

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 August 27

1. **The Videogame Industry Reaches for the Cloud** クラウド活用→ P.2 【ゲーム業界】
クラウドに手を伸ばすビデオゲーム業界
2. **Even Wall Street Pros Have a Tough Time Getting Into This Club** 情報源→ P.6 【投資クラブ】
バリュウ・インベスターズ・クラブはウォール街のプロでも入会が難しい
3. **Why Dan Chung Likes Microsoft and others** 推奨銘柄→ P.9 【インタビュー】
フレッド・アルジャー・マネジメントのダン・チャン CEO に聞く
4. **From Tencent to Australian Wine, This Fund Finds Winners** 銘柄発掘の達人→ P.12 【投信】
PNC インターナショナル・エクイティ・ファンド
5. **Stocks Weather the Political Storm** 政治の嵐に動じない株式市場→ P.14 【米国経済】
連邦準備制度理事会 (FRB) のかじ取りで安定した好景気はいつまで続くか
6. **Elizabeth Warren Has Got It All Wrong** ウォーレン議員の見間違い→ P.15 【株式市場展望】
株主が経済問題の根本的原因であるというウォーレン議員の主張は完全な誤解
7. **Netflix Earnings: Where Accounting Meets Showbiz** コンテンツ会計→ P.17 【ハイテク】
Netflixの四半期決算が映し出すコンテンツ会計の問題、投資家への説明が重要に
8. **The Best Mutual Funds for Investors: Cheap and Boring** 最適とは→ P.19 【ファンド選択】
コストが低く変動が少ないファンドが最適
9. **The Trader** S&P500 指数が史上最高値を更新→ P.21 【米国株式市場】
高値警戒感はあるものの、セクター動向を見ると上昇基調は続きそう
10. **Preview** 今週の予定→ P.24 【経済関連スケジュール】
ウェイモの企業価値はどのくらい？

※ 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. The Videogame Industry Reaches for the Cloud クラウド活用 【ゲーム業界】 クラウドに手を伸ばすビデオゲーム業界

■ ゲーム業界はクラウドに移行

クラウドはビデオゲームの未来であり、その未来は多くのプレーヤーの予想よりも早く到来する可能性がある。このことは投資家にとっても重要な意味を持つ。高額なハードウェアが不要となり、旧モデルのスマートフォンでもトップクラスのゲームが遊べるようになれば、カジュアルゲーマー（ライト層）でもゲーム開発会社エレクトロニック・アーツ（EA）などの最新作のターゲット顧客になり得る。



クラウドへの移行により、既に巨大化したゲーム業界はますます拡大するだろう。オランダの調査会社ニューズーによれば、パソコンやコンソール（Xbox One やプレイステーション4 など）上で遊ぶゲームは、今年の売上高が 675 億ドルになるとみられ、世界の映画館の興行収入を 250 億ドル以上上回る可能性がある。さらに、モバイルゲームの売上高は、パソコンとコンソール向けの売上高の合計を超える見込みだ。

ストリーミングによって、EA やアクティビジョン・ブリザード（ATVI）などのゲーム開発会社の成長が加速する一方で、画像処理半導体（GPU）大手エヌビディア（NVDA）や、コンソールを製造するマイクロソフト（MSFT）やソニー（6758）など、ハードウェア中心の企業には試練となるかもしれない。

今後のゲーム業界の変化は、他の業界が現在経験しているものと同様になるはずだ。ジェフリーズのアナリ

ストであるティム・オシェイ氏は、情報化時代に投資家が利益を得るための指針として、「ソフトウェアが世界を飲み込む」と「コンテンツは王様だ」という二つの格言を挙げる。クラウドゲーミングは、ソフトウェアとコンテンツが交差する場所に位置する。



The family that games together. With the controllers are Zachary Wiggins and his sister, JoHannah, at their home in Racine, Wis., while their parents, April and Ray, look on. Their older son, Alex, is online in the back. Black lab Luna has seen enough.

もっとも、クラウドゲーミングに対する懐疑派

は多い。また、クラウド革命は過去にも喧伝（けんでん）されたことがある。2010 年、オンラインというサービスが、プレーヤーを高額なハードウェアから解放するとうたったが、十分な勢いを得ることはできなかった。

だが、それ以降に多くの面で変化があった。アマゾン・ドット・コム（AMZN）などの大手クラウドプロバイダーは、コンピューティング費用を引き下げた。実店舗のビデオゲームショップは衰退している。動画配信大手ネットフリックス（NFLX）や音楽配信サービス大手スポティファイ・テクノロジー（SPOT）は、月額制のサブスクリプションサービスの魅力を証明した。ゲーム開発会社は売上高を安定させるため、ゲーム内課金などによるデジタル収入を好むようになった。EA のケン・モス最高技術責任者は、「今後 5 年間で、過去 30 年よりも大きな変化がビデオゲーム業界に訪れる」と予測する。

■ ダウンロード販売からストリーミングへ

クラウドによって、ユーザーはスマートフォン、安価なノートパソコン、テレビでも高度なコンピューティング性能を享受できるようになった。その結果、音楽、映画や番組のストリーミング配信が普及し、CD や DVD などの需要は減退した。音楽や映画の次はゲームだ。コンソールがブロードバンドに接続され、パソコン並みのデータ容量を持つようになったことで、EA やアクティビジョンなどのゲーム開発会社のデジタル収入は、売上高全体の半分以上に増加した。デジタル収入には、ゲームのダウンロード、拡張コンテンツ、ゲーム内課金などが含まれる。

利益率への影響は非常に大きい。わずか 5 年前、EA の営業利益率は 10% 未満だったが、現在は 30% を優に超える。オシエイ氏の予想では、2020 年までに、コンソール向け新作ゲームの売上高に占めるダウンロードの割合は現在の 40% 未満から 75% に上昇する。ダウンロード販売の割合が 10% 上昇するごとに、粗利益率は 3% ポイント上昇するという。

ダウンロード販売は始まりにすぎない。大作ゲームのダウンロード版は、iTunes（アイ・チューンズ）でダウンロードした音楽のように、ユーザーが使用するデバイスに保存される。だが、音楽のダウンロード販売は、業界がストリーミングサービスに移行するまでの一時的な収入源にとどまった。音楽ストリーミングサービスの加入者は、月額 10~15 ドルではほぼあらゆる楽曲をスマートフォンやタブレット端末などで聴くことができる。ゲームも同様の結末をたどる可能性がある。

重大なのはレイテンシーと呼ばれる遅延である。ネットフリックスのユーザーは、映画が始まるまで数秒待つことなど気にしない。しかし、仮想の戦場でしのぎを削るコアゲーマーの場合、データ通信が一つ一つの行動に直結するため、1 ミリ秒単位のレイテンシーが重要となる。モス氏は「クラウドにはレイテンシーが存在するため、ハイエンド向けのマルチプレーヤー用ゲームはプレーできないと考えられている。しかし、実際には可能だ。帯域幅やレイテンシーの問題は、引き続き正しい方向に向かっている」と述べる。

アナリストの予想では、EA は大作ゲームのサブスクリプション制クラウドサービスを 2~3 年以内に導入する。これは次世代通信規格である 5G の普及に対応したものとなるだろう。5G による固定ブロードバンドサービスは年内に、モバイルブロードバンドサービスは来年に始まる予定である。5G によってデータの通信速度は向上し、レイテンシーは低下する見込みだ。

EA が自社の既存サブスクリプションサービスを分析した結果によると、月額制サブスクリプションサービスの加入者は、長い目で見れば、個別タイトルを購入するユーザーよりも多くの金額を消費する。投資家は、安定したサブスクリプション収入によって利益が予測しやすくなることを好む。例えば文書・画像処理ソフト大手アドビシステムズ（ADBE）は、買い切り型のソフトウェアからクラウドベースのサブスクリプションサービスに移行したことで、今後 4 四半期の予想利益に対する株価収益率（PER）が 6 年前の 15 倍未満から 30 倍以上にまで上昇した。

しかし、ゲーム開発会社にとって最も業績アップにつながるのは、潜在的な顧客層が大幅に拡大することだろう。ゲーム専用コンソールか高級ゲーミングパソコンのどちらかを所有する家庭の数は、世界で 3 億~4 億世帯とみられる。これに対し、スマートフォンでゲームを楽しむカジュアルゲーマーを含む世界全体のゲーマー数は、数十億人規模に上る。

■ コンソールメーカーやエヌビディアへの影響

クラウドゲーミングの発展によって最も恩恵を受けるのは、ゲーム開発会社とみられる。ただし、それは音楽業界の失敗から学ぶことができた場合の話だ。音楽業界はダウンロード販売からストリーミングサービスに移行するまで長年を要し、その間に不振に陥った。

コンソールメーカーは、クラウドに売上高を奪われる可能性があるが、すぐに影響を受けることはないだろう。現世代のコンソールの売上高は好調で、旧世代のコンソールの売り上げ傾向に基づけば、需要は少なくともあと 2 年は堅調とみられる。

大手メーカーのマイクロソフトとソニーは、ゲームをはるかに超える領域の事業を手掛けている。例えばマイクロソフトは、クラウドコンピューティング機能を他社に提供している。オシェイ氏は、アマゾンやアルファベット (GOOGL) を含む大手クラウドプロバイダーのうち 1 社が、2020 年までに自社のクラウドゲーミングサービスを開始すると予想する。ゲーム開発会社にとっては新たな収益機会となるため、好材料だと同氏は述べる。

エヌビディアにとって、クラウドゲーミングは好材料と悪材料の両面を持っている。オンラインの創業者であるステイブ・パールマン氏は、「家庭用ゲーム機に GPU を搭載する場合、ほとんどの時間、その GPU は使われない。クラウドサービスならば、GPU が常にフル稼働となるため、販売数量は減少する」と話す。同氏によれば、エヌビディアにとって良いニュースと言えるのは、人工知能 (AI) などゲーム以外の用途のために、データセンター向けの需要が力強く増加していることだ。

エヌビディアの見方は異なる。同社は現在、自社クラウドプラットフォーム「ジーフォース・ナウ」のベータテストを実施している。このプログラムの責任者であるフィル・アイスラー氏は、エヌビディアの高性能 GPU を搭載したコンピューターをユーザーに貸し出すようなものだと述べる。同社はジーフォースをゲームに使用することを制限していないが、同氏は「コアゲーマーはクラウドのレイテンシーにいら立つかもしれない。ジーフォースが最も適しているのはカジュアルゲーマーだ」と語る。同氏が正しければ、エヌビディアはコアゲーマー向けに高性能 GPU を引き続き販売しつつ、カジュアルゲーマーから新たな収入を得ることができる。

モス氏は、クラウドによってユーザーのインタラクションが増加し、他のゲームなどのレコメンデーションにデータを利用しやすくなるほか、幅広い年齢層や地域にサービスを提供できると主張する。ウォール街は、EA の 1 株

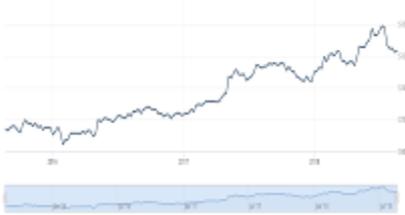


“The common view is that you can’t play high-end multiplayer games on the cloud because of the latency. But you can, and bandwidth and latency continue to move in the right direction.”

