

## THIS WEEK'S MAGAZINE Week of August 20

1. **Blockchain Is Starting to Show Real Promise Amid the Hype** 変革→ P.2 【ブロックチェーン】  
ブロックチェーンの現実への応用
2. **State Street Appears Poised to Turn a Corner** 転換点→ P.5 【ステート・ストリート】  
売られ過ぎたステート・ストリート株、数カ月後の反発に期待
3. **The Two Biggest Risks Facing the Market Today** 市場の2大リスク→ P.8 【インタビュー】  
政治リスクと金利上昇リスクに注意
4. **Where the Bond Market's Next Big Problem Could Start** 債券が抱える課題→ P.10 【債券】  
債券市場の次の火種はどこにあるか
5. **Up And Down Wall Street** 米国株が世界を牛耳る理由→ P.13 【コラム】  
暴落した仮想通貨の今後、米国株アウトパフォームの要因
6. **Trump's Disclosure Idea Would Take Investors to a Dark Place** 不透明化→ P.15 【企業開示】  
上場企業の四半期報告義務の見直しを求めるトランプ大統領発言への懸念
7. **The Trader** 最長になりそうな強気相場はどこまで続くのか→ P.16 【米国株式市場】  
トルコ懸念を織り込んで上昇。CEO 辞任の株価に与えるリスク
8. **Joel Greenblatt Mixes Active and Passive In the Same Fund** 運用戦略→ P.19 【ファンド】  
同一ファンドでアクティブ運用とパッシブ運用
9. **The Merits of Musk** イーロン・マスク氏の功績→ P.21 【ハイテク】  
ツイッター発言は勇み足、テスラは年内黒字化の可能性
10. **Preview** 今週の予定→ P.22 【経済関連スケジュール】  
FANG 銘柄の輝きはいつまで続くか

※ 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 © 2018 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

## 1. Blockchain Is Starting to Show Real Promise Amid the Hype 変革【ブロックチェーン】 ブロックチェーンの現実への応用

### ■ 実際の事業への応用を模索

ブロックチェーンは、従来はビットコインと結び付いていたが、今や貿易金融、ビデオゲーム、旅行保険、ダイヤモンド採掘の効率化などに使われている。

IBM (IBM) でブロックチェーン・プロジェクトを率いるマリー・ウィーク氏は「インターネットがコミュニケーションを変化させたのと同様に、ブロックチェーンが社会を変革するとみている」と語る。



ブロックチェーンの特徴は、情報を束ね、暗号によって情報を保護し、参加者のコンピューターに情報を保存するソフトウェアによって実行されるデータベースであることだ。また、一元的な仲介機能を介さずに参加者同士の情報交換が可能で、結果的により早くより安価な取引ができる。

ブロックチェーンは現在、主にコンソーシアムを通じて成長している。コンソーシアムによって、企業はソフトウェア開発費用を共同で負担し、互いに互換性のあるシステムを構築できる。ブロックチェーンに関する取り組みでは、いまだに紙や時代遅れのテクノロジーを使っている事業プロセスを標準化する方法や、信頼性が問題となっている産業においてギャップを埋める方法を明らかにしている。

調査会社ガートナーは、ブロックチェーンが2018年に50億ドル相当の事業価値を生み出すと推定している。その後の伸びは緩やかだが、ある時点で急速に成長し、2030年には3兆1000億ドルを上回るという。

投資家にとって、ブロックチェーンに直接投資する手段は限られている。アンプリファイ・トランスフォーメーション・データ・シェアリング (BLOK)、リアリティー・シェアーズ NASDAQ ネクストジェン・エコノミー (BLCN)、イノベーション・シェアーズネクストジェン・プロトコル (KOIN) などの幾つかの上場投資信託 (ETF) が登場しているが、ブロックチェーンへのエクスポージャーは非常に小さい。

### ■ まだニッチ分野での応用

大企業は、ブロックチェーン開発に多額を投資している。特に、IBM やマイクロソフト (MSFT) は大手だが、いずれも決算報告書でブロックチェーン関連売上高を公開していない。テクノロジーのトレンドを追っているウィンターグリーン・リサーチは、両社合わせてブロックチェーン市場の51%を支配し、昨年の売上高は7億600万ドルだったと推定している。

しかし、ブロックチェーンの初期の成功の幾つかは、大手ハイテク企業によるものではない。フランスの保険会社であるアクサ (CS.フランス) は、飛行機の旅客保険にブロックチェーンを利用している。旅客はフィジーと呼ばれるサービスを使って、いかなる理由にせよ飛行機が2時間以上遅れた場合に即座に保険金が支払われる保険を購入できる。

フィジーのこれまでの販売件数は約1万1000件だが、昨年の収入が986億ユーロに達するアクサの業績を、近い将来に大きく変化させるものではない。フィジーの生みの親であるローレント・ベニショー氏は、航空

会社が、このようなサービスを広く提供し始めると予想する。さらに、他の事象についても広く適用できる可能性があると考えており、「天気予報や汚染にも適用可能だ。公開データがあれば、フィジーを応用できる」と語る。

*“This technology threatens profit margins across the board,” contends Brian Beblendorf, the executive director of Hyperledger.*

インドでは、零細企業が請求書の支払いをより早く受け取る手段を模索している。企業が単一の請求書を使って複数の銀行から融資を獲得する可能性があるため、以前から金融機関はこの種の融資に慎重だった。米国企業のマネタゴは、請求書を記録し、それが融資獲得に使われたか否かを記録するブロックチェーン・ソフトウェアを設計した。ブロックチェーンは、関連する企業の競争力を毀損（きそん）するような詳細を開示せず取引を記録する。このプロジェクトは3月から実行されており、同社最高経営責任者（CEO）はインドで年間約2000万ドルを稼げると予想している。

■ 業界大手や仲介業者による応用

ブロックチェーンに最も多額を投資しているのは、往々にして業界における中心的企業であり、そのうちの数社はブロックチェーンによって排除されるはずの仲介業者とみなされている。

委任状業界における大手企業のブロードリッジ・フィナンシャル・ソリューションズ（BR）は、ブロックチェーンに約1億5000万ドルを費やし、スペインのサンタンデル銀行の年次株主総会においてブロックチェーンを委任状管理に利用した。ナスダックは、非公開企業の株式移転などにブロックチェーンを利用している。

オーストラリア証券取引所は昨年、ブロックチェーンを使って株式決済システムを再構築すると決定し、他の取引所も追随する可能性がある。豪証取は、2020年または2021年に新システムが稼働すれば、現在の2日後よりも早く決済ができる可能性があると述べている。

米国では、証券保管振替機関であるDTCCが、年間で1500万件のデリバティブ取引を記録するために、ブロックチェーンベースのシステムを構築している。第1段階は来年上半期に稼働すると予想されている。ただし現時点のブロックチェーン技術には、1日に1億件に達する取引件数を処理できる能力はない。

大手銀行は、ブロックチェーンを他の手段で模索している。非公開企業のR3は、シンジケートローンを取引できるソフトウェアを構築した。

JPモルガン・チェース（JPM）は、公開ブロックチェーンであるイーサリアムを利用したソフトウェアを自社開発した。目的は金融取引におけるペーパーワークの削減とタイムラグの解消だ。

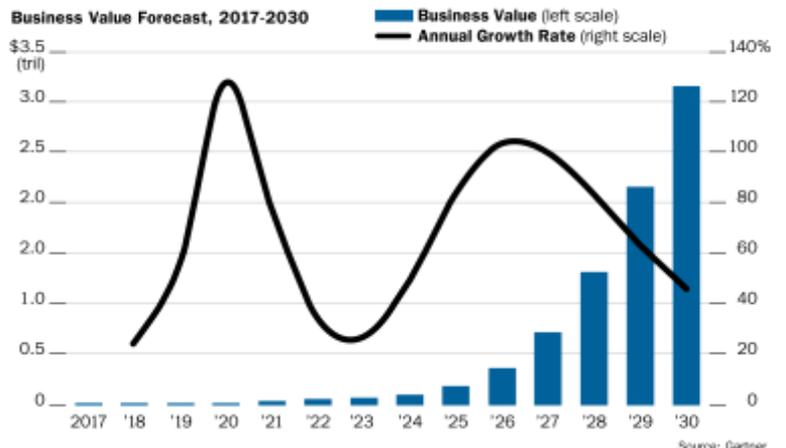
■ IBMが中心的な役割を目指す

しかし、多くのブロックチェーン・プロジェクトがどのように一体となって機能するかは、依然として謎だ。コロンビア大学フィンテック・プログラムのディレクターであるR.A.ファロクニア氏は、インターネットのスイッチを作ったネットワーク機器大手のシスコシステムズ（CSCO）を挙げて、ブロックチェーンには同社のような存在が必要だと語る。

IBMは、これらのパートナーシップの中心になることを望んでいる。銀行業界でIBMが取り組んでいる最も野心的なプロジェクトの一つが、欧州の貿易金融コンソーシアムのwe.tradeである。we.tradeでは、条件が満たされればリアルタイムで貿易金融が決済可能だ。ただ、単一のプラットフォームが支配的になる保証はなく、英金融大手HSBCはR3が開発したブロックチェーンであるコーダを利用して貿易金融を処理しており、英金融大手パークレイズも別のスタートアップ企業と組んで取引を完了している。

Slow Ramp-Up, Big Payoff

Blockchain's big promise is still a ways off, but researchers at Gartner think its value to businesses will grow to more than \$3 trillion by 2030.



長期的には、紙やエクセル、さらには互換性のないコンピューター・システムで取引が追跡されているサプライチェーンに最大の機会が存在する可能性がある。デンマークの海運会社である A.P.モラー・マースク (AMKBY) は IBM と協力して、船積み書類を標準化かつデジタル化し、ブロックチェーン・データベースに格納するプロジェクトに取り組んでいる。

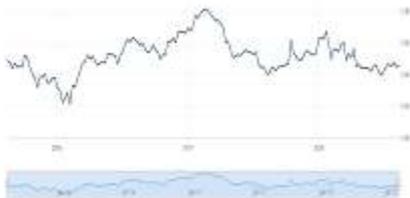
食品のサプライチェーンも、食品の産地特定が数日を要する場合もあるため、ブロックチェーンにとって魅力的な標的だ。小売り最大手のウォルマート (WMT)、スイス食品大手のネスレ (NSRGY)、果物・野菜を扱うドール・フードなどの食品関連会社は、IBM と協力して食品のサプライチェーンをブロックチェーンに記録するプラットフォーム構築に取り組んでいる。現在は 50 品目を追跡しており、スーパーが取り扱う全商品のわずか一部ではあるが、ソフトウェアの実現性に関する感触を得るには十分だ。

IBM は同ソフトウェアを今後数週間で一般に販売できると予想している。製品は、クラウドのサブスクリプション・サービスとしてパッケージ化されており、企業の規模に応じた課金体系を採用する。売上高が 5000 万ドルの企業では月間 100 ドル、大企業向けの使用料は最大 1 万ドルだ。

非営利団体としてブロックチェーンの技術標準を開発しているエンタープライズ・イーサリアム・アライアンスは、より多くの小規模事業者の参加を望んでいる。

英蘭石油大手のロイヤル・ダッチ・シェル (RDSA) などのリスク回避志向の企業もエンタープライズ・イーサリアム・アライアンスのメンバーだが、同アライアンスには暗号通貨関連のメンバーもいる。大手石油会社が暗号通貨を近い将来に発行することはない見込みだが、同アライアンスはそのような企業と、オープンソース製品の開発者とを結び付けている。

International Business Machines Corp. (IBM)



Amplify Transformational Data Sharing ETF (BLOK)



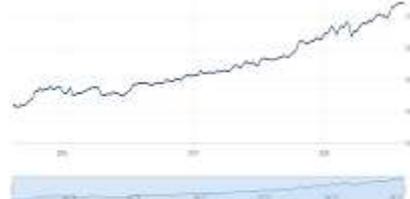
Nasdaq NexGen Economy ETF (BLCN)



