

Dow Jones Weekly Newsletter

バロonz 拾い読み
& ダウ・ジョーンズ ニュース

DOW JONES

THIS WEEK'S MAGAZINE Week of September 17

1. **We're Using the Future for a Fiscal Dumping Ground** 将来の先買い→ P.2 【財政赤字】
債務の対 GDP 比率上昇が見込まれる
2. **Hank Paulson Says** ヘンリー・ポールソン元米財務長官に聞く→ P.5 【金融危機回顧】
金融危機当時の舞台裏
3. **Up And Down Wall Street** トランプ、ダイモン、金融危機→ P.8 【コラム】
金融市場の行き過ぎを懸念する FRB
4. **Moonves Is Gone. Where Was the CBS Board?** 大物 CEO の辞任→ P.9 【株式市場展望】
取締役会の対応に問題
5. **The Trader** 好調なマクロ経済指標の追い風→ P.11 【米国株式市場】
関税問題や新興国市場の動揺も米国市場には影響せず
6. **Lehman's Buyer Is on the Lookout for Another Crisis** 次の危機を警戒→ P.13 【インタビュー】
リーマン・ブラザーズ買収を成し遂げたボブ・ダイヤモンド氏は新たな危機を警戒
7. **U.S. Stocks Are Still Leading the World. Here's Their Secret** 米国株→ P.15 【株価動向】
米国株式市場がアウトパフォームしている理由
8. **How Apple Got Upstaged** 新製品発表シーズンの勝者→ P.16 【ハイテク】
インバクトに欠けた新型 iPhone、投資家の評価を高めた AT&T、エヌビディア、HP
9. **Rate Hikes Could Hurt These High-Yielding Sectors** 金利上昇の影響→ P.18 【配当投資】
金利引き上げによって配当利回りの高いセクターの魅力が低下する懸念
10. **Preview** 今週の予定→ P.21 【経済関連スケジュール】
新型 iPhone でも続く、アップルの旧来型戦略

※ 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. We're Using the Future for a Fiscal Dumping Ground 将来の先買い 【財政赤字】 債務の対 GDP 比率上昇が見込まれる

■ 債務増加

10 月に米国の会計年度が始まる。議会の奇跡的な行動がなければ、年間 1 兆ドル規模の財政赤字が復活することになる。

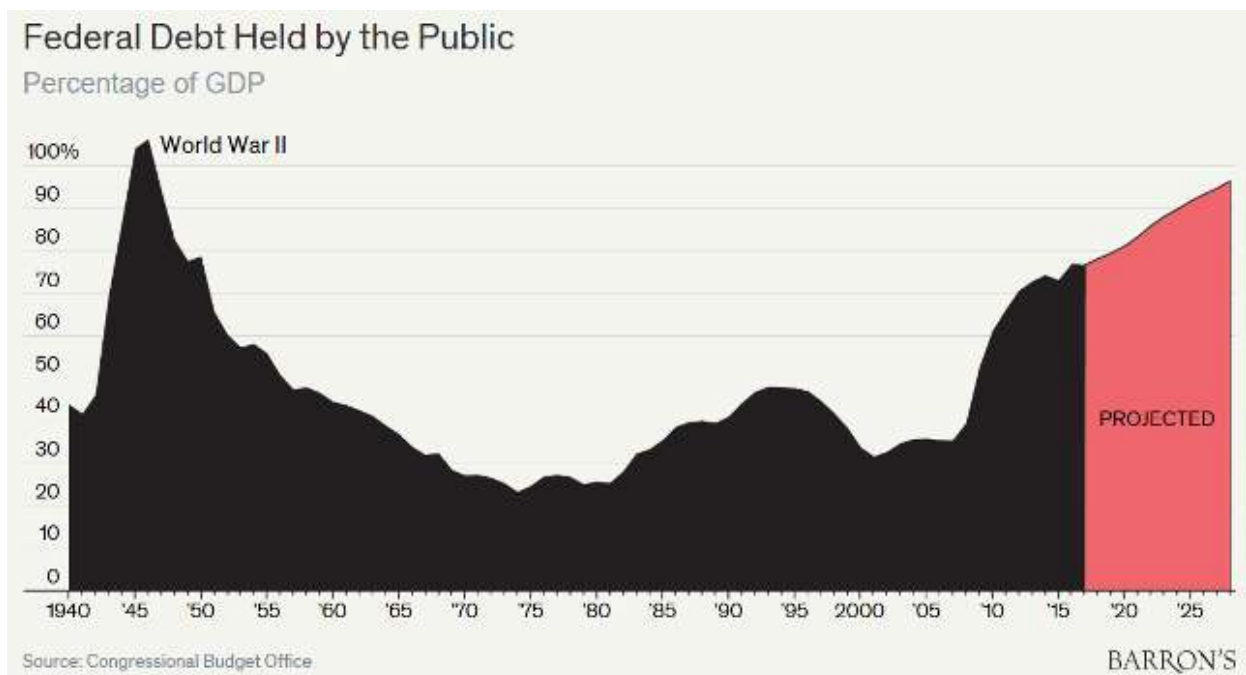
公的債務は、9 月末の 15 兆 7000 億ドル、国内総生産(GDP)比 78%から、10 年後には 28 兆 7000 億ドル(同 96%)に増加することになる。米議会予算局(CBO)によるこの予想は、経済成長率、インフレ率、雇用および金利に関する妥当な想定に基づいているが、幾つかの重要事項を含んでいない。米国土木学会は 2025 年までに 1 兆 4000 億ドルのインフラ投資が必要と推定しているが、これは含まれていない。また、金融危機や戦争の勃発(ぼっぼつ)、あるいは天災の増加なども考慮しておらず、トランプ大統領による減税の一部が 2025 年に終了するとも想定している。



債務を今後 30 年間に GDP 比 78%の水準に維持するだけでも、莫大(ばくだい)な額の予算削減が必要となる。その額は、来年度は 4000 億ドルで、2048 年までに 6900 億ドルへ緩やかに増加する(2019 年価格)。対して 2017 年度の国防費は 5900 億ドル、裁量的支出は 6100 億ドルだった。その他 4 兆ドルは、社会保障などの義務的経費と、負債の利払いとなっている。

下院共和党は先週、新たな減税案「減税 2.0」を発表した。主な内容は家計や零細企業向けの減税だが、歳入のさらなる減少と財政赤字の増加は、納税者の慰めにはならない。納税者 1 人当たり債務は 16 万 4000 ドルだが、今後 10 年以内に 25 万ドルを超えると見込まれている。

債務主導の破滅が近い将来に発生する確率は低いとみられるため、株式および債券投資家に対する差し迫った警告はない。実際、市場に対する最大のリスクは、平穏な状況に現状への安心感が高まることだ。米国 10 年債利回りが約 3%の水準でも、米国債を喜んで買う投資家は確実に残っている。



全ての財政赤字が悪者ではない。2012 年度までの 4 年間の年間 1 兆ドルを超える財政赤字は、金融システムのコスツに役立ち、深刻な景気後退が長期的な不況に変わることを阻止した。ケインズ派経済学者は、景気が落ち込んでいる際には需要刺激のための財政赤字と減税を求め、景気が活況な際の財政黒字で回収できるというが、現実には財政は黒字化していない。

債務増加率が経済成長率よりも低ければ、負担は徐々に軽減される可能性がある。実際、第 2 四半期 GDP 成長率は債務増加率を上回ったが、一時的な下支え要因によるものだった。

CBO は今後 10 年間について、実質 GDP 成長率を年率約 1.7%、名目 GDP 成長率を同 4.0%と予想しているが、も年々増加し、対 GDP 比で平均 4.9%を締め続けると予想されている。経済成長率が現在から低下する理由は、ベビーブーマーの退職という人口動態的な要因が大きい。

■ 歳出削減策

対外援助削減、浪費や不正行為の排除、福祉の抑制といった一般的な解決策は役に立たない。広義の対外援助は年間約 500 億ドルにすぎず、わずかな節約にしかない。米会計検査院は、連邦組織全体の 2017 年度の不正支出を 1410 億ドルとしているが、新たなコンプライアンス措置に多額を費やさずにこの額を減らすのは困難だ。福祉給付を広く捉え、所得制限の対象となる給付プログラム全体を指すと考えた場合、本年度の総額は 7420 億ドルに達する。しかし、所得制限の対象外である 2 兆 1000 億ドルの義務的給付プログラムと比較すると小さい。

無党派の市民グループであるコンコード連合のロバート・ビックスビー氏は、「政治的に容易な手段はない。問題は給付プログラムで、ベビーブーマーは既に受け取り始めている」と語る。同氏は、悪化が続く社会保障の財政状況はベビーブーマーの退職が収束すれば安定する可能性があるが、好転はせず、同時にメディケア（高齢者向け医療保険制度）の課題は増すばかりだ、と指摘する。

ルービン元財務長官も、財政赤字削減策として、メディケア費用の伸び抑制と歳入増を挙げる。同氏は、「費用に焦点を当てた包括的なヘルスケア改革が必要だ。メディケアとメディケイド（低所得者医療保険制度）の費用の伸びを抑制できれば、目標の半分は達成できる」と言う。残る半分は歳入だ。1998 年から 2001 年までの財政黒字の期間において、年間歳入の対 GDP 比は 19~20%だった。その割合は今後数年間で 16.4%に低下して底を打ち、減税が解消されれば反発すると予想される。

財政赤字を容認する減税がそれに見合う経済成長を達成できるという理論は、ほとんど賛同を得ていない。しかし、財政改革が経済成長にとって良いことであると考えられる理由は数多くある。利払いは抑制され、民間投資が政府借入れに取って代わる。CBO は、

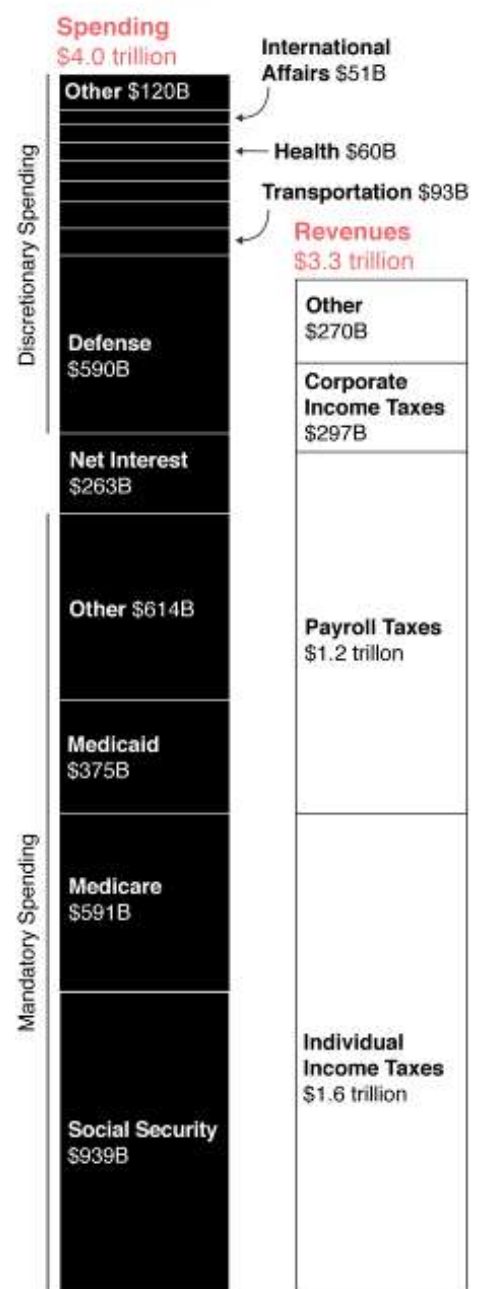
Federal Debt Per Taxpayer*

Now: 2028:
\$164,100 \$250,839

*Based on filers who pay income tax of at least \$5
Sources: Congressional Budget Office;
Urban-Brookings Tax Policy Center

Coming Up Short

In the fiscal year ended September 2017, the U.S. spent \$665 billion more than it took in. That could top \$1 trillion in the year ahead.



