

Dow Jones Weekly Newsletter

バロonz 拾い読み
& ダウ・ジョーンズ ニュース

DOW JONES

THIS WEEK'S MAGAZINE Week of December 10

1. **How Subscriptions Are Remaking Corporate America** 変革→ P.2 【サブスクリプション】
サブスクリプションが米国企業を変える
2. **A Top Money Manager Sees Rally Nearing Its End** 上昇相場の終わり→ P.6 【インタビュー】
ファースト・イーグル・グローバルのマシュー・マクレナン氏に聞く
3. **Up and Down Wall Street** 株式市場の混乱→ P.8 【コラム】
景気減速の兆し、FRB 利上げはペース落とす可能性
4. **Washington Politicians Should Let GM CEO Do Her Job** リストラ非難→ P.10 【株式市場展望】
GM の大規模リストラ計画に超党派の抗議
5. **Arms Merchant for Anti-Amazon Sellers** アマゾン対抗勢力の武器商人→ P.12 【ペイパル】
巨大な加盟店・ユーザー組織とサービス多様化が強さの源泉
6. **How to Ride the Short-Term Interest Rates** 短期金利上昇の活用方法→ P.14 【インカムゲイン】
短期米国債以外の選択肢にも目を向けるべき
7. **So Far, the Corporate Tax Changes Have Been a Bust** 税制改革の影響→ P.15 【税制改革】
現時点で、法人税制改革は不成功
8. **The Longevity Economy** 急増する高齢者層は新興国市場に匹敵→ P.18 【長寿経済】
相変わらずの製品ではなく、高齢者が本当に望むものを提供する企業に投資せよ
9. **The Trader** 多くの悪材料に囲まれて大幅下落→ P.19 【米国株式市場】
内容を吟味せずに見出しだけで反応したとの見方も
10. **Preview** 今週の予定→ P.22 【経済関連スケジュール】
2019 年の“大胆予測”

※ 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. How Subscriptions Are Remaking Corporate America 変革 【サブスクリプション】 サブスクリプションが米国企業を変える

■ 変身を果たしたアドビシステムズ

先月、マイクロソフト（MSFT）は時価総額でアップル（AAPL）を抜いて世界第 1 位となった。このことは、サブスクリプション（定額制）は従来の販売方式よりも価値が高いと認められたことを意味する。最新型 iPhone（アイフォン）の売上高が懸念される一方、マイクロソフトはクラウドやオフィス 365 シリーズによって安定的な収入を確保している。11 月末のアップルの株価は前月末比マイナスだったが、マイクロソフトの株価は同 3.8% 上昇した。iPhone のユーザーが 10 億人を超えるにもかかわらず、アップルの株主は新製品の売り上げを毎年懸念している。サブスクリプションならばこうした懸念は不要だ。



サブスクリプションは、ソフトウェア、音楽、映画、テレビ番組、フィットネス、衣服や食品などの消費の仕方を変えた。農機メーカーのディア（DE）ですら、農家へのサブスクリプション販売に取り組んでいる。サブスクリプションの波は企業を超えて広がっている。マンハッタンの路上で 18 年にわたって靴磨きを営むドン・ウォード氏は、2010 年にサブスクリプションを導入した。年間 100 ドルを支払えば何回でも靴磨きを受けられる。500 ドルの「プラチナ」サービスなら、一生無料で靴を磨いてもらえる。

サブスクリプションは消費者と企業の利害が珍しく一致する。企業は収入の見通しが明確になる一方、消費者は 1 種類の料金を支払うだけでカスタマイズされたサービスを使用でき、継続的にアップグレードを受けられる。

投資家も遅ればせながらサブスクリプションの魅力に気付いた。アップルの株価収益率（PER）がハードウェア企業並みの 13 倍に落ち込む一方、マイクロソフトの PER は 23 倍となっている。サブスクリプションが成功すれば、株主にとって何十億ドルもの価値を生む可能性がある。例えば、動画配信大手ネットフリックス（NFLX）の来年度予想 PER は今や 67 倍だ。顧客が月額料金を払い続ける限り、最新の番組が成功するかどうかを心配する必要はない。

サブスクリプション事業を一から確立する方法を示したのがネットフリックスだとすれば、文書・画像処理ソフト大手のアドビシステムズ（ADBE）は、従来型の企業がサブスクリプションで変身する方法を示したと言える。同社はフォトショップなどのデザインソフトを 2500 ドルでパッケージ販売していたが、2013 年にこれを廃止し、代わりに月額 10～50 ドルのサブスクリプションを導入した。当初は顧客の反発を受けたが、最初に払う料金が減ったことで新規顧客が増えた。さらに、クラウド上の写真ストレージや、複数のデバイスで同期できるモバイルアプリなど、料金を変えずに新たな価値を提供して顧客満足度を高めた。

アドビがパッケージ販売を廃止する前年の 2012 年の 1 株当たり利益（EPS）は 2.35 ドルだったが、今年は 6.82 ドルに、来年は 7.98 ドルになる見込みだ。2011 年にサブスクリプション戦略を発表して以来、株価は 793% 上昇している。来年度予想 PER は 2012 年の 12 倍から 31 倍となった。シャントス・ナラヤン最高経営責任者（CEO）は、「顧客の保持が新たな成長につながる」と語る。また、サブスクリプションでは、顧客の行動追跡やソフトウェアのアップデートがほぼリアルタイムで実施できるので、素早い対応が可能になると言う。

■ ソフトウェア業界以外にも拡大

ソフトウェア業界では、いわゆる「サービスとしてのソフトウェア」（SaaS）が支配的なビジネスモデルと

なった。マイクロソフトやアドビに加え、設計ソフト大手のオートデスク（ADSK）や会計ソフト大手のインテュイト（INTU）もサブスクリプションで事業を変革した。ビジネスモデルの移行は、投資家にとって優れた成果を上げている。JP モルガンでソフトウェア業界を担当するスターリング・オーティ氏によれば、2004 年以降にサブスクリプションに移行した 12 社（現在移行中の企業を含む）の株価は、移行期間中に平均で 188% 上昇した（同期間の S&P500 指数は 45% 上昇）。

スタートアップ企業はソフトウェア業界以外にもサブスクリプションを採用している。ベンチャーキャピタリストで、アップルに早期から投資したことで知られるアラン・パトリコフ氏が最近注目しているのが、医療教育を手掛けるオスモシスである。同社は解剖学などの医学を学ぶのに役立つビデオをサブスクリプションで学生向けに販売している。また、研修医向けプログラムや継続教育プログラムのコンテンツも追加中である。同社の共同創業者であるシブ・ガグラニ CEO は、「医学部で習ったことの半分は卒業から 5 年以内に時代遅れになる。文字通り、一生勉強が必要だ」と語る。

The Power of Subscriptions

The software industry has spent the past decade transitioning to a subscription model. For investors, the payoff has been significant.

Company / Ticker	Date of Transition Start	Date of Transition End	Total Return	S&P Performance
Synopsys / SNPS	8/18/04	8/22/07	21.10%	33.70%
Advent Software / ADVS	10/21/04	4/7/07	72.6	30.5
Ariba / ARBA	4/21/05	5/21/12	361.3	13.5
Cadence / CDNS	7/23/08	7/25/12	11.2	4.3
Aspen Technology / AZPN	7/9/09	8/13/15	359.1	136
Adobe / ADBE	11/9/11		792.7	119.3
Autodesk / ADSK	10/2/13		229.4	59.2
Intuit / INTU	8/21/14		146.5	35.3
Model N / MODN	2/3/15		31.2	31.6
PTC / PTC	4/30/15		128.3	29.3
PROS Holdings / PRO	5/7/15		47.8	29.1
Guidewire Software / GWRE	3/2/17		52.7	13.2
Average			187.8%	44.6%

NC=Not Completed

Sources: J.P. Morgan estimates; Bloomberg

オスモシスの目標は、医療従事者が学生の頃から引退するまでサブスクリプション契約を保持し、その期間を通じて料金収入を得ることである。ガグラニ氏によれば、加入者の平均契約期間は過去 12 カ月間で 1 年から 2 年に伸びており、その理由は「加入者を長期にわたって引き付けるコンテンツを追加した」ためだと言う。同氏はストーリーミング事業のパイオニアであるネットフリックスを引き合いに出し、「独自コンテンツが加入者を増やす」と語る。オスモシスは先日、パトリコフ氏率いるベンチャーキャピタルのグレイクロフトなどから 250 万ドルの資金を調達している。



フィットネスバイクを手掛けるペロトンは、先進的なサブスクリプションを導入している。同社は家庭用のフィットネスバイクを 2000 ドルで販売する。利用者はさらに月額 39 ドルを支払い、フィットネスバイクに設置されたタブレットを通じてフィットネス講座の配信を受ける。同社によれば、フィットネスバイクの月間利用回数は平均 10 回であり、スタジオで 1 回 30 ドル以上のレッスンを受けるより割安だ。

これまでランニングやストレッチなどのコンテンツを追加しており、今月終わりにはヨガのプログラムも開始する予定だが、サブスクリプション料金は変わらない。一部の加入者は月額 19 ドルを支払い、自身のモバイル機器を通じて講座の配信のみを受けている。ペロトンのジョン・フォリーCEO によれば、月間解約率は 1%を大きく下回る（ネットフリックスは解約率を開示していないが、モルガン・スタンレーの推定では月間 2~3%である）。

今年、ペロトンは資金調達ラウンドで企業価値約 40 億ドルとの評価を受け、5 億 5000 万ドルを調達した。次のステップは新規株式公開（IPO）となる公算が大きい。フォリー氏は IPO の時期についてコメントしなかったが、同社は以前に 2019 年中の IPO に言及している。問題はビジネスモデルと独特のサブスクリプションデータがどう評価されるかという点だ。フォリー氏は「当社に類似した企業が存在しないため、ウォール街が当社のビジネスモデルの素晴らしさを理解してくれるか不安だ」と語る。

■ AMC エンターテインメントの挑戦

サブスクリプション企業は IPO でつまづくことがある。例えば、食材宅配サービス会社ブルー・エプロン・ホールディングス（APRN）の株価は、2017 年 6 月の IPO 時点から約 90%下落した。同社は新規顧客の獲得に資金を費やし過ぎたのだ。

ニューヨーク大学でバリュエーションを専門に研究するアスワス・ダモダラン教授は、「市場関係者は、ユーザー数の増加が利益につながるかについて十分な検討を行っていない」と語る。同氏はネットフリックスと音楽ストーリーミング配信会社スポティファイ・テクノロジー（SPOT）のビジネスモデルを比較した。大きな違いはコンテンツに対する支払方法だ。ネットフリックスはコンテンツ所有者に料金を 1 度しか支払わず、加入者が増えるたびに規模の経済効果を得られる。一方、スポティファイが支払う料金は楽曲の再生回数に応じて決まる。その結果、「ネットフリックスの加入者 1 人当たりの価値は、スポティファイよりも大きい」。同氏の推定では、ネットフリックスにとって既存加入者は 509 ドル、新規加入者は 398 ドルの価値がある。スポティファイの場合、既存加入者の価値は 109 ドル、新規加入者の価値は 81 ドルである。

