

THIS WEEK'S MAGAZINE Week of September 10

1. **How the Financial Crisis Still Affects Investors** 金融危機の影響→ P.2 【投資行動】
損失に懲りて株式離れ
2. **An Alternative View of Boom and Bust Cycles** バブルの発生と崩壊→ P.5 【金融危機 10年】
バブルの膨張と崩壊に対するもう一つの見方
3. **Trouble Spread to More Emerging Markets** 混乱はどこまで波及するのか→ P.6 【新興国市場】
アルゼンチンとトルコの次は？
4. **Gary Shteyngart's View From Hedge Fund Land** 小説家の視点→ P.8 【インタビュー】
小説家が見たヘッジファンド業界と世間の隔絶
5. **Up And Down Wall Street** 次の金融危機の見つけ方→ P.10 【コラム】
金融危機から10年経ち、今やFRBのバランスシート縮小が最大の関心事
6. **The Trader** ナスダック総合指数の急落は待っていた急落場面か→ P.12 【米国株式市場】
レーバードー明けの市場で売りこまれたのは一部のモメンタム株
7. **How The Midterm Elections Could Be Bullish For Stocks** 政治の影響→ P.15 【米中間選挙】
米国株にとって好材料となる米中間選挙の結果は、民主党支配の下院、共和党支配の上院
8. **Stock Funds With Brakes and Airbags** ディフェンシブで備える→ P.17 【株式ファンド】
ディフェンシブな株式ファンドで下落相場に備える
9. **The Story of Box: A Unicorn's Journey to Public Success** ボックス→ P.19 【注目企業】
ユニコーンから脱皮、顧客ターゲットの大手企業への転換が奏功
10. **Preview** 今週の予定→ P.21 【経済関連スケジュール】
テニス全米オープンで大活躍のAI「ワトソン」

※ 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. How the Financial Crisis Still Affects Investors 金融危機の影響 【投資行動】
損失に懲りて株式離れ

■ リーマンショックの後遺症で株式離れ

10年前にリーマン・ブラザーズが破綻して、S&P500指数はその後6カ月で46%暴落した。世界の金融システムを恐怖に陥れたこの金融危機によって、米国人はその後数年間にわたって現金を蓄え、負債を拒絶した。株式に対する懸念も高まり、ギャラップの世論調査によると、2007年に株式を保有していた米国人の割合は65%だったが、今年までに55%へ低下した。

多くの米国人は、危機後の株価上昇に気付いていない。ロボアドバイザー会社であるベターメントの最近のアンケート調査によると、48%が過去10年間で株価が全く上昇していないと答え、18%は下落したと答えた。

投資家行動を分析した各種調査によると、経済危機は長期的な影響を及ぼす傾向にある。

カリフォルニア大学バークレー校とスタンフォード大学の研究者が発表した2007年の論文によると、生涯を通じて株式に投資する人々の割合は、第2次世界大戦以降の活況期に若年層だった世代と比較すると、大恐慌の時代に10代または青年であった人では半分以下のわずか13%となっている。

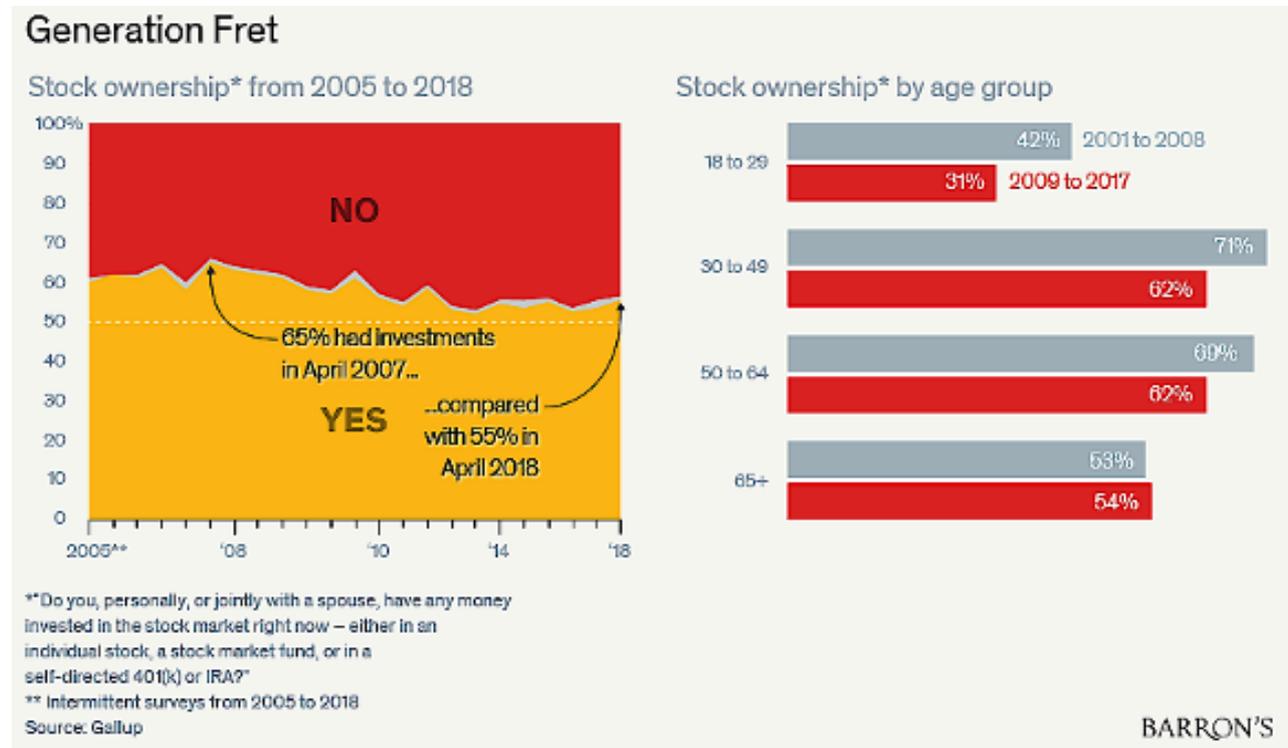
歴史は繰り返し、2008年の暴落が株式投資家の失われた世代を生み出している。ミレニアル世代が大学を卒業した時期は、労働市場は悲惨で、学生ローンの負担は痛烈だった。貯蓄があったとしても急速に底をついた。その後の数年間にわたって、若者は暗号通貨などの多くの投資手段に向かったが、株式にはあまり目を向けなかった。ギャラップの調査によると、18歳から29歳の層で、2001年から2008年の間には42%が株式を保有していたが、2009年から2017年の間の同年齢層での割合は平均で31%へ低下している。

レグ・メイソンが昨年実施した調査によると、ミレニアル世代の82%が、投資の決定において金融危機に影響されたと回答している一方で、ベビーブーマーでそう回答したのはわずか13%だ。同調査によると、投資ではなく現金を保有している割合は、ミレニアル世代が最も高い。

とはいえ、投資家の心理と行動に関する包括的な結論を得るのは容易ではない。一部の若者は株式に背を向けているかもしれないが、投資を続けている人々の分類は困難だ。バンガード・センター・フォー・インベスター・リサーチのアナリストであるトーマス・デ・ルーカ氏とジーン・ヤング氏は、バンガード商品に投資している400万世帯の家計データを調べ、若者の投資家を分類した。大半のミレニアルは株式に積極的に配分しており、投資の約90%を株式に投資している。これは、大半のマネーマネジャーが若者に対して、退職後の備えとして推奨している、成長志向の配分である。



しかし、一方で、バンガードのミレニアル顧客の少なくとも4分の1には、異常なほどのリスク回避志向がある。金融危機以降に投資を始めた人々は、臆病な傾向がある。2008年以降に投資を始めたミレニアル世代のうち、22%は株式を全く含まないポートフォリオを選択している一方、2008年以前に投資を始めたミレニアル世代ではその割合はわずか10%だった。



■ 投資商品の変化で株式投資が密かに進行

投資パターンは投資家心理だけで決定されるものではなく、景気後退以降の個人投資家の投資戦略は、テクノロジー、新たなルールおよび新商品によって形成されている。

過去 10 年間における市場で最も顕著な変化は、パッシブで低コストの投資へのシフトである。ヤング氏は 2015 年の論文で、ミレニアルを、「一度投資した後は放っておく」タイプの商品とインデックスファンドを利用する「自動貯蓄世代」と評している。このシフトは、バンガードやフィデリティなどの企業が提供する退職貯蓄プランへ従業員が自動的に加入するよう雇用者を促す 2006 年年金保護法によって拍車が掛かった。フィデリティの確定拠出年金 (401k) 口座の半分はターゲットデートファンドに全額投資されている。

このシフトは、比較的若い世代の投資家がけん引している。この世代は、他の世代に比べて、雇用者が設定したターゲットデートファンドに加入した公算が大きい。バンガードは、2013 年時点のミレニアル世代がそれ以前の各世代と比較して、専門家が運用するポートフォリオに投資している公算が 2 倍大きいと結論付けており、その主因はターゲットデートファンドである。つまり、彼らはポートフォリオについてほとんど判断をせず、市場が変化した際にもポートフォリオを変更する公算が小さい。



WHAT WE LOST WHEN MARKETS TUMBLED

"When the market crashed, I lost my job. The Arizona housing system had collapsed, and my house was under water. I lost around 40% of my retirement portfolio—it went from about \$1.3 million down to about \$800,000. I used to be a more aggressive investor, because I figured I'd be working for a while. I ended up just sort of shifting more to index funds, dividend-paying stocks, and just a lot more cash."

—Richard Weinroth, 60, retired

"I didn't realize it was that big of a thing until Lehman blew. Our younger son had just left Lehman Brothers a week before to go back to school. He had interned there before his junior year. And I had told him that the company wouldn't make it through the summer—and it didn't."

—Steve Adler, 66, investment manager

"I completely underestimated the seriousness of the crisis. I only realized the immensity of it when no one wanted to bail Lehman Brothers out. I wish I had sold more after Bear Stearns.... Then I lost about 25% of my portfolio."

—Tom Taylor, 70, retired

"The next crash will be worse than 2008. Institutions won't be too big to fail; they'll be too big to save."

