

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/10/18

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. ビッグ・マネー調査：54%が米国株に強気 - Investors Are Optimistic About Stocks [カバーストーリー]
資産運用マネジャーへのアンケート結果 P.2
2. E Vと特別買収目的会社：合併の死角 - Electric Vehicles and SPACs: What Could Go Wrong? [フィーチャー]
強気の売上高と利益率予想が前提 P.6
3. メガバンクであるのは難しい - It's Tough to Be a Big Bank These Days [フィーチャー]
厳しい環境下で事業モデルを模索 P.9
4. イーベイが原点回帰 - EBay Goes Back to Basics [ハイテク]
オークション事業に集中、成長軌道回復 P.11
5. 巨大ハイテク企業に一段の成長余地 - The Biggest Techs Can Get Bigger—and More Profitable. [インタビュー]
殿堂入りアナリストが強みを分析 P.13
6. バイデン氏勝利に身構えるウォール街 - Wall Street Prepares for a Biden Victory [コラム]
民主党圧勝なら増税リスクに備えよ P.16
7. 不透明要因にも持ちこたえた株式相場 - Inside the Stock Market's Indecisive Week [米国株式市場]
決めかねる投資家も大量売却せず P.18
8. 待望のiPhone 12、新たな起爆剤となるか - The iPhone 12 Is So Important, AT&T Will Be Giving It Away [ハイテク]
5Gへの期待は肩透かし P.20
9. モルガン・スタンレー、イトン買収でファンド統廃合へ - Morgan Stanley and Eaton Vance Could Prune Funds [ファンド]
顧客への影響は？ P.22
10. 今週の予定 - An Analyst Plays Matchmaker With Chevron and Exxon [経済関連スケジュール]
あるアナリスト、シェブロンとエクソンの合併提案 P.24

※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

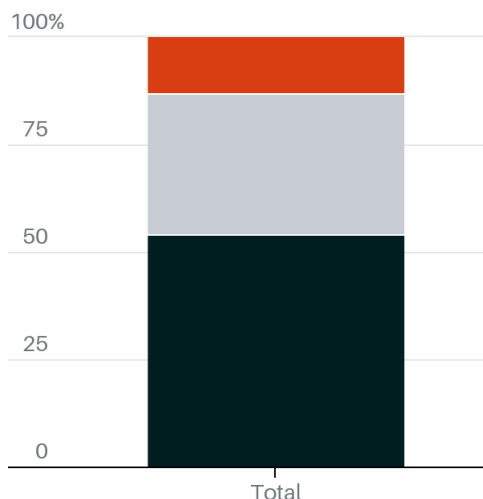
1. ビッグ・マネー調査：54%が米国株に強気 - Investors Are Optimistic About Stocks [カバーストーリー]

資産運用マネジャーへのアンケート結果

■ 長期見通しはさらに前向き

Describe your investment outlook for U.S. equities in the next 12 months.

■ Bullish ■ Neutral ■ Bearish



本誌は調査会社ベータ・リサーチの協力を得て、春と秋の年2回、プロの投資家を対象にした「ビッグ・マネー調査」を実施している。9月末に締め切った最新調査では、全米137社の資産運用マネジャーから回答を得た。

これまでのところ、2020年は新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）、景気後退、大統領の弾劾裁判、弱気相場、強気相場があり、現在は議論を呼んでいる大統領選の最中である。来年も同様に波乱の年になる可能性があり、投資家が先を見通すのに苦労しているのも不思議ではない。

こうした不透明感にもかかわらず、最新のビッグ・マネー調査では、回答者の54%が今後12カ月間の米国株の見通しに「強気」と回答した。約3分の1は「中立」、残りの13%は「弱気」と答えた。しかし、今年のS&P500指数が3月中旬の弱気相場の底から55%も上昇するという驚異的な反騰を見せたため、ほとんどの資産運用マネジャーは株価が割安とは考えていない。約44%は米国株が過大評価されているとみており、50%はバリュエーションが妥当だと考えている。

このバリュエーションが、強気派でさえ、今後数カ月間はわずかな株価上昇しか期待できないと予測している一因である。強気派の資産運用マネジャーによる年末のダウ工業株30種平均（NYダウ）の平均予測値は、現在とほぼ同水準の2万8433ドルである。強気派は、2021年半ばまでにNYダウが16日の終値から5%上昇して3万ドルを若干上回る可能性があると予想している。弱気派は、NYダウが2020年末までに約12%下落して2万5202ドルとなり、2021年半ばには2万5356ドルへわずかに上昇するとみている。

このバリュエーションが、強気派でさえ、今後数カ月間はわずかな株価上昇しか期待できないと予測している一因である。強気派の資産運用マネジャーによる年末のダウ工業株30種平均（NYダウ）の平均予測値は、現在とほぼ同水準の2万8433ドルである。強気派は、2021年半ばまでにNYダウが16日の終値から5%上昇して3万ドルを若干上回る可能性があると予想している。弱気派は、NYダウが2020年末までに約12%下落して2万5202ドルとなり、2021年半ばには2万5356ドルへわずかに上昇するとみている。

長期的な見通しはより前向きで、半数以上の回答者は今後10年間に米国株が平均年率6～10%上昇すると予想している。さらに5%の回答者は11～15%の上昇を予想する。64%が株式を最も魅力的な資産クラスとしており、金（11%）、債券、現金、不動産（それぞれ7%）、コモディティ（4%）の支持者を大きく上回っている。

投資顧問会社オズボーン・ウィリアムズ・アンド・ドノホーのデビッド・オズボーン社長は、「長期的には、特に現在の債券市場の環境を考慮すると、株式が最も魅力的な資産クラスであると考えている。現在は金利が低水準で、将来的には金利が上昇する可能性があるため、債券の実質リターンはマイナスとなり得る」と語る。

投資顧問会社TGSファイナンシャル・アドバイザーズのジム・ヘンブヒル社長兼チーフ投資ストラテジストは、金利が極めて低いため、株価のバリュエーションがより合理的に見える」と述べている。しかし同氏は、新たな投資家が市場に流入し、株価が上昇しているという理由だけで赤字企業の株式を購入しているという点で、現在の雰囲気は1990年代のハイテクバブルの末期に似ていると語り、

「今後2～3年の間に何か悪いことが起こる可能性は無視できない」と指摘する。

相場上昇にとっての最大の脅威としては、回答者の26%がパンデミック拡大の可能性を挙げた。17%は米国の選挙、12%は景気後退や大不況と答えた。その他の懸念事項としては、企業利益の急減、株式の過度に割高なバリュエーション、財政・金融政策の失敗、暴動の拡大などが挙げられた。

資産運用会社ブリッジズ・トラストのテッド・ブリッジズ社長兼最高経営責任者（CEO）は、「当社は、短・中期的には明確なリスクが存在しており、ボラティリティがいつでも急上昇する可能性がある」と認識している。しかし、2～3年後に関しては前向きな見方を取る」と語る。同氏は、S&P500指数構成企業の利益が2020年に15%減少し、来年には完全に回復するとみている。また、2022年には米国の国内総生産（GDP）が昨年の21兆4000億ドルを上回ると予想する。この見解は回答者の半数以上と一致する。

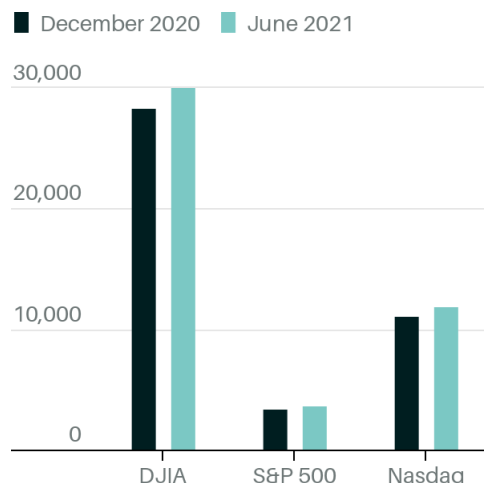
資産運用会社コザド・アセット・マネジメントのエグゼクティブ・バイスプレジデント兼ポートフォリオマネジャーであるメアリー・マクグラス氏は、「現在から年末までは不安定な時期が2～3カ月続くとみている。2021年になってワクチンが手に入り、景気が回復し始めれば、株価は現在よりも高くなるだろう」と話す。回答者の約25%は、新型コロナウイルスのワクチンが今年末までに米国で利用できるようになると予想している。60%の回答者は、ワクチンが利用できる時期を2021年前半とみている。

■ バイデン氏勝利の見方が優勢

11月3日に実施される米国の大統領選挙と議会選挙は投資家の心を揺さぶっている。ビッグ・マネー調査では、他の調査と同様にバイデン前副大統領がトランプ大統領に勝利するとの見方が多数派で、回答者の54%はバイデン氏勝利を予想している。資産運用マネジャーの74%は共和党が上院の支配権を維持すると予測し、また94%は民主党が下院の支配権を維持と考えている。ビッグ・マネー調査は、トランプ大統領の新型コロナウイルス感染が明らかになる前に実施した。それ以降、有権者の世論調査と賭け屋のオッズは民主党の勝利に大きく振れている。

回答者の約3分の2は、次期政権の最優先事項は新型コロナウイルスの抑え込みと失業率の引き下げであるべきだと考えている。資産運用マネジャーの4分の3は、トランプ氏の方が市場に友好的な候補者であるとみているが、経済にとっても同氏の方が良いと考えている回答者は60%にとどまる。

Where do you expect the following market measures to trade as of Dec. 31, 2020, and June 30, 2021 if you are bullish?