また、ダモダラン教授によれば、顧客の利用回数の分布を把握することも重要である。売上高の大部分を占める数少ないヘビーユーザーが定額制プランを利用した場合、収入が大幅に失われる。この点で失敗したのが、映画館通い放題サービスのムービーパスである。2017 年に開始されたムービーパスは、月額わずか 10 ドルで 1 日 1 回映画が見られるプランを提供した。ダモダラン教授は、「このサービスは、サブスクリプションによって、平均的な映画観客により高額な料金を課すことができるという誤った前提に基づいていた。しかし、実際のサービス加入者は熱心な映画ファンが多かった」と語る。ムービーパスの親会社の株価は、

2017 年 10 月時点で 8225 ドル（株式分割調整後ベース）だったが、今や 0.02 ドルである。

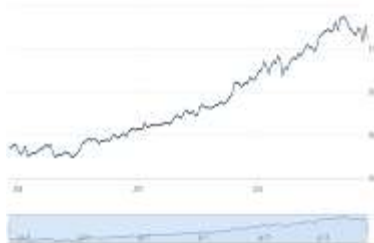
現在、米国最大の映画館チェーンである AMC エンターテインメント（AMC）が同様のサービスに挑戦している。AMC 独自の定額制プログラム「スタップズ A リスト」では、月額 20 ドルで週 3 回映画を見ることができる。料金が安い IMAX 版や 3D 映画も対象に含まれる。AMC は 11 月の決算説明会で、A リストが開始 5 カ月で予想を上回る 50 万人の登録者を獲得したと発表した。これがムービーパス再来の懸念に火を付けたとみられる。好調な決算にもかかわらず、AMC の株価は 14% 下落した。

AMC のアダム・アーロン CEO は、ムービーパスの失敗を踏まえ、チケット販売とサブスクリプションサービスのバランスを取っていると語る。A リスト加入者の平均来場回数は月 2.7 回で、同社の予想の範囲内だと言う。同氏は「観客のほとんどは、従来通り、1 回の鑑賞につき 1 枚のチケットを買っている」と述べる。しかし、サービス開始からわずか数カ月にもかかわらず、約 10% の来場者がサブスクリプションサービスを利用している。

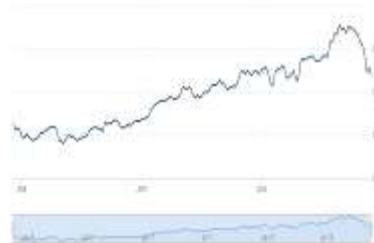
これに対し、アーロン氏は「仮に加入者が 20% に達したとしても、サブスクリプション企業として、従来型の映画館チェーンよりもバリュエーションが上昇するだろう。その理由は、顧客を既に獲得しており、映画館に繰り返し来場させる必要がないという点にある」と語る。AMC の企業価値に基づく、来年度の予想 EBITDA（利払い・税引き・償却前利益）に対する株価／EBITDA 倍率は 7 倍である（ネットフリックスは 44 倍）。株価／EBITDA 倍率が 10 倍にとどまったとしても、株価は 41 ドルと直近の約 3 倍になる。

サブスクリプションは若い世代の支持を得ており、A リスト加入者の 27% が 30 歳以下だ。アーロン氏は、直近の四半期において、A リストが来場者数の増加に貢献したと語る。過去 20 年にわたって来場者数の減少が続く業界では珍しいことだ。同氏は「A リストの成功は続き、来場者数と来場回数は増えるだろう。制作会社や映画館だけでなく、観客にとっても素晴らしいことだ」と語る。

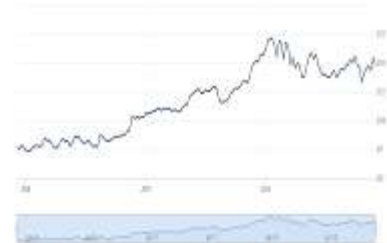
Microsoft Corp. (MSFT)



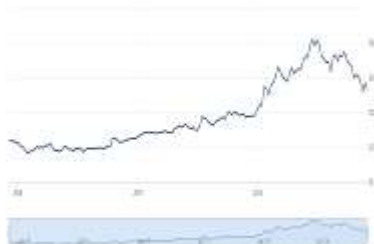
Apple Inc. (AAPL)



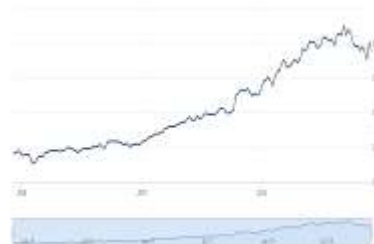
Deere & Co. (DE)



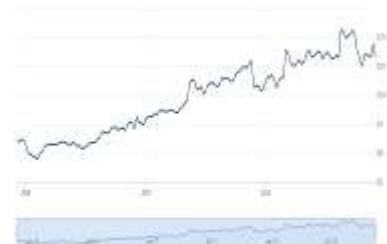
Netflix Inc. (NFLX)



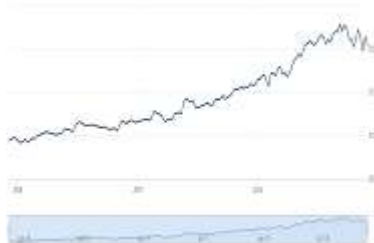
Adobe Inc. (ADBE)



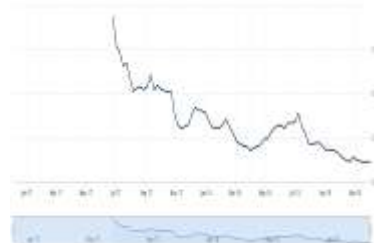
Autodesk Inc. (ADSK)



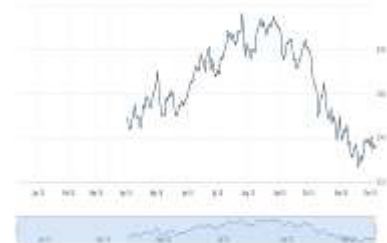
Intuit Inc. (INTU)



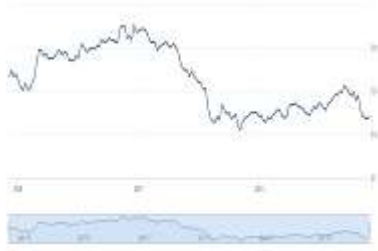
Blue Apron Holdings Inc. Cl A (APRN)



Spotify Technology S.A. (SPOT)



AMC Entertainment Holding Inc. Cl
(AMC)



チャートは3年（APRN は2年、SPOT
は1年）

By ALEX EULE
(Source: Dow Jones)

2. A Top Money Manager Sees Rally Nearing Its End 上昇相場の終わり 【インタビュー】 ファースト・イーグル・グローバルのマシュー・マクレナン氏に聞く

■ 忍耐強い投資家

ファースト・イーグル・グローバル（SGENX）はマシュー・マクレナン氏の下で繁栄してきた。運用資産 510 億ドルの同ファンドの過去 10 年間のリターンは年率 9%を超え、世界に投資するファンドの中でトップの成績を納めた。

マクレナン氏は、競争優位性がある市場での地位が高く、レバレッジが保守的な企業を好み、世界中に投資する。同ファンドの投資先は米国株が 37%、国外比率も同様で、残りは現金や金などとなっている。年間回転率は 10%と低く、同氏の忍耐力を表している。



Matthew McLennan

2019 年は、米国の債務増加から金融引き締めまで広範囲の脅威があり、マクレナン氏は投資家が過剰に楽観的になるのではなく現実的になるべきと考えている。とはいえ、ボラティリティが着実な銘柄を安値で買う機会を提供するとも述べている。

■ 過去にも似たような状況が

本誌：強気相場が 10 周年を迎えるに当たって、現在と 10 年前の似ている点と違っている点は？

マクレナン氏：今年は、リスク回避志向が市場に忍び込んだ 1998 年や 2007 年を想起させる。1998 年にはアジアの通貨危機が発生し、2007 年には住宅やサブプライムローンの問題が表面化し始めた。しかし、当時は、良いことと悪いことが同時に存在するパラドックスであるシュレディンガーの猫のような状態だった。1999 年には強気相場となり、2000 年になって市場は崩壊した。2008 年も株価は一時的に上昇し、危機が去ったと考えたものだった。1998 年と 2007 年はバリューファンドにとって厳しい環境で、市場がより構造的な問題を織り込み始める予兆となった。最近では、米連邦準備制度理事会（FRB）による利上げ一服、原油価格低下、米国と中国の財政刺激などの期待によって市場が上昇した。1999 年と 2008 年の上昇の前にも、同様な状況が見られた。

Q：何か悪いものが到来するのか？

A：われわれは景気サイクルの終盤にある。企業利益が非常に高水準のピーク状態にあり、世界の労働指標をみると失業率は非常に低い。米国の失業率は 2007 年や 1990 年代末を下回っており、循環的な回復期の大半が過ぎたことを伝えている。現在は非常に複雑な市場環境であるということを理解しなければならない。株価が低下して、市場の内部には大きなダメージがある。われわれは現金を投資に回すことができ、現金比率は 20%台から 10%台半ばへ低下した。金の投資比率は、金地金と金鉱株を含めると 12~13%へ上昇した。

Q：2019 年の見通しは？

A：1998 年に似ているという観点では、今年はトルコとアルゼンチンという新興国の危機があった。リスクオフのセンチメントも生じた。米国株式の調整はわずか 10% だったが、国外市場では 20% の調整もあり中国では 30% 近かった。しかし、調整が浅い米国でさえも 75% の銘柄の株価は 200 日移動平均を下回っている。FRB が利上げを一服させるか原油価格が低水準にとどまるとすれば、市場のリスク回避志向が低下する方向に賭けるトレーディングの機会があるとも主張できる。しかし、2019 年以降を見通すと、世界の景気サイクルの進行度合いに鑑みて、ファンダメンタルズにあまり余裕がないと感じている。多くの市場で株価収益率（PER）は妥当な水準にある。だが、非常に緩和的な金融政策によって利益率が非常に高い水準に押し上げられており、利益が前倒しで計上されていると言える。企業価値と売上高を比較すると多くの銘柄がそれほど割安ではない。

Q：債務を懸念しているか？

A：債務水準は世界中で高く、2007 年を上回っている。まるで、必要以上に大きな家を建てるために大きな額を借り入れたかのような。短期的には経済成長と景況感にとってプラスだが、家が建ってしまえば必要以上に大きな家を維持しなければならない。これが中国経済の根本的な問題だ。それに加えて、一度借り入れてしまえば、貯蓄と内部留保で成長しなければならず、成長率は低下する。

Q：バリュー投資がグロース投資から主導権を奪うという考え方に同意するか？

A：投資する市場、セクターまたはスタイルを、トップダウンで決めるのは難しい。われわれは、バリューやグロースを単に統計的な意味では考えていない。統計的に割安な銘柄に単純に投資すれば、往々にして脆弱（ぜいじゃく）な銘柄に投資することになる。とはいえ、優れた企業を割安に買うという常識的なアプローチは、長期的なアウトパフォームを可能にするための常とう手段だ。

■ 主要保有銘柄

Q：それらの考え方を具現化している保有銘柄について話してほしい。

A：石油大手のエクソンモービル（XOM）から始めよう。バリュー投資家として最初に着目するのはバランスシートだが、市場の地位や企業文化といった簿外の重要な利点も探す。同社は石油・天然ガスの生産をリードするだけでなく、非常に良好な川上資産も保有している。コストカーブの中で良好な位置にあり、経営は基本的に長期志向だ。厳しいエネルギー環境でも、同社は良好なキャッシュフローを創造できる能力を持ち、そのキャッシュフローが 4% 超の配当利回りを下支えする。ダレン・ウッズ最高経営責任者（CEO）は他社とは異なって景気循環に反する戦略を追求し、油田サービス環境の軟調に乗じて、重要な資源開発に取り組んでいる。