—Karen Kunz, 63, associate professor at the University of West Virginia

"I think a recession could happen in the next year, so I'm now holding a lot of cash, looking at gold, and safe bonds. Also buying consumer staples that have margin of safety built into price."

—Chris Moise, 58, private investor and entrepreneur

--Compiled by Alessandra Freitas

大半の人々が、生涯を通じてリバランスする多様な口座に資金を投じている中で、個人投資家が一つの投資対象に全額を預ける可能性は比較的低い。株式 100%または株式に投資しない極端なポートフォリオを保有している人々の数は減少傾向にある。

新たな投資商品も、金融危機以降のもう一つのトレンドに寄与している。投資を続けている人々は、以前よりも積極的なポジションを取っている。2018年時点で、フィデリティが保有する 1970 万件の個人証券口座のうち、投資内容の 85%以上が株式という積極的なポートフォリオを保有する割合は 47%で、2008年の 40%から上昇した。

By AVI SALZMAN
(Source: Dow Jones)

2. An Alternative View of Boom and Bust Cycles バブルの発生と崩壊 【金融危機 10 年】 バブルの膨張と崩壊に対するもう一つの見方

■ 信用供給が主因

伝統的な見方では、景気サイクルの主因は「生産性」と「技術」に対する「ショック」である。すなわち、景気後退が起こるのは、労働者と設備の経済生産効率が低下した時である。一方で、われわれ（アティフ・ミアン／アミール・サフィ）の研究では、景気サイクルの重要な要因は生産効率に対するショックではなく、信用供給の変動であることが示されている。さらにこの信用供給の変動の影響を主に受けるのは、企業ではなく家計の借入れと支出である。借入れにけん引された家計の需要は、過去半世紀における世界各地の景気変動の重要な要因だった。研究では、国内総生産（GDP）に対する家計債務比率が急上昇した後は、必ず経済成長が減速することが示されている。2000～2010年の米国の経験は異常ではなく、むしろ近年の歴史を通じて世界全体で示されているパターンに沿ったものだった。



A Foreclosed home in Orlando, Fla. PHOTO: JONATHAN SILVA

■ バブルの発生から崩壊への進展

問題の進展の順序は一貫している。始まりは、借り手の経済状態の見通しが改善していないにもかかわらず与信基準が緩和され、融資が拡大することである。融資基準の緩和によって、家計債務は急激かつ大幅に増加する。この借入れの大半は不動産の購入に充てられるため、多くの場合において住宅価格が大幅に上昇する。しかし、数年後に債務不履行が膨れ上がり、金融機関は与信の引き締め（多くの場合は急激な引き締め）で対応する。すると、借入れで押し上げられていた家計支出は落ち込む。最終的には債務不履行の増大が原因となって銀行危機が発生し、景気後退はさらに増幅され、失業者が大幅に増加する。

このシナリオによって、1980年代の英国と米国、1990年代のタイ、2000～2010年のギリシャ、アイルランド、スペイン、米国、2005～2016年のブラジルなどの数多くの事例が説明できる。予言は極めて危険だが、オーストラリア、カナダ、トルコでもこのシナリオが進行中であるようにみえる。

合理的な経済主体を前提とする標準的な理論では、負債が増加してよいのは、将来の経済成長が期待できる時だけである。将来の所得が増加して、所得に対する返済比率が最終的に低下するのであれば、借入れで支出を増やすことは合理的である。しかし、実際のデータでは、債務の増加の後では一貫して経済成長の減速と所得の低下が起こることが示されている。これらの一貫性のあるサイクルは、おそらくは行動的なバイアスによって説明可能である。例えば、人には借入れで支えられている好景気が持続する可能性を過大評価するバイアスがある（外挿的期待）。

■ 金融システムへの急激な資金流入が発端

しかし、これだけではバブルの発生から崩壊までの進展を完全には説明できない。なぜ金融システムは突如として与信基準を緩和して融資を行うのだろうか。われわれの仮定では、ある時、金融システムへの急激な資金の流入が起こるのが発端となる。この資金は有望な投資対象の有無に関係なく、何らかの形で活用される必要があるため、金融機関は新たな借手を探す。多くの場合、家計がこの膨張した資金の大部分を受け入れることになるが、おそらくは住宅が担保として優れているように思われるからだろう。

その一例として、米連邦準備制度理事会（FRB）のバーナンキ元議長が指摘した世界的な貯蓄過剰が当てはまる（東アジア各国の政府が1997～1998年の危機の再発を防ぐためにドル建て資産を貯め込んだことによる）。他の例では、経済歴史家は1980年代初めの中南米の債務危機の一因として、1970年代の原油価格の上昇を指摘している。原油価格上昇によって原油生産国では棚ぼた式の利益が生じ、英国と米国の金融システムには中東諸国から膨大なオイルマネーが流入した。米英の大手銀行はこの資金を中南米での積極的な融資に利用した。

大恐慌とグレート・リセッション（米国の金融危機後の深刻な不況）の研究者は、両方の事例に先立って所得格差の急激な拡大があったことを指摘している。高所得の家計では所得の大部分が貯蓄に回るため、所得格差の拡大は自動的に金融システムへの資金流入につながる。

* 本稿の共同執筆者のアティフ・ミアン氏は米プリンストン大学の経済学、公共政策、金融の教授であるとともに、ウッドロー・ウィルソン・スクールのジュリス・ラビノヴィッツ公共政策・金融センターのディレクターである。もう一人の共同執筆者のアミール・サフィ氏はシカゴ大学ブース経営大学院の経済学および公共政策の教授である。両氏は、「House of Debt: How They (and You) Caused the Great Recession, and How We Can Prevent It From Happening Again（邦訳：ハウス・オブ・デット）」の共著者である。

By ATIF MIAN / AMIR SUFI
(Source: Dow Jones)

3. Trouble Spread to More Emerging Markets 混乱はどこまで波及するのか【新興国市場】 アルゼンチンとトルコの次は？

■ 先週の新興国市場

先週の新興国市場発のニュースには、完全に意気消沈させられた。木曜日、MSCI エマージング・マーケット・インデックスは、1月下旬の高値からの下落率が20%に達し、弱気相場に足を踏み入れたのだ。

アルゼンチンとトルコの状況悪化は予想通りだが、他の市場も、ほとんど息をつく暇を与えてくれなかった。南アフリカは第2四半期に予想外の景気後退に陥り、景気の低迷で、ランドに対する持続的な不安感が増大し、信用格付け引き下げのリスクが高まっている。一方、フィリピンのインフレ率は、7月の5.7%から8月は6.4%に上昇した。大方のエコノミストの予想を上回る急上昇が、中央銀行に対する金利引き上げ圧力となり、経済成長の鈍化という厄介な見通しにつながっている。



People living in a settlement walk about, with the skyline of Manila's financial district seen in the background.

インドネシア政府は、自国通貨が、20年前のアジア金融危機以来の水準にまで下落したことを受け、数々の防衛策を講じた。米国の好調な経済指標がドル高を招き、米金利が上昇するにつれ、世界の投資家は、新興

国市場から資金を引き揚げて自国での債券投資に充てる傾向を強めており、それが新興市場の通貨にダメージを与えている。

さらに、米国が中国に追加関税を課すことで両国の対立がさらに激化するとの懸念が、香港のハンセン指数の前日比3%安の引き金となった。

■ 今後のシナリオ

キャピタル・エコノミクスの新興市場担当チーフエコノミスト、ウィリアム・ジャクソン氏は、トルコとアルゼンチン以外では、マクロ経済の悪化はまだ見られないものの、ブラジル、ロシア、南アフリカ、インドネシアにおける比較的急激な債券利回りの上昇は、各国の成長に影響を及ぼすとの見方を示している。

また、TS ロンバードのラリー・ブレイナード氏は、新興市場は最悪の事態に直面しているという。9月のレポートで、ブレイナード氏は割安狙いの投資家に対し、新興市場はまだ底を打っていないと警告した。同氏は、トルコとアルゼンチンの問題は、全体に波及する状況ではないものの、現在起こりかけている他の複数の危機と組み合わさることで、より幅広い問題につながる可能性があるとして述べている。

より幅広い問題を引き起こす可能性のあるイベントについて、ブレイナード氏は次のように指摘する。

・米中の貿易摩擦の激化: 4000億ドル相当の製品に影響が及ぶ恐れがあり、中国の経常収支が赤字に転落し、人民元は約15%下落する可能性がある。その場合、他の国々も通貨を引き下げて対抗せざるを得なくなるため、新興市場に混乱が波及し、結果的に世界経済が打撃を被る。

・ブラジル大統領選挙: 10月上旬の第1回投票で、市場寄りの候補者が勝つ可能性が後退。中道派ではなく2人の両極端な候補者の戦いになる可能性が高く、市場を確実に動揺させる。その場合、ブラジルから避難した投資家が、新興市場全体に悪循環をもたらす恐れがある。

・トルコ情勢: トルコが景気後退に向かうとの懸念が大勢を占めるが、真のリスクは、不良債権の増加に伴い、欧州の貸し手がトルコへの融資を打ち切ることによる金融危機だ。このシナリオは、相場に織り込まれていない。

■ 人民元に細心の注意を

TS ロンバードの新興市場マクロ戦略担当マネジング・ディレクター、ジョン・ハリソン氏は別のレポートで、新興市場の中の相対的な避難場所としては、インドとメキシコが際立っていると述べている。i シェアーズ MSCI インド ETF (INDA) は年初から4%安で、下落率が全般的な新興市場指数の半分にとどまっている。一方、i シェアーズ・メキシコ ETF (EWW) は0.44%とわずかながら上昇している。

しかし、これらの市場も、それほど安全ではない可能性がある。ブラウン・ブラザース・ハリマンのウィン・シン氏は、「メキシコは他の新興市場の影響から逃れられず、再びペソに売り圧力が掛かっている。通貨が弱含むことでインフレが進み、中央銀行が再利上げを迫られる可能性がある」と述べている。

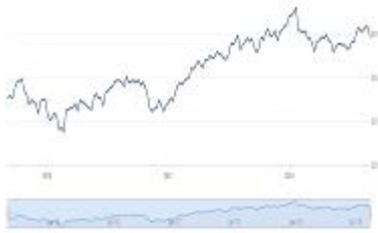
Diverging Markets

The MSCI Emerging Market Index has dropped by more than 20% since its January high—entering bear market territory—while the S&P 500 is solidly in the black this year.