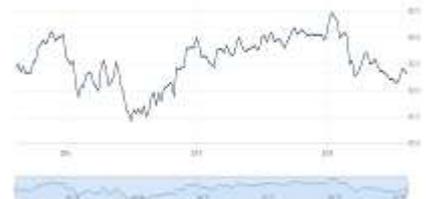
Innovation Shares NextGen Protocol ETF (KOIN)



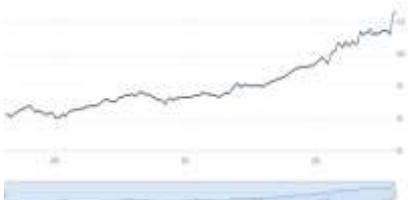
Microsoft Corp. (MSFT)



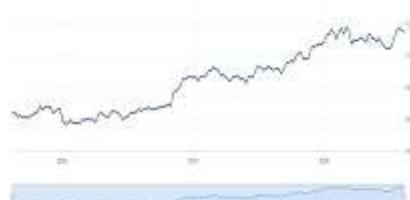
AXA S.A. (CS. フランス)



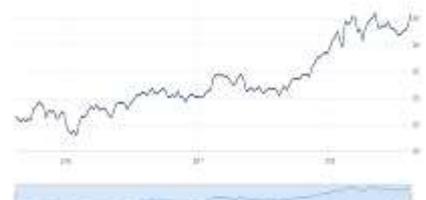
Broadridge Financial Solutions Inc.(BR)



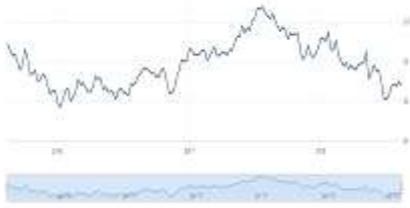
JPMorgan Chase & Co. (JPM)



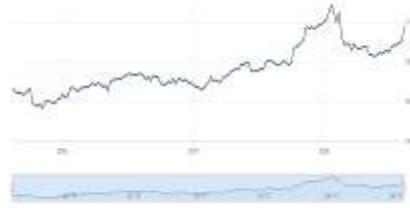
Cisco Systems Inc. (CSCO)



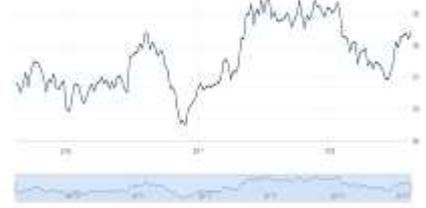
A.P. Moeller-Maersk A/S ADR  
(AMKBY)



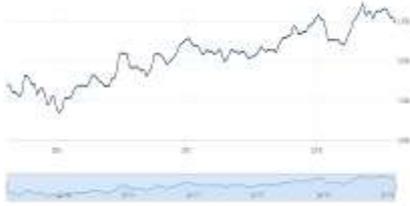
Walmart Inc. (WMT)



Nestle S.A. ADR (NSRGY)



Royal Dutch Shell PLC A (RDSA)



チャートは3年  
(BLOK、BLCN、KOINは1年)

By AVI SALZMAN  
(Source: Dow Jones)

## 2. State Street Appears Poised to Turn a Corner 転換点 【ステート・ストリート】 売られ過ぎたステート・ストリート株、数カ月後の反発に期待

### ■ チャールズ・リバーの買収で株価が急落

カストディアン（資産管理金融機関）大手の米ステート・ストリート（STT）はウォール街に「Fearless Girl（恐れを知らぬ少女）」像を設置したことで注目を集めた。同社株に投資するのにそこまでの勇氣は必要ないだろう。

現在の価格は 84.21 ドル、年初来では 14% 下落と、パフォーマンスは大手銀の中で最も悪い。同社が投資データ分析ソフトウェアを手掛けるチャールズ・リバー・デベロップメントを 26 億ドルで買収すると発表して以来、投資家は懸念を募らせてきた。



7月20日に発表されたその買収の資金調達のために、STTは11億5000万ドル相当の株式を発行し、年内の自社株買い計画を中止にした。買収額はチャールズ・リバーの2017年の売上高の8倍、2018年の予想利益の18倍で、決して割安ではなかった。

それでもSTT株は売られ過ぎたようだ。STTの株価収益率（PER）は大手銀の中では低い方で、そのカストディアン・サービスと資産運用を柱とする手数料型ビジネスモデルは魅力的だ。同社株は現在、2018年の予想1株当たり利益（EPS）7.58ドルの11倍、2019年予想EPS8.19ドルの10倍で取引されている。配当利回りは2.2%。

同社は総管理資産 33 兆 9000 億ドルの世界最大のカストディアンとして第 2 四半期を終えた。また、2 兆 7000 億ドルの資産を主にパッシブ戦略で運用する世界第 3 位の投資運用会社でもあり、ブラックロック（BLK）とバンガード・グループに次ぐ米国第 3 位の上場投資信託（ETF）運用会社でもある。STT では総収入に占める手数料の割合が 80% 近くとかなり高くなっている。これに対して地方銀行の平均は 35%、JP モルガン・チェース（JPM）は約 50% である。融資残高は総資産のわずか 10% に相当する 240 億ドルで、信用リスクも低い。

第2四半期決算も好調だった。EPSは23%増の1.88ドル、株主資本利益率（ROE）も14.7%と非常に高かった。今年の営業利益は前年比18%増と予想されている。

STTのジェイ・フリー最高経営責任者（CEO）は本誌の取材に応じ、「投資家はチャールズ・リバーがもたらしてくれた好機を十分に理解していない。それにはしばらくかかるだろう。顧客は大いに満足している」と述べた。

チャールズ・リバーは株や債券の注文執行システム、リスク管理ソフトを提供している。フリーCEOは7月20日、チャールズ・リバーの技術とSTTのバックオフィス機能が統合されることで、投資運用マネジャーは「ワンタッチでより多くのこと」ができるようになると述べた。同社によるとその買収の効果で2020年のEPSは増加するという。

年末に引退するフリーCEOにとってその買収は最後の大きな賭けとなった。STTに来て丸3年のロン・オハンリー社長兼最高執行責任者（COO）がその後任となる。オハンリー氏はかつてフィデリティ・インベストメンツ、カストディアンとしてSTTと競合するバンク・オブ・ニューヨーク・メロン（BK）でも上級管理職に就いていた。

### ■ 強気理由はバリュエーションの低さと確定年金のような収益源

投資家をいら立たせたのはSTTの時価総額の約8%に相当するその買収額と自社株買い計画の中止だった。ウェルズ・ファーゴの銀行担当アナリスト、マイケル・メイヨー氏によると、STTが3月31日までの9カ月間に10億ドル以上を費やして平均約98ドルで自社株を買い戻したにもかかわらず、7月の終わりには買収資金の一部、11億5000万ドルを調達するために約87ドルで株式を売却したことに投資家は不満を抱いているという。

メイヨー氏は顧客向けのノートで「STTにはいら立っている既存の投資家をなだめ、アクティビスト（物言う株主）が戻ってくるのを避けるためにも説明すべきことがまだたくさんある」と記している。

ネルソン・ペルツ氏が率いるアクティビスト投資会社、トライアン・パートナーズは2010年にSTT株を購入し、翌年には資産運用部門であるステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズのスピンオフの可能性を含む株主の投資利益改善案を提示した。トライアンは2013年にSTT株を売却した。

それでも同社株に強気なメイヨー氏は、その理由としてバリュエーションの低さと確定年金のような収益源を挙げた。同氏は最近、STT株の目標株価を120ドルから105ドルに引き下げたが、投資判断は「アウトパフォーム」としている。

エバーコアISIのアナリスト、グレン・ショア氏もカストディアン部門の顧客への証券貸借事業と外国為替事業を強化するという2010年代初めの戦略が奏功したことを指摘し、STTを辛抱強く見守りたいと考えている。同氏によるとSTTはプライベート・エクイティ、ヘッジファンドといった急成長資産クラスにカストディアンサービスを提供することに関しても成功してきたという。

## State Street

(STT/NYSE) Weekly close on August 16



Source: Dow Jones Market Data

Cry Me a River

State Street's stock slid after a deal for Charles River Development. But a low valuation makes it attractive.

ところが当初は首位だった ETF 市場では、その立場をうまく生かせず、ブラックロックやバンガードに着実にシェアを奪われてきた。

カストディ市場は大手 4 社 (STT、バンク・オブ・ニューヨーク、JP モルガン、シティグループ) の寡占となっている。それはリターンが大きく、参入障壁が高く、顧客との結び付きが強いニッチ産業だ。しかし、手数料率は過去 20 年間で約 50% も低下し、現在は資産の 0.02% となっているため、メイヨー氏は「世界最悪の寡占」と評している。大口顧客の奪い合いも起きており、STT は昨年、ブラックロックの 1 兆ドル規模のカストディ事業を JP モルガンに奪われたが、今年に入って 1 兆 5000 億ドル規模にもなる新規顧客を獲得してきたという。

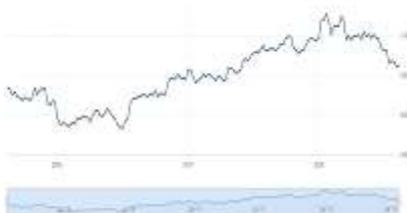
STT がペナルティーボックスから出られるのは、投資家がチャールズ・リバーの買収に納得し、自社株買いの再開に期待し始める数カ月後になるだろう。STT は 2019 年上期に最大 6 億ドル規模の自社株買い実施を目指していると明かした。

こうしたこと全てにバリュエーションが低いことを加味すると、投資家は STT 株のカストディアンになりたいと考えるかもしれない。

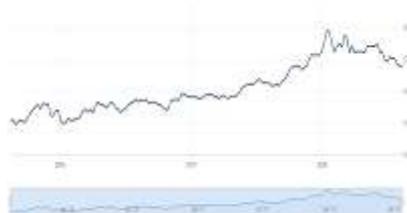
Company/Ticker	Recent Price	Market Value (bil)	YTD Change	2018E EPS	2019E EPS	2018E P/E	2019E P/E	Dividend Yield	Custody Assets (tril)
State Street / STT	\$84.21	\$32.0	-14%	\$7.58	\$8.19	11.1	10.3	2.2%	\$33.9
Bank of New York Mellon / BK	51.52	51.5	-4	4.19	4.49	12.3	11.5	2.2	33.6
Citigroup / C	69.56	175.1	-7	6.56	7.47	10.6	9.3	2.6	17.7
JPMorgan Chase / JPM	114.77	385.7	7	9.16	9.88	12.5	11.6	2.0	24.2
Northern Trust / NTRS	107.66	24.0	8	6.63	7.19	16.2	15.0	2.0	7.5

E= Estimate  
Sources: Bloomberg; Credit Suisse

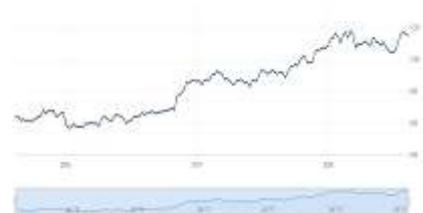
State Street Corp. (STT)



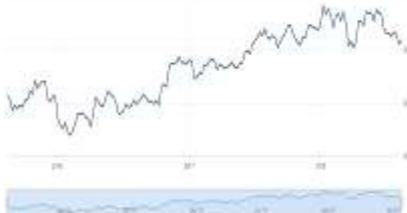
BlackRock Inc. (BLK)



JPMorgan Chase & Co. (JPM)



Bank of New York Mellon Corp. (BK)



チャートは 3 年

By ANDREW BARY  
(Source: Dow Jones)

### 3. The Two Biggest Risks Facing the Market Today 市場の2大リスク 【インタビュー】 政治リスクと金利上昇リスクに注意

#### ■ ポピュリズムの高まりを懸念

ルパール・バンサーリー氏は常にリスクを探している。アリエル・インベストメンツで海外・グローバル株式戦略の最高投資責任者（CIO）として60億ドルを運用する同氏は、業界トレンドと政治・経済動向を結び付けるアプローチを用いて、誤った想定に基づいて評価されている人気銘柄や、過小評価されている不人気銘柄を発見してきた。このアプローチに基づき、1990年代にはタイ・パーツへのエクスポージャーをヘッジしてアジア通貨危機から顧客の資産を守り、2000年代初めにはスペインの人気銘柄を回避し、2006年には米国の銀行株を売却した。今回のインタビューでは、投資家が無視しているリスク、アップル（AAPL）が抱える問題、中国が直面する危機について話を聞いた。



