

Dow Jones Weekly Newsletter

バロonz 拾い読み
& ダウ・ジョーンズ ニュース

DOW JONES

THIS WEEK'S MAGAZINE Week of November 19

1. **40 Years of the 401(k)** 40 周年を迎えた 401k の長所・短所と今後→ P.2 【確定拠出年金】
大きなメリットをもたらした一方、加入資格などに課題が残る
2. **These Retailers Are Set to Thrive This Holiday Season** 年末商戦の勝者→ P.5 【小売株】
攻勢に転じたコールズ、ターゲット、ホーム・デポ、ティファニーに注目
3. **4 Stock Picks by an Early Fan of Apple** フリーキャッシュフロー重視→ P.8 【インタビュー】
早期にアップルを選好していたデービッド・パール氏の厳選 4 銘柄
4. **The Pension Myth and the Financial Realities** 年金の神話と現実→ P.11 【年金】
以前はそれほど恵まれておらず、現在はそれほど悪くはない
5. **Up and Down Wall Street** 利上げ一服か?→ P.13 【コラム】
FRB が利上げしない可能性 カリフォルニア州の山火事の経済的負担
6. **Goldman Sachs in Malaysia** 1MDB 汚職事件→ P.15 【株式市場展望】
米司法省が 1MDB 汚職に関与したゴールドマンの元行員 2 人を起訴 株価は 12% 超の急落
7. **Time to Shop for ETFs Focused on Retailers** 小売りセクターETF に注目→ P.16 【ETF】
ブラックフライデーを控え小売株 ETF を検討、オンライン VS 実店舗をどう見るか
8. **A Better Approach to ESG?** より良いアプローチ?→ P.18 【ESG 投資】
ESG 投資の新たな定義を導入したゴールドマン・サックスのファンド
9. **The Trader** NY ダウの大幅上昇にも利上げと貿易問題の影→ P.20 【米国株式市場】
中間選挙終了だけでは不透明感は消えず、上抜けには材料不足か
10. **Preview** 今週の予定→ P.23 【経済関連スケジュール】
決算資料と株価に関する豆知識

※ 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. 40 Years of the 401(k) 40 周年を迎えた 401k の長所・短所と今後 大きなメリットをもたらした一方、加入資格などに課題が残る

【確定拠出年金】

■ 401k の歴史

40 年前、米議会は 1978 年歳入法を可決し、内国歳入法第 401 条に第 k 項を追加した。投資信託協会 (ICI) によれば、今や確定拠出年金制度 (401k) の有効加入者数は 5500 万人に上る。合計口座残高は 5 兆ドル以上だ。ICI のポール・スコット・スティーブンス会長兼最高経営責任者 (CEO) は、「多数の退職者を抱える大国としては、米国は非常にうまくいっている。これは過去 40 年間の 401k の歴史に大きな関係がある」と述べる。



しかし、401k は完璧には程遠い。特に問題なのは、投資判断を個人に任せていることである。投資顧問会社リバランス IRA のマネジングディレクターであるミッチ・タックマン氏は、「病院に行ったら、体質に合わせて自分で薬を選べと言われるようなものだ」と語る。さらに、米国の主要な貯蓄制度であるにもかかわらず、401k を利用できない人々の割合は上昇している。シュワルツ経済政策分析センターのテレサ・グラードウチ氏によれば、現在の 401k 対象者の割合は 50%を下回る。

確実に言えるのは、401k が資産運用会社に大きな恩恵を与えたことだ。今や、401k は金融サービス業界で最大の部分を占める。米国ミューチュアルファンドの運用資産額の約 3 分の 1 は 401k である。401k の創始者といわれる元コンサルタントのテッド・ベナ氏は、「フィデリティやバンガードは、401k によって巨大金融機関になった」と述べる。

1978 年、当時 36 歳のベナ氏は、税法の新規定が同氏の顧客向けプランに与える影響について検討していた。第 401 条第 k 項では、従業員が所得税を課されずに拠出を行うには、59 歳半に達するまで、困窮時を除いて引き出しをしてはならない。さらに、給与額が高い従業員の拠出額に対して、他の従業員の拠出割合に基づく上限が課されている。

ベナ氏が 401k を考案したのは、米国の退職金制度を変革するためではなく、高給取りの経営幹部と他の従業員の利害を調和させるためだった。同氏の解決策は、従業員の賞与を繰り延べ、課税前の拠出額を給与から天引きする一方、企業も資金の一定割合を拠出するというものだ。ちなみに、当時の内国歳入庁 (IRS) が定める従業員の拠出限度額は 4 万 5475 ドルだった。1982 年に 3 万ドル、1986 年に 7000 ドルまで減少したが、今年は 1 万 8500 ドルとなっている。

ベナ氏の提案は顧客の弁護士に却下されたが、同氏は自社の貯蓄制度を 401k に変更した。新制度は 1981 年 1 月 1 日に発効し、初の 401k となった。同氏は「当時の所得税率は 50%を超えていた。所得税課税前に拠出可能となれば、高給取りの経営幹部が 401k に興味を持つのは当然だった」と述べる。ベナ氏とは別に、多くの福利厚生専門家も第 401 条第 k 項を読み解き、独自の制度開発に取り組んでいた。

1981 年、IRS は拠出金の財源として従業員給与を減額することを認め、大企業による 401k の採用にゴーサインを出した。従業員福利厚生研究所 (EBRI) によれば、その後 2 年間で、大企業の約半数が 401k を導入し、または導入の検討に入った。当初、401k は従来の年金制度を補完する存在だったが、新たな会計規則の制定などにより、「多くの企業にとって確定給付制度は理にかなわなくなった」と EBRI のリサーチディレクターであるジャック・バンダレイ氏は述べる。

1980 年代末には多くの大企業が 401k を採用し、従業員にも好評を得ていた。バンダレイ氏は「401k は確定給付制度に比べて若い従業員を中心に人気があった。自分の口座残高の増加を確認できるため、従業員に

とって最も利益になる制度のように感じられたからだ。一方、確定給付制度は 50 歳未満の従業員にとって理解しがたいものだった」と語る。

■ 手数料率上昇と早期引き出しの問題

401k の人気が高まるにつれ、複雑性も増した。最初期の 401k では、従業員が選べる投資オプションは通常 2 種類だった。しかし、ICI と調査会社ブライトスコープの最新データによれば、2015 年時点で、大手の 401k は平均 29 種類の投資オプションを提供している。

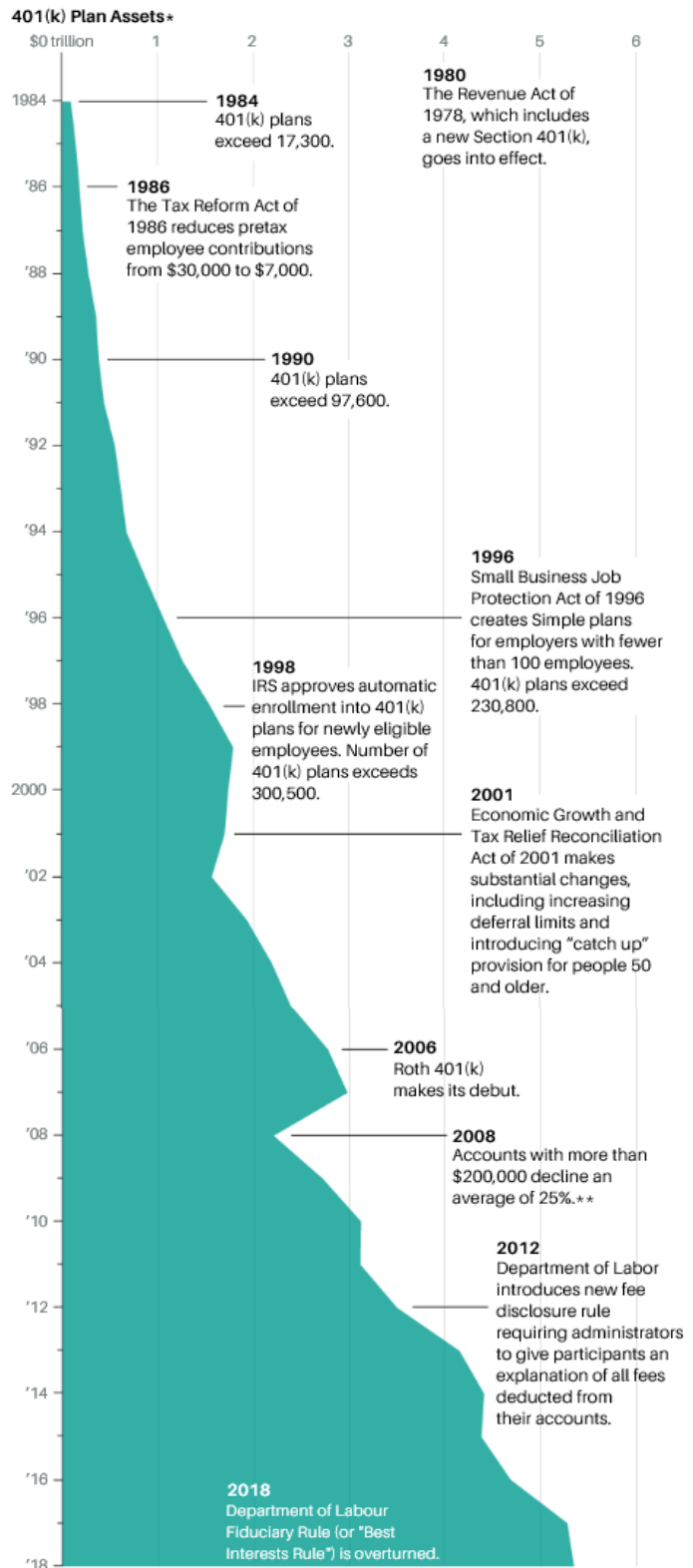
ベナ氏は、投資オプションの増加が手数料率の上昇につながったとみている。同氏によれば「401k 業界は投資業界に乘っ取られた」のであり、手数料率は当初の 0.1% から 1.0~2.5% に上昇したという。もっとも、価格競争を通じて手数料率は低下している。ICI とブライトスコープの最新データによると、2016 年の 401k における株式ミューチュアルファンドの平均経費率は、平均的な株式ファンドの 1.28% を下回る 0.48% で、2000 年の 0.77% から低下している。

一方、ターゲットデイト・ファンドの台頭は、投資家が自ら投資判断をしなければならないという問題の解決に役立っている。ICI によれば、401k プログラムの 80% がターゲットデイト・ファンドを提供しており、若い投資家を中心に幅広い支持を受けている。また、自動加入や、拠出金の自動増額に関する条項を通じて、従業員の貯蓄開始と拠出額増加が促されている。だが、401k には加入者が損をする選択肢がまだ存在する。

例えば、早期引き出しについて考えてみよう。EBRI のデータベースに基づく、401k の有効加入者の中で、1 年間のうちに早期引き出しを行うのは 5% 未満にすぎない。ここでのキーワードは「有効」だ。貯蓄を取り崩す可能性が最も高いのは、従業員が企業を退職し、「有効」加入者でなくなる時である。イー・トレード・ファイナンシャルの調査によれば、転職の可能性が高い年齢である 18~34 歳の投資家の約 60% が、退職口座から貯金を引き出したことがあると回答した。

Pivotal Moments in the 401(k)'s History

Like most people, the 401(k) plan took 20 years to hit its stride. There have been many changes to these employer-sponsored retirement plans over the years, many of which have encouraged workers to contribute more. But it's the bull market that has been the biggest boon, helping assets in 401(k) plans reach \$5.3 trillion today.