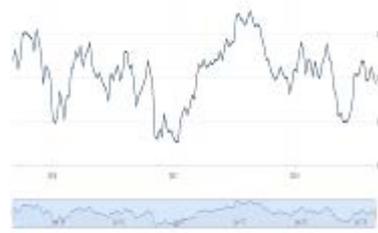


確かに、新興国市場株は米国株や欧州株よりも割安になっている。しかし、投資家は、中国との貿易摩擦の拡大と、人民元の下落の影響が新興国市場に波及する可能性について、細心の注意を払うべきだ。

iShares MSCI India ETF (INDA)



iShares MSCI Mexico ETF (EWW)



チャートは3年

By RESHMA KAPADIA
(Source: Dow Jones)

4. Gary Shteyngart's View From Hedge Fund Land 小説家の視点 【インタビュー】 小説家が見たヘッジファンド業界と世間の隔絶

■ 変わってしまったニューヨーク

2013年のクリスマス、筆者は、小説「スーパー・サッド・トゥルー・ラブ・ストーリー」などの著者であるゲイリー・シュタインガート氏と個人的に知り合った。同氏はヘッジファンドをテーマにした次回作を書くと言った。筆者は同氏に幾つかの取材先を紹介した。シュタインガート氏が業界を観察する様子を見ていると、不穏な気持ちになった。同氏の新鮮な視点の下では、あらゆる物が色あせて見えたためだ。



先日出版された小説「Lake Success」(レイク・サクセス(仮訳))では、主人公であるヘッジファンドマネジャーのバリー・コーエンが、2016年夏のマンハッタンから逃げ出し、長距離バスに乗って旅に出る。この作品は金融危機後のヘッジファンド業界を描いている。当時は低調なパフォーマンスが怒りを買っていたが、状況は回復した。現在のヘッジファンド業界はあまり注目されず、委任状の争奪合戦やファンドマネジャーの離婚が低級なゴシップとして報道されるにとどまっている。

本誌：なぜヘッジファンドを題材としたのか？

シュタインガート氏：私が題材としたのはニューヨークだ。私の過去の小説のほとんどはニューヨークをテーマとしている。現在のニューヨークに残されているのは、金融機関、不動産会社、そうした企業に群がる法律事務所などのサービス産業ばかりだ。私の記憶の中のニューヨークは今とはまるで違い、学校の先生や消防士が普通に暮らしていた。

Q：ニューヨークの変化によってどのような影響があったか？

A：自然界には大型動物を補助する動物がいる。こうした動物は、大型動物の口の中を掃除する見返りにわずかな餌を得る。ニューヨークでは、ポートフォリオマネジャー以外のあらゆる人間はこうした小型動物と同じだ。大型動物が死ねば、生態系全体が崩れる。

Q：ヘッジファンド業界の人間は、あなたが会う前に予想した通りの人々だったか？

A：彼らの多くが非常に不幸せだと感じていたことは予想外だった。ウイスキー数杯で本音を明らかにしたのもやや意外だった。私が気に入ったのは、「自分でも何をやっているのか分からない」と正直に話してくれた人々だ。彼らは当初は聡明だったのだが、この業界に誘い込まれてしまった。

金に取りつかれると、人生の大きな部分が影響を受ける。金だけではなく、ゲームに勝利する感覚に病みつきになる。彼らの昼間の仕事は、ある意味ではポーカーのようなものだ。そして夜も友人とポーカーをする。彼らの多くは、人生に対して一面的な視点しか持っていない。なぜなら、巨額の損失を出しても、世間では素晴らしい投資家だと言われるからだ。賭けを続ければ、社会では尊敬され、ピラミッドの頂点として扱われる。

Q：取材の過程で特に注目したものは？

A：3～4年の間、非常に面白い多くのエピソードを知ることができた。似たようなエピソードは映画業界などにもあるが、ヘッジファンド業界では歯止めが利かない。ヘッジファンドマネジャーは有名人ではないため、ある種の匿名性があり、何でも自由にできる。その結果、彼らの住む世界は周囲から孤立している。

■ 金だけが自己認識の基盤

Q：彼らは自意識が強いと思うか？

A：極めて自意識が強い。そして、そこに喜劇が生まれる。あるマネジャーは、自分の収入はわずか200万～400万ドルだから中流階級だと言う。世間の見方と自己認識が全く違っている。真逆のパターンもある。「私は10年前に素晴らしい投資をして5億ドルをもうけた。だから私はあらゆる分野において天才だ。私の能力を教育改革や慈善事業に活用したい」とのたまうマネジャーもいる。

彼らの自己認識は金によってのみ成り立っている。これは彼らにとって良くないことだ。かつての中流階級が幸せだったのは、仕事が社会全体につながっていたからだ。貧困層は貧民街に隔離され、富裕層は自分のためにしか行動できない。

Q：ヘッジファンドマネジャーは、あなたが彼らに好意的だと思い込んでいたようだが。

A：一部のマネジャーは、私の過去の作品を読んで、私が彼らと同じ右翼的な考え方を持っていると誤解していた。彼らは「スーパー・サッド・トゥルー・ラブ・ストーリー」をオバマ批判だと思ったようだが、あらゆる面で間違っている。私は反論せず、ジャーナリストらしい態度で情報収集に努めた。彼らの発言には、ショックを受けるものもあった。世間では、右派ニュースサイト「ブライトバート」のような極右的考え方は庶民が主張するものだと考えられている。しかし、こうした発言は多くの面で上流階級からも広まっているのだ。

Q：ニューヨークが、世間と隔絶した富裕層が集まる街になっているとすれば、状況を変えることは可能か？

A：金融とテクノロジーを解体しなければならない。これら二つのシステムによって、前述の小型動物はアルゴリズムに間もなく置き換えられる。小型動物の多くは消え去り、ベーシックインカムと、アルゴリズム所有者だけが街に残るだろう。それが私たちの望むものだろうか。

Q：こうした問題は資本主義によるものか？

A：私は社会主義国のソ連で育ったが、社会主義はうまくいかない。現在のベネズエラでもうまくいっていない。だが、資本主義には人間的な要素があってしかるべきだ。右派メディアは、力の強い労働組合や、教育や医療の無償化などに批判的だが、これらはうまくいっている。私は社会主義者ではない。金を稼ぐことに問題はなく、インセンティブを与えてくれると思う。しかし、一定の金額を超えたら、金から得られる喜びは、スポーツのスコアカードを付ける喜び以上のものではないということ認識すべきだ。

By MARY CHILDS
(Source: Dow Jones)

5. Up And Down Wall Street 次の金融危機の見つけ方 金融危機から10年経ち、今やFRBのバランスシート縮小が最大の関心事

【コラム】

■ リーマン・ブラザーズの破綻からもうすぐ10年

1929年のウォール街大暴落の10年後はまだ大恐慌から十分立ち直っていなかった。失業率はピークの25%よりも低いながらも依然として17%だった。ダウ工業株30種平均(NYダウ)は1932年の底から3倍に上昇していたが、ピークからはまだ半分程度しか回復しておらず、1929年の水準に戻るには四半世紀かかった。



1929年以降で最大の金融危機からの10年の様相は以前とは大きく異なる。失業率は4%を切り、株式相場は下落分をとっくに取り戻して余りある。世界は平和とはいえないものの、全面的に戦争しているわけではない。そうは言っても、リーマン・ブラザーズの破綻から10年になろうとしているが、その記憶はいまだに生々しい。自信過剰や慢心に陥るどころか、多くの投資家の頭の中は、次の危機の原因に関する心配で一杯になっている。

「今回は今までとは違う」は強気相場のピークに発せられると最も危険な言葉とされているが、ブラウフ・アセット・マネジメントの社長で、本誌ラウンドテーブルに長年参加しているフェリックス・ブラウフ氏は、全ての危機は常に前回の危機とは異なるものだとして述べている。「今までとは違う」といえば、米国の政治に当てはまるかもしれないが、市場は政界のドラマに関心を持っていないようだ。関税や貿易をめぐる緊張悪化に関しても少なくとも現時点では関心が薄く、世界大恐慌時のような本格的な貿易戦争に至ることはないというのが大方の予想だ。市場が最も懸念しているのは、資産価格と実体経済の回復を促した中央銀行による未曾有の規模の流動性供給の終了だ。

2007～2008年に、近づく危機を予想できず、適切な対応も取れなかった政策立案者たちは、1930年代の教訓から、当時とは正反対の政策を危機後に実施しようとしたようだ。エコノミストのミルトン・フリードマンらが大恐慌時の大失態と考えたマネーサプライの引き締めを避け、米連邦準備制度理事会(FRB)や欧州中央銀行(ECB)、日本銀行など世界の中央銀行は量的金融緩和(QE)を実施した。QE第2弾実施当時のバーナンキ元FRB議長の説明によると、QEの実施で住宅ローンや社債の金利が低下して住宅市場や設備投資が活発化し、株価上昇を促し、消費者の富や信頼感を押し上げ、消費を促進し、最終的には所得や利益を増加させると目されていた。株式市場に関しては目的が達成され、ウィルシャー・アソシエーツによると、米国株式の時価総額は2009年3月の底以降27兆8000億ドル、すなわち337%増加した。ヤルデニ・リサーチによると、FRB、ECB、日銀を合わせたバランスシートの資産額は2008年の約4兆ドルから2018年前半の15兆ドルに増加しており、これをチャートにすると、S&P500指数上昇のチャートと近似している。

■ FRBのバランスシート縮小の影響は？

ところが、現在変化が起きている。FRBは約束通りバランスシートの縮小を進めており、資産は約2520億ドル減少した。ブリークリー・アドバイザーズ・グループのピーター・ブックバー氏によると、FRB、ECB、日銀を合わせた資産の純買入額は2017年の第4四半期の月額1000億ドルから今年第4四半期にはゼロになる見込みだ。ブラウフ氏は、「通常、資金がひっ迫すると危機が起きる。2009年以降のFRBのバランスシート拡大があらゆる資産の価格をつり上げたように、バランスシートの大幅な縮小はちょうど反対の効果をもたらすはずだ」と電子メールの中で述べている。

