

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 December 3

1. **Your Personal Data Is Being Used by Investors** オルタナティブデータ→P.2 【個人情報】
個人データを利用する投資のメリットとリスク
2. **Structured Notes: Can New ETFs Make Them Work for Investors?** 新商品→P.6 【ETF】
新しいETFは、仕組み債の良さを実現しつつ弱点を補うことができるか
3. **What's Next? 2019年の投資環境**→P.8 【株式市場展望】
貿易・金融政策および企業収益見通しの影響、新興国市場に注目
4. **Don't Panic Over the Budget Deficit** 財政赤字にパニックにならないで→P.9 【財政赤字】
実体経済を踏まえた金利見通しに基づく財政赤字は問題にならない
5. **How to Find a Financial Advisor** 面談して聞く→P.11 【ファイナンシャルアドバイザー】
ファイナンシャルアドバイザー選びで重要な五つのポイントとは
6. **Up and Down Wall Street** 貿易問題と金利が市場を依然けん引→P.13 【コラム】
米中首脳会談への期待と利上げ頭打ち期待で市場反発 課税地方債に魅力
7. **How Microsoft Became the World's Most Valuable Company** 復活→P.16 【マイクロソフト】
時価総額世界一の座に15年ぶりに復帰、クラウドとサブスクリプションへの転換が奏功
8. **Raghuram Rajan Is a Central Banker Willing to Speak His Mind** 本音→P.17 【インタビュー】
本音を語ることをいとわない元インド準備銀行総裁、ラグラム・ラジャン氏に聞く
9. **The Trader** 7年ぶりの大幅上昇→P.19 【米国株式市場】
米中首脳会談前に反発したものの、利益見通しの下方修正が上値を抑えそう
10. **Preview** 今週の予定→P.22 【経済関連スケジュール】
先進技術で衝突回避

※ 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. Your Personal Data Is Being Used by Investors オルタナティブデータ 【個人情報】 個人データを利用する投資のメリットとリスク

■ 活用が広がる「オルタナティブデータ」

流行に敏感なティーンエイジャーが、「もう誰もショッピングモールになんか行かない」ということに気付く前から、マンハッタンの共同オフィスで働く十数人の博士号取得者たちはその事実を知っていた。彼らはコンピューターによって、ショッピングモールでスマートフォンから発信される「ping」（接続状態を確認する信号）が減少しているのを知ることができた。この減少は株式市場にとって重要なシグナルになった。一部のショッピングモールが、予想を下回る決算を発表するはるか以前のことだ。



ウェブ情報収集会社のシンクナムが、電気自動車大手テスラ（TSLA）のウェブサイトの求人情報が削除されていることに気付いた翌日、同社はリストラを発表した。ドイツのスポーツ用品大手アディダス（ADS、ドイツ）が、同業のナイキ（NKE）やアンダーアーマー（UAA）から市場シェアを奪っていることが判明するかなり以前から、ウェブ上の消費者アンケートでは、アディダスの方が好きだという回答が増えていた。

投資家にとって、こうした情報は売買の好機となり、金を払ってでも手に入れる価値がある。とりわけ、伝統的なバリュー投資戦略が不調な場合や、企業が投資家に開示しないデータが膨大ならばなおさらだ。先日、アップル（AAPL）は四半期ごとの iPhones（アイフォン）販売台数の開示を中止すると発表している。デジタルデータが爆発的に増加し、分析や保存のツールも発達したことで、投資家が捕捉できない情報を販売する業界は大きく成長した。情報を標準化してコンピューターに入力すれば、投資家の予測に役立つ「ビッグデータ」が生まれる。

位置データやテキストデータなどの「オルタナティブデータ」は、以前から利用されていたが、最近は主流のツールとなる傾向が強まっている。リサーチに専ら四半期決算を使用していたポートフォリオマネージャーも、クレジットカードの取引や、ソーシャルメディアの書き込みに見られるセンチメントを分析している。資産運用会社ニューバーガー・バーマンでは昨年、マイケル・レッセ氏が初のチーフ・データサイエンティストに就任した。同氏は今後、自らポートフォリオを運用する見込みである。JP モルガン・チェース（JPM）でも、インテリジェント・デジタル・ソリューションズ部門という新部門が設立され、運用資産額 2 兆ドルの資産運用チームと協力するプログラマーや博士号取得者を募集している。

ほとんどの企業はオルタナティブデータを使用し始めたばかりだ。調査会社グリニッチ・アソシエイツが世界の運用会社 40 社を対象に実施した調査によると、機関投資家は平均で年間約 90 万ドルをオルタナティブデータに費やしている。同社の予想では、今年の合計消費額は昨年の 1 億 7000 万ドルから増加して約 3 億ドルになるとみられる。ブルームバーグなどの財務データに昨年 285 億ドルを費やしていることに比べれば、ごくわずかな金額だが、オルタナティブデータの使用は年々増えている。ブルームバーグも約 10 年前からオルタナティブデータを提供しており、最近も新商品を追加している。

関心の高まりは、イベント参加者の顔ぶれからも明らかだ。オルタナティブデータ会社のバトルフィンが主催する年次コンファレンスでは、2 年前まで参加者の 9 割がクオンツ系のヘッジファンドマネージャーだった。同社のティム・ハリントン最高経営責任者（CEO）は、現在はクオンツ系と従来型の資産運用者の割合が「1 対 1 に近付いている」と語る。コンファレンスでプレゼンテーションを行うデータ会社の数は、約 5 倍の 153 社に増加した。

■ 位置情報、クレジットカード情報や衛星情報を利用

データ収集に現地調査は必要ない。ウェブの閲覧や、クレジットカードでの買い物といった日常的な活動から貴重なデータが生まれる。これらの情報の多くは、別のビジネスの過程で副次的に生じ、「無益なゴミ」とみなされているものだ。例えば、スマートフォンの天気予報アプリや地図アプリは、利用者に正確な情報を提供するために位置情報を追跡する。ヘッジファンドはその位置情報をアプリ作成者から購入し、利用者の買い物場所を知ることができる。非常に多くのアプリが、利用者の許可を得て位置情報を追跡している。

こうした位置情報の活用例を紹介しよう。サソス・グループは、1000 種以上のアプリを通じて約 5 億台のスマートフォンから匿名化された位置データを収集している。情報は同社のコンピューターに集約され、マップ上の点として表示される。同社のソフトウェアでは、マップに関連付けられた信号を小売店やショッピングモール運営会社の上場銘柄と結び付け、各銘柄の来店客数の増減を明らかにする。投資家は、どのショッピングモールの顧客が裕福な地域の居住者であるかなどを知ることができる。

サソスは 2017 年 7 月、同社が追跡している不動産投資信託 (REIT) の規模上位 30 銘柄のうち、来店客数の伸びについて上位 5 銘柄と下位 5 銘柄のデータを発表した。同社の予測は必ずしも完璧ではなく、例えば下位 5 銘柄のサイモン・プロパティ・グループ (SPG) については、後に利益ガイダンスを引き上げた。しかし、上位 5 銘柄の株価は全て決算後に上昇し、下位 5 銘柄のうち 3 銘柄は決算後に株価が下落した。サソスによれば、複数のショッピングモール運営会社が同社からデータを購入している。

グリニッチ・アソシエイツのリチャード・ジョンソン氏は、サソスは数十件の顧客を抱えているが、位置情報を購入しているファンドマネジャーは依然として少ないと語る。グリニッチの調査では、サソスのデータを使用している運用会社は全体の約 10% だった。同氏は「位置情報は注目を集めているが、あまり利用されていない」と述べる。しかし、それは必ずしも悪いことではないという。「現在使われていないものにこそ、最大の価値があるかもしれない」からだ。

クレジットカードやデビットカードの情報は、オルタナティブデータとして非常によく使われている。アーネスト・リサーチは、数百社で買い物をした数百万人の消費者について、匿名化された消費データを収集している。収集範囲は非常に幅

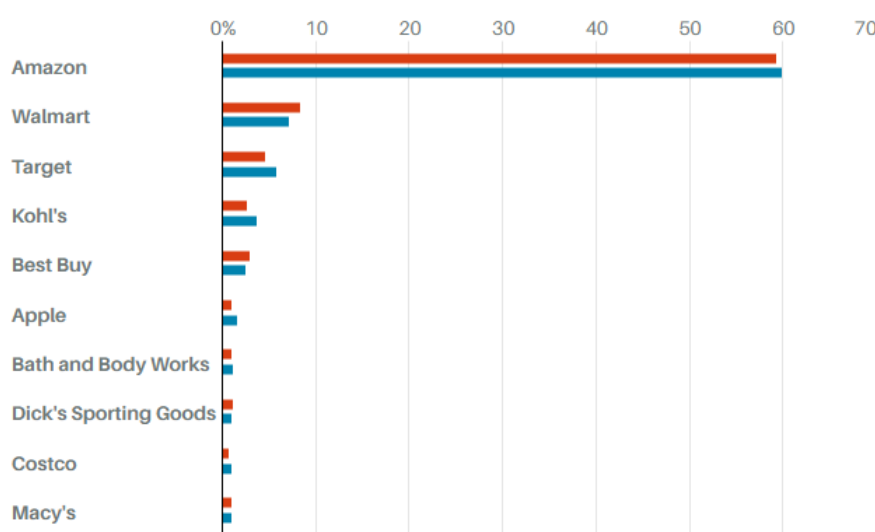
広く、ケビン・カーソン CEO が「当社は電子決済を導入済みのあらゆる米国企業のデータを保有している」と語るほどである。カーソン氏によれば、アーネストが追跡しているのは「カードの利用明細と実質的に同じデータ」である。すなわち、金額と企業名は含まれるが、商品名までは記載されていない。また、小売店での買い物だけではなく、ケーブルテレビの使用料なども分かるという。

情報は空からも収集される。オービタル・インサイトは、衛星、ドローン、気球などを使用して写真を撮影し、地上からは把握しづらい情報を獲

Cyber Monday Sales

Hitwise put together an online panel of more than 8 million consumers who agreed to have their search and navigation tracked. Using that information and other data, the company estimated the transaction market share on Cyber Monday.

