

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 31

1. **Working More Magic at Disney** 魔法を掛ける→ P.2 【ウォルト・ディズニー】
映画とテーマパークの相乗効果に、ストリーミングを追加
2. **Investors Might Be Paying Too Much for These Index Funds** 経費率→ P.5 【投資信託】
インデックスファンドの経費率は高過ぎるかもしれない
3. **We Can See Things Other People Can't See** 人に見えないものを見る→ P.8 【インタビュー】
ブラックストーン・グループのシュワルツマン CEO に話を聞く
4. **Regaining Trust Is the No. 1 Issue for Tech in 2019** 損なわれた信頼→ P.10 【ハイテク】
2019 年の最大の課題は信頼の回復、ハイテク企業の取り組みが始まる
5. **Nuveen Fund's Strict Rules** スビン・ファンド→ P.12 【ミューチュアルファンド】
厳格なルールを課すことでリスクを軽減
6. **Stock Market Volatility Left No Clear Winners** 明確な勝者なし→ P.14 【ファクター投資】
ファクターグループのパフォーマンスで振り返る 2018 年 素早く絶え間ない主役の交代
7. **When Not Losing Money Is a Win** 損失を出さなければ勝利→ P.16 【配当投資】
勝者は地方債
8. **Winton's Founder on AI and Statistical Fallacies** 指標や AI に疑問→ P.18 【ヘッジファンド】
ウィントン・キャピタルの異才の創業者
9. **The Trader** 乱高下の末に大幅反発→ P.20 【米国株式市場】
月曜日の急落後に大きく反発したが、乱高下の要因は銀行規制を背景とした流動性の低下か
10. **Preview** 今週の予定→ P.22 【経済関連スケジュール】
2019 年は金価格の上昇が続く見通し

※ 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. Working More Magic at Disney 魔法を掛ける 映画とテーマパークの相乗効果に、ストリーミングを追加

【ウォルト・ディズニー】

■ 常に変革

新たなテーマランドであるスター・ウォーズ：ギャラクシー・エッジの建設が、カリフォルニア州のディズニーランドでは 2019 年夏の開業に向けて、フロリダ州のディズニー・ワールドでは秋の開業を目指して進んでいる。スター・ウォーズ・エリアはテーマパークの拡張を目的とした 200 億ドルを超える投資の一環で、クルーズ船の 4 隻から 7 隻への増加も予定されている。



ウォルト・ディズニー（DIS）が利益を稼ぐ手段は昔の姿に近くなっている。利益の源泉は 20 年にわたってケーブルテレビを中心としたテレビが支配的だったが、最近では映画やテーマパークに回帰しつつある。それによって株価が、3 年間にわたる横ばい状態から上昇に転じるかもしれない。

さらに、2019 年後半にサービス開始が予定されるストリーミング・サービスのディズニー・プラスも貢献する可能性がある。それは、テレビ業界のデス・スター（映画『スター・ウォーズシリーズ』に登場する敵方の宇宙要塞）である動画配信大手のネットフリックス（NFLX）への挑戦であるため、スター・ウォーズ・エリアよりも優先順位が高い。なおストリーミングでは、娯楽・メディア大手の 21 世紀フォックス（FOXA）から映画とテレビ番組を 710 億ドルで買収する予定で、コンテンツが強化される見込みだ。

最高経営責任者（CEO）のロバート・アイガー氏は冷静で自信に満ちているが、ストリーミングについては切迫感を持って、「われわれが持ちこたえられる能力は、自らを改革する能力に結び付いているように感じられる。嵐が過ぎ去るのをただ待つことはしない。嵐が過ぎた後に、われわれは変わっていなければならない」と語る。

ケーブルテレビのようなパッケージ契約なしでストリーミングを提供するオーバーザトップ市場のプレーヤーが多いことは、一つのリスクだ。とはいえ、映画とテーマパークにおける成功に鑑みると、視聴者を引きつけられるプロバイダーがあるとすればそれはディズニーだろう。

■ 映画とテーマパークの相乗効果

ディズニーは数十年間にわたって、映画会社であり映画に関連したテーマパークの運営会社だったが、テレビ番組も長きにわたって事業構成の一部となってきた。ABC で 1955 年に始まったミッキーマウス・クラブはディズニーランド建設資金に貢献し、ディズニー・チャンネルは 1980 年代からケーブルテレビの主力チャンネルとなってきた。しかし、1995 年のキャピタル・シティーズ／ABC の買収はサプライズだった。ケーブルテレビが全米に普及するにつれて、

A Three-Year Rut

How the shares of the Walt Disney Company have performed over the last 10 years.

DIS・NYSE



Source: Bloomberg

テレビ局は番組の使用料としてケーブルテレビ会社からより高い放送料を獲得するようになり、映画に変わってテレビがディズニーの収益源となった。

一方で、伝統的な映画分野では他社の買収で成長の基盤を確立してきている。2006 年にピクサーを 74 億ドル、2009 年にはマーベル・エンターテインメントを 40 億ドル、2012 年にはルーカスフィルムを 40 億ドルでそれぞれ買収した。その後、映画はブームを謳歌（おうか）している。

2018 年の同社の世界における映画興行収入は、業界最高の 70 億ドルとなる見通しである（米国が 30 億ドル、国外が 40 億ドル）。なお、制作本数は年間 8~10 本だが、大手映画会社では 20 本を超えところもあり、ディズニーの効率は高い。映画会社の投下資本利益率は一般的には 1 桁だが、ディズニーは 30%を超える年もあり、映画部門の営業利益は 2011 年から 2018 年 9 月期にかけて 4 倍以上に増加している。

ピクサー製の『カーズ』などの人気映画が、テーマパーク開発の原動力となった。アイガー氏は、「われわれはラジェーター・スプリングス（映画『カーズ』に登場する町）を建設した」と語る。テーマパークの最近の増設には、トイ・ストーリー・ランドや、『Mr.インクレディブル』、『ガーディアンズ・オブ・ギャラクシー』をテーマにしたアトラクションがある。一方で、「七人のこびとのマイントレイン」のように、古い映画を元にしたアトラクションも人気だ。また既存のアトラクションをテーマにした映画制作という、逆の試みにも挑戦する。2019 年はジャングルクルーズがテーマだ。

ディズニーは映画の魔法をテーマパークに掛けることで、入場者数を増加させ、入場料を値上げし、別料金のアトラクションも追加した。2016 年には繁忙期の入場料を設定した。クリスマス期間のマジックキングダムの 1 日券は最高 126 ドルで、アイガー氏が就任する前の 2005 年には 55 ドルだった。テーマパーク部門の 2018 年 9 月期の営業利益は約 45 億ドルで、過去 7 年間で約 3 倍に増加した。

■ ストリーミングへの取り組み

市場は、ディズニーのテーマパークにおける成功よりも、ネットフリックスの人気を評価している。両社の株価は 2015 年 8 月 4 日には共に 121 ドル近辺だったが、直近の株価はディズニーの 107 ドルに対してネットフリックスは 256 ドルだ。2015 年 8 月は重要な出発点である。アイガー氏が、傘下のスポーツ専門チャンネル ESPN の加入者減少を最初に報告した時期で、ディズニーの株価は 8 月 5 日に 9.2% 下落した。

ただ、ESPN の加入者減少は小幅で、ケーブル会社からの放送料は増加している。スポーツの放映権料上昇は利益にとってマイナスだが、フリーキャッシュフローは依然として潤沢だ。

Field of Streams

The over-the-top, or streaming, market can be divided into two broad types of services: those that provide recorded video on demand and those that offer live TV.

Video On Demand	Content	Cost
Netflix	Original and licensed films and shows	\$8 to \$14 a month
Hulu	Original and licensed films and shows	\$8 with ads, \$12 without
Amazon Prime Video	Original and licensed films and shows	comes with Amazon Prime for \$13 a month, premium channels available
HBO Now	HBO productions, licensed films	\$15 a month
CBS All Access	Original shows, live CBS feed	\$6 a month with ads, \$10 without

Live TV	Content	Cost
DirecTV Now	125+ channels, depending on plan	\$40 to \$75 a month, premium channels available
YouTube TV	60+ channels including major networks	\$40 a month, premium channels available
PlayStation Vue	90+ channels, depending on plan	\$45 to \$80 a month, premium channels available
AT&T Watch TV	37 channels, no sports or major networks	\$15 a month, free with some AT&T plans
ESPN+	Live games, ESPN originals	\$5 a month

Source: J.P. Morgan

投資家は、ストリーミングに対する答えを明らかに求めている。アイガー氏は 2015 年に社内の議論を始め、テクノロジーのプラットフォームとコンテンツ制作者からの購入が即座に必要と判断した。前者は、大リーグのライブ・ストリーミングを提供していたバムテック・メディアの買収となり、後者は、従業員の報酬体系の変更によって達成した。



アイガー氏は、「映画が 2 億ドルの興行収入を上げれば、関連市場が騒がしくなる」と語る。スター・ウォーズやマーベル作品のような制作費が多額な映画を映画館で公開する一方、スター・ウォーズの TV 版である『マンダロリアン』のような関連作品を制作する。ストリーミングの顧客数が判明するのは、2019 年後半の見込みだ。

エバーコア ISI のアナリストであるビージェイ・ジャヤント氏は 45 カ国の人口動態統計を基に、インターネット・テレビの市場として、月間 9 ドルの費用を支払ってストリーミングの要件が満たされている家計を世界で 7 億 6000 万戸と推定する。同氏は、ディズニー・プラスの加入者がサービス開始から 5 年で、米国内で 2000 万人、米国外で 3500 万人近くになり、2024 年の売上高が約 50 億ドルになると予想する。

フォックスのナショナル・ジオグラフィックと FX チャンネルもストリーミングに貢献することになる。21 世紀フォックスについては、HBO とのコンテンツ提供契約が 2022 年に終了すれば、ストリーミングに使うか否かを決定できることになる。また、加入者が 2000 万人を超える Hulu（フールー）の過半数も取得することになる。

市場は、2019 年 9 月期の利益が費用増加によって前期比横ばいになると予想しているが、2020 年 9 月期以降の緩やかな増益への回帰を予想している。今後 4 四半期の予想利益に基づく株価収益率（PER）は 15 倍で、ESPN の加入者に関して市場が懸念を抱き始めた 2015 年 8 月の 20 倍よりも低くなっている。ジャヤント氏は、株価が 1 年後に 140 ドルになる可能性があると考えている。

ストリーミングは、ディズニーに対する投資家の評価を一夜では変えないかもしれないが、アイガー氏は「ウォール街が幾分か忍耐を示すことをわれわれは期待している。市場がわれわれを応援してくれるとは言えないが、われわれが変化できると証明できる余地を与えてくれている」と語る。

The Kingdom and the Power

These are the Disney movies set to be released next year.