Q：それは短期的な原油価格に基づく投資ではないということか？

A：今後 6 カ月の石油価格に賭ける必要はない。ただ、業界で最高クラスの企業の収益性が低いのであれば、石油価格はどこかの時点で上昇する必要があると言える。

企業向けソフトウェア大手のオラクル（ORCL）も主要保有銘柄だ。市場は同社を景気に敏感な企業とみているが、利益の大半は導入されたソフトウェアのメンテナンス収入による。そのためキャッシュフローは非常に安定しており、ハイテク企業というよりも生活必需品企業のような。同社はマイクロソフト（MSFT）のように、事業をソフトウェアの販売モデルからサブスクリプション・モデルへ移行したために市場から嫌気されてきた。市場はマイクロソフトについては成長が安定したとして報い始めているが、オラクルは移行の初期段階のためにまだ報われていない。移行が進むのを待つ間は 6% を上回るフリーキャッシュフロー利回りの恩恵を得られる。配当利回りは約 2% で、同社は過去 1 年間で発行済株数の約 5% を買い戻している。

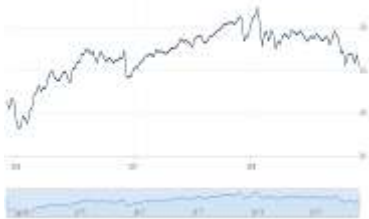
林業・木材加工を手掛ける不動産投資信託（REIT）のウェアーハウザー（WY）もわれわれが好む銘柄の一例だ。住宅市場の軟調が理由で木材価格が低下しており、保有土地 1 エーカー当たり 2000 ドル未満の評価となっている。しかし、長期的にみると、木材は森林面積の減少が理由で、価格が実質ベースで上昇している

数少ないコモディティーの一つである。配当利回りは 5%で、業界の中で最高の資産を保有している。厳しい環境でも良好なキャッシュフローを創造できる。森林を伐採した後には、植林せずに土地を売る選択肢も保有している。

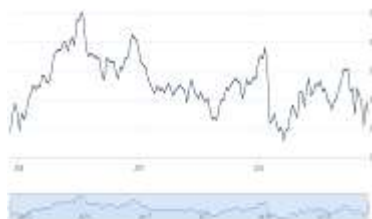
Q：金の役割は？ヘッジか？

A：潜在的なヘッジとして保有している。価格は 2011 年に天井を打ってから非常に軟調だが、供給の伸びは他のいかなる資産クラスよりも低い。資金が増え、債務の状況が悪化し、地政学的状況も悪化しているため、次に危機が訪れる際には、金の価値が前回よりも高まる可能性がある。

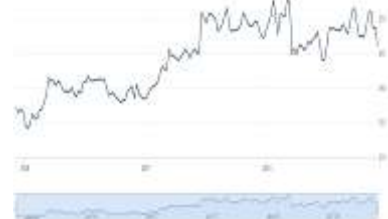
First Eagle Global Fund:A (SGENX)



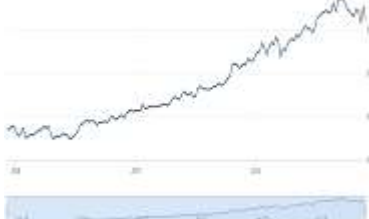
Exxon Mobil Corp. (XOM)



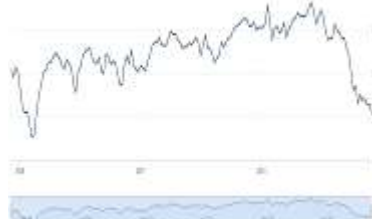
Oracle Corp. (ORCL)



Microsoft Corp. (MSFT)



Weyerhaeuser Co. (WY)



チャートは3年

By TERESA RIVAS
(Source: Dow Jones)

3. Up and Down Wall Street 株式市場の混乱 景気減速の兆し、FRB 利上げはペース落とす可能性

【コラム】

■ 株価の乱高下と景気減速への懸念

バリュー投資の父とされるベンジャミン・グレアム氏は、「短期的には、株式市場は投票機である」との言葉を残している。ノースカロライナ州の不在者投票に関する奇妙な事態（選挙違反疑惑など）を考えると、これはあまり気休めにはならない。まして、ケンブリッジ大学のデービッド・ランシマン教授が主張するように、投票年齢を 6 歳に下げた場合はどうだろうか。英国のガーディアン紙によると、同教授はその実現があり得ないことを認めつつも、「最悪の事態など知れている。少なくとも選挙はもっと楽しくなるだろう」と述べている。



しかし、投票機を操作していたのが 6 歳児であっても、先週の米国株式市場をこれ以上悪化させることはなかっただろう。主要株価指数が 4.5~5%近く下落し、投資家の米国株ポートフォリオから約 1 兆 4000 億ドル相当が消え、2008 年以来最悪のスタートを切る 12 月となった。

先週の市場は、トランプ大統領と中国の習近平国家主席との会合が一見前向きな形で終了したことを受けて

上昇して始まった。しかし、貿易戦争の休戦と見られた状態は火曜日、トランプ大統領が自らを「関税マン」と称したことで突然終了し、ダウ工業株 30 種平均 (NY ダウ) は 799 ドル下落した。水曜日はジョージ・H・W・ブッシュ元大統領の追悼のため休場となったが、木曜日には中国の通信大手ファーウェイ (華為技術) の最高財務責任者 (CFO) の逮捕に関するニュースでさらに下落が進んだ。

市場は、米連邦準備制度理事会 (FRB) が金利引き上げのペースを鈍らせる可能性があるウォール・ストリート・ジャーナルが報じた木曜日の取引時間中に一時的に反発した。利上げペースの鈍化は、米国債のイールドカーブに示された市場の懸念、特に 5 年物米国債利回りが 2 年物を下回り、それが景気後退の兆しではないかとの不安が高まったことへの反応と思われた。

米国債のイールドカーブは絶対的な指標ではないが、原油や銅など主要なコモディティ価格の下落、住宅市場や自動車販売の低迷といった他の兆候も、景気減速の兆しと一致している。

■ 弱含む雇用統計

金曜日に発表された 11 月の雇用統計は、エコノミストの予測をわずかに下回ったものの、FRB が 2 週間後に予定している利上げの実行を止めるような水準ではなかった。しかし、水面下には軟調の兆しが見られ、来年には FRB の利上げが 1 回にとどまるかもしれないという市場の見通しを裏付けている。

11 月の非農業部門就業者数は 15 万 5000 人増と、コンセンサス予想の 20 万人を下回り、10 月の修正後 23 万 7000 人増から減速した。ちなみに 9 月は 11 万 9000 人増だった。3 カ月移動平均を見ると、就業者数の増加は 2018 年の大半は 20 万人だったのが、11 月には 17 万人に低下している。それでも、コンサルティング会社 MFR で米国チーフエコノミストを務めるジョシュア・シャピロ氏は、「熟練労働者の供給が限られる中では堅調な数字だ」と述べる。

連邦公開市場委員会 (FOMC) での政策金利操作に関する確率を分析する CME グループの FedWatch ツールによると、これは FOMC が 12 月 18~19 日の会合でフェデラルファンド (FF) 金利の誘導目標を 25 ベーシスポイント (bp) 引き上げて 2.25~2.5% とするにも十分な水準だ。金曜日の FF 先物はその確率を 76.6% としており、確率は 1 週間前の 82.7% から低下したが、1 カ月前の 74.6% からはわずかに上昇している。

1 カ月前の先物市場は、2019 年末までに 25bp の利上げが 2 回発生する確率を 64.3% としていた。それは FOMC の 9 月 25~26 日の会合に続いて発表されたドット・プロット (各委員が予想する金利水準) が示す、2019 年末まで 3 回の利上げという予想の中央値を下回っている。

それ以降多くのことが起きたが、中でも FRB 高官の論調が変わってきている。パウエル FRB 議長は先週、FF 金利は景気を加速も減速もさせない中立金利に近いと発言した。10 月初旬には、中立金利からかけ離れており、FRB として利上げを進める意向を示したことで、長期米国債利回りが上昇し、株式市場は急落した。

より最近のデータでは、景気の過熱やインフレ率が FRB の 2% 目標を上回ることへの懸念は時期尚早だったことを示唆している。働く人が多過ぎることによってインフレが生じると考えるフィリップス曲線モデルであっても、懸念する理由はほとんどないように思える。

最新の発表によると、平均時給は前月比 0.2%、前年同期比 3.1% 上昇した。投資会社 MKM パートナーズのチーフエコノミスト兼マーケット・ストラテジストを務めるマイケル・ダーダ氏は、前回の景気サイクルのピーク時から生産性が年間 1.3% 改善しており、FRB のインフレ目標値である 2% と組み合わせると、「健全だが過熱はしていない労働市場の、あるべき賃金上昇率は 3% 強と計算される」と指摘する。

しかし、雇用統計には弱まる兆候も現れ始めている。U3 失業率と呼ばれる見出しで使われる失業率は 3.7% と 1969 年以来最低だったが、いわゆる不完全雇用率 (U6 失業率) は 10 月の 7.4% から 11 月は 7.6% に上

昇した。これは主に、フルタイム雇用を求めているがやむを得ずパートタイムで働く人が増えたことによる。リスシオ・レポートのフィリップ・ダン氏とダグ・ヘンウッド氏によると、経済的理由によりパートタイムで働いている人は先月 21 万 1000 人増加し、賃金上昇率を抑える要因になっている。

投資運用会社グラスキン・シェフでチーフエコノミスト兼ストラテジストを務めるデービッド・ローゼンバーグ氏によると、決め手は週の平均労働時間が 10 月の 34.5 時間から 11 月には 34.4 時間に短縮し、14 カ月ぶりの低水準となったことだ。大した差に見えないかもしれないが、これは 37 万人の解雇に相当する。

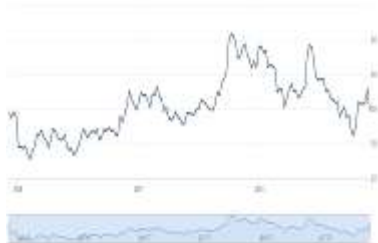
調査会社 TS ロンバードでチーフ米国エコノミストを務めるスティーブン・ブリッツ氏は、パートタイマーの増加は、新規失業保険申請件数の増加と並行していると指摘する。こうしたデータは、「求人が多過ぎて要件を満たす応募者が足りないという一般的な見方に沿うものではない」と同氏は書いている。

さらに、ダニエル・ディマティーノ・ブース氏が自身のレポートに書いているように、政府の統計は、ゼネラル・モーターズ (GM) の工場の閉鎖計画をはじめとする大企業のレイオフ発表の増加ともかみ合わない。同氏は新規失業保険申請件数の 4 週間移動平均が 4 月中旬以降最も高くなっている点を指摘する。

一方、人事コンサルティング会社チャレンジャー・グレイ・クリスマス集計によると、解雇通知の件数は年初来 49 万 5000 件 (前年同期比 28% 増) と、2015 年 (47 万 5000 人) 以来最高となった。企業のコスト削減は 12 カ月ぶりの高水準に達し、事実上デフレーションが生じているとブース氏は指摘する。