*Total 401(k) plans and Other private-sector DC plans asset data through 2015 are from ICI tabulations of Form 5500 data from the US Department of Labor.

**Between January 1, 2008 and January 20, 2009

Sources: Investment Company Institute; Federal Reserve Board; Department of Labor; EBRI/ICI

ボストン大学退職研究所が 2015 年に実施した分析によると、401k における早期引き出しは退職資産の総額を 25%減少させる。そのため多くの人々が、従業員は困窮時を除いて退職まで貯金を引き出せないようにすべきだと主張する。しかし、ICI のスティーブンス CEO は、引き出しができない場合、加入者の拠出額が減少するという調査結果を示している。

早期引き出しを減らすもう一つの方法は、自動ポータビリティ制度を導入し、旧雇用者の下での 401k の残高が、新雇用者の 401k プログラムに自動的に移管されるようにすることである。このアイデアは、2017 年自動退職金制度法 (ARPA) において提案された。

■ 加入資格の問題、401k の今後

しかし、ARPA は、米国の労働者のうち推定 50%が 401k に加入できない問題には対応していない。ゲラードッチ氏は、「自動移管などの制度改正によって、仕事と生活が安定している人は一段と有利になった」と述べる。401k は、退職金制度の対象者をパートタイム労働者、フリーランス、小規模企業の従業員などに広げるという課題を解決していない。ピュー慈善信託によれば、従業員が 5~250 人の企業のうち、退職貯蓄制度を定めているのはわずか半分強の 53%である。

確かに、誰でも個人退職勘定 (IRA) を利用することはできる。しかし、全米退職金制度加入者協会のローリー・ローリー会長は、雇用者が提供するプログラムの方が、退職貯蓄が行われる可能性は 15 倍高いと述べる。同氏は「401k が生まれた時代と現代では、人々の働き方が大きく異なっている。現在は転職の頻度が大幅に高まっている上、新たな雇用形態も生じている。過去 10 年に発生した雇用の約 100%が、従来型の雇用契約によらないか、フルタイムではない仕事である」と指摘する。

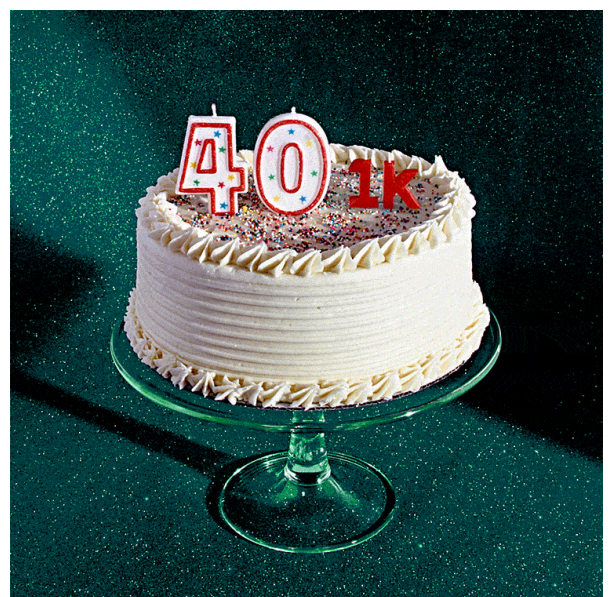
シュワルツ経済政策分析センターによれば、ミレニアル世代の 66%が、退職貯蓄制度に加入できないため退職貯蓄額がゼロであると回答している。しかし、ゲラードッチ氏がそれ以上に懸念しているのは、制度が現状のままだった場合、中流階級の米国人の 40%が 65 歳までにほぼ貧困状態になることだ。

ベナ氏が 401k について唯一後悔しているのは、ごく一部の人々が非常に裕福になる代わりに、複雑過ぎる制度によって加入者の手数料率が不必要に上昇したことである。一方、401k によって同氏自身が退職後も快適な生活を送っており、401k を考案したことで他人に感謝されているという。

同氏は、401k を白紙に戻す必要はないが、全ての雇用者に給与天引きによる 401k または IRA の提供を義務付ける、加入者に早期引き出しを禁じるなど、一部を変更すべきだと指摘する。さらに、退職時に一時金として受け取れる資産の割合に上限を設けると述べる。加入者の貯金の大部分は、年金として安定的に提供されるべきだと同氏は主張する。

一方、スティーブンス氏は、社会保障制度によって安定的な収入は既に提供されていると指摘する。同氏は、年金オプションを義務付ける必要はないと述べ、「提供するツールの種類や、ツールの使用に関する加入者の選択については、規制や政策の観点から見て中立的であることが重要だと考えている」と語る。

バンダレイ氏は、妥協策として、退職資産を年金で受け取ることを初期設定にする「自動年金化」を提案する。意思決定の自動化は、貯金の時期や金額などに影



響することが明らかとなっている。同氏は「あらゆる人が年金での受け取りを望むとは思わないが、一部の人は、社会保障以外にも退職後の所得の基盤を求めるだろう。『自動年金化』が、今後の 401k の唯一にして最大の変化になると考えている」と述べる。

By SARAH MAX
(Source: Dow Jones)

2. These Retailers Are Set to Thrive This Holiday Season 年末商戦の勝者 【小売株】 攻勢に転じたコールズ、ターゲット、ホーム・デポ、ティファニーに注目

■ 今年のホリデーシーズンは好調が予想される

小売業界にとって今年のホリデーシーズンの見通しが明るいことはほぼ間違いない。消費者景況感は 21 世紀になって以降の最高水準に達し、失業率は 1969 年以来の低水準にある。賃金はほぼ 10 年ぶりのペースで上昇しており、年末時点の住宅価格が昨年よりも上昇することは確実だ。株価は、10 月以降はさえないとはいえ、年初来では小幅に上昇している。



証券会社のエドワード・ジョーンズは、今年のホリデーシーズンの小売売上高が数多くの好材料に支えられ、前年比 5% 増となると予想している。これは過去 5 年の平均を上回るペースだ。その一方で小売企業はアマゾン・ドット・コム (AMZN) の成功から教訓を学んでいる。ジェフリーズで衣料品業界を担当するアナリスト、ランダル・コニキ氏は「ここ数年は守勢だった小売企業が攻勢に転じている」と見ており、「サプライチェーンのスピードを上げ、配達期間を短縮している」と指摘する。

そうした意味で、2018 年は小売企業にとって言い訳のできない年となっている。苦戦する店舗の問題は、経済あるいはアマゾンではなく自らにあるからだ。勝ち組を探し出すには、モールや独自の商品が多くない小売企業を慎重に見る一方で、デジタル戦略に精通した小売企業に強気な見方をするべきだ。

■ コールズとターゲットはアウトパフォームに向けた態勢が整っている

百貨店チェーンのコールズ (KSS) は弱点を長所に変えようとしている小売企業の好例だ。同社は顧客からオンラインで単品の注文を受けると (単品の注文は電子商取引を手掛ける小売企業にとって利益率を押し下げる大きな要因である)、同社のソフトウェアは顧客が追加品目の割引に魅力を感じる確率を即座に計算する。オンライン買い物カートを注文でいっぱいにする可能性の低い顧客に対しては、近隣の店舗に品物を取りにければ特典プログラムの一つであるコールズ・キャッシュを例えば 5 ドル進呈すると申し出る。それによってコストが削減され、来店者数と販売機会が増えることになる。

コンセンサス予想によると、同社の 2018 年通期 (1 月期) の既存店売上高は前年比 1.8% 増、1 株当たり利益 (EPS) は同 31% 増の 5.49 ドルとなる見通しだ。過去 2 年間のリターンは 45% でありながら、2018 年予想株価収益率 (PER) はなお 14 倍を下回っている。カウエンのアナリスト、オリバー・チェン氏はコールズをホリデーシーズンのトップピックとし、目標株価を 20% 超の上値余地に相当する 92 ドルとしている。同氏は、今年清算された大手百貨店ボントンの 190 店舗がコールズの店舗から 10 マイル以内にあったと指摘し、コールズの市場シェアが上昇する可能性があるとしている。

チェン氏は総合ディスカウントストアのターゲット (TGT) の投資判断を 11 月 7 日付で「アウトパフォーム」に引き上げ、目標株価を 10 ドル引き上げて 100 ドルとしている (現在の株価は 81 ドル)。同社は店舗外の駐車場でネット注文の商品を車から降りることなく受け取ることができるカーブサイド・ピックアップ

と呼ばれるサービスが好評で、対象店舗を昨年の約 50 店から 1000 店に拡大している。

同社はさらに、トイザラスの経営破綻に乗じて「玩具デパート」を数百店舗に展開している。また、アマゾンを実況して今年のホリデーシーズン中、注文から 2 日以内の配達を無料で実施する。2018 年度上半期にはデジタル経由の売上高は前年同期比 35%増を記録した。コンセンサス予想によると、今年度の既存店増収率は 4.9%、EPS 成長率は 15%となる見通しだ。

ウォルマート (WMT) も特に食料品のデジタル販売で成功を収めている。だが、ターゲットは顧客を引き付ける自社開発の独自商品で一步リードしている。投資家にとってターゲットの方が魅力的かもしれない。ウォルマートの過去 2 年間のリターンは 50%を超えているのに対し、ターゲットは 14%にとどまっているため、ターゲットの予想 PER はウォルマートより 30%以上割安な水準にある。両社のバリュエーションは過去 10 年にわたり似通った水準にあった。

■ 割高なバリュエーションに見合った価値を提供するティファニーとホーム・デポ

世界的に有名な宝飾品ブランドであるティファニー (TIF) の店舗数は数百店にとどまるものの、強力なキャッシュフローとの組み合わせにより、将来は売上高が拡大する可能性がある。同社は昨年からの新たな経営陣の下でアクセサリーおよび宝石類のデザインの近代化に取り組んでおり、2018 年度の既存店売上高は前年比 6.2%増、EPS 成長率は 17%と予想されている。

同社の株価は、売上高の 15%

Shopping for Store Stocks

The outlook for holiday sales is strong, but not all retailers will ring up gains.