Film	2019 Release Date
Glass*	January 18
Captain Marvel	March 8
Dumbo	March 29
Penguins	April 17
Avengers: Endgame	April 26
Aladdin	May 24
Toy Story 4	June 21
The Lion King	July 19
Artemis Fowl	August 9
Frozen 2	November 22
Star Wars: Episode IX	December 20

*Joint distribution with Universal

Walt Disney Co. (DIS)



Netflix Inc. (NFLX)



21st Century Fox Inc. Cl A (FOXA)



チャートは3年

By JACK HOUGH
(Source: Dow Jones)

2. Investors Might Be Paying Too Much for These Index Funds 経費率 【投資信託】 インデックスファンドの経費率は高過ぎるかもしれない

■ 同じポートフォリオでもシェアクラスによって経費率が違う

インデックスファンドは市場リターンを獲得する優れた手段だと考えられており、ほとんどのインデックスファンドの経費率はゼロに近い。投資信託協会（ICI）によれば、株式インデックスファンドの平均経費率は2000年の0.27%から0.09%に低下した。

その一方、経費率が1%を大幅に超えるシェアクラス（販売経路による種類の違いのこと。同じファンドでもシェアクラスが違えば手数料体系が異なる）のインデックス・ミューチュアルファンドに、何千億ドルもの資金が投資されている。こうしたファンドの多くは、S&P500 指数などのベンチマークを追跡するだけであるにもかかわらず、アクティブ運用ファンドと同等以上の経費率を課している。



ほぼ全てのファンドファミリーでは、シェアクラスが異なっても、ミューチュアルファンドのポートフォリオは同じである。シェアクラスごとの手数料や経費の違いは、売買契約や異なる株主サービスを反映したものだ。例えば、確定拠出年金制度（401k）で提供されるシェアクラスのファンドは、アドバイザーを通じて購入する同一のファンドとは手数料が異なる。

ブロードリッジ・ファイナンシャル・ソリューションズのデータによれば、株式インデックス・ミューチュアルファンドに投資されている資金のうち、経費率が0.17%を超えるシェアクラスに投じられているのは1900億ドルである。そのうち530億ドル以上は、米国の株価指数を追跡する経費率0.50%超のファンドに投資されている。

調査会社 CFRA によれば、S&P500 指数のインデックスファンドで経費率が最も高いのはライデックス S&P500 のクラス C (RYSYX) で、経費率は2.33%である。その他の経費率が高いファンドとしては、1.29%のインベスコ S&P500 インデックス (SPICX)、1.05%の JP モルガン・エクイティ・インデックス (OEICX)、1.20%のウェルズ・ファーゴ・インデックス (WFINX)（いずれもクラス C）などが挙げられる。どのファンドも、経費率がより安いシェアクラスを提供している。

経費率が高いとリターンは低下する。例えば、ブラックロック（BLK）のiシェアーズ S&P500 インデックスファンドのインベスターC1 クラス (BSPZX) は経費率1.08%である。このファンドに対して10年前に1

万ドルを投資した場合、現在は 3 万 1170 ドル（配当の再投資を含む）となっている。一方、バンガード 500 インデックスの「アドミラル」クラス（VFIAX）ならば 3 万 4570 ドルだ。同ファンドの経費率は 0.04% である。

ベンチマークをパッシブに追跡するファンドは、ほとんど自動で運用されている。定期的な調整は必要だが、人件費は最小限で済む。コンピューターが運用を行うため、アナリストが株式や債券を分析することは不要だ。フィデリティは先日、経費率がゼロのインデックス・ミューチュアルファンドを 4 本設定した。ファンドの目論見書によれば、保有する証券の貸株料で経費を賄うという。

■ 経費率を押し上げる要因は

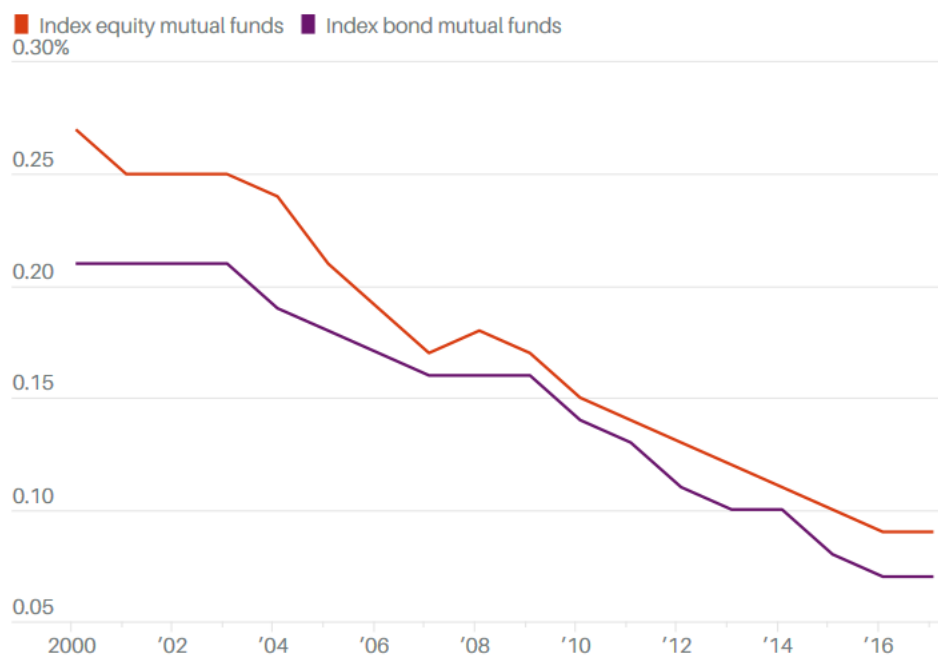
経費率を押し上げる要因の一つが 12b-1 手数料だ。この手数料は、ファンド販売や投資助言の対価として販売会社やアドバイザーに支払われるもので、投資家へのファンド販売後も長期にわたって支払いが続く。経費率が高い S&P500 指数ファンドのほとんどには 12b-1 手数料が課されており、投資家が手数料や経費の内訳を確認することは必須となっている。

例えば、i シェアーズ S&P500 インデックスファンドのインベスター C1 クラスの場合、運用手数料は 0.04% だが、12b-1 手数料は 0.90% だ。同ファンドのクラス A（BSPAX）は 12b-1 手数料が 0.25% で、経費率は 0.36% まで下がる。最低投資額 200 万ドルのクラス I（BSPIX）に至っては経費率 0.11% である。ライデックス S&P500 のクラス C の場合、運用手数料が 0.75%、12b-1 手数料が 1.00%、「その他」経費が 0.58% となっている。

投資家はリターンに満足していたため、多くのファンドで手数料が精査されない状態が続いてきた。投資顧問会社 DT インベストメンツのジョナサン・スミス最高経営責任者（CEO）は、過去 10 年で株価が上昇したため、投資家が手数料を検証するインセンティブが薄れたと語る。証券会社や投資顧問会社を利用している投資家の多くは、ファンドの手数料として何を支払っているかさえ把握していない可能性がある。例えば信託口座では、6 カ月遅れで公表される運用報告書において、信託自体の投資顧問料とファンドの手数料を分けていない場合が多いとスミス氏は述べる。

変額年金保険が株式、債券やその他の金融商品を保有する「サブ口座」も、経費率が高いファンドに多

Expense Ratios of Actively Managed and Index Mutual Funds Have Fallen



Note: Expense ratios are measured as asset-weighted averages. Data exclude mutual funds available as investment choices in variable annuities and mutual funds that invest primarily in other mutual funds.

Sources: Investment Company Institute, Lipper, and Morningstar

額を投資している。モーニングスターによれば、サブ口座におけるインデックスファンドの保有額は業界全体で 1060 億ドル以上に上り、経費率は平均 0.59% である。金融コンサルティング会社シッパーマン・コンプライアンス・サービスの創業者であるトッド・シッパーマン氏は、サブ口座が投資するファンドの経費率が高い一因として、保険契約に含まれない低コストのファンドと競争する必要がないことを挙げる。また、目論見書などの開示資料が多過ぎることも要因の一つだ。目論見書は何百ページにもわたり、手数料についての記述は書類の山に埋もれる可能性がある。

先日、証券取引委員会（SEC）は、保険会社が投資家に対して要約目論見書を配布することを認める規則案を発表した。しかし、要約目論見書の配布は任意であり、新規則はファンドの手数料自体に関するものではない。シッパーマン氏は「手数料が高過ぎて受託者責任に違反しない限り、ファンドはいくらでも手数料を課すことができる」と語る。

変額年金保険が投資するファンドには、保険パッケージに含まれない同一ポートフォリオのファンドに比べて経費率が非常に高いものが多い。例えば、ライデックス・バリアブル・ナスダック 100 ファンドは人気があり、モーニングスターによればネーションワイド、プリンシパル、プルデンシャルなどの保険会社のサブ口座が保有している。このファンドの経費率は 1.66% で、同じポートフォリオの上場投資信託（ETF）であるインベスコ QQQ トラスト（QQQ）の 0.20% を大幅に上回る。

年金保険で経費率の低いシェアクラスが利用できなくても、投資家には他に多くの選択肢がある。例えば、経費率が低いシェアクラスのファンドをアドバイザーに要求することができる。また、同じファンド内で経費率が低いシェアクラスに資金を移すことも可能だ。ファイナンシャルアドバイザーのマイケル・キッチズ氏によれば、通常こうした行為は課税対象にならない。ただし、利用する証券会社が、これらの行為を「売却」ではなく「交換」として処理していることを確認する必要がある。

Anatomy of a Fee

Investors in the class-C shares of this Rydex S&P 500 fund (RYSYX) pay a steep price to track the index.