以上全てが、FRB が来年の利上げを遅らせる可能性を支えている。「One and done」(1 回限り) は市場の新しい決まり文句となっている。また、FRB をめぐる決まり文句として「データ依存」が以前のフォワードガイダンスにとって代わっている。これは、将来予測を難しくし、市場が混乱している大きな原因となっている。

General Motors Co. (GM)



チャートは 3 年

By RANDALL W. FORSYTH
(Source: Dow Jones)

4. Washington Politicians Should Let GM CEO Do Her Job リストラ非難【株式市場展望】 GM の大規模リストラ計画に超党派の抗議

■ 経営再建の手腕は評価されず

先週の水曜日と木曜日、見事な超党派精神を発揮した議員たちは、立場の違いを乗り越え、元大統領を追悼し、自動車会社経営者を叱責した。第 2 次世界大戦の英雄であり、後のクリントン政権における財政黒字化の立役者でもあったジョージ・ブッシュ元大統領は、その功績を十分に認められた。一方、5 年にわたりゼネラル・モーターズ (GM) のかじ取りを担うメアリー・バーラ最高経営責任者 (CEO) は、110 年の歴史を持つ同社を、自動運転や電気自動車 (EV) の時代に向けたレースに参加させ、利益率と米国の雇用を拡大させたが、評価されなかった。



11 月 26 日、米国最大手の自動車メーカーであるゼネラル・モーターズは、米国内の 4 工場を含む 7 工場での生産を来年末までに停止し、世界規模でのリストラを実施すると発表した。GM は 10 年前の金融危機の際に、政府が巨額を投じた救済措置の恩恵を受け、今も電気自動車関連の補助金を受けている。発表の翌日、トランプ大統領は、「救済のお返しがこれか」と怒りのツイートを投稿し、補助金の停止をほのめかした。そして、先週の水曜日と木曜日には、いずれも工場の閉鎖に直面しているオハイオ州、メリーランド州、ミシガン州の選出議員らが、バーラ氏と連邦議会で面会し、抗議を行った。また、30 年以上 GM で働いていたミシガン州選出のデビー・ディンゲル議員（民主党）は、リストラ発表の直後、同社を「今、ワシントン DC で最も嫌われている会社」と称した。しかし、これらは少々やり過ぎのように見える。

■ GM のリストラ計画

明らかな点から始めよう。GM はずいぶん前に緊急融資を完済しており、今年は 80 億ドル以上の利益を上げる見込みだ。一方、連邦政府の財政赤字額は、1 兆ドルの大台に近づいている。議会はバーラ氏に対し、資本配分のアドバイスを与えるのではなく、むしろ求めるべきであろう。

雇用の喪失は重大な問題だ。GM はカナダと米国で 1 万 4800 人をも削減する計画で、管理職の大幅削減を含め、世界の従業員は 15%削減される見込みだ。しかし、米国における同社の従業員数は、昨年末時点で 5 万 2000 人と、バーラ氏就任時の 3 万 6000 人から増加している。一方、前四半期の調整後 EBIT（利払い・税引き前利益）マージンは 8.8%に達し、6%弱だった同氏の就任前の水準を上回る。何十年もの間、市場シェア最優先のやり方を追求してきた同社は、住宅バブルの時期に赤字が続き、金融危機で破綻に追い込まれた。税金で救済された企業を、今度はスリム化を理由に非難するのは、政治家だけだ。

今度の工場閉鎖計画は、利益率が低く売れ行きが低迷するセダンから手を引き、収益性の高いトラック、SUV（スポーツ用多目的車）、クロスオーバー車に集中する取り組みの一環である。燃費基準を 2020 年以降凍結するというトランプ政権の方針が、それらの車種の追い風となるかもしれない。また、GM はプラグインハイブリッド車（PHV）の「ボルト（Volt）」を削減し、名前は似ているが、より印象的な EV 版の「ボルト（Bolt）」を優先する方針も示している。同社によると、米国の 4 工場とカナダの 1 工場は「生産割り当て未定」であり、「閉鎖」とは異なるという。その一部で他の製品を製造する可能性を示唆するもので、議員らは、そこでのトラックや電気自動車の生産を望んでいる。来年、GM は全米自動車労働組合（UAW）との新たな契約の交渉に臨む予定だ。

パークレイズのアナリスト、ブライアン・ジョンソン氏は、GM 全体の工場稼働率を 70~75%と推定する。投資家の一部が北米の自動車需要の「ピーク」、他の一部が「安定期」と呼ぶ時期に対し、この数値は低過ぎる。さらに、対象となっている工場のうち、約 3140 人の労働者が中小型車の製造を行うデトロイトとオハイオ州ウォーレンの 2 工場の稼働率はそれぞれ 26%と 42%である。

補助金に関して言えば、GM は極めて運が良い。電気自動車関連の補助金は、各メーカーの販売台数が 20 万台に達すると段階的に減額されるが、GM とテスラ（TSLA）は既にその水準に達している。ここで補助金が停止されても、後続メーカーが市場で競争しなくなるだけである。

■ Auto 2.0 に向けて

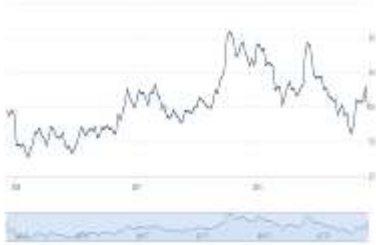
GM のスリム化は、2020 年までに年間 60 億ドルのコスト削減をもたらす可能性があり、その大半は、電気自動車、最近ホンダが出資を決めた自動運転技術開発の「GM クルーズ」プラットフォーム、カーシェアリングサービス「メイヴン（Maven）」という、次世代自動車「Auto 2.0」に向けた三つの重要な取り組みに充てられる見込みだ。

モルガン・スタンレーのアナリスト、アダム・ジョナス氏によると、GM は時代遅れの事業を運営するための上級編の授業を行っているという。ジョナス氏は最近の投資家向けレポートで、「これらのステップは、

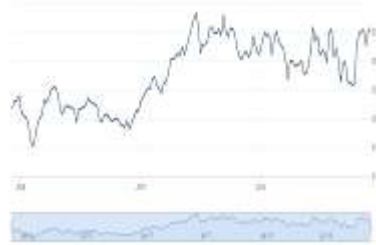
『Auto 2.0』におけるリーダーとして、そして米国の労働者の重要な雇い主としての GM の長期的な持続可能性と独立性の確保に必要な」と指摘している。同氏は、「今年 GM が過剰生産能力の問題に対処しなければ、次の景気後退期にそれを行うことになる。リストラの影響を受ける労働者は、弱い GM よりも強い GM からの方が、良い条件を得られるはずだ」との見方を示している。

生産が打ち切られるセダン「シボレー・インパラ」を悼むもよし、人気のクロスオーバーSUV「シボレー・エクイノックス」を試してみるもよし。しかし、「人気狙い政治家」に買い手はいない。

General Motors Co. (GM)



Tesla Inc. (TSLA)



チャートは3年

By JACK HOUGH
(Source: Dow Jones)

5. Arms Merchant for Anti-Amazon Sellers アマゾン対抗勢力の武器商人 【ペイパル】 巨大な加盟店・ユーザー組織とサービス多様化が強さの源泉

■ ユーザー数は2億5400万人、加盟店は2000万店

オンラインショッピング市場で圧倒的シェアを握るアマゾン・ドット・コム (AMZN) に対し、ウォルマート (WMT)、ターゲット (TGT)、ベストバイ (BBY) など他のほぼ全ての小売業者が共通の武器を手に対抗しようとしている。その武器とは、ペイパル・ホールディングス (PYPL) が提供するオンライン決済サービス、ペイパルだ。



ペイパルがアマゾン対抗勢力の共通の武器となっている理由は単純だ。アマゾンがペイパルを使用しないのに対し、他社は使用しているからだ。オンラインショッピングを手掛ける小売企業は中立的で信頼できる決済手段を求めている。しかも、ペイパルが有する2億5400万件のアクティブな口座が売上高の拡大に貢献する。

ペイパルは消費者にとってもメリットがある。ペイパルは2000万店のオンラインショップで簡単に迅速な決済サービスを提供しているからだ。消費者は異なるオンラインショップで買い物をするたびに個人情報や決済情報を再度入力したいとは思っていない。ペイパルを導入しているオンラインショップであればどこでも同じ電子財布で買い物ができる。

■ 融資やマーケティングなど多彩なサービスのクロスセルを可能に

ペイパルの主要な決済サービスはペイパル・チェックアウトと呼ばれ、インターネット小売業者上位500社の80%近くが導入している。米国の調査会社モフェット・ナサンソンのアナリスト、リサ・エリス氏の推定によると、同サービスはペイパルの総取扱件高の約70%、取扱高の85%を占める。

こうしたペイパル・チェックアウトの加盟店網は、ペイパルによるキャッシュフロー管理や融資およびマーケティングといった他のサービスのクロスセルを可能にしている。エリス氏は「ペイパルは決済だけでなくさまざまなサービスを提供して加盟店がアマゾンと競争するのを助けようとしている」と指摘する。

ペイパルは勢いを増す一方のモバイル電子商取引の波に乗っけてもいる。同社は、店舗がペイパルを導入すると、消費者がいったんモバイルショッピングカートに入れた品物を最終的に購入する確率が2倍に高まると主張している。

同社の最高経営責任者（CEO）であるダニエル・シュルマン氏は 12 月 4 日の投資家説明会で、モバイル決済の 1 日当たりの取扱高が今年のブラックフライデーで初めて 10 億ドルを超え、その後のサイバーマンデーでも 10 億ドルを超えたことを明らかにした。直近四半期のモバイル機器経由の取扱額は前年同期比 45% 増となり、取扱高全体に占める割合も前年同期の 34% から 40% に上昇した。

市場の成長もペイパルの追い風となるだろう。調査会社 E マーケターの推計では、米国のモバイル電子商取引の売上高は来年 30% 成長し、2022 年に 5140 億ドルに達する見通しだ。

ペイパルに対する弱気派は、かつての親会社であるネットオークション大手のイーベイ（EBAY）との契約が期限を迎えることにより、ペイパルの業績が大きく損なわれる可能性があるとして主張する。ペイパルは 2020 年にイーベイの推奨決済サービスの地位を失うからだ。だがエリス氏は、打撃は限定的と考えており、2020 年と 2021 年の利益への悪影響はそれぞれ 4% から 5% と推定している。

しかもペイパルには資金移動アプリのベンモがある。ベンモはミレニアム世代の人气が高く、2018 年 7-9 月期の取扱高は前年同期比 78% と急成長を遂げている。

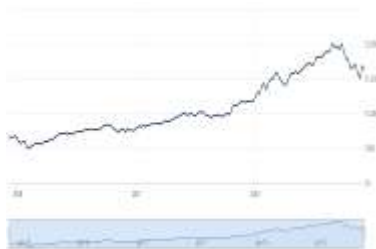
■ 割高だが上値余地は大きい

ペイパルの株価は 2015 年 7 月のイーベイからの分社化以降に約 105% 上昇し、リターンは S&P500 指数のほぼ 4 倍となっている。一見すると、株価収益率（PER）の過去 3 年間の平均が 28 倍であるのに対し、今後 12 カ月予想 PER は 30 倍と割安ではない。だが、直近高値からは 10% を超えて下落しており、同社の実績と予想される成長を踏まえると、買い場が訪れる可能性がある。

