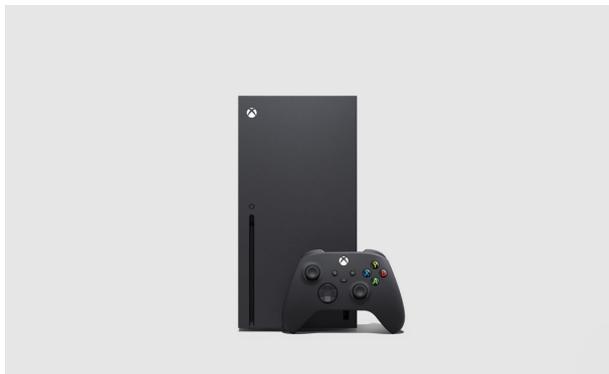
## 6. 次世代Xboxはゲームチェンジャーとなる可能性 - Microsoft's Latest Xbox

[ハイテク]

Plan Could Be A Game-Changer

狙いはユーザー基盤拡大と安定した売上高成長

## ■ ゲーム機とゲームタイトルをバンドル提供



Courtesy of Xbox

マイクロソフト<MSFT>は先週、ビデオゲーム機Xboxの次世代モデルの発売日と価格設定を発表した。シリーズSおよびシリーズXと呼ばれる二つの新しいXboxモデルの発売日は11月10日で、本体価格はそれぞれ299ドルと499ドルとされた。ところが、宣伝のために同社が投稿したブログ記事の見出しは「月額24.99ドルから」とされ、本体価格は記事の第5段落に記載されていた。

シリーズXのサブスクリプション契約を選択した場合、本体を499ドルで購入する代わりに月額34.99ドルを2年間支払う。この契約にはマイ

クロソフトとゲームソフト販売会社エレクトロニック・アーツのオンラインゲームカタログが付属しており、利用者は追加料金を支払うことなく数百本ものゲームにアクセスできる。

マイクロソフトのビデオゲーム事業の規模はOffice 365に比べて小さいとはいえ、過去3年にわたり約10%の年間増収率を維持し、直近の会計年度の売上高は115億8000万ドルに達した。新世代のXboxと新しい価格モデルは今後数年にわたり売上高をさらに押し上げる可能性がある。

## ■ ユーザーのハードル下げ収益基盤安定狙う

9月11日、同社のXboxの最高財務責任者（CFO）を務めるティム・スチュアート氏は本誌に対し、新しいゲーム機にゲームソフトをバンドルして販売することで、より多くの消費者にアクセスしやすくなるうえ、同社のビデオゲーム部門にサービスで稼ぐためのビジネスモデルがもたらされると述べた。さらに、サブスクリプションモデルを適切に設計すれば企業と消費者がウィンウィンの関係を築くことができ、最終的に顧客生涯価値（顧客1人が生涯を通じて企業にもたらす価値）を高められるはずだと説明する。

スチュアート氏によると、「エンゲージメントは貨幣」である。「ゲームを楽しんでいるお客様は当社と当社のパートナーからより多くのものを購入し、それによってお客様の楽しみはさらに増える」からだ。

マイクロソフトが創造的な価格戦略を模索していることは意外ではない。同社が2013年に現行Xboxを発売したときの価格はライバルであるソニーのプレイステーション4よりも100ドル高く、Xboxは明らかに不利だった。

スチュアート氏は新しい戦略について、「われわれの目標はトップ・オブ・ファネル（関心を示すだけの初期の見込み客）をできるだけ早く増やし、人々をエコシステムに引き入れ、次世代ゲーム機を体験してもらい、新世代のXboxをできるだけ早い時期に市場投入することだ。そうした顧客基盤をあらかじめ可能な限り大きくしておけば、より多くの顧客に次世代ゲーム体験を楽しんでもらえる。ビジネスの観点から言うと、それによって収益化の時期がかなり早まり、顧客生涯価値の構築ペースが大幅に加速する」と説明する。

ビデオゲームのサブスクリプションは全く新しいものではない。アップル<AAPL>とアルファベット<GOOGL>傘下のグーグル、ソニー<6758>、任天堂<7974>などが既に提供している。だが、マイクロソフトはハードウェアとソフトウェアをバンドルすることで新境地を切り開こうとしている。

### ■ 懐疑的な見方もあるが一定の訴求効果も

こうしたマイクロソフトの戦略に懐疑的な向きもある。大手ゲームソフト販売会社テイクツー・インタラクティブ・ソフトウェア<TTWO>のシュトラウス・ゼルニック最高経営責任者（CEO）は、サブスクリプションの利点はビデオゲームの世界に適用されるとは考えていない。同氏は本誌の取材に対し、「インタラクティブなエンターテインメントビジネスではサブスクリプションはやや難しいかもしれない」と語った。

