Dow Jones Weekly Newsletter
バロンズ 拾い読み
& ダウ・ジョーンズ ニュース
DOW JONES

THIS WEEK'S MAGAZINE　Week of October 7

1. Who Will Win the New Broker Wars?　新たなブローカー戦争→ P.2　【証券ブローカー】
ほとんどの証券ブローカーが売買手数料を無料化

2. This Tech Company Powers the Industry's Stars　IT 業界を支える一社→ P.6　【TSMC】
半導体業界でリードを広げる台湾積体電路製造（TSMC）

3. The Trader　経済指標と利下げ期待から乱高下→ P.8　【米国株式市場】
経済指標を受けて景気後退懸念が強まったものの、急速に反発

4. ETFs That Limit Your Losses― for a Price　拡大するバッファーETF→ P.10　【上場投資信託】
一定までの損失は保護されるがアップサイドにも上限

5. Lessons From the WeWork Fiasco　ウィーワーク IPO 中止の教訓→ P.12　【インタビュー】
ベテラン投資家は早い時期にチューイやイベントブライトに投資

6. Up and Down Wall Street　FRB が景気拡大を確実に→ P.14　【コラム】
雇用統計は前向き　ウォーレン上院議員の指名獲得の可能性上昇

7. Crunch Time for Netflix and 5 Other Stocks　正念場→ P.16　【株式市場展望】
決算発表を控え、正念場を迎えているネットフリックス他 5 銘柄

8. The Real 5G Winner Could Be China　5G の当面の勝者は中国か→ P.18　【ハイテク】
米国での利益享受機会は限定的との予想も

9. 100-Year Muni Bonds Might Just Be the Safest Yield Play　防御の強化策→ P.20　【債券投資】
100 年地方債が最も安全な利回りを提供する可能性

10. Preview　今週の予定→ P.22　【経済関連スケジュール】
デルタ航空に明るい兆し

※ 当誌は、株式会社 時事通信社がライセンスに基づき Dow Jones & Company, Inc.の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。
※ 当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等により作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。
Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.
本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. Who Will Win the New Broker Wars? 新たなブローカー戦争 【証券ブローカー】
ほとんどの証券ブローカーが売買手数料を無料化

■ 個人向け証券ブローカー事業の競争激化

証券業界では数十年にわたって価格競争が繰り広げられてきた。しかし、売買手数料に関しては、その戦いも終わりかもしれない。

先週、ほぼ全ての大手証券ブローカー（チャールズ・シュワブ（SCHW）、イー・トレード・ファイナンシャル（ETFC）、インタラクティブ・ブローカーズ・グループ（IBKR）、TD アメリトレード・ホールディング（AMTD））が株式売買手数料をゼロに引き下げた。アナリストは、こうした企業の業績予想を下方修正し、勝ち組と負け組を見極めようとした。

勝ち組がいるとすれば、チャールズ・シュワブになる公算が大きい。同社は業界慣行や価格を破壊してきた実績がある。また、資本が充実しており、事業が多角的で、長期的成長を見据えた経営が行われている。売買手数料がゼロになる中、同社は多角的な事業によって収入を支えることができ、競合他社よりも強い立場となる可能性が高い。

価格競争は業界にとってタイミングが悪かった。世界の経済成長が減速し、リセッション（景気後退）が近づいているため、強気相場は勢いが弱まっている可能性がある。また、金利低下によって、主要な収入源である純金利収入（顧客の現金を再投資することによる収入）が低迷している。シュワブの収入の半分以上は純金利収入である。同社は、米連邦準備制度理事会（FRB）が 0.25%ポイント利下げするたびに、収入が 7500 万～1 億 5000 万ドル減少すると推定している。

個人向け証券ブローカー業界の競争は激化している。スタートアップ企業のロビンフッドは、ミレニアル世代にアピールし、今や 600 万件以上の口座を有する。決済アプリを運営するスクエア（SQ）は、アプリでの株式売買を試験中と報じられた。ウォール街も個人向け取引に注目している。バンク・オブ・アメリカ（BAC）のメリルリンチ部門や JP モルガン・チェース（JPM）は、銀行取引がある投資家に対して、一定の範囲での無料売買を提供する。ゴールドマン・サックス・グループ（GS）も、個人向け銀行事業のマーカスが証券ブローカーへと事業を拡大する可能性がある。