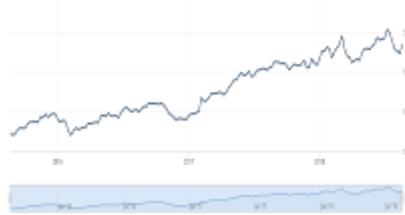
—Ken Moss, EA’s chief technology officer

当たり利益 (EPS) が今後 4 年で約 2 倍に上昇するとみており、アクティビジョンや同業のテイクツー・インタラクティブ・ソフトウェア (TTWO) についても同様の伸び率を予想している。3 社の株価は、目先の予想利益に対する PER がいずれも 25~28 倍である。過去 5 年で、EA とアクティビジョンの株価は 300% 以上上昇し、テイクツーの株価の上昇率は 500% を超えた。しかし、今後の増益の可能性を踏まえれば、ゲームオーバーははるか先だ。

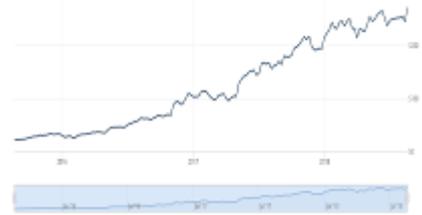
Electronic Arts Inc. (EA)



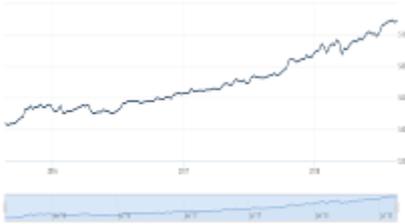
Activision Blizzard Inc. (ATVI)



NVIDIA Corp. (NVDA)



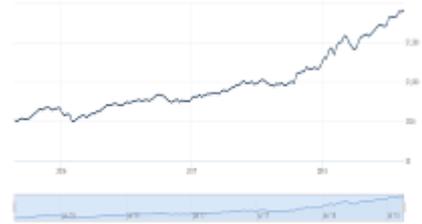
Microsoft Corp. (MSFT)



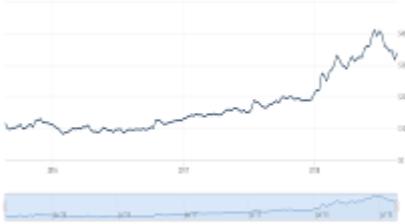
ソニー(6758)



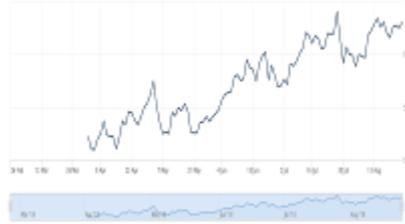
Amazon.com Inc. (AMZN)



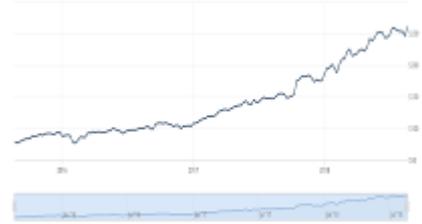
Netflix Inc. (NFLX)



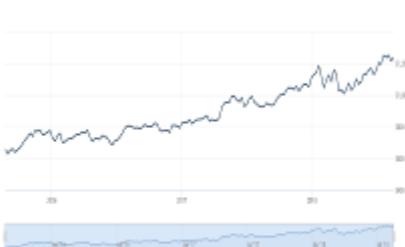
Spotify Technology S.A. (SPOT)



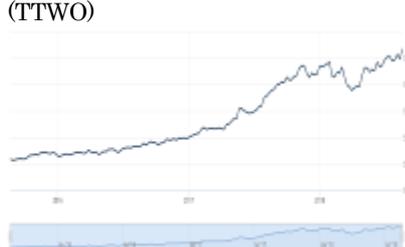
Adobe Systems Inc. (ADBE)



Alphabet Inc. Cl A (GOOGL)



Take-Two Interactive Software Inc. (TTWO)



チャートは 3 年
SPOT は 6 ヶ月

By JACK HOUGH
(Source: Dow Jones)

2. Even Wall Street Pros Have a Tough Time Getting Into This Club 情報源【投資クラブ】 バリュー・インベスターズ・クラブはウォール街のプロでも入会が難しい

■ 匿名で投資アイデアについて議論するオンライン投資クラブ

ダニエル・スンドハイム氏は、ヘッジファンドのバイキング・グローバル・インベスターズで銘柄選別の名人として名をはせ、そのおかげもあって今年7月に自分自身のファンドを設立した際も40億ドル以上のシードマネーを調達することができた。しかし、同氏の成功はバリュー・インベスターズ・クラブ（VIC）というあまり知られていないウェブサイトなしではあり得なかつたろう。同氏が2002年に同サイトに匿名で書いたショートのアイデアを採択した複数のヘッジファンドが利益を得たため、バイキングの採用インタビュー時にこの事例を自分の実績とし、アナリストとして採用された。



「VICの強みは、慎重に監視された匿名の環境だ」と、1999年の設立以降の会員で、ヘッジファンドマネジャーのホイットニー・ティルソン氏は述べる。VICの設立者は、ヘッジファンドマネジャーのジョン・ペトリ氏と、コロンビア大学のビジネススクールの非常勤教授で、ゴッサム・アセット・マネジメントの設立者のジョエル・グリーンブラット氏の2人だ。VICに入会できるのは15人の希望者に対して1人程度だ。学歴や職業は重要ではなく、バリュー投資の優れたアイデアを持ち、それを投資コミュニティが納得できるように説明できることが重要だ。会員数は現在約500人で、約60%がヘッジファンド、大学基金、ファミリー・オフィスやその他投資会社のバイサイドで働く人たちだ。多くの会員にとって、VICの魅力は限定性と匿名性だ。限定的な会員で構成されているため、質の高いアイデアや分析が集積している。1日に約3件の新しいアイデアが掲載され、それに対してスレッドが重ねられていく。

サイトの情報の中心は、大抵は時価総額が100億ドルをかなり下回り、アナリストによるカバーが少ないバリュー銘柄のリサーチだ。議論の多くは、スピンオフ、経営陣の交代などの特殊材料あるいはカタリストに焦点が絞られる。また、銀行や証券会社から無視されている銘柄を推奨したりする。例えば、Hbomb5という著者は、企業統合を目的として設立されたナショナル・エナジー・サービス・リユナイテッド（NESR）を「レーダー画面に表れないが、セクターで最速の成長率と最低のバリュエーションを持つエネルギー・サービス銘柄」と推奨しているという具合だ。

アクティビストファンドのジャナ・パートナーズの設立パートナーの一人であるゲーリー・クラール氏は、米国の証券会社がカバーしていなかった欧州のオンラインギャンブル会社JPJグループ（JPJ.英国）の評価のためにVICのサイトを利用した。同氏は現在ヘッジファンドのアレックス・キャピタル・マネジメントのパートナーで、ファンドはJPJに投資した。VICは、他の投資家を引き込んで手っ取り早く儲けるための仕組みにもなり得る。しかし、会員限定サイトのため、聴衆は限られている。しかも、「システムを悪用する人がいれば会員がすぐに排除するだろう」とペトリ氏は述べる。

■ VICに参加する利点と義務

推奨銘柄は会員によってランキングされてパフォーマンスの記録となるため、ファンドの世界やさらに広くバイサイドのコミュニティでの評判を築く上で価値がある。また、コンファレンスや食事会などで知り合いを増やし、仕事や投資につなげられる可能性もある。中小型株やスタートアップ企業に対して投資意欲のある大学基金やファミリー・オフィスなどの「資本を配分する側」との関係を取り持つプログラムもあるが、このプログラムに参加するには、独創的な投資アイデアを投稿し、2週間に1度賞金5000ドルが得られる

VICの銘柄選択コンテストで勝つ必要がある。さらにもっと大きな報酬としては、コンテストで勝ち続けていると、資本配分者側の注目を得て、資産運用の仕事あるいは投資を受けられる公算が大きくなる。

銘柄選別を仕事とするプロのネットワークは他にもある。サムゼロ (SumZero) は2008年にソーシャルメディアのパイオニア、ディビヤ・ナレンドラ氏が設立したもので、規模はVICよりかなり大きく商業的に運営され、投資アイデアを投稿する会員は1万5000人以上いる。サムゼロは資産運用マネジャーの就職情報サービスや、アナリストのパフォーマンスのランキングを行っている。バイサイドの人間は誰でもサービス利用のライセンスを買うことができる。

一方VICは規模が小さく、非営利事業だ。ペトリ氏とグリーンブラット氏が無給で運営している。VICのサイトは古風で、グラフやフィルター用のツールも、ソーシャルネットワーク・ツールもない。VICのロゴには、老人が読書の眼鏡をかけて新聞を読んでいるマークが使用されている。

VICの会員は、年に2回以上独創的な投資アイデアを投稿し、20本以上の投稿の評価を行うことが義務になっている。こうすることで、新鮮なアイデアや議論が促進されると、ペトリ氏は述べている。他人のアイデアをただ食いするだけではほどなく追いつかれてしまう。

■ 入会するには最高水準の投資アイデアが必要

グリーンブラット氏はコロンビア大学で論文の査定を行っていたため、VICへの入会のハードルを経営学修士号(MBA)取得コースの学生のA+の論文と同等の水準に設定した。また、自由に議論できるよう匿名のクラブとした。同氏は、「入会するには、本当に投資の才能が必要で、実際の能力が重要なため、どこに所属しているかは関係ない」とし、「有料でサイトの閲覧を希望する人もいるが、それはわれわれのやり方ではない」とも述べている。入会の申し込みは週に20~30件あり、同氏のオフィスには申込書がうずたかく積まれている。数人の同僚と議論しながら審査し、週に平均1~2件の入会を受け付ける。

クラブに入会するには、最高水準の投資アイデアが必要だ。必ずしも株価収益率(PER)や株価純資産倍率(PBR)が低い必要はないが、投稿には株価が本源的価値を下回っている理由が明瞭に説明されていなければならない。また、スピンオフや事業再構築などのカタリストを特定する必要もある。アップル(AAPL)のようなよく知られた銘柄ではハードルが高くなる。

証券会社のリサーチのような冗長なレポートが評価されるわけではない。「財務諸表や業界分析などを求めているのではなく、良い投資アイデアを明確かつ端的に説明できる人を求めている」とペトリ氏は述べる。最近の1週間の申込書の半分以上はウォール街のプロのものだったが、誰も入会を許可されなかった。その理由は、アイデアが独創的

BEST BETS FROM VIC MEMBERS

Celestica / CLS

Recommendation: Long
Date: Jan. 8, 2018
Closing price 1/8: \$10.77
Closing price 8/23: \$12.29

Thesis: An electronics contract manufacturer, Celestica had a depressed share price after issuing forecasts below Wall Street estimates. VIC member Rii36 said the stock looked like a buy from many angles, given the company's cash and "hidden assets" equal to 35% of its market value. "We believe Celestica is a very cheap stock, any way you slice it," Rii36 wrote, with a business mix better than it appeared and a stock worth at least \$13.50 a share.

Gogo / GOGO

Recommendation: Short
Date: Feb. 1, 2018
Closing price 2/1: \$9.22
Closing price 8/23: \$4.40

Thesis: VIC member TheUnicornHunter recommended that investors short Gogo, which provides wireless internet service to the airline industry. (A short sale represents a bet that a stock will decline.) "Gogo is encountering significant competition from well-funded companies that own their own satellite capacity and can provide airlines enhanced service at significantly lower prices," TheUnicornHunter wrote. "These trends...do not bode well for GOGO shareholders."

でなく、コンセンサスの意見と大差ないか、あるいは書き方が端的あるいは効果的でなかった。

グリーンブラット氏は、バリューストックを学びたい人のための学習手段として、限定的にはあるが、サイトを開放している。前述のスドハイム氏は、サイトが投資を学ぶ上で役立ったとし、「どの教科書や授業よりも、あるいはペンシルベニア大学ウォートン校よりも投資方法について学ぶことができた」と説明している。

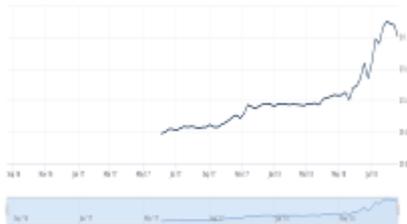
ヘッジファンドマネジャーのバーナ・バーシェイ氏の場合は、ファッションブランドのトミー・ヒルフィガーについて書いた最初の入会申請では落とされたが、不合格通知の中に、「バリューと言えるほど安くない」と書かれていたため、詳細な反論を添えて追加分析を送付したところ、「依然としてバリューとは思わないが、主張の仕方が素晴らしい」と入会を許可された。その数カ月後にトミー・ヒルフィガーは大幅なプレミアムで買収された。2005年のことだ。同氏は、VICはウォール街で男女差別の問題がない数少ない場所の一つだと述べている。ウォール街は、依然として男子専用クラブで、取引の重要な会議や交渉に女性は呼ばれないことがある。しかし、VICでは匿名のため、男性か女性かは不明で、投資アイデアに関する会話のみに集中できる。バーシェイ氏は、「老若男女を伏せれば、アイデアの質のみが問われる。私の場合は、一度会議に参加すれば真剣に話を聞いてもらえるが、問題はそもそも会議に出席させてもらえるかどうかだ」と話す。

Longfin / LFIN

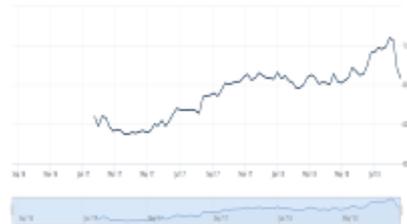
Recommendation: Short
 Date: March 18, 2018
 Closing price 3/19: \$53.39
 Closing price 8/23: \$5.60

Thesis: Longfin was touted on social media as a cryptocurrency darling, pushing its market value above \$4 billion. VIC member Jcoviedo urged investors to short the stock. Longfin is "run by a professional Indian stock promoter," he wrote. Its share price "is highly likely to implode" due to a big increase of stock issuance. Longfin's stock plummeted soon after Jcoviedo posted on VIC, with the shares now down around 90%.

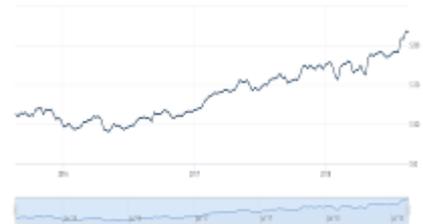
National Energy Services Reunited Corp. (NESR)



JPJ Group PLC (JPJ.英国)



Apple Inc. (AAPL)



チャートは3年
 NESR、JPJは2年

By DAREN FONDA
 (Source: Dow Jones)

3. Why Dan Chung Likes Microsoft and others 推奨銘柄

【インタビュー】

フレッド・アルジャー・マネジメントのダン・チャン CEO に聞く

■ インターネット 3.0 時代に有利な企業

フレッド・アルジャー・マネジメントの最高経営責任者 (CEO) 兼最高投資責任者 (CIO) のダン・チャン氏にも、貿易、金融政策、避けられない景気の減速といった投資家を不安にさせる要素は見えている。それでも同氏は、株式市場を押し上げてきた力がまだかなり残っていると主張する。アップル (AAPL) のようなハイテク大手は依然として大きな利益を生み出しており、国をまたぐ移動の増加やハイテクセクター以外での継続的な技術革新といったマクロ経済テーマにもまだ伸びしろがあるというのだ。



長期の強気相場にうまく乗ってきた同社のファンドの多くは、同じカテゴリーに属するファンドをアウトパフォームしてきた。アルジャー・キャピタル・アプリケーション・フォーカス (ALAFX) は、大型グローバル株のカテゴリーにおいて、過去 5 年間のパフォーマンスで上位 10% に入った。アルジャー・スモール・キャップ・フォーカス (AOFCX) のパフォーマンスは同カテゴリーで年初来第 2 位となっている。アルジャー・ダイナミック・オポチュニティーズ (SPEDX) のこの 1 年間のリターンは 16.5% で、これはモーニングスターの同カテゴリーに属するファンドの平均リターンの 2 倍以上である。

本誌：あなたは米国株市場が絶好調だった 1990 年代にハイテク業界アナリストとして名を上げた。その経験を踏まえると、今はハイテクブームのどの段階にあるのか？

チャン氏：はっきりしているのはインターネット 3.0 時代に入っているということだ。インターネットが誕生して 90 年代の終わりにドットコムバブルがはじけるまでがインターネット 1.0 時代。その後、多くの企業や技術に関して、本当に広く受け入れられるための準備が整っていなかったという事実で特徴付けられるインターネット 2.0 時代があった。消費者にとって強力なツールになるには、商品やサービスの成熟度、値ごろ感、使いやすさが不十分だった。

現在はインターネット 3.0 時代が始まって 3~5 年ほどだと思う。商品、技術、エコシステム、値ごろ感、デジタル事業変革が重要視される時代で、依然として大きな成長の初期段階にある。向こう 2 年間に米株式市場が驚くほど上昇する可能性はかなり高いと思う。その理由の一つに、マイクロソフト (MSFT) とアップルの株式が割高ではないということがある。その 2 銘柄は市場を長くけん引できるだろう。

■ マイクロソフト

Q：インターネット 1.0 から 2.0、3.0 へと各時代に適応してきたマイクロソフトはあなたの上位保有銘柄の一つでもある。マイクロソフトを選好する理由は？

A：マイクロソフトは信じられないほど有利なポジションにあり、数字もそれを裏付けている。売上高の成長が加速し、利益率が上昇している数少ない巨大企業の一つだ。ちょっとしたライフサイクルの変化もあった。2016 年と 2017 年の売上高成長率はわずか 2% と 9% だった。ところが今年は 15% になると見込まれている。これはとんでもない急成長だ。それと同時に、われわれは同社の営業利益率が 2020 年までに 30% から 35% に上昇すると予想している。営業利益は 430 億ドル、手元資金は 550 億ドル、フリーキャッシュフローはクラウド事業のさまざまな投資を差し引いても約 400 億ドルになる。フリーキャッシュフローマージンは 30%。マイクロソフトほどの巨大企業にとってこれは驚くべきことだ。

Q：その成長をけん引しているのは？

A：従来の「オフィス・スイート」製品はパソコンの販売から切り離されている。以前はセット販売だった

が、今やすべてがサブスクリプション型ソフトになっている。世界中のあらゆる規模の企業へのソフトウェア提供で間違いなく1位の会社にとって、サブスクリプション型のビジネスモデルはとても有利に働いている。

Q: とはいえ、オフィスだけではないはずだ。

A: マイクロソフトが過去2四半期のそれぞれでアナリストの売上高予想を10億ドル以上も上回ることができたのは、成長の主な原動力であるクラウド事業のおかげだ。マイクロソフトのクラウド事業はアマゾン・ドット・コム (AMZN) に次ぐ第2位で、今年年率80%以上で成長しており、向こう数年間の同社の成長を後押しする大きな機会となっている。現在の株価は100ドル前後。これは来年のフリーキャッシュフローの約20倍でしかなく、配当利回りは約2%となっている。今年度の予想利益に基づく株価収益率 (PER) は約25倍と高めだが、1990年代の終わりには40~50倍だった。会社にとってはインターネット1.0よりも3.0の方が有利な環境と言えるだろう。世界で最も伸びている市場の一つで内部成長が見込めるのは大きい。会社は向こう2年間に30%以上のリターンが見込める投資先のあらゆる特徴を備えている。

■ ローパー・テクノロジーズとプーマ

Q: インターネット3.0の恩恵を受けているのはハイテク企業だけなのか?

A: 資本財メーカーのローパー・テクノロジーズ (ROP) は、インターネット3.0がさまざまな業種を活気付けてきたことをよく示している。経営陣は非常に優秀で、規律として現金投資収益率を重視している。会社が手掛ける複数のニッチ事業には潤沢なキャッシュフローがあり、ソフトウェア事業に似ている部分も多い。総売上高の約35%は医療用・科学用画像技術、約30%は無線周波数技術、約20%は工業技術で占められ、残りはエネルギーシステム、検査、石油パイプラインと発電システムの管理となっている。

Q: ローパーは過去12カ月間に30%近くも上昇し、S&P500指数をアウトパフォームした。好材料は既に株価に織り込まれているのでは?

A: 現在のPERは20倍で、ハネウェル・インターナショナル (HON)、アムテック・システムズ (ASYS)、ダナハー (DHR) といった同業他社とほぼ同水準となっている。とりわけ経常的に売り上げが生じるモデルを増やしたこと、他の機械メーカーよりもソフトウェアの使用がかなり多いことなどを踏まえると、ビジネスモデルの質が高いので、株価はプレミアムとなるべきだ。ローパーをソフトウェア企業として評価すべきではないが、一部のソフトウェア専門企業のPERは約35倍となっている。ローパーのバリュエーションは20倍というよりも、資本財メーカーの低めのPER (15倍) とソフトウェア企業のPER (35倍) を足して2で割った25倍の方が妥当だろう。

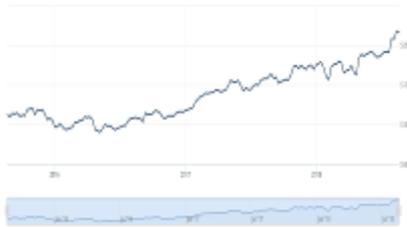
Q: 小売りブランドの顧客へのアピールの仕方もインターネットによって変わってきているのでは?

Dan Chung's Picks		
Company / Ticker	Recent Price	Comment
Microsoft / MSFT	\$107.56	A subscription model for its Office suite of products and major growth of Azure cloud underpin Microsoft's impressive growth.
Roper Technologies / ROP	\$297.21	Roper is using technology to make its customers more efficient...and win business.
Tandem Diabetes Care / TNDM	\$38.61	Poised to be a disruptor in the healthcare space, its insulin pump is the iPod to Medtronic's CD player.
Puma / PUM.Germany	€ 469	Puma is carving out its own niche in sportswear by tapping into new social-media trends.

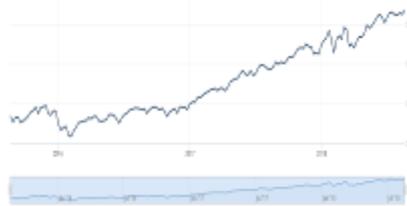
Source: FactSet

A: ドイツのスポーツ用品メーカー、プーマ (PUM. ドイツ) はフランスの高級ブランド大手ケリング (KER. フランス) の傘下で苦戦していた。しかし、ケリングがプーマをスピンオフすると、自由になった同社の経営陣は事業を革新して投資を増やした。プーマはスニーカーのマーケティングで革新的な手法を採用している他、商品の宣伝に SNS で有名なインフルエンサーを起用するという比較的新しいアプローチを取っている。同業のナイキ (NKE) は莫大 (ばくだい) な金額でスター選手と CM 出演契約を結んでいるが、SNS では少し後れを取っている。プーマがスター選手と契約するために大金を支払うことはないだろう。同社の利益率は 2015 年に 2.8% まで落ち込んだが、2022 年までに 10% に上昇させることを目指している。われわれは同社の売上高成長率が 10% に、利益成長率が 20% 以上になるチャンスもあるとみている。

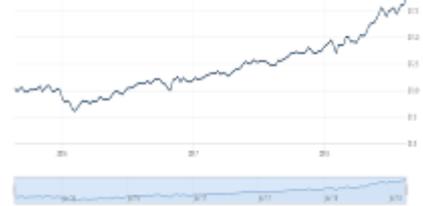
Apple Inc. (AAPL)



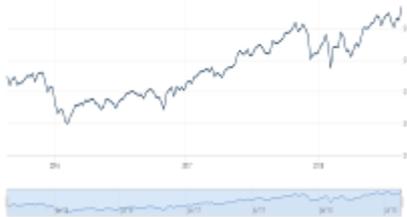
Alger Capital Appreciation Focus Fund:A (ALAFX)