投資顧問会社カディナ・アンド・カンパニーの創業者で会長兼チーフストラテジストのハーラン・カディナ氏は、大統領選と議会選の両方で民主党が完全勝利すると想定している。この場合、同氏は民主党が景気刺激策やインフラ投資パッケージなどの施策を可決し、経済が活性化する可能性がある」と予想する。同時にカディナ氏は、民主党が法人税増税やキャピタルゲイン税率の引き上げを推進するのではないかと懸念している。これらは株式市場にとってマイナスとなり、施行前に売りの波が押し寄せることになるだろう。「今年最も成功した銘柄は株価が上昇しているため、最も下落しやすい」と同氏は語る。

カディナ・アンド・カンパニーでは、建機への支出増加と世界経済活動の回復から恩恵を受けるであろう建機大手キャタピラー<CAT>などの株式を組み入れ、インフラ投資パッケージが可決される可能性に備えている。カディナ氏は、バランスシートが強固で、割高なハイテク企業よりも合理的なバリュエーションの資本財企業に強気である。

他の投資家も、選挙によって生じる可能性のあるボラティリティを資金投入のチャンスだと考えている。2000年のジョージ・W・ブッシュ氏とアル・ゴア氏の大統領選が紛糾した際は、株価が約10%下落した。TGSのヘンプヒル氏は、「私は、米国人は最終的には常に正しいことをすると信じている。だから、混乱が生じた場合には買いを入れることになるだろう」と述べる。同氏は、現在のバリュエーションが過去の平均値に近付くならば、市場の調整は健全と言えるかもしれないと言う。

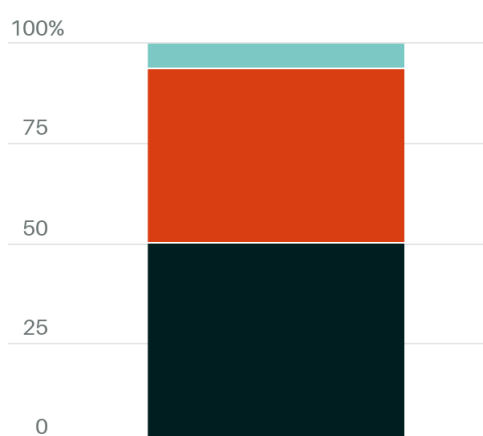
ヘンプヒル氏は、米国市場では比較的割高感の少ない中小型のバリュー株などに注目するほか、海外での投資機会も探している。新興国市場は先進国市場に比べてバリュエーションが低く、今後の景気サイクルの中で大きな成長を遂げる可能性があるため、魅力的だと言う。同氏は、他の新興国上場投資信託（ETF）に比べて個々の国へのエクスポージャーが小さく抑えられ、一部の国に偏って投資することなく分散されているDFAエマージング・マーケット・ポートフォリオ・ファンド<DFEMX>を選好する。

米ドル安は米国以外の市場への投資にとって追い風となり、回答者の64%がドル指数は今後1年間で下落すると予想している。来年の投資リターンが最高となる国については、回答者の43%が米国と予想する一方、27%は新興国市場がトップになるとみている。欧州と日本を支持する回答者はそれぞれ10%未満である。

■ セクターに関する見解はまちまち

Is the U.S. stock market overvalued, undervalued, or fairly valued at current levels?

■ Fairly Valued ■ Overvalued
■ Undervalued



今後数カ月間の米国株ポートフォリオのポジションに関しては、ほとんどコンセンサスが得られていない。例えば、ハイテクセクターについては、回答者の25%は最もパフォーマンスの高いセクターになると予想しているが、24%は最もパフォーマンスの低いセクターになるとみている。現在投資すべき最高のセクターとしては、一般消費財・サービス、ヘルスケア、資本財、エネルギーがそれぞれ10~13%の支持を得ている。最も回避されているグループは、エネルギー、金融、公益などである。

コザドのマクグラス氏は、ハイテク企業の潜在的な成長性は他の企業よりも高く、高水準な株価収益率（PER）は妥当であると主張する。2021年予想PERは、アマゾン・ドット・コム<AMZN>が76倍、アルファベット<GOOGL>が27倍である。コザドはアップル<AAPL>、アマゾン、アルファベットを上位の保有銘柄としている。ブリッジズのポートフォリオは、これらの銘柄に加えて、2021年

予想PER33倍のマイクロソフト<MSFT>の保有割合が大きい。

ブリッジズ氏は、巨大ハイテク企業には大きな成長余地があり、なおかつ經常キャッシュフローも膨大であるため、事業投資や株主還元のいずれの拡大も可能であると指摘している。特にアマゾン

は、会計上の利益を最大化することを目的としていないため、PERが高くなっている。マクグラス氏もブリッジズ氏も、巨大ハイテク企業に対する独占禁止法や規制上の措置の可能性をリスクとみているが、投資の妨げにはならないとしている。マクグラス氏は「当初は株価にマイナスの影響があるかもしれないが、これらの企業は多くのサービスを提供しており、経営陣も非常に有能だ」と語る。

資産運用マネジャーに人気がある他のハイテク企業としては、決済処理のビザ<V>、マスターカード<MA>、ペイパル<PYPL>などがある。これらは全てキャッシュレス社会への継続的な移行で恩恵を受ける銘柄である。市場で最も過大評価されている銘柄としては、回答者の60%が電気自動車大手テスラ<TSLA>を挙げた。次いで、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>、新規株式公開（IPO）を最近実施したクラウドデータプラットフォーム運営会社スノーフレック<SNOW>となっている。

オズボーン氏は、新型コロナウイルスの大流行によって労働慣行が恒久的に変化すると予想している。同氏は在宅勤務の「在宅」の部分に注目し、ホームセンター大手ホーム・デポ<HD>、同業のロウズ<LOW>、工具メーカーのスタンレー・ブラック・アンド・デッカー<SWK>などに投資している。これらの企業は自宅リフォームの増加から恩恵を受ける可能性がある。

資産運用会社オープンハイマー・アセット・マネジメントのチーフ投資ストラテジストであるジョン・ストルツファス氏は、長期的な傾向に焦点を当て、11月の選挙などの短期的な動きを気にしないようにアドバイスしている。同氏は「どちらの政党が勝つかは、株式市場にとっては長期トレンドや米連邦準備制度理事会（FRB）の動向ほど重要なものではない」と語る。

ストルツファス氏が逆張りの的に選好するのは金融、特に大手銀行である。大手銀行の株価は、低金利、不透明な経済見通し、多額の貸し倒れの可能性が懸念され、2020年の市場の反発に出遅れている。同氏は、「株式に対する投資意欲が高まっているため、大手銀行の株価は今後好調に推移すると考えられる。過去の水準と比較すれば、大手銀行の株価純資産倍率（PBR）は魅力的だ。世界経済が本格的に回復してくると、多くの投資家にとって金融セクターは検討に値すると認識されるようになるだろう」と話す。

投資顧問会社スミード・キャピタル・マネジメントのビル・スミードCEO兼最高投資責任者（CIO）も逆張りの投資アイデアを持っている。同氏はエネルギーセクター全般に強気で、石油会社シェブロン<CVX>は同社のポートフォリオの中で最大の保有銘柄の一つだ。同氏は「電気自動車や再生可能エネルギーが話題だが、誰もが石油やガスの需要を過小評価している」と主張する。

またスミード氏は、商業施設の不動産投資信託（REIT）であるサイモン・プロパティ・グループ<SPG>に注目している。同社の株価は年初来で60%近く下落している。同氏は、自宅に近い場所での娯楽の需要はパンデミックの流行後も続くともっており、過小評価されているサイモンはその恩恵を受けると考えている。

回答者の多くは、株式や現金に比べて債券への配分を減らしているか、減らす予定である。債券への配分を維持している回答者は、全体として短期のデュレーションと投資適格社債を好んでいる。ヘンプヒル氏は、債券市場は「悲惨な状況だ」と述べ、その理由として当面は低金利を維持するというFRBの意向を挙げている。これは回答者の間で共通する見解の一つである。

By Nicholas Jasinski

(Source: Dow Jones)

2. EVと特別買収目的会社：合併の死角 - Electric Vehicles and SPACs: What Could Go Wrong?

[フィーチャー]

強気の売上高と利益率予想が前提

■ 過熱する合併案件



Matthew Hatcher/Bloomberg

2020年の株式市場で、電気自動車と特別買収目的会社（SPAC）ほど市場が過熱している分野はない。案の上、ウォール街は両者を文字通り「合体」させる方法を見付け出した。今年、注目の電気自動車会社2社がSPACを通じて株式を公開したが、近い将来、少なくともさらに6件の電気自動車とSPACの合併が予定されている。

ニコラ<NKLA>とハイリーオン・ホールディングス<HYLN>の株価は、（「白地手形会社」と呼ばれることもある）SPACとの合併を発表した後急上昇した。今年、同社の株価が急落する前は、

ニコラの時価総額はフォード・モーター<F>を上回っていた。

注目度が高いため、電気自動車・SPAC取引の次のラウンドは改めて重要になる。これらSPACの株価は予想される合併取引を既に織り込んでおり、その時価総額は最も大きいもので65億ドルに達しているが、ウォール街のアナリストはいずれの銘柄もカバーしていないため、投資家は注意が必要だ。

これらの企業が公表している将来予想は強気だ。SPACの合併文書にははるか2028年までの売上高および利益の予想が記載されているが、当然のことながら予想には大きなバラつきがある。電気自動車市場が実際にどれほどの規模になり得るのか、ほとんどコンセンサスはなく、投資家が将来の利益に対して支払う価格には大きな開きがある。

■ EVメーカー

The Next Wave of Electric Vehicle Stocks

Six electric-vehicle companies are due to merge with SPACs, or special purpose acquisition companies, in the coming months. They follow recent debuts from rivals Nikola and Hyliion, which have already gone public via SPACs.