Rydex S&P 500 Fund; C (RYSYX)



Invesco S&P 500 Index Fund; C (SPICX)



JPMorgan Equity Index Fund; C (OEICX)



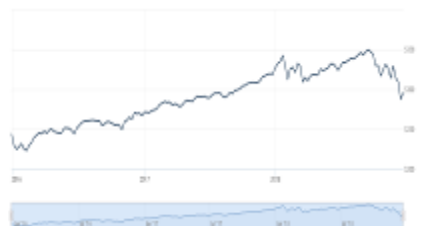
Wells Fargo Index Fund; C (WFINX)



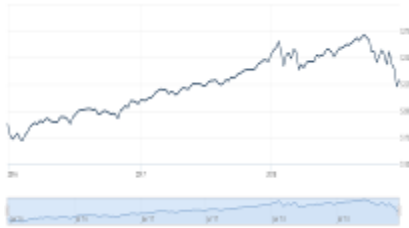
BlackRock Inc. (BLK)



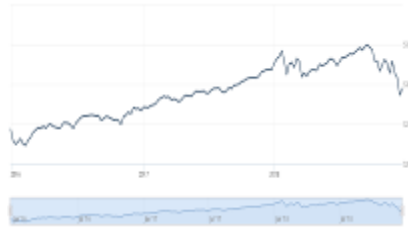
iShares S&P 500 Index Fund; Investor C1 (BSPZX)



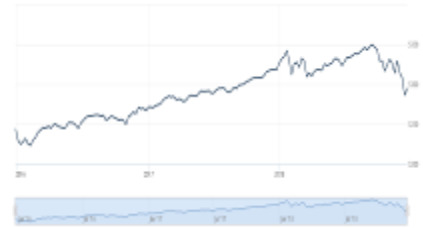
Vanguard 500 Index Fund; Admiral (VFIAX)



iShares S&P 500 Index Fund; Investor A (BSPAX)



iShares S&P 500 Index Fund; Institutional (BSPIX)



Invesco QQQ Trust Series I (QQQ)



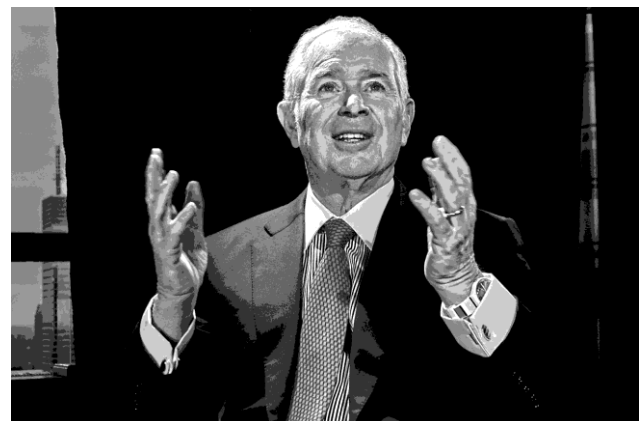
チャートは3年

By DAREN FONDA
(Source: Dow Jones)

3. We Can See Things Other People Can't See 人に見えないものを見る【インタビュー】 ブラックストーン・グループのシュワルツマン CEO に話を聞く

■ ブラックストーン・グループは継続的革新により成長を持続

ブラックストーン・グループ (BX) は、不動産やプライベート・エクイティのような流動性が低い資産に長期資金を投入してきた。共同設立者で、会長兼最高経営責任者 (CEO) のスティーブン・シュワルツマン氏に、会社の巨大化、株式会社化、サウジアラビアとの関係などについて話を聞いた。



本誌：ブラックストーンの競争優位性とは？

シュワルツマン氏：われわれが手掛けるような大型案件は、ほかに十分な能力のある会社がほとんどないため、割引価格で投資できる。トムソン・ロイター (TRI) の金融情報サービス部門の過半数取得は、入札ではなく、内輪の対話を通じて案件が成立した。

われわれは強いブランド力を持ち、世界中で取引可能だ。売り手側での評判が非常に高い。また、出資者との絆も非常に強い。通常、他の大手3社合計と同程度の資金を毎年調達する。

Q：会社の規模拡大に伴うマイナス面を防止する方策は何か？

A：同じ戦略に資金を投入し続けるならば、規模が有利に働くことはなくなり、リターンは必然的に低下する。われわれは、個々の戦略は一定の規模で打ち切りにし、魅力的な新戦略を考える。ブラックストーンのDNAには革新力が刻み込まれている。単に革新のための革新ではなく、リスクに見合った十分なリターンの得られる新領域を探す。

■ データ量で、「見えないものを見る」

Q：どのようにして新領域を探すのか？

A：知的資本を創出する事業を持っており、そのおかげでトレンドやパターンを見だし、リスクを避け、果敢にリターンを狙いにいくことが可能になる。われわれは他の人々が見えないものが見える。それは賢明だからというのではなく、より多くのデータを持っているからだ。例えば不動産であれば、われわれは世界

中で主なタイプの資産を保有している。世界の異なる場所で経済的に起きていることを、誰に相談しなくとも判断できる。妙味のありそうな案件や回避すべきタイミングを事前に知ることが可能だ。

Q：大手の年金基金は自らプライベート・エクイティ投資を実行し始めているが、懸念材料ではないのか？

A：プライベート・エクイティ投資を十分に実行するだけの規模や能力を持つ年金基金や政府系ファンドはほとんどない。限定的な報酬支払い能力が足かせになる。われわれのビジネスモデルを特に変えるほどの存在ではない。

Q：個人投資家や保険会社にも攻勢をかけているのはなぜか？

A：非常に巨大な資本のプールだからだ。10 年前に個人に目を向け、多くの人材を雇い入れてインフラ構築に努めてきた。個人投資家がオルタナティブ資産に投資する機会がない点に着目し、個人投資家のために適切な商品を提供できればウィン・ウィンの関係になると考えた。当社が保険会社に提供できる利回りを高めることができれば、保険会社は大量の資金を拠出可能になる。保険会社は規制により非常にリターンの高い商品は回避しなければならないが、もし当社が保険会社のリターンをほんの 0.5~1%ポイント引き上げることができれば相当な額になる。

Q：住宅価格はどうなるか？

A：金利が上昇しているため、住宅価格の上昇は制約を受けるだろうが、下落の心配はしていない。

■ 株式会社化、サウジアラビア、オルタナティブ投資界の変化

Q：株式会社化について、以前に他社の経験に学ぶとのコメントがあったが、今はどう思うか？

A：(株式会社化によって株式が) インデックスファンドに組み入れられたことは、投資会社の KKR (KKR) には役立っているように思える。現在の株式市場下落局面で他のオルタナティブ系マネジャーと比較するのは面白いと考えている。

Q：レバレッジドローン市場の最近の軟調さについてどう思うか？

A：ブラックストーンは、レバレッジドローン保有額で世界最高だ。この資産クラスに関する経験は深い。基本的に変動金利である点が利点で、中央銀行が利上げ方向に動くなら、低い固定金利でがんじがらめにならないため、むしろ利上げの悪影響から守られている。当社は世界金融危機も乗り越えてきたが、レバレッジドローンに関しての損失はほとんどなかった。しかし、流動性面でのバランスが崩れることはある。レバレッジドローンを保有しているミューチュアルファンドの投資家が解約を望んだ場合、マネジャーはローンの売却を迫られるが、買い手がないと値が下がる。現在はこのようなローンの価格調整の時期にあり、ローンの買い手は 2 カ月前よりも有利な取引が可能になっている。

Q：コベナンツ（財務制限条項）の緩みに集まる注目についてどう思うか？

A：当社がコベナンツとして課す基本的条件は以前からほぼ同じで、その点でリスクに変化はない。レバレッジドローンのリスクは信用分析の失敗だ。リスク管理指標の扱いや信用査定に優れた人材を擁していれば、大きな混乱を経験することはない。また、当社は資本構造上シニア債より下位に位置する部分に投資しており、特に株主資本部分への投資を得意としている。コベナンツは主にシニア債に関わるものだ。

Q：ジャマル・カショギ記者殺害を受けて、サウジアラビアからの投資資金の受け入れを再考しているか？

A：われわれは政府と取引しており、取引は何十年も続いてきた。一貫性のある関係の維持を旨としている。

Q：ブラックストーンで過ごした期間に起きた変化あるいは変わらなかったことは何か？

A：1985 年よりも規制当局の関与がかなり増えた。オルタナティブ資産への投資家が非常に増えた。われわれが事業を始めたころは、オルタナティブ資産が機関投資家の保有資産に占める割合は恐らく 3~4%だったが、今や 20~30%に増加した。事業内容的にもプライベート・エクイティから出発し、不動産、クレジットファンド、ヘッジファンドなどへと拡大した。資産クラスは今や世界全体に広がり、買い入れ後の当社での

仕事も高度化した。インターネットによりリサーチも向上した。リターンはこの 33 年間ほぼ変わっていない。

Q：ブラックストーンのバリュエーションは高くない。もっと積極的に株式を買い戻さないのか？

A：これまでそうしなかった理由は、新規の投資が素晴らしいリターンを生むことがしばしばあるため、サイクル中の適時な投資や新規案件のための十分な資金を手元に残しておきたかったからだ。これまではそれが奏功し、会社は素晴らしく成長し、十分に管理され、高いリターンを生み出してきた。しかし、今は自社株買い計画があり、ちょうど割安な時期なので、興味が増してきた。

Q：仕事以外の時間は？

A：ゴルフは時間がかかり過ぎるからやらない。会社が成熟すればするほど、新たな分野を開拓していくことができるようになるのでますます楽しい。ファイナンスの世界は変化し続ける。

Blackstone Group L.P. (BX)



Thomson Reuters Corp. (TRI)



KKR & Co. Inc. Cl A (KKR)