Source: Congressional Budget Office

今後 30 年に債務を対 GDP 比 78%に維持するだけでも、人口 1 人当たり国民総生産（GNP）は 4.5%増加すると推定している。

前回、債務に対して抜本的な対処を試みたのは、オバマ前大統領時代の 2010 年のシンプソン・ボウルズ計画だった。2020 年にかけて約 4 兆ドルの財政赤字削減を目指し、裁量的支出の削減、社会保障とメディケアの改革、所得税・法人税減税と並行した税控除の撤廃をその手段としたが、議会での採決には至らなかった。ジョージ・H・W・ブッシュ元大統領も債務削減に取り組んだ。民主党が支配する議会は、税収の増加がなければ歳出削減に同意しないと主張した。しかし、ブッシュ元大統領は、1 ドルごとの歳入増に対する約 2 ドルの歳出削減を盛り込んだ超党派合意を取り付けた。その結果、ブッシュ氏は 1992 年の大統領選挙で敗北した。次のクリントン元大統領は 1993 年度予算でも赤字削減に引き続き取り組んだ。

財政赤字の対 GDP 比は、1992 年の 4.5%から 5 年後にはほぼゼロへ減少し、その後財政黒字に転じた。ここから得られる教訓は、財政改革はナルシストまたは栄光を求める人々の仕事ではないということだ。

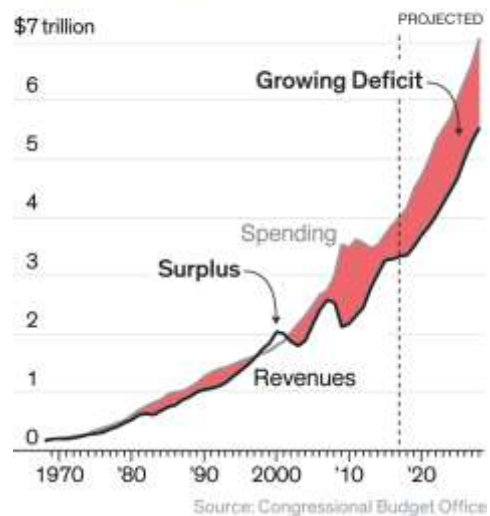
■ 当面は心配無用

良いニュースは、議会が財政赤字に対処する勇気を持った場合、金融市場が協力する公算が大きいとみられることだ。

JP モルガンのエコノミストは最近の分析で、米国に似た諸外国の第 2 次世界大戦以降の過去の債務不履行、ペイアウト（救済）およびインフレ率急上昇を調査した。その結果、任意の 5 年間に於いて、上記が発生する確率は 6%未満だった。統計的には、債務水準と危機の関係は驚くほど弱い。つまり、危機は、債務の対 GDP 比が現在の米国よりも低い国で発生しており、同比率が高くて危機を回避できた国もあった。多くの危機は、各国固有の通貨に関する問題が理由であり、米国にはあまり当てはまらない。

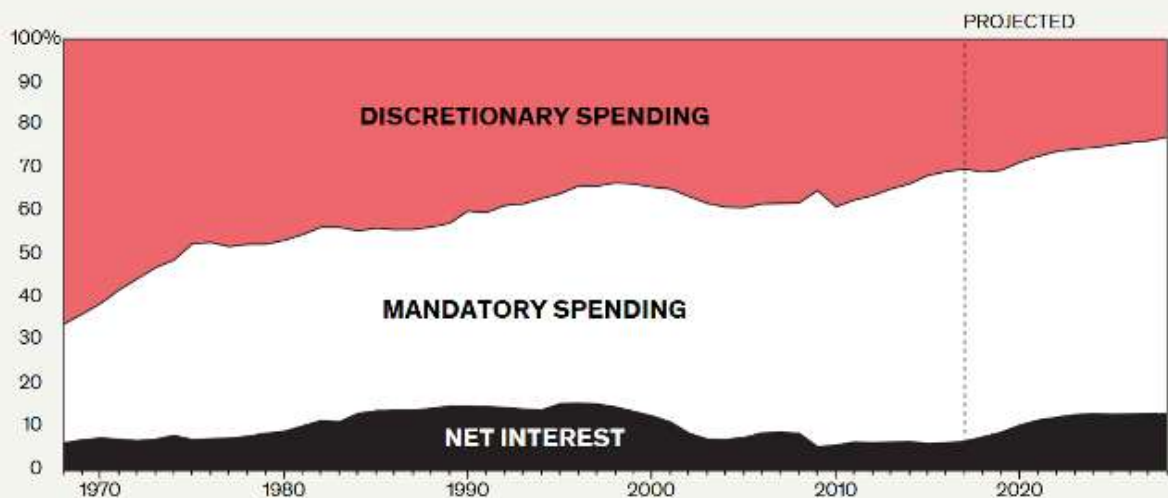
Red Ink

The U.S. will soon return to trillion-dollar annual deficits



Dwindling Choices

A breakdown of government outlays shows that a shrinking portion of spending comes from discretionary programs.



BARRON'S

エコノミストは、「米国の債務危機を懸念するのは時期尚早」だが、「債務によって生み出された脆弱（ぜいじゃく）性における過去の教訓も無視すべきではない」と結論付けた。

T.ロウ・プライスの米国課税債券チームを率いるアンディ・マコーミック氏も、当面に関して同様に確信しており、「今後 6 カ月から 2 年は問題ない。債務が対 GDP 比で 100%に達した場合、人々が動揺する可能性はあるが、それをポートフォリオに織り込むには時期尚早過ぎる」と語る。

同氏が正しければ、現在は債券利回りと金利が低位にとどまる中で、財務規律を取り戻すための抜本的な行動を取るには良い機会だ。簡単ではないだろうが、今より簡単になることは今後ないだろう。

By JACK HOUGH

(Source: Dow Jones)

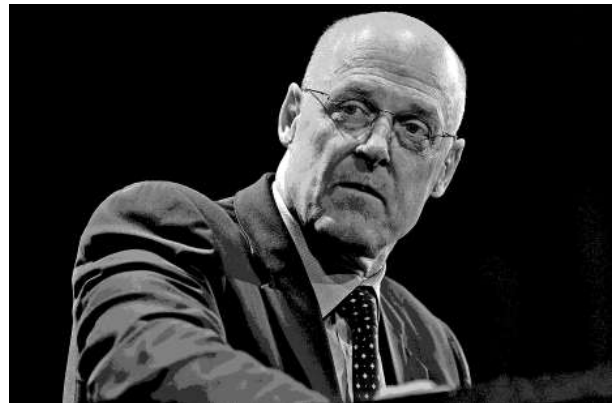
2. Hank Paulson Says ヘンリー・ポールソン元米財務長官に聞く 金融危機当時の舞台裏

【金融危機回顧】

■ ベアー・スターンズ

金融大手ゴールドマン・サックス・グループの元最高経営責任者 (CEO) であるヘンリー・ポールソン氏は、ジョージ・W・ブッシュ政権下で財務長官を務め、2008 年の金融危機に対応した。

72 歳になった同氏は現在、シカゴ、ワシントン、北京にオフィスを構える超党派の「シンク・アンド・ドゥ」タンク、ポールソン・インスティテュートを運営している。そのシンクタンクは、環境の維持と保全を重視しながら米国と中国の経済関係を強化することをテーマにしている。



U.S. Secretary of the Treasury Henry Paulson is shown in 2007

本誌は、ブラジルでの環境アドベンチャー休暇から戻ったばかりのポールソン氏に電話で取材し、10 年前の金融危機を振り返ってもらった。

本誌：金融市場で異常な数の問題が起きかけているかもしれないと最初に気付いたのはいつだったのか？ 2007 年 2 月にサブプライム住宅ローン担保証券のベンチマークである ABX 指数が急落したときか、2007 年の 4 月から 5 月に証券大手ベアー・スターンズ傘下の二つのヘッジファンドが破綻したときか、それとも別のタイミングだったのか？ 2007 年の初めには既に気付き始めていたのだろうか？

ポールソン氏：その二つの出来事は点滅している黄信号だったが、私に関する限り、金融危機が本格化したのは 2007 年 8 月の初め、フランスの金融大手 BNP パリバが傘下の三つの投資ファンドで解約を停止したときだった。それによって流動性の凍結が本格的に始まり、その後加速していった。危機が始まるまでの 1 年間にブッシュ元大統領、バーナンキ元米連邦準備制度理事会 (FRB) 議長、ガイトナー元ニューヨーク連銀総裁、連邦議会議員らと強い協力関係を築くことができたのは本当に幸運だった。

われわれが金融システムの救済が必要かもしれないと考え始め、緊急時対応策を練り始めたのは 2008 年の春のことだった。

Q：ベアー・スターンズが実質破綻した後ということか？

A：正確な日付は覚えていないが、ベアー・スターンズが実質破綻したときには既に対応策に取り組んでい

た。その年の春には取り組みが始まっていて、ベアー・スターンズの破綻後に強化されたということだ。

行動しなければいけないという大きな責任を感じながら、緊急時に必要な権限を持ち合わせておらず、それを連邦議会からも得られないと分かっていたので、かなりのフラストレーションがあった。緊急時に必要な権限を議会から得ようとして失敗したら、防ごうとしていた危機を引き起こしてしまうことも以前から承知していた。

ベアー・スターンズに関して言えば、事前に対策を練っていたとしても役には立っていなかっただろう。当時の市場は流動的で、われわれは急激に変化する未知の領域で対応に当たっていた。従って金融危機が始まる前、あるいは始まってすぐに計画していたようなことは、状況が悪化していく中であまり役に立たなくなっていたはずだ。

Q：当時、ベアー・スターンズを救済するために必要なことをしなければならなかったと考えていた理由は？

A：「できることは何でもやる必要がある。同社が破綻した場合、どれほどひどい状況になるのかは分からないが、非常事態に陥る大きなリスクはある」というのがわれわれの考え方だった。じっくりと議論している場合ではなかった。

通常の市場環境であれば、ベアー・スターンズの破綻は米国経済にとって打撃とならなかっただろう。われわれは、同社の破綻を受け入れるには金融システムが脆弱（ぜいじゃく）過ぎる、不安に突き動かされていると考えていた。ベアー・スターンズ救済劇がモラルハザードを生み、リーマン・ブラザーズの破綻を促したと主張する人もいるが、私はその逆だと信じている。われわれはそのおかげで惨事を免れ、連鎖的な破綻を回避することができた。

ベアー・スターンズが破綻していたら、ヘッジファンドはすさまじい勢いでリーマンを追い詰めたことだろう。リーマンはすぐに破綻し、その結果は実際の 9 月の破綻よりもかなりひどいことになっていたはずだ。その間には連邦住宅金融抵当金庫（フレディマック）と連邦住宅抵当金庫（ファニーメイ）の一時国有化やバンク・オブ・アメリカによるメリルリンチ買収などがあったからだ。ファニーとフレディを安定化させる前にそうしたことが起きていたらどうなっていたかを想像すると恐ろしい。

Q：リーマンの CEO だったリチャード・ファルド氏であれば「規模ならわが社の方がベアー・スターンズよりも大きい」と主張しただろうという見方もあるが、ベアー・スターンズが実際に破綻していたらどうなっていたと思うか？

A：リーマンはそのすぐ後に破綻していただろう。銀行間貸出市場は機能を停止していた。ベアー・スターンズの救済後、私は諸外国の財務相から「われわれは全く安心できない。米国の投資銀行と取引する理由が見当たらない」という意見をよく聞いた。そこには多くの不安があった。

Q：その年の夏が終わった頃、最悪の事態は避けられたと考えていたのか？ それとも、ベアー・スターンズが救済され、フレディとファニーが一時国有化された後でも事態はもう一段階悪化しそうだと考えていたのか？

A：ベアー・スターンズはわれわれにとって大きな警鐘となり、事態がもう一段階悪化する可能性や、それに対応するために必要なツールがないことへの焦燥感を高めた。われわれには、債務を保証したり投資銀行を含めたノンバンクに資本を注入したりするためのツールがないことは法律家から聞かされていたが、われわれにそれを許可する権限がどこにもないことが信じられなかった。

そこでわれわれは司法省をはじめ、行けるところ全てに行き、買い手なしには破綻しかけているノンバンクを救済するのに必要な権限がないことを知った。バーナンキ FRB 元議長と私はリーマンのようなノンバンクの破綻を管理する権限がないことについて、バーニー・フランク元下院議員に相談した。

同議員はわれわれが恐れていたことを理解し、納得した。ただしリーマンが破綻すること、それによって米国経済が深刻な打撃を受けることを確信しない限り、議会は動いてくれないだろうと教えてくれた。だからといって警報を鳴らせば、リーマンはすぐにも破綻していただろう。私はベアー・スターンズの救済を例に挙げてファニーとフレディも大き過ぎてつぶせないという考え方を示し、両公社に資本調達を約束させ、リチャード・シェルビー上院議員、クリス・ドッド上院議員との 4 月初めの会議でこれを利用して、それまでファニーとフレディの機能強化法案の提出に消極的だった 2 人を説得、その法案の上院での審議を活性化させた。



Ten Years Ago: Henry Paulson, Secretary of the Treasury, Ben Bernanke, Chairman of the Federal Reserve, Christopher Cox, Chairman of the Security and Exchange Commission and James Lockhart, Director (CEO) and Chairman of the Oversight Board of the Federal Housing Finance Agency at a hearing before the Senate Banking, Housing and Urban Affairs Committee. PHOTO: JOSHUA ROBERTS/BLOOMBERG NEWS

その後、ガイトナー元総裁と私はリーマンに関して戦略的出資者を見つけるか、身売りをするかすべきだと考えてファルド CEO を積極的に説得し始めた。われわれはそうした取り組みを加速させ、多くの緊急時対応策を練ったが、それでも安心はできなかった。

■ リーマン・ブラザーズ

Q：何度も聞かれた質問だと思うが、政府はなぜリーマンを救済しなかったのか？

A：われわれの回答は一致していないように思えるかもしれないが、バーナンキ元議長、ガイトナー元総裁、私の 3 人は、システム上重要な金融機関の破綻を防ぐという決意で一致団結していた。ところが、米国の規制システムは分断された時代遅れの代物だった。十分な監視や現代の金融システムの大部分への可視性がなく、資本注入したり、債務を保証したり、ノンバンクを段階的に縮小するのに必要な緊急時の権限もなかった。従ってわれわれはケースバイケースでできることを何でもした。

議会が不良資産救済計画（TARP）の実施を可能にする金融安定化法を通過させるまでに、われわれは破綻しかけていた 4 つのノンバンク、ベアー・スターンズ、メリルリンチ、リーマン、保険大手アメリカン・インターナショナル・グループ（AIG）に対処していた。買い手が見つかったメリルリンチは政府の救済を受けなかった。JP モルガン・チェース（JPM）のような資本力の十分ある買い手が見つかったベアー・スターンズも幸運だった。株主総会で決議されるまでの間、JP モルガンがベアー・スターンズの負債を保証したことも大きかった。

リーマンに関してはその負債を保証する覚悟と能力がある買い手が必要だったが、見つからなかった。そうした買い手なしで連邦政府が融資を容認したとしても、額が不十分だったり、効果が薄かったりして取り付け騒ぎは阻止できなかっただろう。それには資本を注入するか、負債を保証するかしなければならなかったが、連邦政府にそうした権限はなかった。ここに多くの人々が見過ごしたポイントがある。パニックの最中、市場参加者は自分で投資判断をする。彼らがリーマンに関して存続可能、または支払い能力があると考えなければ、流動性不足を補うだけの連邦政府による融資があったとしても破綻は避けられなかっただろう。当時、リーマンに関してそう考える者などいなかった。

■ アメリカン・インターナショナル・グループ（AIG）

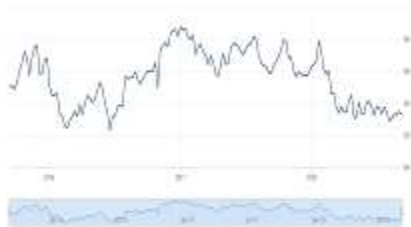
ところが、AIG の破綻やそれに伴う悪影響は連邦政府による融資で回避された。というのも AIG は個別に信用格付けされた複数の保険会社を保有しており、連邦政府も市場も、そこには融資を十分に担保し持株会社の流動性不足を補う融資を受けた後の AIG の存続を確実にするだけの価値がある、と考えたからだ。

その数カ月後に損失が積み重なると、AIG は格付け会社に存続可能だということを示すために政府から資本注入を受けリストラを実施した。幸いなことに、当時のわれわれにはそれだけの資本があった。

終わってみれば、AIG への融資は成功だった。AIG が破綻していたら、リーマンの破綻よりもはるかにひどい状況になっていたはずだ。政府が AIG に注入した資金は全て返済された上に大きな利益ももたらした。うまくいって良かったが、実際はみっともない話である。

AIG は良い教訓になった。金融規制システムが現代の金融市場についていけないという状況を許すべきではない。一つの規制機関では AIG に対して可視性を要求したり、監督権や十分な権限を持ったりすることができない。AIG が保有する複数の保険会社は州レベルで規制され、そうした保険会社の上であぐらをかいている巨大ヘッジファンドのような持株会社は、住宅金融大手のカントリーワイドやインディマック、貯蓄・貸付組合のワシントン・ミューチュアル、GE キャピタルなども担当した無能な貯蓄金融機関監督局（OTS）によって規制されていた。こうした企業は規制当局を自ら選んできた。詰まるところ、規制逃れなのだ。

American International Group Inc.
(AIG)



チャートは3年

By WILLIAM D. COHAN
(Source: Dow Jones)

3. Up And Down Wall Street トランプ、ダイモン、金融危機 金融市場の行き過ぎを懸念する FRB

【コラム】

■ ダイモン氏とトランプ大統領の小競り合い

先週は金融危機における象徴的なイベントからちょうど 10 周年だった。この記念すべき週において、最も愉快かつ示唆に富んだ出来事が、米国を代表する銀行家と大統領の小競り合いになるとは誰が予想しただろうか。

JP モルガン・チェース (JPM) のジェイミー・ダイモン最高経営責任者 (CEO) は、仮に自分が大統領選に出馬すれば「トランプ大統領に勝てると思う」と述べた。同氏は自身がトランプ氏並みにタフで「同氏よりも賢い」と語った。その上、「私は自分でお金を稼いだ。父からの贈り物ではない」と述べ、トランプ氏が父親から事業資金を受け継いだことを揶揄した。トランプ氏がこれを放っておくはずがない。トランプ氏はダイモン氏について、「(大統領選出馬に適した) 素質や『知性』がなく、公共の場での発言が下手な上、神経質でどうしようもない人間」とツイートした。



史上最悪の金融危機から 10 年を経て、金融業界の著名経営者が世界のパワーエリートに立っているのは皮肉だ。同様に驚くべきは、金融危機をもたらした犯罪的行為について、誰も実刑を受けなかったことだ。米財務省や米連邦準備制度理事会 (FRB) などの政策決定者に対しては、危機への対抗策を尽くしたという見方が主流である。現在に至るまで、当局はリーマン・ブラザーズの破綻が不可避だったと主張してきた。

ジョンズ・ホプキンス大学の経済学者、ローレンス・ボール氏は、こうした主張に反論している。同氏の近著「The Fed and Lehman Brothers: Setting the Record Straight on a Financial Disaster」（FRB とリーマン・ブラザーズ：金融危機の記録を正す）は、リーマンが FRB から借り入れを受けるのに十分な担保を所有しており、実際に借り入れができれば破綻を防げたと主張する。リーマン破綻の翌日、FRB は保険大手アメリカン・インターナショナル・グループ（AIG）を救済した。AIG が破綻すれば、より破滅的な結果をもたらす可能性があった。

■ パウエル議長率いる FRB の変化

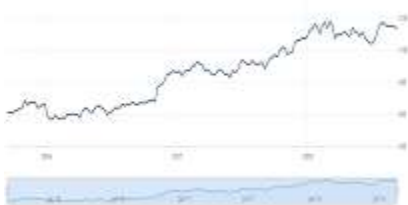
金融危機後の回復は、空前の金融緩和による部分が多い。とりわけ異例なのは、緩和政策が継続したことだ。ドイツ銀行のストラテジストは、世界経済の 25% が依然としてマイナス金利圏にあると指摘する。FRB、欧州中央銀行（ECB）、日銀のバランスシート上の合計資産額は、危機前の水準から 4 倍以上に拡大して 14 兆 5000 億ドルに上り、年内によりやく縮小し始める予定である。

パウエル議長率いる FRB は、金融政策によるバブルの過熱に注目している。同氏は過去 2 回の景気後退が金融市場の行き過ぎによって発生したと指摘した。金融市場の行き過ぎに対する懸念は FRB 高官の間で広がっている。ブレイナード FRB 理事は、先週のスピーチで「過去の事例において、来年にかけての予想失業率と同程度まで失業率が低下した際には、インフレ率の加速ではなく、金融セクターの不均衡に過熱の兆しが表れていた」と述べた。ブレイナード理事は元々ハト派で、イエレン前議長の下では慎重な利上げを支持していた。

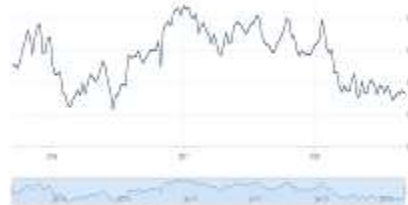
グラスキン・シェフのチーフエコノミスト兼ストラテジストのデービッド・ローゼンバーグ氏は、「もはやイエレン時代の学術的な FRB ではない」と述べる。FRB のかつての誤りは、「物価の安定」と「雇用の最大化」という二重の使命に捕らわれ、金融市場の行き過ぎを考慮しないことだった。現在の FRB は、株価が割高かつ社債の米国債とのスプレッドがタイトであるとみているとローゼンバーグ氏は語る。

ブルームバーグによれば、9 月 26 日に終了する連邦公開市場委員会（FOMC）において、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標が現在の 1.75～2% から 0.25% ポイント引き上げられる可能性は 97.5% である。12 月 19 日の FOMC でさらに 0.25% ポイント引き上げられる確率は 79.2% まで上昇した。現在の FRB は、過去の危機をもたらした金融市場の行き過ぎに歯止めをかけようとしている。行き過ぎた行動を取るのには、銀行家と大統領だけで十分である。

JPMorgan Chase & Co. (JPM)



American International Group Inc. (AIG)



チャートは 3 年

By RANDALL W. FORSYTH
(Source: Dow Jones)

4. Moonves Is Gone. Where Was the CBS Board? 大物 CEO の辞任 【株式市場展望】 取締役会の対応に問題

■ CBS トップの辞任

メディア大手 CBS（CBS）の最高経営責任者（CEO）であるレスリー・ムーンベス氏に対するセクハラ疑惑が明るみに出たことについて、部外者は、同社の取締役会は不意打ちを食わされたと考えがちだ。取締役会が独立調査を依頼したのは、ニューヨーカー誌が疑惑の詳細を示す最初の記事を掲載してから 5 日後のことだった。

しかし、同社の内部では、かなり前から懸念が表明されていた。ウォール・ストリート・ジャーナル (WSJ) の報道によると、CBS の親会社を率いるシャリ・レッドストーン氏は、ムーンベス氏の行いに関する話のある会議で耳にして、今年 1 月には、取締役会の他のメンバー 2 人に CEO の調査が必要だと告げたという。また同時期には、1980 年代に同氏に性的暴行を受けたとして、ある女性がロサンゼルスで訴訟を起こしたことを、ムーンベス氏自身が別の取締役グループに話していたと WSJ は報じている。



先週の日曜日、何十年もの間の性的な嫌がらせや暴行の疑いに関する 2 度目の記事がニューヨーカー誌に掲載されたことを受け、ムーンベス氏は辞任した。同氏は声明で、「何十年も前のことに関する申し立てが今になって行われたが、それは真実ではなく私という人間とはかけ離れている」と述べている。

エール大学のジェフリー・ソネンフェルド教授は、「取締役会がすぐに CEO の調査を行わなかったことや、調査中に停職処分としなかったのは、受け入れられることではない」と述べ、訴訟の可能性を軽視していることの表れであり、取締役による注意義務と忠実義務の違反に当たると指摘する。

■ 取締役会の無為無策

取締役の最大の義務は CEO の選任と解任だが、CBS の取締役会がムーンベス氏を任命した際には、同氏による性的暴力や嫌がらせの被害を訴える女性が 10 人以上いることを知らなかったようだ。しかし、少なくとも過去 9 カ月間、彼らには、ムーンベス氏を解任し、役員報酬を支払わずに済む機会があったのだ。そうっていないことは、彼らがいかに無力だったかを示している。

CBS と社外取締役は取材の要請に応じなかった。先週の初め、同社の取締役会に 6 人の新たな取締役が加わった。ニューヨーカー誌の 2 度目の記事を受け、CBS は、「当社はこれらの申し立てを真摯に受け止めている。取締役会はこれらの問題について徹底的な調査を行っており、現在も調査は続いている」と述べた。

ムーンベス氏は長年にわたり、米国のテレビ業界で非常に影響力の強い存在だった。同氏は数多くの罪を指摘されていたが、取締役会の関心の欠如によって、事実上容認されてきた。何年もの間、同社の取締役は職務上知るべきことの追求を明らかに怠ってきた。そして、一部の取締役がそれを見つけた時、彼らは行動しないことを決めたか、あるいは対応を求める力がなかった。行動の欠如は、本格的な危機の際に、取締役会がいかに無力であったかを示している。

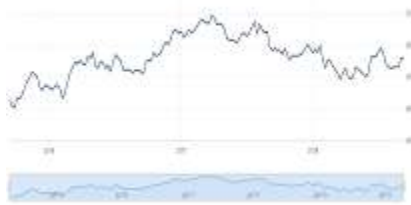
■ 取締役会の独立性

取締役会は、なぜもっと多くを、もっと早くに知らなかったのか。一つの答えは、ムーンベス氏自身だ。ニューヨーク・タイムズのジョン・コブリン記者は、「ムーンベス氏は、どうやって自分の縄張りを守るかを知っていたからこそ、テレビ業界のトップに到達することができた」と指摘している。実際、CBS の取締役は、自分たちが監督する会社で実際に何が起きているのかを知る上で不利な状況に置かれていた。その原因の一つは、会長と CEO 以外の内部取締役の不足であり、現在の米国企業では一般的な問題だ。取締役会が経営陣からの独立性を確保しようとする中、内部取締役の数が削減され、S&P500 指数構成企業の取締役会の半数以上で、CEO が唯一の内部関係者になっているとの指摘もある。そのため、取締役会と CEO 以外の経営幹部の間のコミュニケーションが妨げられているという。

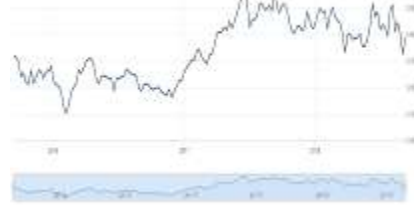
取締役会のメンバーには、CEO に情報を要求し、他の役員やマネジャーなどとの強固な関係を築くことが求められる。もちろん、取締役には内部の情報や文書を全て見る権利があるが、取締役会のメンバーは、何を要求するべきか、そして、経営陣がそれをもたらすまで、どのように要求し続けるべきかを理解していなければならない。それはしばしば、業界に関する深い知識と、情報を聞き分けるための耳を必要とする。

CBS は、取締役会が経営幹部に圧倒される唯一の会社とは言えない。すぐに思い浮かぶのは、電気自動車大手テスラ (TSLA) である。同社の取締役会が、カリスマ的共同創業者兼 CEO のイーロン・マスク氏を抑えているとは考えにくい。ソネンフェルド教授は、CBS の取締役会のお粗末な危機対応は、商業銀行大手ウェルズ・ファargo (WFC) や信用調査大手エクイファックス (EFX) に匹敵すると指摘している。

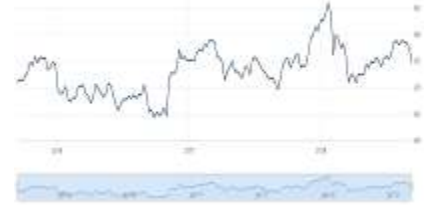
CBS Corp. Cl B (CBS)



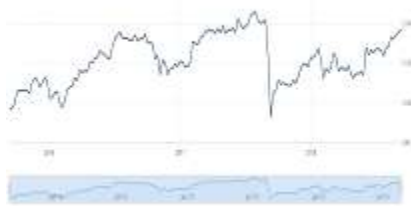
Tesla Inc. (TSLA)



Wells Fargo & Co. (WFC)



Equifax Inc. (EFX)



チャートは3年

By BEN WALSH
(Source: Dow Jones)

5. The Trader 好調なマクロ経済指標の追い風 関税問題や新興国市場の動揺も米国市場には影響せず

【米国株式市場】

■ 関税問題もすぐに織り込んで上昇

先週の株式市場は自信に満ちあふれ、不安定な動きだったものの 1%近い上昇で週を終えた。市場予想を下回るインフレ率から、非常に高い企業と消費者の信頼感の数字まで、大量の好調な経済指標の発表があり、株式市場を引き上げた。金曜日に米国が示した関税をめぐる厳しい姿勢でさえも、投資家の熱意を長時間くじくことはなかった。

例えば S&P500 指数は先週連日、前日比プラスで引けた。

金曜日には、トランプ大統領がさらに中国からの輸入品 2000 億ドル分に追加関税をかけようとしているとのブルームバーグの報道があつて日中に下落したものの、最終的に同指数はプラス圏まで回復した。週の前半には、米中間で何らかの合意がまとまるかもしれないと投資家が期待するほど両国の態度が和らいだように見えていた。

その可能性はまだ残っている。金曜日の報道は楽観論に冷や水を浴びせたものの、オークブルック・インベストメンツの共同最高投資責任者 (CIO) であるピーター・ジャンコブスキー氏は、これは合意に達する前の大統領特有のゴリ押しスタイルにすぎないと述べる。



先週、ダウ工業株 30 種平均 (NY ダウ) は 0.9%上昇して 2 万 6154 ドル 67 セントと、今年 2 月 1 日以来の高値で引けた。S&P500 指数は 1.2%高の 2904.98 と史上 2 番目の高値となった。ナスダック総合指数は 1.4%上昇して 8010.04、小型株のラッセル 2000 指数は 0.5%高の 1721.72 でそれぞれ週末を迎えた。

■ 好材料が続いた経済指標

ウェルズ・ファargo・アセット・マネジメンのシニア・ポートフォリオマネジャーであるマーガレット・パテル氏は、経済全体のファンダメンタルズと企業業績は好調で「非常にポジティブだ」と指摘する。例えば、先週発表された 8 月の経済指標はほとんど一方的にポジティブとなり、具体的には鉱工業生産が前月比プラス 0.4% で市場予想の同プラス 0.3% を上回る一方、消費者物価指数の上昇率は前月比プラス 0.2% で市場予想の同プラス 0.3% を下回り、生産者物価指数も市場予想を下回った。

このインフレ率に関し、ルーソルド・グループの CIO であるダグ・ラムジー氏は、9 月 26 日に確実視されている連邦準備制度理事会 (FRB) による利上げの次とみられている 12 月の利上げの可能性が後退したとみる投資家もいたようだ、と指摘する。

信頼感の数値では、ミシガン大学消費者信頼感指数の 9 月の速報値が 100.8 となり、8 月の 96.2 や市場予想の 96.6 を大きく上回り、2004 年以降で 2 番目に高い水準となった。一方、全米独立事業者連盟 (NFIB) の 8 月の中小企業楽観度指数は 108.8 となり、過去最高水準を記録した。8 月の小売売上高だけは市場予想を下回ったが、7 月の数値は上方修正されていた。

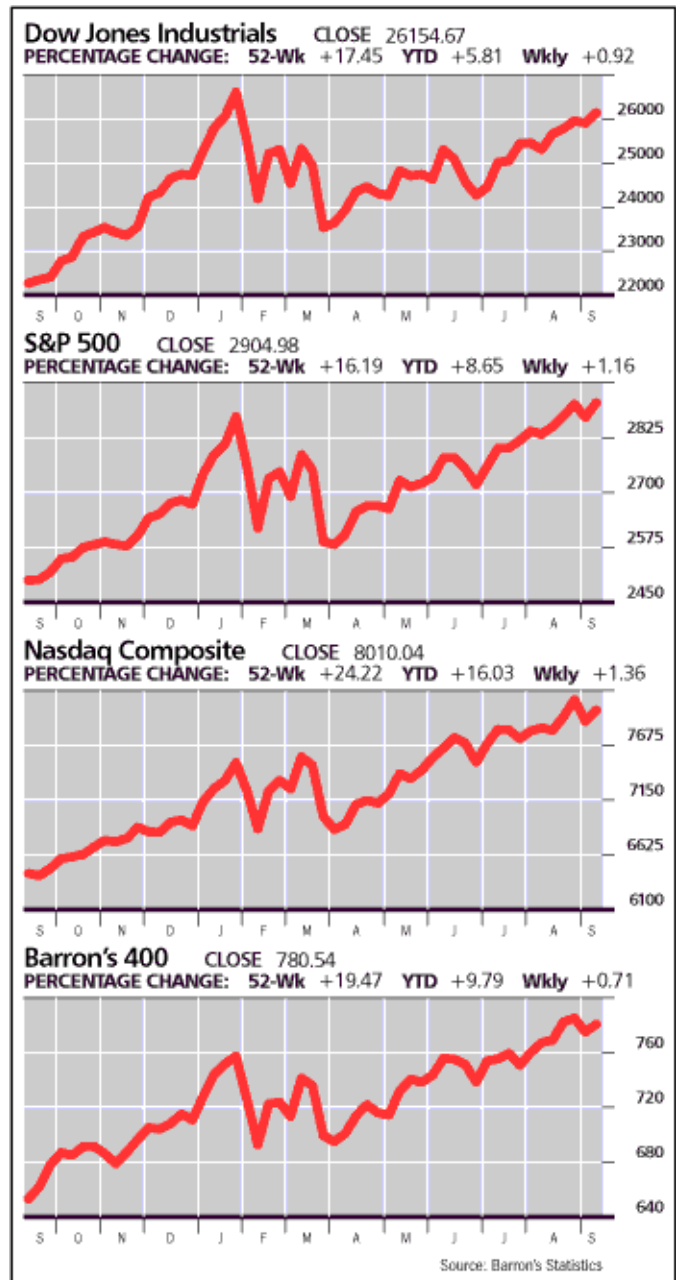
これらの好材料によって、関税や一部の新興国市場の急落などの懸念が「米国市場に傷跡をつけることは全くなかった」とパテル氏は述べる。同氏は、10 月中旬から始まる 7-9 月期の業績発表を前に今後数週間の値動きは落ち着いたものになるとみている。

フォックス・ピット・キャピタル・グループのシニア・ポートフォリオマネジャーのキンバリー・フォレスト氏は「17 日からの週は大きな経済指標の発表はないものの、業績発表シーズンに入ると投資家は個別企業の材料に焦点を当て、特に 9 月下旬の企業からのコメントを注目する」と語る。

そのころまでに各企業の最高経営責任者 (CEO)、例えば、とりわけ資本財や輸出企業の CEO からは、今回の四半期業績が好調だったかどうかのコメントが聞かれそうだ。そうでない場合はネガティブな事前の決算警告がもたらされるかもしれない。

■ 忘れられている 3M の魅力

米国株式市場が過去最高値付近にある現在、ポートフォリオマネジャーは割安株を見つけるのは難しいとぼやいているが、急速に成長しているハイテク株だけ見ていては駄目だ。多角化した米国企業で素晴らしい増配実績を持つ銘柄を辛抱強く探すと、回答が見つかるかもしれない。その一つが 3M (MMM) だ。



3M は自動車部品などの産業用からスコッチブランドのテープやポストイットなどの消費者向けまで幅広い製品を生産する多国籍企業で、70 カ国に拠点を持ち、100 年以上の歴史を持つ。時価総額は約 1250 億ドルで NY ダウに 50 年近く採用されている企業だ。

ところが、同社の株価は今年初めに 260 ドルの高値を付けた後 20% 下落して、金曜日の終値は 207.88 ドルだ。売り上げの 62% が海外であることから関税問題やドル高を懸念しているとの見方があるが、一番の問題は営業利益率の低下だろう。2018 年上半期は 20.4% で、前年同期の 25.1% と比べると大きく低下した。

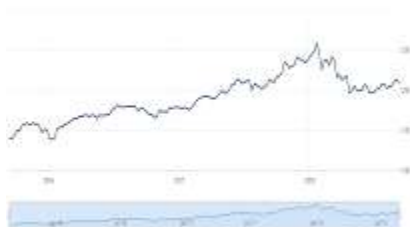
これは原材料費の高騰によるものだが、BLB&B アドバイザーズのマネーマネジャーであるロブ・パーランティ氏は利益率回復に数四半期かかるリスクはあるものの、同社ほど歴史のある企業であれば原材料の高騰など過去にも経験しているだろうし、利益率が回復すれば株価上昇のきっかけとなると指摘する。

一方、バリュエーション面からは下値不安は少ないようだ。現在の市場のコンセンサス予想の 1 株当たり利益 (EPS) である 11.21 ドルを基にすると株価収益率 (PER) は 19 倍で、過去 5 年の 22~23 倍のレンジと比較すると割安だ。配当利回りは 2.5% で、過去 5 年を平均すると年率 16% で増配していた。

リスクとして関税やドル高の他に訴訟リスクも挙げられ、水質汚染に関する訴訟で 3 億ドルを超える支払いが発生する可能性はあるものの、売上高 316 億ドル、純利益 52 億ドルの同社にとっては対処可能な金額だ。一方、あまりウォール街で人気がなく、フォローしている 19 社のアナリストのうち「買い」レーディングにしているのが 4 人だけという点は逆張りの妙味が感じられる。



3M Co. (MMM)



チャートは 3 年

By VITO J. RACANELLI
(Source: Dow Jones)

6. Lehman's Buyer Is on the Lookout for Another Crisis 次の危機を警戒 【インタビュー】リーマン・ブラザーズ買収を成し遂げたボブ・ダイヤモンド氏は新たな危機を警戒

■ 銀行業界を熟知した M&A のプロ

英銀行大手のバークレイズ (BCS) の元最高経営責任者 (CEO) であるボブ・ダイヤモンド氏が、投資銀行史上最大規模の案件となったリーマン・ブラザーズの米国部門の買収を成し遂げて 10 年が経った。この買収により、バークレイズは「米国以外で唯一、信頼のおける投資銀行」となった。

同氏は銀行業界で 40 年にわたる経験があり、多くの M&A (合併・買収) をまとめてきた実績がある。2009 年には、バークレイズの資産運用部門バークレイズ・グ



Bob Diamond PHOTO: SIMON DAWSON

ローバル・インベスターズをブラックロック (BLK) に 152 億ドルで売却した。パークレイズはバランスシートを強化する必要がある、ブラックロックはグローバルに展開する足掛かりを得ることができ、「双方にとって成功した」案件だった、と同氏は振り返る。

2012 年にロンドン銀行間取引金利 (LIBOR) の不正操作問題で失脚して以降、同氏は M&A から投資に活動領域を移した。2013 年に共同創設したアトラス・マーチャント・キャピタルは、欧州を中心とした幅広い金融企業に投資している。「リーマン・ブラザーズも含めて多くの買収をまとめてきたが、投資家として必要とされるスキルはまるで異なる」と同氏は語る。

本誌：金融危機についてはさまざまなことが書かれてきたが、いまだに誤解されていることはあるか？

ダイヤモンド氏：そうした記事はあまり読んでいないのだが、銀行にとっての根本的な変化は、政治家が金融機関の救済にうんざりしているということだろう。しかし、銀行がリスクを避けて革新的であることに消極的になれば、雇用創出や経済成長も促進されない。

■ 「大き過ぎてつぶせない」問題は解決していない

Q：「大き過ぎてつぶせない」問題は解消されたのか？

A：ドイツ銀行 (DB) の現状を見たら、解消されたなどとも言えないだろう。開示情報から判断すると政府に救済される可能性がある。相互に関係を持ち合う大手銀行が安全になったのは確かで、銀行危機が間近に迫っているとは思わないが、大き過ぎてつぶせない問題は解決していない。

Q：危機はなくても懸念はあるか？

A：銀行危機はないと言ったが、危機はいつでも身近にある。景気回復は 10 年目を迎えようとしている。主要国の金利は依然として 2% を下回る。米連邦準備制度理事会 (FRB) のバランスシートは 3 兆 5000 億ドルの規模にある。減税や財政出動を含めた刺激策は 2 兆ドルに上る。そして総額 8 兆ドルの米国企業の社債が 2020 年までに満期を迎える。

■ 国や専門性に特化した金融サービスセクターに投資機会

Q：今の仕事について教えてほしい。

A：金融サービスセクターには素晴らしい機会があるという確信に基づいてアトラス・マーチャント・キャピタルを創業した。永久的に規制に守られた業界であり、危機の影響でバリュエーションは地に落ち、需給バランスが取れていない。

Q：ギリシャやイタリアの銀行に投資しているが、欧州周縁国に魅力があるのか？

A：欧州周縁国は早くに危機を体験した分、回復も進んでいる。2009 年以前にギリシャには銀行が 25 行あったが、政府の主導により 4 行に再編された。しかし、いずれも不良債権を多く抱えており、融資の 3 分の 2 が不良債権化している。一方で、ギリシャには銀行以外の金融機関に預けられている金が 500 億ユーロ以上あると推定される。古いしがらみに縛られていない欧州の金融機関に投資妙味がある。

Q：多国籍銀行に投資する考えはあるか？

A：2008 年以前は規模の拡大や業務範囲の拡張、グローバル化ばかりが叫ばれていた。今は、万人のための銀行である必要はなく、国や地域、得意とする業務に特化すればよいという考え方だ。

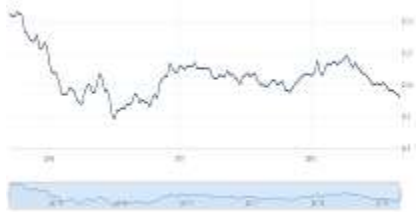
Q：貿易戦争や世界の政治が経済に及ぼす影響についてどの程度懸念しているか？

A：私はジョン・マケイン上院議員の崇拝者で、同氏が亡くなったことはとてもショックだった。同氏は保守派で、アメリカ・ファーストを主張する一人だったが、決して石頭ではなかった。民主党がトランプ大統領に対抗するため左派に寄り過ぎる点を心配している。貿易戦争は支持できず、これも懸念の種だ。

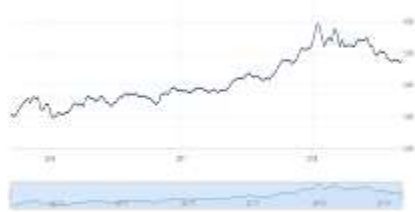
Q：運用アプローチへの影響は？

A：ない。金融サービスセクターの株価は非常に割安な水準にある。利上げは好材料だ。われわれはレバレッジを使っていないため、利上げにより取引コストが上昇する心配はない。それに、国や専門性に焦点を当てているため、ブレグジットや貿易戦争などの影響を受けにくい。

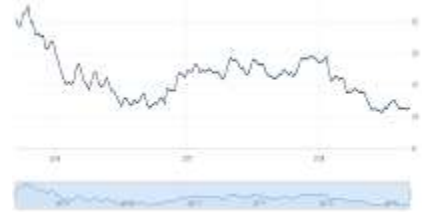
Barclays PLC ADR (BCS)



BlackRock Inc. (BLK)



Deutsche Bank AG (DB)



チャートは3年

By DUNCAN MAVIN and FRANCESCO GUERRERA

(Source: Dow Jones)

7. U.S. Stocks Are Still Leading the World. Here's Their Secret 米国株 米国株式市場がアウトパフォームしている理由

【株価動向】

■ 米国と他地域の株式市場のパフォーマンス格差は拡大中

米国と他地域の株式市場のパフォーマンスの乖離（かいり）が広がっている。過去数カ月、米国と貿易相手国（特に中国）の間で緊張が高まるにつれて、パフォーマンスの差も拡大してきた。しかし、ウォール街のアウトパフォームの開始時点は、はるか以前に強気相場が始まった頃までさかのぼる。投資家にとって重要な問題は、「なぜ米国株式市場のパフォーマンスは優れているのか」ということと、「アウトパフォームは続くのか」ということだ。



ここ最近、パフォーマンスの乖離は特に大きくなっている。11日までの12カ月間で、S&P500指数は15.68%上昇した一方、MSCI アジア太平洋指数は2.41%下落した。ブリークリー・アドバイザリー・グループのピーター・ブックバー氏のチャートによれば、6月前半まで両指数はおおむね同様に推移していた。同氏は「このトレンドは持続可能なものではない。アジアは世界の国内総生産（GDP）の3分の1を占めており、北米や欧州よりも大きい。何らかの形で影響が生じるだろう」と述べる。MSCI アジア太平洋指数のうち最大のウェイトを占めるのは日本（約38%）で、その後に中国（18%）、オーストラリア（11%）、韓国（8%）、台湾（7%）が続く。

■ 利益成長とセクター別ウェイトが要因

ビスポーク・インベストメント・グループは、2010年末までさかのぼり、MSCI 世界（米国除く）指数に対して比較的堅調なMSCI 米国指数のパフォーマンス要因を調査した。その結果、バリュエーション上昇も貢献していたものの、利益成長が一貫して主なけん引役だったことが分かった。

BCA リサーチも同じ結論に達した。ただし、同社は、日本企業の過去数年の増益率は米国企業と同様であるものの、それ以前は長期にわたって低成長が続いていたと指摘する。また、同社によれば、投資家が米国企業の増益に反応したことで、株価収益率（PER）が上昇した。

高水準の利益成長とバリュエーションの上昇は、米国経済の強さの証左である。米国経済は、連邦政府の比較的迅速な政策対応によって、世界のどの地域よりも相当に早く、大幅に回復した。金融危機の直後から財

政刺激が実施され、政府は公的資金を金融機関に注入した。特に米連邦準備制度理事会（FRB）は、バランスシートの規模を危機前の約 5 倍に拡大した。

しかし、米国市場のアウトパフォームにはテクニカルな要因もある。MSCI 米国指数は、利益が急成長したセクターにウェイトが偏っている。今後 12 カ月の予想利益に対する PER（12 カ月予想 PER）を例に取ろう。BCA によれば、2010 年以降、世界のハイテクセクターの 12 カ月予想 PER は約 160%上昇したが、素材セクターでは 25%しか上昇しなかった。

米国経済は巨大ハイテク企業に支配されており、MSCI 米国指数に占めるハイテクセクターのウェイトは MSCI 世界（米国除く）指数よりも 15%ポイント高い。対照的に、素材セクターのウェイトは 5%ポイント低い。ビスポークは、仮に MSCI 米国指数と MSCI 世界（米国除く）指数のセクター別ウェイトが同一だったならば、後者のパフォーマンスは 2 倍以上だったと結論付ける。

■ 来年に利益成長が減速する可能性

だが、依然として主な要因は利益である。残念なことに、BCA は 2019 年に利益成長が減速すると予想している。高水準のバリュエーションと金利の上昇が原因で、自社株買いによる 1 株当たり利益（EPS）の押し上げ効果も薄れる公算が大きい。労働市場がひっ迫し、賃金上昇が加速すれば利益率は低下することになる。

また、BCA はドル高について、海外で米国の商品やサービスの価格を押し上げるため、利益に悪影響を与えるとみる。同社の予想では、今後 12~18 カ月間、貿易加重ベースで 5%のドル高につき S&P500 指数構成企業の利益は 1%減少する。今年、ドルは貿易加重ベースで 6.2%上昇しており、BCA はさらなる上昇を予想している。

米国の余剰生産能力が不足しつつあるなどの理由により、世界の経済成長は減速する公算が大きい。新興国市場も苦戦している。その上、BCA は「政策環境も厳しさを増す」と考えている。欧州連合（EU）は、インターネット企業に対して個人情報収集に関する規制を強めている。トランプ政権は、保守派の意見を抑圧した疑いがあるとしてソーシャルメディア企業を標的にしている。米国と中国の貿易摩擦も懸念される。

従って BCA は、投資家の「過度に楽観的」な利益予想は裏切られる可能性があるとみている。S&P500 指数構成企業の今後 3~5 年間の増益率は、平均で年率 16.5%と予想されている。これは 3 年前の予想増益率よりも 6%ポイント高く、2000 年のハイテクバブル時の 18.7%に次ぐ水準である。

企業利益の力強い伸びは、現在の強気相場を通じて、米国株式市場の大幅なアウトパフォームの原動力となってきた。その力は、来年には弱まり始めるかもしれない。

By RANDALL W. FORSYTH
(Source: Dow Jones)

8. How Apple Got Upstaged 新製品発表シーズンの勝者 【ハイテク】 インパクトに欠けた新型 iPhone、投資家の評価を高めた AT&T、エヌビディア、HP

■ アップル、AT&T、エヌビディア、HP が同じ週に発表イベントを開催

新たな主力商品の発表をアップル（AAPL）のイベントと同じ週に計画するハイテク企業はこれまでは哀れみの対象だった。アップルの前最高経営責任者（CEO）である故スティーブ・ジョブズ氏は素晴らしい台本に基づくプレス・イベントを完璧なものにし、そのやり方は今ではあらゆるハイテク企業のお手本とされているようだ。同社はここ数年、イベントをライブ中継する高品質のストリーミング・ビデオでイベント参加者を広げており、今年はツイッター（TWTR）がアップルのイベントをライブ中継した。

ところが、アップルが最新の iPhone (アイフォーン) を発表した 9 月 12 日のイベントの前後に面白いことが起きた。他のハイテク企業が記者発表の日程をアップルのイベントから遠ざけるのではなく、近づけたのである。より具体的には、AT&T (T) が 5G ネットワークの計画と進捗状況、エヌビディア (NVDA) は自律ロボットと医療分野への人工知能 (AI) 技術の応用計画、パソコン・プリンター大手 HP (HPQ) は金属部品を量産できる 3D プリンターを同じ週に発表した。



Jony Ive, Apple's design chief, and CEO Tim Cook

筆者の見解では、アップルはこれらの企業にお株を奪われたように見える。以下、先週のイベントと今後の意味合いを報告する。

■ 新型 iPhone のインパクトは薄いものの、投資家は好感

アップルの先週のイベントに関して言うと、過去の同社のイベントにあった「アッと驚かせる」要因が今回は不足していたかもしれない。とはいえ、新たな 3 機種 of iPhone と 1 機種 of アップル・ウォッチはやはり多くのメディアによって報じられた。

イベント当日の同社の株価は 1.2% 下落して 221.07 ドルとなった。大きな疑問はやはり、膨れ上がった iPhone の勢いをどれだけ長く維持できるかである。同社は昨年、iPhone の平均販売価格を 100 ドル引き上げ、今年も価格戦略を推し進めている。iPhone として過去最大の 6.5 インチの画面サイズを持つ XS Max は、価格も 1099~1449 ドルと最も高い。アナリストは同社の価格戦略にあまり賛成できないとしているが、投資家の不安は和らいだようで、イベントの翌日に株価は上昇に転じ、先週は 2% 高で引けた。

ガートナーのバイスプレジデント、アネット・ジーマーマン氏によると、アップルは世界のスマートフォン出荷台数首位の座を年末までにサムスン電子 (005930.韓国) から奪い返す可能性がある。主な要因は iPhone XS Max だ。同氏はアップルの第 4 四半期の出荷台数が過去最大の 8000 万台に達すると予測している。

■ AT&T、エヌビディア、HP の株価は記者発表を受けて上昇

10 日の AT&T の記者発表では、次世代の無線通信技術である 5G のサービスが徐々に構築されている新たな証拠が示された。同社によると、5G ネットワークは成熟しつつあり、クアルコム (QCOM) の 5G 無線半導体の初期バージョンを使用した携帯電話で電話をかけられるまでになっている。AT&T は現在、全米の 12 都市で年末までに 5G による携帯電話サービスを何らかの形で展開する計画だ。

スマートフォンユーザーの大半は少なくとも来年までは 5G 技術の直接の恩恵に浴することはないものの、映画を数秒でダウンロードするなどのメリットを感じるようになれば感銘を受けるだろう。

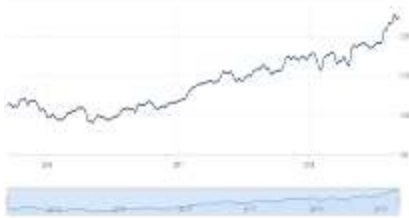
AT&T の株価はここ 1 年、最近完了したタイム・ワーナーとの合併を巡る懸念のせいで低迷してきたが、先週は 3% 上昇して引けた。

エヌビディアの CEO、ジェンソン・フアン氏は 13 日、同社のイベントのために日本に出張した。このイベントで同社が発表したのはデータセンターでリアルタイム AI を利用するための新しいプラットフォームで、チューリングと呼ばれる同社のグラフィックス半導体が使用される。また、自律ロボット向けと、大量の演算を必要とする画像診断などのタスクを実行する医療機器向けの新たな半導体も発表した。

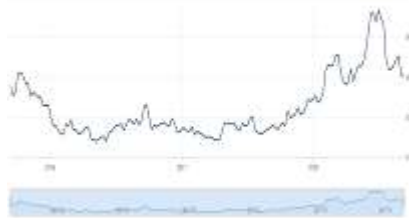
同社は 12 日夜の記者向け電話ブリーフィングで、機械学習推論の市場規模は今後 5 年以内に 200 億ドルに成長すると述べた。アルファベット (GOOGL) はデータセンターでエヌビディアの半導体を使用することで合意したという。エヌビディアの株価は報道を受けて 1% 上昇し、先週は小幅に上昇して引けた。

HP が 10 日に金属部品の量産が可能な 3D プリンターであるメタル・ジェットを発表すると、同社の株価は 1% 上昇した。ドイツの自動車メーカーであるフォルクスワーゲン（VOW3.ドイツ）は当面、特別仕様車のキーホルダーやエンブレムなどの特殊部品の製造に使用する。市場調査会社 IDC のアナリスト、ティム・グリーン紙によると、メタル・ジェットは他社の製品に比べて「大幅に」低いコストで量産できるという。

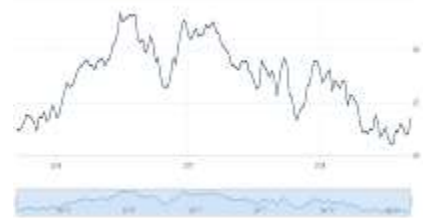
Apple Inc. (AAPL)



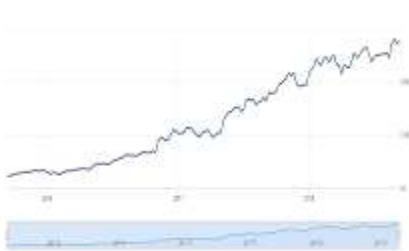
Twitter Inc. (TWTR)



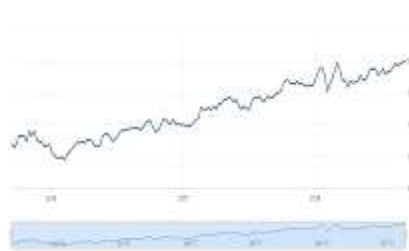
AT&T Inc. (T)



NVIDIA Corp. (NVDA)



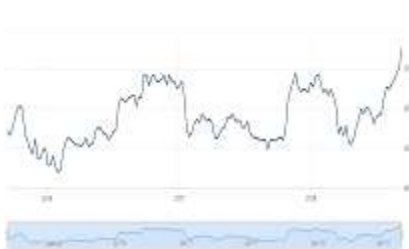
HP Inc. (HPQ)



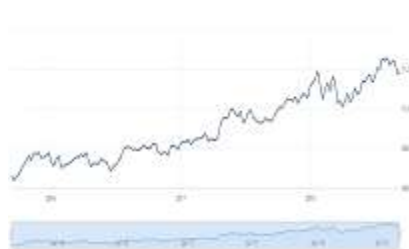
Samsung Electronics Co. Ltd.
(KR:005930)



Qualcomm Inc. (QCOM)



Alphabet Inc. Cl A (GOOGL)



Volkswagen AG Non-Vtg Pfd.
(DE:VOW3)



チャートは 3 年

By JON SWARTZ
(Source: Dow Jones)

9. Rate Hikes Could Hurt These High-Yielding Sectors 金利上昇の影響 金利引き上げによって配当利回りの高いセクターの魅力が低下する懸念

【配当投資】

■ 幅広い金利上昇の影響

生活必需品や公益事業など、超低金利の時期に現金配当を行った企業にとって、今年は厳しい年となっている。今後その状況はさらに厳しくなる可能性もある。

米連邦準備制度理事会（FRB）が短期金利の引き上げを続ける中、金利はより広い範囲で上昇している。10 年物米国債利回りは昨年末の 2.43% から直近で 2.95% に上昇した。バンクオブアメリカ・メリルリンチで米国株式とクオンツ戦略を統括するサビタ・スブラマニアン氏は、このような状況で「投資家は現金や短期債といった伝統的な利回りの源泉に戻る可能性がある」と述べる。



公益事業、素材、生活必需品の各セクターは、年初来のリターンが市場をアンダーパフォームしている。S&P500 指数に含まれる不動産企業のリターンは 2%未満と、金利上昇の影響を受けて低迷している。

2008 年の金融危機以降、FRB が量的緩和策の一環で金利を引き下げると債券利回りは低下し、投資家が代替となる投資先を求めた結果、配当利回りの高い企業の株価が上昇した。しかし、その希少価値は徐々に低下しているうえ、公益事業や電気通信サービスセクターの企業は多額の債務を抱える傾向があるとスブラマニアン氏は指摘する。低金利下では問題なくても、「信用スプレッドが縮小以外の方向に動いたら、債務の大きさが問題化するだろう」と同氏は警告する。

スブラマニアン氏は、公益事業と不動産の各セクターをアンダーウエート、生活必需品と電気通信サービスの各セクターをニュートラルと評価している。電気通信サービスの 2 大銘柄は AT&T (T) とベライゾン・コミュニケーションズ (VZ) で、それぞれ配当利回りは 6%と 4.4%となっている。

■ 配当利回りを狙った投資は慎重に

クレディ・スイス証券で株式ストラテジストを務めるパトリック・パルフリー氏は、高配当利回りのセクターを 2 種類に分類している。一つ目は、公益事業、不動産投資信託、電気通信サービスなど伝統的に利回りに敏感なグループだ。一方、生活必需品とヘルスケアを別のグループとしているのは、少なくとも理論的には、その一部が株主還元のための多額のキャッシュを創出できることによる。

年初から金利上昇が続いているうえ、労働市場がひっ迫していることから、賃金上昇の可能性も高い。このことはさらなる金融引き締めにつながり得る。金利上昇に伴い、「10 年債を保有できる場面で、公益事業や電気通信サービスの株式保有を正当化することはだんだん難しくなってくる」と同氏は指摘する。

SPDR S&P ファーマシューティカルズ ETF (XPH) の年初来のリターンは 12.2%と、S&P500 の 9.24%を上回った。株価上昇もその一因だが、製薬大手数社は配当利回りが魅力的な水準にある。メルク (MRK) の配当利回りは 2.8%、イーライリリー (LLY) は 2.1%、ファイザー (PFE) は 3.2%、ブリストル・マイヤーズ スクイブ (BMY) は 2.7%となっている。

一方、コンシューマー・ステープルズ・セレクト・セクター SPDR ETF (XLP) の年初来のリターンはマイナス 3.18%だった。パルフリー氏によると、アマゾン・ドット・コム (AMZN) をはじめとするオンライン小売企業の台頭により利益率が圧迫される中でも、生活必需品企業のバリュエーションは高い。ステープルズ ETF の価格は、構成企業の 2019 年アナリスト予想利益のほぼ 18 倍となっており、SPDR S&P 500 ETF (SPY) の 16.2 倍を上回っている。

Tough Yield Environment

Many sectors known as yield plays have lagged this year as interest rates have moved higher

ETF/Ticker	Total Return	Dividend Yield*	Assets (bil)
Utilities Select Sector SPDR Fund / XLU	4.66%	3.28%	\$7.9
SPDR S&P Pharmaceuticals ETF / XPH	12.24	0.52	0.4
Materials Select Sector SPDR ETF / XLB	-1.41	1.85	4.3
Consumer Staples Select Sector SPDR Fund / XLP	-3.18	2.71	9.4
SPDR S&P 500 ETF / SPY	9.24	1.7	271.5

*12-month yield. Data as of Sept. 11

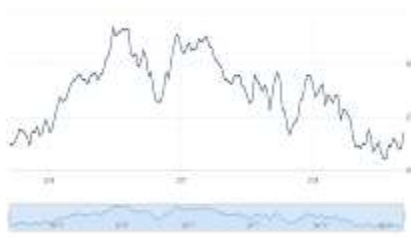
Source: Morningstar

ヘルスケア大型株の予想株価収益率（PER）は来年の利益予想の 16 倍弱、年初来のリターンは 12.8%と S&P500 指数を上回っている。

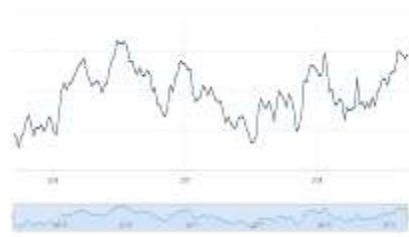
スブマラニアン氏は、公益事業など従来の高配当利回りセクターについて、投資家は今後も慎重さを保つべきだと述べる。同氏は「配当利回りの高いセクターは、過去の景気サイクルのときと比べてリスクが高くなっている可能性が高い」として、景気後退時に過去と同様の底堅さを示すかは分からないと付け加える。

パルフリー氏は、配当利回りにあまりとらわれ過ぎないことが重要だと述べる。投資家は配当の源泉を把握すべきであり、それが強力なフリー・キャッシュ・フローであれば理想的だ。

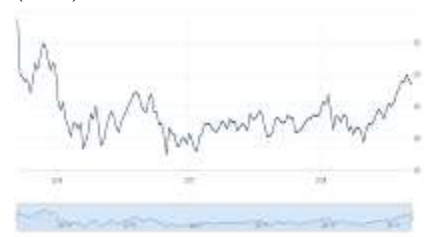
AT&T Inc. (T)



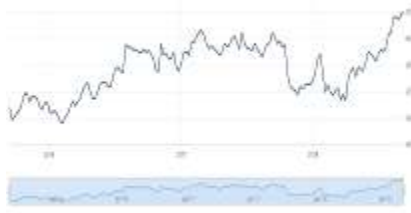
Verizon Communications Inc. (VZ)



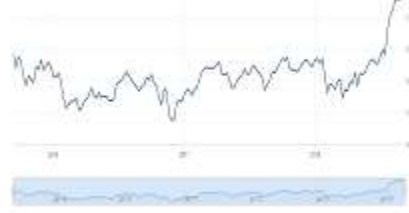
SPDR S&P Pharmaceuticals ETF (XPH)



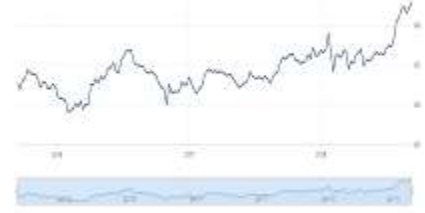
Merck & Co. Inc. (MRK)



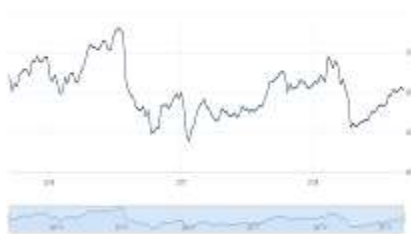
Eli Lilly & Co. (LLY)



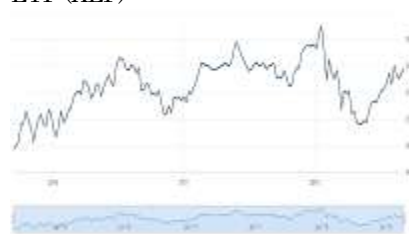
Pfizer Inc. (PFE)



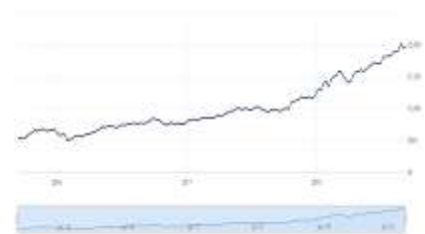
Bristol-Myers Squibb Co. (BMY)



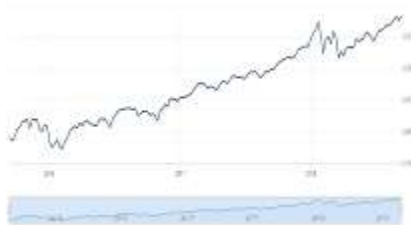
Consumer Staples Select Sector SPDR ETF (XLP)



Amazon.com Inc. (AMZN)



SPDR S&P 500 ETF Trust (SPY)



チャートは3年

By LAWRENCE C. STRAUSS
(Source: Dow Jones)

10. Preview 今週の予定

【経済関連スケジュール】

新型 iPhone でも続く、アップルの旧来型戦略

■ ますます高価格化する iPhone

アップル (AAPL) が発表した最新機種の iPhone XS Max (アイフォーン・テン・エス・マックス) は、iPhone 史上最大サイズとなる。iPhone 関連の売上高を伸ばすために、より高価な製品を投入するしかなくなった現状を物語るような製品であると言える。iPhone XS Max は、最廉価版でも 1099 ドル、512GB (ギガバイト) バージョンは 1449 ドルと、今まで発売された中で最も高価な機種となる。その高価さを象徴するように、オプションで金色の縁取りがなされたバージョンが用意されている。



ビジブル・アルファ・コンセンサス・データによると、アップル製品の平均販売価格は、2017 年の 650 ドルから、2018 年は 752 ドルに上昇する見通しである。一方で、同社の最重要製品である iPhone を購入しようとする人は減少しつつある。

ビジブル・アルファによると、iPhone シリーズの 2018 年度の販売台数は、前年度比でわずか 1% 増となる見通しである。だが、高価格化により、iPhone 関連の売上高は前年度より 17% 増加し、1650 億ドルになると見込まれる。同社の株価が、過去 12 カ月間で 41% 上昇していることから、投資家は高価格戦略を評価していると言えるが、このような戦略がいつまで有効だろうか？

先週行われた同社の新製品発表イベントは、高価な機種を宣伝する一方で、最廉価バージョンが 749 ドルの中価格モデル、iPhone XR (アイフォーン・テン・アール) のアピールも怠らなかった。中価格とはいえ、iPhone XR には同社の最新テクノロジーが投入されており、通信速度は極めて速い公算が大きい。iPhone XR が iPhone XS Max に劣るポイントはディスプレイである。通常ならば、アップルは他社製品に比べて iPhone のディスプレイが優れていることを好んで宣伝していたはずだ。同社は高性能かつ高価格の商品で評判を築いたが、1 兆ドルを突破した同社の時価総額が増加し続けるには、低価格帯にも焦点を合わせる必要があるかもしれない。

By ALEX EULE

■ 今週の予定

9 月 17 日 (月)

- ・ 宅配・航空貨物大手フェデックス (FDX)、企業向けソフトウェア大手オラクル (ORCL) が、四半期決算発表。
- ・ 電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング (阿里巴巴集团、BABA) が、杭州市にて 2 日間の予定で投資家イベント開催。2019 年 9 月に役職を退くと発表したばかりの馬雲 (ジャック・マー) 会長などが、登壇する予定。
- ・ 東京株式市場は、敬老の日の祝日で休場。
- ・ ニューヨーク連銀が、9 月のニューヨーク州製造業景況指数を発表。コンセンサスは 22.6 を予想 (8 月は 25.6)。

9 月 18 日 (火)

- ・ 自動車部品小売りチェーンのオートゾーン (AZO)、大手食品メーカーのゼネラル・ミルズ (GIS) が四半期決算発表。

- ・ 自動車用動力関連機器サプライヤーのボルグワーナー (BWA)、産業機器メーカーのダナハー (DHR)、IT サービス持ち株会社デル・テクノロジーズ (DVMT) が、それぞれ投資家イベント開催。
- ・ 全米住宅建設業協会 (NAHB) が 9 月の住宅市場指数を発表。エコノミストは、66 を予想 (8 月は 67)。
- ・ ニューヨークで国連総会が開会。

9 月 19 日 (水)

- ・ 企業向けオープンソースソフトウェア大手レッドハット (RHT) が、2019 年第 2 四半期の決算を発表。
- ・ デンマーク最大手のダンスケ銀行 (DANSKE.デンマーク) が、エストニアの同行支店を通じて行われた、1500 億ドルに上るロシアのマネーロンダリング (資金洗浄) 疑惑に対する内部調査の結果を発表。
- ・ 日銀が、2 日間の金融政策決定会合を終え、政策金利を発表。ブルームバーグの集計によると、市場参加者の大半が、マイナス 0.1% への据え置きを予想。
- ・ 米国勢調査局が、8 月の住宅着工件数を発表。コンセンサスは、季節調整済み年率で 124 万戸を予想 (7 月は 117 万戸)。住宅着工許可件数は、7 月とほぼ変わらずの 131 万件となる見通し。
- ・ 米商務省経済分析局が、第 2 四半期の経常収支を発表。貿易赤字は、1150 億ドルとなる見通し (第 1 四半期は、1240 億ドルの赤字)。

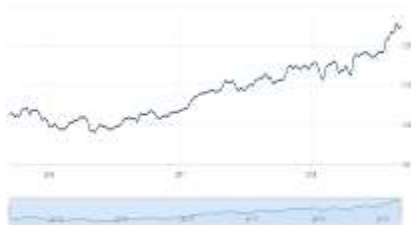
9 月 20 日 (木)

- ・ 外食チェーン大手ダーデン・レストランズ (DRI)、半導体製造大手マイクロン・テクノロジー (MU) が四半期決算発表。
- ・ 全米不動産協会 (NAR) が、8 月の中古住宅販売戸数を発表。エコノミストは、季節調整済み年率換算で 536 万戸を予想。これは、2 年ぶりの低水準となった 7 月より、やや高い程度の水準。
- ・ コンファレンス・ボードが、8 月の景気先行指数を発表。コンセンサスは、7 月から 0.5% の上昇を予想。
- ・ 9 月のフィラデルフィア連銀製造業景況指数発表。21 カ月ぶりの低水準だった 8 月の 11.9 から、18.6 に上昇する見通し。

9 月 21 日 (金)

- ・ オフィス家具メーカーのスチールケース (SCS) が、第 2 四半期決算についてコンファレンスコールを開催。
- ・ 投資会社ブラックストーン・グループ (BX) が、投資家イベントを開催。
- ・ 英金融情報サービス企業 IHS マークイット (INFO) が、9 月の製造業購買担当者指数 (PMI) を発表。エコノミストは、8 月の 54.7 から若干の上昇となる 55 を予想。
- ・ ニューヨーク市場が、株価指数先物、株価指数オプション、個別株先物、個別株オプションの取引期日が重なる、クアドルプル・ウィッチングの日を迎える。

Apple Inc. (AAPL)



チャートは 3 年

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. The (Debt) Clock Is Ticking

As the national debt climbs to once unheard-of levels, no one seems to care. Bold action is needed before time runs out.

ADVISOR RANKINGS: TOP INDEPENDENTS

Top Independent Financial Advisors

With mergers reshaping the industry, Barron's ranks the leading firms and individuals

FEATURE

Insurers Will Ride Out Hurricane Florence

New investors are flooding the insurance industry with capital, helping to storm-proof traditional players.

FEATURE

Expect Cement and Rock Stocks to Bounce

The stocks of the main players in the cement and rock-mining industry have tumbled, but there is reason to expect a rebound soon.

FEATURE

Congress' Failed Stock Market Experiment Cost Investors \$900 Million

Congress pushed a pilot program to make small-cap stocks more profitable to Wall Street and spur trading. The failed test will end this month. And Washington doesn't want to discuss it.

ADVISOR RANKINGS: TOP INDEPENDENTS

Top Advisors Talk About Their Firms—And Their Clients

A select group of RIAs discuss how their firms are growing and evolving and what the changes mean to clients.

Q&A

2. Hank Paulson Says the Financial Crisis Could Have Been 'Much Worse'

The former Treasury secretary says the Bear Stearns rescue "allowed us to dodge a bullet and avoid a devastating chain reaction."

UP AND DOWN WALL STREET

3. Trump, Dimon, and the Financial Crisis

STREETWISE

4. Moonves Is Gone. Where Was the CBS Board?

FUNDS

The Allure of Funds That Foster Gender Diversity

THE TRADER

5. The Dow Gains 238 Points, Tariffs Be Damned

TRADER EXTRA

5. 3M's Forgotten Charms

INTERVIEW

6. Lehman's Buyer Is on the Lookout for Another Crisis

UP AND DOWN WALL STREET

7. U.S. Stocks Are Still Leading the World. Here's Their Secret

TECHNOLOGY TRADER

8. How Apple Got Upstaged

INCOME INVESTING

9. Rate Hikes Could Hurt These High-Yielding Sectors

THE ECONOMY

Why the Euro Won't Replace the Dollar

REVIEW

Hunting for Undervalued REITs

Shares of real estate investment trusts have surged lately. What's ahead?

PREVIEW

10. New iPhones, Old Strategy on Prices

With the top model now costing about \$1,100, how long can Apple keep hiking prices?

EMERGING MARKETS

What Jack Ma's Departure Means for Alibaba

TRADER EXTRA

Bottle Maker Owens-Illinois' Stock is Half Empty

INTERNATIONAL TRADER - EUROPE

A Small Biotech With a Promising Pipeline

Geneva-based ObsEva has three drugs designed to aid women's reproductive health nearing the regulatory approval stage.

THE STRIKING PRICE

Volatility Trades for Nervous Times

Stocks are volatile, but U.S. equity markets keep chugging along. Here are several ways to play increased hedging through the midterm elections.

COMMODITIES CORNER

Investors See a Bargain in Silver, but Is It for Real?

The U.S. Mint sold out of its 2018 Silver Eagle bullion at about \$14 an ounce. Silver is cheap relative to gold, though it could fall further.

MARKET WATCH

Drooping Equities Gains

Plus, locked-in homeowners make for smaller existing-home inventories

RESEARCH REPORTS

Nike Sets Up to Sprint

After a few so-so seasons, the company is retooling the shoe shopper's experience. Also, reports on Citizens Financial, Exact Sciences, and Lionsgate.

13D FILINGS

Glenn Krevlin Wants a Seat at Destination XL

Plus, short takes on filings by 10 other investors

MAILBAG

Letters to Barron's

『バロنز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نز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ブル大学 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نز拾い読み』 (2018 年 9 月 17 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