Retailer/Ticker	Recent Price	Market Value (bil)	EPS Growth*	Forward P/E*	Comment
JOLLY					
Kohl's / KSS	\$71.25	\$12.2	31%	13.2	Winning with digital investments and rewards; has turned Amazon into an ally
Target / TGT	79.07	42.5	15	14.6	Trades at a deeper-than-usual discount to Walmart
Tiffany / TIF	105.89	202.9	17	21.9	New management, new designs and room to open stores
Home Depot / HD	175.90	42.5	31	18.0	Riding the housing recovery; a new exclusive deal to sell Stanley tools
SO-SO					
Walmart / WMT	\$97.39	\$13.0	9	20.2	Showing digital strength, especially in groceries, but shares look fully priced
Best Buy / BBY	66.61	18.6	15	13.0	Faces difficult comparisons with last year as TV prices fall
TJX Cos. / TJX	51.30	18.6	24	20.8	With retail inventories lean, closeout merchandise could become scarcer
HUMBUG					
J.C. Penney / JCP	1.34	0.4	NM	NM	No sign of a return to profitability soon
L Brands / LB	35.31	9.8	-18	13.4	Victoria's Secret is losing market share to more inclusive brands, like Aerie

Showing 11 to 14 of 14 entries

< 1 2 >

*Projected for current fiscal year; NM=Not Meaningful
Source: FactSet

以上を占める中国での減速をめぐる懸念によって 7 月の 140 ドルから直近では 104 ドルに下落している。オープンハイマーのアナリストであるブライアン・ネーゲル氏は、中国への懸念は正当化されるとしながらも、押し目買いを推奨する。今年夏に 27 倍のピークだった予想 PER は約 21 倍に低下している。

ホームセンターのホーム・デポ (HD) の場合、木材のような商品がアマゾンの脅威にさらされることはないが、工具のような小型の商品は標的である。そのため、人気の高いブランドを独占的に販売することが重要となる。

工具メーカーのスタンレー・ブラック・アンド・デッカー (SWK) は今年 10 月、ホーム・デポとの間でスタンレー・ブランドの工具と工具箱の独占販売契約を締結したと発表した。モルガン・スタンレーのアナリストであるシメオン・ガットマン氏は、スタンレーはインターネット上で最高評価を受けている工具ブランドだとして、より広範な視点で見ると、同社は住宅の数年に及ぶ回復の波に乗っていると指摘する。コンセンサス予想によると、2018 年の既存店増収率は 5.6%、EPS 成長率は 31%が見込まれる。同氏は今後 1 年の上値余地を 14%、配当利回りを 2.3%と予想する。

家電量販店チェーンのベスト・バイ (BBY) は過去 5 年間のリターンが 75%となり、かつての弱気な見方を食い止めた。背景には、テレビ販売の急増やアップル (AAPL) 製品の販売の好調が寄与したことがある。2018 年の既存店増収率は 4.2%、EPS 成長率は 16%と予想され、しかも予想 PER は 13 倍と魅力的に見える。

問題は、来年に幾つかの重要な順風が向かい風になる可能性があることだ。テレビの価格は低下しており、短期的には販売台数の増加が見込めるものの、長期的な売上高には結びつかない。しかもアマゾン最近、アップル製品を直接販売することでアップルと合意したと発表した。ベスト・バイは、サービス企業に変身し、スマートホームの導入を手掛け、技術サービスをオンデマンドで提供するための取り組みを行っているが、既存店の落ち込みを相殺するにはまだ未成熟かもしれない。

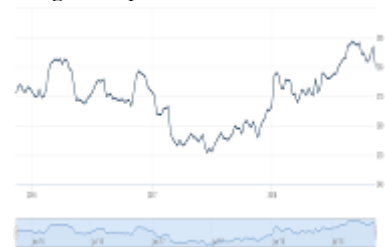
Amazon.com Inc. (AMZN)



Kohl's Corp. (KSS)



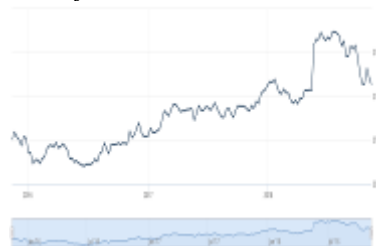
Target Corp. (TGT)



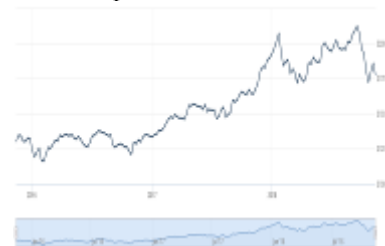
Walmart Inc. (WMT)



Tiffany & Co. (TIF)



Home Depot Inc. (HD)



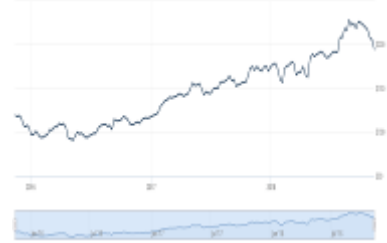
Stanley Black & Decker Inc. (SWK)



Best Buy Co. Inc. (BBY)



Apple Inc. (AAPL)



チャートは3年

By JACK HOUGH
(Source: Dow Jones)

3. 4 Stock Picks by an Early Fan of Apple フリーキャッシュフロー重視 【インタビュー】 早期にアップルを選好していたデービッド・パール氏の厳選4銘柄

■ エポック・インベストメント・パートナーズの共同創業者

エポック・インベストメント・パートナーズといえば、最高経営責任者（CEO）のウィリアム・プリースト氏が本誌ランドテーブルのメンバーであるため、なじみの読者もいることだろう。今回は、同社の銘柄選択の名人で、2004年にプリースト氏と共にエポックを創立したデービッド・パール氏に話を聞いた。両氏は、フリーキャッシュフローの増加こそが銘柄選びのポイントと考えている。



David Pearl

Q：中間選挙の結果で最も興味深かったことは何か？

A：現在の景気は非常に好調だ。消費者信頼感も高く、賃金も上昇し始めている。企業の景況感も好調で、景気減速を示す先行指標はない。減税による恩恵もある。議会のねじれで多少議事の停滞はあるだろう。しかし、政権側が規制に対する権限を有しているため、経済政策に関して大きな変化は起きにくい。中国との全面的貿易戦争になれば大変だが、そうなる確率は50%未満だ。カナダとうまくやれるなら、中国とも合意に達するだろう。株式市場は不安定だが、調整以降バリュエーションが魅力的になった。企業利益はまだ改善できるため、われわれは依然として比較的強気だ。

Q：長期的な株式リターンの予想は5～7%だが、好調な経済と関係しているのか？

A：2012年から2016年の間に株式市場は約100%上昇し、企業の増益率は年3%程度だった。連邦準備制度理事会（FRB）が全ての金融資産の価格をつり上げた。金利をゼロにすれば1ドルの投資の将来価値は実のところ高くなるため、株価収益率（PER）は11倍から19倍に上昇した。今や金利が上昇しつつあるため、PERは横ばいないし低下している。金利上昇中にPERの上昇は考えられないため、株価上昇はほぼ全て増益によるものとなる。その他に株主還元も貢献する。パッシブ投資はアクティブ運用にとって厄介な影響を及ぼしている。大半のインデックスファンドは時価総額加重になっているため、時価総額最大の10銘柄が並外れた影響を持ち、企業自体の良し悪しにかかわらずアウトパフォームする結果となっている。

Q：フリーキャッシュフローの定義は？なぜ重視するのか？

A：事業によって得たキャッシュの中で、事業継続上必要な義務的な設備投資や、負債や配当などの義務的支払いを除いた、裁量可能なキャッシュのことだ。ファクトセットのデータベース上のフリーキャッシュフローは、工場の稼働継続のためなのか新たな成長のための新規工場の建設のためなのかを区別できないため混乱が生じる。また、利益より多いフリーキャッシュフローが計上されることもある。会計処理は会社の収益性を隠してしまうことがある。全ての会社がルール通りに会計処理をすれば会社間の比較は可能だが、上

場企業の半数以上はルール通りの会計方法を採択しておらず、また毎年異なった調整を行ったりするため、同一の会社でも多年度の比較が困難だ。その点、フリーキャッシュフローは変更を加えにくい。キャッシュこそビジネスの基本だ。利益は何とでも操作可能なため、事業の健全性を測るにはキャッシュを見る方が正確だ。会社に直接的に調査していなければ、義務的支出か裁量的支出かを知ることは難しく、ウォール街のアナリストもフリーキャッシュフローの詳細にあまり時間をかけていないことが大半だ。

■ アップルは 2004 年よりさらに素晴らしい会社になった

Q：アップルに話を移そう。創業の 2004 年から投資しているが、現在の水準でも買うか？

A：買う。目標株価に近づいているが、資本還元を加味すれば 2 桁台のトータルリターンを得られるだろう。利益率も上昇を続けている。途中で一部売却や再投資もあったが現在も保有し続けている理由は、アップルは技術革新を継続し、非常に利益率の高い会社になっているからだ。保有期間中に市場に対してプレミアム付きの株価になったこともない。市場は常に懐疑的だった。アップルの利益の約 30%は経常的なサービス収入となっており、以前よりも優れた企業になっている。米国最大の音楽サービス提供会社であり、1 年以内にテレビも始めるだろう。腕時計型情報端末「アップルウォッチ」は目立たないヒット商品で、売上高は今やスイス時計業界全体を上回る。アップルがもう少し透明性を高め、株主配慮を強めてくれると良いと思うが、現在は配当や株主還元を行うなど改善されてきた。

■ 炭素繊維のヘクセル

Q：ヘクセル (HXL) はどうか？

A：炭素繊維などを製造しており、複占の航空機メーカー、ボーイング (BA) とエアバス (AIR.フランス) の新型機の全てに素材を提供している。炭素繊維はアルミニウムを代替して、機体を軽量化し、燃費を 25% 向上させる。今後は大半の飛行機で炭素繊維の機体が主流になる見込みで、ヘクセルは新工場建設への投資の時代から、ボーイングやエアバスへの販売から莫大なキャッシュフローが創出される時代に移行していくにつれ、次の 10 年間は 1 株当たりフリーキャッシュフローの方が 1 株当たり利益 (EPS) よりも速いスピードで成長していくだろう。そのフリーキャッシュフローをどう利用するだろうか？使用方法は 5 種類しかない。二つは成長のためで、再投資か買収だ。残り三つは、配当、自社株買い、債務の返済だ。目標株価は 76 ドル (金曜終値は 60.36 ドル)、PER は 21 倍、当社アナリスト試算によるフリーキャッシュフロー倍率は 16 倍だ。当社アナリストは実際に会社に問合せ、裁量的支出の内容を熟知している。非常に良い投資機会だ。