世界の金融システムで最も脆弱（ぜいじゃく）な部分である新興国市場、特にトルコ、アルゼンチン、南アフリカでひずみが表面化し始めている。他にもひずみが生じているのがイタリアだ。ギリシャ危機を早いうちから警告していた B.ライリー-FBR のマーク・J・グラント氏は、今月後半に極右で大衆派の現政府の予算が提出される頃が「火花が飛ぶタイミング」と述べ、欧州連合（EU）全体が危険に陥る可能性もあるという。また、過剰な負債を抱えた中国の金融システムの不透明感に対しては至るところで懸念が表明されている。

中央銀行があおった本当のバブルは、安全とされる国債や社債市場かもしれないとブックバー氏は述べる。FRB が QE から QT（すなわち量的金融引き締め）に移行するにつれ、今後 12~24 カ月の間に悪影響が明らかになり、過剰な負債を抱えた世界経済全体に悪影響を及ぼすだろう。ダラス連銀の元アドバイザーで、コンサルティング会社マネー・ストロングの設立者、ダニエル・ディマルティノ・ブース氏は自身のウェブサイトで、債券市場のバブルが株式相場上昇を助けたと述べている。過去 5 年間で米国企業は低利回りを利用して 9 兆 2000 億ドルの社債を発行し、3 兆 5000 億ドルの自社株買いにもその資金が使われた。2018 年の自社株買いは過去最高の 8500 億ドルに達するペースだ。

■ 至るところにある過剰なレバレッジ

レバレッジは経済の至るところに浸透している。ブース氏は、バンクオブアメリカ・メリルリンチの最高投資ストラテジスト、マイケル・ハートネット氏の言葉である「借入金による自社株買いもレバレッジ、プライベートエクイティはレバレッジを掛けた株式のポートフォリオ、国債で資金調達した減税もレバレッジ」を引用している。

ストラテガス・リサーチ・パートナーズのジェイソン・トレナート氏は、プライベートエクイティこそ、最もインフレが進んだセクターだと指摘している。公的年金基金の想定リターンは 7.6% で、債券と株式のポートフォリオから得られるリターンよりかなり高いため、これらの基金や大学基金は高いリターンを達成するためにプライベートエクイティに殺到した。その結果、何十億ドルもの資金が次のウーバー（配車アプリ大手）やスラック（コミュニケーション用ソフトウェア大手）を探し求めている。

先の危機の際に住宅市場が引き金になると予見していたマクロメイブズのステファニー・ポムボイ氏は、最も懸念しているのは年金だと述べる。同氏によれば、年金の積立不足額は 4 兆ドルに達しており、住宅価値が住宅ローン額を下回った問題などかすんでしまう水準である。リスク資産が下落すれば、年金の穴はさらに深くなり、QE は誤差にすぎなかったと思えるような規模の救済が必要となる可能性があると同氏は述べ、さらに「下落が始まると、クオンツやパッシブ戦略、上場投資信託（ETF）の増加が、下落を増幅する効果を持つだろう」と指摘する。

JP モルガンのクオンツ・ストラテジストのマルコ・コロノビッチ氏もポムボイ氏と同意見で、「アクティブからパッシブ運用への移行や、アクティブなバリュウ投資家の没落によって、大幅な下落を予防し、回復させる市場の力が弱まる」とレポートで述べている。アクティブ運用やバリュウ戦略からパッシブ運用やモメンタム戦略へと約 2 兆ドルの資金が移動したほかにも、プライベートエクイティ、不動産、流動性の低いクレジット商品などへの資金の移動によっても公開株式市場で使用可能なキャッシュが減少している。また、コロノビッチ氏は、次の危機が起きれば、1968 年に似た社会的緊張が生じるかもしれないと述べた。当時は、社会的動乱に続いて世界の金融秩序が乱れ、インフレが高進し、株式のリターンはゼロになった。

パウエル FRB 議長は最近、以前であればインフレに続いて FRB が利上げを行い、景気後退を招いていたが、最後の 2 回の景気後退は、インフレではなく金融市場の過剰に続いて起きたと指摘した。この発言は、FRB は、たとえ資産価格が下落するとしても、一定速度でのバランスシート縮小を継続するという意味なのだろうか。あるいは、FRB が資産価格低下のリスクを冒すことはないのだろうか。ハートネット氏は、「実体経済のインフレよりもウォール街のデフレの方が、景気後退への近道だ」と述べている。

ズラウフ氏は、世界的な危機が強まった時か、米国経済が鈍化してインフレ懸念が弱まった時にバランスシート縮小が終わる可能性があり、その時点になれば「資産価格が大幅に下落する可能性があるので、安いと思うものを何でも買うために現金が必要だ」と述べている。危機を切り抜けられる人にとっては良い面もある。

By RANDALL W. FORSYTH
(Source: Dow Jones)

6. The Trader ナスダック総合指数の急落は待っていた急落場面か 【米国株式市場】 レーバーデー明けの市場で売りこまれたのは一部のモメンタム株

■ ハイテク株に異変？

先週の株式市場は軟調で、主要株価指数は、ダウ工業株30種平均が0.2%安の2万5916ドル54セント、S&P500指数が1%安の2871.68で引けたが、ナスダック総合指数は2.6%の下落となり、7902.54で週末を迎えた。小型株のラッセル2000指数は1.6%下落して1713.18となった。

これらの指数の動きだけから判断すると、株式市場で何か異変が起きていると思いきって考えることができ、



Facebook COO Sheryl Sandberg and Twitter CEO Jack Dorsey testify during a Senate Intelligence Committee hearing.

ナスダック総合指数の下落率から判断して、その何かとはハイテク株に関するものということになるだろう。

下落が始まったのはツイッター (TWTR) のジャック・ドーシー最高経営責任者 (CEO) とフェイスブック (FB) のシェリル・サンドバーグ最高執行責任者 (COO) が議会で証言している時に始まったが、証言が終わった後も下落は続いた。株価の下落は、議会での公聴会の焦点だったソーシャルメディアやその他のインターネット関連株だけでなく、半導体のマイクロン・テクノロジー (MU) やネットワーク機器のアリスタ・ネットワークス (ANET) などの他のハイテク株にも広がった。つまり、議会公聴会は売りのきっかけになったものの、下落を大きくしたのは規制に関する懸念ではなかったことになる。

その代わり、問題の根幹にはいわゆるモメンタム株 (単純に、市場でこれまで最も上昇していた銘柄と定義) に対する投資家の思い入れがあったと考えられる。モメンタム株は投資家が出口を求めて押し寄せると大きく反落する習性があり、先週はまさにその動きが見られた。モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントのシニア・ポートフォリオマネジャーであるアンドリュー・スリムモン氏は、「売られたのはハイテク株ではなく、純粋なモメンタム株だ。公聴会があり、少しだけ懸念があったが、それが急落の引き金を引いた」と述べる。

実際、モメンタム株に急落が訪れるタイミングだったのかもしれない。問題点の一つはバリュエーションで、スリムモン氏は割高感が強かったと指摘し、「ボートの片側に多くの人乗り過ぎていた」と語る。確かに、ボートの片側は非常に混んでいた。RBCキャピタル・マーケッツのデータによると、グロースファン드의運

用担当者が選好する 10 銘柄のうち 9 銘柄は、ソフトウェアのアドビシステムズ (ADBE)、企業向けソフトウェアのセールスフォース・ドット・コム (CRM) やアマゾンを含むハイテク株やインターネット株となっており、ヘッジファンドの場合は 20 銘柄中 13 銘柄がこうした銘柄で、フェイスブック、マイクロソフトおよびアルファベット (GOOGL) が含まれている。

RBC で米国株戦略の責任者を務めるロリ・カルバシーナ氏は「議会にソーシャルメディアのエグゼクティブが登場している姿はイメージとしてよいものではないが、こうした銘柄だけが売られたわけではなく、売りはこれまで買いが殺到していた銘柄全般に広がった」と述べる。

■ 再び買われるか

忘れてはならない点がもう一つある。カルバシーナ氏は「投資家はレーバーデーの 3 連休から戻った際に新興国市場の弱気相場入りとのヘッドラインに迎えられた。もし彼らが急落を恐れて株式の投資比率を元に戻す必要を感じたなら、利益確定のためにこれまで最も上昇していた銘柄の売りが適していることになる」と指摘する。

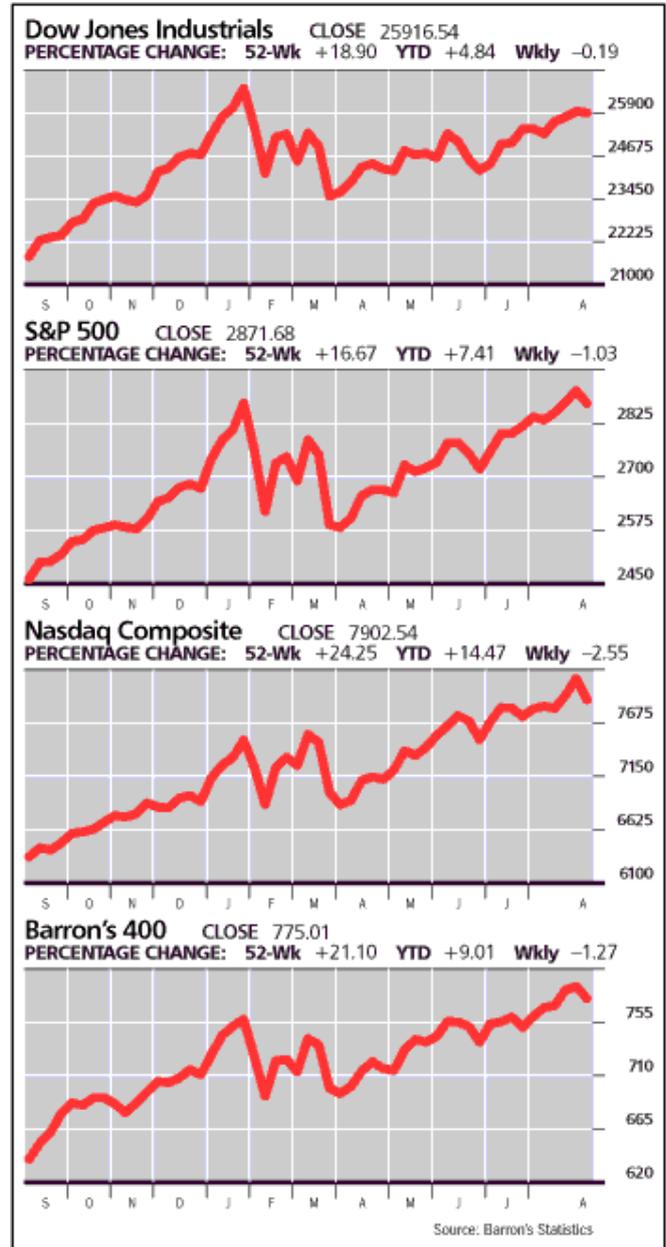
ただし、大きく上昇していたハイテク株の急落は、単なる上昇の一眼にすぎなかったとの見方もある。ファンドストラット・グローバル・アドバイザーズの調査責任者であるトム・リー氏によると、1926 年以降、毎年 9 月までに市場をけん引していた上位 3 セクターは年末までアウトパフォームが続く傾向があり、平均で S&P500 指数に対して 1.5%ポイント上回っていたという。ただし同氏は、2017 年はこの規則性における主な例外の年だったと指摘する。