■ 2017 ■ 2018



Source: Hitwise

得する。小売店の駐車場に止まっている車の台数だけではなく、中国の道路建設が前四半期に比べて増加したかなど、マクロ経済に関わる重要な問題も明らかにすることができる。同社のデータは、ブルームバーグや CME データマイน์で利用可能だ。

ウェブスクレーピング（データ抽出）を手掛ける企業は、ソフトウェアを使用して求人情報サイトなどの変化を追跡する。冒頭のシンクナムは、この方法でテスラの求人情報の取り下げに気付いた。シンクナムは上場企業と非上場企業を含め、約 40 万社についてデータを提供している。イピットデータもウェブ上の情報を収集・解析しているが、対象企業を 60 社に絞っている。同社は例えば、出前サービス大手のグラブハブ（GRUB）やウーバーイーツと提携しているレストランの数を計算することで、出前サービス業界の勝者についての詳細なデータを作成している。

■ データだけで判断するのは危険、規制も逆風に

「予測を行うためには、現実を理解する必要がある。当社はプラットフォームを使用して、現実世界の経済活動を細かく分析している」。こう語るのは、クオントス系ヘッジファンドのツー・シグマでチーフ・データストラテジストを務めるアリ・ミラン・ネクモシュ氏だ。同氏は、データを利用する前に「データ解釈の技術を確立する」ことが重要だと言う。同じくクオントス系ヘッジファンドの AQR キャピタル・マネジメントは、経済理論からスタートして、仮説の検証や取引アイデアの考案にデータを利用している。両社はともに、投資家はデータだけを見て判断すべきではないと警告する。

どんなに予測力が高いデータでも、売買に生かすのは難しい。テスラが雇用を絞るという情報だけでは、その情報から利益を生む方法は分からない。ウォール街が動揺すると予測して、テスラを空売りした投資家は損失を被っただろう。実際にはリストラが発表された日に株価は上昇したからだ。

業界にとって最大の不確定要素は規制である。証券取引委員会（SEC）は、一部の投資家が優位に立てるようなツールを取り締まってきた。今のところ、オルタナティブデータはそうした規制強化の影響をほとんど受けていない。この分野に詳しい弁護士ジョナサン・ストリーター氏は、規制強化の動きはないものの、SEC はオルタナティブデータに注目していると語る。

シンクナムの最高戦略責任者であるカチャ・チュプリナ氏は、業界が自主規制に真剣に取り組んでいると述べる。業界自ら規制グループを立ち上げ、「個人を識別可能な情報」の定義を定めた。複数の業界関係者によれば、ヘッジファンドは規制当局に注目されないように警戒しており、データを精査する傾向にある。

ストリーター氏は、業界が自主規制に努めていることを認めた上で、グレーゾーンの存在を指摘する。「あるベンダーは、小売店の来店客数だけではなく、利用者の居住地まで提供していた。さらに、居住地を特定するために、スマートフォンを通じて、起床・就寝した場所を追跡しているという。個人的には際どいと思う。こうした分野の法整備は進んでいないと考えられる」。このような情報収集は、具体的な法令に違反していないとしても、「プライバシーについて大きな懸念を生む」と同氏は述べる。

スマートフォンの位置情報は、国会議員の関心を引き付けている。ベライゾン・コミュニケーションズ（VZ）、AT&T（T）、スプリント（S）、T モバイル US（TMUS）の通信大手 4 社は、民主党のロン・ワイデン上院議員の批判を受けて、6 月からデータ会社に提供する位置情報を制限している。だが、通信会社は第三者への情報提供を中止したわけではなく、アプリもスマートフォンの追跡を続けている。一方、ワイデン議員は 11 月、位置情報などの企業が収集する個人情報について、消費者の権限を強めるという法案を公表した。

サソスは、スマートフォンの信号がどの国勢統計区（国勢調査に使用される地理的単位）から発信されたのか特定することができる。ただし、同社のグレッグ・スキビスキ CEO によれば、情報がシステムに入力される前に、個人を識別可能な情報は全て削除される。この条件は、同社が提携する全てのアプリとの契約に規定されているという。

その他のデータにも厳しい目が向けられている。2015 年、マサチューセッツ工科大学（MIT）の研究者は、クレジットカードの購入データに含まれるわずかな情報から、データが匿名化されているかどうかにかかわらず個人を特定することができたと発表した。アーネストのカーソン CEO は、「データは集計された形でクライアントに提供されており、個人情報は一切含まれない」と述べている。

だが、電子フロンティア財団のジニー・ゲプハルト氏は、データの匿名化は口で言うほど簡単ではないと指摘する。消費者データの匿名化を解除するビジネスが成長しているため、「真に匿名化されたデータを作成するのは極めて難しい。個別のデータを組み合わせれば、プライバシーを侵害する情報が新たに生まれるリスクがある」という。

Tesla Inc. (TSLA)



adidas AG (DE:ADS)



Nike Inc. Cl B (NKE)



Under Armour Inc. Cl A (UAA)



Apple Inc. (AAPL)



JPMorgan Chase & Co. (JPM)



Simon Property Group Inc. (SPG)



GrubHub Inc. (GRUB)



Verizon Communications Inc. (VZ)



AT&T Inc. (T)



Sprint Corp. (S)



T-Mobile US Inc. (TMUS)



チャートは3年

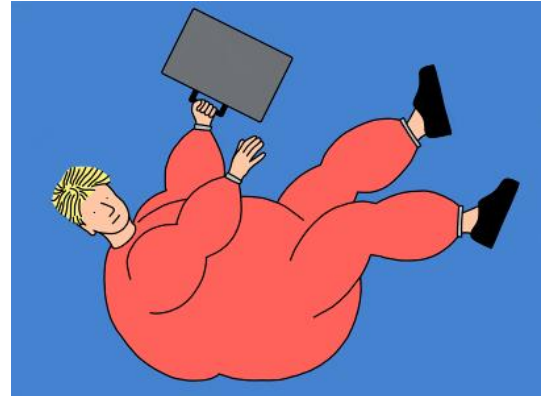
By AVI SALZMAN
(Source: Dow Jones)

2. Structured Notes: Can New ETFs Make Them Work for Investors? 新商品 【ETF】 新しい ETF は、仕組み債の良さを実現しつつ弱点を補うことができるか

■ 異なるレベルのリスクコントロールを提供する ETF

仕組み債ほどニュースの中で評判の悪い投資商品はなかなか見られないが、新しい上場投資信託（ETF）のシリーズによってそのネガティブな印象が和らげられるかもしれない。

S&P500 指数などの株価指数を構成する銘柄の株価上昇の恩恵を提供しつつ、債券のような元本保証を併せ持つ仕組み債は、理論上は理想的な投資に思える。しかし、実際には、発行銀行による莫大な手数料設定の温床となり、流動性が非常に低く、市場ストレスの下でデフォルト（債務不履行）に陥ってきた経緯がある。2008 年のリーマン・ブラザーズが顕著な例だ。



それでも、株式市場のアップサイドを享受しつつダウンサイドを限定するコンセプトは、特にボラティリティの高まっている状況では魅力的に映る。仕組み債のようなリスクコントロールをその欠点なしに実現することは可能か？これが、6 本の ETF からなるイノベーター・キャピタル・ディフェンド・アウトカムシリーズの取り組む課題だ。3 本が 8 月、残り 3 本は 10 月に設定されている。

それぞれの ETF は S&P500 指数に追随し、異なるレベルのダウンサイドへのバッファーとアップサイドへの参加を約束している。一般的に、アップサイドが多いほどダウンサイドからの保護は少ない。例えば、イノベーター S&P500 バッファー（BOCT）は、2018 年 10 月 1 日に購入した投資家に対して 2019 年 9 月 30 日までに 15.3%を上限とする潜在的リターンを提供する。経費率 0.79%を引いた後の潜在的リターンは 14.5%となる。期日までに S&P500 指数が 15.3%を超えて上昇した場合、上回った分の利益は得られない。一方で、ETF は 9%の潜在的損失から投資家を保護する。S&P500 指数が 10%下落すれば投資家の損失は 1%、11%下落すれば 2%にとどまることになる。

一方、イノベーター S&P500 パワー・バッファー（POCT）が提供するアップサイドの上限は 10%だが、ダウンサイド保護は 15%となっている。さらに、イノベーター S&P500 ウルトラ・バッファー（UOCT）はアップサ

Between the Ceiling and the Floor

Getting most of the market's upside with less of its down is the goal of these new ETFs.

ETF/Ticker	Total Return 1-Month	Total Return 3-Month	Remaining Cap*	Remaining Buffer*
Innovator S&P 500 Buffer ETF July / BJUL	0.99	N/A	16.0	5.0
Innovator S&P 500 Buffer ETF October / BOCT	0.76	N/A	21.8	5.8
Innovator S&P 500 Power Buffer ETF July / PJUL	0.92	-3.12	10.9	9.9
Innovator S&P 500 Power Buffer ETF Oct / POCT	0.71	N/A	14.7	10.0
Innovator S&P 500 Ultra Buffer ETF July / UJUL	0.46	-3.61	12.0	25.3
Innovator S&P 500 Ultra Buffer ETF Oct / UOCT	0.56	N/A	14.6	25.0
iShares Core S&P 500 ETF / IVV	0.77	-6.55	N/A	N/A

*Remaining Caps/Buffers after market moves as of Nov. 23; Returns as of Nov.26; N/A=Not Applicable
Sources: Morningstar Direct; Investor Capital Management

イドの上限が 10%、損失については 5%発生してから初めてバッファが発動し、最大 30%の損失から投資家を保護する。これらの ETF について、期末の 2019 年 9 月 30 日には、2020 年 9 月 30 日までの次の 1 年間のアップサイド上限が新たに設定される予定だ。清算日の決まっている仕組み債と異なり、これらの ETF は年間キャップの再設定を繰り返しつつ何年でも保有し続けることができる。

上限キャップの設定には発行日と再設定のタイミングが影響する。ETF は S&P500 指数オプションの形でデリバティブを採用しているが、ボラティリティの水準はオプション価格に影響を与える。皮肉なことに、株式市場の変動が激しいほど、上限は高くなる。ETF はオプションを買うだけでなく売却もしており、ボラティリティの高いものを売った方が多くの利益を上げるからだ。そのため、市場が大きく変動した 10 月に設定されたイノベーターETF は、それ以前の「7 月シリーズ」よりも高いキャップレートを提供している。

■ ETF ならではの利点と欠点

新しい ETF は、仕組み債が抱える問題の幾つかを解決する。「ETF には流動性があり、売買のしやすさは問題ではない」と、イノベーター・キャピタル・マネジメントのブルース・ボンド最高経営責任者（CEO）は述べる。

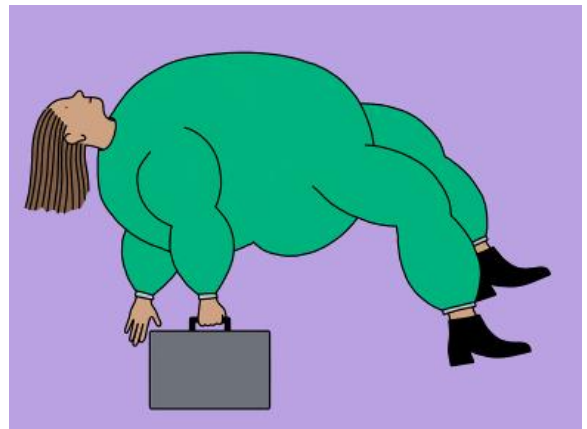
もう一つの利点として、これらの ETF は投資銀行が発行する仕組み債のようなデフォルトリスクを抱えていない。「これらは ETF であるため、原資産として S&P500 指数オプションを保有していることになる。したがって、銀行が倒産して債務不履行になるリスクを抱えることにはならない」とボンド氏は説明する。

しかし、欠点もある。仕組み債であれば S&P500 指数のパフォーマンスに基づいて所定のリターンを保証しており、不履行となれば、投資家から破産裁判所に発行者の責任を申し立てることが可能だ。新しい ETF にそのような保証はない。「これらは保証された商品ではない。それをする商品がはるかに高価になり、結局はリターンが削られることになる」とボンド氏は述べる。

また、仕組み債同様、ETF には株式配当が含まれていないため、S&P500 指数の現在の 2%の配当利回りは得られない。さらに、ETF は日々売買されるため、現在の価格は当初の価格とは異なる。例えば、イノベーターETF が発行されて以後 S&P500 指数が下落した場合、ファンドの初期のバッファはあまり残っていない一方、設定されている上限よりもさらに高い潜在的アップサイドが存在している可能性がある。現在のバッファとキャップの値はイノベーターのウェブサイトを確認することができる。

最後に、投資家の関心という問題がある。バリスター・ウェルス・マネジメントのアドバイザーであるチャールズ・ウィークス氏は次のように述べる。「これらの ETF に対する私の見解は、仕組み商品に対するものと同じだ。私は顧客のために使用しない。『ダウンサイドのバッファを提供する』と言うのは優れたマーケティングだが、実際には、高い手数料や取引コストに加え、市場リターンを失うことで、実現する保護以上のコストを支払っている。このような戦略の中で、うまく分散化された 6 割株式、4 割債券のポートフォリオをアウトパフォーマンスするのはなかなか見つけられずにいる」

イノベーター・キャピタル・マネジメントは、懐疑論者が間違っていることを証明しようとしている。



Innovator S&P 500 Buffer ETF
(BJUL)



Innovator S&P 500 Power Buffer ETF
(PJUL)



Innovator S&P 500 Ultra Buffer ETF
(UJUL)



チャートは 6 カ月

By LEWIS BRAHAM
(Source: Dow Jones)

3. What's Next? 2019 年の投資環境

【株式市場展望】

貿易・金融政策および企業収益見通しの影響、新興国市場に注目

■ 好調の 2017 年、厳しい 2018 年

株価は最近反発しており、今年のパフォーマンスは若干のプラスで終わる可能性がある。しかし、債券の利回りはレンジ内の動きに終始し、原油、金、新興国市場などあらゆる資産クラスで損失が積み上がっている。ドイツ銀行によれば、同行が観測する金融指数のうち、平均的な年では 29% がマイナス（ドル建て）に終わるが、今年 10 月末時点では 89% が年初来マイナスで、2018 年は厳しい年だったといえる。



一方、2017 年は非常に儲けやすい年だった。ドイツ銀行が観測する 71 の株式・債券・通貨・コモディティ指数のうち、マイナスに終わったのはフィリピンの債券市場のみだった。

■ 分散を検討する機会

戦術的資産配分 (TAA) ファンドへの投資家の失望も無理はなかろう。このようなファンドは、世界の各市場を対象に、株式や債券、または無関連の資産クラスについて手広く自由に投資できるが、このタイプのファンド 93 本のうち、年初来で値上がりしているものはほとんどない。

しかし、一時的な低迷は、ポートフォリオリスク管理の手段としてのアセットアロケーション、分散投資を放棄する理由にはならないだろう。TAA ファンドであるピムコ・オール・アセット・オール・オーソリティ (PAUAX) のロブ・アーノット共同マネジャーによれば、分散投資は市場が強気の時は好まれないが、主要資産である株式や債券が落ち込み、コモディティ・物価連動債・不動産などの無関連資産が好調な際に奏功する。「記録的長さの強気相場の最終地点にある今、分散投資による多少の負担を気にする時ではない。利回りが高い資産へのエクスポージャーを拡大する機会だ」と同氏は述べる。

■ 貿易・金融政策および企業収益見通しの影響

世界のマーケットは難しい時期にある。米連邦準備制度理事会 (FRB) による金融緩和の縮小で金融市場の流動性は徐々に低下し、金利は金融危機時の低水準から上昇中だ。金利上昇がドル高につながり、新興国市場を圧迫している。2019 年は世界経済の成長が鈍化すると投資家の予想から、原油・鉄鋼・その他原材料価格が下落している。市場は、財政・規制・貿易政策、特に米中貿易戦争に手掛かりを求めている。

ノーザン・トラストのチーフ投資ストラテジストであるジム・マクドナルド氏によれば、「現在のサイクルの特徴は、量的緩和の縮小だ。これがさまざまな資産のマイナスリターンにつながっている」。また、来年の企業利益の伸びは若干のプラスが予想され、その一方で株価が下落しているため、予想株価収益率 (PER) が

低下している。金融調査会社のファクトセットによれば、向こう 12 カ月の 1 株当たり利益 (EPS) に基づく S&P500 指数の PER は、9 月 30 日の 17 倍から、15 倍へと低下している。しかし、PER は EPS 増加と共に回復するはずであり、企業の設備投資が拡大すれば景気を押し上げ新たなリセッション (景気後退) 突入を遅らせることができよう。これにより、S&P500 指数は 2019 年末までに 3100 と、最近の水準から 13% 上昇するとストラテガス・リサーチ・パートナーズの最高投資責任者であるジェイソン・トレナート氏は予想する。

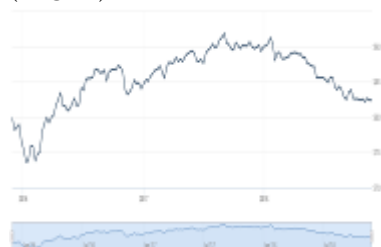
貿易および金融政策、つまり中国との貿易戦争の休戦と金利見通しの改善が、株価にポジティブに働くともみているのは資産運用会社フェデレーテッド・インベスターズのチーフ株式投資ストラテジストであるフィリップ・オーランドー氏。「コンセンサスは貿易政策も金融政策もよい結果にはならないとの見方だが、われわれは逆だ」とし、下落相場に強いバリュー重視の配当株、およびエネルギー・金融・資本財などシクリカルなセクターに注目している。

■ 新興国市場に注目

また、マクロ見通しが悪化する中でも機会はあると指摘したい。資産運用会社ウィリアム・ブレアのシニアアナリストであるアーロン・バルサム氏は、ベトナムなどの新興国市場に注目している。同国は、中国からの工場移転および、環太平洋パートナーシップ協定 (TPP、トランプ大統領は就任当初に米国の不参加を決定) から恩恵を得よう。

上述のトレナート氏も新興国に注目している。もし FRB が少しでも緩和を行えば、ドル高が和らぎ新興国通貨に対する圧力が減るだろう。「改善の中でも、『良い→非常に良い』に比べ『非常に悪い→悪い』の状況の方がより大きな利益が得られるものだ」と同氏は語る。

PIMCO All Asset All Authority Fund:A
(PAUAX)



チャートは3年

By DAREN FONDA
(Source: Dow Jones)

4. Don't Panic Over the Budget Deficit 財政赤字にパニックにならないで 【財政赤字】 実体経済を踏まえた金利見通しに基づく と財政赤字は問題にならない

■ 原資？

一体どうやって賄うのか？減税や財政支出に関するこの質問は妥当で、多くの人々にとって討論を終わらせるのに十分だ。しかし、米連邦政府の長期的な財政見通しについて懸念する理由はほとんどない。実のところ増税を頻発することなく優先度の高い政策への支出を増やすにはほんの少しのマイナーチェンジで十分なのだ。



米議会予算局 (CBO) は予見可能な将来にわたって、財政赤字の増加率が経済成長率よりも相当高くなると推計し、2040 年代終盤までに歳出が税収を上回る額が国内総生産 (GDP) の 10%を上回ると予想している。このような例は金融危機や世界大戦を除き、米国には他にない。これが仮に安定的なインフレ率と緩やかな経済成長環境下で起こるならば、財政赤字は現在の GDP 比 75% から 150%以上に膨れ上がり、その後も容赦なく上昇し続けるだろう。

■ 利払費を除く財政赤字の拡大は税收増でまかなう

財政悪化を社会保障、メディケア（高齢者向け医療保険制度）、メディケイド（低所得者医療保険制度）、その他の給付金プログラム予算のせいにするのは、合理的だが間違っている。これらの給付金プログラムへの支出は、高齢化する人口とそれに伴う社会保障費の持続的な増加を考えると、今後数十年間是对 GDP 比で数%の増加が予想される。

しかし、CBO やその他の専門家は、税收も同程度に増えると見込んでいることから給付金プログラムが財政収支の悪化につながる主な要因とは考えていない。所得がインフレ率以上に増加し、多くの米国人が徐々に高い所得税率区分に移行すると見込まれている。また、2026 年には増税が予定されており、トータルでは利払費を除く財政赤字が現在の対 GDP 比約 2.5%から今後数十年で同約 3%とおおむね同水準で推移するとみている。

米財務省による財政に関するレポートはわずかながより楽観的だ。これは恐らく昨年末の税制改正前に書かれたものだからだろう。米財務省によると、2017 年から 2092 年までの毎年において利払費を除く財政赤字は対 GDP 比で平均 1.2%にすぎないとしている。これは妥当な米国経済成長率見通しと比較すると特に小さい。