本誌：現在の市場が直面している最大のリスクは？

バンサーリー氏：政治リスクだ。株価に影響する経済政策に政治リスクが表れる。ポピュリズム（大衆迎合主義）の波が世界を飲み込んでいる。メキシコではポピュリストの大統領が誕生し、米国でもポピュリズムが高まっている。英国では、労働党のコービン党首によるポピュリズム的なブレグジット（英国の欧州連合＝EU＝離脱）推進路線への支持が強まっている。こうした政治体制の変化が通貨戦争の原因となり、現在は貿易戦争を引き起こしている。

金利上昇もリスクの一つだ。株式市場は債券市場に手掛かりを見いだす必要がある。2007年当時、経済ニュースは総じて強気で、コモディティ（商品）や経済指標も好調だったが、債券市場、特にハイイールド債市場は危険信号を発していた。

Q：現在の債券市場はどんな信号を発しているか？

A：米国の短期金利は急速に上昇しており、6カ月物米国債利回りは今や2%を上回る。米連邦準備制度理事会（FRB）は利上げを継続するとみられ、トランプ大統領にも止めることはできない。金利上昇によって不良債権やデフォルト（債務不履行）が増加すれば、スプレッドが拡大する。転換点に達した時点でジャンク債が下落し、株式が後に続くだろう。

#### ■ 中国にはネガティブな見方を取る

Q：中国は米国との貿易戦争や膨大な債務を抱え、独裁体制にある。これは懸念すべきことか？

A：中国に対しては常にネガティブな見方を取っている。最近の国家主席の任期撤廃は、これ以上ないほどに独裁的な動きだ。中国ではかつて投資ブームが発生し、現在は過剰な公的債務と生産能力を抱える。日本が戦後の復興期を経て陥った状況と同じだ。投資の縮小は経済成長を損なうため、中国は財政刺激を続けている。独裁体制と外貨準備によって時間を稼いでいるが、債務の削減には混乱が伴うだろう。

Q：あなたのファンドの国別ポジションでは、中国が最大の国の一つだが？

A：多額の現金を保有する企業に投資することで、リスクを可能な限り削減するように努めている。例えば通信会社チャイナ・モバイル（中国移動通信、CHL）は約600億ドルのネットキャッシュと預金を保有し、株価が極めて割安だ。政府が同社に値下げを要求しているため、多額の利益を上げることを認められていないと誤解されている。しかし、同社の契約者数は8億人で、米国の携帯電話契約者数の4倍だ。市場シェアは60%で、同社が値下げすれば競合他社も値下げを強いられる。従って、人々が悪材料と捉えている政府介入こそが好材料だと考えている。競合他社はチャイナ・モバイルに決して追い付くことができず、政府は同社による独占を支援している。

■ アップルには投資すべきでない

Q：投資すべきでない銘柄は何か？

A：アップルだ。予想株価収益率（PER）は16倍で、他のハイテク銘柄に比べて割安だと思われる。しかし、アップルはハイテク企業ではなく、消費者向け家電メーカーだ。また、競争優位を失いつつある点にも注意が必要だ。2009年の発売当初、iPhone（アイフォーン）は革命的な存在だった。それから約10年が過ぎ、iPhone X（アイフォーン・テン）は商業的に失敗した。消費者は段階的なアップグレードに価値を見いだしていない。アップルはハイエンドな製品に見合う差別化ができていない。

Q：市場関係者の見方はあなたと違うようだが？

A：強気派によれば、米国市場は既に成熟しており、新興国市場に大きな成長機会があるという。だが、新興国市場にとって iPhone の価格は高過ぎる。競合他社は非常に競争力のある価格で良質な製品を販売している。アップルは売り上げが不振でも、大規模な自社株買いによって1株当たり利益（EPS）を押し上げている。かつての複合企業ゼネラル・エレクトリック（GE）と同じだ。

Q：アップルの空売りを推奨するか？

A：空売りにはもっと適した銘柄が存在する。アップルは依然としてネットキャッシュの状態にある。空売りをするときには、その銘柄が下落することだけでなく、下落するタイミングも把握していなければならない。

■ トルコの危機が新興国市場にとって意味するもの

Q：最近の新興国市場では債務が大きな問題になっている。トルコの金融危機についてどう考えるか？

A：外貨建て債務を再編しない限り、トルコ企業はデフォルトとなる可能性が高い。原油価格の上昇とドル高によって、トルコでは間もなく年間1000億ドルの資金調達が必要になる。エルドアン大統領らの経済政策が原因で、民間の資本市場から資金を調達する道は閉ざされてしまった。国際通貨基金（IMF）の救済を求めるのが自然だが、大統領はこれを拒否している。緊縮財政プログラムを実施し、財政赤字、貿易赤字や外貨建て債務を削減する以外に道はないが、成長政策を掲げる大統領にとっては受け入れ難いだろう。

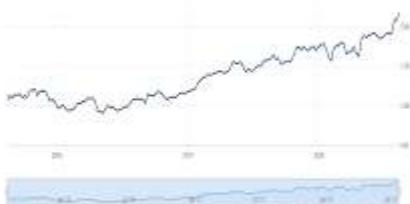
Q：このことが新興国市場にとって意味するのは？

A：市場の底には全く近づいていないということだ。リスク上昇によって、新興国市場のバリュエーションは大幅に低下するとみられるが、投資家は成長見込みの高さに魅了されている。成長が期待外れとなり、リスクが再び表面化すれば、トルコと同様に売りが集中するだろう。当社は2016年第1四半期の時点でトルコの株式を売却した。

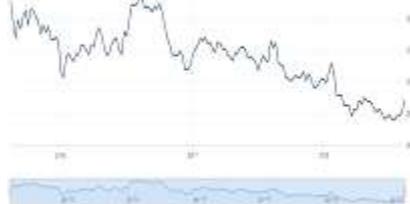
Q：推奨銘柄は？

A：任天堂（7974）だ。家庭用ゲーム機「ニンテンドースイッチ」の成長ポテンシャルが過小評価されている。新興国でブロードバンドが拡大すれば、自社のゲーミング・プラットフォームからサブスクリプション形式でゲームをダウンロードさせることができ、海賊版対策や新市場の開拓に役立つ。また、同社はソニー（6758）やマイクロソフト（MSFT）と異なり、大部分のゲームソフトを自社開発しているため、利益を分け合う必要がない。従来のモバイル戦略には失望していたが、新社長の古川氏はモバイル戦略に対してかなり積極的だ。うまくいけば大きな成長分野となるだろう。

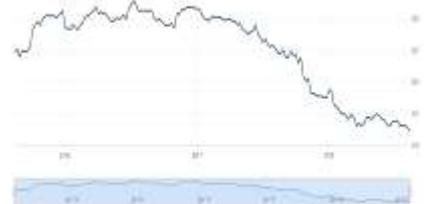
Apple Inc. (AAPL)



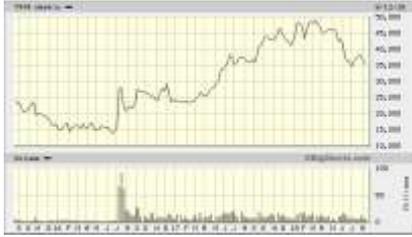
China Mobile Ltd. ADR (CHL)



General Electric Co. (GE)



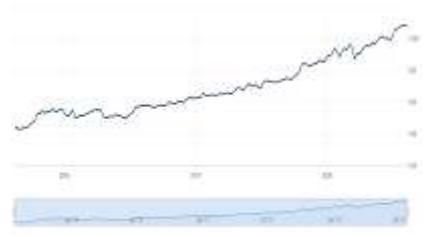
任天堂(7974)



ソニー(6758)



Microsoft Corp. (MSFT)



チャートは3年

By RESHMA KAPADIA  
(Source: Dow Jones)

#### 4. Where the Bond Market's Next Big Problem Could Start 債券が抱える課題 【債券】 債券市場の次の火種はどこにあるか

##### ■ 投資適格債の中でもトリプル B 格社債が急増

米国企業の借り入れの大幅増加を受けて、今や投資適格社債市場は古い森に似てきた。古い森には、火が付く材料となる朽ちた葉っぱなどが大量に積もり、落雷などの火種があれば大規模な火事に発展する土壌ができています。投資適格債の中でも BBB (トリプル B) はジャンク債の 1 段階上にすぎず、このように質が低い債券の発行は過去 10 年間劇的に増加し、さながら森の地面の朽木の堆積にも似ている。トリプル B 格債の発行残高は 2008 年の約 7000 億ドルから急増し、現在約 3 兆ドルとなっている。



火種はどこにあるか？ 次の景気後退の到来だろう。10 年近くも景気拡大が続き、過去最高の M&A (合併・買収) 活動が行われてきたため、景気後退はまだまだ先だとは主張し難い。そうなれば信用格付けは引き下げられ、トリプル B 格債は売り込まれる可能性があり、多くはジャンク債に転落する。ジャンク債市場は新たなジャンク債の発生を受けて吸収しきれず、価格が暴落する可能性がある。

投資家はこのリスクに対して適切な報酬を得ていない。リスクが高まっているにもかかわらず、トリプル B 格債の利回りは 4.3% で、信用力の高い A 格債の 3.7% に対するスプレッドはわずか 60 ベーシスポイント (bp) だ。従って、借り入れが多い企業の債券の保有を減らすべきだ。なお、ハイイールド債は以前より株式の代替とみられており、ハイイールド債の利回りが大幅に上昇した場合は、株式市場からの資金が流れ込む可能性もある。

##### ■ トリプル B 格でレバレッジ比率の高い企業には要注意

トリプル B 社債発行体の中でも、通信大手の AT&T (T)、複合企業ユニテッド・テクノロジーズ (UTX)、家庭用品のラバーメイドなどの多くのブランドを保有するニューウェル・ブランズ (NWL) などは、企業買収のために負債を増やしてきた。特にメディア大手タイム・ワーナー (TWX) の買収を完了した後の AT&T の負債額は約 1900 億ドルに達している。トリプル B 格の企業は、不意の景気鈍化によって利益の成長が阻まれ、負債返済が困難になる可能性がある。

調査会社マクロメイブンズのステファニー・ポムボイ氏は「火口 (ほくち) が至るところにばらまかれているため、大規模な火事になるのに時間はかからない」と警告している。

今や、約 6 兆ドルの投資適格債のうち、トリプル B 格債が約半分を占める。金融危機の最中の 2008 年には 3 分の 1 以下だった。トリプル B 格債が増えただけでなく、リスクも一層高まっている。負債額を利払い・

税引き・償却前利益（EBITDA）で除した値はトリプル B 格債では 3.2 倍になっている。2007 年は 2.1 倍だった。EBITDA の 5 倍以上の負債を抱える企業の割合も過去最高だ。企業は異常に低い金利を利用して、投資、買収、自社株買いのため負債を増やしてきた。レバレッジ比率が高まり、信用の質が低下し、至るところで過剰感が高まっている。