チャートは3年

By JACK HOUGH
(Source: Dow Jones)

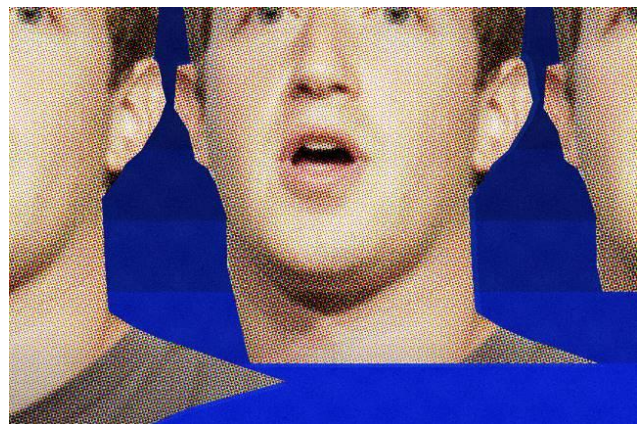
4. Regaining Trust Is the No. 1 Issue for Tech in 2019 損なわれた信頼 2019 年の最大の課題は信頼の回復、ハイテク企業の取り組みが始まる

【ハイテク】

■ ハイテク業界に対する懐疑的な見方が広がっている

シリコンバレーの経営者がこのところ頻繁に口にする言葉が「信頼」である。ハイテク業界に対する消費者、議員、投資家の懐疑的な見方が強まる中、ハイテク企業が競争、新たな顧客の開拓、人材をつなぎ留めるうえで 2019 年にカギを握るのは信頼であろう。

クラウド型コミュニケーション・プラットフォームを運営するトゥウィリオ (TWLO) の最高経営責任者 (CEO)、ジェフ・ローソン氏は、「われわれは企業の指導者として従業員、顧客、社会に対して責任を負っている。当社はビジネスの相手を自ら判断する企業だ。例えば、差別的な団体がイベントを計画するために当社のサービスを使用しようとした場合、それを許容しない」と語る。



■ 信頼が損なわれた原因は巨大ハイテク企業にある

ソーシャルメディア企業は自由な言論と安全性およびユーザー一定着率の高いプラットフォーム運営のバランスを見いだそうとして 2018 年の大半を費やした。例えば、フェイスブック (FB) のマーク・ザッカーバーグ氏はホロコースト (大量虐殺) が起きたことを否定するユーザーの権利を当初は肯定していた (後に撤回)。また、アップル (AAPL)、音楽ストリーミング・サービスのスポティファイ・テクノロジー (SPOT)、フ

フェイスブック、ツイッター (TWTR)、アルファベット (GOOGL) の YouTube (ユーチューブ) はいずれも、陰謀論者として知られるアレックス・ジョーンズ氏とそのインフォウォーズ・サイトへの対応の仕方で苦慮した。最終的に大半のプラットフォームがジョーンズ氏を締め出す中、ツイッターは同氏のアカウントの閉鎖をやや先延ばし、ヘイトスピーチを擁護するという特異な状況に置かれた。

トゥウィリオは、2017 年 8 月にバージニア州で起きた白人至上主義者集会での衝突を受けてヘイトスピーチに関する方針を見直し、「憎しみに満ちた」使命や目的を持つグループが同社のプラットフォームで活動することを一切禁止した。こうした直接的なアプローチは、同社の株価が 2018 年に 270% 上昇した要因の一つとなったと言えそうだ。

信頼が損なわれているとすれば、その原因は巨大ハイテク企業にある。年末に相場下落が起こるかなり前、フェイスブックとツイッターの株価は大きく下落していた。理由は、2016 年の大統領選挙で両社が果たした役割 (フェイクニュースの拡散) と、両社が反保守的バイアスを持つと受け止められたことだった。

フェイスブックとグーグルが「あたかも魂を売り渡したかのよう」に消費者データを提携先や広告主と共有する実態に対しては、アップルのティム・クック氏をはじめとする複数の著名な CEO が批判的だった。フェイスブックの株価は今年 7 月下旬のピークから 38%、ツイッターの株価は今年 7 月初めのピークから 40% 下落している。

■ 経営者への批判を強める従業員、人材流出の要因に

シリコンバレーの経営者は人材のつなぎ留めに関する懸念も抱いている。高度なスキルを備えた引く手あまたのハイテク人材は自分たちの経営者を批判する姿勢を強めつつあり、例えばグーグルの従業員は同社が中国で秘密裏に進めていた検閲対応検索エンジンの構築計画に憤りの声を上げた (大手ハイテク企業への監視体制が強化される中、同社の CEO であるサンダー・ピチャイ氏は 12 月 11 日の議会証言で検索エンジンの再立ち上げ計画はないと発言)。また、フェイスブックは写真共有サービスのインスタグラムの共同創業者、さらには約 200 億ドルで買収したメッセージ・サービス企業ワッツアップの共同創業者を今年これまでに失った。いずれの共同創業者もフェイスブックの方向性に不満を示し、報酬を受け取るチャンスを捨ててまで自らの主張を貫いた。

インバウンドマーケティング・ソフトウェアを開発・提供するハブスポットの CEO、ブライアン・ハリガン氏は、「高い技能を備えたハイテク人材は、経営者に対して経済的報酬と開発する商品以外のものを求めており、社会で高い評価を得た企業となることを望んでいる」と指摘する。

2019 年の変化は、21 世紀のハイテク企業のイメージを塗り変える可能性のある新たな上場企業によってもたらされるかもしれない。報道によると、配車アプリのウーバーとリフト、ビジネスコラボレーションツールのスラックは新規上場のための書類作成の最終段階に入っている。こうした企業の経営者、弁護士、投資家にとって賢明なのは、優先課題の最上位に信頼を据えることであろう。

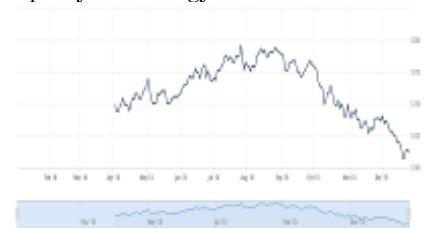
Twilio Inc. Cl A (TWLO)



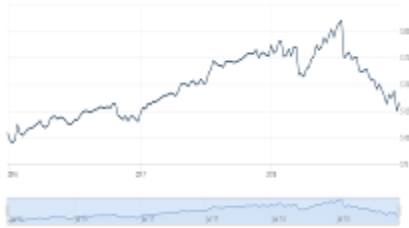
Apple Inc. (AAPL)



Spotify Technology S.A. (SPOT)



Facebook Inc. Cl A (FB)



Twitter Inc. (TWTR)



Alphabet Inc. Cl A (GOOGL)



チャートは 3 年 (SPOT は 1 年)

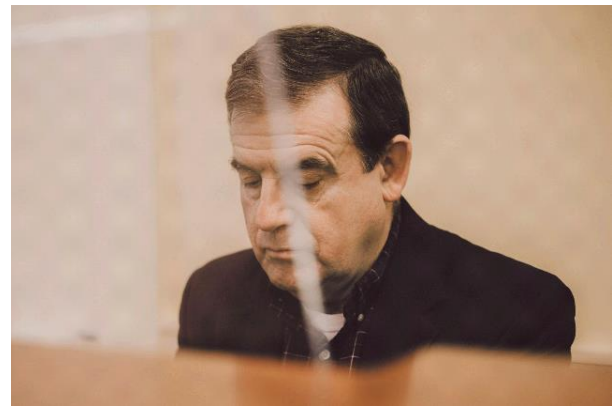
By JON SWARTZ
(Source: Dow Jones)

5. Nuveen Fund's Strict Rules スビーン・ファンド 厳格なルールを課すことでリスクを軽減

【ミューチュアルファンド】

■ ポートフォリオ作成に定量・定性両面からのアプローチ

スビーンでチーフ・エクイティ・ストラテジストを務めるボブ・ドール氏は、五つのミューチュアルファンドのマネジャーも務めている。そのうち最大のものは、運用資産 8 億 1100 万ドルのスビーン・ラージ・キャップ・コア・ファンド (NLACX) だ。同氏が毎週出す市場コメントや毎年行う予想は、多くの投資家に注目されている。最近の市場の急落にもかかわらず、ドール氏は 2019 年の見通しについて慎重ながらも楽観的な姿勢をとっている。「このまま一直線に下落するとは考えていない。それには経済状況も企業収益も好調過ぎる」。



同氏はファンドに厳しい投資条件を課している。例えばラージ・キャップ・コア・ファンドは、ドール氏のスタンスが弱気であったとしても、必ず (大型株ベンチマークの) ラッセル 1000 指数構成銘柄を保有する。「市場で成功するために必要なことは常識と、あとはよく練られたプロセスと厳格な規律だ」と同氏は語る。現在のところ、同ファンドの 2013 年 6 月の設定以来の累計リターンは 69% と、大型株ブレンド型ファンドの平均リターンである 53% を上回る。

ドール氏は、ラージ・キャップ・コア・ファンドの約 100 銘柄から成るポートフォリオを定性的および定量的に分析する。これはクオンタメンタルと呼ばれ注目を集める手法だが、同氏は 1980 年代初めから利用している。ドール氏の下では、クオンツ・アナリストのチームとファンダメンタル・アナリストのチームが、ラッセル 1000 指数構成銘柄を別々にランキング付けしている。同氏は、両方のチームが高いランクを付けた銘柄のみをオーバーウエートしている。

ルールには、ポートフォリオのリスク軽減に大いに貢献するものもある。組み入れ比率に関するもので、個別銘柄はラッセル 1000 指数と比較して 1% ポイント以上のオーバーウエート、2% ポイントを超えるアンダーウエートはできないというものだ。実際のところは、同指数でウエートが 2% を超える銘柄はアップル (AAPL)、マイクロソフト (MSFT)、アマゾン・ドット・コム (AMZN)、グーグルの親会社のアルファベット (GOOGL) の 4 銘柄のみなので、かなりアクティブな運用を行う余地がある。