Company	SPAC	2024E Revenue (bil)	Market Value** (bil)
Pending Mergers			
QuantumScape	Kensington Capital / KCAC	\$6.4*	\$6.5
Fisker	Spartan Energy / SPAQ	10.6	3.9
Lordstown Motors	DiamondPeak Holdings / DPHC	5.8	3.8
Canoo	Hennessy Capital / HCAC	1.4	2.6
XL Fleet	Pivotal Investment II / PIC	1.4	1.5
Romeo Systems	RMG / RMG	1.2	1.4
Completed Mergers			
Nikola / NKLA		\$3.2	\$7.4
Hyliion Holdings / HYLN		2.1	4.4

*Based on 2028 revenue forecast, **Based on post-merger share counts

Sources: FactSet; company filings

本誌は、SPACと合併した、あるいは合併を予定している電気自動車会社および電気自動車関連企業8社の予想を比較してみた。このうち3社は、バッテリー駆動の乗用車、スポーツ用多目的車（SUV）、バン、ピックアップトラックの製造に焦点を当てており、フィスカーはスパルタン・エナジー・アクイジション<SPAQ>と、カヌーはヘネシー・キャピタル・アクイジション<HCAC>と、ローズタウン・モーターズはダイヤモンドピーク・ホールディングス<DPHC>との統合を計画している。

フィスカーが最も強気の成長目標を掲げており、現在ゼロの売上高が2024年には106億ドルに達すると予想している。同じ年までにローズタウンは58億ドル、カヌーは14億ドルの売上高達成を予想している。いずれの企業も昨年は1ドルも稼いでおらず、2022年以前に見るべき売上高を計上する予定はない。それにもかかわらず、これらの企業の時価総額は25億～40億ドルに上昇している。結局のところ、投資家はこれらのSPACを、自動車メーカーのテスラ<TSLA>を天文学的な時価総額に押し上げた電気自動車革命に投資をするもう一つの選択肢として見ているのだ。テスラの株価は年初来で425%上昇しており、ウォール街は同社が今後10年間は驚異的な成長をするとみている。同社のイーロン・マスク最高経営責任者（CEO）は、10年後には業界全体で3000万台の電気自動車を製造できると考えている。これは現在の約10倍の生産規模だ。しかし次のテスラを見つけ出すというのは、特にテスラ自身が引き続き危険な賭けであることも考えると、リスクの高い戦略だ。

利益はさておくとしても、テスラと中国の新興電気自動車会社であるニーオ<NIO>、リ・オート

＜LI＞およびシャオペン＜XPEV＞の予想株価売上高倍率（PSR）は現在8.6倍に達している。これに対し、伝統的な自動車メーカーであるゼネラル・モーターズ＜GM＞、フォード、フォルクスワーゲン＜VOW.ドイツ＞およびBMW＜BMW.ドイツ＞の平均PSRは0.3倍だ。両グループの平均PSRの中間の値と、フィスカ、カヌーおよびローズタウン3社の2024年度予想売上高の合計180億ドルを使用すると、3社の時価総額は2023年までに約790億ドルに達する。これを年率20%で割り引くと、2020年時点での現在価値は約460億ドルとなり、これらSPACの現在の株価に基づいた時価総額の合計100億ドルを大きく上回る。しかし、この計算には多くの仮定が含まれているため、確実な割安銘柄だとは言えない。

仮に予想通りの売り上げを達成できたとしても、最終的には利益を出す必要があるが、この点、これらSPACの予想はさらに楽観的だ。3社合算の利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）ベースの2024年度予想利益率は14%近辺である。これは他の伝統的自動車メーカーや電気自動車メーカーの利益率と同様の水準だ。しかし、伝統的な自動車メーカーにある規模の利益が新興企業にはない。これらSPACの2024年度予想売り上げと同水準の売り上げだった頃のテスラのEBITDAマージンは約1%だった。当時のバッテリーは現在よりも高価だったが、いずれにせよ、これらSPACが想定する利益率は強気だ。

■ 部品サプライヤー

その他のSPAC合併とテスラの比較はそれほど容易ではない。ピボタル・インベストメントII＜PIC＞との合併に合意したXLフリートと、RMGアクイジション＜RMG＞と統合するロメオ・システムズは、電気自動車部品のサプライヤーであり、企業が既に保有する車両の電動化を支援する。

XLフリートとロメオは電動パワートレインに取り組んでおり、車両の他の部分は他のメーカーに委ねている。XLフリートは今回のグループで唯一実際の売り上げがある企業だが、その売上高による利益の約2倍の損失を出している。

現在のバリュエーションと公表された予想数値に基づけば、これらパワートレイン・サプライヤーはより合理性のある賭けのように見える。しかし、価格に敏感な市場であり、製品がそれほど差別化されていないことを考えると、他の銘柄のような高い倍率は達成できないかもしれない。

■ 全固体電池メーカー

残る1社、クァンタムスケープは、今回バリュエーションが最も難しい企業かもしれない。時価総額は約70億ドルと、最も高額だ。同社は新技術である全固体電池を市場に出そうとしている。

同社は、他の急成長中の電池メーカーと比較するのが合理的だが、その選択肢は限られる。世界最大の電池メーカーである中国の寧徳時代新能源科技（CATL）＜300750.深セン＞の予想PSRは約8倍だ。同社の今年度の予想売り上げは約75億ドル、EBITDAマージンは22%である。今後3年間の利益は年率27%で成長すると予想されている。

クァンタムスケープは2028年までに売上高が64億ドル、EBITDAマージンは25%を達成すると予想しているが、これは大胆な目標だ。CATLと同様の倍数を適用すると、時価総額は2027年までに500億ドルに達する。これを年率20%で割り引くと、その現在価値は現在の時価総額を125%上回る約150億ドルとなる。

投資家にとって問題なのは、2028年になるまでまだ先が長いということだ。その頃には本誌は続報の用意ができていだろう。それまでは安全に運転されたい。

By Nicholas Jasinski and Al Root
(Source: Dow Jones)

3. メガバンクであるのは難しい - It's Tough to Be a Big Bank These Days 厳しい環境下で事業モデルを模索

[フィーチャー]

■ ゼロ金利からくる利息収入や融資機会の減少



Peter Foley/Bloomberg

米国のメガバンクの第3四半期決算発表のシーズンが過ぎ去ったが、銀行が置かれた厳しい現状が見て取れた決算結果となった。

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>などに代表されるメガバンクの第3四半期は、堅調なトレーディング部門の収益が純利益率低下分を補い、多額の貸倒引当金積み増しも不要だったことから、利益は予想を上回った。

だが、株価にはそれは反映されていないよう

だ。JPモルガンの1株当たり利益（EPS）は予想を31%上回ったにもかかわらず、決算発表後に株価は2%以上も下落した。同様にシティグループも、54%の予想超過にもかかわらず、株価は4.8%下落、そして予想を4%上回ったバンク・オブ・アメリカの株価は5%超の下げとなった。健全性が審査されたバランスシートでさえも十分ではなく、メガバンク株の投資家は現状を常に悲観的に捉えているようだ。

ただし、この問題は銀行だけでは解決できない。銀行は利息収入に依存しているが、現在の金利はほぼゼロに近い。そして今後数年間、米連邦準備制度理事会（FRB）はこの金利水準を維持する見通しであり、銀行には大きな痛手だ。バンク・オブ・アメリカの純利息収入は17%も減少し、アナリストを驚かせた。そして第3四半期に利息収入は底を打ったとの経営陣の見方をよそに、貸し出しの将来の伸びにも疑問を抱かせる。特に顧客に無断で口座を開設したスキャンダルにより2兆ドルの資産制限を課されたウェルズ・ファーゴ<WFC>は純利息収入が19.6%も減少し、今後も厳しい経営環境が待ち受けている。

銀行は貸し出しの伸びで利息収入の減少分を補うこともできるが、この先の景気の見通しには高い不確実性が存在する。コンセンサスの見解よりも悲惨な景気が予想された場合に備えて、銀行は不良債権に備えた数十億ドルの貸倒引当金を積んでいる。

それでも依然としてリスクは高い。JPモルガンのジェイミー・ダイモン最高経営責任者（CEO）は、貸倒引当金が恐らく100億ドル過剰だと言う。引当金を取り崩せば、株主が恩恵を受ける可能性はあるが、状況が劇的に悪化した場合、銀行は200億ドルの引当金不足に陥る可能性がある。投資家はこの手の賭けを好まないだろう。

■ トレーディングビジネスの弱体化

他の全ては順調に見える最近のJPモルガンにとっては残念な話だ。投資家向けと個人向け金融サービスの両方を提供することから、30%急増したトレーディング部門の収益が純利息収入の9%減少

を補い、結果的に前年同期比4%の増益となった。だが、それでも銀行であることには変わりがない。

しかし、ほとんどのメガバンクで2桁成長を記録していても、トレーディングビジネスに依存すれば必ず成功するわけではない。金融危機以来、実際にはトレーディング部門は衰退しているビジネスであり、投資家もこの部門での好調な業績の維持には疑問を抱いている。例えばゴールドマン・サックス<GS>は全収益の42%を占めるトレーディング部門が上げた29%の増収を背景に過去最高益を達成した。それでもここ数年は個人向け金融サービスへの参入を本格化し、収益の多様化を進めている最中だ。どうやらJPモルガンのような銀行を目指しているようだ。

■ 収入源の多様化が鍵

多くの銀行の株価が30%ほど下落する中、モルガン・スタンレー<MS>は年初来で株価はさほど変動していない。それどころか、決算発表後に株価が上昇した数少ない銀行の一つで、先週の木曜日に株価は1.3%上昇した。

ゴールドマンと同様に、モルガン・スタンレーもトレーディング部門の業績から恩恵を受けたのは確かだが、第3四半期に7%の増収を記録したウエルスマネジメント部門とインベストマネジメント部門が投資家の望む安定したリターンを提供してきたのも要因と言える。

「市場はより長期的で、先行きの予測が可能な収益源を持つ銀行に好意的だ」と総合金融サービス会社D.A.デビッドソンのマネージングディレクター、デービッド・コンラッド氏は語る。

そしてモルガン・スタンレーは今後もこの経営戦略を継続するとみられる。最近ではネット証券大手のEトレード・フィナンシャルの買収を完了し、さらにFRBが株主には還元できないとした現金を使っての米資産運用会社のイトン・バンス<EV>の買収も発表した。

「われわれはこの資本を使って何かに取り組まなければならない」とモルガン・スタンレーの会長兼CEOであるジェームズ・ゴーマン氏はアナリストに語った。「当然のことながら、当社のオーナーである株主は出資に対して十分な利益を得る権利がある」。

By Carleton English
(Source: Dow Jones)

4. イーベイが原点回帰 - EBay Goes Back to Basics オークション事業に集中、成長軌道回復

[ハイテク]

■ 出戻りのCEOが推進



Illustration by Ana Yael

電子商取引サイト運営会社イーベイ<EBAY>の創業者であるピエール・オミディア氏は1995年9月に、イーベイで最初のアイテムを売りに出した。それは壊れたレーザー・ポインターで、同氏は1ドルの値段を付けたものの、入札競争に発展して、最終的には14.83ドルで売れた。それ以来の取引は数百万件に達した一方、別の傷物商品が大幅な値引きで販売されている。それは、イーベイの株式だ。

投資家は、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）がけん引する電子商取引のリーダー

の成長に驚嘆しているが、イーベイはほとんど話題に上っていない。投資家はイーベイを見直すときだ。

イーベイが数年前に投資家を興奮させてから多くのことが起きた一方で、同社は、オークション会社から固定価格の販売会社へ変容した。インターネットの閲覧がパソコン中心だったころのパイオニアだったイーベイだが、今や取引の約3分の2は携帯機器経由となっている。同社は2015年に決済企業ペイパルを分離し、今年に入って、チケットの購入・売却・交換サイトであるスタブハブを40億ドルで売却した。さらには、クラシファイド広告（案内広告）事業を92億ドルで売却する話が進行中だ。全ての売却は、アクティビスト（物言う投資家）につつかれた結果だ。

簡素化したイーベイは原点に回帰することになり、それを助けるのが4月に最高経営責任者（CEO）に就任したジェイミー・イアノーネ氏だ。同氏は小売り大手のウォルマート<WMT>で電子商取引の最高執行責任者（COO）を務めていたが、その前にイーベイに8年間務めていた、いわば出戻りだ。

イーベイの株価は年初来で55%上昇しているが、他の電子商取引銘柄と比較すると値上がりは見劣りする。今後12カ月予想利益に基づく株価収益率（PER）は同社が15倍なのに対して、アマゾン・ドット・コム<AMZN>は81倍、小売り向けオンライン販売用プラットフォームを提供するショッピファイ<SHOP>はなんと473倍だ。

バリュエーションからは、投資家が近代的な電子商取引におけるイーベイの役割について依然多大な疑問を持っていることがわかる。同社の今年の業績は、売上高が前年比おおむね横ばいの107億ドル、純利益は同7.1%増の25億9000万ドルと予想されている。売上高はショッピファイの4倍以上だが、時価総額はショッピファイがイーベイの3倍以上だ。

イーベイの成長率は同業他社ほど高くないものの、原点に回帰する戦略が功を奏している兆候がある。売上高は2四半期連続で減少していたが、4-6月期には7%増加した。アクティブ（実質的）な買い手の基盤は1億8200万人で、前四半期比800万人増加している。

■ 「未開拓の市場」

Shopping for Online Bargains

Among e-commerce leaders, eBay stands out for its low valuation. How they all stack up.

Company / Ticker	Recent Price	52-Week Change	Market Value (bil)	Forward P/E
eBay / EBAY	\$55.40	42%	\$38.8	14.8
Shopify / SHOP	1,078.30	212	131.2	472.8
Wayfair / W	298.00	173	28.4	241.6
Amazon.com / AMZN	3,338.65	89	1,672.3	81.4
Etsy / ETSY	150.67	151	18.0	69.7

Sources: Bloomberg; FactSet

イアノーネ氏は、「未開拓の大きな市場がある」と述べ、「イーベイによるテクノロジー主導の再評価」について語る。同氏は、「シーズンの最新ではないもの」に焦点を当てることで、同社を差別化している。つまり、前のシーズンの衣料品、中古、ビンテージ、証明書付きの修理品などで、それはショッピングモールやアマゾンでは手に入らないものだ。イアノーネ氏は、「イーベイにとってのこの大きなスイートスポットに対して関心を失っていた」と言う。

中古品およびビンテージ品は必ずしも安くない。イアノーネ氏が就任してから日は浅いが、アンティークの時計を2000ドル以上で売るために認証するプログラムを展開し、高価格のスニーカーを認証するプログラムを始め、工場で修理されたアイテムを買うために消費者に保護を与える「認証済み修理品」プログラムを導入した。

消費者が在宅を強いられている中、同社の努力は実を結び始めている。4-6月期のイーベイのコア・マーケットプレイスの売上高は24%増の27億ドルで、流通取引総額は26%増加して271億ドルとなった。

ウォール街は一般的にイーベイに対して冷めており、同社をカバーする35人のアナリストのうち約3分の2のレーティングはホールドとなっている。しかしセンチメントが変わりつつある可能性がある。CFRAのアナリストであるジョン・フリーマン氏は、レーティングをホールドからバイへ引き上げ、目標株価を現在の株価の15%上の64ドルに設定した。同氏は、イアノーネ氏がイーベイの再編、成長の再開および収益性の押し上げにおいて「力強い初動」を見せていると考えている。

イーベイはペイパルを分離してから5年が経過したが、新たに支払いプラットフォームを持ち成長、改善させている。いわゆる、マネージド・ペイメント・プラットフォームにより、買い手はアップル・ペイ、グーグル・ペイ、クレジットカード、さらにはペイパルでも支払いが可能である。売り手は、買い手の決済手段にかかわらず、一つの口座しか必要としない。

イアノーネ氏は、決済事業が2022年までに売上高で年間20億ドル、営業利益で5億ドルを生み出せると考えている。同社はまた、広告販売に対して一層積極的になっている。直近四半期の広告収入は約2億ドルで、前年同期比120%増加した。

なお、経済が再開された市場では、成長は減速したが、新型コロナ前の水準を依然上回っているとイアノーネ氏は述べている。イーベイは、新たな売り手のモチベーションを高めるプログラムを展開している。同社は、平均的な家庭には、もはや使われていないがオンラインで売却できる可能性のあるものが4000ドル相当であると推定している。

イアノーネ氏は、同氏の息子のプレイステーション4を売りに出したばかりと言う。今や以前にも増して、誰もが買い得な品物を好んでいる。若干の修理を必要とするものでもだ。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

5. 巨大ハイテク企業に一段の成長余地 - The Biggest Techs Can Get Bigger—and More Profitable. 殿堂入りアナリストが強みを分析

[インタビュー]

■ ミルノビッチ氏、現在のハイテク相場について語る



Photograph by Victor Llorente

スティーブ・ミルノビッチ氏は、テクノロジー業界担当アナリストとして1983年にキャリアを開始し、37年間にわたりテクノロジーの重要なトレンドやその背後にある企業を見つめてきた。同氏の助言を聞いた投資家や経営者は賢明で、聞かなかった人は後悔することが多かった。2003年には当時のサン・マイクロシステムズのスコット・マクニリー最高経営責任者（CEO）にリナックスを採用する必要性について助言したことがあった。同社の株価は2000年に258.63ドルのピークを付け、

2010年にオラクル<ORCL>が買収した際は9.50ドルになっていた。2010年には電気自動車メーカーのテスラ<TSLA>を推奨し、イーロン・マスク氏を次のスティーブ・ジョブズと呼んだ。テスラ株の過去10年のリターンは年率約59%だ。これらの的を射た判断によりミルノビッチ氏はインスティテューショナル・インベスター誌による全米リサーチ・チーム調査で殿堂入りしている。

本誌：ナスダック総合指数は今年31%上昇と、S&P500指数の7%上昇を大幅に上回る。バブルに向かっているのか？

ミルノビッチ氏：現在は1999年のインターネットバブルと似ている。バリュエーションは極端な水準だ。デイトレーダーや特別買収目的会社（SPAC）も戻ってきた。これらは過剰な熱狂が起きている兆候だ。バリュエーション志向の投資家や、株価が売上高の30倍もする銘柄が買えない投資家は非常に不満がたまっている。このような投資家の多くはインターネットバブルも経験しており、今やバブルがはじけるのを待っている。「どんな結末を迎えるかは分かっているが、いつ終わるかが分から