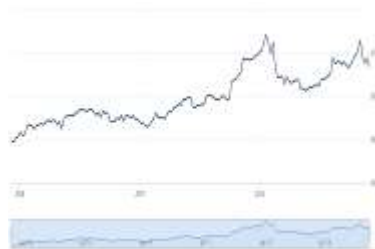
エリス氏は同社の増益率が今後少なくとも 3 年にわたり 20% を維持すると予想している。同社がバリュエーションを維持するという単純な想定に基づくと、株価は増益率と同じペースで上昇する可能性がある。

さらなる上値余地もある。イーベイに関連した懸念が沈静化するにつれ、投資家はペイパルの最大の価値を理解するようになるはずだ。それは、創業から 20 年を経ても電子商取引の世界で極めて重要な役割を担い続けているという価値である。

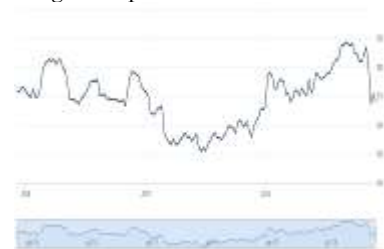
Amazon.com Inc. (AMZN)



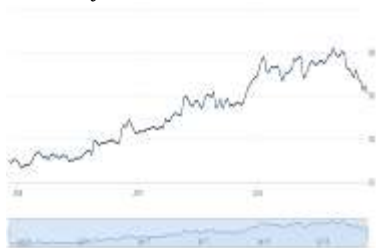
Walmart Inc. (WMT)



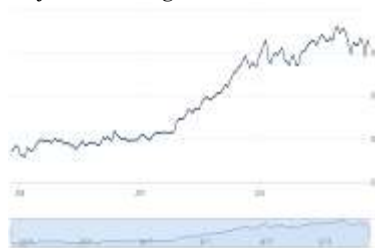
Target Corp.(TGT)



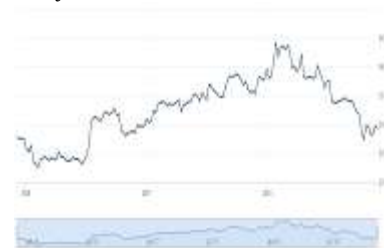
Best Buy Co. Inc. (BBY)



PayPal Holdings Inc. (PYPL)



eBay Inc. (EBAY)



チャートは 3 年

By TAE KIM
(Source: Dow Jones)

6. How to Ride the Short-Term Interest Rates 短期金利上昇の活用方法【インカムゲイン】 短期米国債以外の選択肢にも目を向けるべき

■ 短期米国債だけが選択肢ではない

投資家はこれまで金利上昇の機に乗じるために短期米国債に集中してきた。しかし、見過ごしてはならない他の選択肢もある。

年初から 12 月 4 日火曜日までの利回りが 0.69%、運用規模が 171 億ドルである i シェアーズの 1~3 年物米国債 ETF (SHY) に大量の資金流入が続いている。利回り 1.56%、運用規模 69 億ドルである SPDR ブルームバーグ・バークレイズの 1~3 カ月物財務省短期証券 (TB) ETF (BIL) にも同様の動きがみられる。



短期金利が長期金利に近づき、イールドカーブのフラット化が継続しており逆イールドも一部みられる。10 年米国債利回りは足元 2.91%をつけているが、2 年米国債利回りは 2.82%である。火曜日には 5 年米国債利回りが 2.79%で引けており、2 年米国債利回りの 2.82%を下回った。

それでもインカムゲインを追求する投資家は、短期米国債のみに集中する必要はない。米投資銀行のパイパー・ジャフレー (PJC) のフィクストインカム・ストラテジー・アンド・アナリティクス部門を統括するジャスティン・フーゲンドーン氏は「少なくとももう少し多くのクレジットリスクを取るべきだ。より広いスプレッドが得られる、より良い選択肢もある」と同氏は述べている。

■ 譲渡性預金や資産担保証券もひとつの選択肢

米運用大手のフェデレイテッド・インベスターズ (FII) においてマネーマーケット部門のチーフインベストメントオフィサーを務め、約 2900 億ドルの資産を運用するデボラ・カニングハム氏は、「優良なクレジットへの投資である限り」、年限の長期化を図ることは理にかなっていると述べている。同氏は米国、カナダ、フランスの銀行が発行する利回りが 2~3%の譲渡性預金 (CD) を選好する。

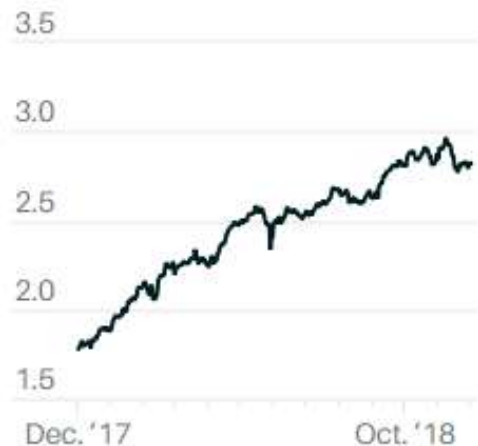
カニングハム氏は、CD やその他の短期商品によって生み出されるインカムは、「長期債市場や株式市場からのボラティリティを相殺してくれる有力な手段だ。より多くのクッションが得られることになる。結局のところクレジットの質は総じて非常に良い」と述べる、それでも、投資家は経済サイクルのこの終盤で、クレジットリスクを取り過ぎるべきではない。

フーゲンドーン氏は、ブローカーに手数料やコミッションを支払って取引する CD を推奨しており、「実際に流動性があり、マーケットがあるからだ」と言う。同氏によると、満期 5 年の CD の対米国債スプレッドは今年 2 月の 20 ベーシスポイント (bp) 以下から最近では 70bp まで拡大している。

CD のその他の利点として、25 万ドル以下の CD を保有する場合は基本的に連邦預金保険公社 (FDIC) による付保の対

On the Rise

The yield of the two-year U.S. Treasury note has risen sharply this year, making many shorter-term income holdings more attractive than longer-dated issues.



Source: FactSet

象になる。「自身のポートフォリオで購入が可能であり、分散化につながり、FDIC の保険がつく」とフーゲン・ドーン氏は付け加える。

同氏はまた、クレジットカード債権、学生ローンやその他の債権を裏付けとした資産担保証券（ABS）にも投資機会があると見ている。同氏は顧客向けに、ABS は「短期米国債に対するスプレッドを約 40～50bp 追加できる健全な方法になりうる」と指摘している。

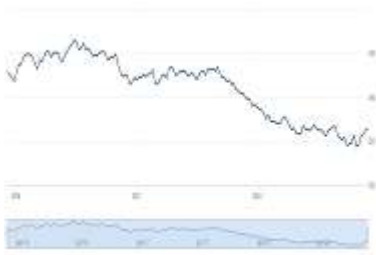
■ より長い年限の米国債カーブに投資するタイミング

2019 年に目を向けると、米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げを完了しているはずである年央まで短期金利が高位で推移するとフーゲン・ドーン氏は予測して、「2019 年末までに長期金利が下落する可能性が高いと見ている」と語る。そうなると、長期債への投資に対する魅力が今日よりも上昇することになる。

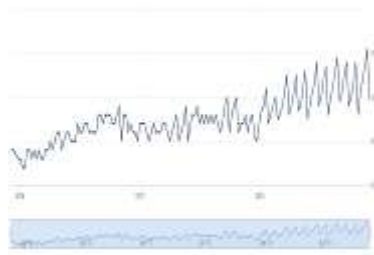
現時点では少なくとも金利が上昇傾向にあるため、長期債に投資するリスクは高い。これは短期債に比べて長期債の方が金利変動に対してかなり感応度が高いからだ。30 年米国債利回りは最近 3.17%と 1 年前の 2.76%を大きく上回っているが、11 月初めの 3.45%からは大きく下落している。

長期債に再び投資するタイミングを見極めるのは難しいが、フーゲン・ドーン氏は、「金利上昇が止まるまで待ちたくない。長期債に再び投資し始めるタイミングがあるはずだ」と述べる。

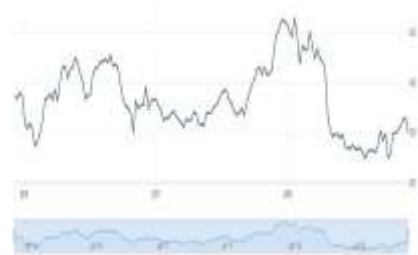
iShares 1-3 Year Treasury Bond ETF (SHY)



SPDR Bloomberg Barclays 1-3 Month T-Bill ETF (BIL)



Federated Investors Inc.(FII)



チャートは 3 年

By LAWRENCE C. STRAUSS

(Source: Dow Jones)

7. So Far, the Corporate Tax Changes Have Been a Bust 税制改革の影響 【税制改革】 現時点で、法人税制改革は不成功

■ 税制改革から 1 年

法人税率の引き下げ、設備投資の一時的な加速減価償却、海外利益の取扱などを特徴とする法人税制改革から 1 年が経った。税制改革の効果を判断するには時期尚早だが、初期段階での影響を大まかに理解するには十分な時間と言えよう。これまでのところ、企業の行動に根本的な変化は見られない。海外に滞留する利益の大半は今も海外にあり、M&A（合併・買収）は増加せず、配当や自社株買いを通じた株主還元の目立った増加もなく、設備投資が加速したわけでもない。



■ 米国企業の海外利益がタックスヘイブンに滞留

財務省告示第 8697 号が 1997 年 1 月 1 日に施行されて以降、米国企業は米国外での売り上げから得られた利益に対する税を回避するようになった。同告示により、企業は海外で得られた利益を海外の子会社に再投

資する限り、海外での利益に対する納税を先送りできるようになった。半面、米国企業はこのような海外での利益を配当、負債の返済、M&A に利用することはできない。このシステムによって、米国の多国籍企業は海外で得られた利益を、実際に物品やサービスを販売した場所ではなく、バミューダ、ケイマン諸島、アイルランド、ルクセンブルグ、オランダ、シンガポールなど、法人税制が有利な場所へと移して報告するようになり、われわれが包括的データを得られる最新の年である 2017 年には、海外直接投資から得られた米国企業の利益の約 80% がこれら 6 カ国・地域からのものとなった。1997 年の比率は 30% にすぎなかった。

1997 年から 2017 年までに 2 兆ドル以上の利益がタックスヘイブンに滞留し、ドル建て債券に投資された。新税法が施行されるまでの 20 年間は、海外で得られた利益を株主に還元するには社債を発行して資金調達するしかなかった。海外での利益はこれら社債の担保の役割を果たしていた。皮肉なことに、これらの社債は海外に残る留保利益に対するリターンを求める他の米国企業の海外子会社によって購入されることもしばしばだった。実際的に言えば、海外の留保利益は既に何年も前に米国に戻っていた。

■ 税制改革後も、資金還流の動きは低調

しかし、昨年末以降米国の多国籍企業は正式に海外の留保利益を納税なしに本国に還流させることができるようになった。2018 年の前半には 1840 億ドルが米国に戻った。海外の子会社は米国の親会社に対して 4340 億ドルの配当を支払ったが、そのうち 2500 億ドルは新たな利益を財源としていた。現在のペースでいくと、タックスヘイブンにしまい込まれていた再投資された利益の全てが戻るには 10 年以上かかるかもしれない。