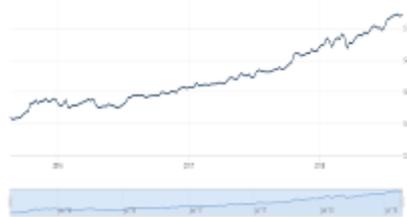
Alger Small Cap Focus Fund:C (AOF CX)



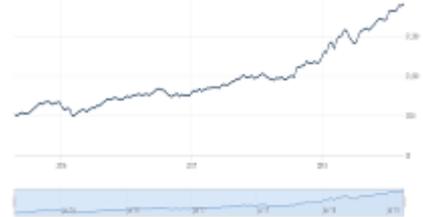
Alger Dynamic Opportunities Fund:A (SPEDX)



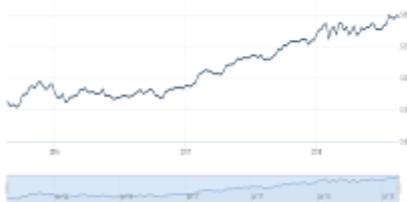
Microsoft Corp. (MSFT)



Amazon.com Inc. (AMZN)



Roper Technologies Inc. (ROP)



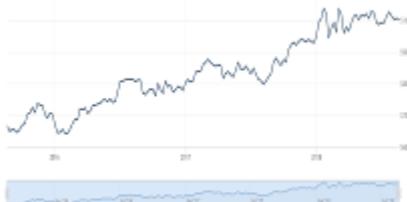
Honeywell International Inc. (HON)



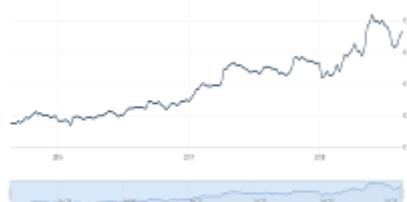
Amtech Systems Inc. (ASYS)



Danaher Corp. (DHR)



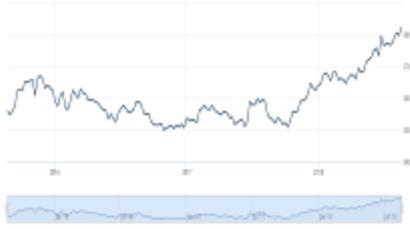
Puma SE (PUM. ドイツ)



Kering (KER. フランス)



Nike Inc. Cl B (NKE)



チャートは3年

By TERESA RIVAS
(Source: Dow Jones)

4. From Tencent to Australian Wine, This Fund Finds Winners 銘柄発掘の達人 【投信】 PNC インターナショナル・エクイティ・ファンド

■ PNC インターナショナル・エクイティ・ファンド

マーチン・シュルツ氏はコーネル大学卒業後、米国陸軍予備役に入隊し、昨年大佐で退役した。同氏はその間に経営大学院および法科大学院を卒業し、過去20年にわたってPNC インターナショナル・エクイティ・ファンド

(PMIEX)のグロース株部分を運用してきた（同ファンドでは運用資産15億ドルが「グロース」株の部分と「バリュー」株の部分に等分されている。バリュー部分はバーニー・ホーン氏が率いるチームが運用）。同ファンドは過去15年間で年平均8.4%のリターンを上げており、モーニングスターの同カテゴリーファンドの上位20%に入っている。また、シュルツ氏のチームが2016年に運用を開始したPNC インターナショナル・グロース・ファンド (PIGAX) は過去12カ月で13%のリターンを上げ、外国大型成長株カテゴリーで上位7%に入っている。



■ 長期保有する成長銘柄

多くの国際的な株式運用会社では、アナリストが地域に関係なく特定のセクターを担当するグローバル・リサーチ・モデルに移行しているが、シュルツ氏のチームでは地域別となっており、当初の投資決定はマクロ経済の見通しに沿って行われている。投資ウエートは、バリュエーション、リスク、成長率、モメンタムに基づいて決定されている。同氏のチームは同ファンドのベンチマークであるMSCI ACWI (除く米国) との比較で各国をオーバーウエート/アンダーウエートする大幅な裁量を有しており、同氏は「他の市場との比較で過小評価されている市場における最良の成長企業を探している」と述べている。直近では、同ファンドはユーロ圏各国のウエートを下げており、東欧、中東、東南アジアでの機会を探っている。

同氏のチームは、新たな投資アイデアに関しては主に中型株に焦点を当てているが、銘柄に対するトップダウン的な見解が変わらず、当該企業の潜在的成長力が株価に見合う

PNC International Equity

Total Return*

	1-year	5-year	10-year
PMIEX	10.3	7.9	6.3
MSCI ACWI Ex USA	3.6	5.0	3.5

ものである限り、値上がりした銘柄を保有し続けることに何の問題も感じていない。例えば、SAP (SAP) はインターナショナル・エクイティ・ファンドが設定された 1997 年以降の保有銘柄である。また、テンセント・ホールディングス (700.香港) は 2007 年以降の保有銘柄だ。同様に、同ファンドではワイヤーカード (WDL.ドイツ) も 2007 年から保有している。同社は現在オンラインの決済サービスにおけるリーダー企業であり、株価は予想株価収益率 (PER) 約 61 倍と高く見えるが、同社は事業を行う地域を拡大しており、処理量も増大している。「保有開始以来、年平均 25%~35% で成長している」と同氏は語る。アラブ首長国連邦最大のヘルスケア・プロバイダーである NMC ヘルス (NMC.英国) も同様の成長株である。同社は中東全域に展開しており、最近ではアフリカにも参入している。同社は地域展開だけではなく、人口の高齢化や特殊医療への需要増大などの長期的なトレンドの恩恵も受けており、「今後数年は少なくとも年率 17% で利益が伸びるとみている」とシュルツ氏は予想する。

■ キーエンス、トレジャリー・ワイン・エステート

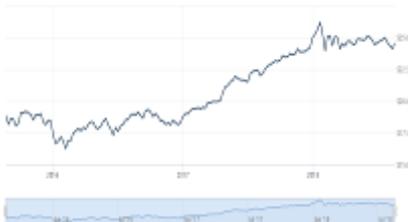
日本のキーエンス (6861) も同ファンドの保有銘柄である。シュルツ氏は「恐らくは、誰も知らない最も素晴らしい会社の一つだ」と指摘する。同ファンドはキーエンス株を 2003 年に購入し、2008 年に売却した後、2016 年に再度購入した。同社は自動車や半導体業種を含む幅広い産業で使用されるオートメーション・センサー、ビジョンシステム、バーコード読み取り機などを製造しており、「われわれが長期的に成功するとみているトレンドに必要な道具を提供している会社だ」と同氏は述べている。

シュルツ氏のチームはファンド設定以来、オーストラリアを財政赤字のために大幅にアンダーウエートしてきたが、同国の経済の好転によって慎重に投資を始めている。同ファンドでは 2017 年初めに、トレジャリー・ワイン・エステート (TWE.オーストラリア) の保有を開始した。シュルツ氏によると、同社は規模の経済と価格力改善のメリットを受けており、最大の成長市場である中国への参入において理想的な位置に付けている。「同社は、市場の長期トレンドを本当に理解している。われわれにとっては、それは中国だ」と同氏は述べている。シュルツ氏は、同社の利益が今後数年は年間約 15% で伸びると予想しており、売上高や利益率は年月とともに、それをさらに上回って拡大する可能性があるとしている。

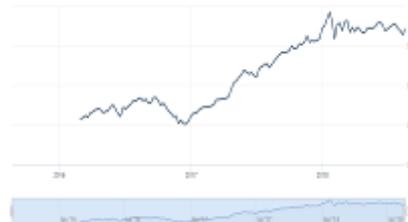
Top 10 Holdings	
Company / Ticker	% of Portfolio
Wirecard / WDI.Germany	1.4%
Tencent Holdings / 700.Hong Kong	1.4%
Sony / SNE	1.2%
Alibaba Group Holding / BABA	1.1%
ASML Holding Group / ASML	1.1%
Ping An Insurance Group / 2318.Hong Kong	0.9%
HDFC Bank / HDB	0.9%
Nidec / 6594.Japan	0.9%
AIA Group / 1299.Hong Kong	0.8%
Agnico Eagle Mines / AEM	0.8%
Total	10.4%

*Returns through 8/21; five- and 10-year returns are annualized. Holdings as of 7/31
Sources: Morningstar, PNC

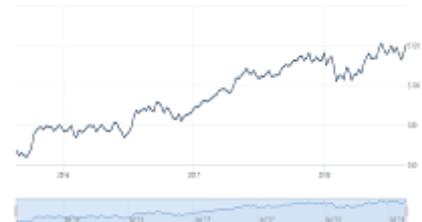
PNC International Equity Fund:A (PMIEX)



PNC International Growth Fund:A (PIGAX)



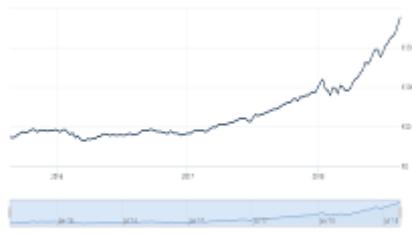
SAP SE ADR (SAP)



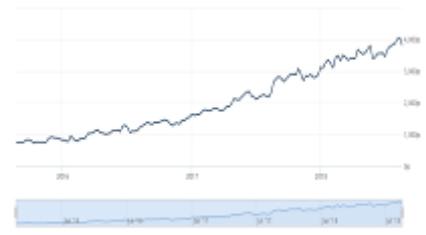
Tencent Holdings (700.香港)



Wirecard AG (WDL.ドイツ)



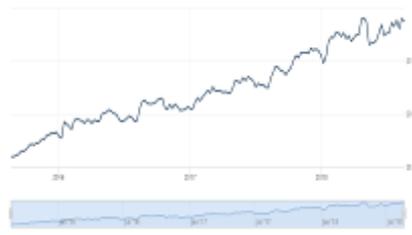
NMC Health PLC (NMC.英国)



キーエンス(6861)



Treasury Wine Estates Ltd. (TWE .オーストラリア)



チャートは3年

By SARAH MAX
(Source: Dow Jones)

5. Stocks Weather the Political Storm 政治の嵐に動じない株式市場 【米国経済】 連邦準備制度理事会 (FRB) のかじ取りで安定した好景気はいつまで続くか

■ 政治的混乱と対照的にぶれない金融政策

先週はトランプ政権の高官をめぐるニュースが世間を騒がせたものの、金融市場はほとんど影響を受けなかった。このことは力強い企業利益、低い失業率、抑制されたインフレ率に見られる堅調な経済状況を反映している。S&P500指数とナスダック総合指数は過去最高値、ダウ工業株30種平均も1月の最高値を3.1%下回るだけの高水準に達した。

この状況に対する連邦準備制度理事会 (FRB) の貢献も大いに認めるべきだ。金融政策は依然として緩和的で、短期金利目標はインフレ調整後でマイナスだが、ゆっくりと予測可能な形で引き上げられており、巨額のバランスシートも慎重に縮小が進められている。



Grand Teton mountain range, Jackson Hole, Wyo. PHOTO: CHRISTIAN COLLINS

それでもトランプ大統領は、米国と他国の貿易摩擦が激化する中、パウエル FRB 議長の下での利上げがドル高傾向につながっていると、批判的な見方を示している。(1兆ドルに近付きつつある連邦政府の財政赤字が貿易格差の拡大につながっている点は、この議論から外されている)。

さらに大統領は先週、自分が弾劾された場合には「株式市場が崩壊すると思う」と発言している。本誌のベン・レビソーンによると、その可能性もあるものの、市場にとってはもっと重要な要素が他にある。

ウォーターゲート事件の責を問われたニクソン大統領は弾劾される前の1974年に辞任したが、S&P500指

数は辞任前の12カ月で23%下落した。これは物価上昇と景気後退が同時に起こり、金利が2桁台に達したスタグフレーションの時期に重なっていた。一方、1998年のクリントン元大統領の弾劾裁判までの12カ月間で、S&P500指数は25%上昇した。それは1990年代の堅調な経済成長の時期に当たり、ハイテクバブルはその後2000年の崩壊まで続いた。

■ イールドカーブや世界情勢に不安材料も

政治的混乱とは対照的に、FRBの姿勢は頑固で退屈ですらある。金曜日にワイオミング州で開催された年次政策懇談会で、パウエル議長はFRBが過剰な緊縮策によって経済を失速させることも、過剰な緩和策によってインフレを制御不能にすることも避けたいと、陰気な学者のようなどっちつかずの発言をした。

パウエル議長はFRBの目標年率2%を上回るインフレの兆候を見ていないことから、四半期に1度の利上げが続くことはほぼ確実と思われる。ブルームバーグのデータによると、現在1.75~2%のフェデラルファンド(FF)金利目標が9月25~26日の連邦公開市場委員会(FOMC)で0.25%ポイント引き上げられる可能性は95%近く、12月18~19日のFOMCで再度上昇する確率は64%となっている。しかし、より重要な問題は、FF金利の最終的な到達点だ。FOMCのコンセンサスは2.75~3%の範囲にあるが、FF先物金利は2020年初頭で2.65%を示している。

他の指標は注意を促している。米国債のイールドカーブはフラット化を続けているが、これは景気後退に先立つ傾向だ。米国2年債と10年債の利回り格差は、20ベーシスポイント(bp)を下回り、2007年7月以来最も小幅になっている。

そして世界の動向次第でFRBも対応に追われるかもしれない。貿易をめぐる緊張に加えて、イタリアをはじめとする欧州周縁国の債務状況が懸念されている。そして、9月と10月に問題が発生する傾向もある。その前に残り少ない夏を楽しもうではないか。

By RANDALL W. FORSYTH

(Source: Dow Jones)

6. Elizabeth Warren Has Got It All Wrong ウォーレン議員の見間違い 【株式市場展望】 株主が経済問題の根本的原因であるというウォーレン議員の主張は完全な誤解

■ 投資家の影響を抑制する法案を提出

エリザベス・ウォーレン上院議員(民主党、マサチューセッツ州選出)は、経営幹部より株主を優先する米国の企業姿勢が過少投資や所得格差といった「米国経済が抱える問題の根本的原因である」と主張し、投資家の影響の抑制につながる法案を提示した。しかし、これは明らかに誤った考え方である。



先週発表された同上院議員の案に基づくと、米国の大手企業は「社会に対して有意な好影響」を生み出すことが義務付けられ、取締役会は、「株主が受ける金銭的利益と、企業活動によって影響を受ける人(従業員、サプライヤー、顧客など)、企業が拠点を置く地域、そして地域や世界レベルでの環境にとっての最善の利益」の両立が求められる。これらの両立ができない企業は告訴されるか、場合によっては法人登記を抹消させられる可能性もある。また、取締役会の40%以上は株主の代表者ではなく、従業員によって直接選出されなければならない。ウォーレン議員はこうした手法について、「ドイツの成功例を見習った」としている。

同氏の言い分によれば、(近視眼的と思われる)株主が過剰な株主還元を要求するせいで、企業は資金を投資

に振り向けられなくなる。そのため、株主の力を弱めることで投資が増加し、所得格差が是正され、マクロ経済が改善する。

ところが、同氏の考え方には基本的な誤りが少なくとも三つある。一つ目は設備投資に対する株主の考え方を誤解していること、二つ目は個別企業にとっての事実が全体にとっての事実ではないこと、そして三つ目はドイツは決して資本集約的で平等な社会ではないことだ。

■ 設備投資と株主還元は対立しない

株主価値とは、その企業の将来の利益総額の現在価値に等しいはずだ。そのため、株式市場は長期投資家に報いるようにできている。たとえ赤字企業であっても株価が驚くほどの割高なバリュエーションとなっているのは、株主が成長性を信じているからに他ならない。

それに、株主は企業改革につながる設備投資を他のステークホルダー以上に支持している。企業の利益が増加すれば自らのリターンに結び付くからだ。

対照的に、従業員、サプライヤー、地域コミュニティーは、最新の機械やソフトウェアに自分が取って代わられることを恐れる。株主が設備投資に反対するのは、それが無駄だと思われるときだけだ。

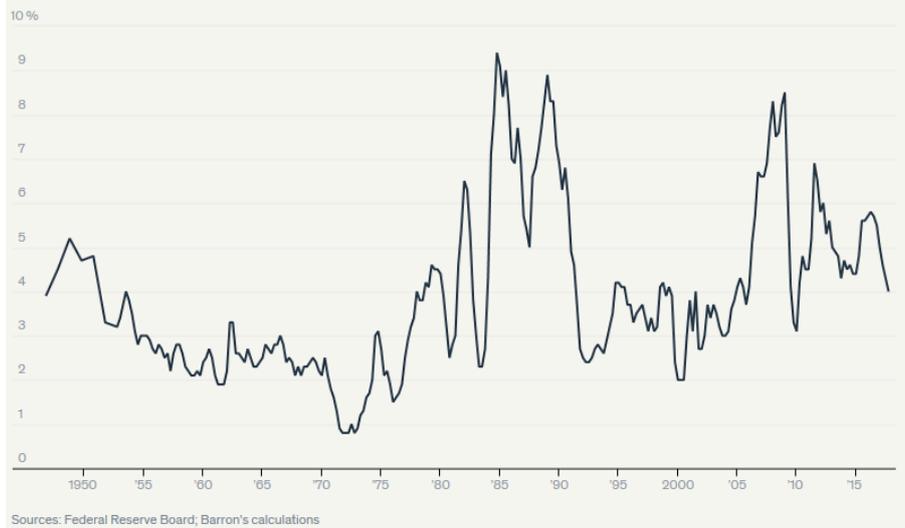
企業が賃金、設備投資、株主還元に充てることができる金額は、キャッシュフローや外部からの資金調達力次第である。借り入れた資金を工場建設と配当支払いでどのように配分するかは各企業が決めることだ。ウォーレン議員の指摘はそこにある。しかし、大局的に見るとそうしたトレードオフは消滅する。

なぜなら、ある企業の支出は別の企業にとって売り上げとなる。個人消費や設備投資は利益として企業に流れ、最終的に配当や自社株買いかとして株主に還元される。株主に還元された金は実体経済で消費され、企業利益となって新たな投資資金となるか、あるいは金融市場で再び投資され、設備投資を支える外部資金となる。

実際、企業投資と株主還元は対立するどころか並行する傾向にある。業績が好調な時、経営陣は長期プロジェクトと

Shareholder Rewards

Dividend payments minus net equity issuance divided by market value



Buybacks and Capex Go Together

Yearly change in nonfinancial corporate spending relative to gross value added

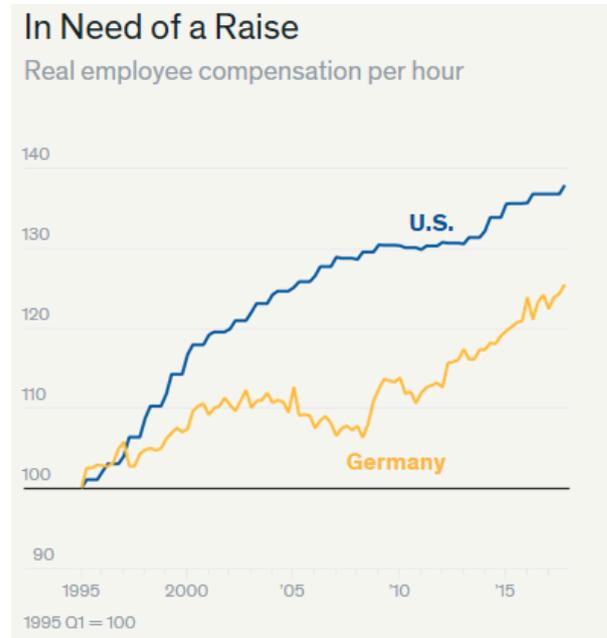


同時に株主還元にも積極的になる。1990年代以降のデータを見ると、企業が自社株買いと設備投資に充てた金額には強い相関関係があり、2000年代初め以降では、両者の金額は企業の生産高と同調している。

■ 成功事例とは程遠いドイツ経済

ウォーレン案ではドイツが成功事例とされているが、実際のドイツは、株主を軽視し、従業員の代表者を取締役に入れることと、ウォーレン氏が指摘する問題の解決との間にはほとんど関係がないことを示している。それどころか、過去数十年においてドイツは多くの指標で米国を下回っている。

ドイツ企業は「長期的」視点を持っていると思われるが、設備投資額は2000年以降一貫して米国企業を下回り、賃金上昇率も低い。そして何よりも、ドイツの世帯収入の平均値は大幅に上昇しているにもかかわらず、中央値は低下している。表面上は「ステークホルダー資本主義」をうたっているものの、ドイツは経済大国の中で最も格差が広がっている国の一つとなっている。



By MATTHEW C. KLEIN
(Source: Dow Jones)

7. Netflix Earnings: Where Accounting Meets Showbiz コンテンツ会計 【ハイテク】
Netflixの四半期決算が映し出すコンテンツ会計の問題、投資家への説明が重要に

■ キャッシュフローは大幅赤字でも利益を計上
動画配信大手のNetflix (NFLX) の2018年4-6月期決算では、加入者数の伸びがやや市場予想を下回ったとはいえ、新規加入者数は500万人、総加入数は1億3000万人に達し、純利益は前年同期比約6倍増の3億8400万ドル、1株当たり利益 (EPS) は0.85ドルとなった。株価が年初来で85%上昇しているとはいえ、投資家が同社の株に食いついていることは間違いない。娯楽・メディア大手ウォルト・ディズニー (DIS) と通信大手AT&T (T) がインターネットビデオ事業で追隨する中、ネット



フリックスの利益から目が離せなくなっている。

ネットフリックスの業績を詳細に調べる必要があるのは、同社が会計慣行の産物とも言える企業であるからだ。自社制作番組に巨額の資金を注ぎ込んでいるため、同社のキャッシュフローは大幅な赤字となっている。4-6月期には新規コンテンツに27億ドルを投じ、キャッシュフローは5億6000万ドル近い赤字となった。

■ コンテンツ費用の償却方法が利益率を大きく左右する

情報通の投資家ならご存知だろうが、ネットフリックスはキャッシュフローが赤字であるにもかかわらず損益計算書に利益を計上している。これは、会計原則がショービジネス企業に制作費の資産化を許容しているからだ。コンテンツの制作または買入れ費用はバランスシートに計上された後、減価償却費として一定期間にわたり費用計上される。償却期間は、費用がチケット販売、サブスクリプション、関連商品の販売などの予想売上高と釣り合うように設定される。

利益率は決算期における減価償却費から大きな影響を受けかねないが、特にネットフリックスの場合、著しい差異となることがあり得る。例えば4-6月期の利益率が予想を上回ったのは、コンテンツの減価償却費が18億ドルとなり、コンテンツ売上高28億ドルに占める割合が予想を下回ったためだ。

そこで筆者は、同社が証券取引委員会（SEC）に提出する報告書の中で償却期間慣行に関する文言を変えたことに着目した。2017年7-9月期まではコンテンツ資産の償却期間を「通常は6カ月から5年の間」としていたのに対し、2017年度の年次報告書では「それぞれの作品の使用可能な契約期間、推定使用期間、および10年間の中で最も短い期間」と説明されている。

同社は償却期間を5年から10年に倍増させたのだろうか。そうだとすれば、利益率に大きな差異をもたらすことになる。筆者が同社に問い合わせたところ答えはノーで、広報担当者は「文言の変更は基本的な方針と会計慣行の変化を示唆するものではありません」と回答した。

■ 投資家向けの説明を強化

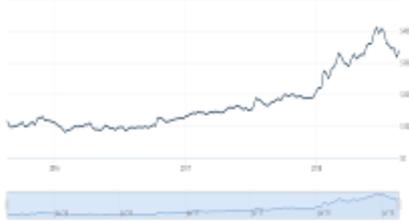
大半のエンターテインメント企業にとって、コンテンツ関連費用の償却に関する判断は極めて複雑である。ネットフリックスの場合、問題はさらに厄介だ。ディズニーや21世紀フォックス（FOX）といった伝統的な制作会社は映画やテレビ番組ごとに売上高を予測した後、作品の費用の償却スケジュールを設定する。ネットフリックスの加入者は視聴可能な全てのコンテンツに対して一定のサブスクリプション料金を支払うため、同社が特定の作品の売上高を決定することは不可能であり、特定のコンテンツ売上高に対する償却費を算定することもできない。

ネットフリックスがコンテンツ会計に関して多くの質問を受けていることは明らかで、投資家向けホームページの「投資家からよく受ける質問」のコーナーでこのことが説明されている。今年1月には、コンテンツ費用の会計報告に関する分かりやすい説明が盛り込まれたスライド資料集も掲載された。それによると、同社は償却を加速させており、ストーリーミングコンテンツ資産の90%以上が4年以内に償却されるという。償却スケジュールは実績と推定による視聴パターンに基づいており、四半期ごとに見直していると同社は説明している。

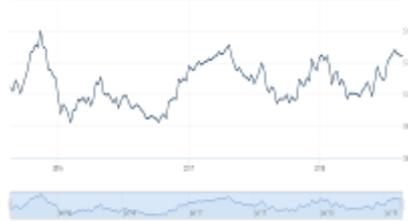
ネットフリックスのコンテンツ資産は4-6月期末時点で170億ドルに達し、ディズニーなど複数の企業がコンテンツに巨額の投資を行い、インターネットビデオ事業を構築しようとしている。エンターテインメント業界のコンテンツ会計の重要性は増す一方だ。

ネットフリックスは投資家に宛てた直近の書簡で、「コンテンツの制作会社や消費者にとって絶好の時代が訪れています」と宣言した。こうしたコンテンツの所有者にもこれから良い時代が訪れることを望みたい。

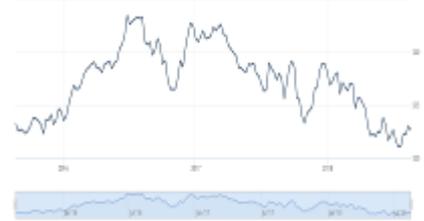
Netflix Inc. (NFLX)



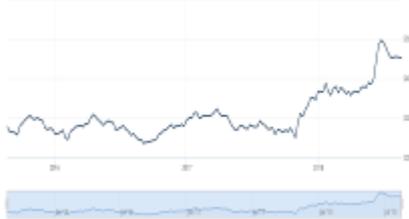
Walt Disney Co. (DIS)



AT&T Inc. (T)



21st Century Fox Inc. Cl A (FOXA)



チャートは3年

By BILL ALPERT
(Source: Dow Jones)

8. The Best Mutual Funds for Investors: Cheap and Boring 最適とは 【ファンド選択】 コストが低く変動が少ないファンドが最適

■ 経費などを除いた投資家向けリターンは当然低くなる
資産運用会社は、取引手数料や経費率の引き下げでファンドの魅力をアピールしているが、低コストのファンドで投資家の最悪の衝動を回避できる可能性がある。

モーニングスターが昨年発表した調査によると、分散型株式ファンドの 2016 年 12 月 31 日までの 10 年間における年率の投資家向けリターン（経費など控除後の投資家全体のパフォーマンス）は、コストが低い方から上位 20% のファンドでは 4.59% だったのに対してファンド自体では 5.83% で、1.2% ポイント以上の差があった。コストの高いファンドでは、ファンド自体のリターンが 4.34% だったのに対して投資家のリターンはわずか 1.78% で、約 2.6% ポイントの差があった。



この一つの説明は、費用の少ないファンドの投資家は他の投資家よりもスマートで、過度に取引しないということだ。また、コストの少ない投資戦略に対して投資家は比較的忍耐強いという意見もある。

アクティブ運用ファンドに投資する、パフォーマンスに動揺し易い投資家にとって、コストが高く変動が激しいファンドは鬼門だ。本誌はモーニングスター・ダイレクトに含まれているファンドの中から、過去 3 年、5 年および 10 年間でファンド自体のリターンが投資家向けリターンを 2% ポイント以上上回っているファンドをスクリーニングし、10 年間の差に基づいてランク付けした。

運用資産 28 億ドルのフィデリティ・アドバイザー・バイオテクノロジー C (FBTCX) のファンド自体の年率リターンは 15.4% だが、投資家向けリターンはわずか 6% だ。販売手数料がかかる C クラス受益証券の人気はないが、販売手数料が不要の受益証券クラス (FBIOX) でも 17.1% と 12.7% で、その差は大きい。

ジャナス・ヘンダーソン・グローバル・ライフ・サイエンス (JAGLX) や TCW エマージング・マーケット・インカム (TGEIX) のようなニッチのセクターファンド、さらにはマルシコ・フォーカス (MFOCX) やフランクリン・スモール・キャップ・グロース (FSSAX) のようなパフォーマンスの変動が激しい分散型

ファンドも上位となった。

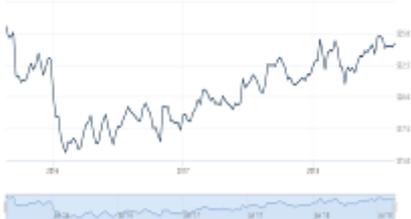
■ コストが低く、リターンが安定しているファンド

過去 10 年間で、2864 本のファンドで投資家向けリターンの方が低かった。一方で 557 本のファンドは投資家向けリターンの方が高かった。その差はバータス KAR スモール・キャップ・グロース I (PXSGX) が 16.1% ポイントと最大で、同ファンドのボラティリティは同種のファンドよりも低くなっている。

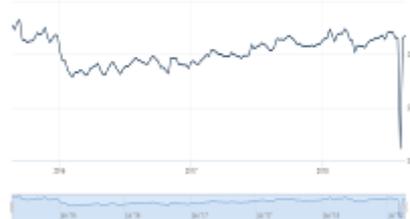
個人投資家向けでは、経費率が 0.19% と低いバンガード・トータル・ワールド・ストック・インデックス (VTWSX) のギャップはプラス 2.8% ポイントで 2 位。経費率が 0.15% のバンガード・ディビデンド・アプリケーション・インデックス (VDAIX) がプラス幅で 3 位、フィデリティ NASDAQ コンポジット・インデックス (FNCMX) が 4 位となっている。

557 本のファンドのうちの 129 本がターゲット・デート・ファンドで、大半が年金基金向けだけに販売されている。モーニングスターのラッセル・キネル氏は、「ターゲット・デート・ファンドが好調な理由は二つある。まず、人々は 401k に安定的に投資している。第 2 に、ターゲット・デート・ファンドは面白みに欠けるもので、パフォーマンスが良くても悪くてもわれわれは過剰に興奮しない」と語る。

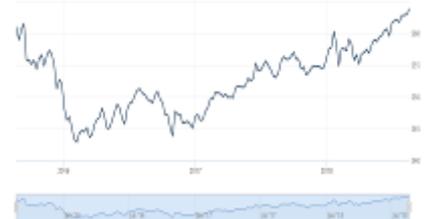
Fidelity Advisor Biotechnology Fund:C (FBTCX)



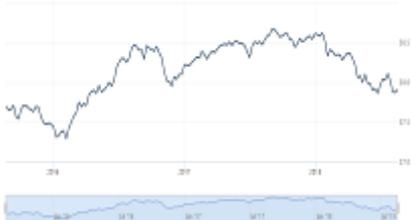
Fidelity Select Biotechnology Portfolio (FBIOX)



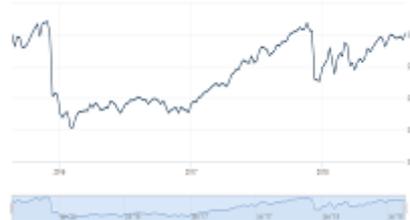
Janus Henderson Global Life Sciences Fund:T (JAGLX)



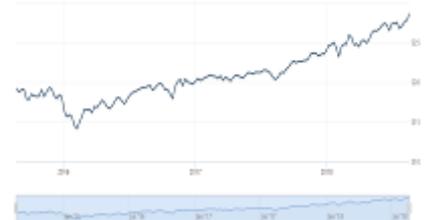
TCW Emerging Markets Income Fund:I (TGEIX)



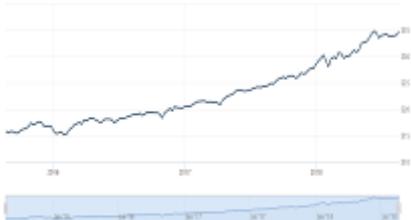
Marsico Focus Fund (MFOCX)



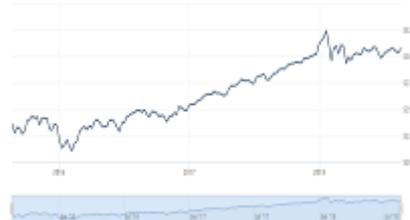
Franklin Small Cap Growth Fund:Advisor (FSSAX)



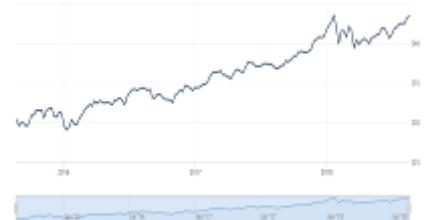
Virtus KAR Small-Cap Growth Fund:I (PXSGX)



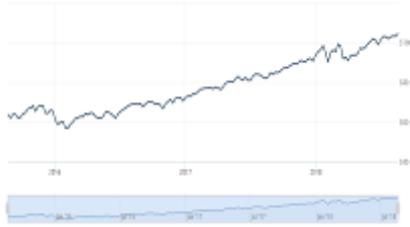
Vanguard Total World Stock Index Fund:Investor (VTWSX)



Vanguard Dividend Appreciation Index Fund:Investor (VDAIX)



Fidelity NASDAQ Composite Index Fund (FNCMX)



チャートは3年

By LEWIS BRAHAM
(Source: Dow Jones)

9. The Trader S&P500 指数が史上最高値を更新 高値警戒感はあるものの、セクター動向を見ると上昇基調は続きそう

【米国株式市場】

■ 週末に高値更新

ついに、である。1月26日から約7カ月たつて S&P500 指数はまた史上最高値を更新した。同指数は先週 0.9%上昇して 2874.69 の史上最高値で引け、主要株価指数は全て上昇し、ダウ工業株 30 種平均は 0.5%高の 2万 5790 ドル 35 セント、ナスダック総合指数は 1.7%高の 7945.98 となった。ナスダック総合指数も史上最高値を更新した。小型株のラッセル 2000 指数は 1.9%高の 1725.67 で週末を迎え、これも史上最高値だった。



S&P500 指数の場合、史上最高値を更新

するまでに確かに時間がかかった。ナスダック総合指数は 1月26日の高値を 3月に更新して、今年に入ってからの上最高値の更新回数は 26回を数えた。ラッセル 2000 指数は 1月23日の高値を 5月に更新したし、全米の株式にわたるウィルシャー 5000 指数も 8月8日に史上最高値を更新していた。

S&P500 指数が高値更新のパーティに遅れたのは、指数を構成するセクターの動きがまちまちとなったからだ。フェイスブック (FB)、アマゾン・ドット・コム (AMZN)、アップル (AAPL)、ネットフリックス (NFLX) およびアルファベット (GOOGL) のいわゆる FAANG 銘柄が値を飛ばしていた時期に他の銘柄の動きはさえず、生活必需品やヘルスケアおよび公益事業などがやっと上昇の波に追い付いてきた時には、フェイスブックやネットフリックスが業績懸念からさえない動きだった。しかし、先週になってほぼ全てのセクターの動きがそろい、一般消費財・サービス、情報通信が反発し、ヘルスケアの上昇は続き、素材やエネルギーも値上がりが続いた。

ウォルフ・リサーチのテクニカルアナリストであるロブ・ギンズバーグ氏は、S&P500 指数が遅れて高値を更新したことを前向きにとらえており、特に FAANG 銘柄の株価が伸び切った後に更新したことを重視している。同氏は「買いが集中していた銘柄が売られた後でも市場が値を保ったことは非常に良いサインで、相場の下値不安が少なくなってきている」と指摘する。

■ 高値警戒感

先週、株式市場が織り込むべきだった（無視しただけとの見方もあるが）材料を考えると、確かに強い動きだった。こうした材料には、米中間の貿易協議に進展が見られずに新たな関税が発効したことや、マイケル・

コーエン氏が8件の連邦法違反を認めたことを受けてトランプ大統領弾劾の可能性がニュースの見出しに踊ったこと、そして米連邦準備制度理事会（FRB）が3カ月ごととする利上げ路線に沿って利上げを行いそうだとの観測が高まったことが挙げられる。

しかし、全ての市場関係者が現状に安心しているわけではなく、ルーソルド・グループの最高投資責任者（CIO）のダグ・ラムジー氏は安値を付ける銘柄数を懸念している。8月17日に52週安値を更新した銘柄数はナスダック市場では10%に達したが、同氏によると52週高値と安値を記録する銘柄数が増えていることも不安材料だという。

ただし、上昇・下落銘柄数に関連するテクニカル指標の中でも騰落線のように堅調に推移しているものもあるため、過度に弱気になる必要はないとラムジー氏も述べる。同氏は市場の動向について、強気というよりも「分断している」と表現する方が良いと感じている。

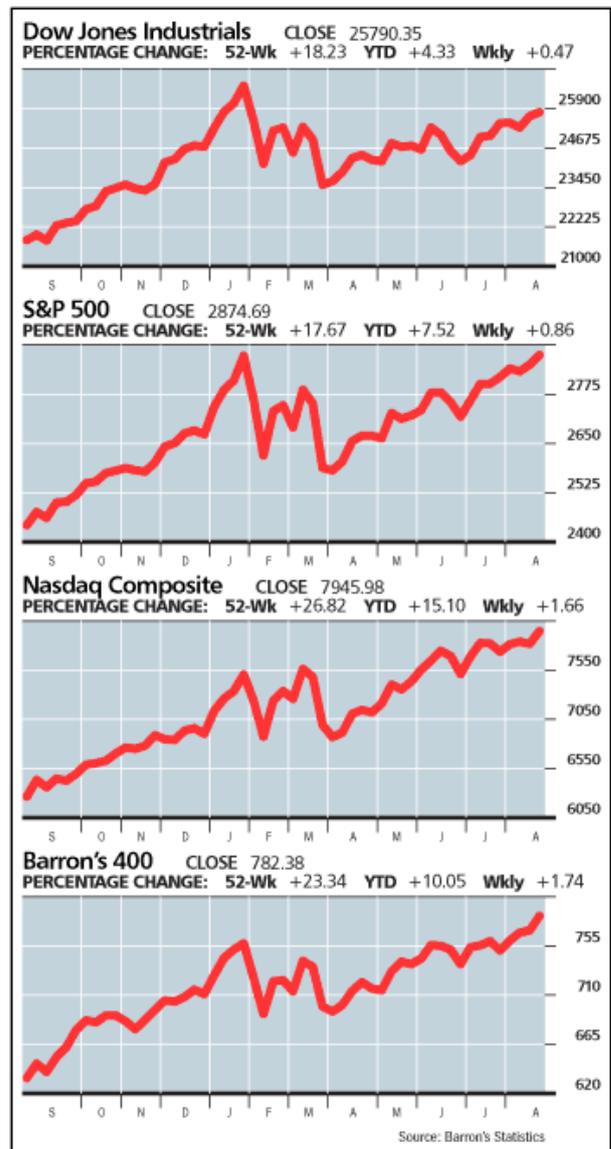
もし強気相場が本当に終わるのであれば、情報通信と一般消費財・サービスセクターが本格的にアンダーパフォームを始めた時だろう。両セクターとも今回は反発して、ドットコムバブルの時や、2007年の金融株のように市場を高値に導いた。

ラムジー氏は「これらの両セクターからディフェンシブセクターに相場のけん引役が移った場合は、サイクルの終わりになるだろう」と述べる。まだそこまでは行っていないようだが、史上最高値の更新は毎回それが最後になる可能性があることも覚えておくべきかもしれない。

■ **ヘルスケア・セクターの好調は始まったばかりか**
 今から健康的な投資先を探すのであれば、ヘルスケア・セクター以外は考えられない。少し前、例えば5月8日までの年初来パフォーマンスは政治による薬価引き下げ懸念などを受けて、S&P500指数のプラス0.6%と比較して2.4%の下落だったことを考えると、想像できないかもしれない。しかし、それ以降、上場投資信託（ETF）のヘルス・ケア・セレクト・セクターSPDR（XLV）は過去3カ月間で10%以上値上がりしており、その間で最も上昇したセクターとなっている。年初来で見ても3番目に良いセクターだし、上昇基調は始まったばかりだと思われる。

もちろんリスクもある。過去最高値付近まで値上がりして高値警戒感があるほか、トランプ大統領が薬価引き下げに固執しているからだ。しかし、ノバルティス（NVS）やファイザー（PFE）が薬価を引き上げなかったことに対して大統領が謝意を示したことや、アレックス・アザー米保健福祉長官が中間業者に注目していると述べたことから、ヘルスケア・セクター全体に対する懸念は行き過ぎのようだ。

モルガン・スタンレーのアナリストであるデービッド・ライジンガー氏が、大手製薬会社が薬価引き上げなしでも業績が堅調だったことを好調な要因と考えているほか、RBCキャピタル・マーケットで米国株戦略の責任者を務めるロリ・カルバシーナ氏は、S&P500指数の同セクターに含まれる銘柄の90%が1株当たり利



益（EPS）と売り上げの両方で市場の予想を上回っており、この比率は第2位の情報技術セクターをしのいで全セクターで最も高いと指摘する。

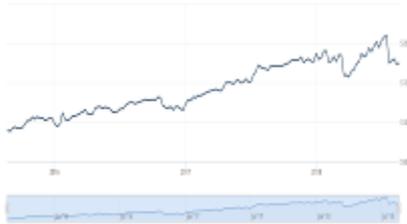
ここまでの上昇にもかかわらずバリュエーション面でも割高感はなく、12カ月予想利益に基づく株価収益率（PER）は16.1倍で市場全体の16.7倍を下回り、相対的なバリュエーションは過去の平均よりも割安水準にある。

ヘルスケア・セクターの中では、過去の平均 PER を上回っている医療機器のサブセクターよりも、過去平均と比較して20%の割安水準にある医薬品のサブセクターが注目される

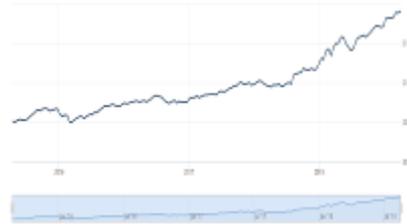
ただし、大手医薬品メーカーの中ではメルク（MRK）、ファイザーおよびイーライリリー（LLY）などは最近の上昇率が大きかったため高値警戒感が強まっている。そうした中、アラガン（AGN）は対子宮出血薬が米食品医薬品局（FDA）の承認を得たほか、偏頭痛薬や抗うつ剤などのパイプラインもしっかりしている。株価はこの1カ月で6.2%上昇しているが、これまでの業績やパイプライン、およびアクティビストが株式を購入していることを勘案すると、ヘルスケア・セクターの中では注目すべき銘柄だと考える。



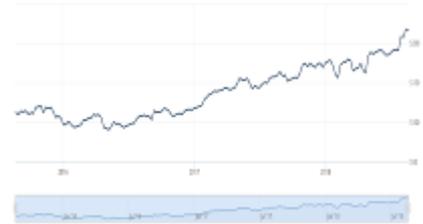
Facebook Inc. C1A (FB)



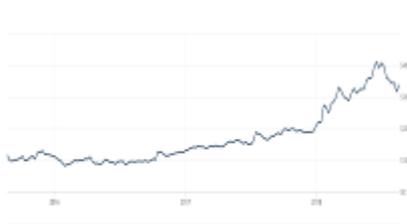
Amazon.com Inc. (AMZN)



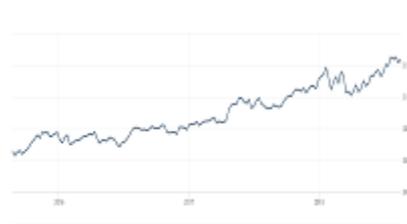
Apple Inc. (AAPL)



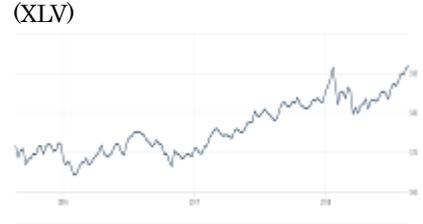
Netflix Inc. (NFLX)



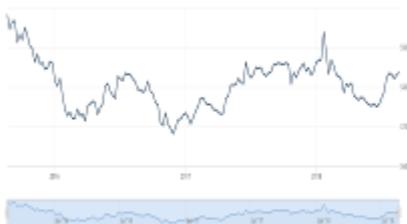
Alphabet Inc. C1A (GOOGL)



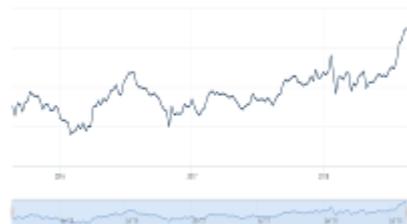
Health Care Select Sector SPDR ETF (XLV)



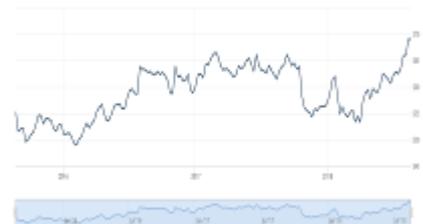
Novartis AG ADR (NVS)



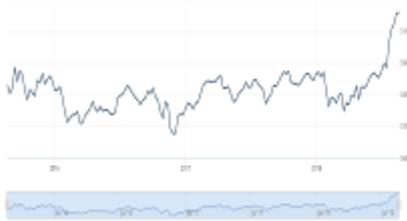
Pfizer Inc. (PFE)



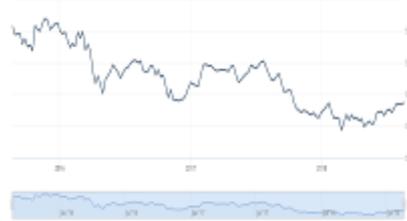
Merck & Co. Inc. (MRK)



Eli Lilly & Co. (LLY)



Allergan PLC (AGN)



チャートは3年

By BEN LEVISOHN
(Source: Dow Jones)

10. Preview 今週の予定 ウェイモの企業価値はどのくらい？

【経済関連スケジュール】

■ 自動運転技術の将来性

時価総額が1兆ドル規模の企業にとってたったの750億ドルとは何の話かと思うかもしれない。これは、アルファベット（GOOGL）傘下の自動運転システム開発会社「ウェイモ」を分析した2社のリサーチチームの計算によるバリュエーションの差である。



エバーコア ISI のアナリストは、ウェイモの現在価値を1000億ドルと見積もる。これは、約510億ドルのゼネラル・モーターズ（GM）と約540億ドルのテスラ（TSLA）の合計に近い値で、まだ研究と試験を行っているだけの事業と、多様な課題に直面している新技術に対する評価としては悪くない。しかし、そんなエバーコアも、モルガン・スタンレー（MS）に比べると控えめにみえる。同社による評価は、75%増しの1750億ドルだ。

価値の算出に当たり、エバーコアは、ウェイモの自動運転車によるタクシーサービスに重点を置いた。既存の配車サービス大手のウーバーとリフトよりも25%割安な料金で、200億ドルの米国のタクシー市場を拡大させる可能性がある。過去5年間で、ウーバーとリフトは価格を約20%引き下げることで従来のタクシー市場を4倍にした。エバーコアは、「自動運転車によるタクシーサービスで同様の変化が起こらないはずはない」と考え、2022年までにウェイモの年間売上高が10億ドルに達し、2025年には100億ドルまで増加する可能性があると予測している。

一方、モルガン・スタンレーのアナリストは、三つの潜在的なビジネス分野（自動運転車によるタクシーサービス、物流における最終区間（ラストマイル）の配達、技術ライセンス供与）に基づいてウェイモの現在価値を分析した。モルガン・スタンレーでは、2040年には、1マイル当たり70セントを稼ぐウェイモのロボットタクシーが1600万台に達すると予想し、その潜在価値を800億ドル超とみている。しかし、これは最も大きな収益源ではない。同社のアナリストによると、地元の小売店からの商品の配達で、さらに900億ドル超の価値を見込んでいるという。

By NICHOLAS JASINSKI

■ 今週の予定

8月27日（月）

- ・ 航空機器メーカーのハイコ（HEI）が四半期決算を発表。
- ・ 8月ダラス連銀製造業景況指数発表。29と予想され、32.3だった前月を下回る見通し。
- ・ 製薬大手ファイザー（PFE）が、ミュンヘンで開催される欧州心臓病学会で心筋症治療薬「タファミジス」の臨床試験データの説明を行う予定。

- ・ 英国はサマーバンクホリデーのため、ロンドン証券取引所は休場。

8月28日(火)

- ・ カナダのモントリオール銀行(BMO)、同国のノバスコシア銀行(BNS)、家電販売大手ベスト・バイ(BBY)、企業向けファイル共有サービスを手掛けるボックス(BOX)、靴・アクセサリ小売りのDSW(DSW)、税務申告代理サービス大手H&Rブロック(HRB)、自然食品・ボディケア用品を製造・販売するヘイン・セレスティアル・グループ(HAIN)、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)、貴金属・宝飾品大手ティファニー(TIF)が四半期決算発表。
- ・ 製菓大手ハーシー(HSY)が2018年アナリストデーを開催。
- ・ バイオ医薬品大手アムジェン(AMGN)が、欧州心臓病学会で、メタボリック症候群および心血管の疾患に対する「レパーサ」の有効性に関するデータを発表。
- ・ 8月リッチモンド連銀製造業景況指数発表。7月の20を下回る18.5と予想される。
- ・ コンファレンスボードが8月消費者信頼感指数発表。7月の127.4からやや低下するとみられる。

8月29日(水)

- ・ 蒸留酒製造大手ブラウン・フォーマン(BFB)、アパレル大手PVH(PVH)、顧客情報管理サービス大手セールスフォース・ドットコム(CRM)が四半期決算発表。
- ・ 米証券ジェフリーズが2日間にわたりシカゴで開催する「半導体・ハードウェア・通信インフラサミット」の最終日。オランダの半導体製造装置メーカーASMLホールディング(ASML)、液晶用ガラス基板大手コーニング(GLW)、パソコン大手HPインク(HPQ)といった企業の参加が予定されている。
- ・ 全米不動産協会(NAR)が7月中古住宅販売成約指数発表。コンセンサス予想は前月比0.4%の上昇。
- ・ 前回の米大統領選で一時トランプ陣営の選挙対策本部長を務めたポール・マナフォート被告をめぐる裁判で、起訴された18の罪状のうち、評決に至らなかった10件について、審理を担当するT・S・エリス判事に再審を求めるかどうかを連邦検事が判断する期限。8件については有罪の評決が下されている。

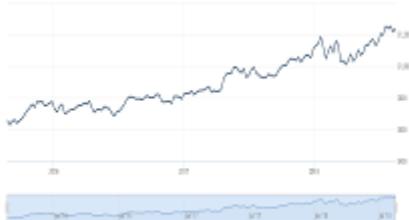
8月30日(木)

- ・ 食品大手キャンベル・スープ(CPB)、医療器具メーカーのクーパー・カンパニーズ(COO)、ディスカウント小売りチェーンのダラー・ゼネラル(DG)、同業のダラー・ツリー(DLTR)、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)、カナダの銀行持ち株会社トロント・ドミニオン・バンク(TD)、化粧品小売りチェーンのアルタ・ビューティ(ULTA)が四半期決算を発表。
- ・ 7月個人所得・個人支出発表。いずれも、前月比0.4%増となる見通し。
- ・ 米連邦準備制度理事会(FRB)が物価の指標として重視するPCEデフレーターは、前年同月比2.2%の上昇だった6月に対し、7月は2.3%の上昇が予想され、食品とエネルギーを除くコアPCEデフレーターは、6月の前年同月比1.9%の上昇に対し、2.0%の上昇が予想される。

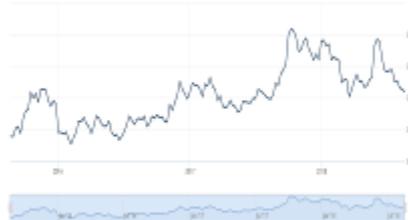
8月31日(金)

- ・ 韓国銀行(中央銀行)が政策金利を発表。
- ・ 8月シカゴ購買部協会景況指数(PMI)発表。エコノミスト予想は63で、7月の65.5を下回る見通し。
- ・ 格付会社フィッチが、債務問題を抱えるイタリアの信用格付けの見直しを実施。

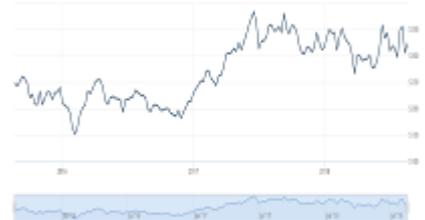
Alphabet Inc. Cl A (GOOGL)



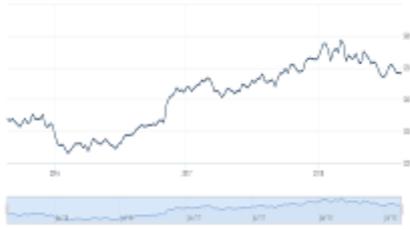
General Motors Co. (GM)



Tesla Inc. (TSLA)



Morgan Stanley (MS)



チャートは3年

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

2018年 特集記事年間予定表

Special News Reports

January

1 Top Income Ideas
8 Mutual Funds/ETF Funds Quarterly
15 The Barron's Roundtable, Part I: The Economy
22 The Barron's Roundtable, Part 2: Stocks Picks

February

5 ESG Roundtable
12 Barron's Favorite CEOs
26 Technology Roundtable

March

5 Robo-Advisors and Online Brokers
12 America's Top 1200 Advisors: State by State
19 Retirement Quarterly
26 Barron's Penta

April

9 Mutual Funds/ETF Funds Quarterly
16 Energy Roundtable
23 America's Top 100 Financial Advisors
30 Big Money Poll: Mid-year update

May

7 Most Responsible Companies
14 Retirement Quarterly
21 Healthcare/Biotech Roundtable
28 Technology Cover Story

June

11 America's Top 100 Women Financial Advisors
18 Barron's Penta
25 Mid-Year Roundtable

July

9 Mutual Funds / ETFs Quarterly
16 Best Performing Hedge Funds
23 Currency/Bitcoin Roundtable

August

13 Technology Cover Story

September

10 Retirement Quarterly (Health & Wealth Roundtable)
17 America's Top 100 Independent Financial Advisors
24 Barron's Penta

October

8 Mutual Funds/ETFs Quarterly
15 Emerging Markets Roundtable
22 Big-Money Poll: Barron's Survey of U.S. Money Managers

November

5 Retail Roundtable
12 Technology Cover Story
19 Retirement Quarterly

December

3 Where to Invest in 2019
10 Barron's Penta



THIS WEEK'S MAGAZINE

BARRON'S COVER

1. The Videogame Industry Reaches for the Cloud
How streaming could provide a boost to the profits of game makers like Electronic Arts and challenge console manufacturers.

FEATURE

A Cloud Gaming Upstart That Fell to Earth
Steve Perlman looks back at his streaming game service OnLive.

FEATURE

2. The Secret Club for Value Stock-Picking
The Value Investors Club brings together partners at hedge funds with individual investors. The price of admission? Great stock picks.

INTERVIEW

3. Why Dan Chung Likes Microsoft, Puma, and Roper Technologies
The Fred Alger Management CEO discusses stocks that are winning big in Internet 3.0

MUTUAL FUND PROFILE

4. From Tencent to Australian Wine, This Fund Finds Winners
PNC International Equity's Martin Schulz buys growth stocks in "value" markets.

INCOME INVESTING

The Easy Way to Buy Bonds
Corporate "baby bonds" come in \$25 increments and trade just like stocks. They carry nice yields, too.

UP AND DOWN WALL STREET

5. Stocks Weather the Political Storm
Despite the swirl of bad news about Trump associates, markets close at or near highs.

UP AND DOWN WALL STREET

Italy's Bond Woes Could Still Roil Global Markets

STREETWISE

6. Elizabeth Warren Has Got It All Wrong

TECHNOLOGY TRADER

7. Netflix Earnings: Where Accounting Meets Showbiz

THE ECONOMY

Greece's "Bailout" Was a Disaster for Greece

FUND OF INFORMATION

8. The Best Mutual Funds for Investors: Cheap and Boring

THE TRADER

9. S&P 500 Gains 0.9% to Break Its Record—at Last

TRADER EXTRA

Why Health Care's Rally May Be Just Getting Started

THE STRIKING PRICE

How to Catch an Emerging Market Rebound

COMMODITIES CORNER

Healthy Eating, Surging Production Kill Sugar Prices

REVIEW

Can Footwear Stocks Jump Higher?

PREVIEW

10. What's Waymo Worth?

FOLLOW UP

Glaxo's Recovery Is Likely to Continue

FOLLOW UP

Don't Be Tempted by L Brands' Fat Yield

INTERNATIONAL TRADER - EUROPE

Carlsberg Brewing Better Profits, Stronger Stock Price

EMERGING MARKETS

Tencent Looks Like a Buy After Its Drop
The Chinese online game and payment giant's growth and profit prospects outweigh its current woes.

MARKET WATCH

The Interminable Bull
Thoughts on an aging bull market and three other commentaries on markets and the economy

RESEARCH REPORTS

Walmart Closes 77% Stake in India's Flipkart
Plus, reports on AT&T, TJX, Best Buy, Frontline, and Splunk

13D FILINGS

Starboard Wants to Help Symantec Grow
Plus, 13-D filings from LaSalle Hotel Properties and nine other companies

MAILBAG

Letters to Barron's
Letters on blockchain, BBB-rated bonds, CEO departures, quarterly reporting, and ESG investing

『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8月27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