そんな中でドール氏がとれる最もアクティブな選択は、ラッセル 1000 指数の中でも特に大型の銘柄をポートフォリオでアンダーウエートにする、あるいは外すことにある。「大型グロース株の経験が豊かなマネジャ

ーがチームにいたが、複合企業ゼネラル・エレクトリック（GE）をポートフォリオから外すことが重要な選択だと説得するのに、当時同社の業績が好調だったこともあってかなり骨を折った」と同氏は語る。

そんなことから、ドール氏は今年の多くの期間で市場をけん引してきた大型ハイテク株についても熟考している。同氏は「アマゾン株を長い間アンダーウエートしてきた」と語る。「だが自分の自由にできるとしたら、バリュエーションに関する懸念があるアマゾン株は保有しないだろう。それがこのポートフォリオでの私の最大の選択となっただろう。ところがそれは、ファンドのリスクマネジメントのルールによりかなわなかった」。11月30日時点で、同ファンドのアマゾン株の組み入れ比率は1.6%となっている（ラッセル1000指数では2.6%）。

■ 小売りとエネルギー銘柄に注目

セクターや業界のウエートづけにもルールがある。セクターの場合はラッセル1000指数と比べて10%ポイントの範囲で、サブセクターの場合は5%ポイントの範囲内でウエートづけをする決まりだ。

11月30日時点でドール氏のポートフォリオの19%を占めるのは、一般消費財・サービスだ（ラッセル1000指数では10%）。同氏は国内経済に敏感に反応する実店舗型小売業を特に好んでいる。雇用の伸びや賃金上昇などから、「米国の消費者は非常に良い状況にある」と述べる。同氏が注目するのは小売り大手のターゲット（TGT）と家電販売大手のベストバイ（BBY）だ。「ターゲットは店舗改装に多額の投資を行って現在では既存店売上高が伸び、マーチャンダイジングやデジタル戦略で画期的な取り組みが生まれている」。ベストバイについては、テクニカルサポートやオンライン事業といった店舗事業を超えた活動や、不採算店の閉鎖に取り組んでいる点を評価している。

ポートフォリオの12.8%を占めているのはエネルギー関連銘柄だ（指数での比率は5.3%）。中でもマラソン・ペトロリアム（MPC）といった石油精製業者に注目している。だが原油価格下落により、ここ3カ月で同社の株価は30%以上下落している。ドール氏はこう述べる。「パフォーマンスの悪い銘柄は売った方が良いのではないかという誘惑はある。だがファンダメンタルをじっくり研究した結果、売らずにポジションを増やすことにした。定量モデルとファンダメンタルズ・リサーチを組みあわせることで、長期的な成功があげられると確信している」。

Disciplined Outperformance

Total Return	1-Yr	3-Yr	5-Yr
Nuveen Large Cap Core / NLACX	-8.4%	7.2	7.3
Large Blend Category	-8.0	6.8	6.4

Top 10 Holdings	Weighting
Apple / AAPL	2.4%
Microsoft / MSFT	2.3
UnitedHealth Group / UNH	2.0
Mastercard / MA	1.7
Comcast / CMCSA	1.6
Alphabet / GOOGL	1.6
Amazon.com / AMZN	1.6
Cisco Systems / CSCO	1.4
Celgene / CELG	1.2
Cigna / CI	1.2
Total:	17.0

Holdings as of Nov. 30; returns as of Dec. 26; three- and five-year returns are annualized.

Sources: Morningstar, Nuveen

Nuveen Large Cap Core Fund; A (NLACX)



Apple Inc. (AAPL)



Microsoft Corp. (MSFT)



Amazon.com Inc. (AMZN)



Alphabet Inc. CIA (GOOGL)



General Electric Co. (GE)



Target Corp. (TGT)



Best Buy Co. Inc. (BBY)



Marathon Petroleum Corp. (MPC)



チャートは3年

By LEWIS BRAHAM
(Source: Dow Jones)

6. Stock Market Volatility Left No Clear Winners 明確な勝者なし 【ファクター投資】 ファクターグループのパフォーマンスで振り返る 2018 年 素早く絶え間ない主役の交代

■ モメンタム株とグロース株

今年はファクター投資家にとってかじ取りが難しい年だった。9月に高値を付けた S&P500 指数が今や弱気相場入り目前となるなど、9年間に及んだ強気相場は終わりを迎えたようだ。ボラティリティが高い市場環境のせいで明確な勝者と言えるファクター（似たような属性を共有する株式のグループ）はなかった。

モルガン・スタンレー・インベスト・マネジメントのマネジングディレクター、アンドリュー・スリモン氏は本誌の取材に応じ、「過去と比べると、ファクター投資のパフォーマンスの持続性ははかり低くなっている。好調なファクターの交代ペースが過去よりもずっと速まっており、クオンツ投資家は苦戦している」と述べた。



2月に S&P500 指数が 10%の急落を示した時、米国市場でパフォーマンスが最も良かったモメンタム株と急成長事業を擁するグロース株は、市場が調整局面から回復する間もリードを維持し、急騰し続けた。9月末の時点では、上場投資信託 (ETF) のインベスコ S&P500 モメンタム ETF (SPMO) とインベスコ S&P500 ピュア・グロース ETF (RPG) の年初来の上昇率がそれぞれ 18.8%、14.7%と、S&P500 指数の上昇率 9.4%

を大きく上回っていた。

それでもスリモン氏は、夏の時点でモメンタム株に対して慎重になり始めていた。モルガン・スタンレーは同じファクター内の銘柄間の相関関係をつぶさに追い掛けている。そうした銘柄の連動性が高い場合、多くの人がそのファクターに注目し、ファクター内の銘柄を同時に取引しているということになる。

つまり、投資家がそのファクターに殺到しているという証拠なのだ。「そうした殺到は大勢が同じボートに乗るようなものなので、反落が急激になる可能性を示す短期指標になる」とスリモン氏は指摘する。今年のモメンタム株に起きたのがまさにこれである。

第 4 四半期の初め、投資家が米中貿易戦争の激化や、米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げによる景気後退の可能性を懸念するようになると、米株式市場は反落した。今年初めに最も好調だったモメンタム株は他のどのグループよりも急速に値を下げた。インベスコ S&P500 モメンタム ETF はクリスマスイブまでのわずか 3 カ月間で 23% の大幅安となり、下落率で S&P500 指数を 4% ポイント近く上回ってしまった。

2018 年初めに好調だったもう一つのグループ、グロース株の低迷が始まったのはモメンタム株よりも早かった。インベスコ S&P500 ピュア・グロース ETF と S&P500 指数のリターンの差は同指数が高値を付ける前の 6 月の終わりに縮小し始めた。同 ETF は第 3 四半期以降に 19.2% も急落し、下落率で S&P500 指数を 5% ポイント以上も上回った。

その一方で、不透明な環境に置かれた投資家が安定性を求めると、今年の大半でアンダーパフォームし、かなり割安となっていた高配当株と低ボラティリティ株が反騰し始めた。インベスコ S&P500 低ボラティリティ ETF (SPLV) は第 4 四半期に 10% 下げたが、下落率は S&P500 指数の 19.3% の約半分だった。インベスコ S&P500 高配当低ボラティリティ ETF (SPHD) の同期間の下落率は 11.8% だった。

■ 大型株と小型株

同じような主役の交代は時価総額の大きさ、いわゆる企業規模のファクターで分けられたグループにも起きていた。2018 年の 1、2 月には、大型株で構成されるラッセル 1000 指数がパフォーマンスで小型株のラッセル 2000 指数を 2.8% ポイント上回った。ところが米中間の貿易をめぐる舌戦が激化し始めた 3 月以降、海外事業へのエクスポージャーが少ない小型株が年央にかけて大きく上

Tables Turning

Different factor ETFs' performance relative to the S&P 500 has been volatile throughout the year.



Note: Factor performance is represented by the Invesco S&P 500 Momentum ETF (SPMO); Invesco S&P 500 Low Volatility ETF (SPLV); Invesco S&P 500 Pure Growth ETF (RPG); Invesco S&P 500 Pure Value ETF (RPV); and Invesco S&P 500 High Dividend Low Volatility ETF (SPHD).

Source: SIX

昇した。

ラッセル 2000 指数は 6 月半ばまで、ラッセル 1000 指数を最大で 7.3%ポイントもアウトパフォームしていたが、年末にかけてはラッセル 1000 指数に再び後れを取り始めた。本格的な貿易戦争となれば、最終的にはサプライチェーンを構成する全ての企業が打撃を受けるが、中小企業の方が資金的余裕や事業の柔軟性がない分、ダメージが大きいということに投資家が気付いたからだ。ラッセル 2000 指数の年初来の下落率は今やラッセル 1000 指数を 5%ポイントも上回っている。

こうした素早く絶え間ない主役の交代を投資家が追い掛けるのは難しいが、この状況はしばらく続きそうだ。個別銘柄ではなく、ファクターグループでの株式売買を始める人がさらに増えると、投資家が一斉にグループの乗り換えを行うので、米国市場は、以前よりも大きな反応や速い値動きを示す可能性が高い。

Invesco S&P 500 Momentum ETF (SPMO)



Invesco S&P 500 Pure Growth ETF (RPG)



Invesco S&P 500 Low Volatility ETF (SPLV)



Invesco S&P 500 High Dividend Low Volatility ETF (SPHD)



チャートは 3 年

By EVIE LIU
(Source: Dow Jones)

7. When Not Losing Money Is a Win 損失を出さなければ勝利 勝者は地方債

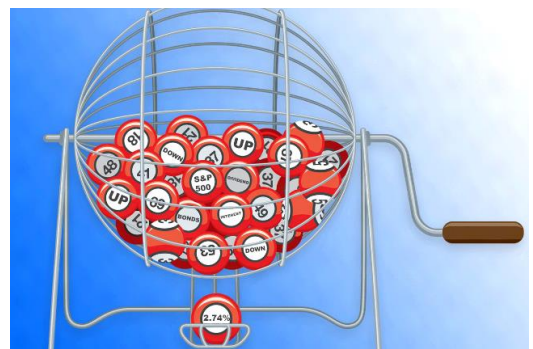
【配当投資】

■ 損失を出さなければ勝利

損失を免れることや、市場全般の指標以下に損失を抑えることが時には勝利になることがある。それが恐らくインカムゲインを追求する多くの投資家にとって、2018 年のポートフォリオ運用結果から気づいた点になるだろう。多くの動きがあり、利回りを追求する投資家にとってはさまざまな要因が混在した。