ない」という彼らの意見に私もある程度賛成だ。グロース投資家でさえ懸念を感じている。1999年当時、誰もが行き過ぎだと分かっていた。しかし、ネット大手のヤフー（現在の社名はアルタバ＜AABA＞）など人気銘柄を保有していなければ、アンダーパフォームしてしまい、自分の仕事を失う危険があった。今日の状況は当時に似ているが、ファンダメンタルズの観点から見ると違う感じもする。高過ぎる株価収益率（PER）を正当化するためユーザー数をカウントしたこともあったが、今はそれ以上のように思える。今日では、オンライン会議サービスのズーム・ビデオ・コミュニケーションズ＜ZM＞や顧客情報管理（CRM）サービス大手セールスフォース・ドット・コム＜CRM＞のPERは3桁台で、ビジネス用チャット大手のスラック・テクノロジーズ＜WORK＞は赤字だ。正当化できる株価だろうか。これらのSaaS（ソフトウェア・アズ・ア・サービス）企業の多くは事業の見通しが良い。増収率が30%で、利益率も上昇すると想定した場合は、一部企業のバリュエーションは正当化できる。さらにフリーキャッシュフローを創出する能力が高く、その点がインターネットバブルの頃との違いだ。

Q：新型コロナウイルスによって、ハイテクの利用が加速したが。

A：新型コロナウイルス感染症はまさにデジタル・トランスフォーメーションを加速させてきたし、今も感染症はなくなっていない。再販会社の話を聞くと、従業員の半分以上はもはや事業所に戻らないと考えているようだ。デジタル化には長期的な追い風が吹いている。しかし、経済が元通りにならないとの懸念もある。これはソフトウェア会社にとっても問題だ。依然としてバリュエーションが懸念材料ではあるが、今やインターネットバブル当時に予想されていたインターネットの明るい未来が訪れており、テクノロジーが他の業界にも幅広く影響を与えている。実現可能な最大市場規模（TAM）は予想したよりかなり大きい。

■ 巨大プラットフォーム企業

Q：大きなトレンドにはどんなものがあるか？

A：過去5～10年で最も重要なことはネットワーク効果の恩恵を受けているプラットフォーム企業の興隆だ。企業の構造が異なる。価値が企業内ではなく、外で他社によって作られている。

Q：プラットフォーム企業の定義は？

A：プラットフォーム企業には2種類ある。まず、買い手と売り手の取引を成立させるプラットフォームがある。例えば、ライドシェア大手ウーバー・テクノロジーズ＜UBER＞がその例で、取引ごとにその一部を得る仕組みになっている。もう一つは、エコシステムを提供する企業だ。マイクロソフト＜MSFT＞やアップル＜AAPL＞は、大量のサードパーティーの価値が付随したエクシシステムを作りだしている。アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞、アルファベット＜GOOGL＞、フェイスブック＜FB＞などはエコシステム型のプラットフォーム企業だ。中国の電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）＜BABA＞、そして恐らく中国のインターネットサービス大手テンセント・ホールディングス（騰訊控股）＜TCEHY＞もそうだろう。クレジットカード大手のビザ＜V＞やマスターカード＜MA＞もわれわれがカバーするハイテク企業グループの一角を占めている。異論があるかもしれないが。

Q：巨大な企業ばかりだ。

A：時価総額上位10社のハイテク企業のうち9社はプラットフォーム企業だ。巨大化するほど強力になる。従って独占禁止法上の懸念が生じる。売り手や買い手が増えるにつれ、急速に売上高が増加するため巨大化する。今後3～5年は2桁台の成長を続けるだろう。

Q：何が成長の限界になり得るか？

A：過去のテクノロジーのトップ企業を見れば、時とともに没落する傾向がある。規模が不利に働

く地点に達するからだ。しかし今のところそのようなことは起きておらず、まだ試合で言えば中盤というところだ。IBM<IBM>もマイクロソフトも困難を経験してきた。独占禁止法上の問題が事業経営能力に悪影響を与え、積極的な展開を控えさせる原因になってきたという面もある。しかし、没落の原因は独占防止法ではなく、破壊的テクノロジーの出現だ。IBMであればマイクロプロセッサの出現、マイクロソフトの場合はインターネットや携帯電話の出現で出遅れた。

Q：次の破壊的テクノロジーの傾向は何か？

A：モノのインターネット化（IoT）、人工知能（AI）、自動運転車などは誰もが考えている。資源を持っているプラットフォーム企業がこれらの分野のリーダーであり、脅威になるほどの企業はまだ出現していない。

Q：これらのプラットフォーム企業が分割化されるとの懸念はないか？

A：確かに若干リスクがあるが、分割すれば消費者にとって不利になる。米国の独占禁止法は消費者への悪影響が基準として使われる。フェイスブックやグーグルを分割すれば恐らくネットワーク効果が弱まってしまう。一方規制当局は買収の能力をはく奪する可能性があり、これは懸念材料だ。今になって「フェイスブックがインスタグラムを買収するのを許すべきではなかった」と誰もが言うが、当時はインスタグラムがこれほどまで人気の存在になるとは誰も分らなかった。

■ 米中関係

Q：米中関係が悪化しているが、今後どうなるか？

A：中国問題とは去年の貿易問題以上のもので、二国の国政運営の方法に関する哲学的問題だ。中国が長年にわたり米国の技術を盗用してきた証拠が多くあり、そのため通信機器メーカーのモトローラ・ソリューションズ<MSI>やカナダの大手通信機器メーカーで破綻したノートルなどは非常に困難な状況に追い込まれた。中国の通信大手の華為技術（ファーウェイ）はスパイ行為によりノートルなどの通信機器メーカーと対等の製品を安く生産して販売できた。トランプ政権はそのことに目覚めたわけで、称賛に値する。中国は技術大国を目指し、国内に生産能力を必要としている。欠けていたのが半導体だ。台湾積体回路製造（TSMC）<TSM>が今や世界で最も重要なハイテク企業になったと思う。インテル<INTC>は問題を抱えている。製造技術に後れを取り、生産の遅延が起きている。TSMCは米国で使用される半導体の80%を生産している。今後4年以内に米国でも工場を建てるかもしれない。

中国は自前の半導体産業を作り上げたいと欲している。しかし、半導体製造装置やソフトウェアのメーカーは米国企業だ。現在米国はファーウェイに米国産の半導体の購入を禁止している。また、半導体製造装置やツールがあっても、設計用ソフトウェアがなければ半導体設計ができない。恐らく現状が維持されるだろう。米国は特定の技術に制限をかけるが、完全な遮断（しゃだん）は波紋を呼ぶ可能性がある。

Q：選好する銘柄は？

A：ウルフ・リサーチでは、ファンダメンタルやテクニカル、クオンツの融合した、クオンツ色の濃い銘柄選別を実行していた。過去6～12カ月に大きくアウトパフォームした銘柄には、電子店舗構築・運営サービスを提供する SHOPPIFY <SHOP>、半導体メーカーのエヌビディア <NVDA>、企業向け業務管理ソフトウェアのサービスナウ <NOW>、電子決済サービスのペイパル・ホールディングス <PYPL> などがある。これらの企業はカテゴリー・クリエイターで、耐久力があると私は考える。

ハイテク企業の強さの源は、新たなカテゴリーを作り出し、そのカテゴリーの中のトップ・ブラン

ドになることだ。例えばエヌビディアは画像処理半導体（GPU）というカテゴリーを作った。ショッピファイは、アマゾンに対抗したい人全てにとってのバックオフィスとなっている。サービスナウは、21世紀の企業アプリケーション・ソフトウェア企業を志向しており、ITサービスの管理業務の提供から始まり、顧客や人事管理向けのサービス管理へと移行した。ある再販会社は、「既にサービスナウの顧客か今後顧客になるかの二者択一だ」と述べた。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

6. バイデン氏勝利に身構えるウォール街 - Wall Street Prepares for a Biden Victory

[コラム]

民主党圧勝なら増税リスクに備えよ

■ 新型コロナの脅威は早くから認識されていた



Noam Galai/Getty Images

15日付のニューヨーク・タイムズ紙は、トランプ大統領とそのアドバイザーが新型コロナウイルスを封じ込めたと発表した2月24日、同政権高官が新型ウイルス蔓延に対する懸念を一部の有力投資家と密かに共有していたと報じた。

だが、既にボブ・ウッドワード氏の著書『RAGE（怒り）』のための録音インタビューの中で、トランプ大統領は新型ウイルスの深刻さを認識していたと認めており、国民のパニックを避けるために控えめに扱ったと語っている。物事がうまくいっていないときにごまかすのは、この政権に限ったことではない。

そもそも、タイムズ紙が引用する2月24日の会合の時点で、新型コロナが世界経済に及ぼす脅威についての危険信号は既に点滅していた。1月24日、英医学誌ランセットが「世界的な健康問題となる新型コロナウイルス」という記事を掲載し、その翌週、民主党の予備選挙が始まろうとする1月31日に、JPモルガンはパンデミック（世界的流行）が市場にもたらすリスクについて警告した。2月3日にはヘッジファンドの巨人デビッド・テッパー氏がCNBCとのインタビューで、新型コロナによって氏が2週間前に示した強気姿勢を撤回すると述べていた。

もちろん、誰もが確信していたわけではない。ある著名な証券ブローカー（名誉のために名を伏せる）は、2月20日に新型ウイルスの影響を「すでに織り込まれた古い情報だろう」とし、「V字回復は時間の問題だ」と断言したが、これは時期尚早だった。実際には、米国の国内総生産（GDP）は第2四半期に史上最悪のマイナス31.7%（季節調整済み年率換算）に落ち込み、V字回復は第3四半期にようやく実現する（第3四半期GDPのデータは今から2週間後に発表される）。

■ 民主党圧勝なら増税リスクに備えるべきだ

選挙運動の献金額から見るとウォール街はバイデン前副大統領の勝利を確信しているように見える。だがAGFインベストメンツでチーフ米国政治ストラテジストを務めるグレッグ・バリエール氏は、「良いことばかりではない」と金融界に警告する。「アナリストの中には勝者を支持するだけだと

言う者もいれば、バイデン政権のほう安定して予測可能であり、貿易政策も穏健、2021年初には大規模な景気刺激策がある、と言う者もいる。だがそれは迫り来る増税を見落としている」。同氏は顧客向けレポートの中で最後の一文を太字の斜体で強調している。

バイデン氏の増税の影響が現れる2022年には経済の大幅な減速が予想される、とバリエール氏は続ける。民主党政権は景気が弱い間は増税を延期するだろうが、「経済が打撃を受けるのは、景気刺激策の効果が薄れる2022年になるだろう」という。

最も打撃を受けるのは法人税だろう。バイデン氏は法人税率を現在の21%から最大28%に引き上げる計画だ（最低15%の法人税にその他の事業税を含める）。また、年間40万ドル以上の所得がある個人にも税負担は大きくなる。富裕層の相続税や社会保障税が増加し、控除額に上限が課せられる。さらにバイデン氏は高所得者の株式売買などのキャピタルゲインを普通所得として課税するとしているが、バリエール氏は「これは課税発効日前に利益確定しようとする原因」となり得ると指摘する。もちろんこれらの政策は全て、大統領選および上下院両院を民主党が握る「ブルーウェーブ」の実現を前提としている。

■ 非課税の地方債の魅力が高まる可能性

このシナリオでは地方債の魅力が高まる可能性がある。ストラテガス・リサーチのワシントン政策戦略チームを率いるダン・クリフトン氏は顧客向けレポートで、民主党が勝利すれば州予算やメディケイド（低所得者医療保険制度）への連邦政府の交付金が増加し、州税や地方税の控除額の上限が撤廃される一方、税金が引き上げられるため、非課税の地方債の魅力が高まると書いている。同氏はまた、地方債保証会社アシュアド・ギャランティ＜AGO＞のパフォーマンスが民主党圧勝のオッズに連動していると指摘する。どちらもここ1カ月間、上昇しているという。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. 不透明要因にも持ちこたえた株式相場 - Inside the Stock Market's

[米国株式市場]

Indecisive Week

決めかねる投資家も大量売却せず

■ 懸念材料が多かったものの小幅高

Dow Jones Industrial Average

32500

30000

27500

25000

22500

20000

17500

Jan. 2020

Oct.

Source: FactSet

先週は、世界がいつもより混迷状態にあると感じても、株式市場がそうした状況を織り込みながらもうまく持ちこたえているという事実が安心感をもたらしてくれたようだ。

主要株価指数の表面上の数字からは、混迷しているようには見えなかったかもしれない。ナスダック総合指数は0.8%高の1万1671.56となり、S&P500指数は0.2%高の3483.81で引けた。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は0.1%上昇して2万8606ドル31セントで引けた。前週に大幅に上昇した小型株のラッセル2000指数は0.2%安の1633.81で週末を迎えた。

織り込まれたニュースの中身を考えると、先週の株式市場が上昇で終えたのには目を見張った。米国やそれ以外の国々で新型コロナウイルスの新規感染者数が急増したこと、安全性の問題からジョンソン・エンド・ジョンソン<JNJ>のワクチンとイーライリリー<LLY>の治療薬の二つの対新型コロナ

の臨床試験が中止されたこと、新規失業保険申請件数が予想外に増加したこと、新たな景気刺激策が議会での合意に程遠いこと、そして選挙の投票日まで3週間を切ったことなど、混迷していると捉えられる材料が多くあった。

これらのいずれも単独で株式市場が売られる理由になる可能性はあったものの、持ちこたえた。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「市場は強気のムードにあり、この状況を続けたいようだ」と指摘する。

■ 投資家の迷い

それでも、上昇をけん引したセクターが明確だったわけではない。月曜日と火曜日は、投資家の注目がハイテク株に集まって景気敏感株が敬遠されたため、ナスダック総合指数の上昇はNYダウを2.2%ポイント上回った。しかし後半の3日間で景気敏感株に投資家が戻った結果、NYダウはナスダック総合指数に対して1.4%ポイントのアウトパフォームとなり、割安株への回帰と割高な成長株に対する敬遠が示唆された。

詳細に見ると、もっと細かなローテーションがあった。水曜日に上場投資信託（ETF）のエネルギー・セレクト・セクターSPDR<XLE>は、一時前日比で2.8%高まで上昇したが、同0.4%高で引けた。一方、テクノロジー・セレクト・セクターSPDR<XLK>は前日比1.3%安まで下落したが、わずか0.4%安で引けた。投資家が買いたい銘柄と売りたい銘柄を決めかねている様子が明らかにうかがえる。

S&P 500 Index

3750

3500

3250

3000

2750

2500

2250

2000

Jan. 2020

Oct.

Source: FactSet

通常、こうした優柔不断さは不幸な結末を予感させる（少なくともハムレットの場合はそうだった）。しかし、現在の株式市場にとっては朗報かもしれない。というのも、データが錯綜し、結果に対する不透明感が強くても、リスク低減のために株式が大量に売られているわけではないからだ。代わりに、トランプ大統領かバイデン候補の勝利、新型コロナ新規感染者の急増か治療法確立の成功、経済の減速か加速、これらのいずれに対しても正しいポジションを見極めようとしているように見える。

独立系のケニー・アンド・カンパニーの株式ストラテジストであるピーター・ケニー氏は、上記の要素が全て日々変化しているため、結果として市場が揺らいでいると指摘し、「投資家は株式を売却することでリスクを減らしているのではなく、慎重な投資家でも株式市場を離れずに、バリューがより大きく感じられる銘柄に注目している」と述べる。

ただし、バリューがどこにあるのかは引き続き議論的だ。景気敏感株が成長株よりも割安であることは間違いなく、長年苦しんできたバリュー投資家は、このグループがいつかはアウトパフォームするはずだと考えている。

■ 短期トレードのアイデア

NASDAQ Composite Index



株価が急騰していたクラウド向けソフトウェア企業のファストリー<FSLY>が期待外れの業績見通しを発表した時は、その時期が来たように感じられた。売上高見通しの下方修正は5%程度と大きなものではなかったが、株価は27%安と大きく反応した。ただし、27%下落しても年初来からは322%上昇しており、株価売上高倍率は17倍で、S&P500指数の2.4倍と比較すると7倍以上となっている。

それでも、一つの企業のショックを全てのハイテク株の前兆と考えるには早過ぎるだろう。特にこれまでのナスダック市場の上昇は、どんなに割高になったとしても小さなソフトウェア企業によってもたらされたものではない。アップル<AAPL>、マイクロソフト<MSFT>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、およびテスラ<TSLA>の4銘柄を合わせると、ナスダック100指数の年初来の上昇分の半分を占めている。投資ライターであるセブン・レポートの発行人であるトム・

エッセー氏は「物色のローテーションの時期が近づいているとは思うものの、今回のファストリーの見通し引き下げがハイテク株のアウトパフォームの終わりを告げる炭鉱のカナリアとの見方には同意できない」と書いている。

ありがたいことに、どちらかの選択に長期的にコミットする必要はない。例えばウルフ・リサーチのストラテジストであるクリス・セニェック氏は、市場は新型コロナに関する動向、経済指標およびバイデン政権の意味などに対して楽観的過ぎると考えられる一方、金融政策が成長株やモメンタム株の下支えになっていると主張する。こうした中で同氏は、大手娯楽企業のウォルト・ディズニー<DIS>、統合型リゾート運営のウィン・リゾーツ<WYNN>、スキーリゾート運営のベイル・リゾーツ<MTN>などの大きく売られた銘柄を含む「日常回帰銘柄」バスケットを推奨し、上記のような市場の値動きの中で利益を狙う手段になり得ると考えている。

セニェック氏は「ワクチンに関する前向きなニュースの流れと不安定な経済指標を受けて、最も打

撃を受けているサブセクターや企業には、日常回帰をテーマにした短期売買のチャンスがあるかもしれない。ただし重要なことは、このバスケット取引は成長見通しが持続的に改善するまでの短期売買の手段だと割り切ることだ」と書いている。

迷った時に「休むも相場」という格言を思い出す手もあるが…。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

8. 待望のiPhone 12、新たな起爆剤となるか - The iPhone 12 Is So

[ハイテク]

Important, AT&T Will Be Giving It Away

5Gへの期待は肩透かし

■ 低周波数帯での高速性には疑問も



Courtesy of Apple

アップル<AAPL>は先週、待望のiPhone（アイフォン）12の製品発表イベントを開催した。同製品は次世代通信規格「5G」に対応した初のアップル製品だ。

以下はiPhone 12の発表に際して筆者が感じた10の要点である。

意外性はなし：スティーブ・ジョブズ氏亡き後、アップルは世界で最も新製品の事前情報が漏れやすい企業である。製品の詳細はアイフォン通が予測した通りだった。新機種は4種類で、4インチのiPhone 12 Mini（699ドル）、6.1インチ

のiPhone 12（799ドル）、6.1インチのiPhone 12 Pro（999ドル）、6.7インチのiPhone 12 Pro Max（1099ドル）。

5Gは重視されず・・・：5Gのさまざまな特徴のうち、言及が多いのは「サブ6（6ギガヘルツ未満の低周波数帯）」ネットワークである。従来の無線通信規格に比べ、5Gには「超低遅延（信号の伝送のタイムラグが非常に小さいこと）」という特徴がある。ネットワーク内の信号の遅延性が低下するのは、ゲーマーにとって朗報である。ただ速度はLTEにやや優るだけで、場合によっては全く変わらない。

・・・わずかな例外も：超高速の5Gを実現するには「ミリ波」ネットワークが必要となる。iPhone 12の発表イベントで、米通信サービス大手ベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>のハンズ・ベストバーク最高経営責任者（CEO）が同社の「超広帯域ネットワーク」についてぶち上げたが、内容は同じである。同CEOによると、理想的な条件なら、毎秒4ギガビットという超高速でのダウンロードが可能となる。ただしミリ波ネットワークの実現には、基地局が密集している必要がある。現状で可能なのは、オフィス街、スタジアム、学校のキャンパスといった環境だけだろう。速度向上を期待して購入した消費者は失望するかもしれない。モフェット・ネイサンソンの通信業界アナリストのクレイグ・モフェット氏は「ミリ波以外の周波数帯では、5Gは名前を変えた4Gに過ぎない」という。

■ 買い替えが下支えとなるか

それでもiPhoneの売れ行きは好調：モフェット氏は強気な「スーパーサイクル」の出現に関しては懐疑的だが、それでもアップグレードや買い替えのための繰延需要が現れる可能性があるという。モルガン・スタンレーのアナリストで、アップルに関して強気一辺倒のケイティ・ユベルティ氏は、他のアナリストが既存の携帯端末の老朽化を過小評価しているという。同氏は先週公表したリサーチノートで、店舗閉鎖やコロナ禍の経済的影響により、iPhoneの買い替えサイクルが4年を大きく超えたため、「今後の成長に関するウォール街の見通しのモデルに誤りが生じている」と論じた。

電池の問題：アップルはついでのように、iPhone 12は主として電池の使用時間を延ばすために、5Gが不要な場合は洗練されたアルゴリズムによって、速度を4G並みに落とすと述べた。言い換えれば、iPhoneの電池に対して5Gがらみで不満が出るのはほぼ確定的だということである。

時には少ないことは豊かではない：アップルは今回、通常のイヤホンも電源装置も同梱しない。環境問題に配慮したためだとされるが、実際には売上原価を抑えるためである。ただUSB3-ライトニングのポートケーブルが付くので、手持ちのマックコンピュータからの充電が容易になる。この新戦略により、無線充電が増え、アップルのオーディオ製品の売り上げが増加するとみられる。

■ 5Gのメリットは未知数

ただで得られるもの：イベント当日の数少ない驚きの一つが、AT&T<T>、ベライゾン、TモバイルUS<TMUS>といった通信業者が熱烈に歓迎したことである。ベライゾンのベストバグCEOは「5Gがついに現実のものとなった」と宣言したが、通信業者間の価格競争も現実化しつつある。AT&Tはすぐに、新規または既存ユーザーが95ドル以上の携帯電話を下取りに出した上で、同社の無制限プランに加入すれば、iPhone 12を無料で提供すると発表。他社も対抗策を打ち出した。ウルフ・リサーチのアナリスト、ジェフ・クバール氏によると、このような取引は通常、製品ライフサイクルの終盤に現れるものであり、需要懸念を反映している可能性があるという。

アプリはどこに？：5Gに本当にメリットがあるかという問いに対して、4Gが導入された時点では、誰も空き部屋マッチングサービスのエアビーアンドビー、ウーバー、料理宅配のドアダッシュといったアプリの出現を予想できなかったとの答えがしばしば返ってくる。強気筋は、5Gのキラーアプリが出てくると言うが、それが何かは誰も知らない。

カメラが肝心：アップルは同社の携帯電話のカメラ機能の向上を誇ってきた。それらは実際、電話もできる高性能カメラであって、写真撮影もできる電話ではない。そしてどちらにしろ5Gは必要ない。特に、信頼のおけるWi-Fiネットワークを備えた自宅に多くの人が隔離されている環境では、無用の長物である。

忘却の中の四半期：アップルの4-6月期の業績はあらゆる予想を上回ったが、10月29日に予定される7-9月期の決算は悲惨な結果となる可能性がある。前年同期はiPhone 11出荷後の数週間と重なったが、今年はiPhone 12の発売が1カ月遅れたためである。ウォール街では多くの修正予想が出るだろう。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

9.

モルガン・スタンレー、イートン買収でファンド統廃合へ - Morgan Stanley
and Eaton Vance Could Prune Funds
顧客への影響は？

[ファンド]

■ 統廃合は投資家にとってマイナスか？



Simon Dawson/Bloomberg

金融コングロマリットが、ベンチマークを下回る運用成績のファンドマネジャーに寛容でないことはよく知られている。コスト削減が優先される合併直後においては、なおさらだ。

運用資産額が6650億ドルに及ぶ資産運用部門を擁するモルガン・スタンレー＜MS＞が運用資産5070億ドルのイートン・バンス＜EV＞を買収することに合意したとの10月8日の報道を受け、ファンドの統合や廃止が進むと予想される。このことは、ファンドを保有する投資家にとって悩みの種となる可能性がある。

大手株式調査会社CFRAにおいて上場投資信託（ETF）ならびにミューチュアルファンドのリサーチ責任者であるトッド・ローゼンブルース氏は、「合併や清算によるミューチュアルファンドの統廃合は資産運用会社に恩恵をもたらす。しかし、ファンドの統廃合は投資家にとって通常良いことではない。典型的な投資家は、実績と投資戦略によってファンドを選別する。統廃合によって戦略が変更されることがよくあり、投資家は（当初と）違った投資戦略のファンドに投資する結果となってしまう」と言う。

どれぐらいの数のファンドが統合あるいは清算されるかは運用戦略の重複具合による。買収に関するプレスリリースで、モルガン・スタンレーでインベストメント・マネジメント部門を率いるダン・シムコビッツ氏は「両社の事業には限定的な重複が見られるだけであり、長所を合わせて世界屈指の運用会社を構築したい」と述べた。

ローゼンブルース氏は、モルガン・スタンレーとイートン・バンスの合併に際して、ファンドの統合や清算といった方向では大きな変化は見られないだろうと付け加えた。背景として、モルガン・スタンレーの運用額上位2ファンドは、高格付け短期債ファンドと米国の大型成長株ファンドと全く戦略の異なるものであり、一方でイートン・バンスの投資戦略は地方債、ハイイールド債ならびに2016年に買収したカルバートのESG（環境、社会、ガバナンス）投資が知られていることが挙げられる。

モルガン・スタンレーの広報部門のローレン・ベルマーレ氏は、合併前にファンド統廃合について触れることはできないとした上で、以下の通り書面で回答した。「イートン・バンスは、個別口座運用の第一人者として提供している当社の伝統的なミューチュアルファンドのラインアップを含め、運用商品の隙間を埋めてくれるだろう。また、当社の債券運用プラットフォームを広げてくれる。概ね補完的な両社の業務内容を踏まえると、投資戦略の重複は限定的であろう。合併後の商品ラインアップについて評価することは時期尚早であるが、変更は最小限になると思われる」。

■ 戦略のラインアップ

Lining Up the Leaders

The two shops' largest funds are quite different, but dozens of smaller funds could be merged or shuttered.

Fund / Ticker	Morningstar Category	Total Assets (bil)	1-Yr Total Return	Total Return % Rank in Category
Morgan Stanley Ultra-Short Income Portfolio / MULSX	Ultrashort Bond	\$19.4	1.0%	84
Morgan Stanley Growth / MSEQX	Large Growth	15.9	114.6	2
Eaton Vance Atlanta Capital SMID-Cap / EISMV	Mid-Cap Growth	11.0	0.9	99
Eaton Vance Short Duration Government Income / EALDX	Short Government	8.1	2.3	76
Morgan Stanley Insight / CPODX	Large Growth	6.8	122.7	1
Eaton Vance Income Fund of Boston / EVIBX	High Yield Bond	6.3	3.1	60

Note: Returns through Oct. 13.

Source: Morningstar Direct

資産クラスの重複と商品の重複は別である。モーニングスターのファンド区分に基づく22のカテゴリにおいて、モルガン・スタンレーとイトン・バンス／カルバートのファンドが重複している。シェアクラスの重複や変額年金商品を除けば、170本の米国内ファンド、特に出遅れ株や超小型株戦略で統廃合の可能性がある。

両社のファンドを合わせたラインアップの中には、12本の米国大型成長株ファンドを擁することになる。最大のものは、159億ドルのモルガン・スタンレー成長株ファンドで、一方イトン・バンスの最大ファンドは50億ドルのカルバート株式ファンド<CSIEX>となる。前者はパフォーマンスがトップクラスの成績だ。後者はパフォーマンスでは出遅れているが、モルガン・スタンレーの戦略の中にはなくかつニーズがあるESG戦略であることから、両ファンドともに存続するだろう。

イトン・バンスの目玉はパラメトリック・カスタム・コア事業で、顧客ごとにオーダーメイドでインデックファンドに類似した個別運用口座を設定することができ、顧客にとって税務上極めて有利である。同社のパラメトリックはインデックス運用直接投資における先駆者であり、専門家の中には将来のトレンドを形成すると信じるものもいるようだ。であれば、古めかしい節税されたミューチュアルファンドを使い続ける意味はあるのだろうか。「パラメトリックによって、モルガン・スタンレーは上場投資信託（ETF）の世界をすっ飛ばして、直接投資によるインデックス運用の波に乗ろうとしているのではないか」とローゼンブルース氏は言う。両社ともに、上場投資信託（ETF）事業は大きくない。

イトン・バンスのファンドの投資家にとって最大の問題は、人気のない戦略のファンドについて

だろう。

イートン・バンズ子会社であるアトランタ・キャピタルは、運用資産額9億ドルのイートン・バンズ・アトランタ・キャピタル・セレクト株式ファンド<ESEAX>ならびに110億ドルのイートン・バンズ・アトランタ・キャピタル中小型株ファンド<EISMX>を運用しているが、同社はハイクオリティの成長株投資を運用スタイルとしており、現在のテクノロジー株主体の勢いのある上げ相場に後れを取っている。より積極的な成長株投資戦略でここ10年間において類似ファンドの中で上位2%の成績を上げている、運用資産額36億ドルのモルガン・スタンレー・ディスカバリー・ファンド<MPGEX>と比べると大きく後塵（こうじん）を拝している。とは言え、戦略の相違を考えるとファンドが統合されることになれば残念だ。

その他、両者の間でかなり重複が見られるモーニングスターの投資戦略のカテゴリーは、新興国市場株、外国大型株ミックス、世界大型株となる。合併後に状況が落ち着いたら、注目したい。

By Lewis Braham
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - An Analyst Plays Matchmaker With Chevron and Exxon あるアナリスト、シェブロンとエクソンの合併提案

[経済関連スケジュール]

■ 大胆提案も、実現可能性は低い

Tale of the Tape

By most measures, Chevron is far smaller than Exxon. But market caps have converged.

	▲ Chevron	Exxon Mobil
2019 Net Income (bil)	\$2.92	\$14.30
2019 Revenues (bil)	\$140.16	\$256
Earnings Per Share	(\$4.70)	\$1.68
Market Value (bil)	\$140	\$144.39
Price/Earnings Ratio	26.8	37.64

Sources: MarketWatch; Macrotrends

数週間前、大手エネルギー会社シェブロン<CVX>の時価総額は1420億ドルとなり、一時的に同業エクソンモービル<XOM>の1416億ドルを上回った。2020年初めにエクソンの時価総額が3000億ドル近くあったことを考えると驚くべきことだ。サンキー・リサーチのポール・サンキー氏は、シェブロンとエクソンが大型合併すべきだと主張している。同氏は、合併によってコスト削減や配当の調整が可能になると述べる。エクソンは、フリーキャッシュフローでカバーできていない配当についての議論に頭を悩ませている。両社とも合併に関してはコメントしていない。

新会社の時価総額は約3000億ドル、負債は約1000億ドルになるとサンキー氏は予想する。年間の営業キャッシュフローは約500億ドル、設備投資費は500億ドル、配当額は240億ドルとなる見通し

だ。合併により、一般管理費の削減（エクソンが110億ドル、シェブロンは40億ドルの削減）、さらに設備投資費は100億ドルの削減が可能だとする。さらに、低利率での借り入れ余力ができて財務基盤に柔軟性が生まれ、自社株買いが可能になるとも主張する。

エネルギー業界での合併は増えている。シェブロンは先日、独立系の石油、ガス探掘・開発会社ノーブル・エナジーの買収を完了し、同じく独立系のデボン・エナジー＜DVN＞はWPXエナジー＜WPX＞を買収する。サンキー氏は、すぐには石油需要が回復しない状況の中で、合併への関心が欠けているであろうことは認める。さらに他の課題もある。エクソンとシェブロンは、戦略的に異なる企業だ。エクソンは今年度の設備投資を減らしたが、需要が回復すれば生産を増やす必要があると考えており、競合と比較して開発プロジェクトへの投資金額が大きい。独占禁止法などの規制への対応も課題となるだろう。

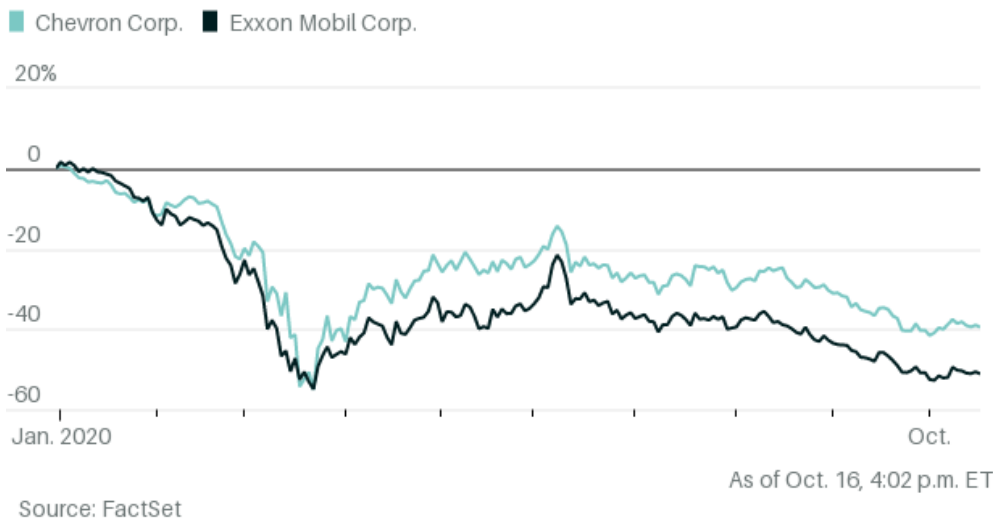
サンキー氏は、エクソンは、「環境に悪い企業ナンバー・ワンという最悪のブランドイメージ」を回復させる必要があると語る。同氏は、合併後の企業名はシェブロンとし、「徹底した二酸化炭素削減目標」を発表してはどうかと非常に大胆に提案する。

■ 今週の予定

Oil in a Rut

Chevron and Exxon Mobil's share prices have tracked the pandemic's effect on oil prices.

Chevron and Exxon Mobil Share Performance, Year to Date



10月19日（月）

・半導体開発用ソフトウェアのケイデンス・デザイン・システムズ＜CDNS＞、油田開発サービス会社ハリバートン＜HAL＞、IT大手IBM＜IBM＞、化学メーカーのPPGインダストリーズ＜PPG＞、銀行持ち株会社ザイオンズ・バンコプ＜ZION＞が四半期決算発表。

・全米住宅建設業協会（NAHB）が10月の住宅市場指数を発表。予想は83と、9月と同水準。9月の結果は、統計開始以来35年間で最高を記録した。

10月20日（火）

・軍事用航空機・宇宙関連機器大手のロッキード・マーチン＜LMT＞、動画配信大手のネットフリックス＜NFLX＞、大型トラックメーカーのパッカー＜PCAR＞、たばこ製造・販売のフィリップ・モリス・インターナショナル＜PM＞、日用品大手プロクター・アンド・ギャンブル（P&G）＜PG＞、

不動産投資信託（REIT）大手プロロジス＜PLD＞、モバイル向け画像・動画サイトのスナップ＜SNAP＞、半導体大手テキサス・インスツルメンツ＜TXN＞、損害保険持ち株会社トラベラーズ＜TRV＞が決算発表。

・9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147万戸（8月は142万戸）。住宅着工許可件数は153万件になる見込み（8月は148万件）。

10月21日（水）

・製薬大手アボット・ラボラトリーズ＜ABT＞、大手コネクター・メーカーのアンフェノール＜APH＞、油田サービス大手ベーカー・ヒューズ＜BKR＞、バイオ医薬品のバイオジェン＜BIIB＞、ファストフード・チェーンのチポトレ・メキシカン・グリル＜CMG＞、無線通信インフラ運営・リースのクラウン・キャッスル・インターナショナル＜CCI＞、大手鉄道貨物輸送会社のCSX＜CSX＞、医療機器メーカーのエドワーズ・ライフサイエンス＜EW＞、半導体関連会社ラムリサーチ＜LRCX＞、再生可能エネルギー大手のネクステラ・エナジー＜NEE＞、電気自動車メーカーのテスラ＜TSLA＞、科学関連サービス企業サーモ・フィッシャー・サイエンティフィック＜TMO＞、通信大手ベライゾン・コミュニケーションズ＜VZ＞が四半期決算発表。

・米連邦準備制度理事会（FRB）がベージュブック（地区連銀景況報告）を発表。12ある地区連銀が、各地区の経済状況を報告するもの。年間8回出されるうちの、今回は7回目。

10月22日（木）

・大統領選挙まで2週間を切り、トランプ大統領とバイデン前副大統領の最終討論会が、テネシー州ナッシュビルのベルmont大学で行われる。

・航空大手アメリカン航空グループ＜AAL＞、公益事業持ち株会社のアメリカン・エレクトリック・パワー＜AEP＞、通信大手AT&T＜T＞、金融サービス持ち株会社キャピタル・ワン・ファイナンシャル＜COF＞、飲料大手コカ・コーラ＜KO＞、計測装置および医療機器メーカーのダナハー＜DHR＞、化学品大手のダウ＜DOW＞、半導体大手インテル＜INTC＞、日用品メーカーのキンバリー・クラーク＜KMB＞、防衛大手のノースロップ・グラマン＜NOC＞、REITのSLグリーン・リアルティ＜SLG＞、サウスウエスト航空＜LUV＞、鉄道貨物大手ユニオン・パシフィック＜UNP＞、石油精製会社バレーロ・エナジー＜VLO＞が決算コンファレンスコールを開催。

・全米不動産協会（NAR）が9月の中古住宅販売件数を発表。エコノミストは、季節調整済み年率換算で640万戸と予想。8月は600万戸だったが、これは2006年後半以来で最高となり、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の影響を受けて落ち込んだ5月と比較すると50%以上増加。

・コンファレンス・ボードが9月の景気先行指数を発表。コンセンサス予想は前月比 0.7%の上昇の107.2。

10月23日（金）

・金融総合サービス大手アメリカン・エクスプレス＜AXP＞、工業製品メーカーのイリノイ・ツール・ワークス＜ITW＞が四半期決算発表。

・IHSマークイットが10月の購買担当者景況指数（PMI）を発表。コンセンサス予想は製造業PMIで55、サービス業PMIは55.2と、どちらも9月をやや上回る。

By Avi Salzman
(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』 2020/10/18

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

（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