同氏によると、米国のゲーマーは平均で月に2~3本のゲームをプレイし、約45時間を費やす。対照的に、平均的な米国人は映画やテレビを毎月150時間視聴しており、おそらく毎回違う映画や番組を見ている。そのため、動画配信大手ネットフリックス<NFLX>のサブスクリプション料金が毎月13ドルであるのは割安に見える。ゼルニック氏は「多くのコンテンツが提供されるからといってビデオゲームのサブスクリプションに毎月35ドルを支払うのが良い話だとは言い切れない」と話す。

同氏はさらに、「ゲームソフト販売会社の立場から言うと、どのようなビジネスモデルであれ、ゲームソフトを開発する側への気配りを怠ってはならない」と指摘する。サブスクリプションがゲームソフト販売会社の収益を制限する可能性もあるからだ。

テイクツーは不動のベストセラータイトルであるグランド・セフト・オートVなどの人気のあるゲームタイトルを持つ。同社にとって、サブスクリプションへの人気タイトルのバンドルはうなずける話ではない。

とはいえ、誰もが新しいゲームソフトを購入したいと考えているわけでもない。月額25ドルのサブスクリプションは、本格的なゲーマーにもカジュアルなゲーム愛好者にも訴求するはずだ。そして、それこそがマイクロソフトが追求していることだ。

マイクロソフトのエイミー・フッドCFOは2015年に本誌とのインタビューで、「サブスクリプションモデルでは事業者が価値を常に証明し続ける必要がある。それが実行できれば、顧客生涯価値が高まり、解約率は低く抑えられる」と語った。

マイクロソフトの当時の年間売上高は940億ドル。コンセンサス予想は2020年度の売上高を1570億ドルと見込んでいる。

By Max A. Cherney  
(Source: Dow Jones)

7.

誰が大統領になっても来年の相場は不安定 - 2021 Looks Rocky for the Stock

[米国株式市場]

Market No Matter Who Wins the Election

ハイテク株からバリュー株への主役交代も

■ 油断できない大統領任期1年目

Dow Jones Industrial Average



Source: FactSet

投資家は、景気刺激策、新型コロナウイルス、ハイテク株のバリュエーション、あるいは11月の大統領選挙が株式市場に与える影響を心配する必要はない。2021年に何が起こるかは歴史が語る。これは明るいニュースである。暗いニュースは、来年の株式市場が不安定だろうということだ。

既に先週の株式市場は不安定に見えた。S&P500指数は2.5%安の3340.97となり、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は468ドル、1.7%下落して2万7665ドル64セントで引けた。ハイテク株中心のナスダック総合指数は4.1%下がって1万853.54となり、先々週から続落した。小型株のラッセル2000指数は0.7%安の1497.27で週末を迎えた。

株価は間もなく、下げが加速する可能性がある。11月の大統領選挙でトランプ大統領が再選されようがバイデン候補が勝利しようが、来年は新大統領にとって任期の最初の年となる。それは株式市場にとっては、油断ならないことで知られる年でもある。

大統領任期と株価のサイクルは、過去のどの大統領の時代でも、前半は弱く後半は強い。「任期4年目に現職は再選を目指して、財政出動による景気刺激策を実行する」と、米調査会社ファンドストラットでグローバル投資戦略とアセットアロケーションのヘッドを担当するブライアン・ラウシャー氏は語る。任期の1年目と2年目は、政策、財政赤字、税金などについて厳しい決定をするものだ。

任期1年目の平均リターンは、NYダウが約7%のプラス、S&P500指数が約6%のプラスである。2年目の平均リターンは、両指数ともにマイナス4%前後である。3年目は両指数ともにプラス12%程度で、4年目は平均してプラス7%を若干上回る。

低リターンとともに、任期1年目に注目する理由がもう一つある。NYダウもS&P500指数も、任期1年目中に下げた割合は45%で、任期中の年としては最も悪くなる。2~4年目に株価が下落する確率は30%だ。

## ■ 検討すべき2021年への備え

### S&P 500 Index



どんな過去のサイクル分析にも、歴史が繰り返す保証はないという反論があるだろう。しかし、歴史は一つの案内役だ。加えて、一つのファクターに焦点を当てることで、2020年に投資家を強気にさせてきた他のファクターを気にする必要がなくなる。シンプルに考えれば、すっきりする。この例で言えば、大統領任期中のサイクルは党派の主張を超えるものであり、景気後退、戦争、パンデミック（世界的流行）さえも包含している。

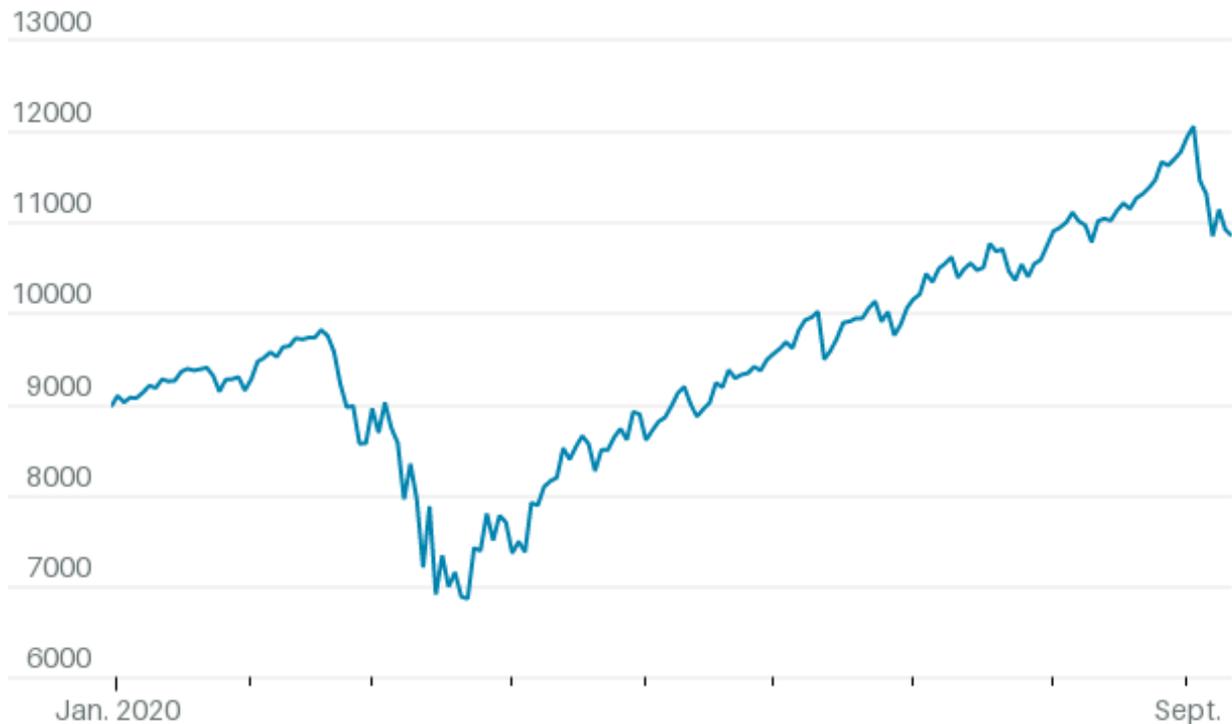
もし投資家が大統領任期中のトレンドに追随するのであれば、備えるための実行可能なステップがある。最初のオプションは、株式のエクスポージャーを下げることである。時間とともに、株式市場は一貫性があることで利益は上がる。株式エクスポージャーを大きく増減させることは避けるべきである。ただ2020年に比べエクスポージャーを下げるのは賢明かもしれない。ポートフォリオの株式エクスポージャーに最大、最小の限度をあらかじめ設定するのは、どんな経済環境下のどの投資家にとっても卓越したアイデアである

投資家は、恐らく低バリュエーション株によって安全性を付加することによって、投資戦略を変えることも可能だろう。証券会社スタイフェルで機関投資家向け株式戦略のヘッドを

務めるバリー・バニスター氏は、「今後数年間、バリューストックがグロース株をアウトパフォームするだろう。短期的には米連邦準備制度理事会（FRB）のゼロ金利政策が強力な追い風になり、グロース株のバリュエーションが一段と割高になりやすい」と語る。平たく言えば、FRBの金融緩和と財政による景気刺激策は、バリューストックよりもハイテク株の株価上昇を助けるということである。

## ■ バリューストック以外の選択肢も

### NASDAQ Composite Index



Source: FactSet

景気刺激策によって、株式市場には大きなゆがみが生じている。過去10年間にラッセル1000グロース指数のパフォーマンスは、同バリューストック指数を年平均8%上回ってきた。市場がゆがんだことでバリューストックの株価収益率（PER）が約16倍である一方、グロース株は28倍となっている。この12ポイントの差は、過去平均の4ポイントを上回る。今回の差を上回っているのはITバブル時代だけだ。

株式ストラテジストは、長い間バリューストックのリバウンドを予想してきた。投資家がバリューストック投資に進む用意がないのであれば、来るべき2021年のボラティリティを乗り切るツールとして、セクターの入れ替えを検討するべきだろう。

典型的には、週単位でなく四半期単位で続くセクターの乗り換えでは、生活必需品や公益事業などの、より安全な株がハイテク株をアウトパフォームする。ラウシャー氏は、今回はそのようにはならないだろうと予想する。「低金利下で生活必需品も公益事業も割高過ぎる」と語り、経営内容が良好な銀行株や資本財を選好する。政府による景気刺激策がインフラのような領域に向かうだけでなく、景気回復が持続することで恩恵を享受できるからだ。

バリューストックからグロース株へ乗り換えるように、金融や資本財に代わってハイテク株を売買するのは、最近のパフォーマンスを見れば、少し常軌を逸しているようだ。ラウシャー氏は、「それがポイントだ」と加える。ハイテク株は熱狂しているが、その結果ナスダック総合指数の2021年予

想PERは28倍になった。S&P500指数は20倍、NYダウはおよそ19倍である。

今から年末までの間に多少なりともハイテク株を売ることは、政治的なサイクルに関係なく2021年に備える良い方法である。

By Al Root  
(Source: Dow Jones)