この規則性ではどのセクターが上昇していたかも重要だ。素材セクターや公益事業セクターが 9 月までの上位 3 セクターの場合は逆転しているが、一般消費財・サービスセクターやハイテクの場合はその後も最も上昇することが多かったとリー氏は説明する。両セクターは先週 1.2%と 2.7%の下落だったが、今年最も上昇したセクターとなっている。

■ 中国のインターネット関連株は買い場か

インターネット株を組み入れたい場合、米国でなく中国のインターネット株を買うタイミングかもしれない。

フェイスブックやツイッターやアルファベットの下げはきつかったが、中国のインターネット株よりもましだったかもしれない。投資家が中国経済の減速や米国での関税の影響を懸念した結果、過去 3 カ月でテンセント・ホールディングス (騰訊控股、700.香港) が 26%の急落、アリババ・グループ・ホールディング (阿里巴巴集団、BABA) が 20%、バイドゥ (百度、BIDU) が 18%の下落と、これらの中国株は大挙して下落した。しかし、これらの銘柄は買い場かもしれない。



確認しておきたいのは、これがファンダメンタルズ面からの話ではないという点だ。中国のインターネット株が急騰するような新たな数値が発表されたわけではなく、JD ドット・コム創業者の劉強東 CEO がミネアポリスで逮捕されたとの事件(本人は容疑を否定)も影を落としているが、それでも最悪期は過ぎたようだ。



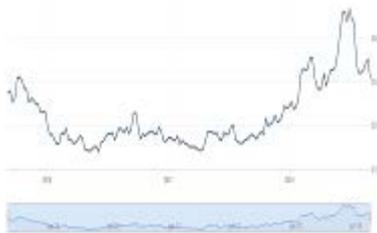
特に米国のインターネット株と比較すると割安感が感じられる。米国のインターネット関連株の上場投資信託(ETF)で資産が最も大きなファースト・トラスト・ダウ・ジョーンズ・インターネット・インデックス(FDN)は今年に入ってから28%上昇して138.90ドルとなっているが、一方で中国のインターネット株のETFであるクレインシェアーズCSIチャイナ・インターネット(KWEB)は19%下落して47.55ドルとなっている。過去5年間の二つのETFの価格差の平均は39ドルだが、今は90ドル以上に拡大している。

以前、両方のETFは似たような値動きをしており、ブルームバーグのデータによると年初時点で30日間の相関係数は約80%だった。それが現在では48%に低下しているが、価格差が元に戻ると想定するならば、大きく売り込まれた中国のインターネット関連株が買い時ということになる。

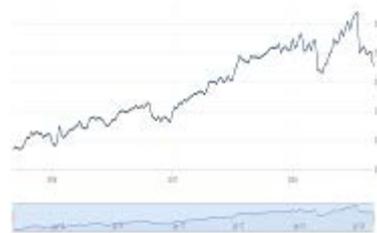
その中で注目されるのは、先週だけで4.6%下落したバイドゥだ。中国の検索市場にグーグルが参入すると懸念から売られたが、バイドゥのコアビジネスが稼ぐ2019年の利払い・税引き・償却前利益(EBITDA)の予想で見ると、株価は約10倍にすぎず、アルファベットやフェイスブックやツイッターと比べて大きく割安であり、オークションサイトのイーベイ(EBAY)と同程度だと、サスケハナのアナリストであるシャイアム・パティル氏は述べる。

パティル氏は、バイドゥは単に割安だけでなく、成熟しつつある中国の検索市場でグーグルと同様に広告収入を改善させる手立てを打っていると見ている。同氏はグーグルによる検索市場での脅威は確かにあるものの短期的には感じられず、現時点での下値不安は少ないと指摘する。バイドゥに対する同氏の目標株価は325ドルだ。

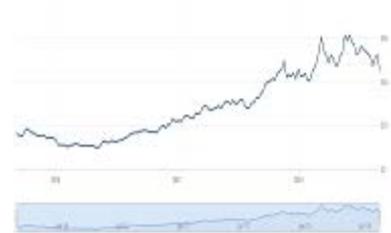
Twitter Inc. (TWTR)



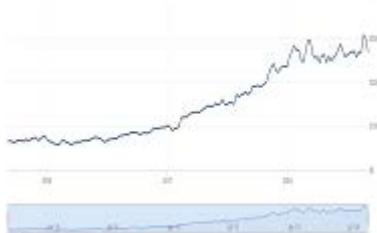
Facebook Inc. Cl A (FB)



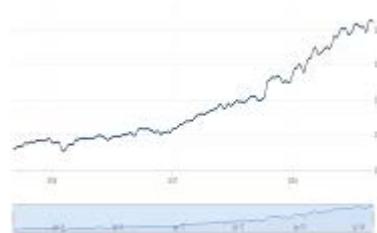
Micron Technology Inc. (MU)



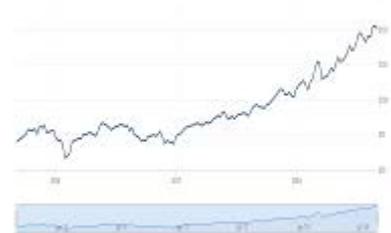
Arista Networks Inc. (ANET)



Adobe Systems Inc. (ADBE)



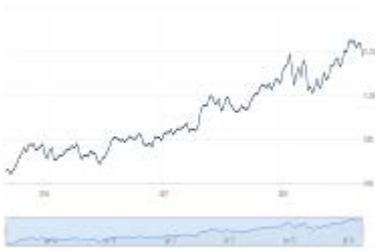
Salesforce.com Inc. (CRM)



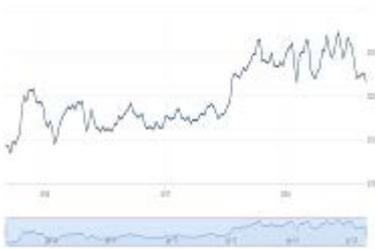
Alphabet Inc. Cl A (GOOGL)

Tencent Holdings Ltd. (HK:0700)

Alibaba Group Holding Ltd. ADR

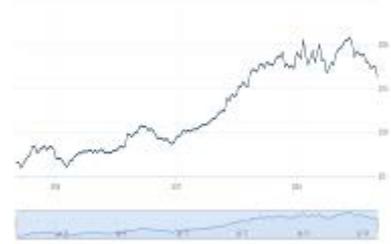


Baidu Inc. ADR (BIDU)



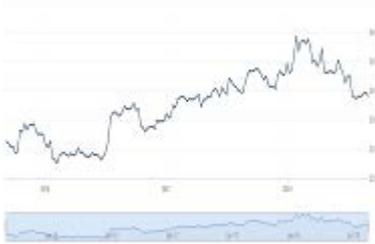
First Trust Dow Jones Internet Index Fund (FDN)

(BABA)



KraneShares CSI China Internet ETF (KWEB)

eBay Inc. (EBAY)



チャートは3年

By BEN LEVISOHN
(Source: Dow Jones)

7. How The Midterm Elections Could Be Bullish For Stocks 政治の影響 【米中間選挙】 米国株にとって好材料となる米中間選挙の結果は、民主党支配の下院、共和党支配の上院

■ ガブリエル氏の見解

チャック・ガブリエル氏は 32 年間にわたって、政治がポートフォリオにどのような影響をもたらすかについて投資家に助言してきた。同氏が共同創業者を務めるキャピタル・アルファ・パートナーズは 2016 年の大統領選挙の際に、ドナルド・トランプ氏が負けるだろうが、もし勝った場合には投資家が減税と規制緩和に期待するので株価は上昇するだろうという見解を示したことから、今では引っぱりどころになっている。



Chuck Gabriel PHOTO: GABRIELLA DEMCZUK

著名市場ストラテジストのエド・ヤルデニ氏は「ガブリエル氏の見解は、政治がどのように機能不全に陥るかで異なってくる投資判断のよりどころとして非常に貴重となっている」と話す。

政治的見通しへの関心はかつてないほど高い。経済成長は広く行き渡ってきた。米株式市場は最高値を何度も更新した。それでも中間選挙で民主党が下院の多数党になる確率は 70%だとガブリエル氏は主張する。民主党が勢い付いているのだ。「減税と国内総生産 (GDP) の 4%成長という栄光にあぐらをかかずに貿易摩擦を追求するというトランプ氏の決断を好機と捉えた」民主党は、補欠選挙や資金集めで期待を上回る成果を見せてきた。

具体的な数字を見ていこう。下院の多数党になるには218議席が必要となる。民主党が下院を支配するためには、11月の米中間選挙で今よりも23議席増やさなければならない。ガブリエル氏は民主党が28~35議席、多ければ40議席増やすとみている。しかし、民主党が上院で多数党になる可能性は低く、ガブリエル氏はその確率を40%としている。民主党は24の現有議席を守り、さらに2議席を追加しなければならないのに対し、共和党は現有の9議席を守るだけでいい。民主党が守るべき24議席のうちの10議席はトランプ氏が勝利した州に属している。