米連邦準備制度理事会（FRB）の金融引き締め政策によって金利は上昇し、債券価格に下落圧力がかかったことから株式配当との競合が生じている。10 年物米国債利回りは、直近は継続的な株価下落を受けて投資家が安全資産としての米国債を追求した結果急速に低下しているが、2.74%と、1 年前の 2.4%と比較して高い。S&P500 指数の平均配当利回りは最近の株価下落を反映して約 2.3%となっている。

しかしながら、金利上昇には幾つかの利点もある。例えば、保有債券の満期が近い投資家は、満期到来後に



その資金をより高いクーポンの債券に再投資することができる。

■ 株式市場：株価は軟調だが配当は好調

第 4 四半期において、株式市場は高配当利回りセクターも含めて株価下落にみまわれ、S&P500 指数は 9 月 30 日以降 20% 近く下落した。ただし、12 月 26 日時点で S&P500 指数の生活必需品セクターは約 10% 程度下落、よりディフェンシブな公益事業セクターは 2% 程度下落となった。

毎年増配している大型株で構成される配当貴族指数でさえも苦しいパフォーマンスとなっている。12 月 24 日現在、上場投資信託 (ETF) のプロシエアーズ S&P500 配当貴族 ETF (NOBL) は、指数よりも数%ポイント良いパフォーマンスであったものの、2018 年は 8.6% 下落した。同 ETF の構成銘柄は、製薬会社のアボット・ラボラトリーズ (ABT)、小売り大手のターゲット (TGT)、医療機器製造・販売会社のメドトロニック (MDT) など、25 年以上連続で増配している。

株価は軟調であっても、配当面では良いニュースがあった。S&P500 指数の第 3 四半期の配当は 1157 億ドルとなり、暦年ベースの配当も過去最高になると予想されている。ゴールドマン・サックスは、S&P500 指数の年間配当が 5000 億ドル近くになると見積もっている。これは昨年 4520 億ドルから 9% の増加だ。税制改革により法人税が 35% から 21% に減税されたことが増配につながっているのは間違いない。ただし、その法人税減税の効果は今後数年で色あせていくと見込まれている。

■ 社債市場：地方債が勝者

債券市場においても、一部銘柄に比較的安全な投資先があったものの、自慢できるようなリターンは見られなかった。

SPDR ブルームバーグ・バークレイズ・ハイイールド債 ETF (JNK) は今年約 5% 下落した。ハイイールド債のスプレッドが拡大し、一部の投資家に投資機会を提供した。i シェアーズ米国債 20 年超 ETF (TLT) は 1.8% 下落し、i シェアーズ・i ボックス・ドル投資適格社債 ETF (LQD) は約 4.4% 下落した。

債券市場で良いパフォーマンスをあげたセクターは地方債であり、年初来約 0.8% 上昇した。UBS グローバル・ウェルス・マネジメントでシニア地方債ストラテジストを務めるキャスリーン・マクナマラ氏は、地方債の発行量が少なかったことが「今年前半は寄与した」と述べた。発行量の減少により地方債の希少性が高まり、債券価格が上昇したのだ。

絶対値で見れば、2018 年の地方債利回りのプラス 0.8% は決して素晴らしいパフォーマンスではない。しかし、インカムゲインを主とする投資対象の多くが苦戦する中、決して悪くないパフォーマンスだ。

Downer of a Year

Bonds generally lost value through the year, but they handily outperformed the S&P 500.

ETF/Ticker	Recent Price	YTD Return
iShares 20+ Year Treasury Bond / TLT	\$121.32	-1.8%
iShares Iboxx \$ Investment Grade Corporate Bond / LQD	112.07	-4.4
iShares J. P. Morgan USD Emerging Markets Bond / EMB	102.90	-6.4
iShares National Muni Bond / MUB	108.80	0.8
SPDR Bloomberg Barclays High Yield Bond / JNK	32.95	-5.2
Index		
Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Bond		-0.3%
S&P 500		-10.4

All data as of Dec. 24
Source: Bloomberg

ProShares S&P 500 Dividend Aristocrats ETF (NOBL)



Abbott Laboratories (ABT)



Target Corp. (TGT)



Medtronic PLC (MDT)



SPDR Bloomberg Barclays High Yield Bond ETF (JNK)



iShares 20+ Year Treasury Bond ETF (TLT)



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



チャートは 3 年

By LAWRENCE C. STRAUSS
(Source: Dow Jones)

8. Winton's Founder on AI and Statistical Fallacies 指標や AI に疑問 【ヘッジファンド】 ウィントン・キャピタルの異才の創業者

■ ウィントン・キャピタルのデービッド・ハーディング氏

英国のヘッジファンドであるウィントン・キャピタルは 1997 年にわずか 160 万ドルの運用資産で商品投資顧問業者 (CTA) として事業を開始した。その後、同社は強力なコンピューターによる取引シグナルや市場のパターンの分析によって、ほぼ 270 億ドルの運用資産と全世界で 300 人以上の従業員を擁する巨大なファンド会社に急成長した。創業者であるデービッド・W・ハーディング氏は、「過去 35 年にわたって、当社はモメンタム取引で並外れた利益を上げてきた」と述べている。同氏の「モメンタム取引」という言葉は、最近の値動きのトレンドの強さに基づいて資産の売買を行うトレンド・フォロー型の運用手法を指している。



■ データ間の関係をテクノロジーで解析

「ちまたの偉い人たちは常にファンダメンタルズについて話しているが、私たちは懐疑的にみている」とハーディング氏は述べている。同社では以前、国内総生産 (GDP) を 6 カ月前に予測できれば利益を上げることができるかどうかリサーチしたことがある。その結果、GDP の数字を発表の前日に知ることができれば利益を上げられるが、6 カ月前に予測できてもほとんどプラスにはならないということが判明した。「予測できても利益にならないのであれば、その情報がそれほど重要と言えるか疑問だ。経済指標に関しては常に懐疑的にみていた」と同氏は述べている。業界では、経済学や金融学の学位取得者が多いが、ハーディング氏

はケンブリッジ大学で自然科学（理論物理学）の優等学位を取得した変わり種である。

同氏は、人工知能（AI）に関しても宣伝過剰であると考えており、高度な数学的モデルを利用し複雑な方法でデータを処理する多層ニューラルネットワークは「一定の用途はあるが、金融市場に関する大量のデータを入力すれば、先のことが分かるというのは愚かな考えだ」と指摘する。ただし、自社の投資戦略については寡黙である。同氏によると、ウィントン・キャピタルは価格を予想するために「何かの資産価格と、将来のその価格に影響を及ぼす可能性のある何かの間の関係を見いだそうとしている」。同社は強力なコンピューターによって、米連邦準備制度理事会（FRB）の発表、金利の変動、企業ガバナンスの変化、企業の価値、利益予想発表前後のパフォーマンスなどに関するデータを解析し、利益につながるデータ間の関係を探索している。

同社は 10 年前に、約 100 種の先物契約から 7000～8000 社の株式に投資対象を拡大した。単一のポジションへの集中によって大きな損失を被ることを避けるために市場全体に投資を分散させるためだ。幹部によると、同社の取引システムは営業日の 54%において正しい判断を下している。ハーディング氏が尊敬する投資家にはウォーレン・バフェット氏が含まれるが、ハーディング氏によるとバフェット氏の投資における優位性は全てのことにについて全てを知っていることであり、ハーディング氏の手法はそれとは対照的に、統計学とテクノロジーを利用して本質的に不確実な市場に一定の確実性を与えることである。

■ 転換期

モメンタム取引はウィントン・キャピタルの大成功の一因である。ハーディング氏は科学における理論に対する経験主義の勝利を学んだことでモメンタム投資に引き寄せられた。同氏は「私たちは、個別の状況を見るのではなく、時間や市場を超えたパターンをみている」と述べている。同社では、砂糖から株式に至る 80 種類の資産の長期的な値動きを示すチャートだけのために一室が充てられている。トレンド・フォローのシステム運用では、時にはトレンドが終わった後で、そのトレンドからの退出が遅れる場合がある。例えば、ウィントンのファンドは株式の強気トレンドに乗った後で、今年 2 月には 1 カ月で 5%を失った。

同社のようなファンドは一般的に、市場が急激に反転する際には成績が落ちる。損失の中で、ハーディング氏はトレンド・フォロー戦略への配分の縮小を宣言している。同社の運用資産 85 億ドルのマルチストラテジー・ファンドおよび運用資産 35 億ドルの他のファンドでは、トレンド・フォロー戦略への資産配分が翌月までに 25%縮小される予定である。ウィントンに対する批判派は、同社でトレンド・フォローが果たしてきた役割を考えて、同社のリターンを持続可能性を疑問視している。ウィントン・ファンドは 1997 年の設定以来、年率換算 11.92%のリターンを上げている。

■ 英国の EU 離脱

ハーディング氏は 2016 年に、英国の欧州連合（EU）離脱の国民投票において EU 残留を目指す運動団体の「欧州の中でより強くなる英国（Britain stronger in Europe）」に 350 万ポンドを寄付している。同氏は、これは非常な難題であるということ認識していた。同氏は、ジョージ・ソロス氏が自身の主宰するインターナショナル・クライシス・グループの会合で、デービッド・キャメロン首相（当時）が EU からの半分離脱と、完全な離脱の選択肢を英国民に提供するのであれば、英国民は完全離脱を選択するだろうと述べたことを記憶している。同氏の寄付は期待した成果を生まなかったが、ウィントンはポンドに対して長期的に弱気のポジションを取っていたことから国民投票後のポンド急落で 11 億ドルの巨大な利益を上げた。

「まだ、（英国の EU 離脱で）傷ついている。最初は（離脱阻止に）間違いなく本気で取り組んでいたからね」と同氏は述べている。

By ANITA RAGHAVAN
(Source: Dow Jones)