■ 利払費の見積もりが過大？ カギは米金利見通し

そこで、利払費の予想が懸念される。CBO は、利払費の対 GDP 比が今年の 1.6%から 2048 年には 6.3%に上昇すると予測している。この予測は米国債の加重平均利回りが現在の 2.2%から 30 年後には 4.4%に上昇するとの前提に基づいている。金利上昇、債務増加、緩やかな経済成長は財政赤字と債務比率を急激に拡大させるということだ。

しかし、金利は経済成長とインフレ見通しに基づくものだ。経済は今後減速し、インフレは厳しくコントロールされるだろう。そのような環境下で過去数十年よりも金利上昇が必要になるだろうか。

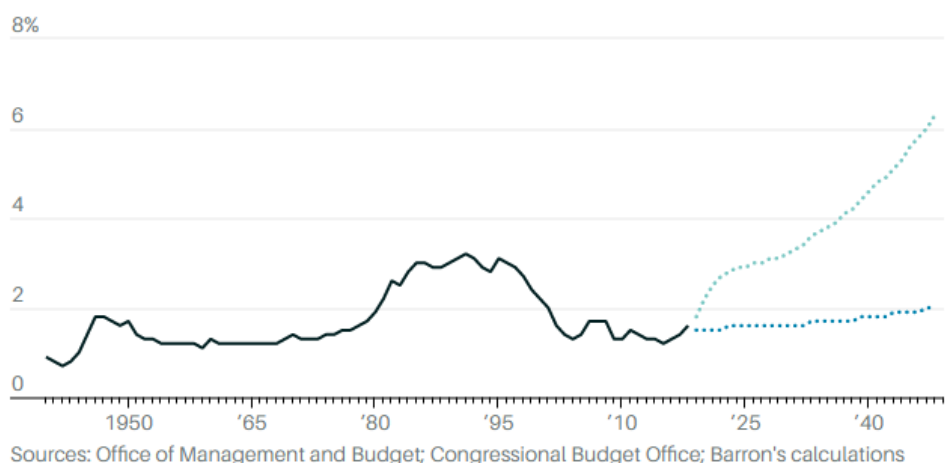
仮に政府の借入コストが 2%でその他の条件が変わらなければ、政府の利払費は対 GDP 比 2%以下で長期間推移するだろう。財政赤字も小さいおかげで対 GDP 比債務比率は 2040 年代に CBO が予測しているベースラインを 50%ポイント下回る水準となろう。したがって、増税や支出カットは必要ない。

実のところこれは政府が戦争や金融危機の後に行ってきたことだ。第二次世界大戦の間、米国連邦債務は対 GDP 比 64%に上昇した。その後財政赤字は続いたが 1960 年代の初めまでには戦前の水準に戻っている。米連邦準備制度理事会（FRB）と銀行規制により金利が低く抑えられていたこと、戦後にインフレの爆発的上昇があったこと、实体经济の成長が力強かったことがその要因だ。

The rate forecast makes a big difference

(Federal government net interest outlays as a share of gross domestic product)

■ Actual ■ CBO baseline forecast ■ Forecast if interest rates capped at 2%



金融危機とその後の政策により、債務比率は対 GDP 比 40%にまで上昇した。高齢化社会がその比率をさらに上昇させるが、合理的な予想に基づく低水準の実質金利が財政政策の管理に役立つだろう。

債務比率を安定的に抑えることそのものを目的とすべきでない。現在の水準が低過ぎると考えられる理由があるからだ。高水準の政府債務（自国で発行しかつ自国通貨建てのもの）は過剰なリスクテイクを抑制し、金融システムを強靱（きょうじん）にする。

30 年物の米国物価連動国債の実質利回りは現在 1.3%であり、最も悲観的な米長期経済成長率でさえもはるかに下回っている。低金利は CBO の想定に比べて政策に柔軟性をもたらし、追加的なインフラ投資、より堅固な社会保険制度または減税を可能にする。

政策についてどのような選好があってもいいが、財政赤字に関する議論は今すぐ変わるべきだ。

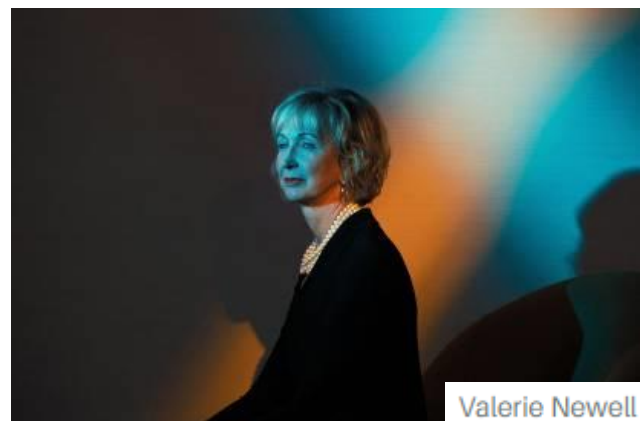
By MATTHEW C. KLEIN
(Source: Dow Jones)

5. How to Find a Financial Advisor 面談して聞く 【ファイナンシャルアドバイザー】 ファイナンシャルアドバイザー選びで重要な五つのポイントとは

■ アドバイザー探しのコツ

ファイナンシャルアドバイザーを探している投資家は業界が変動期にあるということに気付くだろう。

ベターメントやウェルスフロントのようなロボアドバイザー会社の台頭により、運用指南は格安になってきたが、ロボアドバイザーは投資家の未来設計まではしてくれない。顧客の利益を優先的に考えることを投資アドバイザーに義務付けたであろう米労働省の受託者責任規則が連邦高裁によって却下された後、投資家は利益相反の可能性をどのように評価すればいいのだろうか。引退まであと数十年もある人は、業界の高齢化を心配すべきではなかろうか（複数のレポートによると、アドバイザーの 40%は 55 歳以上だという）。



Valerie Newell

アドバイザー探しで守るべき最初のルールは、その過程の重大さ、難しさを過小評価しないことである。自分が選んだファイナンシャルアドバイザーの質と自分との関係性は、将来の幸せに大きな影響を与え得るからだ。

アドバイザー探しを始める前に、自分がアドバイザーとの関係性に何を求めているかを考えてみよう。ロボアドバイザーが分散化された投資ポートフォリオの構築を効率的に行う一方で、ほとんどの人には人間的なアドバイスが役に立つ。優秀なアドバイザーであれば、保険から大学費用預金、引退計画の立案、慈善事業への寄付まで、顧客の人生の金銭的なこと全般において助言し、問題が起きる前に解決してくれるだろう。人間のアドバイザーは、顧客の株取引のタイミングに関する助言でも報酬に見合った働きをする。市場が急騰しているときに買って暴落しているときに売るといった誤った判断は回避できるだろう。

資産状況が自分と同水準の信頼できる友人や同僚に、推薦できるアドバイザーがいるか尋ねることから始めよう。米個人ファイナンシャルアドバイザー協会のメンバーやバロンズのランキングなど、高水準のサービスを提供しているアドバイザーのリストが公開されているので、そうしたものを閲覧するという手もある。

候補者を数名に絞ったら、それぞれと約 2 時間の面談をする計画を立てよう。オハイオ州シンシナティ在勤、マリナー・ウェルス・アドバイザーズのマネージングディレクター、バレリー・ニューウェル氏は、アドバイザーの特性を面談でおおまかに把握すべきだと話す。以下について質問してみよう。

■ アドバイザーに聞いておくべきこと

ポートフォリオの運用プロセス

そのアドバイザーが使っている資産配分モデルは、その事務所が決めたものなのか、カスタマイズされた配分か、それともその二つを組み合わせたものか。投資している資産が多ければ多いほど、置かれている状況が珍しければ珍しいほど（例えば障害を抱える子供がいる、1 銘柄へのエクスポージャーが大きいなど）、顧客が自分の置かれた資産状況に応じてカスタマイズされた配分を求める可能性は高まるだろう。

ファイナンシャルプランニング能力

アドバイザーに投資運用だけを求めているのであれば、これについては優先能力ではないかもしれない。しかし、投資の問題が解決したら、子供の教育費、引退や遺産に関する計画、慈善事業への寄付といった問題に取り組もうと考える人は多い。アドバイザーの候補者はそれぞれの分野の専門家ではないかもしれないが、少なくとも同事務所内か外部の経験豊かなプロを紹介することはできるはずだ。

保護預かりの取り決め

顧客資産のカストディアンがどこなのかを聞いてみよう。つまり、実際に資産を預かる金融機関のことである。独立系アドバイザーのほとんどにはフィデリティ・インベストメンツ、チャールズ・シュワブ、BNY メロン・パーシングといった第三者機関の利用が義務付けられている。

受託者責任か適合性か

受託者責任の基準の下、アドバイザーは顧客の利益を優先し、いかなる利益相反についても開示したり、回避したりしなければならない。登録投資アドバイザー（RIA）は受託者として行動することを今も法的に義務付けられている。他の金融アドバイザーも自主的に受託者として行動するかもしれない。一方で、顧客にとって特定の投資が適切だとの判断を義務付ける適合性の基準を守るアドバイザーもいるだろう。適合性の基準に従うアドバイザーは利益相反を開示したり、より安価、あるいは節税効果が高い他の選択肢の存在について言及したりする必要がない。顧客の状況や好みにもよるので、どちらのアドバイザーでも構わないが、迷ったときには受託責任を選ぼう。

手数料

アドバイザーにはさまざまな価格設定モデルがあるため、それによる比較は難しくなっている。アドバイザーの多くは運用する資産のパーセンテージを請求する。手数料は 1% が一般的で、大口顧客には割引がある。時間当たり料金、プロジェクトに基づく手数料（例えば、基本的なファイナンシャルプランで数千ドルなど）を請求するアドバイザーもいる。さらには、保険や自社のミューチュアルファンドなど、金融商品の販売手数料を報酬としているアドバイザーもいる。

最初の面談でアドバイザーそれぞれのシステムに関して明確に理解することを目標にしよう。ニューヨーク州マウントキスコにあるアドバイザー指導会社、クライアントワイズの最高経営責任者（CEO）、レイ・スカラファニ氏は「具体的な報酬の取り方、業務の運営方法について説明する準備ができていないアドバイザーには仕事を依頼すべきではない」と指摘する。

最初のハードルをクリアしたアドバイザーには 2 度目の面談を申し込もう。ここでの議題は誰が実際に自分の資産を運用するのか、家族のファイナンシャルプラン上の問題の詳細など、自分の資産状況に関する深い話となる。アドバイスの内容をよく聞くのはもちろんだが、相性がいかがいかどうかも見極める。「この業界には広く浅い知識を持っている人が多い」とニューウェル氏は言う。「その人が専門家かどうかを判断するのに役

立ちそうな誰かと時間を過ごしてみてもはどうだろうか」

By MICHAELA CAVALLARO
(Source: Dow Jones)

6. Up and Down Wall Street 貿易問題と金利が市場を依然けん引 米中首脳会談への期待と利上げ頭打ち期待で市場反発 課税地方債に魅力

【コラム】

■ 貿易問題に対する期待感

ブエノスアイレスでの 20 カ国・地域（G20）首脳会議終了後のトランプ米大統領と習近平中国国家主席との夕食会を控えて、「年末の株価が前年比マイナスを回避できるかどうかはトランプ大統領次第だ」というばかばかしいほど大げさな見出しが踊った。



U.S. President Donald Trump is to meet Xi Jinping, his Chinese counterpart, on Saturday.

世界第 1 位と 2 位の経済大国の首脳が、悪化する貿易摩擦に関して食事が終わるまでに何らかの合意に達すると予想する人がいたとすれば、失望に終わるだろう。とりあえず休戦を宣言して、貿易障壁と知的所有権という厄介な問題について協議を続けられるようにすること、そして同じ程度に重要なことだが、世界経済にとって一段の悪影響を及ぼすであろう関税の賦課を回避することが合理的に予想される最良のシナリオだ。

そのような比較的良好な結果に対する見通しに加えて、米連邦準備制度理事会（FRB）による利上げ回数が従来の懸念より少なくなるという示唆によって、先週の株式市場は反発した。S&P500 指数とナスダック総合指数はそれぞれ前週比で 4.85%と 5.64%上昇し、週間ではほぼ 7 年ぶりに大幅な上昇率となった。ダウ工業株 30 種平均（NY ダウ）は 5.16%高と、こちらは 2 年超ぶりの上昇率だった。

しかし、貿易の先行き不透明感と金融引き締めが悪影響は既に明確で、問題は、損害の拡大を阻止できるか否かとなっている。貿易の減速は設備投資を妨げており、資本財輸出に依存する諸国の景気を減速させている。第 3 四半期国内総生産（GDP）成長率は、世界第 3 位の経済大国である日本で 0.3%ポイント、第 4 位のドイツは 0.2%ポイント低下した。

一方で、貿易赤字縮小を目指す米国の努力は、短期的には逆効果となっている。財の貿易赤字は、9 月の 763 億ドルから、10 月は過去最大の 772 億ドルへ拡大した。関税引き上げ前の駆け込み的輸入の一方で輸出は減速した。中国も影響を受けており、11 月の製造業購買担当者指数（PMI）は景気拡大の分水嶺となる 50 へ低下し、2 年ぶりの低水準となった。連邦公開市場委員会（FOMC）の先月の議事要旨でも、米国経済が直面しているリスクとして、金利に敏感なセクターの軟調や金融引き締めと並んで世界の経済成長率減速が挙げられていた。

■ 利上げ回数減少か

金融引き締めに関してはパウエル議長が助け舟を出しており、28 日にはフェデラルファンド（FF）金利は

中立金利をわずかに下回っているにすぎない、と述べた。この発言は、中立金利からは程遠いという 10 月初めの所見を翻すものだ。当時の発言は、2019 年末にかけて、25 ベーシスポイント (bp) ずつ 4 回の利上げを意味していた。パウエル議長は実質的に、先物市場の予想を追認したことになる。先物市場は、12 月 18~19 日の FOMC におけるほぼ確実な 1 回の利上げの後に、2019 年に 1 度の利上げしか織り込んでいない。

米国経済の中で金利に最も敏感な住宅セクターでは軟化の兆候が増えており、特に 10 月の中古住宅成約件数と新築住宅販売件数が大幅に減少した。しかし、住宅建築メーカーの株価は息を吹き返しており、先を見越す株式市場も利上げ終了を予期していると示唆される。

一方で、政治は計算に入っていないようだ。FRB の見解の変化は、トランプ大統領の批判というよりも市場を追認した格好だ。さらに 29 日には、トランプ大統領の顧問弁護士だったマイケル・コーエン被告が、トランプ大統領の 2016 年の大統領選挙期間におけるモスクワの不動産取引に関して、議会での偽証による有罪を認めたが、市場は無反応だったと指摘する声もある。

貿易と金融政策が、金融市場を依然としてけん引している。貿易問題の休戦は、問題を解決しないかもしれないが、少なくとも現状を維持できる。米中首脳が衝突すれば、人民元が 1 ドル=7 元の心理的に重要な水準を抜けることを含めた、市場の悪い反応を呼び起こす可能性がある。

■ 今週の注目点

米国内では、パウエル議長が 12 月 5 日に上下両院合同経済委員会で証言する予定で、金利と経済の見通しに関して間違いなく質問攻めに遭うだろう。景気に関するさらなる手掛りが 7 日に発表される 11 月の雇用統計で、コンセンサス予想は非農業部門就業者数が 20 万人増、失業率は 3.7%となっている。新規失業保険申請件数は過去数週間わずかながら増加傾向にあるが、統計的なノイズの可能性もある。貿易と住宅の軟調に鑑みると、G20 首脳会議終了後にはこれらに注目すべきだ。

■ 課税地方債に魅力

社債投資家は多くの懸念要因を乗り越えてきたが、利回りだけは別だ。米国債に対する社債のスプレッドは拡大しており、利回り上昇は価格低下を意味する。

利回り上昇は、ゼネラル・エレクトリック (GE) や、カリフォルニア州の山火事で多額の損失に直面している電力大手の PG&E (PCG) などの、問題を抱えている企業の社債に限らない。信用格付けが BBB の企業でさえも信用の質が悪化しており、通信大手の AT&T (T) は 1850 億ドルに及ぶ債務の減額に焦点を当てている。

パイパー・ジャフレーの債券戦略および分析を率いるジャスティン・H.ホーゲンドーン氏によれば、社債並みの利回りが得られて信用リスクが大幅に低い分野として課税地方債がある。10 年から 12 年後が満期で信用格付けが AA の課税地方債の利回りは、同じ年限の米国債と比べて約 75~90bp 高く、同じ信用格付けの社債と同水準だ。課税地方債が登場した当時はスプレッドが広がったが、債券市場で完全に受け入れられてからスプレッドは狭まった。ちなみに、ムーディーズ・インベスターズ・サービスによると、1970 年以降の全ての 10 年の期



Workers on a PG&E power line.

間における債務不履行率は、社債の 2.32%に対して課税地方債は 0.1%だ。

上場投資信託 (ETF) のインベスコ・タックサブル・ミュニシパル・ボンド ETF (BAB) の 2 番目に大きい投資対象はイリノイ州の一般財源債となっている。同 ETF の分配金利回りは 4.38%で、対して i シェアーズ・i ボックス\$インベストメント・グレード・コーポレート・ボンド ETF (LQD) は 3.74%となっている。

課税地方債のクローズドエンドファンドは、レバレッジを利用しているために利回りがさらに高い。ちなみに、非課税地方債のクローズドエンドファンド同様に、純資産価値に対するディスカウント幅が今年に入って拡大している。

ブラックロック・タックサブル・ミュニシパル・ボンド・トラスト (BBN) は、8.77%のディスカウントで利回りは 7.06%となっている。ヌビーン・タックサブル・ミュニシパル・インカム (NBB) のディスカウントは 8.51%、利回りは 6.57%。グッゲンハイム・タックサブル・ミュニシパル・マネジド・デュレーション・トラスト (GBAB) はディスカウントが 4.91%、利回りが 7.21%となっている。

課税地方債は無リスクではないかもしれないが、社債にはない強みがもう一つある。州や地方自治体は、企業が自社株買いや大規模な合併のために数十億ドルを借り入れるような、信用力を引き下げる行為が行えないということだ。

General Electric Co. (GE)



PG&E Corp. (PCG)



AT&T Inc. (T)



Invesco Taxable Municipal Bond ETF (BAB)



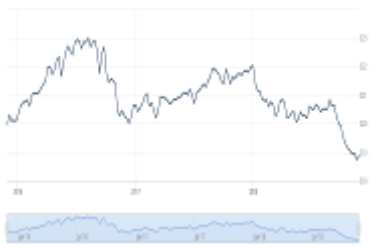
iShares iBoxx \$ Investment Grade Corporate Bond ETF (LQD)



BlackRock Taxable Municipal Bond Trust (BBN)



Nuveen Taxable Municipal Income Fund (NBB)



Guggenheim Taxable Municipal Managed Duration Trust (GBAB)



チャートは 3 年

By RANDALL W. FORSYTH
(Source: Dow Jones)

7. How Microsoft Became the World's Most Valuable Company 復活 【マイクロソフト】 時価総額世界一の座に 15 年ぶりに復帰、クラウドとサブスクリプションへの転換が奏功

■ 時価総額でアップルを抜く

デジタル・エクイップメント、サン・マイクロシステムズ、ノキア。ハイテクの歴史を振り返ると、流れ星のように一瞬輝いて夜空に消え去った企業が幾つもある。

そう考えると、マイクロソフト（MSFT）の最近の復活が特別なものであることが分かる。最高経営責任者（CEO）であるサトヤ・ナデラ氏のリーダーシップの下、この老舗ハイテク巨大企業は方向を転換し、稼ぎ頭の商品を危険にさらした結果、次のハイテクの波であるクラウド・コンピューティングに軸足を移すことに成功した。そして先週、同社の時価総額はアップル（AAPL）を超えて世界最大となった。時価総額世界一の座に就いたのは 2003 年以降のことである。



Microsoft CEO Satya Nadella.

■ クラウド事業はアマゾンとの差を縮めつつある

マイクロソフトの復活は、ナデラ氏が 2014 年に CEO に就任したと直接関連している。当時、同社の収益性は依然として非常に高かったものの、投資家からそっぽを向かれていた。モバイルの隆盛を見過ごしているように見えたことがその理由だ。株価は 1999 年末から 40% 近く下落し（S&P500 指数は 20% 上昇）、中核事業であるウィンドウズ部門の 2013 年度の利益は前年度から 18% 減少していた。

そこでナデラ氏は行動を起こした。2014 年 7 月、従業員に宛てたメモの中で、「マイクロソフトはモバイルファースト・クラウドファーストの世界における生産性とプラットフォームの企業である」と訴えた。これは、ウィンドウズを中心とした同社の既存の世界観からの決別宣言だった。

クラウド・コンピューティングへの賭けは先見の明のたまものである。金融サービス会社ベアードの推定によると、クラウド・コンピューティング・サービスに 1 ドルが支出されるたびに伝統的ハイテク支出の 3~4 ドルが置き換えられる。つまり、マイクロソフトはかつてシスコシステムズ（CSCO）や IBM（IBM）に向けられていた支出を奪っている。

JP モルガンが今年 6 月に 150 人余りの最高情報責任者（CIO）を対象に実施した調査では、企業のコンピューティング負荷のうちクラウドで処理されている割合は 23% にとどまったものの、この割合は 2023 年までに 52% に高まると予想されていることが分かった。

ガートナーの 2017 年の調査によると、マイクロソフトは今ではクラウド市場で 13% のシェアを持ち、アマゾン・ドット・コム（AMZN）が展開するアマゾン・ウェブ・サービス（AWS）の 52% に次いで 2 番目の勢力となっている。マイクロソフトのクラウドサービスであるアジュールの直近四半期の売上高は 76% 増となり、46% 増だった AWS との差は縮まっている。

■ 経常収益の割合が拡大、成長機会の可視性を高める

ナデラ氏は、マイクロソフトの生産性ソフトウェアであるオフィスのサブスクリプション版（オフィス 365）を前面に据えることでその再活性化にも力を注いできた。経常的な売り上げは投資家の関心の的であり、マイクロソフトや他のソフトウェア・メーカーに恩恵をもたらしている。

バーンスタインのアナリスト、マーク・モードラー氏は「ナデラ氏が企業文化の焦点を商品から顧客ニーズに合わせた最適ソリューションの提供へと変えた」と考えている。サブスクリプション収入がオフィスの売上高に占める割合は 2014 年に 10% だったのに対し、その 3 年後にはサブスクリプション契約を基本とする

オフィス 365 の売上高が従来のライセンス収入を上回った。

顧客重視のサブスクリプションとクラウド事業を加速する戦略は実を結びつつある。同社の直近四半期の売上高と利益はそれぞれ 19%増、36%増となった。ナデラ氏の CEO 就任以降の株価上昇率は 200%を超え、S&P500 指数を 150%ポイント近くアウトパフォームしている。

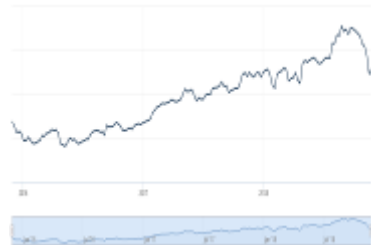
新しいマイクロソフトに対する投資家の評価は高く、2019 年予想株価収益率 (PER) はアップルの 13 倍に対して 23 倍となっている。

バーンスタインのモードラー氏は、マイクロソフトが割高なバリュエーションにふさわしい理由は同社のビジネスモデルにあるかもしれないと指摘する。アップルはサービスを主体とする企業への転身を図っているものの、依然として iPhone (アイフォーン) が売上高の 3 分の 2 を占めている。つまり、「マイクロソフトはアップルに比べてはるかに経常的で安定した売り上げの比率が高く、ハードウェアの製品サイクルとのつながりは薄い。投資家から見た成長機会の可視性はマイクロソフトの方がはるかに高い」のである。

Microsoft Corp. (MSFT)



Apple Inc. (AAPL)



Cisco Systems Inc. (CSCO)



International Business Machines Corp. (IBM)



Amazon.com Inc. (AMZN)



チャートは 3 年

By TAE KIM
(Source: Dow Jones)

8. Raghuram Rajan Is a Central Banker Willing to Speak His Mind 本音 【インタビュー】 本音を語ることはいとわない元インド準備銀行総裁、ラグラム・ラジャン氏に聞く

■ 元インド中央銀行総裁が語る

ラグラム・ラジャン氏は権力者に真実を率直に話すことで知られている。例えば、国際通貨基金 (IMF) のチーフエコノミストだった 2005 年に米連邦準備制度理事会 (FRB) のグリーンズパン議長の送別会の機会を借りて、クレジット・デフォルト・スワップ (CDS) の危険性と「破滅的なメルトダウン」の可能性について警告し、エコノミストらから厳しい批判を浴びた。近年では、インド準備銀行 (中央銀行) 総裁を務め、インフレ鎮静化とインドルピー安定化のため利上げを実行し、インド国債の格付けを守ったものの、政界の反感を買い、2016 年半ばに再任せずに辞職した。現在シカゴ大学ブース・スクール・オブ・ビジネスでファイナ



Raghuram Rajan

ンスを教えるラジャン氏に話を聞いた。

本誌：量的緩和（QE）の巻き戻しの影響についてどう思うか？

ラジャン氏：金融危機以降 10 年にわたり非常に緩和的な金融政策が実施され、経済の再浮揚に貢献したものの、前回とは異なる分野でレバレッジが高まっている。私はシェール業界のレバレッジや、非常に高いレバレッジのプライベートエクイティ取引について懸念している。金利上昇に伴い流動性が低下し、社債の借り換えが困難になる。今後巨額の社債の借り換えが必要となるが、金利上昇で利払費の問題のみならず、借り換え能力も重要になる。ストレスが高まり、危機とまではいかないが興味深い時期になりそうだ。

Q：新興国市場は米国の利上げとドル高の悪影響を受けているが、伝播のリスクはあるか？

A：金融緩和期に資本が流入し、利上げと共に流出してしまう国もある。アルゼンチン、トルコ、ベネズエラへの融資はストレスが高まっている。ブラジル、メキシコ、南アフリカは政治的な課題のため注視の必要がある。依然として市場は安定的な国と不安定な国を区別して扱っており、伝播はないと思う。

Q：QE の巻き戻しが及びそうな他の分野はどこか？

A：欧州中央銀行（ECB）はイタリアなどの国債を相当買い上げてきたが、それをやめた場合、イタリアは公開市場で資金調達をしなければならなくなる。これは困難な課題となるだろう。

■ 中国の状況

Q：貿易も含めて地政学的問題も FRB にとって状況を複雑にしているが、どのような展開になるか？

A：中国との貿易紛争はかなり深刻だと思う。貿易の問題だけでなく、世界のガバナンス、テクノロジー予算、軍事的優位性などが関わっている。最終的には技術力が軍事力を決定するのかもしれない。多面的に考えるべきだ。ペンス副大統領の演説を読めば、新たな冷戦の概要説明だと分かる。

Q：中国の債務が再度注目されている。債権は中国国内で保有され、外貨準備も十分との議論をどう思うか？

A：中国は巨額の債務を抱えているが、損失は中国人以外には分からない。大手銀行はシャドーバンキングへの依存度の高い中小銀行へのエクスポージャーがあり、相互に関連している。政府の穴埋め能力にも限界がある。外貨準備が多くとも、自由に使えるわけではない。中国は固定資本投資のような安易な成長源から消費中心の経済成長に移行しようとする中で、貿易問題も加わり、経済成長率も 5~6% に低下しており、債務の処理は困難さを増す。

Q：債務と言えば、インドは依然として不良債権で苦しんでいるが、どのような問題が生じるか？

A：公的銀行は世界的金融危機だけでなく、認可や土地取得の遅れによってインフラプロジェクトから生じた不良債権も含めて、多くの不良債権を抱えている。不良債権を整理し、ガバナンスや監視を改善し、銀行の資本増強を行うべきで、現時点では管理可能な範囲だが、長引けば不良債権が増え、問題が悪化する。

■ ポピュリズムの問題点

Q：インドの中央銀行総裁時代に経験した中央銀行の独立性に対する圧力について、他国への助言はあるか？

A：ポピュリズムに乗じる国では、政権は国民の負託にこたえ、思い通りのことを実行する権限が与えられていると考える傾向にある。その結果、政権の邪魔をする既存制度が疑問視される。国民は悪い方向への選択に駆り立てられることがあるため、政治的介入にはある程度の制限が設けられている。例えば、経済が好調な時、「壊れていないから修理の必要はない」と国民は考える。しかし、インフレが高進すると経済成長が削がれるため、中央銀行はパーティーがまだ盛況な間にカクテルの入ったガラス容器を引っ込めるべく、利上げを断行するだけの独立性を与えられた。トルコで大統領が中央銀行に利上げをしないよう指示するのは極端な例だが、インドでも米国でも似たような確執はある。中央銀行の信頼性が損なわれると、望む以上のことをする必要が生じる可能性がある。現在金利もインフレも低水準で保たれているのは、必要な時は FRB が利上げすると信じられているからだ。もし FRB の利上げが阻止されるとの思惑があれば、インフレが相当大幅に高進する可能性がある。

Q：FRB は金融政策の決定の際、世界の市場や混乱を考慮する必要があるか？

A：FRB はこの数年間はそうしてきたと思う。しかし、FRB の権限上、自らの決定の結果がもたらす自国への「跳ね返り」以上のことを考えるわけにはいかない。まずは自らの国を適正に保つことが重要だ。しかし、資本が国境を越えて移動する今日、「跳ね返り」や波及的影響を考える必要がある。

Q：金融の安定性に関して、潜在的問題はどこにあるか？

A：以前よりも銀行の安全性は高まったが、それはリスクの多くが影のシステムに移動したため、そのシステムが全てのリスクに対処できるか否かについてはあまり多くは知られていない。

Q：ノンバンクの貸し付けのことか？

A：そうだ。年金や保険会社は高い利回りを求めている。これらの機関が保有する資産の内容やどの程度の信用度なのかが分かりにくい。表向きレバレッジを利用していない上場投資信託（ETF）やミューチュアルファンドなどでさえ銀行の取り付け騒ぎのような状況に陥る可能性もある。実際前回の金融危機で、マネーマーケットファンドであるリザーブ・プライマリー・ファンドの基準価額が 1 ドルを割ったことがあった。

Q：数多くあるリスクの中で、十分注意が払われていない最大のリスクは何か？

A：ポピュリズム的動きの強まりだ。なぜ世界中の人々が怒っているのか？各国が怒っていれば、国際関係も良くならない。地球温暖化も含め、解決のために国際協力が必要な問題は多い。

Q：所得格差の問題について、投資家に関心を持つべき理由は何か？

A：フランス革命を思い描くまでもなく、経済の偏りが強まり、成功の機会が十分に与えられていないと国民が感じ始めると体制を見限り始める。私的所有権を維持するには、国民の支持が必要だ。資本主義体制下で自分にチャンスがないと感じると国民は怒り出す。喜んでやるべき務めを果たしてもチャンスがない。このような現状は無視するわけにはいかない。

By RESHMA KAPADIA
(Source: Dow Jones)

9. The Trader 7 年ぶりの大幅上昇

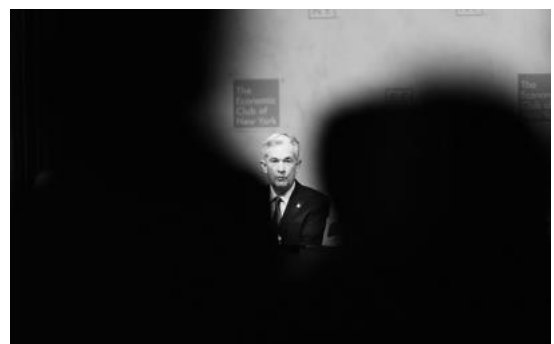
【米国株式市場】

米中首脳会談前に反発したものの、利益見通しの下方修正が上値を抑えそう

■ 米中首脳会談前の見切り発車

過去 8 カ月で最悪のパフォーマンスだった前週から、株式市場は約 7 年ぶりの上昇で回復した。

感謝祭休日を挟んだ前週に S&P500 指数は、3.8%安と今年 3 月以来の大幅な下げとなった。しかし、先週、S&P500 指数は 4.8%上昇して 2760.16 と大きく反発した。ダウ工業株 30 種平均（NY ダウ）は 5.2%高の 2 万 5538 ドル 46 セントで引け、ナスダック総合指数は 5.6%の大幅高となる 7330.54 で週末を迎えた。S&P500 指数とナスダック総合指数の週間上昇率は 2011 年 12 月 2 日以来のことだ。小型株のラッセル 2000 指数は 3.0%上昇して 1533.27 となった。



Federal Reserve Chairman Jerome Powell.

米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長が水曜日の講演ではっきりとハト派的なコメントを述べたことを受けて、景気後退を招くような引き締め恐れが現時点ではないとの見方が広がったことが上昇要因と

なった。ただし週末に主要 20 カ国・地域 (G20) 首脳会議でトランプ大統領と中国の習近平国家主席の会談が行われる前には、幾分大きな上昇率だったかもしれない。

本コラムでは、この差し向かいの会談が株式市場にプラスかマイナスの二元的な結果をもたらすと以前から示してきた。貿易戦争に和解の兆しが見えれば株式市場は大幅に上昇するだろうし、少なくとも握手もせずには両首脳が別れ、協議を継続するとの合意がなければ下落すると思われる。ただし金曜日の市場で NY ダウの上昇幅が約 200 ドルに上ったことから、米中間で本来的な合意がなくても何らかの停戦合意があるのではないかということに関して、投資家が自信を持っていることが分かる。

■ 利益見通しに影

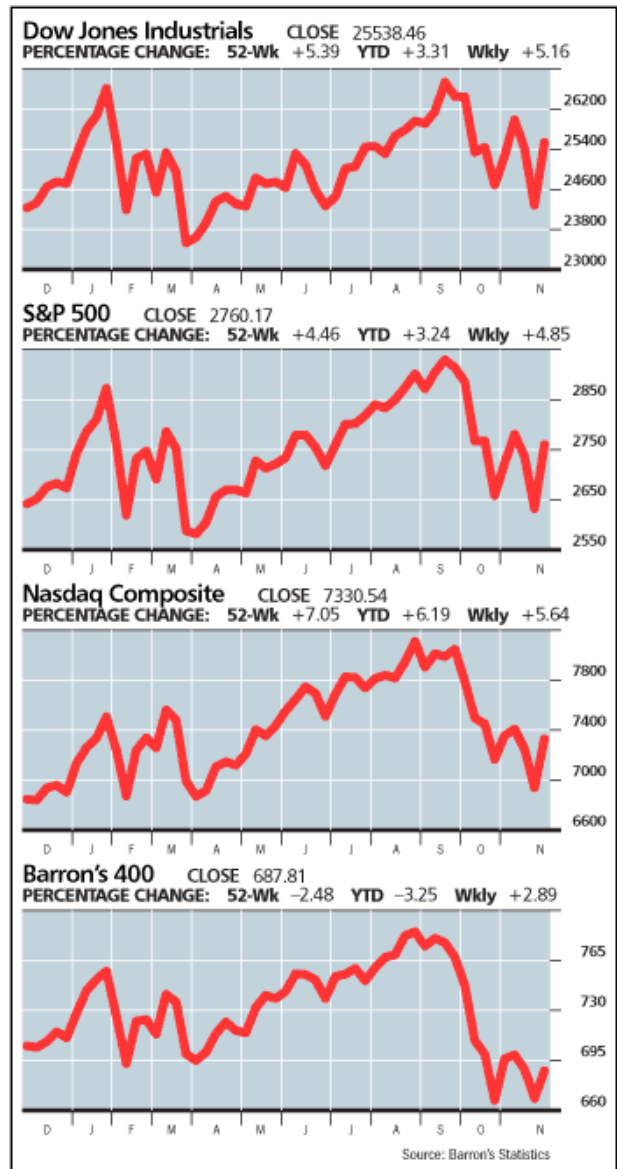
貿易戦争における何らかの停戦合意で関税のさらなる引き上げの可能性がなくなれば、株式市場の反発は考えられるものの、短命なものとなりそうだ。ウェルズ・ファース・セキュリティーズの株式デリバティブストラテジストを務めるプラビット・シンタウォンパニッチ氏は「最終的に重要なのは関税の引き上げがあるかどうかだが、合意に向けた進展が見られれば、短期的には G20 で会談が材料視されることはないだろう。その場合、年末までに過去最高値を狙うような上昇は望めないものの、S&P500 指数で 2800~2825 の水準までの上昇はすぐにあると思われるが、その水準で上昇も終わりそうだ」とレポートにまとめた。

その通りだろう。運用会社 GMO で資産配分チームの責任者を務めるベン・インカー氏は、貿易戦争に勝者はなく、インフレ率の上昇と成長率の鈍化という恐るべきスタグフレーションにつながると述べる。全面的な貿易戦争の回避がベストシナリオだと思われるものの、そうした場合でも市場の上値余地は少ないとインカー氏はみている。これは割高感から悪材料に非常に敏感になっているからであり、「米国株に興奮するのは難しく、本格的な上昇には新たな好材料が必要だ」と指摘する。

新たな好材料を見つけるのは難しそうだ。ファクトセットのデータによると、S&P500 指数の第 4 四半期の 1 株当たり予想利益 (EPS) に関して、アナリストは既に 42.56 ドルから 41.45 ドルへと 2.6% の下方修正を始めている。当該四半期が始まって 2 カ月でのこの下方修正幅は、2017 年初頭以降で最も大きい。

利益予想の下方修正は続きそうだ。エバーコア ISI のポートフォリオストラテジスト部門の責任者であるデニス・デブッシュェル氏は 2019 年の S&P500 指数の EPS について、2018 年の現時点での予想である 164 ドルからわずか 3.9% 増となる 170 ドルになると見込んでおり、この数字は貿易戦争の激化がないという条件付きだ。予想株価収益率 (PER) が 15.8 倍の状況では、利益予想の下方修正リスクは「将来のリターン見通しを低下させ、リスク資産の継続的な上昇には貿易問題における有効な解決が必要だ」と指摘する。

つまり、両首脳には握手以上のものが求められていることになる。



■ GM の自動運転車開発の恩恵を受ける自動車部品株

ゼネラル・モーターズ（GM）による工場の一部閉鎖に対してトランプ大統領は非難のツイートを出したが、それ以前に GM の株価は約 5% 上昇していた。これは月曜日に GM のメアリー・バーラ最高経営責任者（CEO）が発表した、事故ゼロ、渋滞ゼロ、排気ガスゼロの世界への変革ビジョンに対して投資家が信任を示した結果である。これらは、消費者による自動車購入や自動車の使用方法を根本的に変える可能性を秘めている。



ただし、自動車業界の競争や巨額の資本ニーズを考慮して自動車メーカーへの投資に二の足を踏むのであれば、自動車の全電化や完全な自動運転の実現につながる重要な技術を持った部品供給会社への投資はどうだろうか。アプティブ（APTIV）はそうした有力なサプライヤーの一つだ。

同社は 2017 年に GM 系の大手部品会社であるデルファイ・テクノロジーズ（DLPH）からスピンオフされた時価総額約 200 億ドルの会社で、自動車業界の新たなトレンドに専念できる体制にある。主要製品は自動車の電機関連システムやソフトウェア、および予防安全装置で、年間の売上高は 140 億ドルを超え、利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）は 20 億ドルだ。予防安全装置は、自動運転を可能にする技術とほぼ同義である。

自動車セクターは、中国における自動車販売の鈍化や米国の金利上昇を受けて軟調に推移しており、第 3 四半期に全上場株を対象としたラッセル 3000 指数の自動車および自動車サブセクター指数は 12% 以上下落した。アプティブもこの影響を受けて株価は 6 月に付けた 52 週高値から 30% 下落している。

しかし、先週末の 71.90 ドルの株価に基づく予想 PER は約 13 倍であり、市場全体に対して 20% ディスカウントの状態は、今後 3 年間で EPS が 12% 以上増加すると見られる銘柄としては割安だろう。今後、アプティブの予防安全装置が評価されて利益が成長すれば、2 年で株価が 100 ドルになる可能性もある。

もちろん、自動車の売り上げサイクルの低迷がより深刻化するリスクはあり、同社のジョセフ・マッサーロ最高財務責任者（CFO）は最近の投資家コンファレンスで 2019 年に世界の小型自動車の販売がわずかに減少する見通しだと述べた。それでも同社は約 6% の売上高の伸びを予想する市場予想に対して肯定的な見通しを示した。

短期的なリスクはあるものの、自動運転による安全性や排気ガスの低減は大きく長期的なトレンドであり、アプティブはそこから恩恵を受ける可能性が高い。自動車販売の回復があればその恩恵も受ける。押し目買いの有力な候補だろう。

General Motors Co. (GM)



Aptiv PLC (APTIV)



Delphi Technologies PLC (DLPH)



チャートは 3 年（DLPH は 2 年）

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

10. Preview 今週の予定 先進技術で衝突回避

【経済関連スケジュール】

■ 運転中のスマホや大麻も衝突事故増加の原因

運転支援技術が衝突事故の件数を大幅に減らし、7 年間に及ぶ増加トレンドを反転させる。そう語るのは、バンクオブアメリカ・メリルリンチのアナリスト、スティーブ・バーン氏である。バーン氏は、2011 年以降に 30%増加した事故件数が、おおむね以前の水準に戻ると予想している。衝突事故が 2011 年から年に 3~4%増加している原因としては、雇用の増加、走行距離の増加、スマートフォン使用の増加による不注意運転、大麻の合法化などを挙げる。



バーン氏は、スマートフォンの使用による不注意運転が、2011 年以降の事故の増加の 20%を占めると推定する。損害保険大手ステートファームのアンケート調査によると、2011 年に 52%だったドライバーの携帯電話所持率が、2016 年には 91%に達している。また、運転中にインターネットを利用したことのあるドライバーは 29%と、2011 年から倍増している。そして、ドライバーの 77%が、その行動が衝突事故の可能性を高めたと回答している。一方、米国道路安全保険協会 (IIHS) によると、大麻が合法化された州では、非合法の州に比べて衝突事故（警察に報告された件数）が 5%増加しているという。

このような状況にもかかわらず、バーン氏は、リアパーキングセンサー、前面衝突回避、緊急自動ブレーキ、車線逸脱警報装置、視界支援といった衝突回避技術によって、2030 年までに事故が 20~30%減少すると予測し、2022 年には、米国内の自動車のおよそ 99%が前面衝突回避装置を備えているとの見方を示す。また、IIHS は、先進運転支援システムを装備することで、衝突事故を最大で 40%削減できると述べている。

もしもバーン氏が間違っていなければ、1988 年から 2011 年の時代に戻ることだ。その頃、事故は平均で年に 1%減少していた。

By TAE KIM

■ 今週の予定

12 月 3 日 (月)

- ・ ソフトウェア会社クーパ・ソフトウェア (COUP)、通信機器メーカーのフィニサー (FNSR)、IT サービス会社スマートシート (SMAR) が四半期決算を発表。
- ・ 自動車大手フォード・モーター (F) が 11 月の米新車販売台数を発表。
- ・ 10 月建設支出は前月比 0.4%の上昇が見込まれる。9 月は前月比横ばいだった。
- ・ サプライ管理協会 (ISM) が 11 月製造業景況指数を発表。10 月とほぼ同水準の 57.5 と予想される。
- ・ セキュリティーソフト大手シマンテック (SYMC) が年次株主総会を開催。
- ・ 保険大手アフラック (AFL)、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)、資産運用会社プリンシパル・ファイナンシャル・グループ (PFG) が 2019 年の業績見通しに関するコンファレンスコールを実施。

12 月 4 日 (火)

- ・ 家具・インテリア用品販売のアット・ホーム・グループ (HOME)、自動車部品販売チェーンのオートゾーン (AZO)、カナダのモントリオール銀行 (BMO)、ディスカウントチェーン大手ダラー・ゼネラル (DG)、ソフトウェア開発会社ガイドワイア・ソフトウェア (GWRE)、設備資材販売持ち株会社 HD サプライ・ホールディングス (HDS)、IT 機器・サービス大手ヒューレット・パカード・エンタープライズ (HPE)、半導体メーカーのマーベル・テクノロジー・グループ (MRVL)、IT サービス会社モンゴ DB (MDB)、

高級住宅建設大手トール・ブラザーズ (TOL) が四半期決算発表。

- ・ 医療器具メーカーのエドワーズ・ライフサイエンス (EW)、医療保険大手ヒューマナ (HUM)、石油精製大手マラソン・ペトロリアム (MPC) が投資家向け説明会を開催。

12 月 5 日 (水)

- ・ 蒸留酒製造大手ブラウン・フォーマン (BF.B)、税務申告代理サービス大手 H&R ブロック (HRB)、カナダのスポーツウェアメーカーのルルレモン・アスレティカ (LULU)、半導体設計用ソフトウェア開発会社シノプシス (SNPS) が四半期決算発表。
- ・ ファストフード大手ヤム・ブランズ (YUM) がニューヨーク証券取引所で投資家・アナリスト向け年次説明会を開催。
- ・ 給与計算代行大手オートマティック・データ・プロセッシング (ADP) による 11 月の民間雇用者数は、前月比 20 万人増と予想される。10 月は前月比 22 万 7000 人増だった。
- ・ 11 月 ISM 非製造業景況指数発表。エコノミスト予想は 59 と、10 月の 60.3 を下回る見通し。

12 月 6 日 (木)

- ・ 半導体大手ブロードコム (AVGO)、医療器具メーカーのクーパー (COO)、食品スーパー大手クローガー (KR)、宝飾品小売り大手シグネット・ジュエラーズ (SIG)、化粧品小売りチェーンのアルタ・ビューティー (ULTA) が四半期決算発表。
- ・ 保険大手プルデンシャル・ファイナンシャル (PRU) が 2019 年の業績見通しに関するコンファレンスコールを実施。
- ・ 10 月貿易収支発表。米国の貿易赤字は、9 月の 540 億ドルから 550 億ドルに拡大しているとみられる。
- ・ ウィーンで石油輸出国機構 (OPEC) 総会。一部の非加盟国と共に 2019 年の減産について協議する見込み。世界経済が減速に向かうとの警戒感から、原油価格はこの 2 カ月で 30% 超の下落となっている。

12 月 7 日 (金)

- ・ 山岳リゾート施設運営のバイル・リゾーツ (MTN) が 2019 年度第 1 四半期 (2018 年 8-10 月期) の決算説明コンファレンスコールを実施。
- ・ 医療機器大手メドトロニック (MDT) がダブリンで年次株主総会を開催。
- ・ 11 月雇用統計発表。10 月に前月比 25 万人増の高い伸びを示した非農業部門就業者数は、前月比 20 万人増と予想される。失業率は、過去約 50 年間で最も低い水準である 3.7% を維持する見通し。

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. The Boom in Big Data

The harvesting of digital personal information is becoming a more important tool in investing. Here's how to understand the potential and the risks.

FUNDS

2. Will These ETFs Make Structured Notes Actually Work for Investors?

Innovator funds hope to enhance the appeal of the notes, investments unloved by many and known mainly for generating fat sales commissions

STREETWISE

3. Last Year, Investors Couldn't Lose. This Year, They Can't Win. What's Next?

In 2017, a monkey throwing darts did well in the market. But all that's changed, with stocks, oil, gold, and emerging markets suffering. The best hope: going from terrible to bad.

THE ECONOMY

4. Don't Panic Over the Budget Deficit

As long as real interest rates stay under control, there are good reasons to think the current level of government debt is too low

OTHER VOICES

The Best Way to Save Social Security

Demographics and politics have rendered the current system unsustainable. Harvard's Martin Feldstein advocates adding financial investments to the mix.

ADVISOR GUIDE

5. How to Find a Financial Advisor

The relationship should go much deeper than simply picking investments. Follow these steps to make the right choice.

FEATURE

4. How Fund Managers and Retail Investors Can Use Alternative Data

But gaining a quant-like edge by examining credit cards or location-tracking apps can mean writing a big check, with no guarantee of success.

MUTUAL FUND PROFILE

If Commodities' Day Has Come, This Fund Should Score

UP AND DOWN WALL STREET

6. What This Market Really Needs From the G-20

UP AND DOWN WALL STREET

6. Taxable Municipal Bonds Offer Safety and Tempting Yields

SUSTAINABLE INVESTING

The Feds' 2,000-Page Prod for Sustainable Investing

TECHNOLOGY TRADER

7. How Microsoft Beat Out Apple and Became the World's Most Valuable Company

INCOME INVESTING

Closed-End Funds Are a Good Way to Invest in MLPs

INTERVIEW

8. Raghuram Rajan Is a Central Banker Willing to Speak His Mind

THE TRADER

9. Stocks Spring Back to Life, Trade War or Not

TRADER EXTRA

9. Like Mary Barra's GM Strategy? Try This Auto Supplier's Stock

TRADER EXTRA

Good News Is on the Way for Blood Cancer Patients

Researchers gather this weekend to hear about new blood cancer drugs. Scientists will offer details on work showing positive results.

ADVISOR GUIDE

How to Make the Most of the Tax Cut

PREVIEW

10. New Car Tech Could Cancel Out the Rise in Accidents From Phones and Pot

Since 2011 vehicle accidents have surged. But new safety technology could reduce the number of crashes by 20% to 30% by 2030.

REVIEW

Boeing Stock Should Regain Altitude. Here's Why.

The big U.S. jet maker has been buffeted by trade tensions with China and a crash in Indonesia. But its long-term prospects remain potent, and it boasts lots of cash flow for dividends, buybacks, and growth.

INTERNATIONAL TRADER – EUROPE

A Toast to J.D. Wetherspoon

Despite the British pub chain's good earnings and bright outlook, its shares are cheap. Why investors' worries are overblown.

COMMODITIES CORNER

Can OPEC Reverse the Bear Market in Oil?

Next week's meeting in Vienna could dictate the direction of oil prices well into 2019. Will Saudi Arabia heed Trump?

THE STRIKING PRICE

The Case for Health Care — and How to Play It

With the stock market in turmoil, only one sector provides both growth and safety: health care. Here's an options strategy using a broad-based health-care ETF.

EMERGING MARKETS

Before You Invest in Mexico, Read This

Andrés Manuel López Obrador, the nation's new leader, must deal with migrants on the border and potentially budget-busting legislative proposals. Is he up to the task?

MAILBAG

Letters to Barron's

Letters on the FAANGs, the big banks, the welfare state, retirement planning, and preferred shares

『バロonz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onz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 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onz拾い読み』 (2018 年 12 月 3 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