もちろん、米株式市場の方向性はロバート・モラー特別検察官による捜査結果や米国の貿易協議に左右される部分が大いだが、民主党が支配する下院、共和党が支配する上院は米国株にとって好材料となる。ガブリエル氏は「市場はほっとするだろう」と話す。仮に民主党が上下両院を支配するようなことになれば、債券、ドル、株式相場が急落すると同氏は予想する。とはいえ、それは買い好機になるかもしれない。というのも民主党は「何に関しても、意見が一致していないからだ」と同氏は指摘する。

■ 共和党銘柄と民主党銘柄

可能性が最も低いのは、共和党が上下両院を支配する現状維持である。もしそうなれば、個人の減税が時限付きではなく永久的になる「減税 2.0」が見込まれる。共和党は大統領の信念でもあるキャピタルゲイン税へのインフレ調整を導入しようとするかもしれない。共和党の上下両院支配は「共和党銘柄」とされる製薬会社、エトナ (AET) のような管理医療会社、バイオ技術、銀行、クレジットカード、保険、資産運用、学生ローン、自動車、航空、輸送、通信、防衛、インターネットといったセクターの株式にとって追い風となるだろう。その反対に自動車部品、病院、金融取引所、住宅建設、鉄道、建設などの「民主党銘柄」は後れを取るかもしれない。

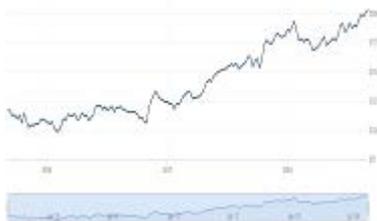
民主党が下院の多数党になった場合、法案が相次いで可決することはないだろう。モルガン・スタンレーによると、大統領の所属政党が最初の中選挙で連邦議会の支配権を失った後は通常、立法活動が減速するという。「減税 2.0」はけん引力を失うだろう。民主党の分裂も重要議題の妨げになる。民主党はまず、リーダーシップ争いに直面するが、ガブリエル氏は「ナンシー・ペロシ元下院議長を中心に協調するだろう」とみている。ただし、次に民主党は左派と右派の対立で分裂してしまうという。

民主党が上下両院を支配した場合はどうか。トランプ大統領の減税や規制緩和措置が巻き戻され、家族や低所得者向けの税控除が導入されるだろう。企業は設備投資計画を再検討することになる。そして医療に関する立法が増えるだろう。

民主党が上下両院を支配した場合の影響としては、民主党が当面の焦点を2020年の大統領選挙に置き、トランプ政権に一切の勝利を与えまいとするということも考えられる。特別検察官による報告書で不正行為が示唆されれば、大統領に対する弾劾の公聴会も開かれ、金融市場にとってもリスクとなるだろう。

Aetna Inc. (AET)

チャートは3年



By LESLIE P. NORTON
(Source: Dow Jones)

8. Stock Funds With Brakes and Airbags ディフェンシブで備える 【株式ファンド】 ディフェンシブな株式ファンドで下落相場に備える

■ 2008年のパフォーマンスから学ぶ

2008年は悪夢の年だった。S&P500指数は37%下落し、国債以外に安全な投資先などなかった。今や、上昇相場は10年目を迎えようとしている。そろそろ次の下落局面に備える時期かもしれない。そんな時はディフェンシブな株式ファンドにシフトしておくのが賢明だろう。



本誌はモーニングスター・ダイレクトのデータベースの中から、2008年のパフォーマンスが同カテゴリー内で上位25%に入った株式ファンドを探した。ディフェンシブという要素を加味するため、過去5年間のボラティリティが低く、「ダウンサイド・キャプチャー・レシオ」が低いという条件も追加した。ダウンサイド・キャプチャー・レシオとはベンチマークの下落幅に対する当該ファンドの下落の程度を表し、ダウンサイド・キャプチャー・レシオが50%だとファンドの下落率がベンチマークの下落率の半分、150%だとベンチマークの下落率の1.5倍の下落率を意味する。

■ 優良銘柄の代表格は有配企業

結果、338本のファンドが抽出された（うち37本は現在新たな投資を受け付けていない）。その中の1本、アメリカン・ファンズ・ワシントン・ミューチュアル・インベスターズ・ファンド（AWSHX）は運用資産1090億ドル、2008年のパフォーマンスは大型バリューストックファンドの平均37%下落に対し、33%の下落にとどまり、過去3年と過去5年では同カテゴリー内で上位10%以内、過去10年では上位18%に入る。

投資基準は極めて保守的で、まず過去10年間のうち8年が有配であること、しかも過去5年のうち4年で配当総額を上回る利益を生み出していなければならない。つまり、配当利回りを良く見せるために借入れなどの裏技を使っている銘柄は除かれる。

同ファンドの過去15年間のダウンサイド・キャプチャー・レシオは88%、すなわち市場が1%下落した間に同ファンドは0.88%下落したということだ。また、ファンドが組成された1952年以降で見ると、10年移動リターンは82%の期間においてS&P500指数を上回っている。現在のグローブ主導の市場でアウトパフォームするのは難しいが、マイクロソフト（MSFT）やインテル（INTC）といったハイテク株は保有している。

大型株ファンドの中で特にディフェンシブ性が強く、それでいて高いパフォーマンスを上げているのはアメリカン・センチュリー・エクイティ・インカム（TWEIX）だろう。2008年は20%下落したがダウンサイド・キャプチャー・レシオは54%であり、過去3年間のリターンはカテゴリー内で上位24%、ダウンサイド・キャプチャー・レシオは53%となっている。同ファンドも優良有配企業を選好し、構造的問題を抱えている企業には投資しない。

最近では、飲料大手ペプシコ（PEP）などの生活必需品銘柄や、ウェイスト・マネジメント（WM）やリパブリック・サービスズ（RSG）といった廃棄物処理サービス企業を買っている。同ファンドを運用するフィル・デビッドソン氏によれば、「ウェイスト・マネジメントとリパブリック・サービスズは複占市場」で安定しているという。

■ バランスシート重視でリスク回避

全てのディフェンシブファンドが配当を重視しているわけではない。大型株ファンドのAMGヤクトマン・フォーカスト（YAFFX）と中型株のプロスペクター・オポチュニティー（POPFX）はリスク回避タイプであり、バランスシートが健全でバリュエーションが妥当な企業を選好する。プロスペクターは2008年に19%下落、過去3年間および10年間のリターンは中型株ファンドの上位37%に位置する。同ファンドの共同マ

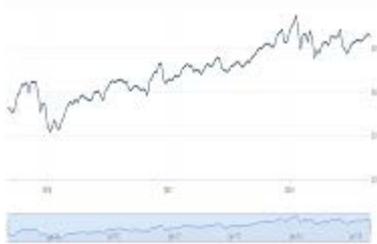
ネジャー、ケビン・オブライエン氏は「過剰な債務は株価下落の根本的原因となり得る」と語る。

驚くのは、市場が暴落した2008年9月当時、プロスペクターの資産の31%が金融株だったにもかかわらず、年間下落率が市場の半分だったことだ。ポイントは、銀行持ち株会社オリタニ・ファイナンシャル (ORIT) を保有していたことで、同行はバランスシートが極めて堅固であり、金融危機の間に安値で自社株買いを行った。同ファンドは今でもオリタニ株を保有している。

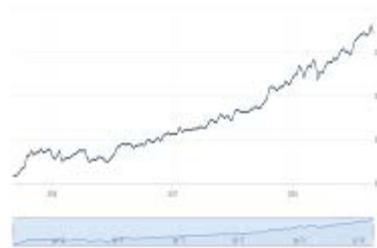
パルナッソス・ミッド・キャップ (PARMX) はプロスペクターと比べるとグロース寄り、バランスシートの強さに加えて、競争力に着目している。また、環境・社会・ガバナンス (ESG) の要素を銘柄選択の基準に組み込むことで下振れリスクを抑制している。2008年は29%下落、過去10年のリターンはカテゴリー内で上位22%に入る。

小型株は一般的にボラティリティやダウンサイド・キャプチャー・レシオが高いが、その中でもディフェンシブなファンドはある。トリビュータリー・スモール・カンパニー (FOSCX) は2008年にS&P500指数を上回るパフォーマンスを上げ、それ以降もカテゴリー内で上位のリターンを上げている。外国株では、トクヴィル・インターナショナル・バリュー・ファンド (TIVFX) やジャナス・ヘンダーソン・グローバル・エクイティ・インカム・ファンド (HFQAX) が注目に値する。いずれのファンドも次の下落相場で無傷とはいかないだろうが、影響は小幅にとどまる可能性がある。

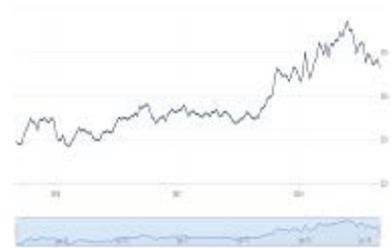
American Funds Washington Mutual Investors Fund:A (AWSHX)



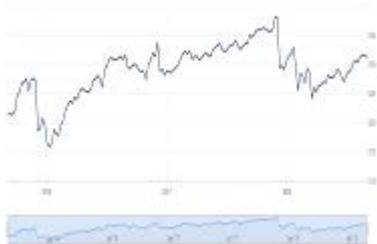
Microsoft Corp. (MSFT)



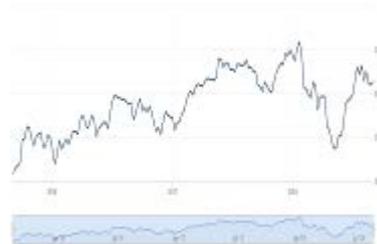
Intel Corp. (INTC)



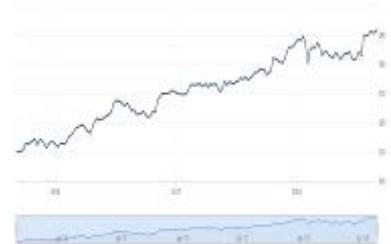
American Century Equity Income Fund:Investor (TWEIX)



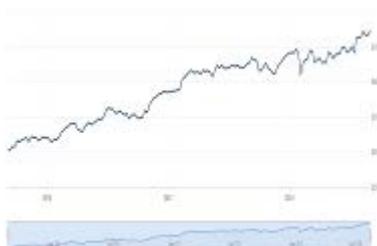
PepsiCo Inc. (PEP)