9. The Trader 乱高下の末に大幅反発

【米国株式市場】

月曜日の急落後に大きく反発したが、乱高下の要因は銀行規制を背景とした流動性の低下か

■ NY ダウは 1000 ドルを超える乱高下

今は 1 年で最も素晴らしい時期とされているが、先週の株式市場は 1 年で最も乱高下した週となった。

先週、ダウ工業株 30 種平均 (NY ダウ) はクリスマスイブの月曜日に 653 ドルの大幅下落となったが、水曜日には 1086 ドルの大幅反発となり、木曜日は一時 611 ドル下押ししたものの結局 260 ドル高で引けた。最終的に NY ダウは前週末比で 2.7% 高の 2 万 3062 ドル 40 セントで引け、S&P500 指数は 2.9% 高の 2485.74 となった。ナスダック総合指数は 4% 上昇して 6584.52 となり、小型株のラッセル 2000 指数は 3.5% 高の 1337.92 で週末を迎えた。

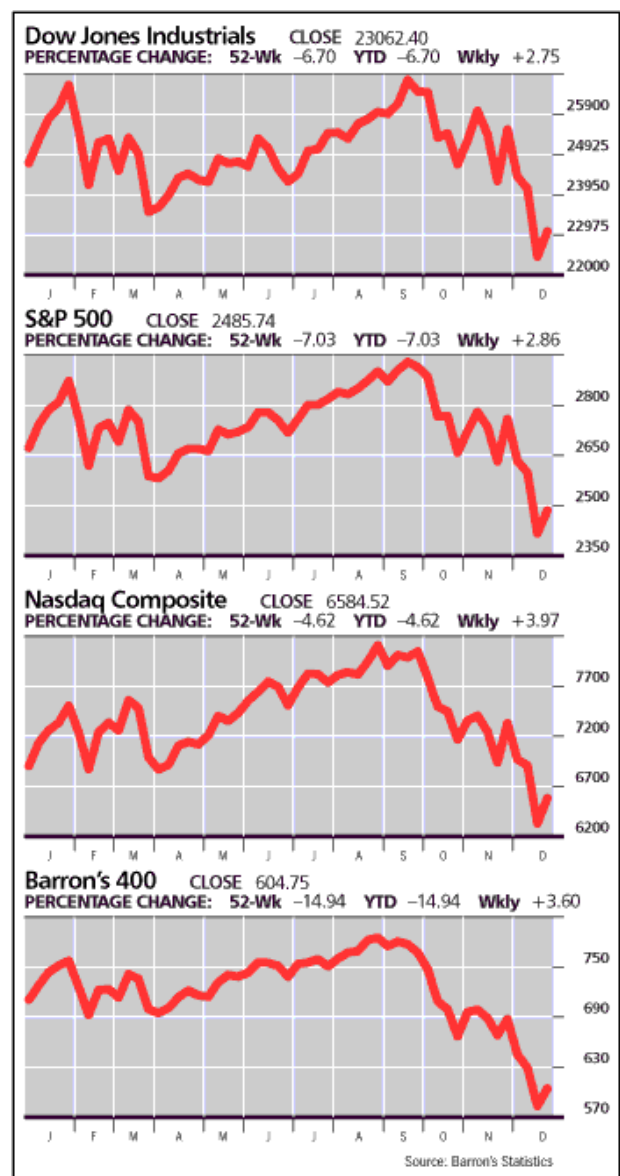
ただ、NY ダウがこれだけ急反発したのは良いニュースだったが、それでも 12 月としては 1931 年以降で最悪のパフォーマンスとなっているのは残念なニュースかもしれない。

先週は市場を動かすような大きな材料が見当たらなかったため、この乱高下の理由を誰もが探していたが、市場に流動性が欠けていたことが理由として挙げられた。12 月の終わりは通常であれば商いが少なく静かに終わるものであり、何らかの理由で投資家が売買しなければならぬ場合、通常より買い手や売り手が少ない状況に直面することになる。

■ プログラム売買とファンダメンタルズ

そして、実際に投資家は売りや買いの必要性に直面させられたのだ。ヘッジファンドやミューチュアルファンドは解約対応を強いられ、追加証拠金の差入れを迫られる投資家が続出し、年金基金は株式のウェイト変更を余儀なくされた。この間に、アルゴリズムに従った売買が市場の上下動を加速させる方向で行われた。タイグレス・フィナンシャル・パートナーズの最高投資責任者 (CIO) であるアイバン・ファインセス氏は「必要に迫られた売り注文が多く見られたほか、プログラム売買による買いや売りが多かった」と指摘する。

JP モルガンの米国債券ストラテジストを務めるジョシュア・ヤンガー氏は、市場の流動性の問題は、大きく過ぎてつぶせない銀行に対して課したリスク上限の規則によって悪化した可能性がある」と述べる。グローバルなシステム上重要な銀行 (G-SIB) は、来年中に必要な資本上乗せ額がどの程度かを判断するために、規制当局に 12 月 31 日現在のバランスシートの状態を示す必要がある。上乗せ額は、規模や複雑さなどを考慮したスコアに基づいており、高リスクのカテゴリーは



ど上乗せ額が大きくなる仕組みとなっている。上乗せ額は重要事項で銀行は間違いを犯したくないため、12 月末に向けてマーケットメイクを含む通常業務を縮小するとヤンガー氏は指摘する。

同氏は「G-SIB が年末の流動性を一齐に引き揚げたことで、いつもの年末の動きが悪化したと思われる」と述べ、年末の一日の一時点ではなく、日々の移動平均線の値を使ったり、上乗せ額の段階を緩いカーブにしたりするなどの解決策が必要だろうと付け加える。

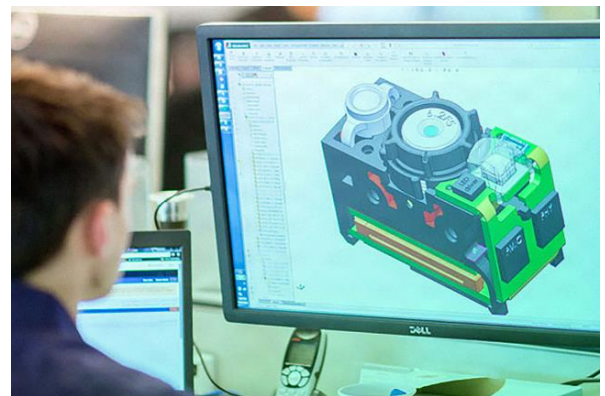
このように、市場の動きには誇張された部分もあるが、市場をこれほど変動させた根本要因、すなわち景気に対する不透明感から目をそらすべきではないだろう。3 カ月前の市場では 2019 年の力強い景気と堅調な企業業績が織り込まれていた。しかし、景気減速の兆候が見え始めた 9 月末から状況はがらりと変わり、現在の株式市場は景気後退の可能性を織り込みつつある。経済指標や企業業績が今後の方向性を明確に示すまでは、市場はこの二つの見方をめぐって動くことになりそうだ。

プルデンシャル・フィナンシャルのチーフ・マーケット・ストラテジストであるクインシー・クロスビー氏は「現在の市場は単なる景気減速以上のものを織り込みつつあり、強い景気をはっきりと示す一連のデータがそろうまでは景気の強さを織り込むことはないだろう」と述べる。

コンピューター売買の影響はどうであれ、市場の乱高下は続くようだ。

■ 注目すべき資本財企業

マサチューセッツ工科大学 (MIT) の講師だったボブ・シルマン氏が創業したコグネックス (CGNX) は、敷地内にフリスビー用の施設を備えるなどユニークな企業文化で知られているが、洗練されたハードウェアとソフトウェアを生み出し、コンピューターに視力を与えるマシンビジョンの世界的なリーダーである。景気減速が懸念されたことなどから同社株は年初から約 40% 下落しているが、詳細に検討する時期が来たように思われる。



同社の売上高は過去 5 年の間に年率 17% 以上で伸び、アナリストの予想では今後 2 年の伸びは年率平均 14% になるという。これはラッセル 1000 指数構成銘柄の資本財企業としては最も高い成長率だ。また、粗利益率は 75% を超えており、粗利益率が 30% 前後の資本財企業というよりもソフトウェア企業に近い。

同社の難点は売上高の予測が難しいことにある。これは受注パターンがはっきりしていないことに加え、競争上の理由から製品がもたらすソリューションについて経営陣から長期的なコメントが出されない点が背景となっている。しかし、2016 年時点で同社は、ビジネス機会のある市場は約 35 億ドル規模であると述べ、年率 8~10% の成長を見込んでいた。

現時点でコグネックスの製品が出荷されている市場は自動車、家電、ライフサイエンス、および物流機器向けで、機能的にはガイド、検査、計測、および識別の 4 種類がある。車の組み立てでロボットに対してフロントガラスの位置を示すのがガイド機能の一例で、見づらい環境下でもバーコードを読み取れるようにするのが識別機能の一例である。

同社は常に新たな業界に注目している。物流分野は 5 年前に開拓され、現時点で売上高に占める比率は 10% 以下であるものの、年率 50% 以上で伸びている。機能面では 2017 年に買収したソフトウェアメーカーのヴィディ (ViDi) によってディープラーニング機能を高めており、売上高の増加に大きく寄与している。

コグネックスの最高財務責任者（CFO）のジョン・カラン氏によると、ソフトウェアが同社の核心であり、ハードウェアはソフトを作動させるための手段にすぎないという。同氏によるとコグネックスはソフトウェア企業のようにソフトウェアの利用から経常的に売り上げがあるような収益構造にはなっていないものの、クラウド環境が顧客である製造業企業に整いつつあり、これが同社の収益構造を変える可能性がありそうだ。

こうした点が評価されて 1 年前は予想株価収益率（PER）が 43 倍まで買われていたものの、家電業界や自動車業界の不透明感や中国の景気減速懸念を受けて、26 倍まで低下している。この PER は、2015 年に世界の鉱工業生産指数が 50.3 となり、ほぼゼロ成長となった時に付けたのと同水準だ。