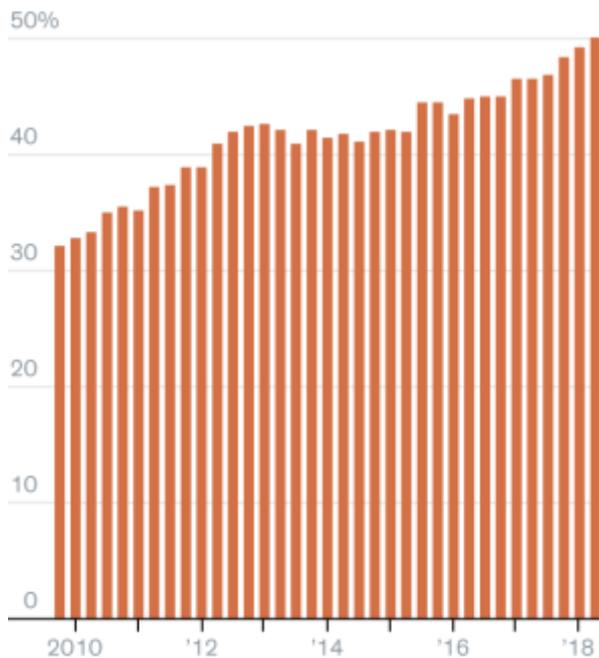
モルガン・スタンレーの米国クレジット戦略部門の責任者のアダム・リッチモンド氏は「実際に問題が生じるまでレバレッジ比率は何年間も高止まりすることがある」と述べている。同氏によると、米連邦準備制度理事会（FRB）の金融引き締め、信用状況の悪化、経済成長の鈍化の順に問題が悪化していくが、景気サイクル変化のための材料がそろっているため、「信用の世界にファンダメンタルズ的な困難が生じるのは 6～12 カ月後だ」という。カナダの投資会社、グラスキン・シェフのデービッド・ローゼンバーク氏は「景気拡大に残された時間はせいぜい 12 カ月だ。流動性は景気拡大期には親友だが、景気後退になると非常に臆病になる」と述べている。

■ 信用のほころびはどこから生じるか

信用のほころびは、複数の場所から始まることもある。M&A 目的の負債の場合は、経営陣の負債返済計画に基づいて格付けされることが多いが、計画が障害にぶつかることもある。格付け機関が格下げや見直しの検討を始めるまでに時間はかからない。もし、格付けの基準としてレバレッジ比率を適用してトリプル B 債を再分類したなら、投資適格債インデックスの約 28% はジャンク債になるはずだと、ルーミス・セイレス・ボンド・ファンドのダン・ファス氏は述べる。次の景気後退が到来すれば、企業が投機的な格付けに陥るリスクが高まっている。

On the Verge of Junk

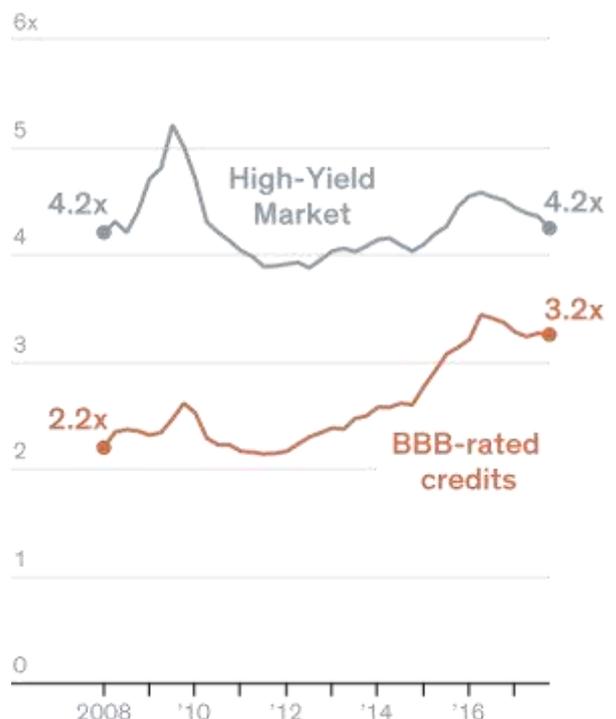
Triple-B-rated debt as a percentage of investment-grade bonds outstanding by dollar volume`



Source: Bloomberg, Gluskin Sheff

Rising Risk

Leverage, as measured by debt divided by annual average earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization has sharply increased over the past 10 years, while high yield leverage has remained relatively stable



Source: JPMorgan

ムーディーズ・インベスターズ・サービスのマリアローザ・ベルデ氏は「通常 Baa (S&P の BBB に相当) からの格下げの割合は年間 5%程度だが、景気後退時には 10%程度になる」と述べている。最近のレバレッジ比率の高さや負債を抱える企業の多さゆえに、次の景気後退期には格下げ企業の比率は 10%以上となる可能性がある」と危ぶむ声もある。

問題が生じる場所を予測するのも容易ではない。ニューウェル・ブランズは数多くの著名なブランドを保有しており、レバレッジは EBITDA の 4 倍を超える。今や取締役会にアクティビストが選出されており、一部事業は予想外に業績が悪化しており、計画通りの負債返済が不透明になっている。同社は投資家に、関税問題が年間 1 億ドルの負担になる可能性がある」と警告した。AT&T の負債額は 2018 年予想 EBITDA の 3.2 倍、ユナイテッド・テクノロジーは同 4 倍で、景気後退の際には格下げのリスクが高い。3 社の中で、AT&T のみが本誌に対してコメントしたが、AT&T のスポークスマンは、レバレッジ比率を 2019 年末までに調整後 EBITDA の 2.5 倍程度に引き下げる計画に自信を見せた。

### ■ トリプル B 格債の破綻の影響は他の資産にも広がる

トリプル B 格債が苦境に陥れば、その上下の区分の債券市場も悪影響を受ける上、株式市場やその他のリスク市場も苦境に陥る。また、ジャンク債市場の規模は 1 兆 2000 万ドル程度だが、トリプル B 格債はその 2 倍程度存在する。トリプル B 格債がジャンク債に流れ込んだ場合はジャンク債市場が膨れ上がる。特定の保険会社などはジャンク債の保有ができないため、強制的な売却も増えるだろう。現在格下げ後にジャンク債に分類された債券の比率はジャンク債市場の 10%程度だが、過去の中央値は 15.5%、2002~2003 年のピーク時は 32%だったため、過去に例がないほどの転落が生じる可能性がある。

信用逼迫（ひっぱく）時は、投資家は格付けの高い方へと移動したが、選択肢が限定される可能性がある」と、ネッド・デービス・リサーチ・グループのチーフ・グローバル・マクロ・ストラテジストのジョゼフ・カリシュ氏は指摘する。というのも、AA 格あるいは AAA-格の債券は、投資適格債全体の 10%程度しかないからだ。1999~2000 年には 20~25%だった。米国債という選択肢もあるが、1%ポイント以上低い利回りしか得られない。債券の世界で 1%ポイントの差は大きい。

現時点では、国内総生産（GDP）は年率 4%超の勢いで成長しており、米国企業の増益率は 20%超で、利上げが行われたとしても金利は低水準のため、リスクの高い債券はあまり問題視されていない。しかし、今後来るべき問題の兆候は既に表れている。投資適格債を代表するブルームバーグ・バークレイズ米国総合債券指数と米国債のスプレッドは 1 月の 85bp から 6 月には 125bp に急上昇した（その後 112bp に低下した）。

## At the Precipice

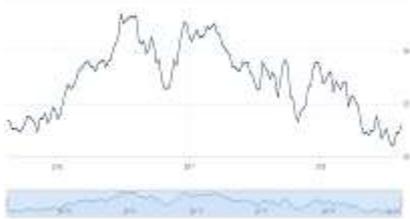
AT&T, United Technologies, and Newell Brands have all taken on substantial amounts of debt, raising the risk for credit downgrades.

Company/S&P-Moody's Corporate Ratings	Debt/Ebitda	Comment
AT&T/BBB/Baa2	3.5	With \$190 billion in debt and acquisitions of DirectTV and Time Warner, leverage is significantly higher; legacy AT&T revenue and margins are struggling, and there is integration risk.
United Technologies/A-*/Baa1	~4.0**	UTX is adding about \$15 billion in debt for its Rockwell Collins acquisition. Risks include cyclical businesses, merger integration, and activists who could push shareholder enhancements over debt reduction.
Newell Brands/BBB-/Baa3***	4.4	With activists on Newell's board and deterioration in two businesses, there is uncertainty about whether it can meet leverage reduction targets.

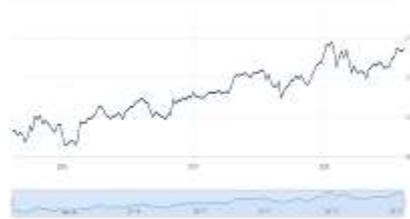
\*Most recent debt issue rated BBB+ by S&P \*\*Initial estimate post Rockwell Collins acquisition \*\*\*Under Moody's review for downgrade  
Sources: S&P Global Ratings; Moody's; Bloomberg; FactSet

債券の強気派は、米国企業は 2 兆 1000 億ドルもの膨大なキャッシュを保有しており、信用力にかかる圧力を緩和するだろうと指摘しがちだ。しかし、わずか 25 社がその半分以上の 1 兆 2000 億ドルを保有しているため、この 25 社を除くと状況はさほど明るくない。スタンダード・アンド・プアーズ (S&P) は最近、投資適格級の 450 社のキャッシュに対する負債の比率は、上位 1% の企業よりは投機的格付けの企業に似ていると指摘した。信用の質の低下は、景気後退に対処する能力が 2008 年の金融危機前よりも低下していることを意味すると、カリシュ氏は述べている。トリプル B 格債市場は過去最大に膨らんでおり、景気後退到来時に投資家が立ち向かうことになるリスクも過去最高になっている。

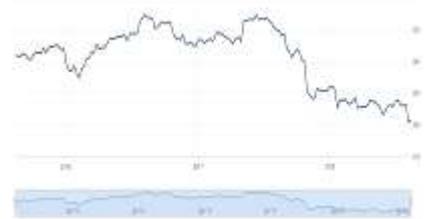
AT&T Inc. (T)



United Technologies Corp. (UTX)



Newell Brands Inc. (NWL)



チャートは 3 年

By VITO J. RACANELLI

(Source: Dow Jones)

## 5. Up And Down Wall Street 米国株が世界を牛耳る理由 暴落した仮想通貨の今後、米国株アウトパフォームの要因

【コラム】

### ■ 仮想通貨の行方

仮想通貨は今年に入って暴落した。調査会社のファンドストラットによると、その相場は昨年末から 70% 近く下落している。代表的な仮想通貨であるビットコインも昨年 12 月半ばに付けた 1 万 8675 ドルの高値から、6463 ドルと 3 分の 1 程度まで値崩れした (ブロックチェーンや仮想通貨について、詳しくは今週のカバーストーリーを参照)。仮想通貨市場の総資産は約 2000 億ドル。数百兆ドルとされる世界の投資総額に比べれば、依然としてたたくつぶされたハエのような薄っぺらさだ。



別に昨年 12 月のコラムで懐疑論を唱えた先見の明を勝ち誇っているわけではない。いや、そういう部分が全くないとは言わないが、筆者は決していわゆる“ノーコイナー”ではない。スラングのオンライン辞書である Urban Dictionary の定義によると、ノーコイナーとは「ビットコインを保有していない人。(社会主義者、弁護士、あるいはエコノミストなど) 詐欺だと思っていたがためにビットコインを安値で買うチャンスを逃し、悔しがっている人。その憂さ晴らしに『ビットコインは暴落する』と絶えずケチをつけ、保有者に八つ当たりしている人」。筆者は確かに仮想通貨を保有していないが、そんな敵意は持っていない。

やはりウォール街も動き始め、関連商品を売り出そうとしている。ところが最近、米証券取引委員会 (SEC) はビットコイン上場投資信託 (ETF) の販売許可に関する決定を 9 月 30 日まで先送りすることにした。許可が下りれば、仮想通貨は大きく値を上げる可能性が高い。さまざまな特徴や奇怪な名前を伴う各種仮想通貨 ETF が、いずれ追随することだろう。許可が下りなければ、ビットコインやイーサリアム、リップルその他は、さらなる下落に見舞われることになりそうだ。

残念なことに、仮想通貨の潜在価値の証明は、弱気相場あるいは景気後退が訪れないことには難しいかもし

れない。そんな状況は誰も望まないだろうが、市場に大きなストレスがかかって資金がビットコインに流れ込むとすれば、仮想通貨は価値の貯蔵手段たり得ることが証明される。今のところ、仮想通貨は交換媒体でもなければ、価値の尺度でもない。通貨の三つの基本機能をいずれも満たしておらず、ウォーレン・バフェット氏の「ビットコイン（購入）は投資にあらず」という言葉にならって「ビットコインは通貨にあらず」といえよう。