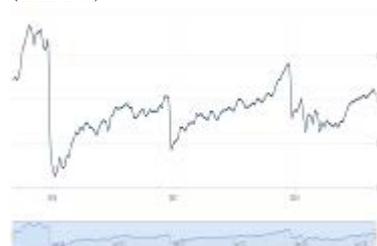
Waste Management Inc. (WM)



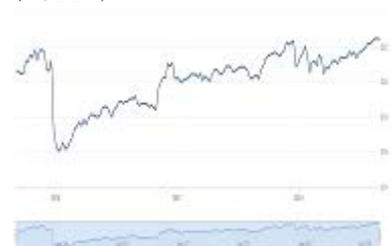
Republic Services Inc. (RSG)



AMG Yacktman Focused Fund:N (YAFFX)



Prospector Opportunity Fund (POPFX)



Oritani Financial Corp. (ORIT)

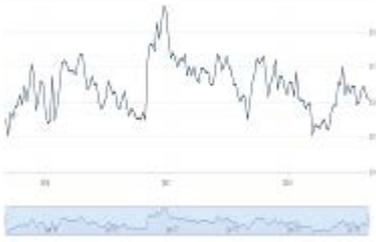


Parnassus Mid Cap Fund:Investor (PARMX)

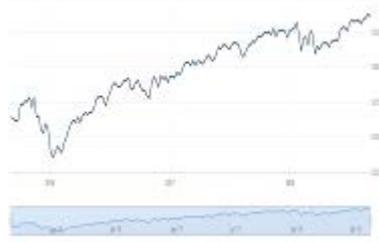


Tributary Small Company Fund:Institutional (FOSCX)

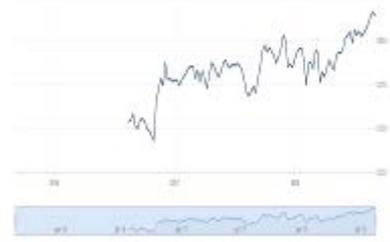




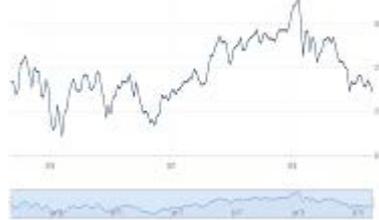
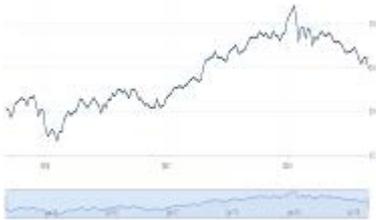
Tocqueville International Value Fund (TIVFX)



Janus Henderson Global Equity Income Fund:A (HFQAX)



チャートは3年



By LEWIS BRAHAM
(Source: Dow Jones)

9. The Story of Box: A Unicorn's Journey to Public Success ボックス 【注目企業】 ユニコーンから脱皮、顧客ターゲットの大手企業への転換が奏功

■ 主要顧客を消費者から大企業に転換

クラウド型データ保管・共有サービスを提供するボックス (BOX) は、2015年1月に上場した当時、足場を築こうとするユニコーン企業の一つにすぎないと考えられていた。それから3年半後、同社は今ではれっきとした上場企業となった。同社のようにユニコーン企業が上場後も成功している例は珍しい。現在の姿になるまでには度重なる軌道修正が必要だった。

上場後の最大の変化は、事業の中心が消費者向けのファイル共有サービスから大企業向けのオールインワン・サービスへと変化したことだ。同社の

主な顧客は今や、基本設計が数十年前の肥大化した法人向けソフトウェアを捨て、さまざまなソフトウェア会社からサービスとして提供されるアプリを組み合わせる方式へと移行する企業である。



Aaron Levie, CEO of Box PHOTO: COURTESY OF BOX

ボックスの株価は上場から29%、過去2年間で36%上昇し、現在の時価総額は36億ドルに達している。直近の2019年度第2四半期決算では、売上が前年同期比21%増の1億4820万ドルとなり、1株当たり利益 (EPS) は0.05ドルの赤字を計上したものの赤字幅は予想を下回った。これは同社が正しい方向に向かっていること示すさらなる証拠である。同社は売上が2019年度に6億ドルに、2022年度までに10億ドルに達し、来年1月に終了する2019年度第4四半期に調整後ベースでの黒字化を達成すると予想する。

■ フォーチュン500企業の69%が顧客

同社の成功のもう一つの指標はフォーチュン500企業に占める顧客企業の割合である。この数値は2016年第2四半期の52%から2019年度第2四半期に69%に上昇した。同社の全売上の約58%が従業員数2000人以上の企業からのものだ。

同社が2019年度第2四半期に締結した受注額10万ドル超の契約は50件、50万ドル超の契約は11件、100万ドルを超える契約は2件だった（前年同期はそれぞれ40件、11件、4件）。下半期に複数の有望顧客との数百万ドル規模の契約を見込んでいる。

同社が目指しているのは、「未来の仕事」のカテゴリーで重要な地位を占めることだ。未来の仕事とは、「あらゆるエンドポイントからあらゆるファイルを取り込み、ワークフローを自動化し、分析を行う」能力である。競争相手はマイクロソフト（MSFT）、ドロップボックス（DBX）、アトラシアン（TEAM）、スマートシート（SMAR）、アピアン（APPN）、およびその他数十社だ。

■ 顧客企業の成長を助けることが使命

ボックスの最高経営責任者（CEO）であるアーロン・レビー氏は、他社との競争は10年に及ぶ旅の一部にすぎないと言う。同氏の言う旅とは、顧客が個人からチーム、小さな企業、中規模の企業、さらには10万人を超えるユーザーを抱える大企業へと次々に成長する過程のことだ。

2016年半ばにボックスの顧客となった保険会社大手ファーマーズ・インシュランス・グループのレーハン・アシュロフ氏は保険業界について、数十年にわたり膨大な量の紙を「手作業で処理することによって築かれた古い産業だ」と説明する。

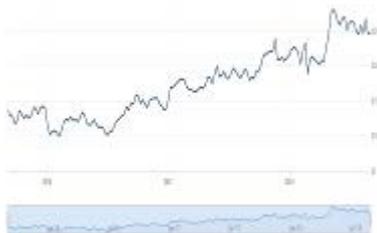
同社では2万人を超える従業員がボックスのサービスを利用している。同社はボックスとの間でファイル管理およびカスタム・アプリケーション構築の支援に関する契約を締結して以降、機械学習の実験を拡大しており、顧客クレーム担当者が顧客のより複雑な問題に対処するための時間的余裕を機械学習によっていかに増やすことができるかを試している。

レビー氏は同社の最も誇れる達成事項の一つとして、「当社は、コンシューマー企業としてのイノベーションとスピードおよび機動力を失うことなく法人向けサービスを提供する企業となることができた」ことを挙げる。

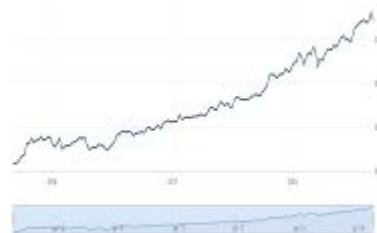
同社ははからずも、フェイスブック（FB）やツイッター（TWTR）、グーグルを1年以上にわたって悩ませているセキュリティとプライバシーに関する規制当局からの精査を免れているのは特徴的だ。レビー氏はその理由について、「われわれの方が賢いわけではない。当社は金融機関やヘルスケアの顧客を抱えており、こうした業種はたまたま厳しく規制されている。当社はそうした顧客の基準を順守することでセキュリティとプライバシーを強く意識せざるを得ない」と説明する。

32歳のレビー氏は同社の次のステップについて、「フォーチュン500企業、さらにはそれ以外の企業がデジタルトランスフォーメーションを経験することになる」と意気軒高（いきけんこう）だ。

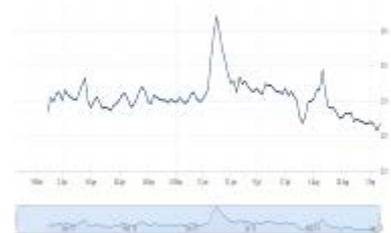
Box Inc. Cl A (BOX)



Microsoft Corp. (MSFT)



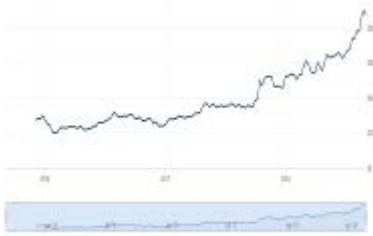
Dropbox Inc. (DBX)



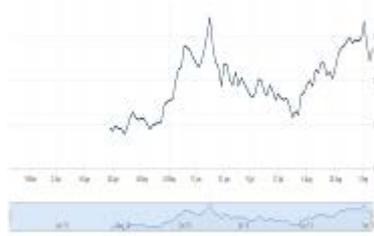
Atlassian Corp. PLC Cl A (TEAM)

Smartsheet Inc. (SMAR)

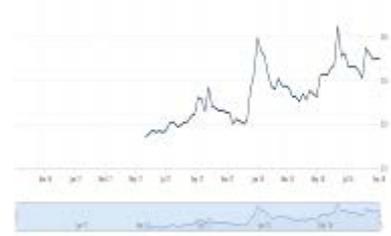
Appian Corp. Cl A (APPN)



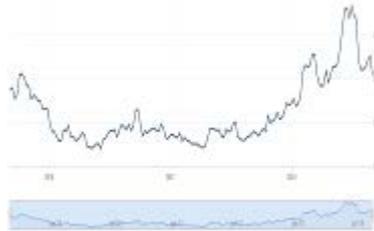
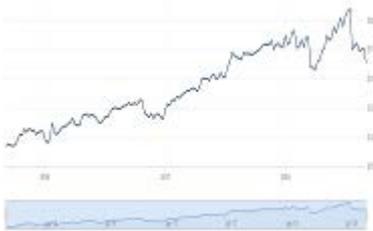
Facebook Inc. (FB)



Twitter Inc. (TWTR)



チャートは3年(DBX, SMARは6カ月、APPNは2年)



By JON SWARTZ
(Source: Dow Jones)