しかし、景気に対する懸念が和らいで同社製品の市場が上向けば、同社の売り上げの伸びも続くだろう。市場がコグネックスをソフトウェア企業と同様に評価すれば、現在 37 ドル前後の株価は 45 ドルに達する可能性もある。

Cognex Corp. (CGNX)



チャートは 3 年

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

10. Preview 今週の予定 2019 年は金価格の上昇が続く見通し

【経済関連スケジュール】

■ 安全資産として選好される

金価格が上昇基調に転じている。2019 年にこのトレンドが続いても不思議はない。金現物は価値貯蔵手段であり、その価格は長期的にみてインフレ率に沿って上昇する。本誌 9 月 24 日号のカバー記事で取り上げた通り、1918 年は金 1 オンスの値段で立派なスーツが買えたが、現在も同等の価値を持つ。

金はまた、金融市場の混乱時に、投資資金の逃避先となり得る。S&P500 指数が 16% 下落した過去 3 カ月間で、金価格は 8% 上昇した。投資家に良いヘッジ手段を提供したと言えよう。先週木曜日は、上場投資信託（ETF）の SPDR ゴールド・シェア（GLD）が 1% 上昇して 120 ドル 86 セントとなり、ヴァンエック・ベクトル金鉱株（GDX）は 1.5% 上昇の 20 ドル 93 セントを付けた。



ボラティリティ上昇時に金が果たすヘッジ機能は、通貨市場でも有効である。2018 年は、金投資のリターンが、円、米ドル、スイスフランを除く主要 10 通貨を上回った。これについて、金融大手ソシエテ・ジェネラルの通貨ストラテジストであるキット・ジュークス氏は、「安全資産として見直されたと言えよう」と述べた。

通貨市場で不透明感が払拭（ふっしょく）されない以上、金価格は上昇を続ける可能性が高い。米ドルも、経済の減速と財政赤字の拡大を背景に、見通しは明るくない。ユーロは米ドルと比べ割安であるが、これは欧州発の悪材料が出尽くした、という後ろ向きな理由による所が大きい。ジュークス氏は、「米ドルのファン

ダメンタルズが悪化を続け、他の主要通貨を選好する理由も乏しいという状況は、金にとって好材料であろう」と述べた。

By BEN LEVISOHN

■ 今週の予定

12 月 31 日 (月)

- ・ 大みそかのため、ドイツや日本など多くの国で休場。
- ・ 12 月のダラス連銀製造業活動調査発表。エコノミストは 15 を予想。11 月の 17.6 から、若干の減速となる。

1 月 1 日 (火)

- ・ リフトやウーバー・テクノロジーズなど、ライドシェア・サービス大手各社に適用される最低賃金の規制が、全国に先駆けてニューヨーク市で発効。アプリベースのライドシェア・サービスに従事する運転手 7 万人以上を組合員に持つインディペンデント・ドライバーズ・ギルドによると、最低賃金は現在の 11 ドル 90 セントから 5 ドル程度引き上げられ、17 ドル 22 セント（経費控除後）となるもよう。
- ・ 次期ブラジル大統領のジャイル・ボルソナロ氏が、首都ブラジリアで就任式。ポンペオ国務長官が出席する予定。

1 月 2 日 (水)

- ・ 日本の株式市場は引き続き休場。取引再開は金曜日となる。

1 月 3 日 (木)

- ・ 第 116 回連邦議会が開会。上院は、共和党が 2015 年から過半数議席を維持する一方で、下院では民主党が 2011 年以來の過半数議席を獲得。民主党のナンシー・ペロシ下院院内総務が、下院議長に選出される見込み。ペロシ氏は、2007-11 年に女性として初めて下院議長を務めた。2018 年の中間選挙で、民主党は下院で 40 議席増となった。
- ・ 自動車大手フォード・モーター (F) が 12 月の販売台数を発表。同じく自動車大手のゼネラル・モーターズ (GM) は、第 4 四半期のデータを発表。
- ・ 大手投資銀行のゴールドマン・サックス・グループ (GS) が、第 11 回の年次ヘルスケア CEO コンファレンスを開催。化学分析機器メーカーのアジレント・テクノロジーズ (A)、バイオ医薬品大手のアレクシオン・ファーマシューティカルズ (ALXN)、医療保険会社ヒューマナ (HUM) などが参加予定。
- ・ 給与計算代行サービスのオートマティック・データ・プロセッシング (ADP) が、12 月の民間部門雇用者数を発表。18 万人増加の予想 (11 月は 17 万 9000 人増加)。
- ・ サプライ管理協会 (ISM) が 12 月の購買部協会景気指数 (PMI) を発表。11 月の 59.3 から低下し、57.8 となる見込み
- ・ 新規失業保険申請件数 (12 月 29 日までの週) 発表。

1 月 4 日 (金)

- ・ 鶏卵生産会社のカルメイン・フーズ (CALM)、冷凍食品メーカーのラム・ウェストン・ホールディングス (LW)、塗料メーカーの RPM インターナショナル (RPM) が四半期決算を発表。
- ・ 12 月の雇用統計発表。失業率は、50 年来の低水準である 3.7% のままとなる見込み。エコノミストによると、非農業部門就業者数は前月比 18 万人増となる見通し (11 月は同 15 万 5000 人増)。平均時給は前月比 0.3% 増 (11 月は同 0.2% 増) となる見込み。
- ・ 米連邦準備制度理事会 (FRB) のパウエル議長が、米国経済学会 (AEA) の年次会合で、イエレン前議長やバーナンキ元議長と共同インタビュー。
- ・ 米エネルギー情報局 (EIA) が石油レポートを発行。米国の原油貯蓄 (戦略石油備蓄を除く) は、この時期の 5 年平均より 7% 多い水準となる見込み。

SPDR Gold Shares (GLD)



VanEck Vectors Gold Miners ETF (GDX)



チャートは3年

By ROBERT TEITELMAN
and DAN LAM
(Source: Dow Jones)



THIS WEEK'S MAGAZINE

BARRON'S COVER

1. How Bob Iger Seeks to Work More Magic at Disney
Under Bob Iger, the Mouse House is making a big push in theme parks and streaming. Will investors be charmed?

FEATURE

Market for Streaming Starts to Look a Little Like Cable
Disney wants to be a niche service, but on a massive scale.

UP AND DOWN WALL STREET

If This Isn't a Bear Market, Then What Is It?

The answer might be that it's a zombie market, with investors mindlessly reaching for any fresh data, and longs and shorts battling it out. Plus: three preferred stocks that investors might prefer.

UP AND DOWN WALL STREET

Why Now Could Be the Time to Look at Preferred Stocks

They aren't as sexy as common stocks because their price moves are more restrained. But that relative stability attracts some folks, as does the offer of juicier dividend yields, compared with those of plain equities.

UP AND DOWN WALL STREET

Why Shares of Global Security Company G4S Seem Cheap

G4S, whose shares stand down a third from their 2018 high, could be poised for a rebound, says Alexander Roepers, chief investment officer of Atlantic Investment Management.

FEATURE

What Will 2019 Bring for Investors? Take Our Annual Forecasting Quiz

What will markets and companies do in the year ahead?

FEATURE

2. High Fees Are Hurting Returns for a Surprising Number of Index Funds

One of the appeals of index funds is supposed to be their low cost. But investors are paying annual fees of 1% and more for some funds

STREETWISE

Fintech Takes the High Road, Only to Trip Up

STOCKS TO WATCH

Sizing Up the Market's Recent Volatility

Q&A

3. Stephen Schwarzman Talks Blackstone's Edge, Succession Plans — but Not Trump

TECH TRADER

4. Why Trust Is the No. 1 Issue for Tech in 2019

PROFILE

5. Retailers, Energy Stocks Fit This Fund's Strict Rules

FUNDS

A Warning From Vanguard's Jack Bogle

FACTOR INVESTING

6. Stock Market Volatility Left No Clear Winners in 2018

INCOME INVESTING

7. When Not Losing Money Is a Win

THE ECONOMY

Get Ready for Europe's Next Crisis

REVIEW

In December, the Stock Market Tested the Extremes

In the last month of 2018, the stock markets exhibited a passel of superlatives: some thrilling highs and more than a few depressing lows.

PREVIEW

10. Gold Can Keep Glittering in 2019

Continued stock market turmoil could finally make the precious metal a winner again. Plus, key events for the week of Monday, Dec. 31, through Friday, Jan. 4

FEATURE

8. Winton Capital's Idiosyncratic Founder on Artificial Intelligence and Statistical Fallacies

OTHER VOICES

No Money for Public Infrastructure? New Zealand Has the Answer

THE TRADER

9. Whiplashed! Dow Ends a Historically Volatile Week Up 2.7%

TRADER EXTRA

9. The Most Interesting Industrial Stock You've Never Heard of Deserves a Look

Cognex plays hard, but don't let that fool you. It is a leader in machine vision, and its shares offer an opportunity to buy a great company at a good price.

FEATURE

New Study Raises Concerns About Overuse of Stents

Stent manufacturers such as Abbott Laboratories and Medtronic still expect demand for stents to remain steady.

COMMODITIES CORNER

Platinum Prices Are Poised for a Pop

Investors have long been drawn to precious metals in times of market stress. But there are other reasons for platinum's rise.

THE STRIKING PRICE

With the VIX Spiking, It's Time to Revive the Chaos Trade

Trading volatility was a big deal before the VIX index spiked 115% in a day. Now, with stocks whipsawing, investors should consider it again.

EMERGING MARKETS

How Emerging Markets Fared in 2018's Crosscurrents

Headwinds, particularly from Washington, blew many developing economies and companies off their track. Predicting how they would fare has proved difficult, no matter how solid their fundamentals and excellent their businesses.

INTERNATIONAL TRADER — EUROPE

European Preferred Stocks are Cheap Income Plays

After slumping as much as 20% in recent weeks, issuers from European financial companies like Aegon, Prudential, and ING are good income plays.

RESEARCH REPORTS

Tesla and CarMax Accelerating

13D FILINGS

Activist Lawrence Seidman's Unique Way of Viewing Small Banks

MARKET WATCH

Where Will the Twists and Turns Leave Us?

『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 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 12 月 31 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