■ 金融銘柄の中ではモルガン・スタンレー

Q：金融銘柄はディスカウントされ過ぎと述べているが、どの銘柄を選好するか？

A：モルガン・スタンレー (MS) だ。大半の投資家は、MS もゴールドマン・サックス (GS) も似たような事業を行っていると考えているが、今やそうではない。MS は会社のリスク低減を実現し、世界最大の富裕層向け資産運用会社であり、最大の証券仲介会社であり、巨大な資産運用会社でもある。これら事業は収入の安定性が高い。利益の 3 分の 2 以上を占めるのは富裕層向け資産運用あるいは資産運用で、不安定で予測が難しいトレーディングや投資銀行業務からのものではない。加えて、金利上昇からも恩恵を得られる。1 年前はマネー・マーケット・ファンド (MMF) に手数料は請求できなかったが、今や請求できるようになった点は大きい。高い利率での貸し付けから得られる利益も多くなる。税金も多いため、減税の恩恵もある。PER は 9 倍だ。市場全体の PER は約 17 倍のため、同社への期待が低いことが伺われる。株価上昇余地は 25%とみている。約 60 ドルに上昇するのも非常に簡単なことだと思う (金曜終値は 44.13 ドル)。

■ 総合ヘルスケア企業に脱皮する CVS ヘルス

Q：最後にドラッグストアチェーンの CVS ヘルス (CVS) を選好する理由は？

A：CVS は医療保険会社のエトナ (AET) の買収をもうすぐ完了する予定で、米国内で最大級の総合ヘルスケア企業になろうとしている。規模的には医療保険会社のユナイテッドヘルス・グループ (UNH) に非常に近づく。CVS の PER は 11 倍と非常に低い。CVS は既に薬剤給付管理会社 (PBM) を傘下に持ち、今回の買収が完了すれば、競争優位性がより一層高まる。PBM との統合は薬剤のコスト低減に有利な状況にな

る。ワクチンなど予防医療も提供できる。既に（一定範囲内で診断・処方などができる）ナース・プラクティショナー（NP）も確保している。エトナの保険利用で、非常に便利に低コストでヘルスケアを提供することができる。従って、UNH に対してディスカウント価格で同業の企業を買えるというわけだ。メディケア（高齢者向け医療保険制度）は人口動態学的にみて非常に大きな成長事業だ。しかも現在のシステムではコストさえも各社で管理できる事業だ。買収が完了すれば、バリュエーションが上昇し、株価は 117 ドル程度になると考えている（金曜終値は 79.33 ドル）。

Apple Inc. (AAPL)



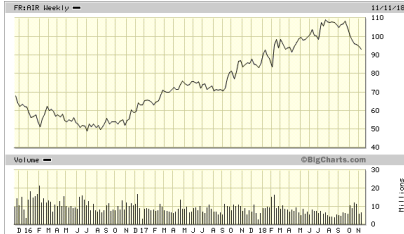
Hexcel Corp. (HXL)



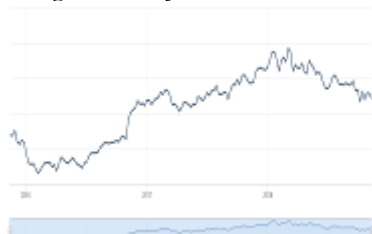
Boeing Co. (BA)



Airbus SE (FR:AIR)



Morgan Stanley (MS)



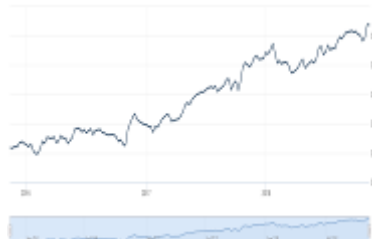
Goldman Sachs Group Inc. (GS)



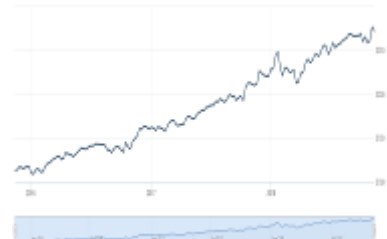
CVS Health Corp. (CVS)



Aetna Inc. (AET)



UnitedHealth Group Inc. (UNH)



チャートは3年

By BILL ALPERT
(Source: Dow Jones)

4. The Pension Myth and the Financial Realities 年金の神話と現実

【年金】

以前はそれほど恵まれておらず、現在はそれほど悪くはない

■ 昔の年金は良かったか？

かつて、勤勉な米国人は安定した年金制度によって快適で不安のない引退生活を送ることができると言われていた。しかし、実際の状況はそれほど甘いものではなかったし、現在の退職者が直面している状況は必ずしも以前よりはるかに悪いわけでもない。表面的には状況は以前から大きく変わっている。米国労働省労働統計局 (BLS) の数字によると、確定給付年金に加入している企業労働者の比率は 1980 年代半ばの 76% から現在ではわずか 13% に低下している。



現実には、引退生活の支えとなる年金を得るのに十分な期間、同じ会社で働く人は極めてわずかである。BLS のデータによると、1970 年代および 1980 年代において、従業員が退職時収入の 30% に相当する年金を得るために必要な勤務期間は 30 年であったが、1983 年における給与所得者の勤務期間の中央値はわずかに 5 年間であった (2016 年における数字とほぼ同じ)。

■ 年金制度の対象者は大幅に増加

シンクタンクの従業員福利厚生研究所 (EBRI) の元所長であるダラス・ソールズベリー氏は、「年金のある会社で働いているから十分な年金がある、という神話は以前には一般的な考え方で、人々は心配すべきなのに不安を感じず、貯蓄していなかった。今はそれほど危機的な状況ではなく、はるかに多くの米国人が退職のために貯蓄しており、実際に給付を得ている」と述べている。多くの企業が支出の抑制のために年金制度を確定拠出年金 (401k) に切り替えているのは事実である。こうして負担は従業員側に移管され、低所得の労働者や契約社員は取り残されることになった。しかし、プラスの面では、何らかの制度の対象となっている人の数は 1975 年の水準から 3 倍に増えている。

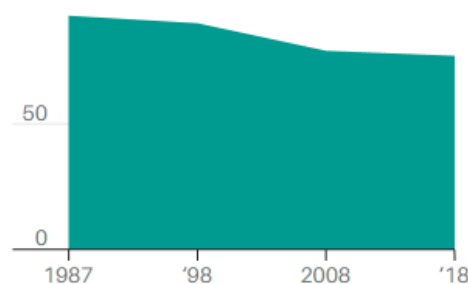
しかし、以前の方が引退生活は容易だったという見方は根強い。その一因は寿命にある。1980 年代と比較して平均寿命は男性で 5 年、女性で 3 年長くなっているが、大卒者の平均退職年齢は 66 歳近くと 1970 年代半ばから 1 年遅くなったにすぎない。もう一つの理由は、退職に備えた貯蓄のメカニズムにある。以前は年金基金が面倒をみていた数多くの投資の意思決定は今や労働者の責任となった。これによって、人々は以前よりも退職に注意を向け、多くの場合、不安を強めている。

退職後の期間を通じて長持ちするよう貯蓄から収入を得ることも難題である。「401k は老人の上着に 10 万

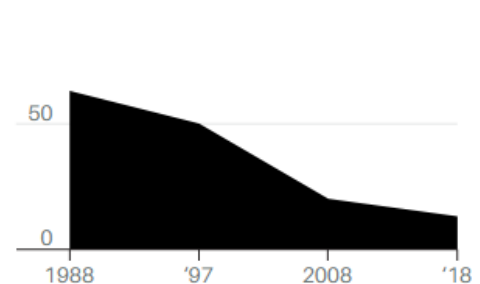
ドル分の現金を貼りつけ、投資入門のパンフレットを渡して、気を付けて行ってらっしゃい、と送り出すようなものであり、金が減っていくプロセスのこともまったく考えられておらず、正気の沙汰ではない。以前の年金ではここまで面倒がみられていた」と、ニュー・スクールのシュワルツ

Share of Workforce With Pensions

Public sector
100%



Private sector
100%



Source: Bureau of Labor Statistics

経済政策分析センターのテレサ・ゲラドゥッチ氏は述べている。

■ 退職後の引き出しが課題

金融サービス業界はこのステップを容易にするために、保証された収入を生み出す方法に取り組んでいる。多くの専門家は低コストの終身年金保険を推奨している。TIAA のインカム商品担当のシニアマネジングディレクターであるパトリック・ロウワン氏は「年金保険は新たな確定給付制度になる」と述べている。運用資産 1 兆ドルの TIAA は、教育関係者の年金を運用しており、同社の変額年金の加入者が終身の収入額の確定を望むかどうか決める前に 2 年間のトライアルができる「お試し制度」を導入している。

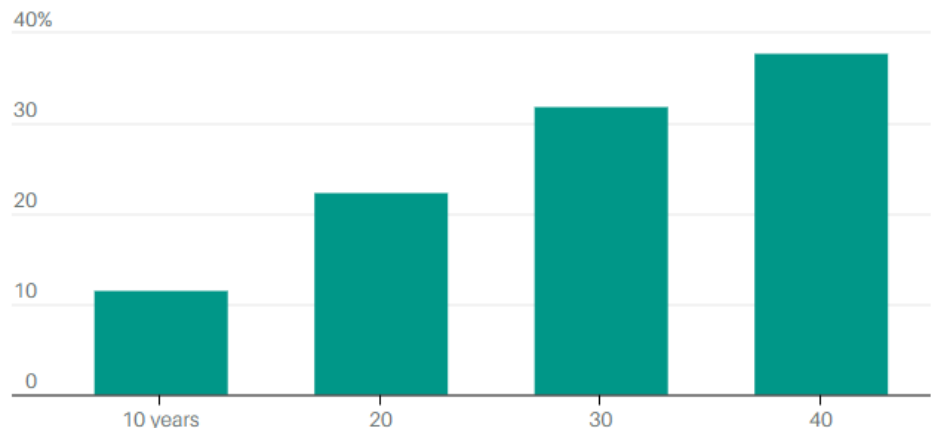
EBRI の最近の調査では、確定拠出年金の加入者の 80% が終身保証収入商品に関心を示しているが、実際の購入は進んでいない。障壁の一つは、シンプルな終身年金保険の利用については、健康状態や他の収入源を考慮した上で商品が適したものであるかどうかを判断するために、ファイナンシャル・アドバイザーの利用が必要になるという点である。調査では、ファイナンシャル・プランナーを利用している米国人はわずか 3 分の 1 であり、ソールズベリー氏はその比率は 10% 未満に近いとみている。

ソールズベリー氏は常に収入の年金保険化を「強く信奉してきた」と述べている。一つの方法は長寿保険である。必要となる一時払いの額は少なく、通常は 85 歳になるまで効力はない。ソールズベリー氏は、これらの商品を買う「最も効率的」な時期は 70 歳であるとしている。また、自分の虎の子を引き出して使うための適切な指針を求めている人々に対しては、70 歳半を超えた人に対する米国内国歳入庁 (IRS) の最低引出義務の計算式がよい目安になると述べている。同氏は「これが大体、どれくらいのペースで使うべきかという目安になる」と述べており、またこの計算式によって、生活を切り詰める必要があるとしても収入の枠を超えないことに留意するようになると付け加えている。

結局のところ、退職に関しては不変のことがある。つまり、人々は相変わらず貯蓄を増やし、支出を減らす必要があるということである。「子供の教育にお金を使って、限られた貯蓄で退職を迎えるというのは目新しいことでも、異常なことでもなく、何十年も前から変わらない。違っていることは、今やそれに関するデータがあるということだけだ」とソールズベリー氏は述べている。

Not So Sweet

The pensions of the past were certainly generous—in theory. In reality, few Americans worked long enough to get their full pensions. A 10-year tenure earned you less than 12% of your pay, and the median tenure for workers in the 1980s was just five years.