ノーコイナーならさらに舌鋒鋭く、「仮想通貨は模擬テストもパスできなかった」と主張するかもしれない。確かに、最近のリラ下落に伴う世界的な相場下落の間も仮想通貨は値を下げ続け、資金の逃避先にはなれなかった。金相場も世界的に下落したものの、震源地のトルコでは上昇した。そしてドルも買われたようだが、ビットコインはさえないままだった。

## ■ アメリカ例外主義

米国外の株式市場は今年、仮想通貨ほど下落したわけではないが、米国株には（一部では大きく）後れをとっている。メキシコとノルウェーを除けば、年初来の値動きを示す株価ボードが緑に染まっているのは米国くらい。世界的には下落を示す赤が目立つ。

MSCI 米国指数が今年に入って 6%上昇した一方、MSCI 全世界（米国除く）指数は 5%近く下落した（いずれもドルベース）。ドル高も一因ではあるものの、それだけで差を説明することはできない。現地通貨ベースでも、日本、中国、ドイツの主要株価指数はいずれも米国をアンダーパフォームしている。例えばドルベースで 10%下落したドイツの株式相場は、ユーロベースでも 5%下げている。

中国経済や欧州連合（EU）の一部の経済発展も目覚ましいが、米国株のアウトパフォームにはそれなりの理由がある。経済や企業利益の成長が他国に比べてはるかに底堅い、というグローバル投資家なら誰もが知っている事実だけではない。米国がグローバル企業の得意先であり続けていることも、株価パフォーマンスの差として表れている。個人投資家には分かりにくいかもしれないが、関税や貿易をめぐる緊張が高まる中、市場はこれを感じとっている。

「米国は今なお世界経済の音頭をとっている」。US トラストの市場戦略部門長であるジョセフ・キンラン氏は、このように指摘する。同氏は世界の 18 の主要株価指数（時価総額は世界市場全体の約 60%）について、各国企業の国別売上高を調べた。その結果、いずれの国（または地域）においても米国がトップ 3 に入っていることが判明した。

例えばユーロストック指数とドイツ株価（DAX）指数では、米国は構成企業の売上先のそれぞれ 19%と 22%を占め、最大となっている。DAX 指数ファンドを買うことはドイツ経済への投資のように思えるが、実はグローバル市場へのエクスポージャーの方が大きいのだ。

対照的に、米国は自立している。S&P500 指数構成企業の売上先の 62%は国内で、その次に大きい中国でも 5.5%。3%を超える国はほかにない。平たくいえば、急ピッチで成長するため、アメリカが世界を必要としている以上に、世界はアメリカを必要としている。

中国もおおむね自立している。MSCI 中国指数構成企業の売上先の 92%は国内で、米国は 2.2%にすぎない。それでも 3 位には大差をつけている。キンラン氏いわく、中国は米国と貿易でつながり、中間財や構成部品を頼っているだけに、米国の貿易戦争のターゲットとされたことが今年の株安の大きな要因になっている。ただし、譲歩を引き出そうとするトランプ大統領の高圧的な姿勢が、米国株のアウトパフォームに貢献し続けるとは限らない。貿易抑制の圧力が高まり、報復関税の応酬が果てしなく繰り返されるリスクもある。

長期投資で好成績を上げるにはリスク分散が欠かせない。キンラン氏の予想によると、今年下半期の世界経済は「そこそこ成長するが、上半期ほどではない。世界的な景気の同時拡大のピークは恐らく過ぎた」。しか

し短期的には逆転もあり得る。ビスポーク・インベストメント・グループのレポートによると、1984年以降、MSCI 米国指数のMSCI 全世界（米国除く）指数に対するリードが現在のように過去最高に達すると、3カ月後には常に米国指数がアンダーパフォームしている。1年後には米国指数が再び優勢となるのだが、米国株にはそれ以外にも強気派が過剰というマイナス材料がある。バンクオブアメリカ・メリルリンチの調査では、グローバルファンドのマネジャーによる米国株偏重は、2015年1月以来の高水準に達している。

資本は保護の手厚い場所へ向かうものだが、米国株式市場がいかに深く、強いとはいえ、テフロン加工が施されているわけではない。保護主義が制御不能なまでに進むことになれば、誰もが負け組となる。そしてキンラン氏は、その可能性は十分にあると考えている。

By VITO J. RACANELLI  
(Source: Dow Jones)

## 6. Trump's Disclosure Idea Would Take Investors to a Dark Place 不透明化【企業開示】 上場企業の四半期報告義務の見直しを求めるトランプ大統領発言への懸念

### ■ 四半期報告の廃止が引き起こす問題

トランプ米大統領は、透明性が必要以上に大切にされ過ぎているという理念に関しては首尾一貫している。これまではメディアが主な標的だったが、最近その矛先はウォール街にも向けられた。金曜日早朝のツイートで、トランプ大統領は「四半期報告を止めて半期ごとのシステムに変えるべきだ」という企業幹部の見解を伝え、証券取引委員会（SEC）に問題の調査を依頼した。

上場企業の報告基準への批判は、過去何度も繰り返されている。イーロン・マスク氏によるテスラ（TSLA）非公開の意向もその一例だ。また、JP モルガン・チェースの最高経営責任者（CEO）ジェイミー・ダイモン氏や、著名投資家ウォーレン・バフェット氏も、上場企業の四半期ごとのガイダンスの習慣は短期思考を助長し、イノベーションを妨げるとして、その廃止を呼び掛けている。トランプ氏の見解は彼らの意見と混同されてしまうかもしれない。



U.S. President Donald Trump PHOTO: BRENDAN SMIALOWSKI/GETTY IMAGES

しかし、大統領が SEC に調査を求めていることは四半期ガイダンスの取りやめにとどまらない。「柔軟性を高め、資金を節約できる」として、四半期開示を完全に廃止することに関心を示しているのだ。

米国の企業社会にこの種の改善が必要だという証拠がほとんどないことは、株式市場の最高値更新に関する大統領のツイートを見てもわかる。開示義務の緩和が一部の企業トップの支持を得ることは間違いないだろうが、煩雑さを伴う四半期報告は、米国市場の重要な要素でもある。上場企業の情報開示は、政府の公聴会や記録の開示が市民権を保護するのと同様、投資家を保護する手法として不可欠なのだ。

半年間情報を開示しなくて良いことになると、企業は投資家を、プラス・マイナス双方の重要な動きを見逃すだけの期間、情報のサイクルから締め出しておくことができる。アマゾン・ドット・コム（AMZN）の株価が今年上半期で45%上昇し、2610億ドルの新たな価値を創出したことを考えれば、半年間で起こり得る変化の大きさが分かるだろう。

規制変更を支持する意見の一例としては、他の国では要件がそこまで厳しくない点を指摘している。例えば欧州で義務付けられているのは半期報告だ。しかし透明性は、米国の株式市場が先進国市場で最も高いバリ

ユーエーションを誇る大きな理由でもある。ちなみに英国の FTSE100 種総合株価指数、日経平均株価、ドイツ株価指数の株価収益率 (PER) はいずれも過去 12 カ月利益の 17 倍未満であるのに対し、S&P 500 指数は現在 21 倍となっている。

■ 規制は景気のサイクルにも連動

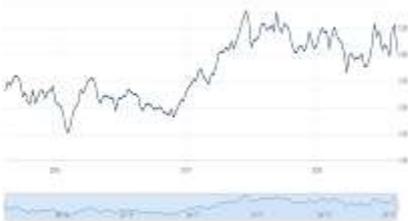
法律事務所メイヤー・ブラウンで資本市場部門のパートナーを務めるアンナ・ピネド氏は「トランプ大統領はそれがまったく新しいアイデアであるかのようにツイートした」と述べる。しかし同氏によると、SEC はこの考えを数年間研究しており、下院でも四半期報告の必要性に関する SEC の調査要求を含む法案が可決されたばかりだ。

開示規則の変更は、市場サイクルに伴う面もある。SEC は 2000 年に企業の公平な情報開示を義務付けるレギュレーション FD (公平情報開示規則) を採用したが、これは不完全な情報に基づく市場過熱の結果生じた IT バブル崩壊の最中だった。今では当たり前になっている規則だが、それ以前は企業が一部のアナリストや機関投資家にだけ重要な情報をささやくことができた。

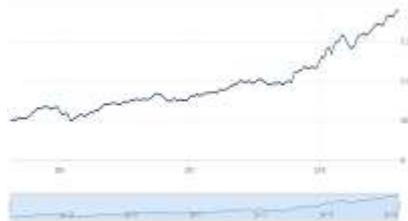
市場に関する慢心は、しばしば好景気が続いた後に訪れる。10 年にわたる強気市場の終盤の 1999 年、当時のクリントン大統領はグラス・スティーガル法の廃止に署名し、企業規制を大きく逆行させた。多くの経済史の専門家は、それをその後 10 年足らずで起こった金融危機の要因の一つと考えている。

透明性がやり玉に挙がる今、現在の開示水準こそが米国が偉大な市場である大きな理由であることを覚えておくべきだ。そのことが変わるべき理由はない。

Tesla Inc. (TSLA)



Amazon.com Inc. (AMZN)



チャートは 3 年

By ALEX EULE  
(Source: Dow Jones)

7. The Trader 最長になりそうな強気相場はどこまで続くのか  
トルコ懸念を織り込んで上昇。CEO 辞任の株価に与えるリスク

【米国株式市場】

■ 強気相場の最長記録更新へ

他の新興国などへの波及も含めてトルコに対する懸念から始まった先週だったが、終わってみると S&P500 指数は過去最高値まであと 1%未満という水準まで上昇していた。

主要株価指数は、ダウ工業株 30 種平均が前週末比 1.4%高の 2 万 5669 ドル 32 セントとなり、S&P500 指数は 0.6%上昇して 2850.13 で引けた。1 月 26 日の過去最高値まであとわずかに 0.8%だ。ナスダック総合指数は 0.3%の下落で 7816.33 となり、小型株のラッセル 2000 指数は 0.4%高の 1692.95 で週末を迎えた。



市場は、以前であれば急落を引き起こしたような問題と直面したが、これをものともせず、代わりに過去最長の強気相場に向けてカウントダウンを始めている。2009 年 3 月を底とする上昇はカレンダーベースで

3448日続いており、8月22日には3453日に達して「1990年から2000年にかけての強気相場」と呼ばれるものを上回る。

ここで一つだけ問題がある。実は定義に正確にこだわると1990年に弱気相場は存在せず、従って強気相場の始まりはその時ではなかったことになる。

S&P500指数は1990年7月16日から同年10月11日にかけて20%近い下落となり、弱気相場の定義にあてはまりそうなのだが、実はこの20%は端数の「切り上げ」によるものなのだ。ビスポーク・インベストメント・グループのデータによると、その他にも「ニアミス」とされるような状況が他にもあった。2011年にS&P500指数は19.4%下落し、取引時間中の安値を取れば20%以上の下落となっていたのだ。また、1998年の「アジア危機」の時には19.3%下落し、1976年には19.4%の下落もあった。ビスポーク・インベストメント・グループのポール・ヒッキー氏は「一貫性が必要だ」と語る。

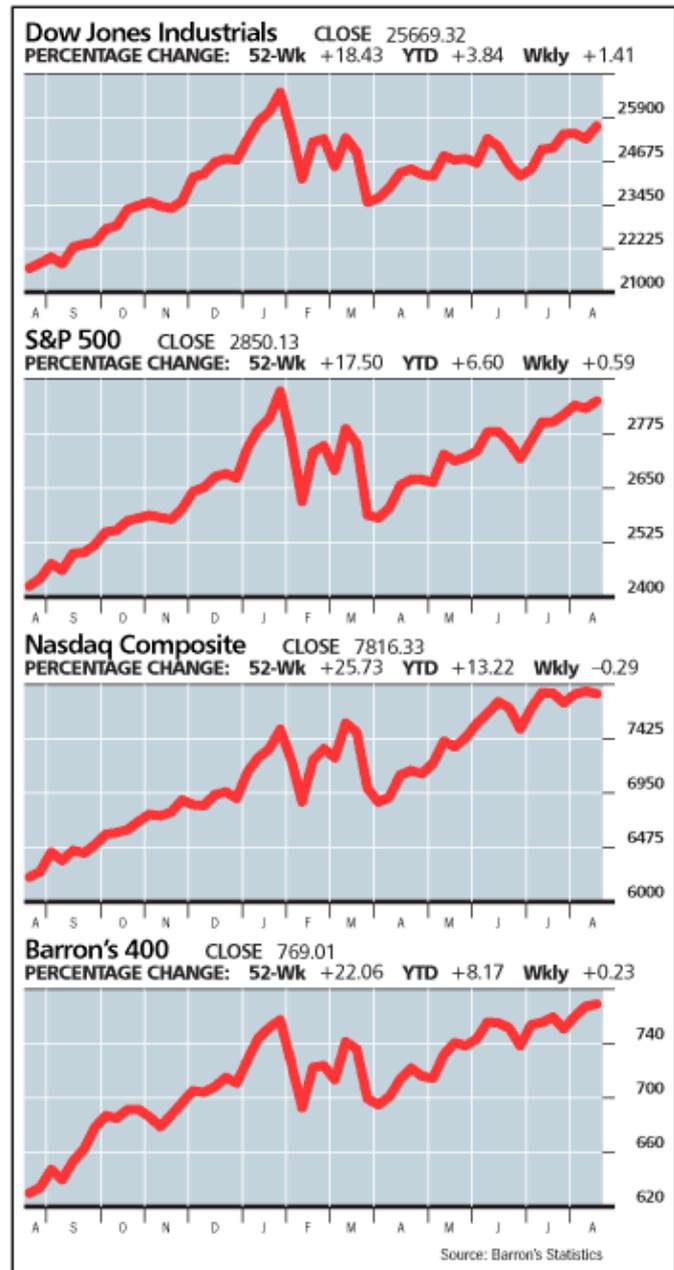
もし1990年に弱気相場がなかったとすると、強気相場の始まりは1987年12月までさかのぼり、2000年3月のドットコム相場のピークまで続いたことになるので期間は4494日に伸びる。そうであれば、現在の強気相場の期間にはまだ余裕があることになる。ただし、S&P500指数は1月に付けた過去最高値を更新していないため、本当に強気相場が続いているのかどうかは分からない点には注意が必要だ。

■ 強気相場の長さよりも好景気の長さが重要

しかし、今回の上昇が過去最長の強気相場になるのだとしても、そうした節目には予測における何の価値もないという点で、無視するべきだとの見方もある。ヤルデニ・リサーチのチーフ・インベストメント・ストラテジストであるエド・ヤルデニ氏は、強気相場の長さに焦点を当てるのではなく、景気拡大の長さに焦点を当てることが重要だと指摘する。

同氏は「私に関心を持っているのは景気拡大がどのくらい続くかであり、景気拡大が長くなるほど上昇相場が長くなるからだ」と述べる。今回の景気拡大は2019年7月に過去最長となる。

どちらかといえば、強気相場の長さへのこだわりは市場に関してではなく投資家心理に関わるものだろう。今回ほど投資家から嫌われていた上昇相場は歴史的にこれまでなく、S&P 500指数が4倍になっても投資家は買わない理由を見つけてきた。「今回が過去最長の強気相場だという主張の裏には、上昇がいつでもパタッと終わってしまう可能性があるという弱気な考えがある」とヤルデニ氏は言う。この主張自体が強気かもしれない。



## ■ CEOの辞任リスク

モルガン・スタンレーの最近のレポートによると、2017年に辞任したS&P500採用企業の最高経営責任者（CEO）は59人に上り、その多くが予想されなかったものだという。レポートでは、一個人に頼る度合いが高い企業には「キーマンリスク」があり、投資家は一層の注意を払うべきだとしている。

というのも、辞任してから1年後（辞任してから1年未満であれば辞任以降）のそれらの企業の株価パフォーマンスが、2017年の場合は4.9%の上昇にとどまり、S&P500指数の15.4%と比較して大きく劣後したからだ。企業数では59社のうち70%が市場全体を下回り、20%ポイント以上の劣後となった企業も約3分の1に上る。



JPMorgan Chase CEO Jamie Dimon PHOTO: MARK WILSON/GETTY IMAGES

CEOが辞任後にこれほどのアンダーパフォームとなるのはなぜだろうか。

モルガン・スタンレーの株式ストラテジストで、同社のサステナビリティ株式調査チームのメンバーでもあるマーク・サビーノ氏は「CEOの辞任によって企業内に不透明感が広がり、ビジネス全般の戦略的な方向性に影響する可能性があるからだ」とみている。CEOの交代を分析するのは企業のガバナンスと関係があり、財務分析モデルを作るのとは異なる。サビーノ氏は「元来、より定性的な分析であり、企業が毎日どのように経営されているかを深く、質的なことに至るまで理解しているかどうかにかかっている」と述べる。

昨年に最も大きな株価の下落を招いたCEOの辞任例としては、玩具に対する消費者の嗜好（しこう）の変化への対応に苦慮していたマテル（MAT）、歯科医や獣医師向けの器具などを製造しているパターソン（PDCO）、2001年以降ずっとCEOの座にあったジェフ・イメルト氏が2017年6月に辞任したゼネラル・エレクトリック（GE）などが挙げられる。

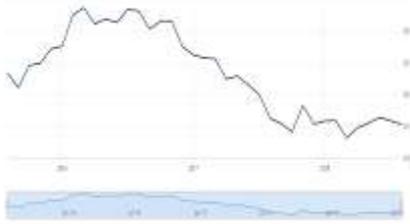
上記の59社のうち5社の株価は辞任発表後の1日で5%以上下落したため、同レポートでは「キーパーソンの辞任による短期的なリスク」を強調している。モルガン・スタンレーは、同社のアナリストがフォローする800社の中で余人をもって代えがたいCEOとして94人をリストアップした（ただし、辞任しそうなCEOは特定していない）。

そのリストの中には、JPモルガン・チェース（JPM）のジェイミー・ダイモン、テスラ（TSLA）のイーロン・マスク、ボーイング（BA）のデニス・マレンバーク、ブラックストーン・グループ（BX）のステイブン・シュワルツマンの各CEOが含まれる。特にJPモルガンのダイモン氏は昨年、あと約5年はCEO職に留まると述べた一方で、後任候補としてダニエル・ピント氏とゴードン・スミス氏を共同社長兼共同最高執行責任者（COO）に任命した。それでも、この二人に加えて最高財務責任者（CFO）のマリアヌヌ・レーク氏と資産運用部門を率いるメアリー・アードス氏がいてレースは混んとしているほか、いずれの候補であってもダイモン氏と同様の利益成長を成し得るかどうか投資家の懸念になると同レポートは指摘する。

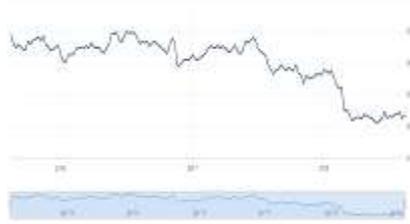
CEOの辞任リスクは、特にソフトウェア、資産運用、および大手銀行において大きいとレポートでは指摘するほか、こうしたCEOの特徴として、創業者である、製品革新のキーパーソンである、戦略的な計画の実行の先頭に立つ、および平均以上の株価パフォーマンスを助けるという4点を挙げている。

いずれにせよ、投資家は経営幹部層の動向には大きな関心を払うべきで、サビーノ氏は「一般的にデータは正直で、投資家が注意すべき株価のアンダーパフォームがCEOの辞任によって起きるリスクがある」と述べる。

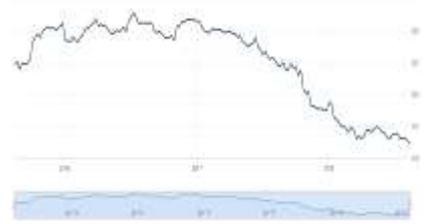
Mattel Inc. (MAT)



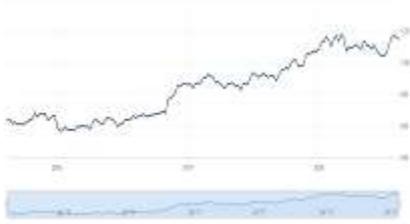
Patterson Cos. Inc. (PDCO)



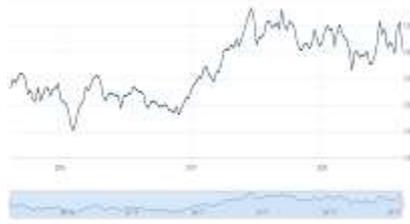
General Electric Co. (GE)



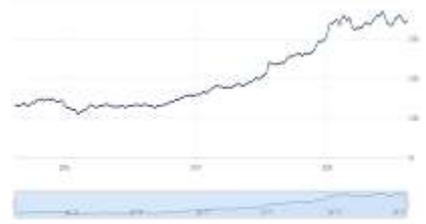
JPMorgan Chase & Co. (JPM)



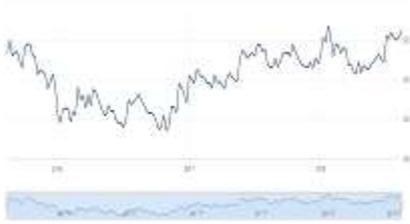
Tesla Inc. (TSLA)



Boeing Co. (BA)



Blackstone Group L.P. (BX)



チャートは3年

By BEN LEVISOHN and LAWRENCE C. STRAUSS  
(Source: Dow Jones)

## 8. Joel Greenblatt Mixes Active and Passive In the Same Fund 運用戦略 【ファンド】 同一ファンドでアクティブ運用とパッシブ運用

■ ゴッサム・インデックス・プラスファンドの運用戦略  
投資戦略とダイエットは、継続することが成功への鍵だという共通点がある。また、大半の人が、その基本を守れないという意味でも、両者は似通っている。多くの投資家は、自らのリスク許容度を過大評価し、下げ相場で投げ売りすることになる。結果として、その後に訪れる上昇局面を生かせない。こうした傾向はアクティブファンドで特に顕著で、パフォーマンスが好調なファンドを売却し、インデックス型のファンドに乗り換えることがある。



Joel Greenblatt of The Gotham Index Plus PHOTO: DAVID CABRERA

そんな傾向に異議を唱えるのが、著名なアクティブ投資家のジョエル・グリーンブラット氏である。同氏はゴッサム・アセット・マネジメントの創始者で、同社の運用資産 5 億 5800 万ドルのゴッサム・インデックス・プラスファンド (GNNDX) は、インデックス投資の安定性とアクティブ投資の市場を上回るリターンを組み合わせるといった特徴を持つ。今年の 3 月に設定から 3 周年を迎えた同ファンドは、個別銘柄への選別投資とショート運用によるアクティブ投資を用い、3 年間の年率リターンは 15.7% である (S&P500 指数のリターンは、同期間に年率 13%)。

このファンドは、S&P500 指数にインデックス投資する一方で、同指数を構成する割安銘柄を買い、割高銘柄をショートする。グリーンブラット氏によると、この戦略は、上昇相場が減速する局面で、ベンチマークを大きくアウトパフォームする傾向がある。過去 28 年間で、同指数が現在より割高だった期間は全体の 15% にすぎず、過去にこの水準まで上昇した際は、その後 12 カ月間の同指数のリターンは 2~4% だったという。

■ 割安だけでなく成長性も重視

グリーンブラット氏のバリュエーション手法は、インデックス投資で一般的な、株価純資産倍率（PBR）や株価売上高倍率（PSR）などに基づく評価を厳守する手法ではなく、企業としての成長性を重視し、予想キャッシュフローの現在価値に基づいて評価するというものである。同氏によると、モメンタム投資などのファクター戦略は、投資が集中することで、期待通りのパフォーマンスが得られない場合がある。対照的に、事業の見通しをバリュエーションに反映させる投資手法は、成果を上げやすい。

アップル（AAPL）は、同ファンドのポートフォリオで、最もウエートが高い。グリーンブラット氏の評価では、同社の株価は60%割安だという。アップルを評価する上で重要なのは、同社の事業がハードウェア・ビジネスなのか、消費者ビジネスなのかを判断することである。前者の見方であれば、同社の事業成長率や利益率はこの先低下しよう。一方で後者なら独自の得意分野で成長を続けられる事業構成だという評価になる。グリーンブラット氏によると、同社は、より後者に近いビジネスモデルであるという。

ゴッサム・インデックス・プラスファンドが保有する銘柄に共通するのは、キャッシュフロー創出力が高く、成長性の高いニッチ市場を有する企業であり、株価が割安であることだ。これら全ての銘柄が期待通りのパフォーマンスを上げる必要はなく、保有銘柄全体として利益を出すことが重要だという。

複合企業のハネウェル・インターナショナル（HON）も、同ファンドが保有する銘柄の一つである。グリーンブラット氏は同社を「ソフトウェア資本財企業」に変身中と見ており、モノのインターネット（IoT）関連の売上高の増加に注目している。同社は、利益率の低い自動車製品や住宅関連ビジネスを売却し、航空宇宙など利益率の高い事業に特化することから、「さらなる利益率の向上が期待できる」とのことである。キャッシュフローも過去5年間で50%増加しており、同期間にキャッシュフローが80%減少した大手複合企業のゼネラル・エレクトリック（GE）と対照的である。

一方で、ショートの対象となっているのが、美容製品メーカーのコティ（COTY）だ。大幅なリストラの最中にもかかわらず、株価キャッシュフロー倍率（PCFR）が50倍に迫る水準にある。成長率や利益率で同社をしのぐエステローダー（EL）の22倍やロレアル（OR.フランス）の29倍と比べ、非常に割高である。グリーンブラット氏は、「なぜコティの株価が、同業他社の2倍にも評価されるのか理解に苦しむ」と述べている。

グリーンブラット氏は、投資家や著作家としてだけでなく、ニューヨークでチャータースクールを運営するサクセス・アカデミーの主要な支援者としても有名である。新たな著書の執筆にも取り組んでいるが、投資に関する内容ではなく、米国の社会問題を題材に取り上げるそうである。

## Gotham Index Plus

	Total Return*		
	YTD	1-Yr	3-Yr
<b>GNNDX</b>	4.2%	22.5%	15.7%
S&P 500	6.8%	17.8%	13.0%

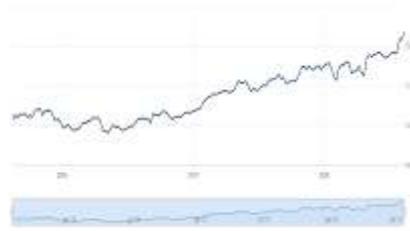
TOP 10 HOLDINGS Company / Ticker	% of Portfolio
<b>Apple / AAPL</b>	6.0%
<b>Johnson &amp; Johnson / JNJ</b>	3.9
<b>Pfizer / PFE</b>	3.1
<b>AbbVie / ABBV</b>	3.1
<b>Alphabet / GOOGL</b>	3.0
<b>Microsoft / MSFT</b>	2.9
<b>Boeing / BA</b>	2.8
<b>Procter &amp; Gamble / PG</b>	2.7
<b>BlackRock / BLK</b>	2.6
<b>Texas Instruments / TXN</b>	2.5
<b>TOTAL</b>	<b>32.6%</b>

\*Returns through 8/13; three-year returns are annualized.  
Holdings as of 3/31 Sources: Morningstar; Gotham Asset Management

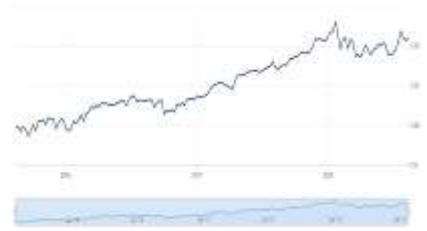
Gotham Index Plus Fund:Investor (GNNDX)



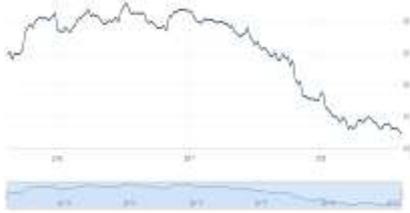
Apple Inc. (AAPL)



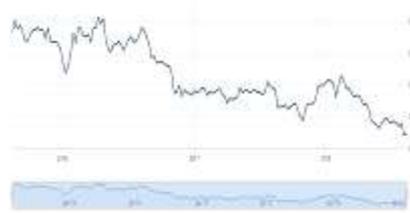
Honeywell International Inc. (HON)



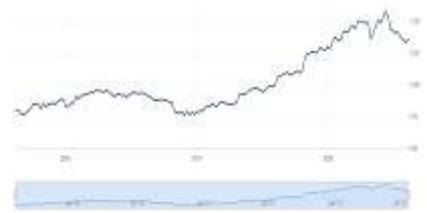
General Electric Co. (GE)



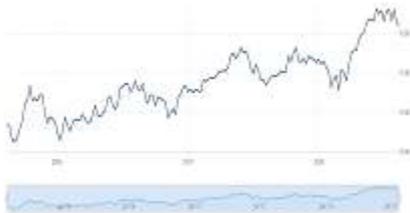
Coty Inc. CIA (COTY)



Estee Lauder Cos. CIA (EL)



L'Oreal S.A. (OR. フランス)



チャートは3年  
GNNDXは1年

By GABE ALPERT  
(Source: Dow Jones)

## 9. The Merits of Musk イーロン・マスク氏の功績 ツイッター発言は勇み足、テスラは年内黒字化の可能性

【ハイテク】

### ■ マスク氏が米紙に心情を吐露

8月17日、電気自動車メーカーのテスラ (TSLA) の最高経営責任者 (CEO) を務めるイーロン・マスク氏が現在の心境を語ったインタビュー記事がニューヨーク・タイムズ紙のトップを飾った。同じ紙面に掲載されたトランプ大統領のロシア問題、グーグルの中国の検閲に対応した検索エンジンの開発、「ソウルミュージックの女王」と呼ばれたアレサ・フランクリンさんの死去といった他の記事の方が世界にとっては重要だったかもしれないが、テスラが市場で最も注目される銘柄となったことは明らかだった。



Elon Musk PHOTO: NICHOLAS KAMM/AFP/GETTY IMAGES

マスク氏はニューヨーク・タイムズ紙の記事で、ストレスと過労、さらには眠るためにアンビエン (睡眠導入剤) を必要としていることなどを告白した。インタビューの最中、涙を流したかと思うと笑いを見せ、マスク氏は燃え尽きたかそう病だと考える素人心理学者はそれを証拠と受け止めた。

### ■ ツイッターでの発言は勇み足

マスク氏が演じるメロドラマは財務的にも法的にも重要な意味を持つ。株式市場は、テスラの経営の可視性が維持されることと、時価総額 600 億ドルの同社を非公開化するというマスク氏の考えとをてんびんに掛けている。米証券取引委員会 (SEC) と訴訟弁護士が、マスク氏の生産見通しと 8月7日の「(1株当たり 420ドルで) テスラを非公開化するための資金は確保されている」とするツイッターへの投稿の信ぴょう性を追及する見通しだ。

騒動の発端となった 7 日のツイッターへの投稿は市場を驚かせ、テスラの株価はナスダックが売買を停止するまで急騰した。だが、ニューヨーク・タイムズ紙の記事などの報道は、情報開示が勇み足だったとするマスク氏の主張を裏付けている。

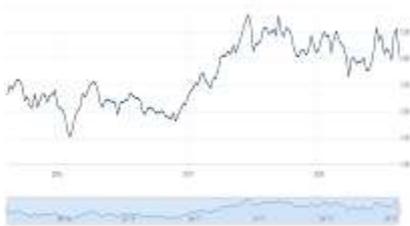
### ■ テスラは年内に黒字化する可能性がある

マスク氏にとって空売り投資家も悩みの種だ。テスラの空売り比率の高さは米国企業の中で指折りとなっている。だが、非公開化の動きが空売りを締め出さないとしても、テスラを空売りの標的とするのは容易でない。同社の自動車売上高は今年の 4-6 月期に 40 億ドルとなった。この売上高の達成は、本誌が 2013 年の懐疑的な記事で予測した成長軌道よりも約 10 年早い。ある著名な空売り投資家は、消滅すれば世界が惜しむ企業は空売りしないと述べたが、テスラの自動車には熱狂的な人気がある。空売りが投資として正しいとしても、世界が同社を惜しむことになる。

本誌は 2013 年の記事で、テスラが現在モデル 3 として販売している中間価格帯の自動車の生産で利益を上げられるかどうか疑問を呈した。同社は四半期ごとに 10 億ドルの現金を費やし続けており、マスク氏は利益を生むことができることを今もなお証明しなければならない。バーンスタインのアナリスト、トニー・サッコナギ氏の計算では、2018 年 7-9 月期にフリーキャッシュフローが黒字化し、10-12 月期には 1 億 5000 万ドルの利益を生む見通しだ。

サッコナギ氏はテスラ株のバリュエーションは適正な水準にあるとみている。ニューヨーク・タイムズ紙でマスク氏の告白が掲載された 17 日、同社の株価はほぼ 9% 下落して 305.50 ドルとなったが、変動の激しい同社株の平均的なボラティリティの範囲内だ。悩める天才を応援し、挑戦を続けるための資金を提供したいと望む投資家は今でも数多く存在する。

Tesla Inc. (TSLA)



チャートは 3 年

By BILL ALPERT  
(Source: Dow Jones)

## 10. Preview 今週の予定

【経済関連スケジュール】

### FANG 銘柄の輝きはいつまで続くか

#### ■ ヘッジファンドが映す FANG 銘柄の現在

フェイスブック (FB)、アマゾン・ドット・コム (AMZN)、ネットフリックス (NFLX)、そしてグーグルの親会社であるアルファベット (GOOGL) の 4 社からなる、いわゆる「FANG」銘柄のうち、アマゾンを除く 3 社は、大手ヘッジファンドから見ると輝きを失いつつあるように見える。



FANG 銘柄はヘッジファンドの間で絶大な人気を博し、多くのファンドが各銘柄の株価上昇の恩恵を受けてきた。ところがそんな状況が変わる兆しがある。ファクトセットによるとこの第 2 四半期、大手 50 ヘッジファンドでは、アマゾンを除く FANG 銘柄へのエクスポージャーが減少した。フェイスブックとネットフリックスへのエクスポージャーはそれぞれ 12 億ドルずつ減り、アルファベット株は 10 億ドル分が売却された。一方アマゾンは依然として人気を保っており、計 16 億ドルほどの持ち高が増えている。

世界最大のヘッジファンド運営会社ブリッジウォーター・アソシエイツは、第2四半期終わりにはフェイスブック株の保有額を3280万ドルから940万ドルまで減らしている。一方でアマゾンのほか、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）やバイドゥ（百度、BIDU）の株式を取得している。

全般的に見ると、ハイテク銘柄は依然としてヘッジファンドの頼みの綱となっている。大手50ファンドが保有するハイテク銘柄の時価総額は第2四半期で80億ドル以上増えており、どのセクターよりも高い伸びとなっている。中でも1番人気はルクセンブルクの音楽ストリーミング・プロバイダーであるスポティファイ・テクノロジー（SPOT）だ。タイガー・グローバル・マネジメントをはじめとするヘッジファンドは、4月に行われたスポティファイの新規株式公開（IPO）で35億ドルの株主となっている。

アップルは元祖FANG銘柄ではないが、アマゾンと並んで依然として人気が高い銘柄だ。ヘッジファンドは持ち高を計13億ドル増やした。中でもルネサンス・テクノロジーズは8億ドルを同銘柄に投資している。

By DAREN FONDA

## ■ 今週の予定

8月20日（月）

- ・南アフリカ産金大手アングロゴールド・アシャンティ（AU）、化粧品大手エスティローダー（EL）、複合光学部品大手ファブリネット（FN）、チリの航空持ち株会社LATAM航空グループ（LTM）が四半期決算を発表。
- ・マサチューセッツ州ボストンでアメリカ化学会が開催。バイオ医薬開発事業を行うネクター・セラピューティクス（NKTR）などが参加予定。
- ・ギリシャのチプラス首相がアテネにて、欧州安定メカニズムによる金融支援の終了について演説。債務危機に陥った同国は2010年以降、複数回にわたって欧州連合（EU）や国際通貨基金（IMF）などから金融支援を受けてきた。
- ・アトランタ連銀のボスティック総裁が経済見通しについて講演。
- ・信用調査会社大手エクイファクス（EFX）が投資家向け説明会を開催。

8月21日（火）

- ・化粧品大手コティ（COTY）、百貨店大手コールズ（KSS）、食品大手JMスマッカー（SJM）、医療機器大手メドトロニック（MDT）、ディスカウント小売り大手TJX（TJX）、高級住宅建設大手トール・ブラザーズ（TOL）が四半期決算を発表。
- ・コロラド州デンバーにて、石油・天然ガス会社のエネルコムが主催する石油・ガスコンファレンスが開催。石油およびガスの開発・探査を行うキャボット・オイル・アンド・ガス（COG）、EOGリソーシズ（EOG）、レンジ・リソーシズ（RRC）などが参加。

8月22日（水）

- ・半導体メーカーのアナログ・デバイセズ（ADI）、女性向けアパレルのエル・ブランズ（LB）、ホームセンター大手ロウズ（LOW）、カナダの金融サービス大手ロイヤル・バンク・オブ・カナダ（RY）、半導体設計用ソフトウェア開発会社シノプシス（SNPS）、小売り大手ターゲット（TGT）が四半期決算を発表。
- ・全米不動産協会（NAR）が7月の中古住宅販売戸数を発表。予想は季節調整済み年率換算で540万戸と、6月からほぼ変わらず。
- ・米連邦準備制度理事会（FRB）が、7月31日から8月1日まで行われた連邦公開市場委員会（FOMC）会合の議事要旨を公表。
- ・米エネルギー情報局（EIA）が原油の週間在庫を発表。

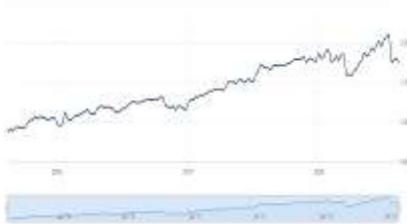
8月23日(木)

- 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)、ソフトウェア開発のオートデスク(ADSK)、カナダの銀行大手カナディアン・インペリアル・バンク・オブ・コマー(CIBC、ティッカーはCM)、衣料品小売り大手ギャップ(GPS)、食品製造・販売のホームルフーズ(HRL)、パソコン・プリンター製造のHPインク(HPQ)、事業・財務管理ソリューションを提供するイントゥイット(INTU)、ディスカウント小売り大手ロス・ストアーズ(ROST)、仮想化ソフトウェア大手ヴェムウェア(VMW)が四半期決算を発表。
- カンザスシティ連銀主催の年次経済政策シンポジウム「ジャクソンホール会合」がワイオミング州ジャクソンホールで開催。
- 欧州中央銀行(ECB)は、7月に行われた理事会の議事要旨を公表。
- カンザスシティ連銀が8月の製造業活動指数を発表。
- 7月の新築住宅販売戸数発表。季節調整済み年率換算で前回6月(63万1000戸)から微増の64万5000戸と予想。
- 新規失業保険申請件数(8月18日までの週)発表。コンセンサスでは21万3500件に微増すると予想。(前回予想は21万2000件)

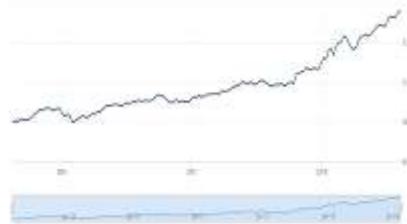
8月24日(金)

- 靴などの小売り大手フットロッカー(FL)が四半期決算を発表。
- 薬剤給付管理大手エクスプレス・スクリプト・ホールディング(ESRX)が、医療保険大手シグナ(CI)からの買収提案に関して臨時株主総会を開催。
- 格付け会社大手ムーディーズがルーマニアとスウェーデンの信用格付けの見直しを実施。
- 7月耐久財受注の発表。

Facebook Inc. Cl A (FB)



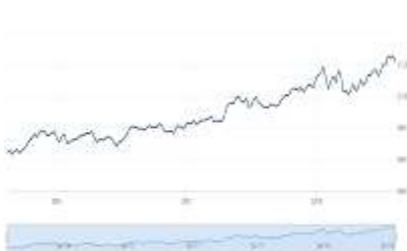
Amazon.com Inc. (AMZN)



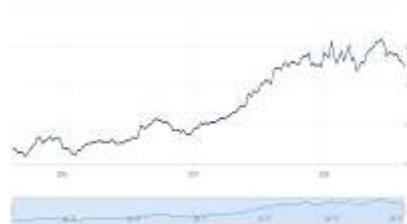
Netflix Inc. (NFLX)



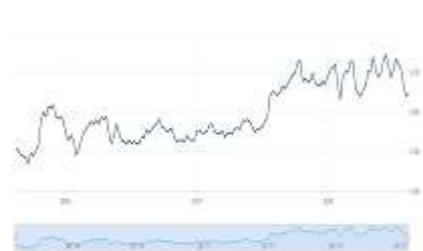
Alphabet Inc. Cl A (GOOGL)



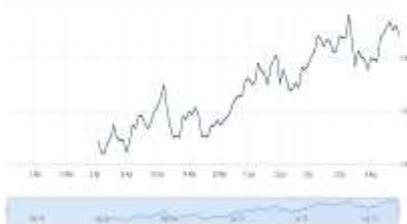
Alibaba Group Holding Ltd. ADR (BABA)



Baidu Inc. ADR (BIDU)



Spotify Technology S.A. (SPOT)



チャートは3年  
SPOTは6カ月

By DAN LAM  
(Source: Dow Jones)

## 2018年 特集記事年間予定表

## Special News Reports

### January

1 Top Income Ideas  
8 Mutual Funds/ETF Funds Quarterly  
15 The Barron's Roundtable, Part I: The Economy  
22 The Barron's Roundtable, Part 2: Stocks Picks

### February

5 ESG Roundtable  
12 Barron's Favorite CEOs  
26 Technology Roundtable

### March

5 Robo-Advisors and Online Brokers  
12 America's Top 1200 Advisors: State by State  
19 Retirement Quarterly  
26 Barron's Penta

### April

9 Mutual Funds/ETF Funds Quarterly  
16 Energy Roundtable  
23 America's Top 100 Financial Advisors  
30 Big Money Poll: Mid-year update

### May

7 Most Responsible Companies  
14 Retirement Quarterly  
21 Healthcare/Biotech Roundtable  
28 Technology Cover Story

### June

11 America's Top 100 Women Financial Advisors  
18 Barron's Penta  
25 Mid-Year Roundtable

### July

9 Mutual Funds / ETFs Quarterly  
16 Best Performing Hedge Funds  
23 Currency/Bitcoin Roundtable

### August

13 Technology Cover Story

### September

10 Retirement Quarterly (Health & Wealth Roundtable)  
17 America's Top 100 Independent Financial Advisors  
24 Barron's Penta

### October

8 Mutual Funds/ETFs Quarterly  
15 Emerging Markets Roundtable  
22 Big-Money Poll: Barron's Survey of U.S. Money Managers

### November

5 Retail Roundtable  
12 Technology Cover Story  
19 Retirement Quarterly

### December

3 Where to Invest in 2019  
10 Barron's Penta

**THIS WEEK'S MAGAZINE**

BARRON'S COVER

**1. Blockchain Is Starting to Show Real Promise Amid the Hype**

The new technology most associated with cryptocurrencies promises to make transactions faster, cheaper, and more secure, while decentralizing the internet. What investors should know.

ADVISOR GUIDE

**How to Find Income: Top Advisors Share Their Best Ideas**

Dividend stocks, muni bonds, and MLPs all are enticing. Why it's time to focus on total return.

FEATURE

**4 Projects That Could Disrupt Industries and Nonprofits**

Blockchain is starting to take hold in a range of industries. Here are some showcase examples.

FEATURE

**2. State Street Appears Poised to Turn a Corner**

While investors may still be unhappy about a \$2.6 billion technology acquisition, shares of the trust and custodial bank look cheap.

FEATURE

**4 Women Who Make a Difference in Blockchain**

Big tech and cryptocurrencies are male-dominated, but blockchain has stood out because of the number of women in leadership positions.

INTERVIEW

**3. The Two Biggest Risks Facing the Market Today—and What to Do**

Ariel Investments' Rupal Bhansali talks with Barron's about trade wars, interest rates, the emerging markets, and why you should buy China Mobil, but not Apple.

FEATURE

**4. Where Bonds' Next Firestorm Could Start**

There has been huge issuance of triple-B-rated bonds in recent years. A recession could turn this risky group into junk. Time to look elsewhere for yield.

UP AND DOWN WALL STREET

**5. Why U.S. Stocks Rule the World**

STREETWISE

**6. Trump's Disclosure Idea Would Take Investors to a Dark Place**

THE TRADER

**7. The Bull Market Rumbles On Despite Turkey Turmoil**

SIZING UP SMALL CAPS

**A Sunny Outlook for the Nation's Landscaper**

FUNDS

**How to Invest in Emerging Markets Without Getting Gobbled By Turkey**

THE ECONOMY

**Turkey's Crisis Was Years in the Making**

INCOME INVESTING

**5 Dividend Standouts**

MUTUAL FUND PROFILE

**8. Joel Greenblatt Mixes Active and Passive in the Same Fund**

TECHNOLOGY TRADER

**9. The Merits of Musk**

FEATURE

**Fertilizer Stocks' Gains Have Just Begun**

REVIEW

**A Few Packaged-Food Stocks That Look Tasty**

PREVIEW

**10. Hedge Funds Lighten Up on the FANGs**

FOLLOW UP

**Don't Hang Up Yet, Verizon Investors**

FOLLOW UP

**Time to Sell Walmart**

ADVISOR GUIDE

**The Case for a 50-Year Bull Market**

TRADER EXTRA

**Kohl's Tries to Break Its Cycle**

TRADER EXTRA

**How Secure Is That CEO?**

INTERNATIONAL TRADER - EUROPE

**Luxury Stocks Face Trade Threats**

EMERGING MARKETS

**5 Promising Emerging Market Stock Picks**

With the markets off 5%, here are five stalwarts likely to prosper.

THE STRIKING PRICE

**Surviving the Season of High Volatility**

Large gyrations in global markets this month could mark the start of a turbulent season. But the options market is offering opportunities for investors to prepare.

COMMODITIES CORNER

**More Bad Weather Means Higher Wheat Prices**

Another year of extreme heat or cold is likely to push prices up more than 30%. How can you play that?

MARKET WATCH

**China's Vulnerabilities**

RESEARCH REPORTS

**Hasbro Should Benefit From Disney, Marvel, Star Wars Toys**

13D FILINGS

**Elliott Associates Thinks It Can Make Nielsen Click**

MAILBAG

**Letters to Barron's**

『バロンズ拾い読み』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

監修

時事通信社

編集人

川田 重信 (かわた しげのぶ)

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

バロンズ拾い読み 主要作成者の略歴 (五十音順)

内田 薫 (うちだ かおる)

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

西田 万里子 (にしだ まりこ)

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

西村 嘉洋 (にしむら よしひろ)

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

『バロンズ拾い読み』 (2018年8月20日号)

発行 : Dow Jones & Company, Inc

監修・配信 : 時事通信社

製作 : エグゼトラスト

お問い合わせ先 (法人・個人の購読契約者様)

記事内容に関すること : [info@exetrust.co.jp](mailto:info@exetrust.co.jp)

ご契約・システムに関すること : [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、時事通信社が Dow Jones & Company, Inc. の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。

※ 当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。当誌はダウ・ジョーンズ社が信頼できると判断した資料およびデータ等に基づき作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

※ 図・表・データの無断使用を禁止します。

Copyright © 2018 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます