

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 November 5

1. **A Scary New Missile Could Start a New Arms Race** 極超音速ミサイル→ P.2 **【防衛銘柄】**
新兵器の脅威が新たな軍拡競争を促す可能性
2. **Midterm Advice: Tune Out Politics, Stick With Stocks** 中間選挙と市場→ P.5 **【中間選挙】**
中間選挙には距離を置いて、株式を保持すべき
3. **A Stockpicker on How to Ride the Curve of Small-Cap Growth** 小型株→ P.6 **【インタビュー】**
成長の速い小型株の成長に乗る銘柄選択の名人、ジム・キャリナン氏に聞く
4. **Up and Down Wall Street** 貿易関連ニュースで市場が乱高下→ P.9 **【コラム 1】**
対中摩擦と好調な雇用統計
5. **Up and Down Wall Street** 政治と株価の関係→ P.10 **【コラム 2】**
11 月からの半年間が株式投資に最適
6. **ESG Investing Suffers a Setback in California** カリフォルニアで逆風→ P.11 **【ESG 投資】**
米国最大の年金基金で ESG 投資を主導した理事長の解任劇
7. **The Trader** 雇用統計で回復→ P.12 **【米国株式市場】**
少し回復した米主要株価指数、今後の展開は？ レジデオ・テクノロジーズの買い妙味
8. **With Red Hat, IBM Makes a Big Cloud Promise** レッドハット買収→ P.15 **【IBM】**
クラウド市場での起死回生を期した大型買収だが、リスクは高い
9. **Posting Stellar Numbers in 2018** 好調なパフォーマンス→ P.17 **【ヘッジファンド】**
今年はグローバル・マクロ戦略系のファンド・マネジャーが輝かしい成績を計上
10. **Preview** 今週の予定→ P.18 **【経済関連スケジュール】**
株価に対する楽観ムードは根拠がないか？

※ 当誌は、株式会社 時事通信社がライセンスに基づき Dow Jones & Company, Inc. の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。

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

Copyright © 2018 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. A Scary New Missile Could Start a New Arms Race 極超音速ミサイル 【防衛銘柄】 新兵器の脅威が新たな軍拡競争を促す可能性

■ 防衛銘柄の売りは行き過ぎ

今年 8 月、中国最高峰の航空宇宙科学者グループが、「星空二号」という平和的な名前の「航空機」の試験に成功したことを発表した。しかし、その試験内容は、同機が音速の 5~6 倍の飛行速度を維持し、急激な方向転換を実現したというものだった。これはすなわち、中国が極超音速ミサイルという新兵器を数年内に配備する可能性を意味する。極超音速ミサイルによって、現在のミサイル防衛システムは時代遅れとなり、新たな軍拡競争が促され、防衛企業への資金流入が続くかもしれない。



極超音速ミサイルの脅威と米中対立の激化について理解することは、投資家が防衛銘柄の見通しを把握するのに役立つ。防衛銘柄は 6 年間アウトパフォームを続けたが、現在は低迷している。米国の財政赤字が膨らみ、中間選挙で民主党が下院の過半数議席を獲得することが見込まれる中、トランプ大統領の下で 2 年にわたり急増した防衛予算は減少に転じると予想されている。

だが実際は、予算の大幅削減の可能性は過大に見積もられているように見える。ロッキード・マーチン (LMT)、ノースロップ・グラマン (NOC)、レイセオン (RTN) といった防衛大手の売上高は、既に確定済みの歳出によって 2010 年代末まで急増を続ける見込みだ。それ以降も、「テロとの戦い」から「冷戦 2.0」への移行が進む中、従来の軍備調達計画の予算減が近未来的な兵器への投資増によって相殺され、防衛予算は横ばいとなるか、インフレによって増加する公算が大きい。

現在の防衛銘柄の売りは行き過ぎていると思われる。S&P500 指数が年初来で 2.5% 上昇したのに対し、ロッキードの株価は 7% の下落である。コンセンサス予想では、同社の今年の増益率は 32%、1 株当たり利益 (EPS) は約 17.50 ドルとされている。直近で約 300 ドルの株価に基づくと、株価収益率 (PER) は S&P500 指数並みの 17 倍となり、1 年前の 24 倍を下回る。2020 年度予想 EPS 約 24.50 ドルに基づく PER はわずか 12 倍で、さらに配当利回りは 2.9% である。従って、中間選挙の結果にかかわらず、今後数年にわたり 2 桁の年率リターンを得られる可能性がある。他の防衛大手の見通しも同様である。

■ 200 億ドルの軍備に 50 万ドルで対抗

極超音速ミサイルは音速の 5 倍以上の飛行速度を有する上、巡航ミサイルと弾道ミサイルの強みを併せ持ち、両者の機能を高めた存在である。巡航ミサイルは飛行中に誘導可能で、目標を正確に狙うことができるが、基本的に音速を超えることはない。弾道ミサイルは、巡航ミサイルを大幅に上回る飛行速度を持つが、遠方に投げ上げたボールのように軌道が重力に左右される。極超音速ミサイルは、弾道ミサイル並みのスピードと巡航ミサイルの機動性に加え、飛行高度が低いという長所がある。これにより、現在のあらゆるミサイル防衛システムを突破し、着弾寸前まで目標を秘密にすることができる。

理論的には、極超音速ミサイルは多様な弾頭を搭載することができるが、弾頭を一切搭載していなくても、運動エネルギーのみによって甚大な被害を与えられる。そのため、こうしたミサイルを配備することで、世界で最も高額な軍備を持つ国に対しても安価に対抗できるようになる可能性がある。フランクリン・テンプルトン・インベストメンツの航空宇宙・防衛業界担当ポートフォリオマネジャー、ジェームズ・クロス氏は、「中国の 50 万ドルのミサイルが、米国の 200 億ドルの空母艦隊を無力化する様子を想像してほしい」と述べる。

極超音速飛行の研究は数十年前から行われているが、防衛の世界で注目されるようになったのは最近である。3 月、ロシアのプーチン大統領は「無敵」の極超音速ミサイルを発表した。7 月には、プーチン大統領とト

ランプ大統領の会談の数日後に、ロシア国防省が極超音速兵器の試験の映像を公開した。マイケル・グリフィン米国防次官（研究・工学担当）は、極超音速兵器の開発を最優先すると 3 月のコンファレンスで発言している。

9 月、JP モルガンの防衛業界担当アナリストであるセス・シーフマン氏は、今年度の米国連邦予算において、極超音速兵器に対する歳出額が 4 倍の 15 億ドルになると予想し、今後 10 年以内に年間 50 億ドルを超える可能性がある」と指摘した。米国政府の防衛予算が 7000 億ドルであることを踏まえれば、極超音速兵器のみでは防衛企業に大きな影響を与えないだろう。しかし、これは、投資の優先テーマがテロとの戦いから他国との競争に移行する動きの一環にすぎない。クレディ・スイスのアナリストであるロバート・スピングアン氏によれば、中国の軍事支出の総額は、国内の購買力ベースで米国に近づいているとみられる。

米国防総省は、人工知能（AI）やドローン（無人機）部隊など、極超音速兵器以外の新興分野でも中国と熱心に競っている。クロス氏によれば、防衛企業はイノベーションやリスクテイクの方法をシリコンバレーから学ぶことが必要である。同氏は「中国では、巨大ハイテク企業は政府の委託を受け、AI、生物工学、自動運転車といった担当分野を割り当てられている」と述べる。米国防総省は、新たなイノベーション担当部門の責任者にセキュリティ大手シマンテック（SYMC）の元最高経営責任者（CEO）であるマイケル・ブラウン氏が就任すると発表した。同部門はハイテク企業に対して軍との協力を促す予定である。



Former Symantec chief Mike Brown.

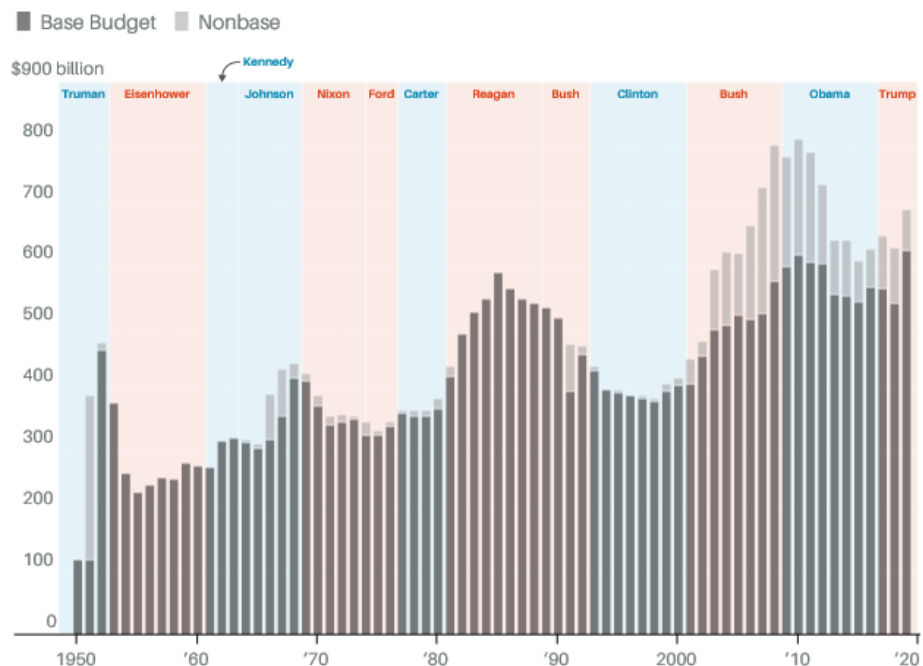
■ 財政赤字がリスク

調査会社キャピタル・アルファ・パートナーズのマネジングディレクターであるバイロン・カラン氏は、来年度の基本的軍事予算が 1%増加すると予想する。スピングアン氏は、2018～2019 会計年度の支出が軍備の補強によって増加したと指摘する。同氏の予想では、軍備補強が終息しても、代わって中国に重点が置かれるとみられ、現在の水準に比べて大幅な支出の増加は見込まれないが、防衛企業には追い風となる公算が大きい。

この場合、防衛企業の株価は来年度予算の可決後に上昇する余地がある。過去 10 年、ロッキードの目先の予想利益に基づ

Climbing Back

Military spending is on the upswing after inflation-adjusted declines during the Obama administration. Defense budget in 2019 dollars, 1950-2019



BARRON'S

く PER は平均 15 倍で推移してきた。2020 年コンセンサス予想 PER は 12 倍で割安感がある。同様に、レイセオンとノースロップの 2020 年度予想 PER は 13 倍だ。レイセオンはミサイルに重点を置いているため、ロッキードとともに極超音速兵器の分野で重要なプレーヤーとなるだろう。6 月にオービタル ATK の買収を完了し、ロケット推進システムに対する新たなエクスポージャーを得たノースロップにも同様のことが言える。

近未来的な兵器の調達契約を獲得する上で、巨額の研究開発予算の重要性が増しているため、合併・買収 (M&A) が増加する可能性がある。10 月、軍用通信システムを専門に手掛ける L3 テクノロジーズ (LLL) とハリス (HRS) は合併に同意した。レイセオンとロッキードは売上高の約 30% を海外から得ており、連邦予算の削減による影響を抑えることができるが、リスクも抱えている。1400 万人の市民が危険にさらされているイエメン内戦で両社の兵器が使用されており、議会の反発を招く恐れがある。

長期的に見て、防衛企業にとって最も明確なリスクは、米国の巨額減税で年間 1 兆ドル規模の財政赤字が発生することだ。直近の政府純債務の国内総生産 (GDP) 比は 78% で、今後 10 年以内に 96% に達するとみられる。防衛分野は裁量的支出の約半分を占めるため、財政再建重視派の標的になる公算が大きい。また、長い目で見れば、新技術が高額な旧システムを代替する可能性もある。カラン氏は「極超音速兵器が 200 万ドルで量産できるようになれば、従来型の兵器や航空防衛システムへの支出は減少するだろう」と述べる。AI によって安価なドローン部隊が高額な兵器を代替すれば、さらに破壊的な影響をもたらす可能性がある。カラン氏は「パイロットの訓練には 100 万ドルかかり、住居も必要だが、AI にはどちらも不要だ」と指摘する。

しかし、現時点では、直近の防衛銘柄の下落は行き過ぎているとみられ、選挙リスクに対する懸念も過剰である。防衛関連調査会社ティール・グループのアナリスト、リチャード・アブラフィア氏は、「歴史的に見て、ねじれ議会は防衛銘柄にとって好ましい。大統領が共和党で、議会を民主党が支配するのは非常に良いことだ」と述べる。

Lockheed Martin Corp. (LMT)



Northrop Grumman Corp. (NOC)



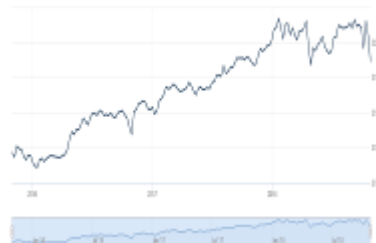
Raytheon Co. (RTN)



Symantec Corp. (SYMC)



L3 Technologies Inc. (LLL)



Harris Corp. (HRS)



チャートは 3 年

By JACK HOUGH
(Source: Dow Jones)

2. Midterm Advice: Tune Out Politics, Stick With Stocks 中間選挙と市場 【中間選挙】 中間選挙には距離を置いて、株式を保持すべき

■ 民主党勝利で株価下落？

トランプ大統領は、投資に関して不動産が本業だったが、最近では株についてもアドバイスをを行っている。10 月 30 日にはツイッター上で「株価の下落を望むのなら、民主党に投票することを強く推奨する」と発言したばかりで、このところ同様の警告を何度も行っている。民主党が勝てば株価下落というのは気になる予言だ。世論調査では民主党の下院での勝利の予想が圧倒的である。選挙ブログの「FiveThirtyEight.com」は 85% の確率で民主党が下院の多数を獲得すると予想している（同ブログは同等の確率で共和党が上院の多数を維持すると予想）。



しかし、株式市場に先見性があるとすれば、なぜ株価はまだ暴落していないのか。投資家は世論調査を信用していないのか（2016 年の大統領選時の様子を考えれば、それも有り得る）、あるいは大統領の予言が間違っているのか。

■ 選挙結果は株式に対して中立の可能性が高い

トランプ大統領の就任以来、S&P500 指数は年率換算で 13.3%、大統領選当日以降では年率 15.5% と素晴らしいリターンを上げている。共和党支持者はトランプ大統領によって信頼感が回復し、起業家精神が解き放たれ、失業率が歴史的水準に低下したと言うであろう。しかし、オバマ大統領の任期においても S&P500 指数は年率 16.3%、当選日以降でも年率 12.3% の高いリターンを上げており、大統領の党派と株価を関連付けるには数字はあまりに似通っている。

大統領の予言とより関連度の高いケースは、共和党の大統領の任期において、民主党が議会で多数を獲得した際の株価の動きであろう。ジョージ・W・ブッシュ大統領の 2 期目の中間選挙では、民主党が両院の多数派を奪取したが株価は暴落せず、S&P500 指数はその後 1 年間で 9% のリターンを上げている。1986 年にはレーガン大統領の下で民主党が上院を奪取し、下院の多数を維持したが、株式市場はその後の 1 年で 4% のリターンとなっている。これらの例では、民主党の勝利は株価の下落にはつなげていないが、いかんせんサンプルの数があまりに少ないため確定的なことは言えないし、個別の状況が重要であるということも確かである。

投資家は、民主党が下院を奪還した場合の翌年の具体的な政策の変化を考慮すべきだろう。UBS のストラテジストは今年の秋の初めにこの分析を行っており、最も可能性の高い結果は株式に対して中立であると結論付けている。政策面ではこう着状態が予想され、例えばインフラ投資や薬価統制などの法案に関してはわずかに部分的な譲歩の余地があるかもしれないが、国境の壁や第 2 次減税に関しては「ノー」だろう。ビジネスに対する規制の大統領令による一段の緩和は可能だが、医療保険制度改革法（オバマケア）撤廃は不可能になる。

予算執行不能による政府機能の停止の可能性、あるいは下院における大統領弾劾の発議の可能性すらあるが（上院に阻まれる）、これらのいずれも市場に大きな影響を与えないことはクリントン大統領の時代に示されている。ただし、市場は 2011 年の債務上限にかかる対立には大きな影響を受けており、欧州における債務危機も重なり、株価は当時数カ月で 18% 下落している。債務上限は来年 3 月まで停止されているだけであり、議会でまた瀬戸際戦略が繰り広げられないことを願うばかりだ。

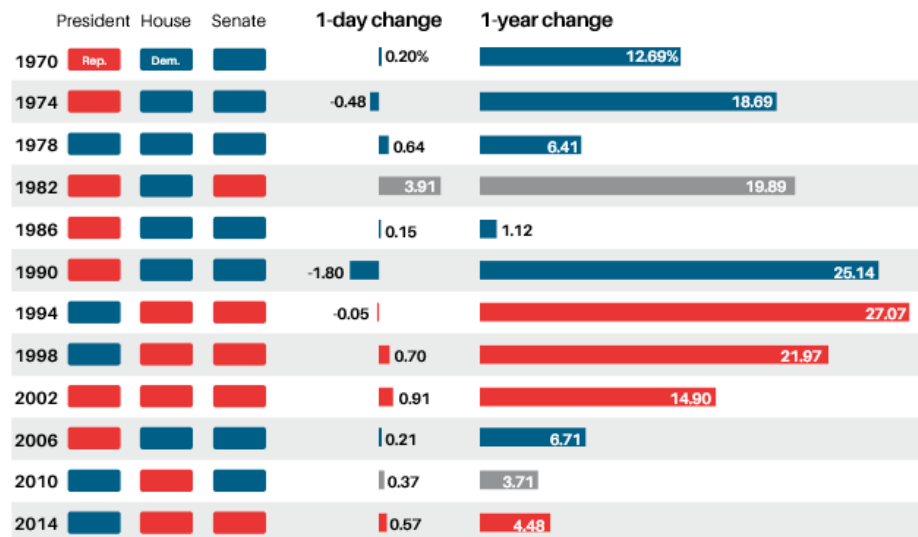
■ 政治に左右されるべきではない

上述の通り、大統領のアドバイスにもかかわらず、中間選挙のために株式を処分する理由はほとんどない。選挙日における最大のリスクは、投資家が党派的な脅しを真に受けて、結果的に必要のない株価の下落が起こることかもしれない。「投資家が賢明な意思決定を行う能力は、政治的な偏向によって大幅に損なわれる恐れがある。特に、政治的な失望を投資面での悲観や恐怖と混同する場合にはそうである」と UBS のストラテジストは先週のレポートで書いている。「弊社では投資家に対し、政治的な予測や信念に基づいて重要な投資の決定を行わないようにアドバイスする」。これこそ、ツイートに値するアドバイスである。

Foggy Forecast

The evidence suggests no clear relation between partisan control of Congress and the performance of the S&P 500.

■ Democrats control House and Senate ■ House and Senate split
■ Republicans control House and Senate



Source: Dow Jones Market Data

BARRON'S

By JACK HOUGH
(Source: Dow Jones)

3. A Stockpicker on How to Ride the Curve of Small-Cap Growth 小型株 【インタビュー】 成長の速い小型株の成長に乗る銘柄選択の名人、ジム・キャリナン氏に聞く

■ 小型グロース株の魅力

ジム・キャリナン氏は銘柄選択に熟達しており、さまざまな経験を経て 2016 年にオスターワイス・キャピタル・マネジメントに移籍した。昨年、キャリナン氏のオスターワイス・エマージング・オポチュニティ・ファンド (OSTGX) のリターンは 26.4%と、S&P500 指数や小型株グロースファンドを数パーセントポイントもアウトパフォームし、今年も S&P500 指数の 3%に対して 14.3%のリターンを上げて好調だ。



本誌：株価急落局面は過ぎ去ったか？

キャリナン氏：過去の経験によると、下落は一気に進むが、回復はそれより時間がかかる。今回の下落はファンダメンタルズの要因が特にあったわけではなく、過去のインターネットバブルなどに比べると小規模だ。私は米連邦準備制度理事会 (FRB) の発言による下落と呼んでいる。ラッセル 2000 指数のグロースの部門は非常に大きく下げたため、多くの機会が創出された。キーコープによると、SaaS (サービスとしてのソフトウェア) 企業 55 社の株価売上高倍率 (PSR) は 8.8 倍から 6.5 倍に低下した。経済が製造からサービス中心へと移行した 1980 年代や 1990 年代に景気後退があった。今やサービス経済からインテリジェンス経済に

移行しようとしている。しかし、変化はまだ始まったばかりで、このテーマで投資すべきグロース銘柄は数多い。

Q：押し目買いに対するためらいがあったのはなぜか？

A：迫りくる選挙で市場がフリーズし、不透明感が去った後の方が良いと感じるのだろう。また、第 3 四半期決算発表が出そろうまで待ちたいこともあるだろう。

Q：現在は小型株のサイクルでどの位置にあるか？

A：始まりの終わり頃だ。住宅バブル崩壊以降グロース株が先導してきた。景気が好調でバリュー株が優勢なことは今までなかった。IPO（新規株式公開）銘柄が全て入るラッセル 2000 グロース指数は現在、高成長率企業の割合が増えているが、最近ではバリュエーションが慎重を要する水準にまで上昇している。しかし、20 年前と比べ、ベンチャーキャピタルの支援を受けた IPO 銘柄は非常に規律が保たれている。最近の IPO 銘柄は上場時に既に分野別のトップ企業であり、増収率が低くなっている米国企業全般に対し、小型グロース株投資が相対的に魅力を増している。

Q：なぜ小型株専門のマネジャーをしているのか？

A：素晴らしい S 字成長カーブを描く新興の会社は常に存在する。一般の投資家にまだよく知られていない世界に切り込んで行き、ファンド出資者の皆様に付加価値を提供したい。

Q：小型株投資の最良の方法は？

A：上場投資信託（ETF）を長期保有するよりは、成長の速い会社を適正価格で買った方が高いゲインを得られる確率はかなり高い。当ファンドでは、ラッセル 2000 グロース指数の株価収益率（PER）以下で成長の速い会社を買う。あまり知られていないか、一時的な放漫経営の会社は非常に手頃な価格で買う機会を提供している。高い増収率を維持し利益率が上昇している企業があつて、集中的なポジションを取ろうとしても、実際にその会社に思い切って投資する能力のあるポートフォリオマネジャーは多くない。ラッセル 2000 グロース指数の中の企業で自律的成長率が最も高い 150 社の投資ユニバースを保有している。そこから買収を行う企業は除外し、IPO の際の引受証券会社を見る。われわれは常に質の高い IPO 銘柄を探し、追跡調査を行い、下落した時に素早く取得する。背伸びした目標を語る経営陣も選好する。モバイル決済サービス会社スクエア（SQ）は 2015 年に 9 ドルで IPO し、初日は 13 ドルで引けたが、2016 年には 8 ドルに下落した。株価が 8 ドルの時に経営陣は普及率を 2% から 15% に引き上げ、各利用者への貸付額を 6000 ドルと想定していると述べた。3~4 年で 1 株当たり利益（EPS）が 1.5 ドルになるはずだったが、結局その後、利益率が高く、資本集約度の低い商品を追加して利益率を引き上げ、EPS は約 3.50 ドルになった。上位中型株になった時に売却した。

■ 推奨銘柄はエッツィ、グリーンスカイ、カブコ・インダストリーズ

Q：最近のお気に入り銘柄は？

A：オンラインコミュニティサイト運営会社エッツィ（ETSY）。一時は株価が 40 ドルから 14 ドルに下落し、経営陣が交代した。現最高経営責任者（CEO）のジョシュ・シルバーマン氏は電子商取引に非常に詳しい人だ。エッツィに参画する以前はオンライン招待状発送サービス会社イーバイトの CEO だった。同氏はイーベイ（EBAY）で 8 年間幹部を務めていたこともあり、結局イーバイトはイーベイに売却された。シルバーマン氏は「イーベイでは 8~12% の手数料を取る。われわれは 3.5% だ。これからイーベイの価格に近付ける」と言っていた。このような数字をはっきり打ち出す自信を持つ CEO は多くない。自信のある CEO が率いる会社は非常に魅力的だ。イーベイやアマゾン・ドット・コム（AMZN）、オンライン販売の JD ドット・コム（JD）に対抗して値上げしていける。エッツィの利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）マージンは 22% で、今後 33% に上昇する可能性があるほか、売上高は 6 億ドルから 16 億ドルに、EBITDA は現在の 4 倍の 5 億 5000 万ドルに増加もあり得る。時価総額はその 15 倍と想定すれば 75 億ドル、株価は直近の 43 ドルから 60~70 ドルとなる。

Q：金融テクノロジー企業のグリーンスカイ（GSKY）は、住宅建設業界向けのサービスを提供しているため住宅関連銘柄の下落に伴って下落してきているが、選好する理由は？

A：誰もが同社を融資会社だと言うが、実際は建設会社と顧客の取引完了を支援している。グリーンスカイは IPO 時の時価総額は 40 億ドルだったが、今や 26 億ドルだ。これこそわれわれが最も得意とする銘柄だ。経営陣は多くの株式を持っている。背伸びした目標もある。売上高を今年の 4 億～5 億ドルから 3 年以内に 13 億ドルにするというもので、成長スピードが速い。経営陣は、自社の仕事がスクエアと同様の利用者向け決済処理であり、ビザやマスターカードの代替のようなものだと言っている。

Q：最後の 1 銘柄を。

A：プレハブ住宅の設計・製造・販売のカブコ・インダストリーズ（CVCO）は業界第 2 位の企業だ。第 1 位はバークシャー・ハサウェイが保有するクレイトン・ホームズだ。トラック運転手やアマゾンの倉庫で働く人たちのように、年収 5 万ドル未満の所得層は非常に大きなマーケットであり、恐らく 5000 万人くらいいるだろう。15 万ドル以下の住宅の約 80%はプレハブ住宅だ。1999 年に 37 万 5000 戸のプレハブ住宅が販売されたのがピークで今年の販売は約 10 万戸だ。ミレニアル世代の初回購入、集合住宅からのアップグレード、移民向けなど潜在的需要は大きい、この種の住宅ローンには二次市場がないため、住宅供給が限定されてしまう。同社は買収によって拡大してきており、需要増加に追加の支出の必要がない。経営陣も素晴らしい。今年は恐らく 1 万 5000～1 万 6000 戸の販売となろう。15%のシェアを維持し、市場規模が 5 年間で数十万戸拡大すれば、2023 年の販売数は 3 万戸、売上高は今年の 8 億ドルから 14 億ドルになる可能性がある。

Q：景気後退の際はどうなるか？

A：実は、前回の景気後退時は恩恵を受けた。サブプライムローンが盛んになった頃はプレハブ住宅の需要が奪われたが、バブル崩壊以降シェアを回復してきた。現在は失業率が低いし、アマゾンも最低賃金を引き上げた。トラック運送業界では運転手が不足している。プレハブ住宅業界が 12 万 5000 戸の供給に戻り、CVCO のシェアが 2%拡大するだけでも、同社の供給戸数は 2 万 3000 戸になる。今年度の EPS は 6.92 ドルと予想されるが、2023 年には利益率拡大により 15 ドルになる可能性もある。

Osterweis Emerging Opportunity Fund (OSTGX)



Square Inc. Cl A (SQ)



Etsy Inc. (ETSY)



GreenSky Inc. Cl A (GSKY)



Cavco Industries Inc. (CVCO)



チャートは 3 年（GSKY は 6 カ月）

By LESLIE P. NORTON
(Source: Dow Jones)

4. Up and Down Wall Street 貿易関連ニュースで市場が乱高下 対中摩擦と好調な雇用統計

【コラム 1】

■ 米中貿易摩擦が焦点

米国民の関心は 6 日の中間選挙という国内政治にあるが、市場の主な関心は国際貿易、特に米中間の関税戦争にある。

トランプ大統領は 11 月 1 日に、習近平主席と非常に良好な会話をしたとツイートし、今月ブエノスアイレスで開催される 20 カ国・地域 (G20) サミットの際に行う米中首脳会談で合意がある可能性への期待を高めた。中国からの輸入品に対する関税引き上げを回避する可能性のある合意に関する楽観的な見方によって、アジアの株式市場は上昇した。上海総合指数は 2 週間連続の上昇となり、1 週間で約 3% 上昇して 2 週間では約 5% の上昇となった。先週は、日経平均株価が 5%、韓国総合株価指数は 3.4% 上昇した。



2 日の米国株式市場の寄り付きでは楽観的な雰囲気が続き、トランプ大統領が補佐官らに対して G20 に向けて合意原案を作成するよう指示したとのブルームバーグ報道も、後押しした。しかしその後、中国とのいかなる合意もまだ先である、という CNBC の報道によって、楽観的な見方は吹き飛んだ。ダウ工業株 30 種平均 (NY ダウ) は高く寄り付いていたが、午後半ばには前日比 300 ドル安まで値を下げて、結局 110 ドル安で引けた。NY ダウは 30 日から 1 日までの 3 日間で 3.84% 上昇しており、2 日の下げでも前週末比では 2.36% 上昇した。

■ 好調な雇用統計

さらに、良好な雇用統計も米連邦準備制度理事会 (FRB) による 12 月利上げの可能性を高めて、相場上昇に歯止めをかけた。労働省の発表によると、10 月の非農業部門就業者数は 25 万人増加し、エコノミストのコンセンサス予想を 5 万人上回った。失業率は 3.7% と横ばいだったが、1969 年 12 月以来の低水準となっている。労働省の家計調査によると、労働力人口は 71 万 1000 人増加してそのうち 60 万人が就職しており、その数は 9 月の 42 万人を上回った。

10 月の平均時給は前月比 0.2% 上昇し、前年同期比では 3.1% の上昇となった。ちなみにこの数値は、人口動態によって過小評価されている可能性がある。エバーコア ISI のスタン・シブレイ氏の推計によると、ベビーブーマーの恐らく生涯で年収が最高の時期での引退と、それよりも賃金が低い若年層によるその補充が、時間当たり賃金の伸びを前年比で約 0.6% ポイント押し下げている。

賃金上昇が物価上昇に反映されていないものの、FRB が 12 月の連邦公開市場委員会 (FOMC) で、フェデラルファンド (FF) 金利誘導目標を、現在の 2~2.25% から 25 ベーシスポイント (bp) 引き上げると予想されている。FOMC は 7~8 日にかけても開催されるが、その際の金利変更はないと予想されている。

中間選挙の結果と市場への潜在的影響には一層の関心が集まるだろう。しかし、市場にとっては金融政策や通商政策の方が即座に影響を及ぼす可能性がある。FRB に関しては、今後の利上げの回数が問題だ。FOMC 委員の予想を示すドットチャートは 2019 年末までの 4 回で合計 1% ポイントの利上げを示しているが、金利先物市場は 2 回分しか織り込んでいない。先週の市場の反応が示すように、貿易にはさらなる不透明感があり、現在の摩擦がエスカレートする可能性もある。

By RANDALL W. FORSYTH
(Source: Dow Jones)

5. Up and Down Wall Street 政治と株価の関係

【コラム 2】

11 月からの半年間が株式投資に最適

■ 良い状況に向かう株式市場

株式市場は最悪期を脱し、相対的には良い状況に向かっているはずだ。もちろん、現在のような前代未聞の時代歴史が繰り返せば、という話だが。10 月の株式市場がどれほどひどかったか、というのは投資家の捉え方次第であるが、米株式市場の時価総額が 2 兆 4000 億ドル目減りしたという話を聞くと、いたく身につまされる。先月のウィルシャー 5000 指数は、2011 年 9 月以来最大となる 7.29% の下落率を記録した。



10 月の状況を特に悪くしたのは、逃避先

がほとんどなかったことである。これまでは米長期国債が株式の緩衝材となってきたが、株式市場が低迷しているにもかかわらず債券は反発することなく、30 年物米国債のリターンはマイナス 5.36% とさえなかった。投資家は緩衝材を債券から低ボラティリティ株式に換えようとしているようだが、必ずしも成功しているとは言えない。

ただし、米連邦準備制度理事会（FRB）の金融引締めや米中貿易の緊張の高まりなど、世界の株式市場は逆風に苦しめられているものの、米国株式はこれまでで最も収益性の高い時期に入りつつあると言える。中間選挙は幸いにも 6 日に終了し、過去の例にならえば選挙直後には株価も上昇するだろう。ヤルデニ・リサーチのデータによると、1900 年代半ば以降の全ての中間選挙後 12 カ月間で S&P500 指数は上昇し、その上昇幅は 1.1~33.2% であった。

■ 株価に及ぼす政治の影響

株価は大統領任期と強く連動している。1896 年以降、大統領任期 2 年目の第 4 四半期から 3 年目の第 2 四半期までの 9 カ月間がダウ工業株 30 種平均（NY ダウ）に投資する最良のタイミングだという。任期 2 年目の第 4 四半期に NY ダウに投資すると任期末までのリターンは 4% となる。また、任期 3 年目の第 1 四半期と第 2 四半期に投資すると、リターンはそれぞれ 5.2%、3.6% である。大統領選目前の任期 4 年目は景気刺激のため積極政策を取りがちなので、こうしたパターンは説明できる。

過去を振り返ると、政権と議会の状況も強気相場の要因となりそうだ。1950 年以降で共和党大統領と民主党議会という組み合わせの場合、S&P500 指数の年平均リターンは 15.7% と、全ての組み合わせの中で 2 番目に高い水準となる。今回の中間選挙では、共和党が上院の多数派を維持するものの、下院では民主党が勝利を収めるとの見方が強い。株価にとって最良なのは民主党大統領と共和党議会の組み合わせで、その場合年平均リターンは 18.3% に達している（多分に 1990 年代の IT バブルがリターンを押し上げている）。いずれの場合も、ウォール街が「政治のこう着」を好むという背景があるためと、一般的には考えられる。

■ 11 月～4 月が投資に最適

政治の影響を抜きにしても、「セル・イン・メイ（株は 5 月に売れ）」の正反対の時期にあたる 11 月以降、株式投資に最良の 6 カ月に突入しようとしている。1950 年に NY ダウに 1 万ドルを投資したとする。そして、年の 11 月 1 日～翌年 4 月末の 6 カ月だけ保有してそれ以外の半年は投資しないということを毎年繰り返せば、2017 年までには 100 万 8721 ドルになり、年平均 7.5% のリターンが得られたことになる。反対に、5 月 1 日～10 月末の間だけ投資した 1 万ドルは、年平均わずか 0.6% のリターンで 1 万 1031 ドルだ。10 月

が決算期のミューチュアルファンドが多いことも理由に挙げられるが、繰り返される人間の行動パターンが市場の傾向を形成しているとの見方もある。

ベトナム戦争中に米国のカンボジア侵攻があった 1970 年、石油輸出国機構（OPEC）による石油禁輸措置が行われた 1973 年、金融危機が起こった 2008 年など、11 月から 4 月の投資最適期間にも例外はある。現在の政治環境は前例を見ない状況であることを踏まえれば、さしずめ、過去の投資結果は将来のリターンを保証するものではない、ということだろう。

By RANDALL W. FORSYTH
(Source: Dow Jones)

6. ESG Investing Suffers a Setback in California カリフォルニアで逆風 【ESG 投資】 米国最大の年金基金で ESG 投資を主導した理事長の解任劇

■ ESG 重視を批判した候補が当選

先月、左派寄りのカリフォルニア州で妙な出来事があった。米国最大の年金基金であるカリフォルニア州職員退職年金基金（CalPERS）が理事長を解任し、ESG 投資に打撃を与えたのだ。

投資スクリーニングにおいて環境、社会、ガバナンスの基準を適用する ESG 投資の普及が進んでいる。この手法に従い、投資家は特定の銘柄を回避したり、株主提案を通じて企業の行動を変えさせたりする。しかし、株主利益の最大化という具体的な目標に対して、定義のあいまいな社会的目標を優先させてしまうことも多い。



CalPERS 理事会の投票では、カリフォルニア州コ罗纳の警察官ジェイソン・ペレス氏が、同基金で 15 年の経験を有し ESG 重視の方針を主導した理事長のプリヤ・マサー氏を抑えて当選した。CalPERS は、190 万人の会員のために 3510 億ドルを運用している。その規模と知名度の高さから米国で最も影響力のある機関投資家の一つであり、他州の年金基金がその方針を採用することも多い。

マサー氏の 43%に対して 57%の得票率を獲得したペレス氏は、少なくとも 2012 年まで遡るマサー氏の ESG 支持を批判するキャンペーンを打ち出した。ペレス氏の勝利は、最近の CalPERS の冴えないリターンを確認した会員にとって、意外ではなかったはずだ。

CalPERS の基金のリターンは、会計年度末の 6 月 30 日までの 5 年間でそれぞれ 8.1%と 5.6%と、同期間の S&P500 指数の 13.4%と 10.2%を下回った。公平のために言うと、12 月 31 日までの 5 年間では CalPERS のリターンはベンチマークをわずかに上回ったが、10 年間では下回った。

■ 有効性をめぐる意見の対立

本誌の取材で、ペレス氏は自らの当選の理由について、ESG が何の恩恵ももたらしていないという考えが会員間に広がりつつあることを挙げた。「CalPERS の社会的投資を重視する姿勢と、一方でのリターンの低さが注目を集めた」と同氏は指摘する。CalPERS の主要な使命は会員の年金を確保し、労働者を雇う地方自治体の負担を軽減することであるという点で、同氏の方針は明確だ。

直近の会計年度で、CalPERS の退職給付債務の積立比率は 71%だった。前年度の 68%から改善したものの、前年度における約束された退職年金とその支払いのために確保済みの資金の差は 1385 億ドルだった。将来

のパフォーマンスが不十分であれば、従業員や納税者が不足分を補う必要が生じる。ペレス氏によると、次の州議会選挙には増税を争点とする投票が多く含まれているが、その一部は年金基金の資金不足を背景としている。

ESG 投資の支持派は、この手法が従来の方法と同等かそれを上回るリターンを実現できることを示す研究を論拠とする。一方反対派は、不十分なセクター分散などによってリターンが悪化する可能性を示す別の研究を取り上げる。CalPERS 自身の調査では、2000 年にたばこ関連銘柄への投資を廃止したことによって、2001 年から 2014 年にかけてのリターンが 30 億ドル減少した。

ESG 投資をめぐるもう一つの基本的な問題は、基準となる法的定義がないことだ。このため、環境的または社会的な利益やガバナンスへの重点の置き方は投資家によってまちまちになっている。10 月 1 日には、弁護士グループと CalPERS を含む多数の機関投資家が、証券取引委員会（SEC）に対して ESG 投資に関する基準の策定を要請した。

そのような中でも、ESG 関連の株主提案は出され続けている。機関投資家向けサービス大手のインスティテューショナル・シェアホルダー・サービスーズによると、2018 年の株主総会シーズンに米国企業に提出された株主提案の大半が、環境や社会問題をめぐる懸念に関連していた。

逆風のある中、アクティブ運用のマネジャーが新たな ESG ファンドを設定し続けるのはなぜか？ 上場投資信託（ETF）をはじめとするパッシブ戦略に巨額の投資家資金を取られた後で、競争力を維持するための対応という側面もあるかもしれない。

ESG 投資の人気の高さを考えると、ペレス氏の当選はその普及が進む中での例外的な出来事かもしれない。しかし、ESG 投資が長期的な株主利益にとって有効である証拠が示されなければ、それは地震の最初の揺れとなる可能性もある。

By VITO J. RACANELLI
(Source: Dow Jones)

7. The Trader 雇用統計で回復

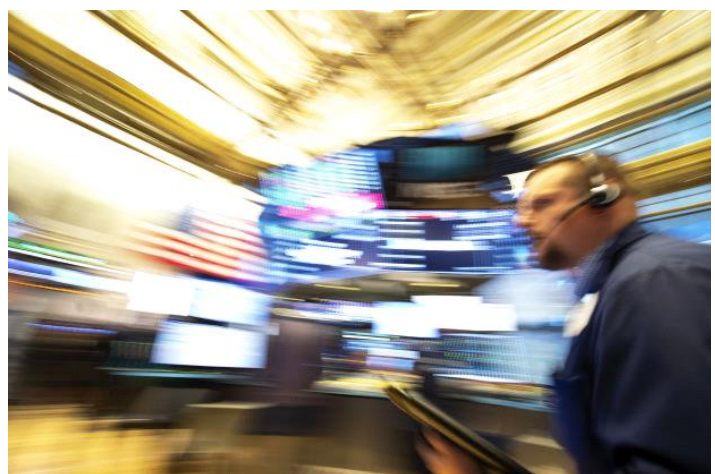
【米国株式市場】

少し回復した米主要株価指数、今後の展開は？ レジデオ・テクノロジーズの買い妙味

■ 高まった下げ相場に戻る確率

これはわれわれが探し求めている上昇ではない。

確かにダウ工業株 30 種平均（NY ダウ）は先週 582.52 ドル（2.4%）も上昇して 2 万 5270.83 ドルまで回復した。S&P500 指数は 2.4%上昇して 2723.06 に、ナスダック総合指数も 2.6%上昇して 7356.99 になった。S&P500 指数が 2011 年以来で最大の月間下げ幅（6.9%）を記録した 10 月が終わったことで、われわれはこうした反騰に期待していたはずだ。



だが何かが違う。NY ダウが 198.24 ドル高から 109.91 ドル安に転落した 2 日の乱高下にも不安を覚えるが、

それだけではない。2 日には好調な米雇用統計が発表され、米連邦準備制度理事会（FRB）による 12 月の利上げがほぼ確実になったが、それだけでもない。市場予想を下回る 10-12 月期の売上高見通しを発表したことで 2 日に 6.6% 急落し、進み始めていたハイテク株の反騰を台無しにしたアップル（AAPL）でもなければ、中国との貿易摩擦を解消するための合意に近づいているというトランプ政権の発表でもない。

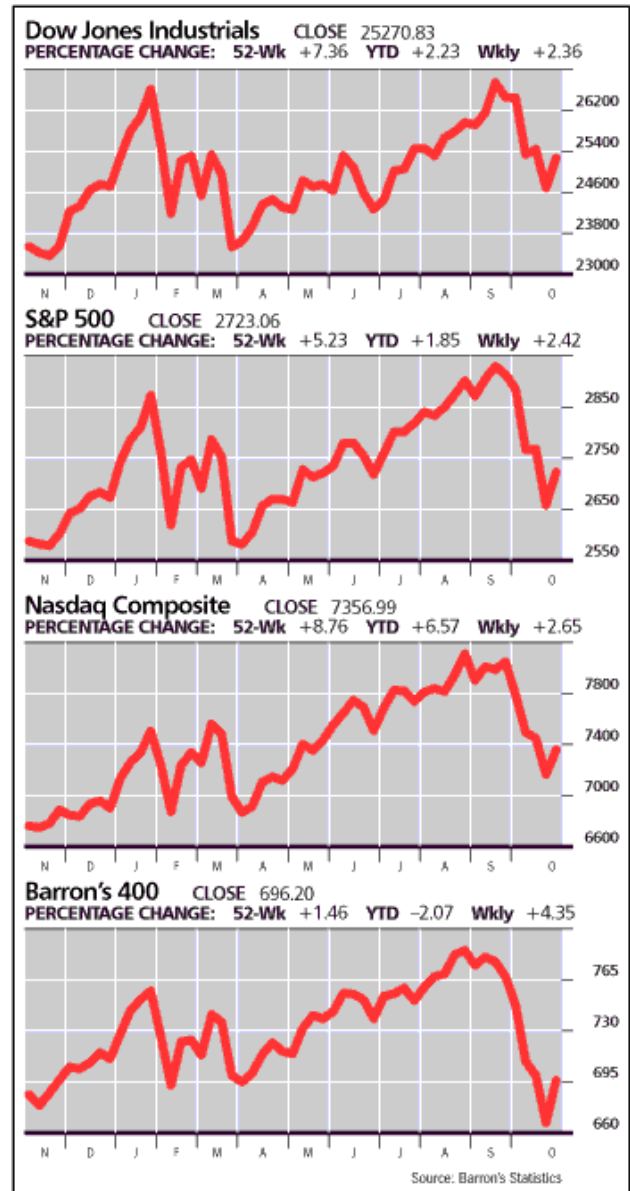
こうしたことは全て重要だ。しかし、2 日以前でさえ市場の動きは普通ではなかった。10 月 31 日には S&P500 指数が 1.1% 上昇し、好調な取引日のように思えた。ところが値上がり株と値下がり株の比率は 3 対 2 で、投資家はその上昇が続くと信じていないようだった。そればかりか、S&P500 指数が 1% 以上上昇した取引日としては、値上がり株と値下がり株の数の差（調査会社ファクトセットのデータによると、値上がり株の方が 118 銘柄多かった）が 2009 年以来で最小だった、とベイ・クレスト・パートナーズのチーフ市場テクニシャン、ジョナサン・クリンスキー氏は指摘する。「ここからまた下げ相場に戻るという確率が高まった」という同氏の結論は正しそうだ。

■ ハネウェルからスピンオフしたレジデオ・テクノロジーズに期待

複合企業ハネウェル・インターナショナル（HON）は先週、レジデオ・テクノロジーズ（REZI）のスピンオフを完了した。レジデオはサーモスタットやその他の住環境の快適性やセキュリティを追求するソリューションの製造・販売を手掛けるハネウェルの一部門だった。レジデオは 1 万 4500 人を雇用しており、製品は 1 億 5000 万戸もの住宅で利用されている。売上高 45 億ドルはハネウェルの総売上高の約 10% にしかないが、小型株の指標であるラッセル 2000 指数に含まれる建築製品会社の売上高では第 2 位となる。

スピンオフされた企業は、その企業のファンダメンタルズとは無関係に売られる可能性がある。今回の例で言えば、投資家はハネウェル株を航空宇宙やエネルギー関連投資、または大型株ポートフォリオ用として保有しており、建材企業や小型株には興味はないかもしれない。レジデオは、上場を前提に 10 月半ばから取引されており、高値は 31 ドル。そこから 31 日の 21.05 ドルまでは 32% の下落となっている。

投資家にとってレジデオは「モノのインターネット（IoT）」へのエクスポージャーを得る手段になる。IoT とはアマゾンの人工知能（AI）アシスタント「アレクサ」から自宅玄関の動画をライブ配信してくれる遠隔家庭防犯システムまで、インターネットに接続している全ての機器を指す言葉である。レジデオ



のマイク・ネフケンス最高経営責任者（CEO）は、ネットに接続している顧客が既に 470 万人おり、「経常利益は数億ドルに上る」ことを本誌に明かした。ネフケンス CEO は同社の将来について「われわれは住宅の内部をインターネットに接続してスマート化する」と述べた。

ネフケンス氏は製造業の典型的な CEO ではない。ハネウェル出身ではなく、以前は企業向け IT サービスを手掛ける DXC テクノロジー（DXC）に勤務していた。「DXC は企業のコスト削減支援を重視していたが、レジデオは製品発表のペースやイノベーションの加速を重視している」と同氏は話す。また「基盤となる事業を大事にする」ことで、ハネウェルの一部門だった頃と同様の売上高成長 4%を目指すと言った。

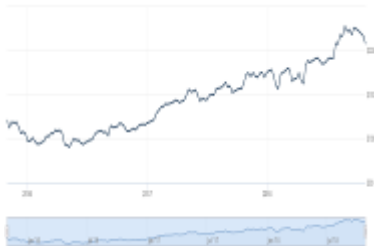
ネフケンス氏は、IoT のトレンドをうまく利用することでそれ以上の業績を上げられる可能性があるとみているが、一方で「その分野の成長が本物だということを投資家に納得させるにはあと 2 年ほどかかるだろう」と認めてもいる。同氏は住宅施工業者が「ホームドクター」のようになって問題が起きる前に住宅を訪問し、システムの円滑な稼働を維持してメンテナンスフリーにするという未来を思い描いている。

レジデオの来年の売上高は約 48 億ドル、予想利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）は 6 億 1000 万ドルになると見込まれている。利益率は 12.7%となるが、これは同規模の製造業を上回るもので、同社の業績に不安がないことを示す証拠の一つとなっている。

その基本シナリオに基づくレジデオ株は現在、予想 1 株当たり EBITDA の 7.8 倍で取引されており、ラッセル 2000 の他の製造業よりもわずかに割安となっている。ところが、10 月の急落前には、他の建築製品会社の株式は EBITDA の 10 倍で取引されており、その水準に当てはめるとレジデオの株価は現在より 45% 高となる約 29 ドルとなる可能性がある。

このシナリオは IoT トrendの恩恵に依存していない。レジデオが単に質の高い建築製品会社であっても、同社株はファンダメンタルズに対して割安で取引されているように見える。サーモスタット事業に成長率が高いハイテク企業が埋め込まれているとしたら、それは投資家にとってのボーナスと言えるだろう。

Apple Inc. (AAPL)



Honeywell International Inc. (HON)



Resideo Technologies Inc. (REZI)



DXC Technology Co. (DXC)



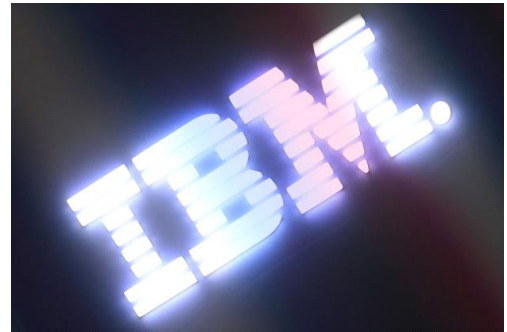
チャートは 3 年 (REZI は 1 カ月、DXC は 2 年)

By BEN LEVISOHN & AL ROOT
(Source: Dow Jones)

8. With Red Hat, IBM Makes a Big Cloud Promise レッドハット買収 クラウド市場での起死回生を期した大型買収だが、リスクは高い

【IBM】

■ 買収発表を受けて IBM 株は下落、レッドハット株は急騰
IBM (IBM) は先週、ソフトウェアプロバイダーのレッドハット (RHT) を 340 億ドルで買収すると発表した。実現すれば IBM と米国のソフトウェア業界の両方にとって過去最大規模の買収となる。同社のプレスリリースには「IBM、レッドハットを買収、クラウド業界を一変させ、世界 1 位のハイブリッドクラウド・プロバイダーに」という見出しが躍った。



買収合意は、発表後の数時間はある程度前向きな評価を得たものの、懐疑的な見方がすぐに広がった。発表後の取引初日となった 10 月 29 日、IBM の株価は 4% 下落した一方、レッドハットの株価は 45% 急騰して 170 ドルとなった。1 株当たり 190 ドルでの買収合意という IBM の気前の良さが反映された格好だ。

IBM の最高経営責任者 (CEO) であるジニー・ロメッティ氏はもちろん楽観的だ。「大半の企業は今のところクラウドをめぐる旅の 2 割しか経験しておらず、恩恵はコンピューターパワーを借用したコスト削減にとどまっている。残りの 80% は本来のビジネス価値を解き放ち、成長をけん引することだ。それがクラウドの次の章である」。

■ 背景にはクラウドサービスでの完全な出遅れがある

外部の見方はまちまちだ。クラウド・コンピューティング・ベンダーであるインフィニティリー・バーチャルの CEO、アダム・スターン氏は「IBM はクラウド行きのボートに完全に乗り遅れた。何かをやる必要があると気付いたのではないかと」指摘する。

多くの企業がクラウドに移行しつつあり、それが IBM に打撃を与えてきた。アマゾン・ドット・コム (AMZN) のアマゾン・ウェブ・サービス (AWS) やマイクロソフト (MSFT) の Azure (アジュール) の顧客が増えるたびに IBM のクライアント・サーバー・ハードウェア、メインフレーム、オンプレミス (自社運用) ソフトウェア、サービスの顧客が減ったからだ。IBM の年間売上高は 2012 年から毎年減少しており、2011 年は 1070 億ドルだったのが 2017 年に 790 億ドルとなった。

調査会社のガートナーによると、クラウドビジネスのリーダーは AWS で、昨年のシェアは 52% だった。IBM のシェアは 2% で、業界第 5 位。IBM の広報担当者はガートナーのクラウド市場に対する見方が「非常に狭い」と述べているが、別の調査会社である IDC の調査でも IBM のパブリック・クラウドにおけるシェアは 6% にとどまる。

レッドハットはこうした状況を変えると IBM は主張する。レッドハットは、安全性が高く評価されている Linux ベースの基本ソフト (OS) を開発しており、業界内で一目置かれている。

■ IBM の見通しは楽観的過ぎる

IBM は自らの変革にかなりの資金を投じることになる。レッドハット買収に支払う金額は取引合意前の株価より 63% 高い水準。ディールロジックによると、2018 年の企業買収のプレミアムの平均は 34% だ。買収はファンダメンタルズの面からも割高であり、買収価格は 2018 年予想株価収益率 (PER) の 55 倍、2018 年予想売上高の 10 倍だ。アーnst&ヤングによると、ソフトウェア企業の買収価格は歴史的に見て予想年間売上高の約 4.5 倍である。

レッドハットが IBM をクラウドに導くのであれば、投資家は割高な買い物を許容するだろう。だが、レッ

ドハットの事業を詳細に検証すると、そうしたストーリーには疑問符が付く。バーンスタインのアナリストであるトニ・サッコナギ氏の推定では、レッドハットの売上高の半分以上がクラウドと直接関係しないオンプレミスのサーバーOS 事業によるもので、その成長率は鈍化している。また、AWS の前四半期の増収率が 46% だったのに対し、レッドハットの増収率は 14% だ。レッドハットが同じクラウドのトレンドから恩恵を受けているのであれば、増収率はもっと近いはずだ。

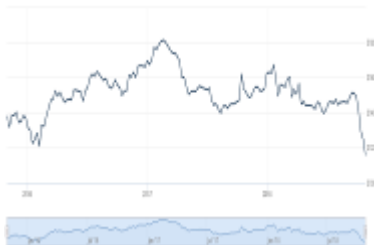
しかも IBM は、クラウドの市場規模を 1 兆ドルと述べ、ハイブリッド・クラウドの定義にサーバーだけでなくソフトウェアやビジネスプロセス、サービスを含めている。だが、筆者がクラウド業界の複数の知人に「ハイブリッド・クラウド」の定義を尋ねたところ、誰の定義も一致しなかった。同社の言う 1 兆ドルの市場規模は、範囲をかなり大きく広げて算出されたもののようだ。

同社の過去を振り返ると大風呂敷を広げることがあった。例えばワトソン。この大きな話題になった人工知能プラットフォームはがん診断や天気予報、クイズなどさまざまな用途に適用された。だが、ウォール・ストリート・ジャーナルの 8 月の報道によると、IBM の 10 社を超えるパートナーとクライアントがワトソンの医療関連プロジェクトの規模を縮小している。この記事は、ワトソンが多くの事例で効率が低く、不正確なことさえあったと報じている (IBM は報道の時点でクライアントと研究パートナーからのフィードバックは良好と説明)。

ベルポインテ・アセットマネジメントのチーフストラテジスト、デビッド・ネルソン氏は「ワトソンや人工知能、ハイブリッド・クラウドといった流行語は空虚な掛け声にすぎず、IBM の投資家につらい思いをさせてきた」と冷ややかだ。

ロメッティ氏が 2012 年初めに就任して以降、同社の株価は 36% 下落している。ネルソン氏は「IBM がつまづくたびに新たな流行語が生まれた」と付け加えた。

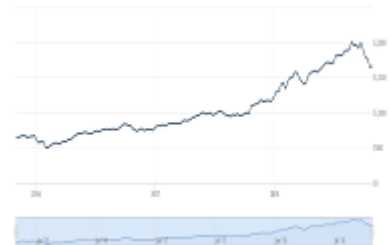
International Business Machines Corp. (IBM)



Red Hat Inc. (RHT)



Amazon.com Inc. (AMZN)



Microsoft Corp. (MSFT)



チャートは 3 年

By TAE KIM
(Source: Dow Jones)

9. Posting Stellar Numbers in 2018 好調なパフォーマンス 【ヘッジファンド】 今年グローバル・マクロ戦略系のファンド・マネジャーが輝かしい成績を計上

■ グローバル・マクロ戦略

今年、株式市場や債券市場の荒い値動きの前にほとんどの投資家が打ちのめされている中、グローバル・マクロ戦略をとる一部の凄腕ファンドが輝かしい成績を上げている。

例えば、ジェフリー・タルピンス氏が運用する 175 億ドル規模のエLEMENT・キャピタル・ファンドは今年第 3 四半期までで 25% 上昇。同様に、セッド・ハイダー氏率いる 4 億 2800 万ドルのハイダー・ジュピター・ファンドも 25% 近く上げた。また、ニゴル・コウラジアン氏が運用する 15 億ドルのアルファクエスト・オリジナルは 17% 上昇した。これらのマネジャーはこれまでも長期にわたって好調な運用実績を残している。



スイスのジュネーブに籍を置き 380 億ドルを運用する SYZ グループのマネジャーリサーチ&オルタナティブ投資ヘッドのセドリック・バイナー氏に言わせると「今はグローバル・マクロ戦略への資金配分を始めるのに良いタイミングだ」ということになる。

マクロ戦略系のファンドは、各国のマクロ経済政策や政治の評価・分析に基づき、株式や債券、為替、商品などや、また時にそれらのロングとショートのパポジションも駆使した投資に賭けるのが典型的なスタイルだ。

■ マクロ系ファンドの成績推移

2008 年の世界的な市場崩落の際にはわずか 0.65% しか下落しなかったマクロ系のファンドであるが、それ以降はこれまで一般的には大した成績を残せていなかった。パフォーマンス調査を行うパークレーヘッジによればその間の年率平均リターンはほんの 3.68% にしかすぎず、2018 年も 9 月までは若干マイナスだった。

300 億ドルを運用するヘッジファンドのパームコ・プリズマのポートフォリオ・ソリューション部門ヘッドのジェフリー・ウィラードソン氏にとっては今の状況は驚きでもなんでもない。「グローバル・マクロ戦略は保険のようなもの」と彼は言い、同社はこの戦略に 5% まで投資配分している。「グローバル・マクロ戦略は株式や債券との相関がおしなべて低く、マーケットの環境が良い時にはアンダーパフォームするが、ひとたび不確実性が高まると見合った働きをするようになる」と彼は言う。むろん多くの投資家が足元の状況を不確かなものと考えているのは言うまでもない。

マクロ戦略はマネジャーごとや、時には同じマネジャーですらそのパフォーマンスに大きなバラツキをもたらす。例えば、バロンズの最新のヘッジファンド調査年鑑で 86 位にランク付けされたフライドバーグ・グローバルマクロは昨年 36.5% と急騰したが、今年は 35% 下落している。ハイダー氏は、そのようなバラツキが出る要因の一つとして、ファンドが昨年 2017 年には上昇したが今年 2018 年には反転下落している新興国市場のような特定分野の投資に集中し過ぎて行き詰まっていることにある、と考えている。

特定分野にポジションを集中させたマクロポートフォリオは、ヘッジファンド・マネジャーが機関投資家による制約を嫌い、代りに富裕層の投資家に雇われ思いっきり力を揮った往時をしのばせる。ジョージ・ソロス氏がその代表的な例で、1992 年にポンドの空売りで勝負を挑んだソロス氏はイングランド銀行を屈服させてポンドの急落を招き巨万の富を築いた。

■ 変容するグローバル・マクロ系ファンド

コンサルタントのマッソー・リドリー氏は、グローバル・マクロマネジャーも昨今はレバレッジを低めに抑えて、より損失を限定した慎重なスタイルに自らを変えてきていると言う。あるところは運用モデルやアルゴリズムを利用したシステムチックプログラムを採り入れ、またあるところは運用の型に縛られず、国や企業の政策、方針に沿った主要なデータやトレンド情報を取り込むことでトレード機会を見出すようないわゆる裁量的アプローチの手法を採るマネジャーもある。

裁量的アプローチを採用するハイダー氏のファンドも、システムチックプログラムのアルファクエストもこの春のイタリア総選挙を受けて、欧州の問題国国債をショートにし、ドイツなど逃避先の国債をロングにする戦略で利益を上げた。また年初来ではどちらのファンドも米国株のロングでも稼いでいる。

コウラジアン氏は予測自体には重きを置かず、彼のシステムティックアプローチ手法は独自に定めたルールとアルゴリズムによって導かれている。「ボラティリティの変化がいつ起こると信じるかを見極めて儲けを得る手法を開発したことにより、リスクが過小評価されている市場に投資を振り向け、市場がリスクを認識し始めた時に売りに回ることが容易になった」、と同氏は語る。

■ 2019 年前半の展望

来る 2019 年の前半を見通してみると、ハイダー氏は、主要中央銀行が量的緩和の減速・反転に動き、市場の資金が減少するとみている。特に国債、社債ともに発行が増加することもあるとあって、金利は上昇せざるを得ないとみる。また、金利上昇はサプライチェーンを乱す反グローバリゼーションの動きや貿易摩擦の増大によっても加速され、リスクアセットへの投資はより危険にさらされるとも考えている。

コウラジアン氏の方は、リスクアセットに対する投資家の満足感、インフレやボラティリティに対する過少評価につながるのではないかと案じる。これはアセット・アロケーションにおいて大きなシフトを起こしかねないが、逆にわれわれの投資機会を増加させるとも彼は言う。

By ERIC UHIFELDER
(Source: Dow Jones)

10. Preview 今週の予定

【経済関連スケジュール】

株価に対する楽観ムードは根拠がないか？

■ 株価と景況感

異議を唱える投資家もいると思うが、株式市場は景気動向を反映するとは限らない。また、家計の景況感は、株価の動きではなく、雇用や所得に大きく左右される。

このことは、先週火曜日に発表された 10 月のコンファレンス・ボード消費者信頼感指数にも表れている。10 月は株価が下落したものの、同指数は予想を上回る 2.6 ポイントの上昇となり、18 年ぶりの高水準である 137.9 となった。



同指数の調査は、5000 人の消費者を対象に毎月第 1～3 週に行われる。調査の回答者は、雇用と所得の現状および近い将来の見通しについて、5 つの質問に回答する。また、株価や金利についての回答も求められる。

失業率が 3.7%と低水準であることから、消費者は雇用の見通しについて楽観的である。コンファレンス・ボードで経済指標を担当する、シニア・ディレクターのリン・フランコ氏によると、調査回答者による現状の判断や見通しが示唆するのは、消費者が「景気は 2019 年前半にかけて、現在の好調さを維持するとみて

いる」ということだそうだ。

10 月の調査対象期間が終わる 18 日の時点で、S&P 500 指数は最高値から 6%下落した水準で取引されていたが、株価に関する調査結果は、9 月より楽観的であった。10 月の調査では、44.5%の回答者が、株価は短期的に上昇するとの見通しであった。また、株価下落を予想するとの回答は、2007 年 2 月以来の低水準である 19.1%に低下した。

ただし、2007 年 2 月が、長らく続いた上昇相場の転換点となった数カ月に含まれることには、注意が必要である。

By NICHOLAS JASINSKI

■ 今週の予定

11 月 5 日 (月)

- ・ オンライン旅行サイト運営のプライスライン・グループ (BKNG)、複合企業ロウズ (L)、ホテルチェーン大手マリオット・インターナショナル (MAR)、製薬会社マイラン (MYL)、エネルギー持株会社 PG&E (PCG)、食品流通大手シスコ (SYYY) が四半期決算発表。
- ・ サプライ管理協会 (ISM) が 10 月の非製造業景気指数を発表。エコノミストは 59 を予想 (9 月は 61.6)。
- ・ バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ・フューチャー・オブ・ファイナンシャルズ・コンファレンスがニューヨークで開催。米金融大手シティグループ (C)、資産運用会社大手インベスコ (IVG)、金融大手ウェルズ・ファーゴ (WFC) などが参加予定。
- ・ 温水機器製造・販売の AO スミス (AOS) が、シカゴでアナリスト説明会を開催。

11 月 6 日 (火)

- ・ 医薬品サービス会社のアメリソース・バーゲン (ABC)、穀物飼料製造のアーチャー・ダニエルズ・ミッドランド (ADM)、医療機器製造のベクトン・ディッキンソン (BDX)、保険・投資管理サービス会社ブライトハウス・ファイナンシャル (BHF)、ドラッグストアチェーン大手 CVS ヘルス (CVS)、製薬大手イーライ・リリー (LLY)、石材メーカーのマーティン・マリエッタ・マテリアルズ (MLM)、衣料品メーカーのラルフローレン (RL)、大手バイオ医薬品会社のリジェネロン・ファーマシューティカルズ (REGN) がコンファレンスコール開催。
- ・ 美容製品メーカーのコティ (COTY)、半導体製造装置大手ラム・リサーチ (LRCX)、本誌親会社のメディア大手ニュース・コープ (NWSA) が年次株主総会を開催。
- ・ 9 月の求人離職統計 (JOLTS) 発表。求人件数は 700 万件となる見込み (8 月は 710 万件)。
- ・ 石油・ガスの掘削・生産機器メーカーのナショナル・オイルウェル・バルコ (NOV) が、年次のアナリスト・イベントを開催。

11 月 7 日 (水)

- ・ 医療サービスのダビータ (DVA)、衛星放送サービス会社ディッシュ・ネットワーク (DISH)、医療保険会社ヒューマナ (HUM)、医薬品開発会社のネクター・セラピューティクス (NKTR)、ニュース・コープ、半導体大手クアルコム (QCOM)、ゲームソフト開発・販売のテイクツー・インタラクティブ・ソフトウエア (TTWO) が四半期決算を発表。
- ・ ヘルスケアのカーディナル・ヘルス (CAH)、半導体製造用の制御機器・解析システムの KLA テンコー (KLAC) が年次株主総会を開催。
- ・ 全米不動産投資信託協会 (NAREIT) が、サンフランシスコで世界 REIT コンファレンス 2018 を開催。3 日間の開催期間中、不動産投資会社ボストン・プロパティーズ (BXP)、データセンター運営会社サイラスワン (CONE)、データセンター運営企業のエクィニクス (EQIX) などが参加予定。

11 月 8 日 (木)

- ・ ゲームソフト会社のアクティビジョン・ブリザード (ATVI)、総合通信会社センチュリーリンク (CTL)、

住宅建設大手 DR ホートン (DHI)、メディア企業のディスカバリー・コミュニケーションズ (DISCA)、電力大手 NRG エナジー (NRG)、娯楽・メディア大手ウォルト・ディズニー (DIS) が四半期決算発表。

- ・ 連邦公開市場委員会 (FOMC) が 2 日間の会合を終え、政策金利を発表。2.00~2.25%への据え置きが見込まれる。
- ・ 金融取引処理サービス会社のブロードリッジ・ファイナンシャル・ソリューションズ (BR)、高級革製品ブランドのコーチなどを傘下に持つタペストリー (TPR) が年次株主総会を開催。
- ・ 総合化学グループ持株会社のダウデュポン (DWDP)、IT サービス企業の DXC テクノロジー (DXC)、日用品大手プロクター・アンド・ギャンブル (P&G、ティッカーは PG)、整形外科製品・医療機器メーカーのストライカー (SYK)、化粧品小売りチェーンのアルタ・ビューティー (ULTA) が投資家イベントを開催。

11 月 9 日 (金)

- ・ メディア大手 E・W・スクリップス (SSP)、国際決済・送金サービス企業のマネーグラム・インターナショナル (MGI)、メディア・エンターテインメント企業のトリビューン・メディア (TRCO) が四半期決算発表。
- ・ 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 (JNP) が年次の株主イベントを開催。ラミ・ラヒム最高経営責任者 (CEO) が登壇する予定。
- ・ 10 月の卸売物価指数発表。エコノミストは、9 月と同水準の前年同月比 0.2%上昇を予想。
- ・ 11 月のミシガン大学消費者信頼感指数発表。10 月の 98.6 から低下の 98 となる見込み。年初から 10 月にかけての平均 (98.5) は、2000 年以降で最高水準。

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 a New Arms Race Could Boost Defense Stocks

A superfast "hypersonic" missile, and America's rising rivalry with China, are key for investors trying to understand the outlook for defense stocks.

FEATURE

Software Companies Are Stepping Up in Defense

With plentiful cash and robust research and development efforts, software and dot-com companies could become important defense players, and take a bigger share of the defense budget.

FEATURE

How to Take Fear Out of Your Investing Decisions

As wild swings in the stock market test the mettle of even experienced investors, a new crop of coaches has strategies to keep emotions in check.

FEATURE

2. Midterms: Tune Out Politics, Stick With Stocks

Regardless of which party triumphs in Tuesday's elections, history strongly argues that investors should stay in the market.

FEATURE

2 Housing Stocks That Are Getting Hotter

In a troubled market for home construction, one area looks especially undervalued: HVAC companies. Making the case for Ingersoll-Rand and Lennox International.

INTERVIEW

3. A Stockpicker on How to Ride the Curve of Small-Cap Growth

Jim Callinan, the manager of the Osterweis Emerging Opportunity fund, is sanguine about the recent downturn and eager to get past the election and ride the "intelligence" economy.

MUTUAL FUND PROFILE

A Municipal Bond Investor Who Looks Everywhere for Deals

Eaton Vance Municipal Opportunities fund is a "go anywhere" investor that has topped most of its rivals since 2011. Here's how manager Adam Weigold is playing the market right now.

UP AND DOWN WALL STREET

4. Midterms May Grab the Headlines, but Stocks Will React to Trade

UP AND DOWN WALL STREET

5. The Next Six Months Might Be the Best Time to Invest

STREETWISE

6. ESG Investing Suffers a Setback in California

THE TRADER

7. Stock Rally Fizzles in Wake of Strong Payrolls Report

TRADER EXTRA

7. The Company Honeywell Spun Off Looks Like a Bargain Tech Stock

The industrial giant's residential technology unit Resideo Technologies dropped after its public stock offering. The upside could now be as much as 45%.

TECHNOLOGY TRADER

8. With Red Hat, IBM Makes a Big Cloud Promise. The Reality Is Far More Hazy.

FUNDS

9. Global Macro Managers Are Posting Stellar Numbers This Year

INCOME INVESTING

Municipal Bond Funds Are on Sale. Buyers Should Be Cautious.

THE ECONOMY

How the Fight Over Italy's Budget Could Have Been Avoided

OTHER VOICES

Does Anyone Even Know How Much China Has Lent to Poorer Countries?

STOCKS TO WATCH

I Took a Psychological Test of My Investment Savvy. Here's What I Learned.

FOLLOW UP

General Electric Takes the Gold at Cutting Dividends

TRADER EXTRA

As Rates Rise, Bet on Companies With Less Debt

REVIEW

Marathon Petroleum Looks Like a Long-Run Winner

The refiner has made a big acquisition and faces an improving global supply and demand balance. The upside over the next year could be 40%.

PREVIEW

10. Stock Swoon? What Stock Swoon?

Consumer confidence hits a 17-year high, despite Wall Street's October decline.

INTERNATIONAL TRADER – EUROPE

How Electric Vehicles Should Give a Jolt to Copper Miners

Electric vehicles use a lot of copper. But supplies are already tight and it takes years to bring more on line. That should help a handful of European mining companies.

EMERGING MARKETS

Mexico May Be Oversold After Obrador Axes Airport

The incoming president has made a few antibusiness moves, but the country has a new trade deal with the U.S., a small deficit and moderate levels of inflation. But there are tests ahead.

THE STRIKING PRICE

How Options Traders Should Handle Stock Market Volatility

This market swoon has been different. Indexed plays have seen far less volatility than red-hot single stocks, notably in tech. Here's how to play this unusual situation.

BARRON'S COMMODITIES

Market Bets Iran Sanctions Won't Boost Oil Prices

As U.S. sanctions finally arrive, prices are down since President Trump's decision in May. Is that the right move amid tighter supply?

『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 11 月 5 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