## 8. 米国の脱中国依存に価値はあるか? - Sure, the U.S. Can Cut Its Reliance on China. But Is It Worthwhile? [米国経済]

中国の経験から考える他国依存脱却の可能性と難しさ

### ■ 脱中国依存の実現可能性



Feng Li/Getty Images

「われわれは中国に依存することをやめる。中国を信頼できないからだ」とトランプ大統領はレーバーデーに宣言した。

中国政府も長年米国について同様に感じており、過去15年間、米国を相手とする輸出入双方への自国のエクスポージャーを着実に減らしてきた。このことは、米国の脱中国依存の推進派が、中国政府が使ったのと同じ戦術が逆方向にも機能し得ると考える根拠となっている。

本当の問題は、米国の消費者や企業にとって、中国離れがそのコストに見合う利益をもたらすかどうかだ。中国の経験はまた、好調な時期の進展が逆境の時期になるとすぐ失われる可能性があることを示している。

一見すると、中国離れのコストはあまり大きくないように見える。単純に、中国が米国経済にもたらす価値が比較的小さいからだ。経済協力開発機構（OECD）の付加価値貿易指標によると、米国の国内需要のうち、最終的に中国の生産が占める割合は3%未満だ。住宅、医療、教育、食品、エネルギー、娯楽など、米国民のニーズのほとんどは自国の企業や労働者によって満たされている。

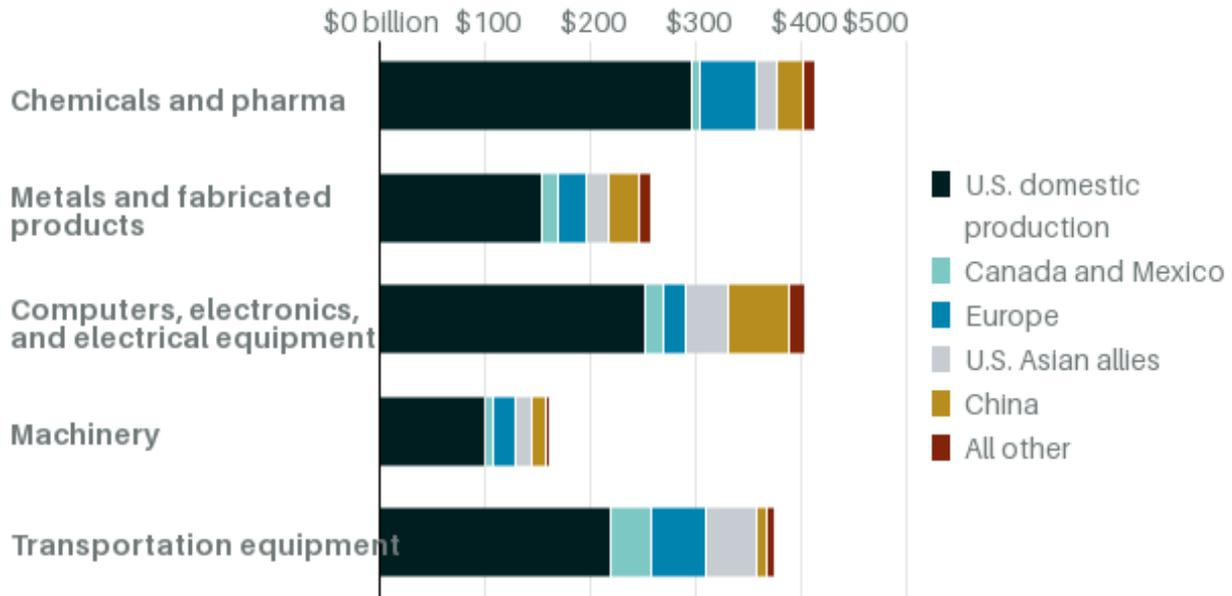
製薬、金属、機械、電子機器、輸送機器など、輸入の重要性がはるかに高い高付加価値の製造業においても、中国の生産は米国の需要全体の9%に満たない。従って、十分な時間をかけることができ、かつサプライチェーンを移行する誘因があり、米国企業が過去30年間に中国で行った3000億ドル近い投資という損失を相殺できるだけの十分なメリットがあれば、中国からの輸入を減らす断固たる取り組みが成功する可能性はある。

■ 貿易の重要性を下げた中国経済

## Diversified Supply Chains

Relatively small shares of U.S. domestic demand are satisfied by Chinese production, even for higher-value manufacturing.

### Origin of U.S. final demand by selected source countries and industries as of 2015



Source: OECD, Barron's calculations

これがどうやって成功し得るのか疑問に思うなら、中国自身の例を見てみると良い。1998年から2006年にかけて、中国企業は急速に世界経済との関係を深め、中国の輸入・輸出とも国内生産との比較で急激に成長した。

しかしそれ以降、中国における貿易の国内総生産（GDP）に対する割合は半減している。現在の中国は、1990年代半ばと比較して国際貿易へのエクスポージャーが低い。ドルベースでは、2014年以降、中国の輸入額と輸出額はどちらもほぼ横ばいとなっている。

この変化は、世界金融危機と中国の産業政策によって引き起こされた。金融危機により欧米の消費と投資が冷え込み、中国の輸出は伸び悩んだ。中国政府は他国での中国製品の需要喚起に向けて努力したものの、輸出市場を中国自身の無駄な投資支出以外のものに置き換えることはできなかった。

しかし中国の生産者は、他国からの輸入を締め出すことにより、輸出の減少が国の貿易収支に与える影響を打ち消すことができた。政府補助金、差別的規制、そして広範囲にわたる知的財産の窃盗の強力な組み合わせがその助けとなった。中国の生産者は国内の投資と消費のニーズを満たすことに上達した一方、中国の輸出企業は自社の製造活動における輸入部品の要素を減らしていった。米国でも、このような効果を再現できる政策を思い描くことは難しくない。

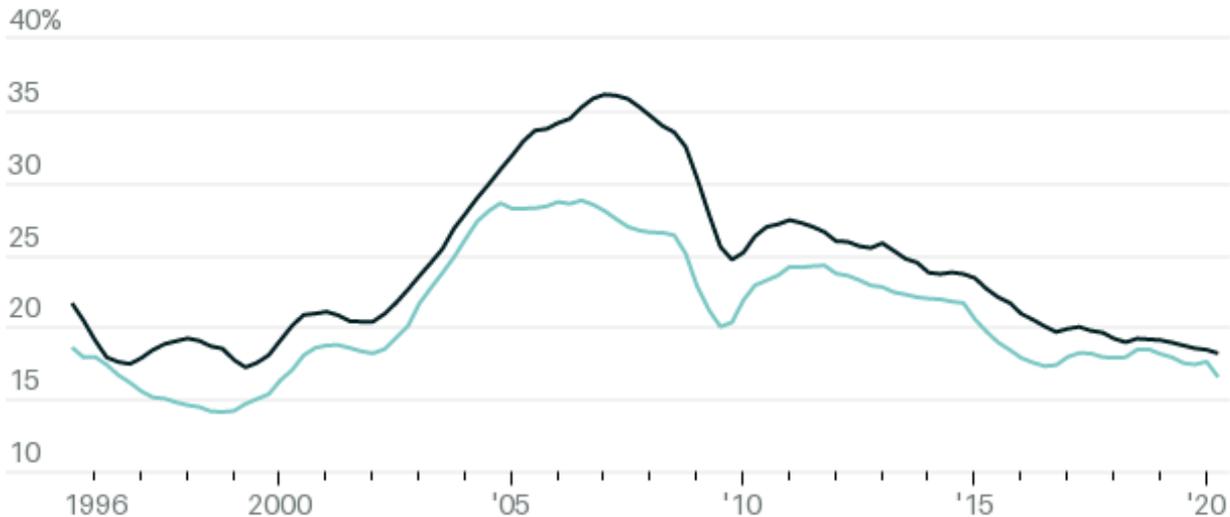
## ■ 逆境下での他国頼み

**From Globalization to Deglobalization**

The Chinese economy became far more open to the rest of the world in 1998-2006. Since then, that process has fully reversed as trade shrunk in importance.

**Relative to Chinese GDP**

■ Exports ■ Imports



Source: China National Bureau of Statistics; SAFE; Barron's calculations

しかし、中国は「脱グローバル化」の最前線で成功しているように見えるものの、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）は、同国経済が困難な時期には依然として他国、特に米国に頼っていることを示している。

世界経済が総崩れとなった4～7月においても、中国の輸出は前年同期比で2%増加した一方、輸入は約13%減少した。米国や欧州と異なり、中国政府の新型コロナウイルスに対する経済面の政策対応は、低利の企業融資と通貨切り下げに限られている。

その異例の対応は中国の庶民に打撃を与えることとなった。都市で仕事に就けず、失業手当を利用できない数千万人の移住労働者は、地方での自給自足農業に戻っている。それはまた、自国政府が支援を惜しんだことの埋め合わせとして、中国企業が欧米の消費者を当てにしていることを意味する。

外交問題評議会のブラッド・セッツァー氏が指摘したように、世界の他の地域に現在大きな貿易不均衡が存在しない以上、米国の約1兆ドルの製造品の貿易赤字は、実質的に中国に1兆ドルの貿易黒字をもたらし、それが中国企業の国内市場への販売をはるかに超える規模の売り上げを支える構造となっている。「それによって2008年以前に見られたような貿易不均衡が再来する可能性がある」とセッツァー氏は警告する。これは米国における債務の増加と雇用の減少の組み合わせを意味する。

中国当局は、国外の消費者に継続的に依存することの危険性を認識してはいるが、さまざまな理由により、国内の政治経済を変革して事態を変えることはできていない。

米国からの分離を最も強く望んでいる国が、大幅な進展が一部あったにもかかわらず、そのことに

まだ成功していないとすれば、中国離れを決意した米国人も今後恐らく厳しい道を進むことになるのだろう。

By Matthew C. Klein  
(Source: Dow Jones)

## 9. 秋の本当の激闘はフットボールではなく大統領選 - Football Is Back. But the Real Contact Sport This Fall Is the Election. [米国株式市場]

波乱含みの株式市場で気を付けること

### ■ アメリカンフットボール始まるも株式市場は波乱含み



Chip Somodevilla/Getty Images

9月10日に米ナショナル・フットボールリーグ（NFL）のシーズンが始まったことは、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）の中で、日常が戻ってくる明確な兆しを示してくれた。一方で、投資家はアメリカンフットボールが株式市場に与え得る影響を考慮することができる。スポーツが中止に追い込まれてから、賭けをする人々は代わりに株式やオプションを取引してきた。アメリカンフットボールが始まってからも、彼らは費用の掛からないアウト・オブ・ザ・マネーの期近のコールオプションのデイトレードを続けるのだろうか、それとも、週末のアメリカンフットボールに賭けの対象に戻すだろうか。恐らく両方のア

プリをスマートフォンにダウンロードしているはずだから、株式市場の取引時間中にデイトレードを行い、試合が始まればスポーツの賭けに切り替えるだろう。

アメリカンフットボールの賭けは、株式市場を読み解くよりも単純そうだ。米国経済はパンデミックによって、統計開始以来の最大の落ち込みを見せた。また、1960年代の混乱以来で最も深刻な社会不安が起こっている。そして、過去1世紀以上で最大の議論を引き起こす可能性のある大統領選挙戦が行われている。このような状況で、二つの主要株価指数が新高値を付けるとはいったい誰が想像しただろうか。

しかし、9月3日以降の市場は乱気流にもまれている。その理由は、相場を支えてきた大手ハイテク企業の株価をさらに押し上げるのに役立つと思われていた強気のオプション取引の巻き戻しかもしれない。だが、こういったテクニカル要因に加えて、より根本的な要因も考慮する必要がある。

その要因とは大統領選挙の問題だ。政治関連サイトのリアルクリアポリティクスによる世論調査の平均によれば、両候補者の差は縮まりつつあるものの、バイデン前副大統領がトランプ大統領を7.5%ポイントリードしているとされる。また、同サイト集計のブックメーカーによる賭け率の平均によれば、共和党全国大会後の8月末時点で両候補者の支持率はほぼ同等となっている。なお、4年前の世論調査では、ヒラリー・クリントン氏が大統領選で勝利すると予想されていたこともあり、今では世論調査の信頼度はそれほど高くない。

株式市場に関して、ビンキー・チャドハ氏が率いるドイツ銀行ストラテジストのリサーチノートに

よると、第二次世界大戦後で接戦となった過去10回の大統領選挙では、選挙の6~7週間前に株式市場が急落した。リサーチノートでは、「典型的な不確実性リスクプレミアムの上昇を反映しており、選挙日が近づくにつれて、潜在的なボラティリティに対するリスクヘッジが増大しているためとみている」と述べている。

### ■ 秋の大統領選挙に向けて気を配るべきこと

JPモルガンによると、投資家は、投票日だけではなく、投票のある週や、その前後の数週間に気を配るべきだという。郵送票の集計に時間がかかる可能性があるため、11月3日の夜や翌日の早朝までには明確な勝者は判明しないかもしれない。筆者の同僚であるジャック・ハフが数週間前に指摘したように、選挙結果に物言いがつくようなら、株価は下げる可能性が高い。ブッシュ対ゴアの2000年大統領選挙では、フロリダ州の投票所で起こった混乱の解決に、最終的には最高裁の決定を要したので、その間にS&P500指数は5%下落した。

人種的不平等をめぐる、時折暴力沙汰に発展したデモがあったにもかかわらず、株式市場は今年初めの急落から回復した。その主な原因は、米連邦準備制度理事会（FRB）による迅速で力強い対応と、コロナウイルス支援・救済・経済安全保障（CARES）法による2兆ドルを超える財政投入であった。今ではそれとは対照的に、9月10日には共和党の小型の財政支出法案が、より大型の支出を求める民主党の反対によって阻止されて、さらなる景気刺激策を議会が提供できなかったことで、市場はより大きな脅威にさらされていると、BCAの地政学アナリストであるマシュー・ガートキン氏は言う。

ナスダック総合指数の下落に加えて、ウエスト・テキサス・インターミディエート（WTI）原油先物価格が6月以来で初めて1バレル40ドルを割り込むなど、コモディティ市場は警戒信号を発している。材木先物価格は、住宅需要が旺盛な中、この春の安値からほぼ3倍に上昇していたが、10日木曜日までの3日間で20%超の下落となった。ニュースレター「ファイナンシャル・インサイト」のピーター・アトウォーター氏は、現下のコロナ危機にあって好調業種と不調業種の差が鮮明になっていくとされるK字型景気回復では、材木先物市場はアップル<AAPL>や電気自動車メーカーのテスラ<TSLA>よりも市場の空気を読むのに役立つ指標だと指摘している。11月限の材木先物は、10日木曜日までの3日間にわたりストップ安を付けたが、下落しても買い手はおらず、これが小口のオプション投機筋に波及する可能性があるかと、同氏は警告した。

一方、ドイツ銀行のストラテジストによれば、過去の接戦の選挙の場合、政治リスクに対するヘッジが手仕舞いされたために、どちらの党が勝利しようともその後の株式市場は約5%上昇している。またシカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティ指数（VIX）先物は、10月にかけてボラティリティが上昇し、選挙後のボラティリティは12月にかけて低下するとの予想を示している。とはいえ郵便投票の増加とそれをめぐる論争を考えると、市場は楽観に傾き過ぎている可能性があり、ポートフォリオを守るべく12月まで警戒を怠らない方が良いと同行のストラテジストは述べている。

正常な姿に戻りつつあるのはスポーツ界だけのようだ。

By Randall W. Forsyth  
(Source: Dow Jones)

## 10. 今週の予定 - How Facebook Could Build a Billion-Dollar Videogame Business [経済関連スケジュール] フェイスブックはゲーム・ストリーミングを価値ある事業にできるか

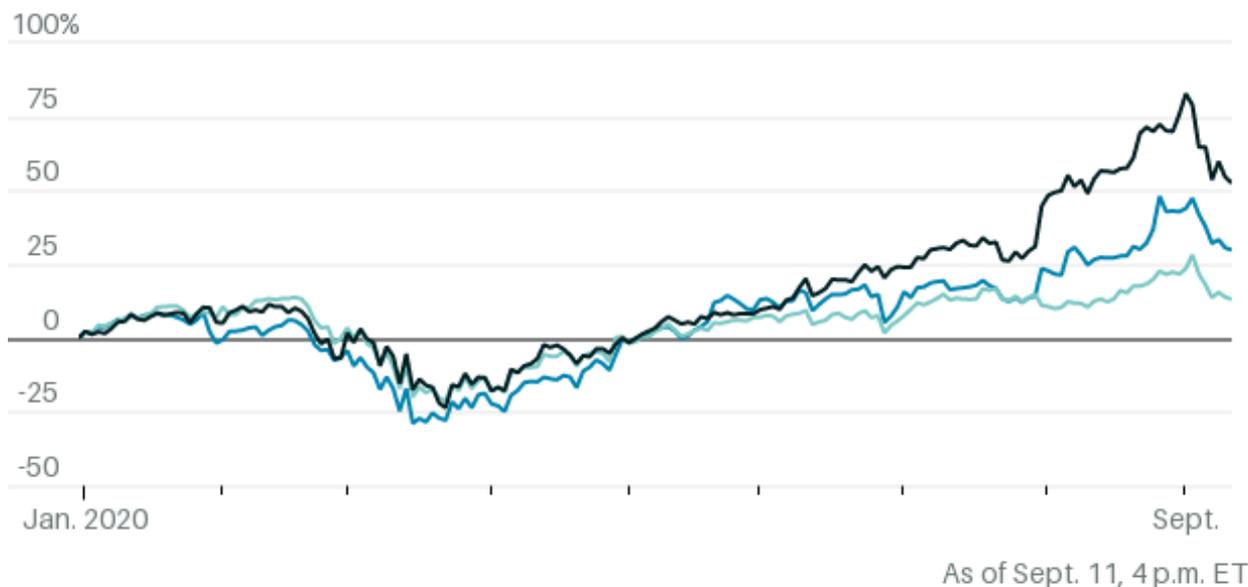
### ■ フェイスブックの競争優位性

## Competitive Edge

The major videogame streamers are parts of high-flying tech stocks.

### Amazon.com, Alphabet, and Facebook Shares, Year to Date 2020

■ Apple Inc. ■ Facebook Inc. Cl A ■ Alphabet Inc. Cl A



Source: FactSet

ビデオゲーム・ストリーミングの利用者は、プレーヤーと観客合わせて全世界に9億5000万人ほどいると推定される。かつては小さな市場だったが、今では大手ハイテク企業が争うサブセクターにまで成長した。フェイスブック<FB>もゲーム・ストリーミングに参入しているが、今のところ同事業をあまり重要視していない。

Facebook Gaming (フェイスブック・ゲーミング) は2018年にストリーミング・サービスとして立ち上がったが、以来、フェイスブック・アプリのタブの一つに統合された。しかし今年これまでに、同社はアンドロイド用のモバイルアプリをリリースし、iOS対応のアプリについてはアップル<AAPL>の承認待ちとなっている。ビデオゲームの売り上げは公表されていないが、トゥルイス・ファイナンシャルのアナリスト、ユセフ・スクアリ氏によると、2019年の売り上げは1億ドルを下回ると推定される(同社の総売上は710億ドル)。同氏は、2025年に視聴時間が200億時間を超え、フェイスブックが広告量を増やせば、9億6400万ドルの増収が見込めると考える。

スクアリ氏はビデオゲーム・ストリーミングをTV・映画ストリーミングになぞらえる。ビデオゲーム・ストリーミングの現在のマーケットシェアは、アマゾン・ドット・コム<>傘下のTwitch (ツイッチ) が68%、アルファベット<GOOGL>傘下のYouTube (ユーチューブ) が20%となっている。フェイスブックに関しては、マイクロソフト<MSFT>傘下で今年サービスを終了したMixer (ミクサー) のコミュニティなどを引き継ぎ、11%となっている (Mixerのシェアは1.4%だった)。これらプラットフォームの売り上げは65億ドルほどで、ほとんどが広告収入となっている。「アマ

ゾンのTwitchがマーケットリーダーであることは間違いないが、同市場の急激な進化や高い革新性、獲得可能な大きな市場規模、成長率を考えると、勝者が独り勝ちするようなことはない」と記す。

同氏によると、フェイスブックには、ビデオゲーム・ストリーミング市場で競争上の優位点が二つある。まず、同社の広告事業により、ストリーミング事業をより利益率の高いものにすることが可能だ。さらに、同社の決済技術により、ストリーマー（配信者）も観客も、プラットフォーム上での買い物が可能となる。フェイスブックのような巨大企業にとっても、無視できない規模の事業だ。

## ■ 今週の予定

### Screen Play

Videogame stream has been rising, but the pandemic turbocharged it. Hours of Video Streaming Watched, April 2019 and April 2020.

Platform	Hours Watched April 2019	Hours Watched April 2020	Year over Year % Growth
Amazon.com Twitch	750 million	1.49 billion	98%
Alphabet's YouTube	279 M	461 M	65%
Facebook Gaming	86 M	291 M	239%
Mixer	37 M	37.1 M	0.20%
Industry	1.97 B	3.93 B	99%

Sources: ScreamElements; Arsenal

9月14日（月）

- ・住宅建設会社大手レナー〈LEN〉が四半期決算発表。
- ・製薬大手ファイザー〈PFE〉が、2日間にわたるバーチャルでの投資家向け説明会を開催し、新薬パイプラインについて説明する。

9月15日（火）

- ・文書・画像処理ソフト大手アドビ〈ADBE〉と大手運送会社のフェデックス〈FDX〉が決算発表。
- ・加工食品メーカー大手クラフト・ハインツ〈KHC〉がバーチャルでの投資家向け説明会を開催。ミゲル・パトリシオ最高経営責任者（CEO）をはじめとする経営幹部が業績見通しについて説明する。
- ・ニューヨーク連銀が9月の製造業景気指数を発表。コンセンサス予想は7.5と、8月の3.7から上昇。
- ・8月の輸出・輸入物価指数発表。輸出物価は前月比0.4%上昇（7月は同0.8%上昇）、輸入物価は同0.6%上昇（7月は同0.7%上昇）が予想される。ここ数ヶ月の輸入物価の上昇は、燃料価格上昇が主な要因。

9月16日（水）

- ・米連邦準備制度理事会（FRB）が連邦公開市場委員会（FOMC）で金融政策決定を発表。FRBは

政策金利をゼロ付近に据え置くと見られるが、先日のインフレ対応に関する方針変更について見解を示す可能性もある。

- ・ 全米住宅建設業協会（NAHB）が9月の住宅市場指数を発表。予想は78と、8月と同水準。8月の指数は、1998年12月と一致し、統計開始から35年間で最高となった。住宅市場は、新型コロナウイルス大流行時の落ち込みから急速に回復している。それに伴い、木材価格も急騰している。
- ・ 8月の小売売上高発表。予想は前月比1.3%増（7月は同1.2%増）。自動車を除く数値は同1.5%増（7月は1.9%増）。

9月17日（木）

- ・ 8月の住宅着工件数発表。エコノミスト予想は季節調整済み年率換算で144万戸（7月は150万戸）。他の住宅指標同様に、住宅着工件数も新型コロナウイルス大流行時の落ち込み（4月の着工件数は93万4000戸）から急速に回復している。
- ・ 9月12日までの週の新規失業保険申請件数発表。申請件数は高水準が続くものの、6月の週平均が150万件だったのに対し、8月は99万2250件に減少している。

9月18日（金）

- ・ 9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75.5と8月の74.1をやや上回る。
- ・ コンファレンス・ボードが8月の景気先行指数を発表。コンセンサス予想は前月比1.3%の上昇と、前月とほぼ同水準。同指数は3カ月連続で上昇しているが、上昇のペースは鈍化しており、新型コロナウイルス大流行後の回復の勢いが失われつつあることを示唆する。

By Max A. Cherney  
(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年にエグゼトラストを設立。神戸大学経営学部卒業 米国ロチェスター大学MBA。

『バロonz・ダイジェスト』 2020/09/13

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 : エグゼトラスト

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](mailto:barrons@grp.jiji.co.jp)

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

※当誌は、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