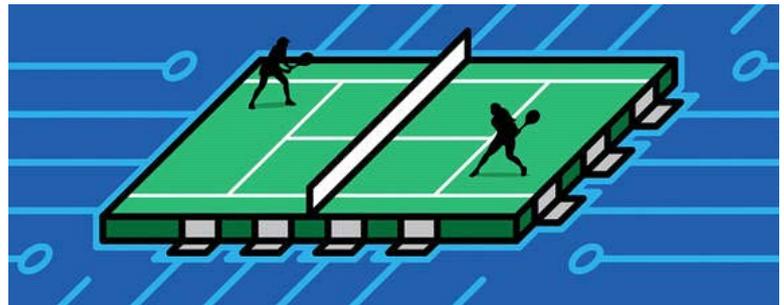
10. Preview 今週の予定

【経済関連スケジュール】

テニス全米オープンで大活躍の AI 「ワトソン」

■ 試合中にデータ分析し、選手やコーチにも提供

テニスの全米オープン 2018 が開催されているアーサーアッシュ・スタジアムの一角に、ドアに「データ処理中」と小さく書かれた部屋がある。部屋の中では、開催中の試合をさまざまなアングルで捉えた映像が、ズラリと並んだコンピューター・スクリーンに映し出されている。数名のスタッフが働いている様子も見られるが、ここでの仕事は大半が、IBM (IBM) の人工知能 (AI) 「ワトソン」に任されている。



ワトソンは、試合中のスコア管理、ポイントごとのデータ分析、ファンからの質問への対応など、さまざまな役割を果たす。試合のハイライト映像は、以前なら複数のエディターが何時間にも及ぶビデオを編集し、試合後に作成されていた。ワトソンの導入後は、この作業もリアルタイムで行われる。IBM ワールドワイドスポーツ・エンターテインメント・パートナーシップのプログラム・マネージャーであるジョン・ケント氏によると、ワトソンは、開催されている試合のラリーごとに「エキサイト・スコア」を算出する。例えば、ゲームやセットを締めくくるポイントや、選手がガッツポーズを作る場面などは、スコアが高くなる。また、観衆の反応もスコアに影響する。試合後は、スコアが高い場面を編集したビデオから、ハイライトとなるべき場面が人の手で選ばれる。

このようなワトソンの活躍は、全米オープンにおいて数年前から続いている。今年から新たな試みとして、ワトソンが試合中に分析したデータが選手やコーチに提供されている。ワトソンは、対戦相手やコートごとに、選手の能力が最大限に生かされる戦略も提供する。9月5日に開催された、ノバク・ジョコビッチ選手とジョン・ミルマン選手の準々決勝を前に、ワトソンは、両選手のプレースタイルや過去の対戦を分析した。分析によると、ジョコビッチが勝つためにはファーストサーブで 68%以上のポイントを上げる必要があり、ミルマンが勝つにはファーストサーブで 8%以上のサービスエースを取る必要があった。試合は、ジョコビッチが 3セット連取で勝ちを収め、ワトソンの分析通りの結果で終わった。

By NICHOLAS JASINSKI

■ 今週の予定

9月10日(月)

- ・オーディオ機器メーカーのソノス (SONO) が、上場後初となる四半期決算発表。
- ・通信大手 AT&T (T) がタイムワーナーの買収について、投資家向けにコンファレンスコールを開催。ジョン・スティーブンス最高財務責任者 (CFO) が、買収後の財務状況について質問に答える模様。
- ・米連邦準備制度理事会 (FRB) が7月の消費者信用残高を発表。エコノミストは150億ドル増加の3兆9200億ドル(過去最高水準)を予想。

9月11日(火)

- ・全米独立企業連盟 (NFIB) が8月の中小企業楽観度指数を発表。コンセンサス予想は、7月(107.9)から若干上昇の108.2。
- ・米労働省が7月の求人離職統計 (JOLT) を発表。求人件数は666万人(6月と同程度)となる見通し。
- ・アルゼンチン中央銀行が政策金利を発表。今年に入り、アルゼンチン・ペソが急落(年初から対ドルで50%以上下落)している最中で、対応が注目される。

9月12日(水)

- ・ITサービスのピボタル・ソフトウェア (PVTI) が四半期決算発表。
- ・米労働省が8月の卸売物価指数発表。コア指数(食品・エネルギーを除く)が前年同月比で2.7%上昇(7月と同程度の上昇)となる予想。
- ・FRBが地区連銀景況報告(ベージュブック)を発表。
- ・バークレイズ・グローバル・ファイナンシャル・サービス・コンファレンスがニューヨークで開催。大手保険会社のオールステート (ALL)、金融総合サービス大手アメリカン・エクスプレス (AXP)、大手銀行・金融持ち株会社バンク・オブ・アメリカ (BAC)、投資運用会社ブラックロック (BLK)、大手銀行持ち株会社シティグループ (C) などによるプレゼンテーションが予定されている。
- ・アップル (AAPL) が、カリフォルニア州クパチーノの本社で新製品発表イベントを開催し、iPhone (アイフォン) やアップル・ウォッチの新モデルなどを披露する模様。

9月13日(木)

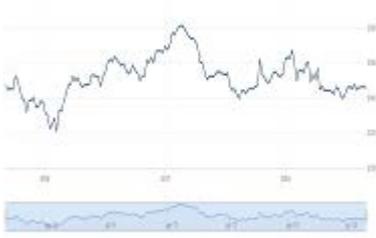
- ・画像編集ソフトのアドビシステムズ (ADBE)、スーパーマーケットチェーン大手クローガー (KR) が四半期決算発表。
- ・イングランド銀行(英中央銀行)、トルコ中央銀行、欧州中央銀行 (ECB) が、それぞれ政策金利を発表。
- ・米労働省が8月の消費者物価指数 (CPI) 発表。エコノミストは、前年同月比で2.8%の上昇を予想(7月は同2.9%の上昇)。コア指数は前年同月比で2.4%上昇(7月と同程度の上昇)となる見通し。
- ・ドイツェバンク・テクノロジー・コンファレンスがラスベガスで閉幕。パソコン・プリンター製造のヒューレット・パッカード (HP、ティッカーはHPQ)、ネットワーク機器メーカーのジュニパー・ネットワークス (JNPR)、ソフトウェア大手マイクロソフト (MSFT)、電子決済サービスのペイパル・ホールディングス (PYPL) など、多数の企業が参加予定。

9月14日(金)

- ・8月の小売売上高発表。コンセンサスは前月比0.4%の上昇を予想。自動車を除くベースでは、同0.5%の上昇を予想。
- ・9月のミシガン大学消費者信頼感指数発表。エコノミストは、8月とほぼ変わらずの96.2を予想。

International Business Machines

Corp. (IBM)



チャートは3年

By ROBERT TEITELMAN
and 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. How the Financial Crisis Still Affects Investors
Stocks have rallied, and investing has changed in the years since Lehman Brothers, but some wariness of the market persists

FEATURE

The 7 Best Books About the Financial Crisis
What caused the meltdown? These authors are among those who get it right.

OTHER VOICES

2. An Alternative View of Boom and Bust Cycles
The authors of House of Debt finger easy lending as a key driver of economic cycles over the past half-century.

FEATURE

Viacom Stock Is Worth Buying Regardless of CBS and Moonves
CEO Robert Bakish has a savvy plan to revitalize the media company and lift its sagging stock 20%, with or without a merger

FEATURE

RV Stocks Deserve a Second Look, But Vultures Beware
Sales of recreational vehicles have tripled since 2009, thanks to interest from millennials. Now, the industry is plagued by oversupply. How to play a rebound.

FEATURE

3. Trouble Spreads to More Emerging Markets
South Africa, the Philippines, and Indonesia joined Argentina and Turkey as troubled economies. Keep an eye on China and the yuan.

INTERVIEW

4. Gary Shteyngart's View From Hedge Fund Land
The author of "Super Sad True Love Story" has a new novel that tells the story of a Manhattan hedge fund manager.

LETTER FROM THE EDITOR

Letter From the Editor

UP AND DOWN WALL STREET

5. The Next Financial Scare

STREETWISE

Don't Tread on Big Investors

THE TRADER

6. The Nasdaq's Plunge Was a Selloff Waiting to Happen

TRADER EXTRA

6. To Find Bargain Stocks, Look to China's Internet

TRADER EXTRA

Dell Wants to Go Public Again. It Could Cost Them

FEATURE

7. How the Midterm Elections Could Be Bullish for Stocks

FUNDS

Leading Middle Eastern Fund Fights Flood of Money

THE ECONOMY

The World's Forgotten Asset Class

INCOME INVESTING

Longer Muni Bonds Offer Tempting Yields

FUNDS

8. Stock Funds With Brakes and Airbags

TECHNOLOGY TRADER

9. The Story of Box: A Unicorn's Journey to Public Success

REVIEW

Should Tesla Shareholders Worry About Elon Musk?

PREVIEW

10. Watson's New Racket at the U.S. Open

INTERNATIONAL TRADER - EUROPE

European Stocks Aren't That Cheap After All

One metric suggests it's too rich, especially in light of Italy's populist budget plans. JPMorgan expects Europe to lag other markets.

EMERGING MARKETS

South Africa, the Next Emerging Market Domino, May Not Fall

Little reliance on the dollar, a solid central bank, and new political leadership could see it through a crucial credit rating review.

THE STRIKING PRICE

Midterm Elections Offer Promise and Peril

Nervous investors looking to hedge key parts of their portfolio could buy put options on the PowerShares QQQ Trust ETF.

RESEARCH REPORTS

Snappy Buy Ratings on Apple, UPS, Chubb

Plus, a positive note on remakes at 225-year-old State Street

13D FILINGS

Good Chemistry Between Legion Partners and Nexeo Solutions

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9月10日号)

発行 : Dow Jones & Company, Inc

監修・配信 : 時事通信社

製作 : エグゼトラスト

お問い合わせ先 (法人・個人の購読契約者様)

記事内容に関すること : info@exetrust.co.jp

ご契約・システムに関すること : barrons@grp.jiji.co.jp

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

- ※ 当誌は、時事通信社が Dow Jones & Company, Inc. の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。
- ※ 当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。当誌はダウ・ジョーンズ社が信頼できると判断した資料およびデータ等に基づき作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。
- ※ 図・表・データの無断使用を禁止します。

Copyright © 2018 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます