

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 October 22

1. **Today's Pain Could Be Tomorrow's Gain** 今日の痛みは明日の利益→ P.2 【新興国市場】
新興国ラウンドテーブルを開催
2. **Stocks Will Rally More Than 10% in 2019** 来年も株価上昇か→ P.7 【ファンドマネジャー調査】
ビッグ・マネー調査：米国株式市場を中心に強気の見方が優勢
3. **Alan Greenspan on What Trump Gets Wrong** グリーンスパン氏→ P.14 【インタビュー】
元 FRB 議長がトランプ政権とスウェーデンの政策について語る
4. **Up And Down Wall Street** 金融引き締めの影響→ P.16 【コラム】
パウエル議長の強い意志 住宅が景気の重しに
5. **Case of Jamal Khashoggi** 記者殺害疑惑→ P.18 【株式市場展望】
サウジアラビアとの経済的関係への影響度は？
6. **Fund Companies Got Sued** ファンド会社の従業員年金をめぐる訴訟→ P.21 【401(k)年金】
従業員の 401 (k) プランにもつばら自社ファンドを選定
7. **Invesco on the Oppenheimer Funds Acquisition** インベスコの買収戦略→ P.24 【運用業界】
資産運用会社インベスコがアクティブ運用で知られるオープンハイマーファンズを買収
8. **The Trader** 大きく動いたが、主要株価指数はまちまちで終わる→ P.25 【米国株式市場】
悪材料が多く、企業業績はさえないものの、大きく崩れず
9. **A New Way to Rank the Risks of the Big Tech Stocks** リスク・スコア→ P.28 【ハイテク】
本誌が独自のアプローチで FAANG のリスクを定量評価、果たして勝者は？
10. **Preview** 今週の予定→ P.31 【経済関連スケジュール】
バフェット氏が提唱するルックスルー利益

※ 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.

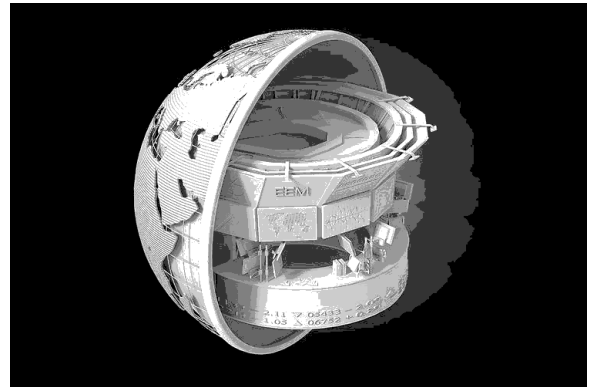
本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. Today's Pain Could Be Tomorrow's Gain 今日の痛みは明日の利益 新興国ラウンドテーブルを開催

【新興国市場】

■ 新興国の長期的な魅力は不変

今年の新興国市場は極めて不調である。しかし、新興国市場に長期的な魅力があることは変わらない。世界の人口の 83% が新興国に居住しているだけでなく、その約半分は中産階級である。こうした消費者の旺盛な需要に対応した新たな産業が、投資家が望む変化や成長を生み出している。新興国株式が米国株式に対して大幅なディスカウントとなっている現在こそ、割安な銘柄の買い入れや、有望な銘柄の発掘を行うべきだ。



本誌は、1990 年代後半からグローバル市場で積極的に活動している 4 人の投資家を招き、ラウンドテーブルを開催した。参加者は、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの新興国市場責任者兼チーフグローバルストラテジストのルチール・シャルマ氏、オープンハイマー・デベロップング・マーケット・ファンド (ODMAX) のマネジャーであるジャスティン・レベレンツ氏、ベイリー・ギフォード・エマージング・マーケット・グロース・ファンド (BGEHX) の共同マネジャーであるリチャード・スネラー氏、投資顧問会社ロンデュア・グローバル・アドバイザーズ創設者のローラ・ゲリッツ氏である。

4 人は、直近の急落は終了していないものの、多くの新興国は投資家の想定よりも良好な状態にあると考えている。第 3 四半期国内総生産 (GDP) 成長率が約 10 年ぶりの低水準である 6.5% となった中国でさえ、成長のための燃料をまだ大量に残している。

■ 一段の下落はあり得るか

本誌：今年の新興国市場の不調の原因は？

シャルマ氏：新興国市場は、10 年間の急成長を経て「過剰」な部分の削減に取り組んでいる。ブラジルは過剰な歳出、トルコなどは過剰な金融緩和、中国は過剰な債務だ。削減は 5~6 年続いていたが、米国のドル高と利上げによって、今年は注目を浴びた。

レベレンツ氏：利上げによって資金が米国に回帰しており、トルコなどの脆弱（ぜいじゃく）な国々は非常に苦しい立場にある。中国の経済成長の減速も要因の一つで、これにブラジルの大統領選などが重なった。さらに原油価格が上昇し、インド、トルコ、インドネシアなど産油国以外の国々が打撃を受けている。

Reversal of Fortune

Emerging market stocks have tumbled 23% from their Jan. 26 peak on a strong dollar and rising U.S. interest rates. Roundtable panelists think these markets could fall further, but that a bottom is near.

MSCI Emerging Markets Index



Source: Bloomberg

Q：新興国市場は今後

下落するか、それとも反発するか？

レベレンツ氏：新興国株式は適度に良好な状態にあるように見える。ほとんどの国は柔軟な通貨を持ち、財政収支は大きな問題ではない。問題が悪化する場合、影響が表れるのは新興国債券だろう。新興国債券の投資先は東欧、アフリカ、中南米に大きく偏っているが、株式の投資先はアジアが 70%を占める。

ゲリッツ氏：株価収益率（PER）は 10 月初めに過去 10 年平均まで低下した。優良銘柄も打撃を受け始めている。底打ちまでは若干の下落余地があるかもしれない。

シャルマ氏：米国とその他地域のバリュエーション格差は 1990 年代後半以来の水準まで拡大している。新興国市場は今後 5～7 年にわたって投資すべき地域だ。問題は株価が一段と下落する可能性があるか否かだ。私は中国について懸念している。歴史上、過去 10 年の中国ほど多額の債務を抱えた国は存在しない。中国国債は国内投資家が保有するため、問題ないとされていた。中国は経済が減速しても、刺激策によって成長を促進することができた。だが米金利が上昇する中、資金流出のリスクなしに金融緩和はできない。

レベレンツ氏：私は中国について懸念していない。経済成長は減速するとみられるが、今後 5 年間の年複利成長率は 5%を維持することができる。これは依然として世界の経済成長の 30～40%に相当する。中国の根本的な問題は、貯蓄率が高過ぎることだ。中国ほど財政に余裕がある国は存在しない。GDP 比の財政赤字は小さく、銀行を救済するために多額の準備資産を保有している。

シャルマ氏：だが、過去 10 年間で債務は大幅に増加し、貯蓄率は 2008 年から変化していない。

■ 小国や小型株に注目

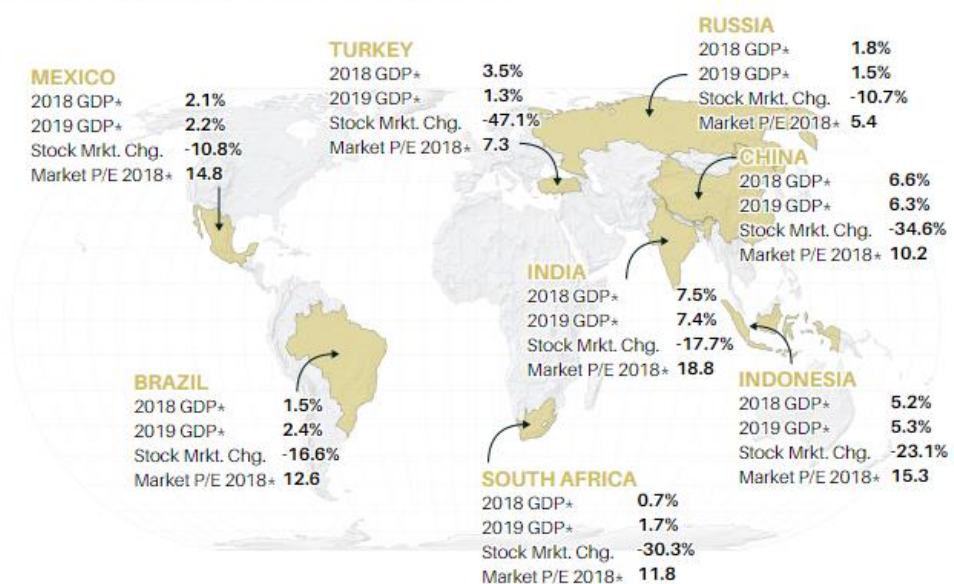
Q：現在の中国をはじめとする新興国に投資する最善の方法は？

ゲリッツ氏：現在はネットキャッシュの状態にある新興国企業が数多く存在する。例えば中国でファストフードチェーンを展開するヤム・チャイナ・ホールディングス（YUMC）だ。同社の割安な株価は、債券発行と自社株買いによって上昇する大幅な余地がある。

スネラー氏：当社ファンドの上位 10 銘柄の平均 PER は、過去 10 年平均を若干下回る。割安である理由は、こうした企業の多くの成長が改善していることだ。これらの銘柄には、中国の平安保険集団（2318.香港）、インドの HDFC 銀行（HDB）、韓国のサムスン電子（005930.韓国）が含まれる。

A World of Opportunities

Most emerging markets are down this year, but some are much cheaper than others, and their economic prospects vary. While our roundtable panelists see more pain ahead, they are finding investment values, too.



*Estimates for GDP growth. India's estimates are for fiscal years ending in 3/19 and 3/20

Note: Stock market change is since Jan. 26 emerging-markets peak, USD

Source: Bloomberg; Natural Earth

シャルマ氏：超大型ハイテク株や大国以外の銘柄は見落とされている。こうした銘柄の多くは、成長見通しが良好である。中国、韓国、台湾が新興国市場指数の約 60%を占めており、ポーランド、フィリピン、トルコなどはそれぞれ約 1%ずつにすぎない。私の投資アイデアは、超大型株を売却して、小規模な国や企業を買うことだ。東南アジアや東欧などの企業に投資機会がある。

ゲリッツ氏：私も賛成だ。過去 1 年間のパフォーマンスは、時価総額が小さいほど悪かった。多くの小型株のファンダメンタルズが良好だったにもかかわらず、中東の物流会社アラメックス (ARMX.UAE) や、フィリピンでセブンイレブンを運営するフィリピン・セブン (SEVN.フィリピン) などの株価は出遅れた。その理由は、解約に備えるため、運用者がパフォーマンスの良かった小型株やフロンティア市場の銘柄を売却したことだ。



Richard Sneller's Picks

Company / Ticker	Recent Price
Tencent Holdings / TCEHY	\$35.01
Petroleo Brasileiro / PBR	15.33
Reliance Industries / RIL.India	INR1,151.30

Source: Bloomberg

Q：現在の貿易摩擦は新興国市場にどのような影響を与えるか？

スネラー氏：問題は貿易ではない。ロシアのプーチン大統領が述べた通り、人工知能 (AI) における勝者が世界を制する。現在の問題の中心にあるのは知的財産権の保護だ。

レベレンツ氏：中国は世界最大の知的人材プール、多額の資本、膨大なデータを有する。電子商取引大手のアリババ・グループ・ホールディング (阿里巴巴集団、BABA) などに素晴らしい投資機会があるだろう。

ゲリッツ氏：アジア諸国の中では、ベトナムが輸出に最も依存している。人民元が下落した場合、ベトナムは輸出競争力を高めるために自国通貨を切り下げるだろう。し

かし、長期的には、製造業者は貿易リスクを最小化するため、生産拠点をベトナムに移転するとみられる。こうした理由などから、私はベトナムに対して強気な見方をする。

シャルマ氏：輸出による経済



Laura Geritz's Picks

Company / Ticker	Recent Price
Yum China Holdings / YUMC	\$32.85
Philippine Seven / SEVN.Philippines	PHP112.00
Aramex / ARMX.UAE	AED4.00
Baidu / BIDU	\$191.88

Source: Bloomberg

発展を目指してきた新興国にとって、脱グローバル化の時代は厳しいものになるだろう。ベトナムはこうした新興国の典型例だ。国境間の商品、サービス、資本や人の移動が不自由になることで困難は増すとみられる。技術分野でさえ、国境の壁は高くなり始めている。

■ インド、メキシコ、ブラジル

Q：インド経済はここ数年低調だが、回復しそうか？

ゲリッツ氏：同国は高額紙幣廃止による打撃などを経て、現在は回復途上にあるように見える。しかし、株価は既に大幅に上昇してしまった。インド経済は国内中心で貿易摩擦の影響が小さく、GDP に対する債務の割合が小さいため、投資家が中国からインドに乗り換えたのだ。

シャルマ氏：われわれは、市場が経済のファンダメンタルズを反映すると考えがちだが、その逆もあり得る。現在のインドはまさに後者だ。インド経済は回復途上にあったが、米国の金利上昇によってインドルピーに圧力がかかり、インド準備銀行（中央銀行）が利上げを強いられ



たことによって、状況は変わりつつある。

Justin Leverenz's Picks

Company / Ticker	Recent Price
Alibaba Group Holding / BABA	\$142.02
Novatek / NTVK.Russia	RUB1,103.50
Fomento Económico Mexicano / FMX	\$96.33

Source: Bloomberg

スネラー氏：過去 3～4 年で、インドには大きな変化があった。例えば 24 カ月前、インドのモバイルネットワー

クは世界最低水準だった。今や、同国のネットワークは世界最大規模で、世界最高レベルの効率性を誇り、毎日のデータ通信量は米国のネットワーク全体よりも多い。リライアンス・インドアストリーズ（RIL.インド）傘下の通信会社リライアンス・ジオは 2 億 5000 万人のユーザーを抱える。こうした変化が今後 5～20 年先のインドの成長にどのような影響をもたらすか、まだ判明していない。

レベレンツ氏：私はインドよりもメキシコに興味がある。ロペスオブラドール政権が予想よりも現実的な路線を進むとみられる上、株価は過去 20 年で最も割安な水準にある。当社ファンドは飲料メーカーの FEMSA (FMX) について大きなポジションをとっている。同社の価値の半分はコカ・コーラ FEMSA (KOF) によるものだが、同社はコンビニチェーンのオクソも所有している。オクソはコンビニの店舗を配送センターとして利用しており、メキシコ最大の物流会社となる可能性がある。

ゲリッツ氏：ウォルマート・デ・メヒコ (WMMVY) は、優れたバランスシートやネットワーク、規模の経済を有する。米国経済の堅調が続き、他



Ruchir Sharma's Picks

Eastern European
retailers

Sell "megacaps," buy
everything else

Southeast Asian
companies

の新興国市場がすぐに反発しなくても損失を抑えられる。ただし、既存店売上高が異常なほど伸びている理由は、米国在住の労働者による母国への送金であるため、米国経済が減速した場合は懸念される。

スネラー氏：親ビジネス派といわれるボルソナロ氏がブラジル大統領選に勝利した場合、新たな可能性が開ける。同国の石油会社ペトロブラス（PBR）に投資するアイデアがある。

レベレンツ氏：非常に大胆な意見だと思う。同社は世界最大クラスの債務を抱えており、ガバナンスにも大きな問題がある。

スネラー氏：サブソルト層（海底岩塩下層）で発見された油田の規模と成長ポテンシャルが十分に評価されていない。20 年前の生産量はほぼゼロだったが、今や 1 日 200 万バレルだ。また、エネルギー会社はコスト削減によって、4～5 年前の 1 バレル当たり 105～110 ドルではなく、同 80 ドルでより多くの利益を出せるようになった。今はペトロブラスさえ、高い収益性を達成できる時期だ。

■ 注視すべき危険信号

Q：新興国市場の投資家が注視すべき危険信号は何か？

ゲリッツ氏：予想を上回るインフレによって金利が押し上げられることだ。この場合、米ドルを保有すれば 3～4% のリターンが得られるため、世界のどの地域の銘柄であれ、株式の保有比率を高めることは推奨し難い。

シャルマ氏：人民元と米ドルの為替レートに注目している。皆が 1 ドル＝7 人民元の水準を注視しており、人民元はこの水準を超えて下落する可能性があるが、重要なのは下落のスピードと状況だ。願わくは、中国が資本規制によって事態を収拾し、経済成長が減速する程度の影響にとどめてほしい。

ゲリッツ氏：かつては「米国がくしゃみをすれば世界が風邪をひく」と言われた。今や中国は非常な大国となり、他の新興国だけでなく世界全体に影響を与える。中国では消費が減速する兆しが見られるが、実際に減速した場合はスポーツ用品大手のナイキ（NKE）やアディダス（ADS、ドイツ）などのグローバル企業が影響を受ける。中国人の旅行需要が減速すれば、当社が保有する日本企業の成長も減速するだろう。

Oppenheimer Developing Markets Fund:A (ODMAX)



Baillie Gifford Emerging Markets Fund:2 (BGEHX)



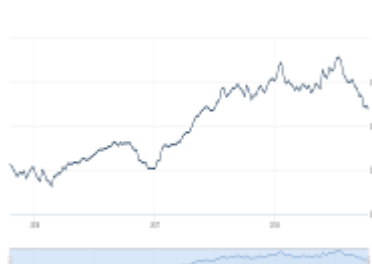
Yum China Holdings Inc. (YUMC)



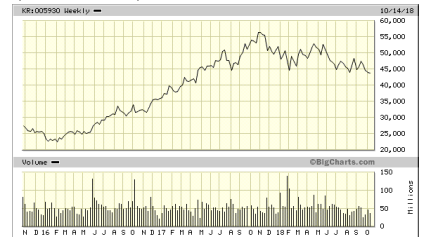
Ping An Insurance (Group) Co. of China Ltd. (HK:2318)



HDFC Bank Ltd. ADR (HDB)



Samsung Electronics Co. Ltd. (KR:005930)



Philippine Seven Corp. (PH:SEVN)



Alibaba Group Holding Ltd. ADR (BABA)



Reliance Industries Ltd. (IN:500325)



Fomento Economico Mexicano S.A.B. de C.V. ADR (FMX)



Coca-Cola Femsa S.A.B. de C.V. ADR (KOF)



Wal-Mart de Mexico S.A.B. de C.V. ADR (WMMVY)



Petroleo Brasileiro S/A ADR (PBR)



Nike Inc. Cl B (NKE)



adidas AG (DE:ADS)



チャートは3年

By RESHMA KAPADIA
(Source: Dow Jones)

2. Stocks Will Rally More Than 10% in 2019 来年も株価上昇か【ファンドマネジャー調査】 ビッグ・マネー調査：米国株式市場を中心に強気の見方が優勢

■ 強気派の比率はほぼ変わらず

本誌が春と秋の2回行うビッグ・マネー調査によると、米国のマネーマネジャーは、2019年には米国株の強気市場が10年目に入ると考えている。来年6月まで米国株式に強気の見方をしているプロ投資家は2018年春の調査では55%、最新の秋の調査では56%だった。

さらに、彼らは株価が今後も堅調に上昇すると見ている。強気派マネジャーのS&P500指数の予想値の平均は、来年半ばには3078、2019年末までに3166と、直近の2800レベルからそれぞれ10%、13%上昇を指している。

最新の調査は今年に入って株価が急落する直前に行われたが、本誌の取材に応じたマネジャーの多くは、今回の急落は正常な市場の調整の一環であるとの見方を示している。



■ 米国株式市場に期待が集中

回答者の半数近くは、現在の株式市場に対する最大の脅威は金利上昇や政策ミスであると考えている。その割合は 6 カ月前の 67% から減少しているが、これはトランプ大統領に対する評価の高まりに伴う傾向のようだ。大統領の業績を A～F の評価で B 以上とした回答者は、春の調査では約 3 分の 1 だったが、秋の調査では半数を超えた。

株式市場に対する最大の脅威が企業利益への失望であると考えた回答者は 14% と、春の調査から倍増した。回答者の半数以上が、来年の企業利益は 6～10% 増加すると予想している。問題のある水準ではないが、アナリストが今年期待する 20% の増益率を大きく下回る。

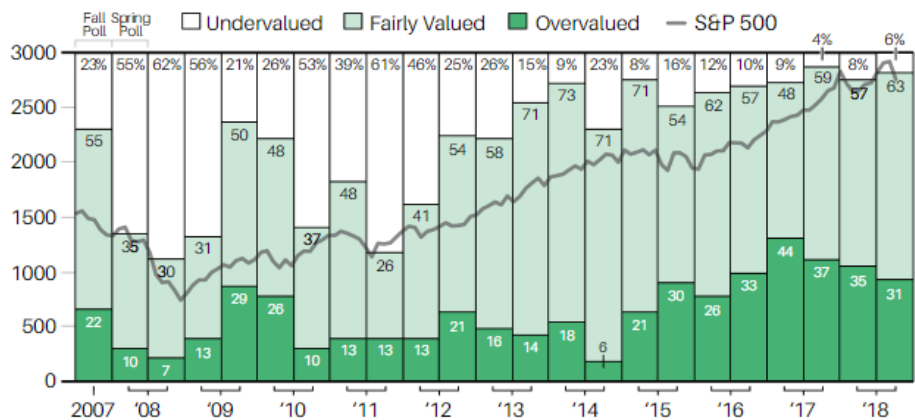
回答者の多くは、株式が最も魅力的な資産クラスであると考えている。米国株式を好む回答者は 42% と、半年前の 24% から増加したのに対し、新興国株式を好む回答者は 29% と、前回の 46% から低下した。新興国市場は年初来ドル建てで約 15% 下落している一方、S&P500 指数は最近の下落を経ても約 4% の上昇を維持している。

マネジャーの約 6 割が、今後 12 カ月で米国の国内総生産（GDP）が 3% 以上成長すると見ている一方、世界経済のプラス成長を予想する回答者はもっと少ない。

金利は一般的に経済成長に伴って上昇するが、それは回答者の予想と一致する。回答者の 8 割は、10 年物米国債利回りが今後 12 カ月間に 3.5% 以上に達すると予想している。これは 19 日の 3.2% を大幅に上回る水準だ。

ピッツバーグの投資運用会社 C.S. マッキーで最高投資責任者（CIO）を務めるグレゴリー・メルビン氏は、10 年物米国債利回りが 3.5% に達すると予想している。このような上昇の理由について、米連邦準備制度理事会（FRB）が米国債購入を巻き戻し、連邦政府が国債発行を増やすことで、国債が過剰供給となり、価格への圧力と利回りの上昇が生じていると同氏は指摘する。

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

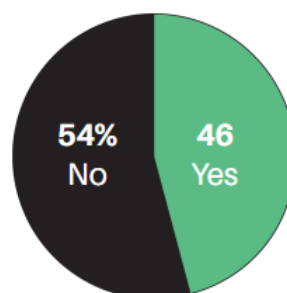


2. Predict the value of these market measures at midyear 2019 and year-end 2019.

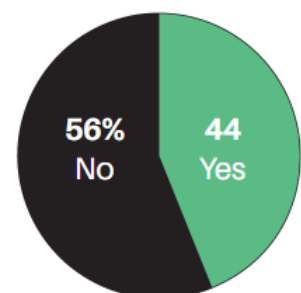
Bullish	June '19	Dec '19	Bearish	June '19	Dec '19
DJIA	27,753	28,537	DJIA	24,709	23,676
S&P 500	3,078	3,166	S&P 500	2,717	2,626
Nasdaq	8,437	8,666	Nasdaq	7,283	6,960

3. Are you beating the S&P 500 this year...

personally?



professionally?



回答者の 6 割近くは、中間選挙後の米国議会の最優先事項として福祉改革と連邦政府の支出削減を挙げている。なお回答者の議会に対する評価は低く、84%が C 以下となっている。

■ 弱気派は減少するも、話題の投資対象には懐疑的

最新の調査で自らを弱気派と評したのはマネジャーのわずか 9%で、春の 11%からさらに減少した。回答者の見方は全体的に、彼らの顧客とは対照的だ。顧客の約 20%が弱気、23%が強気であるとマネジャーは回答している。

回答者は特斯拉 (TSLA、回答者の 94%がネガティブ)、仮想通貨 (同 92%)、マリファナ関連銘柄 (同 68%) など、一部の話題の投資対象について弱気だった。フェイスブック (FB)、アマゾン・ドット・コム (AMZN)、アップル (AAPL)、ネットフリックス (NFLX)、グーグルの親会社アルファベット (GOOGL) から成る FAANG 銘柄に対する見方はより均等に分かれた。ニューヨークの資産運用会社ロイヤル・キャピタル・マネジメントでマネジ

ングパートナーを務めるロバート・メドウェイ氏は、「アマゾンを除く各社は個別の問題を抱えている。過去のような成長率は望めないし、バリュエーションが理由でわれわれは保有していない」と述べる。

株価が下がり続ければ、弱気派は増えるだろうか。来春のビッグ・マネー調査で確認することとしたい。

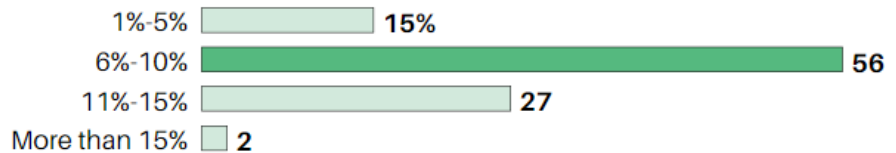
4. Describe your investment outlook through June 2019.



5. Are your clients bullish, bearish, or neutral about U.S. equities?



6. By how much will corporate profits rise in the next 12 months?



7. Predict the price of oil and gold as of mid-year 2019.

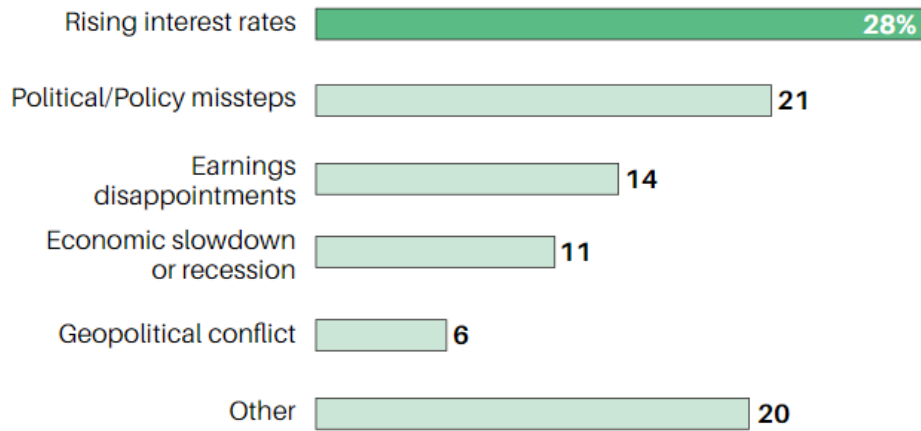
\$75.99

Oil (Nymex/bbl)

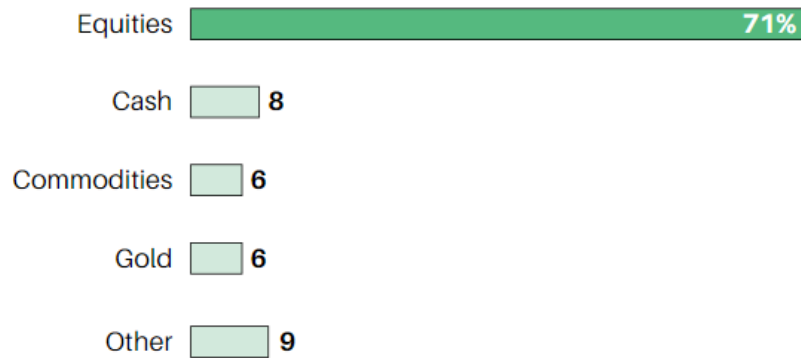
\$1,255

Gold
(per troy ounce)

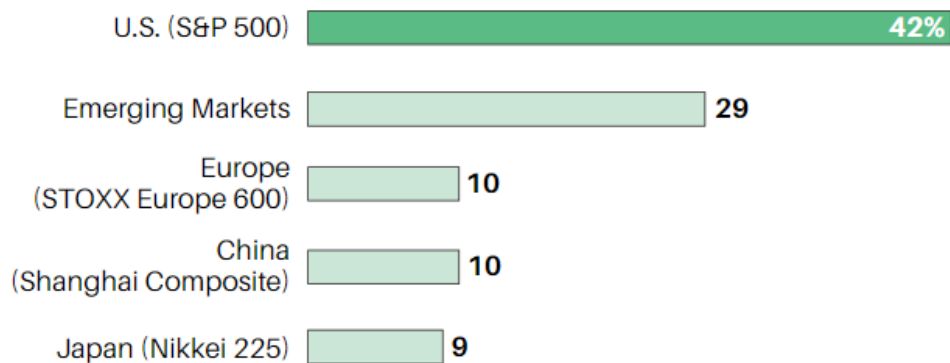
8. What is the biggest threat that the U.S. stock market will face in the next 12 months?



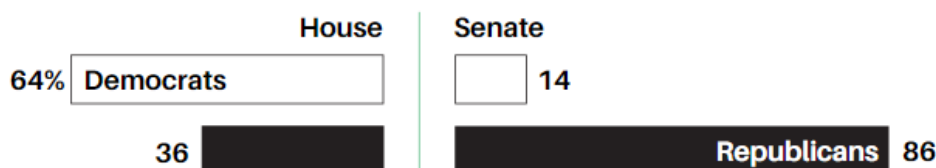
9. What asset class is most attractive today?



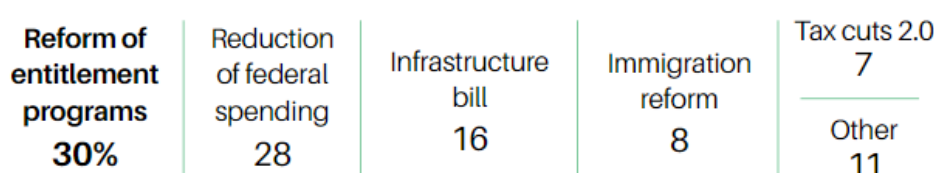
10. Which major equity market will perform best in the next 12 months?



11. Which party will control the House of Representatives and the Senate after the November midterm elections?



12. What is the most urgent economic priority for the new Congress?



13. How would you grade the performance of President Trump and Congress in the past year?

	Trump	Congress
A	21%	2%
B	30	14
C	24	35
D	13	28
F	13	21

14. Do you approve of the Trump administration's tariff and trade policies?



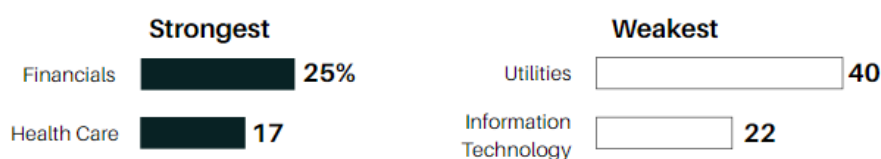
YES
46%



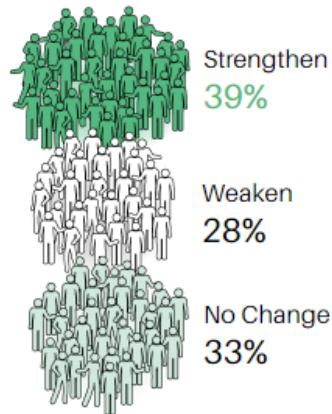
NO
54%

Interest rates typically rise as the economy grows, and that's just what poll respondents anticipate. A full 80% predict that 10-year U.S. Treasury yields will hit 3.5% or more in the next 12 months, significantly above Friday's 3.2%.

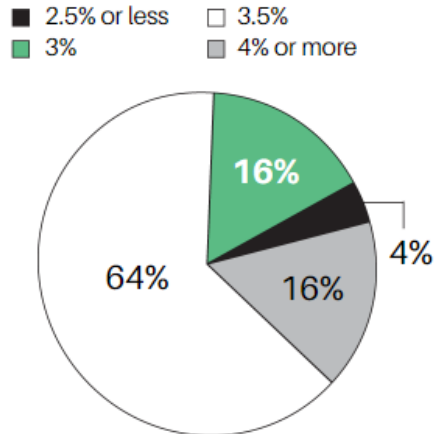
15. Which S&P 500 sector will be the strongest performer in the next 12 months? Which will be the weakest performer?



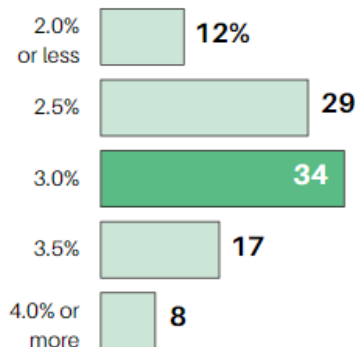
16. Will the global economy strengthen, weaken, or stay the same in the next 12 months?



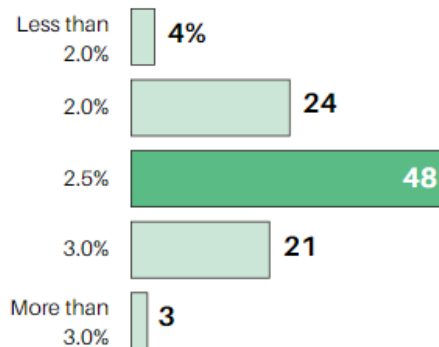
17. What will the 10-year Treasury note yield one year from now?



18. Predict the growth rate of U.S. GDP in the next 12 months.



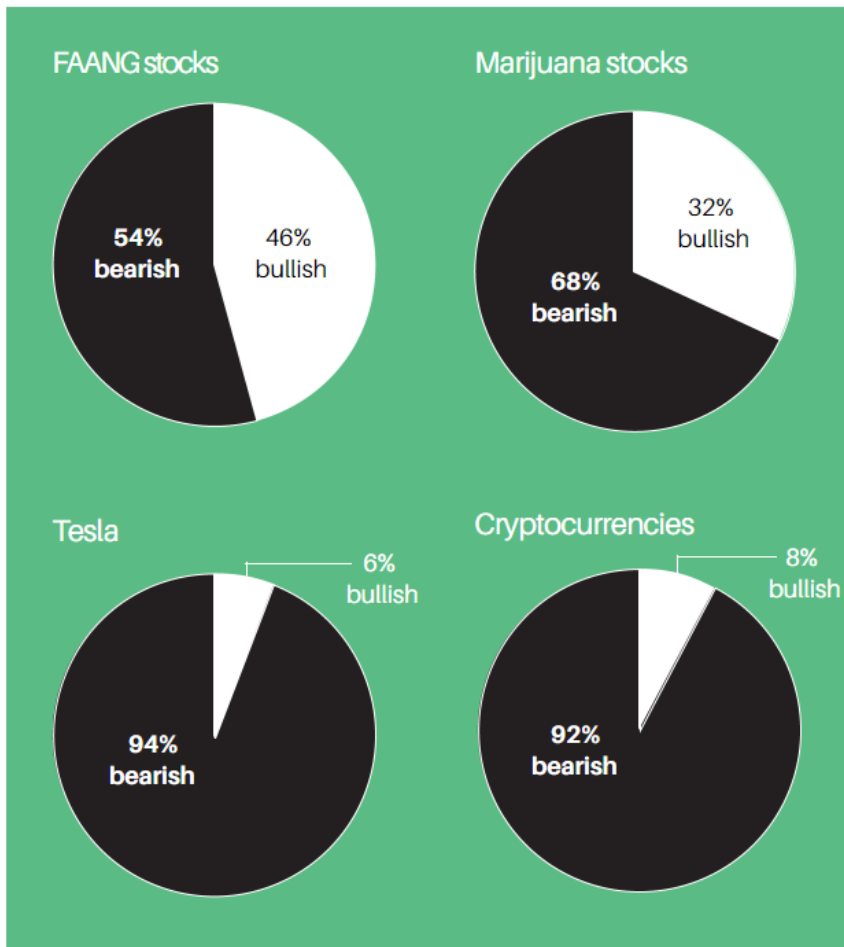
19. Predict the inflation rate in the next 12 months.



20. Will the dollar strengthen, weaken, or stay the same in the next 12 months against the yen and euro?



21. Are you bullish or bearish about the following?



Tesla Inc. (TSLA)



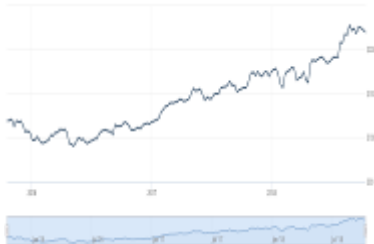
Facebook Inc. Cl A (FB)



Amazon.com Inc. (AMZN)



Apple Inc. (AAPL)



Netflix Inc. (NFLX)



Alphabet Inc. Cl A (GOOGL)



チャートは3年

By VITO J. RACANELLI
(Source: Dow Jones)

3. Alan Greenspan on What Trump Gets Wrong グリーンスパン氏 元 FRB 議長がトランプ政権とスウェーデンの政策について語る

【インタビュー】

■ やがて米国に迫り来る難題

アラン・グリーンスパン氏は、1987 年から 2006 年まで米連邦準備制度理事会 (FRB) 議長を務め、投資家や政治家、各国の中央銀行総裁の間で人気を博し、往々にして理解し難い同氏のコメントに注目が集まった。最近、雑誌『エコノミスト』の政治エディター、エイドリアン・ウールドリッジ氏と共著で「Capitalism in America (アメリカの資本主義)」という著書を出版した。両氏によると、米国の経済的成功の鍵は、「創造的破壊」を可能にし、許容できる点にあり、移民の国であること、また連邦政府の権限を抑制する憲法によって醸成された起業家精神によって強化されてきた。しかし、最近はこの破壊的創造を示す指標は悪化している。地理的・社会的移動が困難になり、会社の新規設立ペースは 1980 年代以降最も低調で、業界再編の進行により主要なセクターの 4 分の 3 で競争が緩やかになった。



Alan Greenspan at his office in Washington, D.C., on Oct. 4, 2018.

本誌：トランプ政権の経済成長率目標の 3% は持続可能か？ どの程度が現実的か？

グリーンスパン氏：持続可能とは思わないが、具体的な数字は避けた。社会福祉に 1 ドル使えば、その結果貯蓄が 1 ドル減少する。国内総貯蓄は元来インフラ整備や民間企業の設備投資の資金を提供してきたもので、生産性の向上に貢献してきた。

Q：国内の貯蓄の減少、あるいは社会福祉予算の大幅な増加があったか？

A：国内総生産 (GDP) 比貯蓄率は 1965 年以降徐々に低下してきた一方、対照的に社会福祉予算は同期間に徐々に増加している。必ずしもそのペースが加速しているわけではないが、財政や民間の設備投資にとってますます重しとなっている。かつて生産性の伸びは年率 2% を超えていたが、最近 5 年は 1% 程度だ。社会福祉予算が生産性の向上を鈍化させ、それが GDP 成長率を押し下げる重要な要因となっている。

Q：著書の中で、今後米国の 65 歳以上人口は 3000 万人増加するのに対し労働人口は 1400 万人の増加にとどまり、米国がこれまで直面した中で最大の「財政的難題」につながると述べているが？

A：米国社会保障局が発表した 2018 年の高齢・遺族・障害年金保険信託基金に関する報告書によると、基金は積み立てられている。しかし保険数理士は基金を健全に保つには給付金を 25% カットしなければならないと述べており、この情報は非常に重要なものにもかかわらず、同報告書には書かれていない。この点について議論するのは政治的に正しくないというわけだ。給付金の費用が税収を上回ったため資金不足に陥ったことは以前にもあったが、一般財源から充当し、給付金の支払いを減らすことはなかった。これも財政赤字の一因で、政府債務の増加要因となっている。

Q：政界での経験から福祉給付の扱いは難しいとの認識はあると思うが、現実的に可能なことは何か？

A：社会福祉予算は、人口の高齢化とともに一層増加することは明白だ。福祉給付金を減らそうという傾向はこれまで全くない。その結果が今表面化してきている。

■ 世界的なポピュリズムの高まり

Q：非常に鈍い生産性の伸びが危機の発端となるか？

A：[うなずく] 生産性の伸びが鈍化し、GDP 成長率が鈍化すると誰もが不満を感じ、それがポピュリズムの原因となる。これは米国だけの問題ではない。主要経済国の約半分は過去 5 年間の被雇用者 1 人当たりの

生産高で見た生産性の伸びが 1%以下だ。これは非常に悪い数字だ。

Q：どのような結果が生じるか？

A：英国の EU 離脱問題は、GDP 成長率の鈍化に伴って急に議論されるようになった。米国でも事情は同様だ。ブラジル、ペルー、アルゼンチンでも同じで、お決まりのようにポピュリスト政府が出現する。資本主義、共産主義、社会主義は理論的に整然とした考え方だが、ポピュリズムは非理性的だ。

Q：ポピュリズムは中国との貿易摩擦激化につながった。貿易戦争は経済にどう悪影響を及ぼすか？

A：関税は、結局物品税と全く同じだ。外国からの輸入品に関税をかければ自分の足を銃で撃っているようなものだ。相手が苦しまば自分が勝つというわけではなく、貿易戦争に勝者はいない。

Q：危機が醸成されつつあるのはどこか？

A：何かを無視し続けると、その間に危機が醸成されるものだ。最近では、連邦財政が軽視されている。来年度は 1 兆ドルの財政赤字になる予定だが騒ぐ者もない。結果が目に見えるまで、誰も自分の財布に影響がないと思っている。政治家も有権者の前で財政赤字の話をしない。しかし、インフレが 4~5%になると、政治的に破滅的だ。インフレは一旦上昇し始めると、もはや安定化させるには遅過ぎる。そうなると、景気後退とインフレが同時進行するスタグフレーションに向かう。1980 年代に一度起きたことがある。

Q：量的緩和（QE）の巻き戻しに関しては、特に発展途上国への影響が懸念されているが、FRB はその点も考慮すべきか？

A：FRB の行動に関する発言は差し控えたい。QE 終了の影響として金利が上昇している。債券市場はバブルだと言ってきたが、依然としてバブルの中にある。バブルは何も起こらない間も膨らみ続けるという性質があり、この点が問題だ。

Q：投資家は安全を求めて債券を頼りにするが、もはやそう考えてはいけないのか？

A：火星に人がいると信じる人もいる。

Q：著書の中で金融システムの脆弱（ぜいじゃく）性と金融技術の発展でリスクが高まる危険性について述べているが、金融危機後に導入された措置を廃止すべきだとの意見についてどう思うか？

A：銀行システムのリスクは資本剰余金の要件を強化することでもっと効率的に低減できると私は考える。

■ 1990 年代のスウェーデンの政策に学ぶ

Q：米国経済を再び強くする方法は？

A：1990 年代のスウェーデンの政策を見てみよう。対策が後手に回り、社会主義的な国のため事態は今の米国より悪かった。ついに金融危機に直面し、システム全体が崩壊寸前だった。そこに新政権が大改造を実行し、年金制度を確定給付型から確定拠出型に変更した。同国の過去 5 年間の生産性の伸びは年率 1.3%で、他国よりました。われわれは信託基金で運用される全ての社会保障制度を確定拠出型にする必要がある。

Q：米国が行動を起こすには、崩壊の危機が必要なのか？

A：もちろん。危機というものは足元に来るまで分からない。だから危険なのだ。

Q：スウェーデンは小国で、政治制度も異なる。米国でうまくいくか？

A：スウェーデンの方が合理的に行動するという意味かどうかは分からないが、その懸念はもっともだ。例えば、保険数理工が「基金はあと何年間か枯渇しない」と言えば良いように聞こえるが、実際はそうではない。基本的には「確定給付制度を維持する能力がない」と言っているのだが。

Q：そう言えば人々の注意を引くかもしれない。著書のためのリサーチで意外だった点はあるか？

A：綿繊維と種子を人の手より速く簡単に分離する綿繰り機の発明が非常に重要だったことがよく分かった。

この機械によって南部で生産されていた短繊維綿の生産能力が高まり、利益を上げるため、より多くの奴隷が必要となった。短繊維綿の生産が盛んになるまではアメリカは奴隷制廃止の途上にあり、南北戦争も起きなかったはずだ。小さな事が事態を変える例は多くあるものだ。

By RESHMA KAPADIA
(Source: Dow Jones)

4. Up And Down Wall Street 金融引き締めの影響 パウエル議長の強い意志 住宅が景気の重しに

【コラム】

■ グリーンスパン・プット

先週の金曜日はブラックマンデーから 31 周年だった。1987 年 10 月 19 日にダウ工業株 30 種平均 (NY ダウ) が 500 ドル超下落して、23%近くの下落率は 1 日としては過去最大となった。

当然ながら、現在の 500 ドルは当時とは異なる。NY ダウは 16 日 (火) に 548 ドル上昇したが上昇率は 2.2%で、ブラックマンデーの変化率の 10 分の 1 に満たなかった。なお、NY ダウは 18 日 (木) に 300 ドル超下落したこともあり、前週比では 104 ドル (0.4%) 高で引けた。



ちなみに、ブラックマンデーの重要性は、1 日で最大の下落率を記録しただけでなく、「グリーンスパン・プット」と呼ばれることになる手法が定着したことだ。米連邦準備制度理事会 (FRB) は当時のグリーンスパン議長の下で、株式市場崩壊に伴う経済的影響の懸念に対抗するために金利を引き下げ、債券相場をあおり立て、結果的に株式市場も反発した。結局のところ、経済への影響はほとんどなかった。

グリーンスパン元議長は利下げのプットを幾度も活用し、例えばヘッジファンドであるロング・ターム・キャピタル・マネジメント (LTCM) の 1998 年の破綻、2000 年のハイテク・バブル崩壊で利用された。後任議長もこの手法を引き継ぎ、2007 年から 2008 年の金融危機でバーナンキ元議長は、中央銀行としての伝統的な手段活用に加えて、量的緩和 (QE) という新たな手段も打ち出した。

■ 緩和的な金融政策の終了

しかし、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であるデービッド・ローゼンバーク氏は、FRB によるプットも終わりに近づいているとみている。同氏は、「資産サイクル創造を目的とした FRB の長期におよぶ政策サイクルが、パウエル議長で終わりを迎えるように見える。パウエル議長はボルカー元議長と同程度に、状況を一変させ得る人物だ。ボルカー元議長はインフレを撲滅し、パウエル議長は、資産インフレに対する経済の依存を解消するだろう」と書いている。

ローゼンバーク氏は、パウエル議長がトランプ大統領の批判に屈することはないとし、再選に向けた選挙戦まで低金利を望んだニクソン元大統領に屈したバーンズ元 FRB 議長とは異なると述べている。さらに同氏は、パウエル議長の議長就任前の、「過剰に緩和的な金融政策はバブルのような金融情勢を醸成し、それは最終的に不安定な市場につながる可能性がある」という発言も指摘する。パウエル議長は就任以降に、過去 2 回の景気後退の前には、通常、FRB の金融引き締め、ひいては景気の腰折れにつながったインフレではなく、「金融市場における不安定な過剰状態」が存在していた、と警告している。

一方で中国では、市場を市場として機能させるそぶりもない。第 3 四半期の経済成長率が前年同期比 6.5%

へ減速したとのニュースを受けた、信頼感を鼓舞する当局の声明によって、中国株式市場は金曜日引けにかけて反発した。

米国では、FRB が投資家を保護しないようになってから 1 世代が経過している。それでも、ローゼンバーグ氏のシナリオが現実となれば、ショックを受けるかもしれない。

■ 意外と低調な住宅市場

FRB の利上げを批判する声は高まっているが、その中で借入金金利全体に影響が広がっており、30 年固定の住宅ローン金利は先週、4.95%に達した。1 年前からでは 1% ポイント近くの上昇で、住宅市場の重しになるとみられている。

ミレニアル世代が家族を持つ年齢に達し、雇用の成長は力強く、消費者信頼感が高く、住宅ブームの条件はそろっている。一方で、住宅着工件数は年率換算で 120 万戸と、前回ピークの 200 万戸強を大幅に下回っており、高い住宅ローン金利がその原因に違いない。



一方で、調査会社である TS ロンバードのチーフ・エコノミストであるスティーブ・ブリッツ氏は、「最も簡単な答えが常に正しいとは限らない」と言う。値頃感、住宅ブームとその後の金融危機を引き起こすきっかけとなった与信基準引き下げ前の、今世紀初頭頃の水準まで低下している。

また、同氏は、住宅金利よりも実質賃金の方が重要な可能性があるとレポートしている。実際、新築住宅販売件数が昨年 11 月のピークから今年 8 月にかけて 11.7%減少したのは、実質賃金低下が主因の可能性もある。アトランタ連銀の賃金上昇トラッカーによると、働き盛りの従業員の賃金上昇率は約 3.5%で推移しており、インフレ率で調整すると 1%強の増加にすぎなくなる。ブリッツ氏は、多くが学生ローンを抱えている若い家庭にとって、さらに住宅ローンを負担するにはこの伸び率では不十分だ、とレポートしている。

他にも理由がある。ブラックロック (BKL) の最高経営責任者 (CEO) であるラリー・フィンク氏は先週の CNBC のインタビューで、「税制変更が多くの人々にとって住宅の値頃感をいかに変化させたかについて、誰も話したがらないことが最大のリスクだ」と語っている。

連邦税申告の際の州・地方税控除の上限が年間 1 万ドルになったことは、カリフォルニア州などの所得税が高い州で既に影響を及ぼしている。しかし、マイアミやダラスといった都市の 60 万～70 万ドルの住宅も影響を受ける可能性がある。フロリダ州とテキサス州は州の所得税がないことで有名だが、それでも住宅価格が高い地域の不動産税は 1 万ドルの控除上限を超える可能性がある。

中古住宅販売は、9 月にかけて 6 カ月連続で減少している。9 月の販売件数は前月比 3.4%減少し、11 月のピーク比では 9.3%減少となった。不振の原因として在庫の少なさが挙げられているが、それを疑う声もある。中古住宅価格の上昇率も、昨年 9 月の 5.3%から今年 9 月には 4.2%へ減速しており、住宅の改修・改築支出も減速すると予想されている。

■ 景気にも重しに

このトレンドを受けてクレディ・スイスは先週、ホームセンター大手のホーム・デポ (HD) とロウズ (LOW) の投資判断を引き下げた。住宅建設会社の株価は既に弱気相場に転じており、上場投資信託 (ETF) の i シ

フェアーズ米国ホーム・コンストラクション ETF (ITB) の株価は 1 月初めの高値から 3 分の 1 超下落している。SPDR S&P ホームビルダーズ ETF (XHB) も同様の下げとなっているが、上位保有銘柄 10 社のうち建設会社はわずか 3 社だ。保有比率が最大となっているキッチン・インテリア用品販売のウィリアムズ・ソノマ (WSM) の、直近のピークからの下げ幅は 19% で、弱気相場の標準である 20% に若干届かない状態だ。

バンクオブアメリカ・メリルリンチのエコノミストも、住宅が経済にとって若干の追い風から弱い逆風に転じるとしている。アドバイザリーのキャピタル・エコノミクスは、住宅価格暴落の公算は小さいが、注目されている S&P ケースシラー住宅価格指数が来年には実質ベースで低下に転じる可能性があるかと予想する。過去最低水準の失業率や低い住宅ローン金利の時代に予想されるであろう堅調な経済成長と比較すると、これらはかけ離れた見解だ。

BlackRock Inc. (BLK)



Home Depot Inc. (HD)



Lowe's Cos. (LOW)



iShares U.S. Home Construction ETF (ITB)



SPDR S&P Homebuilders ETF (XHB)



Williams-Sonoma Inc. (WSM)



チャートは 3 年

By RANDALL W. FORSYTH
(Source: Dow Jones)

5. Case of Jamal Khashoggi 記者殺害疑惑 サウジアラビアとの経済的関係への影響度は？

【株式市場展望】

■ 「砂漠のダボス」 への大打撃

ワシントン・ポスト紙のコラムニスト、ジャマル・カショギ氏の殺害疑惑により、サウジアラビアは、「砂漠のダボス」として知られる会議の引き立て役の大半を失っている。今週、サウジアラビアの政府系ファンドが主催する投資会議「フューチャー・インベストメント・イニシアチブ (FII)」が首都リヤドで開かれる予定だが、JP モルガン・チェース (JPM) のジェイミー・ダイモン氏、ブラックロック (BLK) のラリー・フィンク氏、ブラックスストーン・グループ (BX) のスティーブン・シュワルツマン氏といった金融界の大物が参加見送りを表明しているのに加え、ムニューシン米財務長官も出席を取りやめた。

サウジの工作員がイスタンブールのサウジアラビア総領事館内でカショギ氏を拷問の上、殺害し、遺体を切断したという血なまぐさい疑惑は、投資会議のテーマとなるはずだった成長物語を狂わせた。サウジアラビア政府は金曜日、カショギ氏が殴り合いの末に死亡し、18 人のサウジアラビア人が拘束されたと発表した。

かつてサウジアラビアとのビジネスといえば、石油、化学、軍需産業を意味していたが、今では資金的なつながりが幅広く深くなっている。ムハンマド・ビン・サルマン皇太子はサウジアラビア経済の多様化に力を入れ、ウーバー・テクノロジーのようなシリコンバレー企業やソフトバンク（9984）と共同設立したようなベンチャーファンドとの取引を主導してきた。多くの米国企業や資産運用会社が、サウジアラビアの政府系ファンドである「公共投資ファンド（PIF）」の資金を受け入れているが、それを返したいとは思わないだろう。多くの著名人の欠席を受け、投資会議が予定通り開催されるのか PIF に尋ねたが、回答は得られなかった。

■ 米議会の反応

カショギ氏の事件によって、サウジアラビアのビジネスパートナーは、中世的な人権意識を持つ絶対君主制国家と手を結んでいることを改めて認識させられている。問題は、これらのパートナーの対応が、一つの会議への世間の注目から身をかわすだけで済むかどうかということだ。米国政府に対し制裁措置を求める圧力が高まれば、しばらくの間は注目が続く可能性がある。手始めとなるのは、「グローバル・マグニツキー法」である。これは、ロシアの財務省を舞台とした 2 億 3000 万ドルの横領事件を告発し、モスクワで獄死したセルゲイ・マグニツキー氏にちなんで命名された二つの人権法のうちのひとつで、超党派の米上院議員 22 人は、同法の下での調査を求めている。



Saudi Defense Minister and Deputy Crown Prince Mohammed bin Salman Fayed

マグニツキー法は、著しい人権侵害を犯した個人に対する米国への入国禁止と資産凍結を認めている。サウジの過失責任が明らかになれば、「砂漠のダボス」の招待者リストから誰が抜けたかではなく、マグニツキー法関連リストに誰が載っているかが話題になるだろう。しかし、少数の手先に罪を負わせ、上層部の責任が問われないことになれば、そのプロセスには限界がある。

■ 影響はソフトバンクの「ビジョン・ファンド」にも

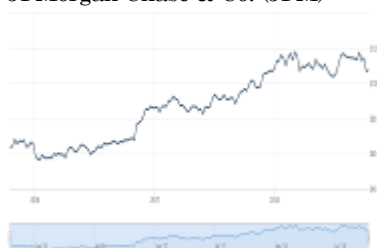
トランプ大統領も指摘しているように、サウジアラビアは大金をばらまいている。米国の防衛産業にとって、サウジは最大の顧客であり、ハリバートン（HAL）、マクダーモット・インターナショナル（MDR）、ジェイコブス・エンジニアリング（JEC）、エアー・プロダクツ・アンド・ケミカルズ（APD）、ネイバーズ・インダストリーズ（NBR）、ローワン・カンパニー（RDC）といった石油・化学関連の上場企業の重要顧客でもある。サウジアラビア政府が米国居住者をその発言を理由に虐殺したという調査結果が出た場合の対応についてこれらの企業に尋ねたが、いずれも答えてくれず、サウジにジェット戦闘機を納入しているロッキード・マーチン（LMT）からも回答はなかった。一方、PIF からかなりの出資を受けるドイツのコンテナ船運航会社ハパックロイド（HLAG、ドイツ）の広報担当者は、「現時点では、サウジアラビア関連の活動の変更は検討していない」と述べた。

サウジの大規模出資が注目を集めたソフトバンクのビジョン・ファンドは、運用資産 930 億ドルの半分近くを PIF の資金が占め、ムハンマド皇太子はブルームバーグの取材に対し、「私たちがソフトバンク・ビジョン・ファンドの創設者であり、PIF なくしてビジョン・ファンドは存在しない」と述べている。ソフトバンクの幹部は先週火曜日、今回の事件を「注視」としていると記者団に語った。一方、ブラックロックのフィンク氏は CNBC に対し、同社がサウジアラビアとのビジネスから「撤退」することはないと述べ、プライベ

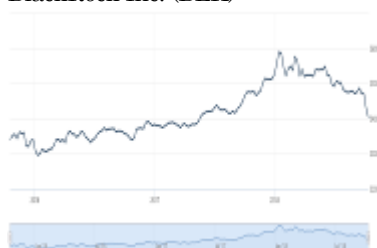
ート・エクイティ大手のブラックストーンは、400 億ドル規模のインフラストラクチャー・パートナーシップについて、依然として資金の半分を PIF から獲得するとの見通しを示している。

ムハンマド皇太子により一般向けの娯楽が解禁され、映画館を運営する AMC エンターテインメント・ホールディングス (AMC) やアイマックス (IMAX)、そしてテーマパーク運営のシックス・フラッグス・エンターテインメント (SIX) による大規模な計画が発表されている。カショギ氏の失踪について話したがる者は一人もいなかった。さらに、ワールド・レスリング・エンターテインメント (WWE) では、サウジアラビアでの興行が、既に利益に貢献している。カショギ氏をめぐる事件で筋書きが変わるか尋ねたが、WWE の広報担当者は「現在、状況を注視している」と述べた。

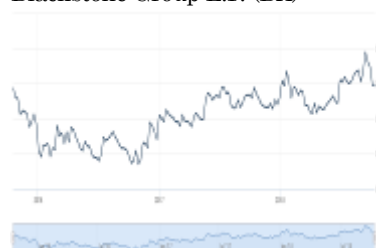
JPMorgan Chase & Co. (JPM)



BlackRock Inc. (BLK)



Blackstone Group L.P. (BX)



Halliburton Co. (HAL)



McDermott International Inc. (MDR)



Jacobs Engineering Group Inc. (JEC)



Air Products & Chemicals Inc. (APD)



Nabors Industries Ltd. (NBR)



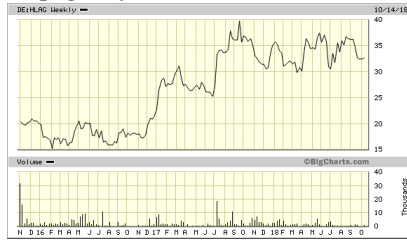
Rowan Cos. PLC (RDC)



Lockheed Martin Corp. (LMT)



Hapag-Lloyd AG (DE:HLA)



ソフトバンク (JP:9984)



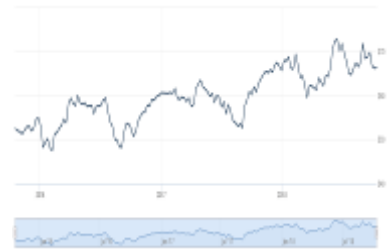
AMC Entertainment Holding Inc. CIA (AMC)



Imax Corp. (IMAX)



Six Flags Entertainment Corp. (SIX)



World Wrestling Entertainment Inc. CIA (WWE)



チャートは3年

By BILL ALPERT
(Source: Dow Jones)

6. Fund Companies Got Sued ファンド会社の従業員年金をめぐる訴訟 従業員の 401 (k) プランにもっぱら自社ファンドを選定

【401(k)年金】

■ **401 (k) をめぐって従業員がファンド会社を提訴**
従業員の年金プランの運営においては、受託者の利益と委託者の利益が相反するような「自己取引」は認められていない。しかし、ファンド会社が従業員の 401 (k) プランでもっぱら自社のファンドを選定し、過度の報酬を得ることで年金プランを会社の収益源としているという訴訟が数多く提起されている。現在、ブラックロック (BLK)、フィデリティ、インベスコ (IVZ)、T.ロウ・プライス (TROW) が集団訴訟の係争中であり、チャールズ・シュワブ (SCHW)、M&T バンク (MTB)、モルガン・スタンレー (MS)、ニューバーガー・バーマン、JP モルガン・チェース (JPM) を含む数多くの金融会社が 401 (k) に関連して少なくとも 1 件の訴訟に直面している。



企業は自己取引の防止を目的とした法規を順守しなければならないが、ファンド会社は自社の年金プランに自社のファンドまたは関連商品だけを選定するケースが多く、多くの場合はファンド会社が顧客に提供する 401 (k) プランで利用できる機関投資家向けの受益証券クラスよりも経費率の高い「リテール」投資家向けの証券クラスを利用している。401 (k) プランコンサルタントのロン・サーズ氏は「自社の制度に競合の商品を入れるとビジネス上の問題になるかもしれないが、自社の従業員のための制度に自社商品の高コストのバージョンを提供しているのであれば恥ずべきことだ」と述べている。

■ 高い費用と低いパフォーマンス

10 月初旬に提起されたフィデリティに対する訴訟では、同社の 401 (k) の報酬が、50 億ドル以上の資産のある 110 のプランの中で最高であるとされている (2016 年末時点で 110 のプランの資産加重平均の 0.24% に対してフィデリティのプランでは倍以上の 0.58%)。フィデリティは 2014 年に同様の 2 件の訴訟を 1200 万ドルで和解しているが、その際も自社の不正は認めていない。この新たな訴訟では、同社のプランが依然としてフィデリティ関連の数百のファンドで埋め尽くされており、その多くは「低パフォーマンス、高額な

報酬、分散の不足、投機的な性質」のために 401 (k) には不適切であり、しかも同社のプランのパフォーマンスが資産 50 億ドル以上の 20 のプランの「平均のほぼ 3 分の 1 であり、これは平均的なプランとの比較で年間 1 億ドル以上の損失に相当する」と訴えられている。

フィデリティの広報担当者は「当社はこの訴状の主張に強く反論する。当社では従業員に対して卓越した退職プランを提供しており、この訴訟に対して強く闘う意向である」と述べている。5 月に提起されたインベスコに対する訴状では、同社が「自社のミューチュアルファンド、上場投資信託 (ETF)、その他の投資商品を見境なくプランに採用し、プラン加入者を自社商品の専属市場かつ実験場として扱った」としている。インベスコはこの件に関するコメントを拒否している。

問題はこれらの企業が禁じられている自己取引の一線を越えているか否かである。従業員退職所得保障法 (ERISA 法) では、雇用主はプラン加入者の利益のためのみにプランを構築しなければならないとされている。商品の選定とモニタリングを行う受託者は、「慎重な」選定、パフォーマンスの監視、加入者への忠誠が要求される。プラン提供者は自己取引や自らの利益を加入者の利益よりも優先させるようなその他の取引を禁じられている。ただし、同法では企業に対して自社の判断でプランの設計と運営を行う広範な柔軟性を認めている。雇用主はインデックス・ファンドや低コストの証券クラスを選定する必要はないし、自社商品だけを採用することもできる。受託者は選定に当たって過去のパフォーマンスを基準とする義務はない。

ブッシュ政権下で労働省従業員給付担当次官であったブラッドフォード・キャンベル氏はこれらの訴訟の多くの法的根拠は薄弱であり、訴訟の動機は加入者が被った損害ではなく、原告の弁護士の金銭的利益にあると述べている (キャンベル氏は、他の事項に関連して T.ロウ・プライスの代理人を務めている)。

これらの訴訟の実体に関係なく、訴訟ではリターンが低コストのインデックス・ファンドに勝っているわけではない雇用主が販売するファンドに、401 (k) の投資家が多額の報酬を支払っているケースが多いことが示されている。T.ロウの 401 (k) の例を挙げると、同社の資産 17 億ドルを上回るプランでは 8200 人の加入者のために、同社の運用するファンドと信託口座のみを保有している。訴状によると、加入者が 2014 年に支払った経費率は 0.62%と、資産 10 億ドル以上のプランの平均の 0.3%の 2 倍以上であった。長年にわたって同社では外部の顧客には機関投資家向けの低コストの証券クラスを提供する一方で、401 (k) 加入者には最もコストの高いリテール向けの証券クラスを提供していた。またパフォーマンスも標準以下であり、例えば 2011 年から 2016 年の期間において T.ロウ・プライス・ファイナンシャル・サービスズ (PRISX) は、バンガード・ファイナンシャルズ・インデックス (VFAIX) を 13%ポイント下回っており、T.ロウ・プライス・スペクトラム・グロース (PRSGX) はベンチマークを 32.2%ポイント下回っている。

訴状では、同社が平均的なパフォーマンスの低コストのインデックス・ファンドを選定していれば、加入者の利益は少なくとも 1 億 2300 万ドル以上増えていたと主張している。しかも、これにはパフォーマンスの詳細なデータが存在しない、プランの資産の 3 分の 2 を占める集合的投資信託は含まれていない。T.ロウは法廷で、同社の制度規約では受託者は T.ロウの商品の選定を義務付けられているとし、またプランの設計上ファンドの選択は「委託者の機能」であり、従って ERISA 法の受託者義務に係る規定は適用されないと主張したが、裁判所はそれを認めず、免訴を求めた同社の動議を却下した。同社は「強く闘う」としている。

■ 判断の困難な問題

最終的に裁判所と規制当局は二つの極めて困難な問題に対する決定に直面する可能性がある。すなわち、妥当な報酬と過度の報酬を分ける線はどこにあるのかという点と、プランの受託者は低パフォーマンスのファンドを排除する義務を負うかという点である。「妥当な」報酬に関しては、ERISA 法ではプランが会計費用などの管理費用を加入者に転嫁することを認めている。プランでは一般的にこれらの費用の一部をカバーするために、ファンド会社と収益分配契約を締結しており、これによってファンド報酬は高くなるが、加入者当たりの固定費用は低減されるか解消される。キャンベル氏は「報酬が最低のファンドがプランにとって最善とは限らない」と述べている。

低パフォーマンスも明白な違反とはいえない。ウェルズ・ファーゴ (WFC) に対する訴訟では、同社のターゲット・デット・インデックス・ファンドが、バンガード・ターゲット・リタイアメント・インデックス・ファンドに比較して「慎重ではない」選定であるとした原告の主張が退けられ訴訟は棄却された。確かにウェルズのファンドはバンガードのファンドに対して報酬が高く、パフォーマンスも低かったが、ウェルズのファンドはバンガードよりも債券の保有比率が高く、バンガードのファンドはパフォーマンスの「意味のあるベンチマーク」ではないと裁判所は判断した。また、裁判所は「受託者は最高のパフォーマンスのファンドの選定を義務付けられていない」とした。

もちろん、401 (k) の投資家はインデックス・ファンドを選び、過度の報酬とアンダーパフォーマンスを避けることができる。しかし、これらのファンドの一部は驚くほど高コストで、費用面でアクティブ・ファンドに匹敵する場合がある。ただし、これはおそらくは別の裁判で争われることになるだろう。

BlackRock Inc. (BLK)



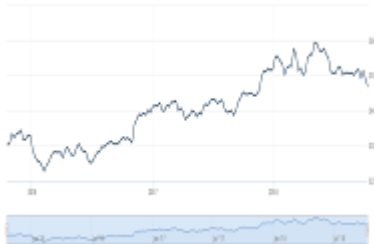
INVESCO Ltd. (IVZ)



T. Rowe Price Group Inc. (TROW)



Charles Schwab Corp. (SCHW)



M&T Bank Corp. (MTB)



Morgan Stanley (MS)



JPMorgan Chase & Co. (JPM)



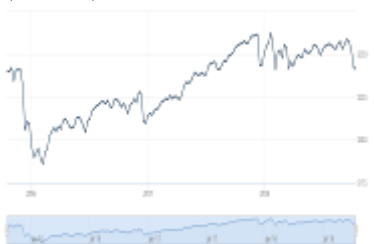
T Rowe Price Financial Services Fund (PRISX)



Vanguard Financials Index Fund:Admiral (VFAIX)



T Rowe Price Spectrum Growth Fund (PRSGX)



Wells Fargo & Co. (WFC)



チャートは 3 年

By DAREN FONDA
(Source: Dow Jones)

7. Invesco on the OppenheimerFunds Acquisition インベスコの買収戦略 【運用業界】 資産運用会社インベスコがアクティブ運用で知られるオッペンハイマーファンズを買収

■ オッペンハイマーを買収する意味

米資産運用会社インベスコは 18 日、マサチューセッツ・ミューチュアル・ライフ・インシュアランス（マスマューチュアル）子会社であり、アクティブ運用で知られるオッペンハイマーファンズを 57 億ドルで買収することを確認した。インベスコのマーティン・フラナガン最高経営責任者（CEO）はこの買収によって同社の規模が大きくなり、ファンド業界にとって大変な時期を乗り切るのに必要な全てのピースがそろふことになると述べた。



Invesco CEO Martin Flanagan Stephen Yang/ Bloomberg News

資産運用会社は、過去 9 年間の強気相場の大半でアンダーパフォームしてきたアクティブ運用型ファンドを避けて、手数料が低い上場投資信託（ETF）やインデックス・ファンドに乗り換えるという時流と格闘してきた。利幅を着実に侵食している手数料の値下げ競争が起きたのもそのためである。その一方で投資顧問業界が歩合制から手数料制サービスに移行したことで、ファンドの販売方法も変わってきており、ファンド会社にとっても課題の一つとなっている。

フラナガン CEO は本誌に対して、「われわれは 30 年に 1 度の変化を経験しており、そのペースは私が想像していた以上に速い。強い企業はさらに強くなり、弱い企業はさらに弱くなるということが毎日のように起きている」と述べた。「4 年前には考えもしなかったが、規模はかつてないほど重要になっている」。

運用資産額、販売網、特定の分野やパッシブ運用がうまく機能しない分野での支配的立場などにおける規模の拡大は、資産運用会社が利幅を守るための一手段となる。インベスコが同社の普通株 8190 万株と 21 年間は償還されないが配当利回りが 5.9%もある優先株 40 億ドル相当でオッペンハイマーを買収するのもそうした規模を手にするためだという。この取引で 15.5%の株式を取得するマスマューチュアルはインベスコの筆頭株主となる。数週間にわたって憶測を呼んできたこの買収によって合併後の企業の運用総資産額は 1 兆ドルを超え、インベスコは米国で 6 位の規模を誇るリテールファンド会社となる。

昨年秋にはグッゲンハイム・インベストメンツの ETF 事業を、2017 年の初めには欧州で ETF を専門に扱っていた英金融機関ソースを傘下に収めるなど、インベスコは近年に幾つもの買収を重ねてきたが、フラナガン氏によると、今回が最後になるという（インベスコは 2006 年にパワーシェアーズを買収して ETF 事業大手の仲間入りを果たした）。同氏はもはや埋めるべき穴は見当たらないと話す。

インベスコは、2019 年の第 2 四半期に完了することが見込まれている運用総資産 2400 億ドルのオッペンハイマーの買収によって、同社の 1 株当たり利益（EPS）は 2019 年に約 18%、2020 年に 27%増加すると予想する。同社は向こう 2 年間に 12 億ドル相当の自社株買いを実施することも発表した。

オッペンハイマーのファンドのラインナップはフラナガン氏にとって魅力的だった。というのも、外国・新興国市場やバンクローンといったアクティブ運用型マネジャーの需要が依然として高い分野での戦略の豊富さ、注目を集めているプライベート・エクイティ投資会社カーライル・グループ（CG）とのジョイントベンチャーなどがあるからだ。後者はファンドの投資家に対して流動性が低い資産へのより多くの投資機会を提供することになる。同氏はそれ以外にもマスマューチュアルの投資顧問を利用する、オッペンハイマーの戦略をミューチュアルファンドだけではなく、機関投資家向け事業、海外事業、あるいはリスク移転のよう

な保険志向の商品にも広げるといった機会がいずれ訪れるとみている。

この買収がうわさされていたとき、調査会社モーニングスターでグローバルマネジャーリサーチの責任者を務めるブリジット・ヒューズ氏は両社が得意分野（例えば外国株）と苦手分野（特に顕著なのは資産配分型ファンドと地方債）をほぼ共有しているということを投資家向けノートで指摘した。ところがフラナガン氏は見た目よりも重なっている部分は少ないと主張する。例えばインベスコの外国株ファンドはバリュー志向だが、オープンハイマーはグロース志向だという。同様に地方債でも、オープンハイマーは特定財源債の割合が大きいのに対し、インベスコは一般財源債に焦点を当ててきた。

問題は、規模が大きくなったインベスコがより広範な業界のトレンドに抵抗できるようになるかである。一つの資産運用会社がパッシブ運用、アクティブ運用、代替運用を行えるのだろうかという疑問を呈する向きもある。そうした疑問に反論するフラナガン氏は、合併後のインベスコは唯一無二の立場となると考えている。

Carlyle Group L.P. (CG)



チャートは3年

By RESHMA KAPADIA
(Source: Dow Jones)

8. The Trader 大きく動いたが、主要株価指数はまちまちで終わる 悪材料が多く、企業業績はさえないものの、大きく崩れず

【米国株式市場】

■ ボラティリティの上昇

「企業業績に文句をつけよう」と言っても、「何のために」との問いが返ってくるかもしれない。確かに先週の主要株価指数の動きは大きくなかった。ダウ工業株 30 種平均 (NY ダウ) は 0.4% 高の 2 万 5444 ドル 34 セントとなり、S&P500 指数は前週末よりわずか 0.65 だけ上昇して 2767.78 で引けた。一方、ナスダック総合指数は 0.6% 安の 7449.03、小型株のラッセル 2000 指数は 0.3% 安の 1542.04 でそれぞれ週末を迎えた。



ただし、週末の値を比較しただけでは、投資家を 1 週間慌てさせたボラティリティは感じられない。NY ダウは下落で始まった後、火曜日に 548 ドル (2.2%) の急騰となったが、木曜日に 327 ドル下落し、金曜日にも 200 ドル前後の上昇を維持することができなかった。予算案をめぐるイタリア政府と欧州連合 (EU) の対立から中国の景気減速や株価下落に対する懸念、そして金利上昇懸念まで、株式市場のボラティリティが大きくなる多くの理由はあった。だが、UBS グローバル・ウェルス・マネジメントで短期的な投資機会に対する責任者を務めるビナイ・パンデ氏は「個別要因に基づくリスクが高まった場合はボラティリティの大きい状態は続かず、単発的にボラティリティが大きくなるだけだ」と指摘する。

それよりも、むしろ企業業績に目を向けるべきだろう。一見すると、それほど悪い業績ではなく、ビスポーク・インベストメント・グループによると、これまで業績発表を行った企業の約 72% が市場予想を上回っており、この比率は過去 20 年間で最も高い水準に近い。しかし良いニュースはそこまでで、収入が市場予想を上回った企業の比率は 58% にとどまり、この 6 四半期では最も低かった。業績発表に対する株価の反応は厳しく、業績発表後の翌営業日の株価は全体の平均で 0.7% の下落だった。市場の予想を下回った企業に対する反応はもっと厳しく、翌営業日の株価下落率の平均は 5.7% で、ビスポークの共同創業者であるジャス

ティン・ウォルターズ氏は「企業業績の良しあしに関係なく、投資家は発表後に株式を売却している」と説明する。

■ 増益基調は続く

こうした株価の反応にはそれなりの理由がある。連邦準備制度理事会（FRB）の利上げ、賃金の上昇、関税引き上げによるコスト上昇、そして減税効果が薄れ始めたことから、増益率はピークを迎えようとしている。JP モルガンのストラテジストであるジョン・ノーマンド氏は、増益率のピークは四半期ベースでは 2018 年第 2 四半期、12 カ月ベースでは同第 3 四半期にピークに達したとみている。そうであれば、市場は大きな節目を迎えたかもしれない。1990 年代初め以降で、企業業績がピークを迎えた後に株式市場が債券市場を上回った期間の平均は 7 カ月だった。ノーマンド氏はレポートで「この節目が重要な理由は、投資家がグローバルなポートフォリオ内で行う最も重要な銘柄入れ替えの一部と重複する傾向があるため、それには数カ月かかる場合がある」と書いている。

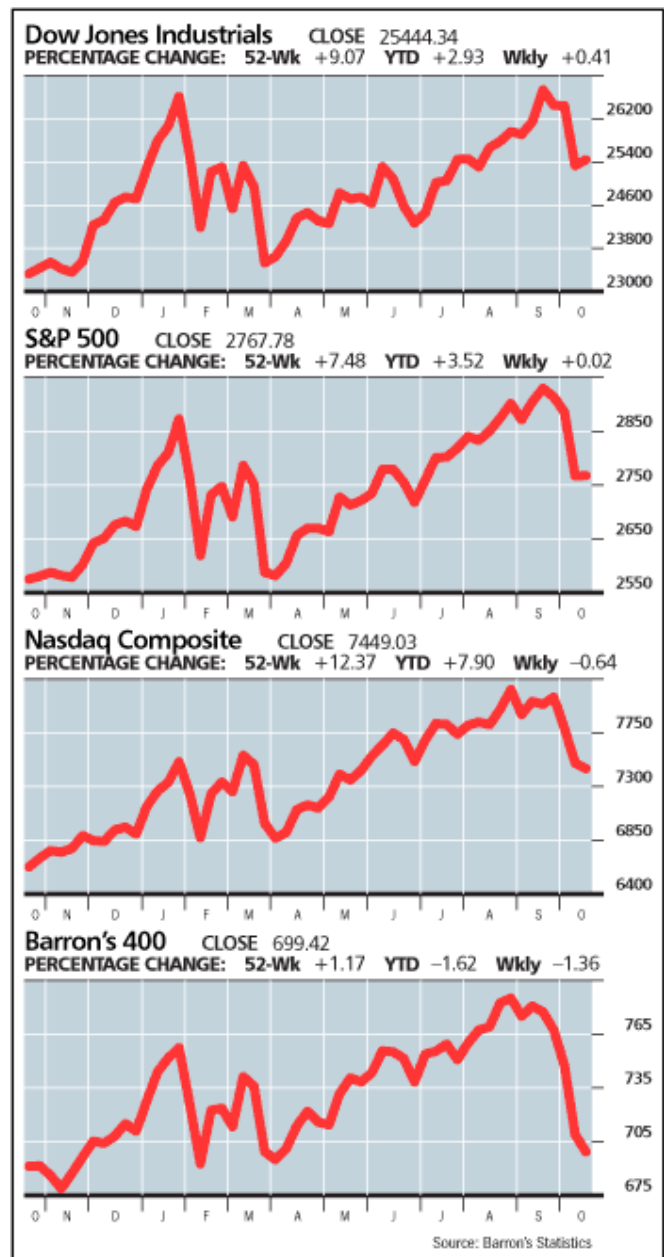
それでも増益が続いている点は良いニュースであり、S&P500 指数が少なくとも短期的には底打ちする助けになりそうだ。増益率が鈍化しても、S&P500 指数の今後 12 カ月の利益に基づく株価収益率（PER）は 15.9 倍で、9 月 21 日の 16.9 倍から低下している。長期平均の 15 倍に近づいているわけで、株式市場は目先のバリュエーション面での底を打つ可能性が高い。ユニオン・バンクのチーフ・エクイティ・ストラテジストであるトッド・ローウェンシュタイン氏は、「PER が 15 倍なら上限近い PER の時よりもリスクは少なく、リスクとリターンを両方を勘案すれば株式が優れて見える」と指摘する。

ただし、長期的な見通しに対する不透明感が強い。ため、キャッシュを優先して株式の比率を引き下げるのに最悪のタイミングということはないかもしれない。つまり、キャッシュから得られるリターンは無視できない額になってきたということだ。これは 1、2 年前ならなかった状況であり、かつそのリターンが拡大する可能性がある。インベステック・リサーチの社長であるジェームズ・スタック氏は、「保守的な投資家にとって、利上げはキャッシュに対するリターンを高める効果がある」とレポートに書いており、同社の直近のモデルポートフォリオではキャッシュへの配分として 33%を推奨している。

後悔するより安全策が勝っているのだろうか。

■ ベビーブーマー世代の引退から恩恵を受ける企業

予想よりも数年遅れたが、ベビーブーマーが引退の準備を始めたようだ。



先月ニューヨーク連銀が発表した調査によると、60 歳以上で引退を視野に入れた人の割合は前年の 19%から 31%に増加し、過去 5 年で最も高くなった。引退した人が必ずしも施設に入居するわけではないが、高齢者施設関連企業にとってビジネスチャンスは確実に増えるはずだ。

その中の一つとして、不動産投資信託 (REIT) のベンタス (VTR) が挙げられる。所有している 1200 以上の不動産の多くが高齢者向け施設となっており、その他に医療施設、生命科学実験室、リハビリ施設などを所有している。



ベンタスの株価は、昨年 11 月に付けた 65.72 ドルの 52 週高値から 16%下落して 55.25 ドルだ。競争激化によって高齢者向け施設の入居率が最近の数四半期で低下し、値上げも難しかったことから、直近の四半期における高齢者向け施設の純営業利益がマイナスとなったことが影響した。しかし、ベンタスによると、今年の第 2 四半期の高齢者施設向け施設の着工件数は 2012 年以降で最も少なく、ピークだった 2015 年の半分の水準に低下した。

ベンタスの最高経営責任者 (CEO) であるデブラ・カファロ氏は 7 月の決算発表時のコンファレンスコールで「このトレンドが続けば、高齢者向け施設の需給バランスは当社に有利な方向に働く」と述べた。また、高齢者向け施設を中心とする REIT は、アマゾン・ドット・コム (AMZN) の影響を受けるショッピングモール REIT (小売店舗の地盤沈下) や、エアビーアンドビーの影響を受けるホテル REIT (ホテル宿泊費の低下)、およびハイテクの影響を受けるオフィス REIT (在宅勤務拡大によるオフィス需要低迷) などと異なり、ニューエコノミーの影響を受けないと考えられる。

REIT であるため、利回りは 5.7%と高いが、配当性向はファンズ・フロム・オペレーション (REIT におけるフリーキャッシュフローと同等の概念) の 75~80%で、最近は下限に近い。負債比率が低下しており、財務の健全性は増している。

これらを勘案すると、入居率の上昇を待ちながら高い配当利回りを享受できるため、ベビーブーマーの引退という投資テーマを实践できる銘柄のようだ。

Ventas Inc. (VTR)



Amazon.com Inc. (AMZN)



チャートは 3 年 (BABA は 1 カ月)

By BEN LEVISOHN and
AVI SALZMAN
(Source: Dow Jones)

9. A New Way to Rank the Risks of the Big Tech Stocks リスク・スコア 【ハイテク】 本誌が独自のアプローチで FAANG のリスクを定量評価、果たして勝者は？

■ 最悪シナリオに基づきリスクを定量化

ウォール街ではリスクをボラティリティとも言う。株式のボラティリティの高さは潜在的な損失が大きいことを意味し、投資家はボラティリティに合わせて期待リターンを調整しなければならない。もう一つ重要なのは、ボラティリティ、ベータ、決定係数といった市場リスク指標はいずれも過去の取引データに依存する指標であり、米国の政治家ドナルド・ラムズフェルドがかつて指摘した「未知の未知」を捉えることはできない、ということだ。



将来予測の困難さは、バリュエーションの非常に高いハイテク株で顕著だ。1 年前、フェイスブック（FB）の世界的な支配は同社の株式を完璧なものにしたが、現在はそうした支配が同社をセキュリティ問題とプライバシーへの懸念にさらしている。新たなリスクのせいで株価の年初来のパフォーマンスは市場平均と FAANG の他の銘柄を下回っている。

本誌は市場の直近のボラティリティを評価する中で、より体系的なアプローチを構築して FAANG のリスクを測定することを決め、次のような二つの推計作業を行った。

まず、最悪シナリオの定量化を試みた。具体的には、増大するセキュリティ問題が消費者行動と企業の支出にどのように影響を及ぼすかを検討し、粗利益率に与える影響を割り出した。本誌の数式が弾き出した答えは、「ハイテク企業がセキュリティポリシーとサプライチェーンの再考を余儀なくされた場合の利益への打撃を踏まえると、6000 億ドルの市場価値がリスクにさらされている」というものだ。これが正確な推計値だと考えるのは現実的でないが、この試算は新たなイベントを勘案するための方法を提供する。

次に、FAANG リスク・スコアカードを作成した。フェイスブック、アマゾン・ドット・コム（AMZN）、アップル（AAPL）、動画配信大手のネットフリックス（NFLX）、およびアルファベット（GOOGL）傘下のグーグルが、過去 1 年間にアナリストや報道機関または政治家によって議論されてきた 9 項目の問題にどのように対処しているかをリスト化した。こうした問題には、広告への依存度、規制、反トラスト法問題、新たな関税、潜在的なハードウェアハッキング、プライバシーへの懸念、競争、ハイテク銘柄の平均および過去の平均と比べたバリュエーション、データ漏えいの可能性が含まれる。

■ 今後のリスクの変化を予想することが重要

スコアカードからは、市場は規制強化とプライバシーへの懸念の高まりに対して概ね適切に適合していることが分かった。また、FAANG の中ではフェイスブックとグーグルは最も大きなリスクに直面していることも明らかになった。

とはいえ、本誌の手法も過去のデータに基づいている。そこで、過去 1 年間の時代精神（ある時代に支配的な知的・政治的・社会的動向）に紛れ込んでいるリスクを抽出した。重要なのは、リスクが将来的にどのように変化する可能性が高いかを評価することだ。それに対して本誌のスコアカードは、特にリスクが今後 1 年でどのように変化するかを考えるために使用する場合、やはり良い出発点となる。

例えば関税について考えてみよう。資本財セクターの企業は関税引き上げの影響を受けており、今では原材料費と部品コストの上昇のせいで利益率が低下していると主張している。資本財銘柄のバリュエーションが影響を受けていることは明らかで、S&P500 指数を構成する資本財銘柄の予想株価収益率（PER）は 1 年前の 17 倍から現在は 15 倍に低下している。

では、米中貿易戦争の次の段階はどのようなものなのか。再交渉された北米自由貿易協定（NAFTA）が中国との交渉のひな型になるとすれば、市場アクセスと知的財産権保護に関する限定的な発表を受けて貿易への懸念は沈静化するはずだ。これは、資本財銘柄の株価回復の一助となるだろう。

とはいえ、関税は資本財企業だけの問題ではない。アップルは、関税は消費者への課税だと述べているものの、経営陣は新たな関税が課せられる前に行われた 7 月のコンファレンスコール以降、その見解を更新していない。アナリストは 11 月 1 日の決算発表でより詳細を聞き出そうとすると思われる。

■ 今回の勝者はネットフリックスだが、来年は激烈な競争が待っている

プライバシーと政府による介入に関して言うと、アップルとネットフリックスは他の FAANG に比べて影響を受けにくい。ビジネスモデルのデータや広告への依存度が低いからだ。一方、広告を原動力とするアルファベットとフェイスブックはリスクトレードで対極に位置づけられる。

反トラスト法に関しては、アマゾンが食料品販売事業をなお構築中であり、しかも最近の調査で同社のプライム会員の 65% がアマゾンとの銀行取引を望んでいることを考えると、アマゾンがいつか規制当局の照準に入る公算は大きい。

Rating the FAANGs — A Barron's Risk Score

	Firm	Total Risk Score	YTD Stock Return	Reliance on Advertising	Potential for New Regulations	Antitrust Exposure
F	Facebook	5 (out of 9)	-10.01	+	+	
A	Apple	2	32.99			
A	Amazon.com	3	55.42			+
N	Netflix	2	80.10			
G	Alphabet	5	7.64	+	+	+

Chinese Tariff Impact	Supply Chain Hacking Exposure	Privacy Concerns	New Competition	Valuation Substantially Above Market	Publicized Hacking
	+	+			+
+	+				
	+			+	
			+	+	
	+	+			

本誌の第 1 回リスク評価の勝者はネットフリックスだ。同社はプライバシーと貿易の問題の影響を受けにくい。だが、リスクは増大している。年初来で株価は 74% 上昇し、PER は 50 倍から 73 倍に膨らんでいる。しかも来年は、ディズニー（DIS）が新たなストリーミングサービスを開始するのに伴い、激烈な競争に直面することになる。

Is Risk Going to Rise or Fade for Each Firm

Firm	Level of risk	YTD Stock Return	Reliance on Advertising	Potential for New Regulations	Antitrust Exposure
Facebook	unchanged	-10.01		↗	
Apple	lower	32.99			
Amazon.com	higher	55.42			↗
Netflix	higher	80.10			
Alphabet	unchanged	7.64		↗	↗

Chinese Tariff Impact	Supply Chain Hacking Exposure	Privacy Concerns	New Competition	Valuation Change	Publicized Hacking
	↘	↗		↘	
↘	↘				↗
	↘			↗	↗
			↗	↗	
	↘	↘			

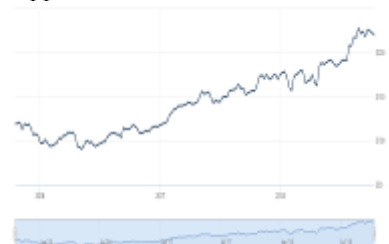
Facebook Inc. Cl A (FB)



Amazon.com Inc. (AMZN)



Apple Inc. (AAPL)



Netflix Inc. (NFLX)



Alphabet Inc. Cl A (GOOGL)



Walt Disney Co. (DIS)



チャートは3年

By AL ROOT
(Source: Dow Jones)

10. Preview 今週の予定 バフェット氏が提唱するルックスルー利益

【経済関連スケジュール】

■ バークシャー・ハサウェイはバフェット氏の物差しで測ると割安
ウォーレン・バフェット氏が率いる投資会社、バークシャー・ハサウェイ (BRK.B) に割安感があるとはどういうことか。バフェット氏の提唱する方法で同社の利益を見てみよう。

バークシャーは2000億ドルの株式ポートフォリオを保有している。バフェット氏は、バークシャーが保有する企業の利益のうち同社の持ち分に相当する部分を「ルックスルー利益」として同社の利益に織り込んでいる。JP モルガンのアナリスト、サラ・デウィット氏によると、この方法を使うとバークシャーの株価は割安に見えるという。ルックスルー利益の見方に基づいた2019年の1株当たり利益 (EPS) 予想は15.44ドルとなり (クラスA株式の1500分の1に当たるクラスB株式に当てはめて計算した場合)、デウィット氏の予想10.25ドル (コンセンサスもほぼ同じ) よりも高くなる。



バフェット氏は、株主への手紙の中でこのルックスルー利益について頻繁に述べている。ルックスルー利益の見方を用いた同社の2019年予想利益に基づく株価収益率 (PER) はわずか13.6倍となる。一方、従来の方法をとった場合は20倍だ。同社のクラスB株は、10月18日時点で208.70ドルで取引されている (クラスA株は31万2785ドル)。

同社の決算報告上の利益には、株式を保有する企業からの配当が含まれている。例えば2億5800万株のアップル (AAPL) 株の配当は、1株当たり年間2.92ドルとして計上されている。一方でルックスルー利益には、13ドルを超えると予想される2019年のアップルのEPSも含まれることになる。

「同社はこれまでも、決算報告上の利益は業績動向を測るのには適切な指標ではないと述べてきた」とデウィット氏は述べる。さらに「キーマン」であるバフェット氏の88歳という年齢もまた、同社の株価が割安となる要因だと加えている。

By ANDREW BARY

■ 今週の予定

10月22日 (月)

- ・ 油田開発サービス会社ハリバートン (HAL)、玩具大手ハズブロ (HAS)、日用品大手キンバリークラーク (KMB)、銀行持ち株会社ザイオンズ・バンコプ (ZION) が四半期決算を発表。

- ・ 油田開発サービス会社シュルンベルジェ (SLB) がロンドンで投資家向け説明会を開催。
- ・ オフプライス小売りチェーン大手 TJX カンパニーズ (TJX) は臨時株主総会を開き、1 株を 2 株とする株式分割提案に対する株主投票を実施。
- ・ シカゴ連銀が 9 月の全米活動指数を発表。コンセンサスは 8 月から横ばいの 0.18。

10 月 23 日 (火)

- ・ 化学・電気素材メーカー大手 3M (MMM)、バイオ医薬品のバイオジェン (BIIB)、建設機械メーカー大手のキャタピラー (CAT)、オートバイメーカーのハーレーダビッドソン (HOG)、軍事用航空機・宇宙関連機器大手ロッキード・マーチン (LMT)、ファストフードチェーン大手マクドナルド (MCD)、半導体大手テキサス・インスツルメンツ (TI、ティッカーは TXN)、複合企業ユナイテッド・テクノロジー (UTX)、通信大手ベライゾン・コミュニケーションズ (VZ) が四半期決算のコンファレンスコールを開催。
- ・ 19 日からドイツ・ミュンヘンで開催される欧州臨床腫瘍学会議 (ESMO) がこの日に終了。ヘルスケア製品大手ジョンソン・エンド・ジョンソン (J&J、ティッカーは JNJ)、医薬品大手メルク (MRK)、バイオ医薬品メーカーのネクター・セラピューティクス (NKTR) などが臨床試験データを発表の予定。
- ・ 10 月のリッチモンド連銀製造業指数発表。エコノミストは 24 と予想 (9 月は 29)。

10 月 24 日 (水)

- ・ 半導体大手アドバンスト・マイクロ・デバイス (AMD)、製薬企業アレクシオンファーマ (ALXN)、通信大手 AT&T (T)、航空機大手ボーイング (BA)、自動車メーカーのフォード・モーター (F)、防衛大手ゼネラル・ダイナミクス (GD)、ソフトウェア大手マイクロソフト (MSFT)、貨物運送大手ユナイテッド・パーセル・サービス (UPS)、クレジットカード大手ビザ (V) が四半期決算を発表。
- ・ コンピューター・IT 企業のヒューレット・パカード・エンタープライズ (HPE) がニューヨーク証券取引所でアナリスト・ミーティングを開催。
- ・ 米国連邦住宅金融庁が 8 月の FHFA 住宅価格指数を発表。0.3%の上昇を予想 (7 月は 0.2%の上昇)。
- ・ 米国勢調査局が 9 月の新築住宅販売戸数を発表。エコノミストは 8 月からほぼ横ばいの 62 万 5000 戸 (季節調整済み年率) と予想。

10 月 25 日 (木)

- ・ グーグルの親会社であるアルファベット (GOOGL)、アマゾン・ドット・コム (AMZN)、製薬大手ブリストル・マイヤーズ・スクイブ (BMY)、ケーブルテレビ大手コムキャスト (CMCSA)、総合石油エネルギー企業コノコフィリップス (COP)、半導体大手インテル (INTC)、製紙大手インターナショナル・ペーパー (IP)、メルク、ソーシャルメディア企業ツイッター (TWTR) が四半期決算を発表。
- ・ 大手銀行持ち株会社シティグループ (C) が 2018 年第 3 四半期の債券投資家レビューを開催。
- ・ 欧州中央銀行 (ECB) はフランクフルトで開催される理事会後、政策金利を発表する。ブルームバーグのデータによると、預金ファシリティ金利はマイナス 0.4%に据え置かれると市場は予想している。
- ・ 米国勢調査局が 9 月の耐久財受注を発表。コンセンサスは 1.8%の減少 (8 月は 4.4%の増加)。
- ・ 全米不動産協会が 9 月の中古住宅販売成約指数発表。エコノミストは 0.1%の低下を予想 (8 月は 1.8%の低下)。

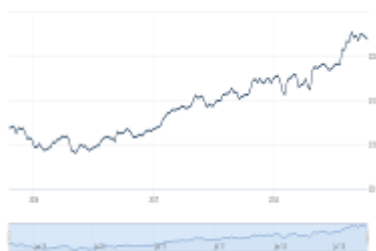
10 月 26 日 (金)

- ・ ケーブルテレビ・携帯電話サービスのチャーター・コミュニケーションズ (CHTR)、消費財メーカーのコルゲート・パルモリブ (CL)、大手エネルギー会社フィリップス 66 (PSX)、木材製品・パルプ製品メーカーのウェアハウザー (WY) が決算を発表。
- ・ 米商務省が 7-9 月期四半期実質 GDP (国内総生産) 速報値を発表。エコノミストは年率換算で 3.3%増を予想 (4-6 月期は 4.2%増)。

Berkshire Hathaway Inc. Cl B
(BRK.B)



Apple Inc. (AAPL)



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. Today's Pain Could Be Tomorrow's Gain
What to make of stocks' ugly selloff? Our roundtable panelists see values surfacing from China and Russia to Mexico and Brazil.

FEATURE

Alibaba, Tencent, and Baidu Are Down, Not Out
Our emerging-markets roundtable assess the prospects for China's three internet giants.

FEATURE

2. Stocks Will Rally in 2019, Big Money Poll Predicts
Our twice-yearly survey finds professional investors bullish on U.S. equities and economic growth, even with interest rates rising

FEATURE

How to Play Preferred Stock as Yields Rise
Issues from big banks like Bank of America and JPMorgan are yielding close to 6%. How investors can best play this market.

FEATURE

A Texas Real Estate Developer Has a New Financing Trick. But the IRS Doesn't Buy It.
A real estate developer may have invented a creative twist in project financing—but that innovation is now mired in a tax dispute and litigation.

FEATURE

You Probably Bought Your iPhone With This Bank's Help. Its Stock Is Worth Buying, Too
Citizens Financial is one of the few regional banks with a growing loan portfolio. A deal with Apple is only one of the reasons.

INTERVIEW

3. Alan Greenspan on What Trump Gets Wrong and Sweden Gets Right
The former Federal Reserve chief sat down with Barron's to discuss what he's worried about. It's not a short list.

UP AND DOWN WALL STREET

4. 31 Years After Black Monday, the Fed Still Plays a Supporting Role in the Market

UP AND DOWN WALL STREET

4. What to Blame as Housing Drags on the Economy

STREETWISE

5. Case of Khashoggi Puts Financial Ties to Saudis Under Strain

BARRON'S RETIREMENT

6. 'Shame on Them.' Fund Companies Got Sued By Their Own Employees Over Pricey 401(k) Plans.

THE ECONOMY

Don't Be Fooled by Low Unemployment: The Jobs Recovery Still Has Room to Run

INCOME INVESTING

Short-Term Bonds Are Looking Much Better

FOCUS ON FUNDS

7. Invesco CEO Martin Flanagan on the Oppenheimer Funds Acquisition

FEATURE

A Hard Brexit Is Looking More and More Like a Big Mess

THE TRADER

8. Stocks Post Mixed Results After Huge Moves

TRADER EXTRA

8. How to Play the Boom in Baby Boomers
After delaying for years, baby boomers finally look like they're ready to retire.

TRADER EXTRA

Under Armour Stock Can Triple. Here's How

TECH TRADER

9. A New Way to Rank the Risks of the FAANG Stocks

FOLLOW UP

Constellation Brands Is Changing CEOs—but Not Its Marijuana Strategy

REVIEW

GTT: Little Telecom, Big Growth
Stock looks cheap, as company's growth-through-acquisition strategy is paying off. Taking on AT&T and Verizon.

PREVIEW

10. Berkshire Hathaway Stock Looks Cheap by Warren Buffett's Measure
Buffett often uses a measure called look-through earnings to value the company. The trick: include the earnings of companies in its \$200 billion equity holdings.

INTERNATIONAL TRADER – EUROPE

It's Time to Bet on British Stocks — Even With Brexit Looming

EMERGING MARKETS

The Real Problem With China's Falling Stocks May Be Real Estate

China stocks hurt by U.S. tariffs affect a narrow sliver of the population. But a crisis of confidence could easily infect a bubbly property market.

THE STRIKING PRICE

How to Invest in Gold—Whether You're Playing the Upside or the Downside

COMMODITIES CORNER

Don't Expect Gas Prices to Enjoy the Usual Post-Summer Drop

MARKET WATCH

Investors Are Watchful
Housing starts dip, as do jobless claims

『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 10 月 22 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