Sources: Bureau of Labor Statistics; EBRI

By RESHMA KAPADIA
(Source: Dow Jones)

5. Up and Down Wall Street 利上げ一服か？

【コラム】

FRB が利上げしない可能性 カリフォルニア州の山火事の経済的負担

■ 利上げ見送りか？

S&P500 指数は、中間選挙後に上昇した後に 14 日まで 5 営業日連続の下げで約 4% 下落した。木曜日と金曜日には上昇したものの、前週比では 1.6% の下落で週を終えた。米連邦準備制度理事会（FRB）の複数の高官が利上げの行き過ぎに関する潜在的な危険という市場のメッセージを受け取った兆候が示されたことが、市場の転換点となった。中国が追加関税回避のために貿易合意を望んでいるというトランプ大統領の金曜日のコメントも株式市場を押し上げた。



金利に対する圧力が低下している一つの兆候が、ユーロドルの先物市場にある。中間選挙前は 2019 年終わりから 2020 年初頭にかけての 25 ベーシスポイント（bp）の利上げが織り込まれていたが、中間選挙後にはそれが織り込まれなくなっている。つまり、短期金利のピーク到達が早まり、ピーク水準も株式市場が懸念していたよりも低くなる可能性があるということだ。また、FRB のドット・プロット（各委員が予想する金利水準）は 2019 年末までに 25bp ずつ 4 回の利上げを示唆しているが、4 回全てが実現しない可能性もある。

FRB のクラリダ副議長は金曜日の CNBC のインタビューで、FRB による 2～2.25% のフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標は、中立金利に近づいていると述べた。パウエル議長は 10 月に、政策金利は中立金利から程遠いと発言して市場を動揺させた。同議長は先週、米国外の景気減速、FRB の以前の引き締めによる遅延効果、および、財政刺激の効果の衰えによるリスクを認めていた。

1 回の 25bp の利上げが行われる公算は依然として高いとみられるものの、CME グループのフェドウォッチによるとその確率は 1 カ月前の 78.5% から 68.9% へ低下している。フィラデルフィア連銀のハーカー総裁は金曜日にウォール・ストリート紙に対して、インフレ率が FRB の目標を急速には上回っていないため、12 月の利上げを支持する用意ができていないと述べた。

社債市場も、投資適格債とハイイールド債の両方でひどい状況にある。ゼネラル・エレクトリック（GE）の社債は、恐らく株式以上に圧力を受けている。米国の社債市場は急拡大した一方、マーケットメーカーの数は減少し、流動性が悪化して価格のボラティリティが高まった。これは FRB にとって好ましくない状況だ。

■ 山火事のコスト

カリフォルニア州の山火事はまだ燃え続け被害も増加中のため、経済コストを考慮するのは不謹慎かもしれないが、無視もできない。コストは既に、影響を受ける企業の有価証券価格の低下に基づいて試算されつつある。また、保険会社や不動産保有者、さらには州・地方政府の予算におけるコストもあるだろう。その他、不動産価格に対する計算不可能な影響もある。

電力会社の PG&E（PCG）の株価は 15 日に 31% 下落して、5 営業日での急落が 62% を超えた。しかし、バンクオブアメリカ・メリルリンチが主催した投資家向けコンファレンスコールでカリフォルニア州公共事業委員会が、PG&E の破綻を望まないと示唆したとブームバークが報道したため、木曜日の引け後の取引で株価が上昇を始め、金曜日には前日比 38% 上昇となった。

独立系信用調査会社のギミー・クレジットを率いるキャロル・レベンソン氏は、PG&E が破綻を受け入れている可能性があるとしてレポートしている。特に、証券取引委員会（SEC）への報告書の中で、PG&E が回転信用枠を全て引き出しており、カリフォルニア州の山火事が発生した日に電力装置の故障報告書を作成してい

たことが開示されたため、なおさらである。

ムーディーズは木曜日に、PG&E の社債の信用格付をジャンク債の 1 ノッチ上となる Baa3 へ引き下げたが、社債の価格は既にジャンク債並となっていた。スタンダード・アンド・プアーズ (S&P) も、投資適格の最低段階である BBB へ引き下げた。

■ カリフォルニア州への影響

カリフォルニア州の財政には良いニュースと悪いニュースがある。独立系の公共財政分析会社であるナショナル・ミュニシパル・リサーチのナタリー・コーエン氏は、同州の財政が 9 月 30 日時点では最高の状態にあったが、第 4 四半期は山火事の悪影響を被るとしている。特に、学校や病院、インフラの再建費用が重石になると同氏は主張する。

一方で、復興のための支出と雇用によって、所得税と売上税が増える見込みだ。さらに、家を失った人が避難するために、ホテル税も増加が見込まれる。



A firefighter surveys burned properties in Paradise, Calif.

最後に、カリフォルニア州の歳入はキャピタルゲイン税に負う部分が大きく、最近の株式市場の下落が悪影響となる可能性がある。とはいえコーエン氏は、同州が山火事の被害を毎年受けているように見えるにもかかわらず、同州の抵抗力に依然として感銘を受けている。

独立系調査会社のリスシオ・レポートのフィリップ・ダン氏は、同氏が「世界で最もどかな場所の一つ」と呼ぶモンテチト (今回の山火事地域の西にあたる) で不動産代理店を営む友人と、最近会話をした。友人は、事業が最近低調だが、その理由が住宅金利上昇なのか、山火事や地滑りの脅威のある地域への投資を買い手が嫌がっているからなのかは分からないと言っていたと、ダン氏はレポートしている。

投資家はとりあえず、カリフォルニア州の山火事における直接的な損失と折り合いをつけようとしている。ただ、損害が修復された後にも、疑問は残るだろう。つまり、毎年のようにみえる山火事とその後遺症に向き合うことを誰が望むのだろうか。勢力が強まるハリケーンに悩まされるフロリダ州をはじめとするメキシコ湾岸および大西洋沿岸の地域にも似たような質問ができるだろう。気候変動の科学的証拠を受け入れるか否かにかかわらず、経済的リスクは増大しているようにみえる。そして、高まるリスクは必然的に、資産価格に反映されている。

General Electric Co. (GE)



PG&E Corp. (PCG)



チャートは 3 年

By RANDALL W. FORSYTH
(Source: Dow Jones)

6. Goldman Sachs in Malaysia 1MDB 汚職事件

【株式市場展望】

米司法省が 1MDB 汚職に関与したゴールドマンの元行員 2 人を起訴 株価は 12%超の急落

■ ゴールドマンの 1MDB 汚職事件への関与

2014 年、米金融大手ゴールドマン・サックス・グループの当時の会長兼最高経営責任者（CEO）だったロイド・ブランクファイン氏はあるテレビ番組のインタビューで、ゴールドマンの成長は経済成長のゆえであり、「当然ながら、われわれは世界中で成長を追い求めている」と述べた。



そうした戦略は今や同行に悪い結果をもたらしたかもしれない。

11 月 1 日、米司法省はゴールドマンの元行員 2 人と実質的にマレーシアの政府系ファンド「1MDB」を運用していた同国の実業家ジョー・ロウ氏を数十億ドル規模の詐欺に関与した疑いで起訴したと発表した。元幹部行員のティム・ライスナー氏はマネーロンダリング（資金洗浄）を共謀した罪、贈収賄防止法に違反した罪など起訴事実を認めた。その一方でロウ氏は、違法行為はなかったと主張している。

■ 引受額 60 億ドルに対し手数料 6 億ドル

ゴールドマンは 2012 年と 2013 年、3 回にわたって 1MDB の債券発行（総額 60 億ドル超）を引き受けた。同行に支払われた桁外れの手数料からも何かがおかしいということが分かる。同行は 6 億ドル以上の手数料を受け取ったが、通常であればその数分の一しか得られなかったはずだ。

米連邦検察局によると、債券発行にはかなり不可解なところがあったという。ロウ氏は債券発行で調達したインフラ投資などのための資金を自身が管理する複数の口座に移し、賄賂の支払いや不動産、美術品、宝飾品の購入に流用していた。資金は皮肉にも、金融詐欺を描いたレオナルド・ディカプリオ主演の 2013 年の映画「ウルフ・オブ・ウォールストリート」の製作費の援助にも使われていた。

ゴールドマンにとって厄介なのは、ライスナー氏が詐欺について承知していたばかりか、ロウ氏の資金流用を手助けしたと答弁書で認めていることだ。ライスナー氏はゴールドマンの法令順守部門から自身の活動を隠していたが、その答弁書で「法令順守・法務部門の特定の従業員から事実を隠すことはゴールドマンの企業文化のようなもの」と述べている。

投資家は当初、そうした起訴を軽視しているようだった。ところが、ブランクファイン前 CEO が 2009 年と 2013 年にロウ氏、ライスナー氏、当時のマレーシアの首相と会合していたという事実が先週になって報じられて以来、ゴールドマン株は 12%超の急落となっている。（筆者も 2006 年から 2011 年まで、ゴールドマンで勤務していた。）

ゴールドマンのような銀行は「顧客を知っておく」必要がある。ロウ氏のことをよく知っていた同行の法令順守部門は取引をすべきではないと警告していた。ウォール・ストリート・ジャーナル（WSJ）によると、ロウ氏はブランクファイン氏と会う以前に同行での口座開設を断られていたという。

■ ブランクファイン現会長もかつて面会

今後、問題となりそうなのは、ゴールドマンと今や会長を務めるブランクファイン氏がいつ、どのような疑問を呈したかである。1MDB やマレーシアの前首相とライスナー氏の関係性にとってロウ氏の存在が非常に重要で、ブランクファイン氏と引き合わせるほどだったとしたら、同行はロウ氏がもたらすリスクを回避しながら政府系ファンドと取引できる可能性を真剣に検討したのだろうか。起訴状によると、ライスナー氏は実際に、債券の発行にロウ氏関わっていることを同行に隠していたという。

ゴールドマンとブランクファイン氏は違法行為を指摘されていないが、同行の広報担当者は同行が司法省や他の規制当局に協力していると述べた。ロウ氏やライスナー氏の行動については承知していなかったというのが同行の主張である。この件に関して説明を受けたある関係者によると、ブランクファイン氏は 2009 年の会合にロウ氏が出席することを知らず、2013 年の会合にはロウ氏の姿はなかったという。

それでも同行は今回の捜査の結果、「多額の罰金、罰則や制裁措置が科せられる」可能性があるという見方を示してきた。罰則を受けても受けなくても、1MDB スキャンダルはゴールドマンが金融危機後から取り組んできたイメージ修復活動にとって大きな打撃となっている。

Goldman Sachs Group Inc. (GS)



チャートは3年

By BEN WALSH
(Source: Dow Jones)

7. Time to Shop for ETFs Focused on Retailers 小売りセクターETFに注目 【ETF】 ブラックフライデーを控え小売株ETFを検討、オンラインVS実店舗をどう見るか

■ ブラックフライデーに際し検討したい小売りセクターETF

ブラックフライデー（感謝祭翌日で年末セール初日、今年は 11 月 23 日）を控え、小売株で構成される上場投資信託（ETF）を検討する価値がありそうだ。2007 年以来、ブラックフライデー前週から翌週までの S&P 小売りセレクト・インダストリー・インデックス構成銘柄の平均リターンは 5%となっている。また、今年のホリデーシーズンの見通しは明るい。



■ さまざまな小売りセクターETF：オンライン小売り VS 実店舗

小売りセクターETFは9種類あり、最近のリターンはさまざまである。純資産総額が最大のものは上記 S&P 小売りインデックスに連動する SPDR S&P 小売り ETF (XRT) である（純資産 6 億 3100 万ドル）。経費率は 0.35%、流動性も高い。同 ETF は約 100 銘柄を均等加重平均する特殊な設計で、衣料品メーカー・小売りのエクスプレス (EXPR、時価総額約 6 億 3000 万ドル) といった小型株と、巨大銘柄であるアマゾン・ドット・コム (AMZN、時価総額 7500 億ドル超) のウェイトが等しく 1%となる。投資先の分散には適しているが、小売有力銘柄のインパクトが反映されにくいといえるだろう。

しかも、小売業界においてオンライン販売サイト対実店舗の動きが最重要である中、同 ETF はあらゆる小売銘柄を一つにまとめている。投資調査会社 CFRA の ETF リサーチディレクターであるトッド・ローゼンブルース氏によれば、SPDR S&P 小売り ETF において、オンライン小売銘柄のウェイトはわずか 18%で「衣料品小売銘柄よりも小さく、自動車小売銘柄とほぼ同等。しかしほとんどの投資家にとって自動車小売銘柄は別物、ホリデーシーズンの短期投資先としては恐らく考えていないだろう。」

一方、アマゾンのようなオンライン小売銘柄とウォルマート・ストアーズ (WMT) のような実店舗型との差異を意識して設計された ETF が数種類ある。43 銘柄の均等加重平均指数に連動するアンプリファイ・オンライン・リテール (IBUY) や、プロシェアーズ・ロング・オンライン/ショート・ストアズ (CLIX)、プロシェアーズ・デクライン・オブ・ザ・リテール・ストア (EMYT)、プロシェアーズ・オンライン・リ

テール (ONLN) である。

プロシェアーズ・オンライン・リテール ETF はオンライン小売銘柄を時価総額で加重、10 月 31 日付ポートフォリオに占めるアマゾンのウェイトは 23% となっている。プロシェアーズのインベストメント・ストラテジストであるシメオン・ハイマン氏は、「オンライン業界におけるスケールメリットの認識が重要と考えた」と述べる。

■ オンライン小売り ETF のパフォーマンス

オンライン小売企業の市場シェアは拡大しているものの、最近のハイテク株の落ち込みにあたり、オンライン小売銘柄中心の ETF のパフォーマンスは低迷している。先週半ば時点で、プロシェアーズ・オンライン・リテールは過去 3 カ月間で 17% 下落した。実店舗 56 銘柄の均等加重平均指数と反対の方向に動くプロシェアーズ・デクライン・オブ・ザ・リテール・ストアは、同期間に 4% 上昇したが、年初来では 7.5% の下落。プロシェアーズ・ロング・オンライン/ショート・ストアズは、オンライン銘柄を 3 分の 2 の割合でロング、実店舗銘柄を 3 分の 1 の割合でショートする ETF で、今年に入って 4.7% 上昇しているが、過去 3 カ月では 15% 下落した。

小売りセクターの長期見通しについての見方はさまざまかもしれないが、ブラックフライデーに際し小売株 ETF 商品のラインナップはそろっているようだ。

Prepping for a Holiday Rebound

	▲ Net Assets (mil)	Total Returns YTD
Amplify Online Retail / IBUY	\$361	8.3%
Direxion Daily Retail Bull 3X / RETL	30	8.9
First Trust Nasdaq Retail / FTXD	6	14.1
Invesco Dynamic Retail / PMR	10	5.1
ProShares Decline of the Retail Store / EMTY	5	-7.5
ProShares Long Online/Short Stores / CLIX	48	4.7
ProShares Online Retail / ONLN	23	NA
SPDR S&P Retail / XRT	631	7.6
VanEck Vectors Retail / RTH	128	16.0

Returns as of 11/13/18

Sources: Bloomberg; Morningstar Direct

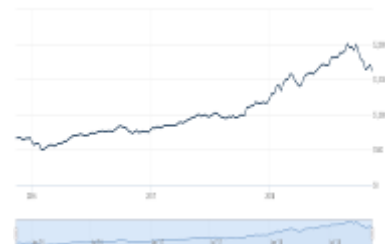
SPDR S&P Retail ETF (XRT)



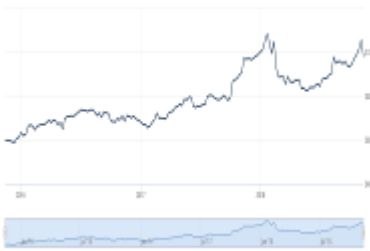
Express Inc. (EXPR)



Amazon.com Inc. (AMZN)



Walmart Inc. (WMT)



Amplify Online Retail ETF (IBUY)



ProShares Long Online/Short Stores ETF (CLIX)



ProShares Decline of the Retail Store ETF (EMPTY)



ProShares Online Retail ETF (ONLN)



チャートは3年 (CLIX, EMPTY は2年、ONLN は6カ月)

By LEWIS BRAHAM
(Source: Dow Jones)

8. A Better Approach to ESG? より良いアプローチ?

【ESG 投資】

ESG 投資の新たな定義を導入したゴールドマン・サックスのファンド

■ ESG 投資をめぐる不明瞭さ

ファンド業界は、環境、社会、コーポレートガバナンスの基準を設定する ESG 投資の手法を積極的に取り入れており、今年だけで 150 本以上のファンドが設定されている。しかし投資家には、ESG が本当は何を意味しているのか、そしてファンドが投資対象を判断する上で最も意義あるデータを使用しているのか否か、といった疑問が残っている。



ESG 投資は、単に化石燃料、たばこ、武器などを製造する企業を回避していた段階を過ぎ、現在は二酸化炭素排出量が比較的少ない企業、人材の多様性やコーポレートガバナンスの向上に取り組んでいる企業などを対象に含める、より包括的なアプローチに移っている。

このアプローチは、ESG 投資を主流化し、投資家が長期的に良い行いをするためにリターンを犠牲にする必要がないという主張を補強するのに適している。しかし、それは ESG の名のもとに各種の異なる戦略が策定されることにつながる。また、業界と投資家は、ESG と良好な長期的リターンや収益性をうまく組み合わせるのに最適な指標はどれかという疑問を抱くことになる。

■ 世論調査の結果を反映した ESG の定義

ゴールドマン・サックスが 6 月に設定した上場投資信託 (ETF) である JUST 米国大型株 ETF (JUST) は、一部の投資家が ESG 投資を傍観することにつながってきた課題への対処を試みている。まず、この ETF はどのセクターも除外せず、(大型株ベンチマークの) ラッセル 1000 指数などの幅広いベンチマークに対するトラッキング・エラーを最小限に抑えている。この構造は、ESG ファンドがニッチな商品であるという見方を回避することを意図している。

さらにこの ETF は、非営利の財団であるジャスト・キャピタルが作成した指数を使用するという、ESG の定義に対する新しいアプローチをしている。ジャスト・キャピタルは、全米で実施する年次世論調査を通し

て、米国の人々が責任ある「公正な」企業行動をどのような要素に基づいて考えるかを調査している。

多くの ESG ファンドが重視する環境やガバナンスの要素は、どちらも世論調査では最上位ではなかった。その代わり、投票が実施された 4 年間を通して、最も重視されたのは企業が労働者に生活賃金を提供しているか、そして公正さと敬意を持って労働者に関わっているかという点だった。

その結果、企業による従業員の扱いが、指数に反映されるスコアの 23% を占めることとなった。企業による顧客の扱い（データプライバシー保護などの要素に基づく）と、製品やサービスが環境、健康、社会にどのように役立つかを合わせると、スコアの 36% に相当する。環境問題への取り組みは 13% を占める。

倫理的な経営と株主還元は、主流の投資家にとっては重要な考慮事項であるが、スコアのわずか 6% と最下位に近かった。しかし、善悪にかかわらずあらゆる行動がソーシャルメディア上で瞬時に増幅され、失業率が過去 50 年で最低水準にあり、人材を確保するために一定以上の賃金や手当は欠かせない時代にあって、公正な経営は株主利益の最大化と必ずしも相反するわけではない。「公正であることは競争優位になる。これらの要素は、現代経済をけん引し、強力なブランド、高品質な収益、事業成長をもたらしている」とジャスト・キャピタルの最高経営責任者（CEO）を務めるマーティン・ウィテカー氏は述べる。

ESG 投資の勢いが強まるにつれて、収集するデータとその活用方法はファンド業界における差別化要因となる。ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントでマネジングディレクターを務めるジョン・ゴールドスタイン氏は、長年にわたり有用なデータの収集と生成に注力していることが、ジャスト・キャピタルの指数を採用した理由の一つであると述べる。

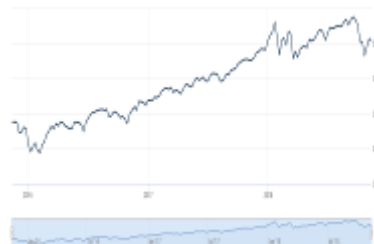
過去 3 カ月間で、この ETF のリターンはマイナス 3.4% と、ラッセル 1000 指数よりも下落率が大きかったが、保有する上位 10 銘柄中 4 銘柄が重複する、運用資産 12 億ドルの i シェアーズ MSCI KLD ソーシャル 400 ETF (DSI) のマイナス 4.2% ほどではなかった。