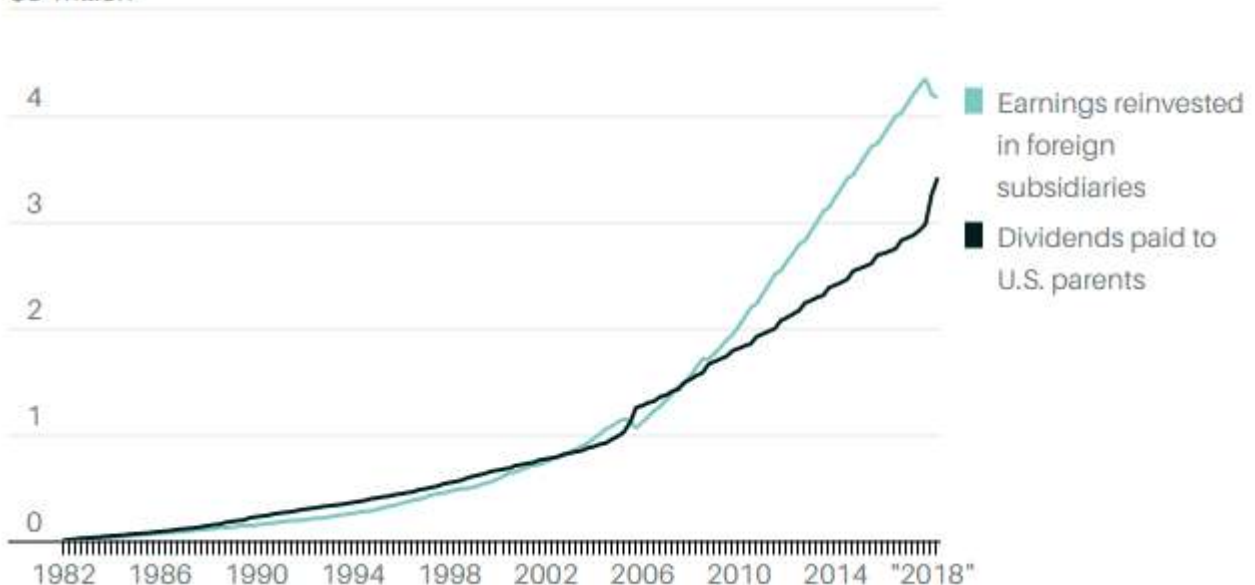
米連邦準備制度理事会 (FRB) のデータによると、M&A 活動は今年前半の底よりは活発化したものの、2016 年末の水準あるいは 2007 年末のピークに比べるとかなり低調だ。企業の配当や自社株買いのための支出は今年前半 7000 億ドルと過去最高に達したものの、2016 年前半とさほど変わらない。少なくとも企業は、税制改革によって得たものを時期尚早に分配してしまうことに慎重なように見える。

米国企業は過去数年間に発行した社債の償還は控えているようだが、恐らく税制改革の影響もあり、新規発行も低調だ。2017 年第 3 四半期から 2018 年第 2 四半期末までの非金融企業の社債純発行額は 1920 億ドルで、金融危機終了以降で最低だった (2014~2015 年の年間純発行額は 5000 億ドルだった)。

Not Bringing It Home

Cumulative uses of profits earned from foreign subsidiaries of U.S. companies, USD trillions

\$5 Trillion



Sources: Bureau of Economic Analysis; Barron's calculations

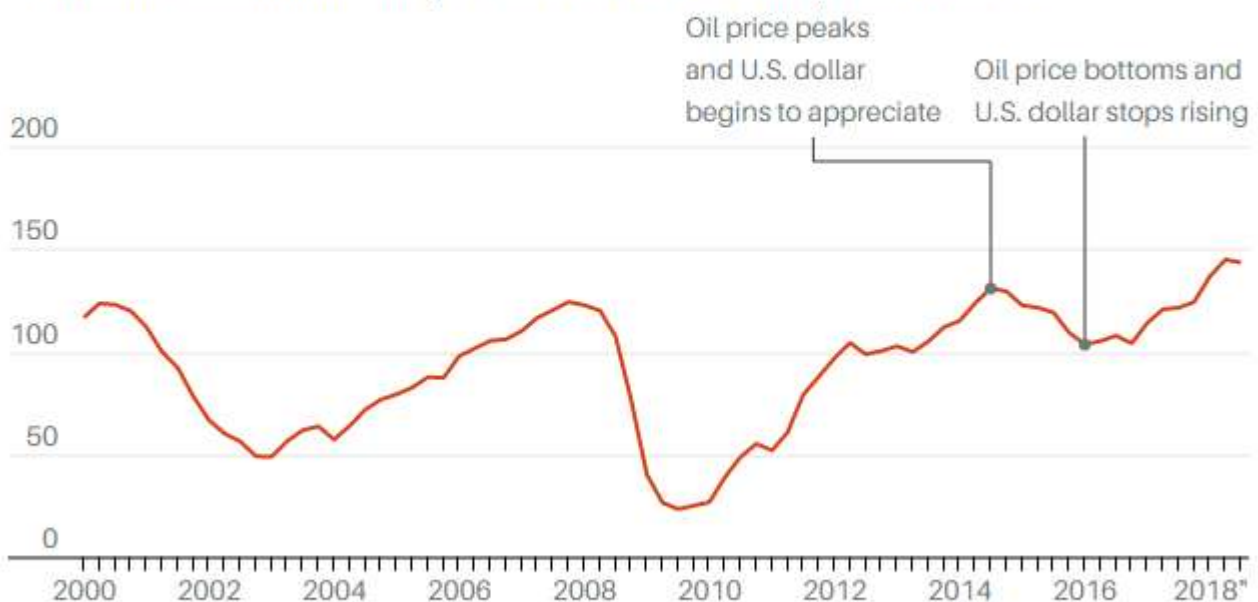
■ 設備投資増加にも寄与せず

税制改革の最も強力な正当化理由は、企業の投資行動に及ぼす影響だった。理論的には、海外での利益の扱い、名目税率の低下、減価償却の加速により、設備投資の前倒しが喚起されるはずだった。しかし、実際には、企業は期待通りの行動をしていないようだ。設備投資は増加したものの、減税なしの場合に想定された以上に増えたわけではない。むしろ、最近の設備投資の増加は、原油価格下落と急激なドル高の悪影響を受ける以前の傾向に戻っただけのように見える。つまり、原油価格が底を打ち、ドル上昇が一服したため、投資が回復し始めたわけだ。

さまざまな出来事が同時に起きる中、ある特定の改革の影響を見極めるのは困難だ。数年間上昇を続けていた株価は、税制改革以降ボラティリティは上昇したものの横ばいだ。関税はコスト上昇につながり、不透明感が強まった。人件費上昇は、低い水準からではあるが加速し続けている。これらの要因は、企業幹部に投資や M&A、株主還元を減らすよう促す。法人税減税によってこれらの悪影響が相殺されている可能性もある。そのため、何も変わっていないように見えるのかもしれない。しかし、税制改革は企業が設備投資などの支出を増やすのではなく、単に利益剰余金を増やすためだけの意味のない富の移転だった可能性もある。

Did the Tax Changes Make a Difference?

Business investment, shown here after subtracting depreciation and inflation, doesn't seem to have been affected by the new law relative to its pre-2014 trend.



By MATTHEW C.KLEIN
(Source: Dow Jones)

8. The Longevity Economy 急増する高齢者層は新興国市場に匹敵 【長寿経済】 相変わらずの製品ではなく、高齢者が本当に望むものを提供する企業に投資せよ

■ 新興国市場を上回る経済規模

世界の 65 歳以上の人口はとてつもない未開拓市場である。この層の人口は既に過去最高の 6 億人以上となっており、2030 年までに 10 億人、2050 年までには 16 億人に達すると予測されている。

他の多くの急成長市場とは異なり、この成長は主に裕福な国で起きる。その結果として生み出される消費は理解不能なほど莫大（ばくだい）な額になる。2015 年の米国を見ても、50 歳以上の国民による消費は 8 兆ドル近い経済活動に相当した。ボストン・コンサルティング・グループの予測によると、米国の 55 歳以上の人口は 2030 年までに、グレート・リセッション（米国の金融危機後の深刻な不況）以来の国内個人消費の増加分の半分を占めることになるという。日本とドイツにおける割合はさらに高く、それぞれ 67% と 86% となっている。



つまり、長寿経済は全てを支配する新興市場である。海面から急浮上しているその新大陸には消費意欲が高い人々が住む一方で、新興市場にありがちな不透明感はなさそうである。それどころか、平均寿命の延伸、出生率の低下、（多くの国々の）第 2 次世界大戦後のベビーブーム世代の後期高齢者入りなどから、高齢化社会の到来はだいぶ以前から予測されていた。人工知能（AI）の台頭や気候変動の影響など、世界経済には他にも大きな変化が起きつつあるが、予測可能性の高さだけで言えば、長寿経済をしのぐ変化はない。

市場の成長が予測される場合、既に売れている製品の生産を増やすのは当然だ。しかし、確実性の高さは油断を生む場合もある。

例えば高齢者向け住宅市場である。ほんの数年前、不動産投資業界の関係者は高齢者向け住宅よりも安全な投資先など見つからないと話していた。ところが、高齢者人口が急増しているにもかかわらず、高齢者向け住宅の入居率は現在、2011 年以来の低水準となっている。

沈黙の世代（1928～1945 年生まれ）とベビーブーム世代の間で入居者の交代がまだ起きていないなど、需要の大半が今後に残されているという可能性もあるが、要因は他にもある。配車サービス大手のウーバー、アマゾン・ドット・コム（AMZN）、仕事請負仲介サイトのタスクラビット、SNS などのハイテクサービスの利用をますます増やしている多くの高齢者は、高齢者専用の施設に引っ越すよりも自宅に住み続ける方が楽だと感じている。その一方で、引っ越しを考えている人は、退屈なイベントしかない従来の高齢者コミュニティよりも、自分好みの特定の関心事を共有できるコミュニティに住むことを望んでいる。フロリダ州デイトナビーチに 2017 年にオープンした高齢者向けコミュニティ、ラティテュード・マルガリータビル（酒、ギター、ボートを楽しむ歌手・実業家のジミー・バフェット氏のライフスタイルから着想を得て建設された）の住宅は、開発業者が当初見込んでいた以上に売れ行きが良いという。

■ 高齢者が避ける製品とは

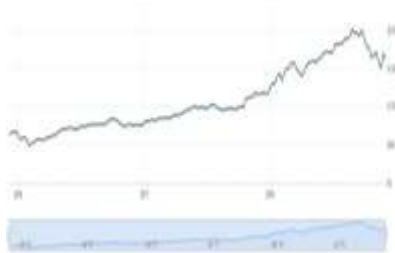
高齢の消費者はもはや、基本的な生理的欲求の解決や安全性だけに取り組んでいる企業を相手にしないだろう。高齢者市場の新たな需要は目標、強い願望、見た目の好み、社会的欲求、才能といった、より高い水準の動機に基づいている。高齢消費者の観点から、そうしたことの重要性を否定しているように見える製品（例えば身体が弱っていることを示唆するもの）は人口動態の追い風を受けてヒットするどころか、その風で転覆し、沈没してしまうかもしれない。

長寿経済の台頭は、投資業界が今日直面している市場動向の中で、最も重要で予測可能な存在である。しかし、従来と変わらないソリューションを販売し続けることは、安全確実な戦略とは言えない。高齢者が本当に望むものを提供している企業を見分けるにはどうすればいいのか。未来の高齢消費者がいかなる代償を支払っても避けようとする製品には一つの共通点がある。高齢者を対処すべき「問題」として扱っている製品だ。そうした製品では、高齢者の住宅、コミュニティー、アクセサリー、ファッション、アクティビティー、そして楽しさなどに関する選択権が犠牲になることが多い。

投資に値する企業とは、消費者自体ではなく、消費者自らが定義した問題に対処しようとする企業である。われわれの寿命が延び続ける中、そうした企業は高齢者を新しい境地を開く先駆者とみなし、擁護していくことだろう。

Amazon.com Inc.

チャートは3年



By JOSEPH F. COUGHLIN
(Source: Dow Jones)

9. The Trader 多くの悪材料に囲まれて大幅下落 内容を吟味せずに見出しだけで反応したとの見方も

【米国株式市場】

■ 通常と異なるイールドカーブに対する注目

過去を覚えていられない者は、間違った結論に達する運命にある。

今回組上（そじょう）に挙げたいそうした結論の多くは、株式市場が12月としては2008年以降で最悪のスタートを切ったことを受けて出されたものだ。先週の株式市場は、20カ国・地域（G20）首脳会議の結果を受けてダウ工業株30種平均（NYダウ）が約300ドル上昇して始まったものの、債券利回りの低下と、イランに対する制裁措置に反した疑いでファーウェイ（華為技術）の最高財務責任者（CFO）である孟晩舟氏が逮捕されたことが投資家心理に大きく影響し、大幅に下落して引けた。結局NYダウは4.5%下落して2万4388ドル95セントとなり、S&P500指数は4.6%安の2633.08で引けた。ナスダック総合株価指数は4.9%安の6969.25、小型株のラッセル2000指数は5.6%安の1448.09でそれぞれ週末を迎えた。



しかし、ニュースの見出しは現実をより悪く伝えているのかもしれない。特に先週起きたイールドカーブの逆転に関する記事を見ると、その感じが強まる。イールドカーブの逆転は長期債の利回りが短期債の利回りを下回ったときのことを指すが、通常は2年物国債と10年物国債、もしくは3カ月財務省短期証券（Tビル）と10年物国債の利回りが注目される。これらの比較における利回りの逆転は完全ではないものの、景気後退や弱気市場を予想するものとして頼りになるものだ。

しかし、先週話題となったのは3年物国債と5年物国債の利回り逆転で、この二つの比較は通常注目されない。リチャード・バーンスタイン・アドバイザーズのポートフォリオ・ストラテジストであるダン・スズキ氏は「イールドカーブのこの部分に焦点が当てられたのは記憶している限りで初めてだ」と記した。

同氏は 1964 年以降に 3 年物と 5 年物の利回り逆転が起きた状況について全て調査した。全部で 7 回あり、そのうちの 1973 年のケースでは既に株式市場は下落し、景気後退に入っていた。他の 6 回では景気後退の前兆になったと言えるかもしれないが、実際に景気後退入りするまでの期間の中央値は 25 カ月だった。それまでの 24 カ月間の S&P500 指数のパフォーマンスの中央値は 20% の上昇で、「過去のデータでは、3 年物と 5 年物の利回り逆転後の株式リターンは概して非常に強く、弱気相場までに数年かかった」とスズキ氏は述べる。見出しから受ける印象とは異なっている。

■ 高ボラティリティへの対応方法

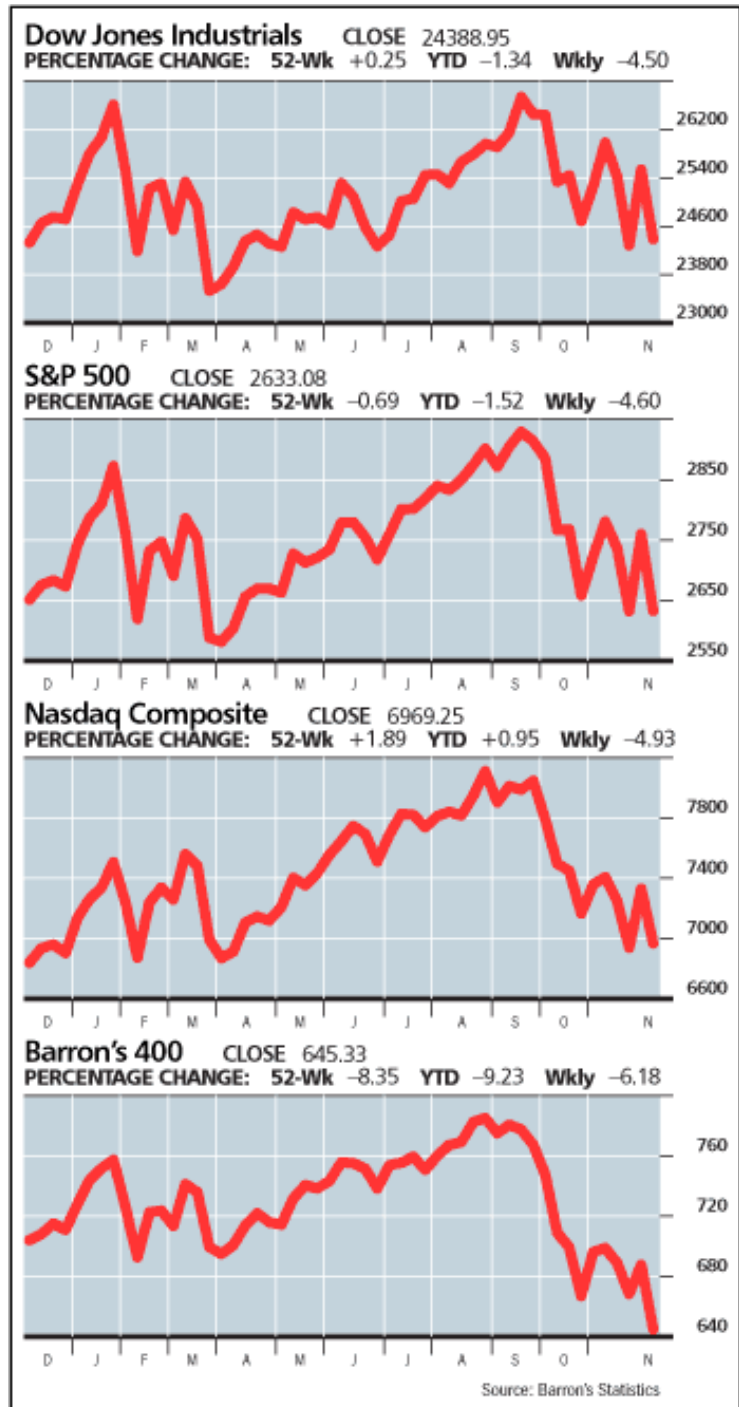
それでもイーールドカーブはフラット化しており、バンクオブアメリカ・メリルリンチの株式クオンツストラテジストのサビータ・スブラマニアン氏は、この状況で市場のボラティリティはしばしば上昇すると記している。ただし、これは必ずしも市場の下落を意味するわけではない。シカゴ・オプション取引所 (CBOE) のボラティリティ指数 (VIX 指数) は 1993 年の約 15 から 1998 年には 25 まで上昇したが、S&P500 指数はその間年率 20% 以上の上昇を示した。

そうした事実が分かっても、市場の乱高下に簡単に耐えられるようになるわけではない。何しろ、先週の急落は、その前の週に S&P500 指数が週間ベースで 7 年ぶりの好パフォーマンスを演じた直後に訪れたのだ。スブラマニアン氏は既に弱気市場に向かっている可能性は認めるものの、同氏のメインシナリオではない。

それでは投資家が取るべき行動は何か？スブラマニアン氏は、質が高くボラティリティの低い銘柄の保有を推奨し、何よりも市場の動きに追随しようとしなさいことだと忠告する。「一般的な考えとは逆に、売買を増やすよりも減らした方が、市場のボラティリティが高い時には概して勝率が高くなる」と同氏は説明する。

■ FOMC 後の記者会見とドット・プロットの重要性

市場は往々にして、米連邦準備制度理事会 (FRB) 議長の発言に左右されるように感じられることがある。その直感を裏付けるようなレポートが最近ニューヨーク連銀から発表された。連邦公開市場委員会 (FOMC) における議長の投票権は他の投票権者と同じ一票だが、議長の発言が注目された例は多くある。直近では、金利は中立を「わずかに下回る」水準にあるとした 11 月 28 日のパウエル議長の発言を受けて、市場は利上



げ停止が視野に入ってきたと解釈し、株式市場はその日に 2.3%上昇した。

今回のニューヨーク連銀のレポートはその発言の 2 日前に公表されたが、内容は、2011 年 4 月から 2018 年 6 月の間で、年 8 回の FOMC の中で会合後に議長の記者会見が行われる 4 回に関して、株価がどのように反応したかというものだ。結論は、議長会見は株価上昇のきっかけとして統計的に有意というものだった。逆に、FOMC 後に記者会見がなかった場合、株価に大きな影響は見られなかった。



Federal Reserve Chairman Jerome Powell

レポートの著者であるデービッド・O・ルッカ氏とエマニュエル・メンチ氏は、FOMC 会合による影響を「FED ドリフト」と呼んでいるが、それは記者会見終了後に起き、そのアウトパフォームの効果は約 70 ベーシスポイント分に相当すると推定する。ただし 2 人の著者は、記者会見そのものよりも同時に発表される「ドット・プロット (FOMC メンバーによる今後の政策金利の予想)」が影響しているか、その両方の効果が混じったものではないかと考えている。

ビスポー・インベストメント・グループは同様の現象が見られることをレポートにまとめており、11 月 7 日のレポートによると、1994 年以降に FOMC が開催された日の平均上昇率は 0.29%で、全ての営業日の平均上昇率である 0.03%を上回るという。また、今回のニューヨーク連銀のレポートは 2011 年に書かれた FRB のレポートを下敷きにしたものだが、以前のレポートでも「FED ドリフト」は顕著に見られたと、データトレック・リサーチの共同創業者であるニコラス・コラス氏は指摘する。

以前のレポートによると、1994 年から 2011 年の間に、S&P500 指数の超過リターン (リスクフリーレート (1 カ月 T ビルレート) を上回るリターン部分) の平均 80%が、FOMC 会合前後の 3 日で達成されていたという。こうしたプラスの現象はドイツ、英国、フランス、スペイン、イタリアおよびカナダの株式市場でも FOMC の前後で見られたという。コラス氏は、「一言で言えば、FOMC 会合の直前に米国株をオーバーウェイトとし、会合後にニュートラルに戻せば難なくアウトパフォームできることになる」と指摘する。

ただし 2011 年のレポートは既に広く読まれており、市場に織り込まれているはずだ。いまだに効果が見られるのは、FRB の金融政策に不透明感がどうしても残るからだとコラス氏は述べる。

次回の FOMC は 12 月 18～19 日に開かれ、記者会見とドット・プロットの発表が予定されている。今回のレポートでも市場関係者は株価上昇を期待していることが分かるため、注目すべきだとコラス氏は語る。また、来年以降の FOMC 後の動きも注目される。記者会見が年 4 回ではなく FOMC ごとに毎回、合計で 8 回行われるからだ。一方でドット・プロットの発表は 4 回しかない。どちらが市場に影響しているかを見る良い機会になりそうだ。

By BEN LEVISOHN and VITO J. RACANELLI
(Source: Dow Jones)

10. Preview 今週の予定 2019 年の“大胆予測”

【経済関連スケジュール】

■ アップルがテスラの“財源を確保”

今年も証券会社や運用会社の調査部門が 2019 年の見通しを発表する時期が来た。市場に影響を与えるような今後の動向を予測し、投資家を導くためものだ。一方、デンマークの投資銀行サクソバンクは、通常の予測に加えて“大胆予測”なるものを発表している。予測された 10 の事柄はどれも実際に起こる可能性は非常に低いと思われるが、その目的は議論を促すことにある。幾つかを紹介しよう。



アップル（AAPL）が 1 株当たり 520 ドルで電気自動車大手テスラ（TSLA）を買収。「アップルは 2370 億ドルのキャッシュを有する一方、iPhone（アイフォーン）の売り上げ鈍化という状況下にある。同社に必要なのは、デジタル革命の新天地で優勢な立場を確保することだ」。サクソバンクで株式戦略ヘッドを務めるピーター・ガンリュー氏はこう述べる。両社からはさまざまな相乗効果が期待できる。共に自社でデザインや設計を行う垂直統合型企業であり、高級ブランドを有している。アップルの財務力は、テスラが抱える目下の資金繰りの問題を解決し、さらに世界各地でのギガファクトリー建設も可能にする。

トランプ大統領がパウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長を解任。パウエル議長は利上げを続け、株価は急落する。トランプ大統領はこれを不服としてパウエル議長を解任し、ハト派として知られるミネアポリス連銀のカシュカリ総裁を議長に任命する。カシュカリ新議長は国債買い入れで大量の資金を国内に流入させ、財政赤字の補填やトランプ大統領の“壮大な”インフラプロジェクトのための財源をまかなう。だがその影響は暗い影を落とす。「インフレ率は 3%と公表されるものの実際は 6%となり、FRB の政策金利は 1%まで下がり、そこで停滞する」。サクソバンクの為替戦略ヘッドであるジョン・ハーディ氏はこう述べる。「これは、預金者に甚大な損失をもたらす金融抑圧による債務削減だ」。

同行の大胆予測にはこの他に、欧州諸国の債務免除や米国企業の信用力危機、大規模な太陽フレアによる 2 兆ドルの損失などがある。

By NICHOLAS JASINSKI

■ 今週の予定

12 月 10 日（月）

- ・ 10 月の求人労働異動調査（JOLTS）発表。求人件数は 9 月から横ばいの 700 万人と予想。

12 月 11 日（火）

- ・ クラウド企業ピボタル・ソフトウェア（PVTI）、靴・アクセサリ小売り DSW（DSW）が四半期決算を発表。
- ・ メディア大手 CBS（CBS）がニューヨークで年次株主総会を開催。同総会は、支配株主であるナショナル・アミューズメントズの法廷闘争や、レスリー・ムーンベス前最高経営責任者（CEO）のセクハラ疑惑に関する調査などで既に 2 度延期されている。
- ・ 水道会社大手アメリカン・ウォーター・ワークス（AWK）がニュージャージー州カムデンで投資家向け説明会を開催。
- ・ 住宅・商業用サービス会社のサービスマスター・グローバル・ホールディングス（SERV）、食品加工会社ツリーハウス・フーズ（THS）、建機レンタル大手ユナイテッド・レンタルズ（URI）がニューヨークで投資家向け説明会を開催。

- ・ 11 月卸売物価指数発表。10 月（0.6%上昇）から横ばいの予想。食品・エネルギーを除いた予想は 0.2% の上昇（10 月は 0.5% 上昇）。
- ・ 全米独立企業連盟（NFIB）が 11 月の中小企業楽観度指数を発表。コンセンサス予想は 10 月から低下の 107。
- ・ 英議会在が欧州連合（EU）離脱案を採決。否決の見通し。

12 月 12 日（水）

- ・ 損害保険大手プログレッシブ（PGR）が 11 月期の決算を発表。同社は毎月決算を発表している。
- ・ ネットワーク機器大手のシスコシステムズ（CSCO）がカリフォルニア州サンノゼで年次株主総会を開催。
- ・ 石油・ガス開発大手のヘス（HES）がテキサス州ヒューストンで投資家向け説明会を開催。
- ・ バイオ医薬品大手バイオジェン（BIIB）が多発性硬化症薬のポートフォリオを説明するコンファレンス コールを実施。

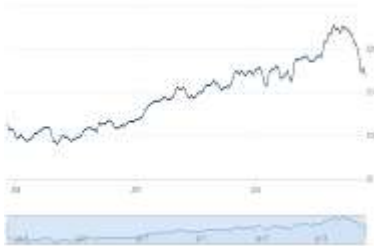
12 月 13 日（木）

- ・ 文書・画像処理ソフト大手アドビシステムズ（ADBE）、通信ネットワーク機器シエナ（CIEN）、会員制 量販店大手コストコ・ホールセール（COST）が四半期決算を発表。
- ・ 欧州中央銀行（ECB）が政策金利を発表。マイナス 0.4% に据え置かれる見通し。
- ・ コーヒーチェーン大手スターバックス（SBUX）がニューヨークで投資家向け説明会を開催。
- ・ 産業機器メーカーのダナハー（DHR）がニューヨークで投資家・アナリスト向け説明会を開催。
- ・ 流体制御機器メーカーのフローサーブ（FLS）がニューヨークでアナリスト向け説明会を開催。
- ・ 11 月の輸入物価指数・輸出物価指数発表。輸出物価指数は前月比 0.2% 低下（10 月は 0.4% 上昇）、輸入 物価指数は同 0.5% 低下（10 月は 0.5% 上昇）の見込み。

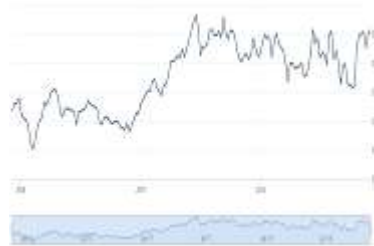
12 月 14 日（金）

- ・ 生命保険大手メットライフ（MET）が 2019 年の業績見通しに関するコンファレンスコールを実施。
- ・ 11 月小売売上高発表。コンセンサス予想は前月比 0.2% 上昇（10 月は 0.8% 上昇）。自動車を除くベース では、同 0.3% 上昇（10 月は 0.7% 上昇）。

Apple Inc. (AAPL)



Tesla Inc. (TSLA)



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. Subscriptions Are Remaking Corporate America

Subscription models are changing the relationship between businesses and their customers. And investors are mostly benefiting.

FEATURE

Can Subscriptions Pull Apple Out of its Tailspin?

As iPhone sales lag, investors are panicked. Subscriptions could change the narrative.

FEATURE

Lessons From the Bernie Madoff Fraud, 10 Years Later

Sophisticated Ponzi schemes persist even after regulatory changes. Here are some of the warning flags that investors should keep in mind.

FEATURE

6 Ways to Avoid a Big Tax Bill Surprise

But a number of other changes could leave you with a big bill. Here's what to do now.

Q&A

2. A Top Manager Sees Rally Nearing Its End

Long-term value player Matthew McLennan, who's posted a 9% annual return over 10 years, favors Exxon Mobil, Oracle, and Weyerhaeuser.

PROFILE

A Leading Emerging Market Fund Bargain Hunts in Mexico and Brazil

Portfolio manager Luz Padilla takes a patient approach to developing markets. That has led her to dollar-based Latin American bonds.

FUNDS

At Last, Some Balm for Oil Investors

OPEC's announced production cuts boost price of crude. Big unknown: Will members abide by agreement?

UP AND DOWN WALL STREET

3. It's the Stock Market, Stupid

STREETWISE

4. GM's Mary Barra Doesn't Need Backseat Drivers

TECHNOLOGY TRADER

5. Arms Merchant for Anti-Amazon Sellers

INCOME INVESTING

6. Riding the Short-Term Rate Bonanza

THE ECONOMY

7. So Far, the Corporate Tax Changes Have Been a Bust

OTHER VOICES

8. Older Consumers Are a Lucrative Market

THE TRADER

9. Dow Drops 4.5% as the Market Panics Over Everything

TRADER EXTRA

Lennar Stock Is Just Too Cheap to Pass Up

TRADER EXTRA

9. When the Fed Chair Speaks, the Market Moves. Data Proves It.

REVIEW

Week in Review: Texas Roadhouse Stock, Markets Drop, Trade Turmoil

Stocks suffer as trade anxieties return, China-U.S. trade talks wrapped in fog, government shutdown looms, Russia and Saudis try to stabilize oil, Mueller files sentencing memos, and AT&T merger under appeal.

PREVIEW

10. Outrageous Predictions for the Coming Year

Denmark's Saxo Bank puts out a formal 2019 investment outlook. It also issues forecasts for things that might never happen, but are worth debating.

FOLLOW UP

Chip Prospects Darken, but Has Lam Research Already Hit Bottom?

INTERNATIONAL TRADER – EUROPE

Why It's Time to Bail Out of Deutsche Bank

EMERGING MARKETS

Emerging Markets Outlook: Long-Term Gain, Short-Term Pain

THE STRIKING PRICE

Netflix and Palo Alto Networks Offer Growth at a Discount

The two beaten-down stocks look like bargains. The best way to play them with options.

COMMODITIES CORNER

Silver Prices, in a Deep Slump, Could Revive in 2019

Gold and palladium have gotten all the attention, but silver is much cheaper and has enough catalysts to climb next year

MARKET WATCH

Are Algorithms Ruling Our Investment Choices?

One-day meltdowns make market analysts wonder. Plus, views of Trump's tariff tantrums, and the hard and lengthy and inevitably complex work of economics.

RESEARCH REPORTS

A Buy Vote for Nasdaq's Own Shares

Modern markets are made for volatility, but operating exchanges is mostly a smooth-running business

13D FILINGS

Activist Investor Seeks Change at MDC Partners

FrontFour Capital considers calling a special meeting of shareholders to change the board. Also, 13D filings on DXH Media, Rowan Cos., Citrix, Baxter International, and other companies.

MAILBAG

Letters to Barron's

Letters on big data, Facebook, Social Security, and Raghuram Rajan

『バロンズ拾い読み』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

監修

時事通信社

編集人

川田 重信 (かわた しげのぶ)

大和証券入社後 1986 年から米国株式を中心に外国株式の営業活動に従事。ペインウェバー (現 UBS) 証券を経て 2000 年にエグゼトラストを設立。神戸大学経営学部卒業 米国ロチェスター大学 MBA。

バロンズ拾い読み 主要作成者の略歴 (五十音順)

内田 薫 (うちだ かおる)

大和証券グループでロンドン、マニラなどの海外勤務を含め、アナリスト活動を中心に国内外の調査業務に従事。2009 年より翻訳活動。東京工業大学機械工学科卒。日本証券アナリスト協会検定会員。

西田 万里子 (にしだ まりこ)

旧東京銀行 (三菱 UFJ 銀行) にて外国送金業務に従事した後、フリーランス通訳・翻訳に転向。現在同志社大学講師を兼務。神戸大学教育学部教育心理学科卒。英国リーズ大学国際学修士、ペンシルベニア州立テンプル大学 MBA。

西村 嘉洋 (にしむら よしひろ)

プロクター&ギャンブルのファイナンス・IT 部門で長らくマネジャーを務め、欧州、米国、アジア各国で勤務経験がある。京都大学大学院 情報工学 情報工学科修士、ロンドン大学大学院 金融経済学修士。

『バロンズ拾い読み』 (2018 年 12 月 10 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