いずれにしても、ETF の運用資産がわずか 5 カ月で 2 億ドルの大台を突破した点は注目に値する。これが 0.2% の低い経費率によって助けられたことは間違いない。調査会社 ETF ドット・コムでマネジングディレクターを務めるデービッド・ナディグ氏は、「ESG 投資への取り組み方として興味深く、最低価格帯で、ESG ETF の成功事例の一つとなっている」と述べる。そのアプローチが、ESG 投資に参入する投資家の増加につながるかは未知数だ。

Goldman Sachs JUST U.S. Large Cap Equity ETF (JUST)



iShares MSCI KLD 400 Social ETF (DSI)



チャートは 3 年（JUST は 6 カ月）

By RESHMA KAPADIA
(Source: Dow Jones)

9. The Trader NY ダウの大幅上昇にも利上げと貿易問題の影 中間選挙終了だけでは不透明感は消えず、上抜けには材料不足か

【米国株式市場】

■ 中間選挙終了は好感される

市場は童謡、少なくとも「皆落ちる」で終わる童謡からヒントを得ようとしているようだ。

先週の下落は、ただ単に週間ベースで 2 週連続の上昇が途絶えただけというわけではない。主要指数は、ダウ工業株 30 種平均は 2.2% 安の 2 万 5413 ドル 22 セントとなり、S&P500 指数は 1.6% 安の 2736.27 で引けた。ナスダック総合指数は 2.1% 下落して 7247.87 となったが、背景には、アップル (AAPL) のサプライヤーである電子部品製造のルメンタム・ホールディングス (LITE) が決算に対する警告を発したことや、半導体製造のエヌビディア (NVDA) の見通しが低調だったことがある。情報通信セクターは年初来上昇率が 7.9% となり、ヘルスケア・セクターの 11% にトップの座を明け渡した。小型株のラッセル 2000 指数は 1.4% 下落して、1527.53 で週末を迎えた。

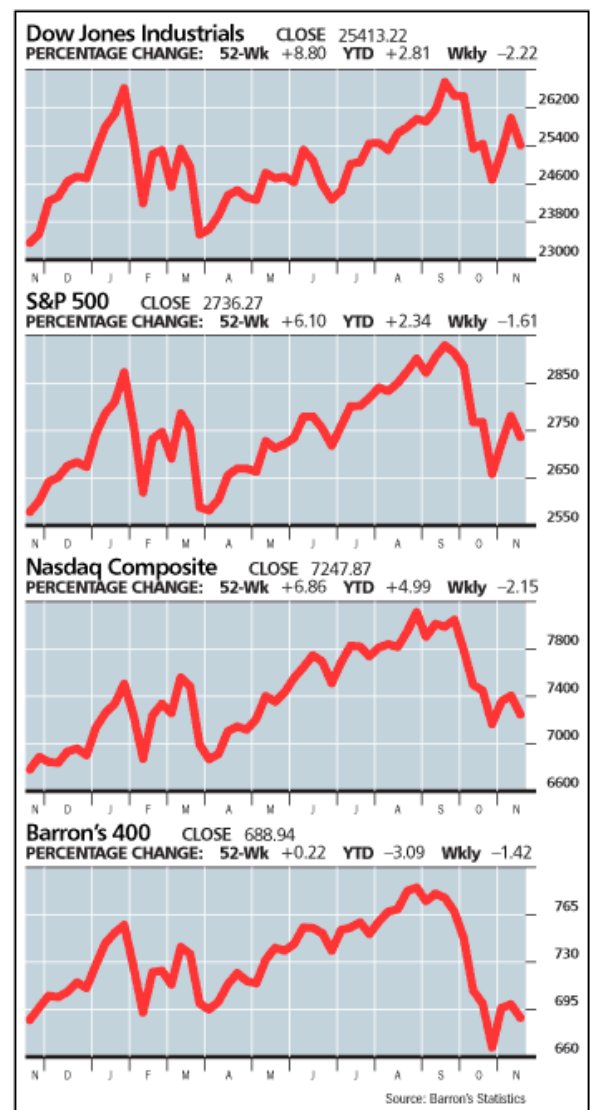
株式市場だけではなく、原油価格も 6.2% 下落して、週間ベースで 6 週連続の下げとなった。最近相対的にしつかりとした動きをみせていたジャンク債市場も下落して、上場投資信託 (ETF) の i シェアーズ i ボックス米ドル建てハイ・イールド・コーポレート・ボンド (HYG) は 1.3% 安の 83.27 ドルとなり、2016 年以降の最安値を付けた。

この市場の動きについて JP モルガンのストラテジストであるジョン・ノーマンド氏は、先週のレポートで「この動きに対する単純だが満足できない説明であれば、世界経済の鈍化と企業業績が天井を打ったとの見方ということになるが、少なくとも 11 月 30 日の米中首脳会談でデタント (緊張緩和) に達する可能性がある」と記している。

つまり、先週になって貿易戦争について休戦の可能性が報じられたが、それだけでは、これ以上の下落は防げるかもしれないものの、株式市場を引き上げるのには不十分だということだ。これは、合意は署名がなされるまでは完全なものではないことや、貿易戦争が終結したとしても、株式市場に対する下押し圧力を取り除くには不十分だということを示唆している。

■ FRB の動きにも注意が必要

株式市場に対する圧力という点では、米連邦準備制度理事会 (FRB) のパウエル議長が先週行った講演の内容が「ハト派的」だったことには感謝できるかもしれないが、12 月の利上げは依然として可能性が高いよう



に思われる。金利の上昇につれて、約束した株主還元のためにキャッシュを現時点で費消している企業にとっては、キャッシュがもはやコストゼロで入手できるものではなくなっているため、困難が続くそう。プレイザンス・キャピタルのダニエル・コズロウスキー氏は「割高な銘柄の中ではフェイスブック（FB）やアマゾン・ドット・コム（AMZN）およびアルファベット（GOOGL）が行ってきたことを目指す動きがあるが、それが許される状況ではないだろう」と述べる。

FRB による利上げで景気後退に陥るとの懸念の方が大きい。現実はまだそこまでは行っていないものの、長短金利差が縮小している状況から判断すると景気後退に近づいているようだ。3 カ月国債と 10 年国債の利回り差は 0.7%ポイントで、2008 年以降で最も縮小している。独立系のストラテジストであるデービット・アデル氏は「イールドカーブのフラット化は例外的なものではないし、国債発行が増えた結果でもない。市場に対する警告だ」と指摘する。

もちろん、上記は決まったことではない。主要 20 カ国・地域（G20）首脳会議で米中協議が合意に達するかもしれない、また FRB は利上げの休止を示唆するかもしれない。しかし、いずれにせよ株式市場の回復には十分でない可能性がある。

他の童謡の節で言い換えると、「いちど壊れたものはもとはには戻らない」ということかもしれない。

■ 難しい相場環境で安心が得られるバイオ関連株

中国、原油価格、貿易問題、政治など、世界経済の問題となる事項から逃れられる銘柄が欲しくなる時があるだろう。バイオ医薬品大手のアムジェン（AMGN）はそれに該当するかもしれない。



アムジェンは時価総額が約 1230 億ドルの大手バイオ医薬品メーカーだが、現在の予想株価収益率（PER）は約 13 倍で、毎年 100 億ドルのフリーキャッシュフローを生み出している。これらのキャッシュは積極的に株主還元に使われており、2011 年以降、株式買い戻しに 360 億ドル以上、配当に 170 億ドルが充てられた。それでも負債を上回るキャッシュを保有しており、財務体質は健全だ。

それにもかかわらずアムジェンが割安なのは、市場がリスクを意識しているからだ。その一つは薬価に関するトランプ大統領のツイートで、医薬品企業全般に薬価引き下げ懸念が重しとなっているものの、一方でアムジェンに対する影響は限定的だとの見方もある。

また、一般的な薬品の場合に、特許執行によるジェネリック薬の登場が価格競争を招いたことから、バイオ医薬品にもジェネリック薬に相当するバイオシミラーの登場による価格競争が懸念されている。しかし、多少の影響はあっても全体としては限定的だとの見方が多い。実際、アムジェンの主力バイオ薬品のニューボジェンの場合、2015 年のバイオシミラーの登場で約 20%の売り上げ減となったものの、かつて大手医薬品メーカーのファイザー（PFR）の主力薬だったリピトールの売り上げが 2、3 年で 100 億ドルから 20 億ドルに減少したとと比較すると軽微だ。バイオシミラーの製造コストが高いこともアムジェンにとってはプラス材料だ。

特許に関連して、アムジェンのエンブレルも新しいバイオシミラーとの競争に直面している。しかしアムジェンは訴訟を起こして、特許を保護して競合製品の開発を遅らせている。この裁判の判決は 2019 年の早い時期に行われる予定だ。

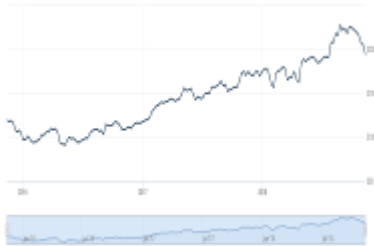
これらの懸念材料を反映して株価は割安になっており、アムジェンのフリーキャッシュフロー利回りは 8%

となっている。大手製薬会社の場合、フリーキャッシュフロー利回りは約 5.5%であり、PER は約 15 倍だ。

アムジェンは最近、片頭痛薬とコレステロール降下剤で新薬を発売した。疾病管理予防センターによると、7800 万人以上の米国人がコレステロール降下剤を服用しているか、服用が必要な状態にあるという。また、18 歳以上の女性の 20%と男性の 10%が過去 3 カ月間にひどい頭痛を経験したと報告されている。これらを考えると、両新薬の市場は非常に大きくなりそうだ。

ヘルスケアは他のセクターと異なり、世界経済の動向と関連性が低い。特許訴訟は懸念材料ではあるものの、マクロ動向が不透明な中では適切な治療薬かもしれない。

Apple Inc. (AAPL)



Lumentum Holdings Inc. (LITE)



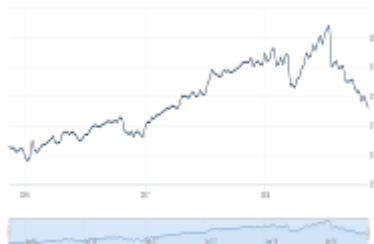
NVIDIA Corp. (NVDA)



iShares iBoxx \$ High Yield Corporate Bond ETF (HYG)



Facebook Inc. Cl A (FB)



Amazon.com Inc. (AMZN)



Alphabet Inc. Cl A (GOOGL)



Amgen Inc. (AMGN)



Pfizer Inc. (PFE)



チャートは3年

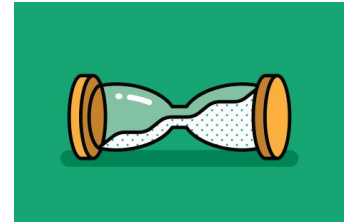
By BEN LEVISOHN and AL ROOT
(Source: Dow Jones)

10. Preview 今週の予定 決算資料と株価に関する豆知識

【経済関連スケジュール】

■ 簡潔な決算資料は好リターンの印？

株式相場で優位に立つのは、いつまで経っても難しい。次々と発表される第 3 四半期決算の資料と格闘していた数週間の間に、一つの考えがひらめいた。情報を読み取るのに時間がかかる銘柄ほど、株価動向が思わしくないようだ。これは、単なるヤマ勘ではなかった。私たちは、ラッセル 1000 指数の構成銘柄について、決算説明資料の長さや株価に関する分析を行った。



結論は、「プレゼン資料が長い銘柄ほど、パフォーマンスはお粗末」というものだ。パフォーマンスが最も劣る銘柄の決算説明資料は、最も優れた銘柄のものよりも平均で 12 ページも長い。パフォーマンスの良さと資料の簡潔さが効果的に結びついた銘柄をセクター別に挙げると、首位は、鉄鋼大手スチール・ダイナミクス (STLD)、アパレル販売大手バーリントン・ストアーズ (BURL)、動画配信大手ネットフリックス (NFLX)、画像処理半導体大手エヌビディア (NVDA)、医療装置メーカーのアビオメッド (ABMD)、物流大手 XPO ロジスティクス (XPO) の 6 銘柄だ。このグループの 5 年間のリターンは年率 48% である。

相関関係と因果関係が別であることは分かっている。また、持論はあっても、因果関係を科学的に証明することはできない。冗長な決算資料は、経営陣の混乱や、自分たちがコントロールできない要因のせいにしたがっていることの表れかもしれない。あるいは、この四半期で「悪材料を出し尽くす」ために、説明が長くなるのだろう。また、企業は、業績回復の方法について説明する必要があるのかもしれないし、あちこちに加えた調整と、認められた会計基準との突き合わせのために多くのページを要する（業績の質の低さを示すサインともいえる）のかもしれない。

この見立ては、今後も有効だろうか。さて、どうだろう。どこかのクオンツ専門家がこの理論を検証し、裁定取引を実行する気になるかもしれない。あるいは、短めの決算資料が流行するかもしれない。そうなれば、少なくとも目の疲れは軽減されそうだ。

By AL ROOT

■ 今週の予定

11 月 19 日 (月)

- 分析機器メーカーのアジレント・テクノロジーズ (A)、中国の電子商取引大手 JD ドットコム (JD)、財務ソフト大手インテュイト (INTU)、女性用アパレル大手エル・ブランズ (LB) が四半期決算を発表。
- 全米住宅建設業協会 (NAHB) が 11 月 NAHB/ウェルズ・ファーズ住宅市場指数を発表。コンセンサス予想は前月と同じ 68(50 を上回る指数は、住宅市場の見通しは明るい)と答えた業者が多いことを示す。

11 月 20 日 (火)

- 半導体メーカーのアナログ・デバイセズ (ADI)、ソフトウェア会社オートデスク (ADSK)、家電販売大手ベスト・バイ (BBY)、食品大手キャンベル・スープ (CPB)、スポーツ用品販売大手フット・ロッカー (FL)、カジュアル衣料小売り大手ギャップ (GPS)、食肉加工大手ホームヘルフーズ (HRL)、エンジニアリング・建設サービスを提供するジェイコブズ・エンジニアリング・グループ (JEC)、百貨店大手コールズ (KSS)、ホームセンター大手ロウズ (LOW)、医療機器大手メドトロニック (MDT)、ディスカウント衣料小売りのロス・ストアーズ (ROST)、小売りチェーン大手ターゲット (TGT)、ディスカウントアパレルチェーン大手 TJX (TJX) が四半期決算発表。
- 米商務省が 10 月の新築住宅データを発表。住宅着工件数 (季節調整済み、年率換算値) は、前月の 120 万戸を上回る 123 万戸と予想される。一方、住宅着工許可件数は 126 万戸と、前月の 127 万戸を下回る見通し。

11 月 21 日 (水)

- ・ 農機大手ディア (DE) が取引開始前に第 4 四半期 (8-10 月期) 決算を発表。
- ・ 全米不動産協会 (NAR) が 10 月中古住宅販売件数を発表。季節調整済みの年率換算で、前月比横ばいの 515 万戸と予想される。過去 10 年で最も高い住宅ローン金利の影響で、前月は 2015 年 11 月以来となる低い水準だった。
- ・ コンファレンス・ボードが 10 月景気先行指数発表。前月比 0.5% の上昇だった 9 月を 0.1% 上回ると予想される。同指数値は、米国の景気サイクルがまだ成長軌道に乗っていることを示唆している。
- ・ イタリアの 2019 年度予算案に対する欧州委員会 (EC) の判断が示される見通し。先月イタリアが提出した予算案は、国内総生産 (GDP) に占める財政赤字比率の拡大等を理由に EC に拒否されたが、主な問題点の修正なしに再提出され、欧州連合 (EU) との交渉が膠着状態に陥っている。
- ・ 米商務省が 10 月の耐久財受注を発表。新規受注額は前月比 2.5% の減少が見込まれる。
- ・ 新規失業保険申請件数 (11 月 17 日までの週) 発表。過去 2 カ月の平均と同水準の 21 万 5000 件と予想される。

11 月 22 日 (木)

- ・ フランスの石油大手トタル (TOT) が 2 日間の個人投資家向け説明会をパリで開催。
- ・ 米国の市場は感謝祭のため休場。

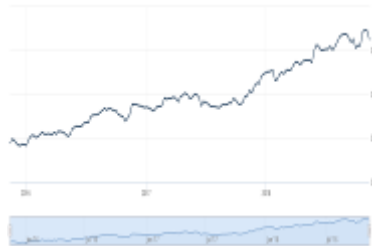
11 月 23 日 (金)

- ・ ブラックフライデー。米国の年末商戦がスタートする。全米小売業協会 (NRF) は、国内の 1 億 1600 万人がこの日に買い物をすると予想。1 年のうちで、買い物客が最も多い日になるとみている。
- ・ 米国の市場は取引時間を短縮。株式市場は午後 1 時、債券市場は午後 2 時で終了。
- ・ 英国の金融情報サービス会社 IHS マークイット (INFO) が 11 月の製造業 PMI (購買担当者景況指数) を発表。エコノミスト予想は、5 カ月ぶりの高水準となった 10 月と同じ 55.7。
- ・ 日本の株式市場は「勤労感謝の日」のため休場。

Steel Dynamics Inc. (STLD)



Burlington Stores Inc. (BURL)



Netflix Inc. (NFLX)



NVIDIA Corp. (NVDA)



Abiomed Inc. (ABMD)



XPO Logistics Inc. (XPO)



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. Remaking Retirement

401(k) plans, now 40 years old, have helped millions of workers. But many have been left behind.

FEATURE

2. These Retailers Have Learned How to Beat Amazon

Investors should be bullish on store chains with digital savvy like Target, Kohl's, Tiffany, and Home Depot, but cautious of retailers that don't have unique merchandise.

SUSTAINABLE INVESTING

Investing for Profits and Social Benefits

A top intermediate government bond fund succeeds in making profits and having an impact on society

INTERVIEW

3. 4 Stock Picks by an Early Fan of Apple

Epoch Investment Partners' David Pearl makes the case for Hexcel, Morgan Stanley, CVS Health, and—yes—the iPhone maker.

OTHER VOICES

The End of the Euro Is Closer Than You Think

Unlike Greece, Italy is no pushover. Its budget battle with the European Union could lead to "Italexit", marking the beginning of the common currency's demise.

FEATURE

4. The Pension Myth and the Financial Realities

There was no good old days when it came to funding retirement. Today, people are more focused, have more options and probably more anxiety.

FEATURE

The Inventor of the 401(k) Thinks It Has Gone Awry

Ted Benna says the investment structure is too complex

UP AND DOWN WALL STREET

5. Will the Fed Decide Not to Raise Rates After All?

UP AND DOWN WALL STREET

5. The California Wildfires' Financial Toll

FEATURE

How to Fix the 401(k)

STREETWISE

6. Goldman Sachs in Malaysia: Chasing Growth and Catching Grief

THE ECONOMY

Understanding Brazil's Latest Depression

ETF FOCUS

7. Time to Shop for ETFs Focused on Retailers

INCOME INVESTING

Yield-Seeking Tactics for a Tougher Time

SUSTAINABLE INVESTING

8. A Better Approach to ESG?

THE TRADER

9. Dow Slides 2.2% as Markets Sweat the Small Stuff and Everything Else

TRADER EXTRA

9. Amgen Stock Is Cheap and Generates Loads of Cash

TRADER EXTRA

This Food Stock Has Room to Gain

FOLLOW UP

A Call for SEC to Lead in Proxy Vote Overhaul

REVIEW

Cabot Oil & Gas: A Cool Hand in a Hot Market

The week in review: Stocks slide as oil prices fall, the hard sell on Brexit, midterm election recounts continue, California wildfires rage, trouble in Gaza, and a White House housecleaning.

PREVIEW

10. A Brief Lesson in PowerPoints and Performance

Wading through earnings presentations suggested that corporate performance seemed to have an inverse relationship to the length of the PowerPoint slide decks.

INTERNATIONAL TRADER - EUROPE

Two Ways to Play Theresa May's Brexit Drama

British Land and Land Securities are U.K. REITs that have been hammered by the political fighting over leaving the European Union. At these price levels, they look like pretty safe ways to collect healthy dividends.

EMERGING MARKETS

Why China's Yuan Won't Take Off

A weakening economy, the trade war with Washington, higher U.S. interest rates, and free spending by Chinese students and tourists abroad are pressuring the currency

COMMODITIES CORNER

Tighter Supplies Push Natural Gas Prices Higher

As oil prices plummeted this past week, natural gas prices soared on tight supplies and the early arrival of another tough winter.

RESEARCH REPORTS

Why Cowen Likes Kohl's

And why does eBay see competitors in Target, Costco and Walmart?

MARKET WATCH

Slower Growth in 2019

But no biggy, as wary advisors backpedal from outright alarm

13D FILINGS

Blue Harbor Springs on Jack in the Box Shares

13Ds are filed with the Securities and Exchange Commission within 10 days of an entity's attaining a greater than 5% position in any class of a company's securities.

『バロنز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نز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نز拾い読み』 (2018 年 11 月 19 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