投資家の反応から見ると、イー・トレードと TD アメリトレードの方がシュワブより打撃が大きい模様だ。先週の株価は、イー・トレードと TD がそれぞれ 16%と 28%下落、シュワブが 14%下落だった。イー・トレードと TD の下落率がシュワブより大きかったのは、売買手数料への依存度が高いことによる。売買手数料が収入に占める割合は、イー・トレードが 16%、TD が 24%であるのに対して、シュワブは 8%だ。

■ シュワブの多角的な事業

シュワブは収入の減少に耐えることができる。同社の事業は、資産運用、カストディ（資産管理）、機関投資家のバックオフィス業務など、広範囲にわたって多角化されている。同社が管理する顧客資産は 3 兆 7000 億ドル、うち 1 兆 5500 億ドルは登録投資顧問（RIA）からの委託資産で、同社は米国最大の RIA 向けカストディアンとなっている。同社のインテリジェント・ポートフォリオサービスは、運用資産 300 億ドルを有する最大のロボアドバイザーに成長した。

現在、シュワブにとって大きな利益を生んでいるのは銀行事業である。S&P グローバル・マーケット・イン

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

テリジェンスによれば、シュワブ・バンクの資産額は 2760 億ドルを超えており、アリー・ファイナンシャル（ALLY）、キーコープ（KEY）、フィフス・サード・バンコープ（FITB）などの銀行よりも多い。近年の金利上昇によって、シュワブ・バンクは本業よりも好調となった。2018 年の純金利収入は 58 億ドルで、シュワブ全体の収入に占める比率は前年の 36%から 57%へと上昇した。

シュワブはハイテクバブル崩壊後の 2003 年に銀行事業を開始した。同社は 10 年にわたり、証券ブローカー事業の現金預金によって銀行事業の資金を調達してきた。同社はこれを実現するために、顧客がスウィープ口座（取引決済などに使用される口座）でマネー・マーケット・ファンド（MMF）を保有しにくいようにした。その結果、同社のバランスシートは証券ブローカー事業の顧客が預けた現金によって大幅に拡大し、純金利収入は同社の収入と利益の伸びを押し上げた。

副作用として、シュワブの株価は金利に左右されるようになった。ウルフ・リサーチのアナリストであるスティーブン・チューバック氏によれば、2016 年以降、同社の株価と 10 年物米国債利回りの相関は 86%、フェデラルファンド（FF）金利との相関は 69%となっている。

シュワブは、金利が低下し、売買手数料がゼロになる日に備えて、資産運用事業の拡大などのさまざまな手段を講じてきた。同社の収入基盤は、RIA 向け事業（資産管理手数料など）と個人向け証券ブローカー事業の間でバランスが取れているようだとチューバック氏は語る。同社の低コスト上場投資信託（ETF）とロボアドバイザーサービスは市場の勝者となっている

シュワブの RIA 向けプラットフォームは、業界内で最高クラスのツールとソフトウエアを備えているとみなされている。同社は、アドバイザーがウォール街のブローカーから離れていることからも恩恵を受けている。この傾向は 10 年前から続いているが、その勢いは加速している可能性がある。シュワブは最近、競争力を高めるため、ポートフォリオ管理ソフトウエアのアップグレード版を公開した。

インタラクティブ・ブローカーズのトーマス・ピーターフィー会長は、「シュワブの競争上の強みは、アドバイザーのコミュニティーに巨大な牙城を築いていることだ」と語る。金融コンサルティング会社ティブロン・ストラテジック・アドバイザーズのマネジングパートナーであるチップ・ローム氏によれば、RIA 業界は 50～100 社のアドバイザーへと再編されつつある。これはシュワブにとっては良いニュースだ。企業が大きいほど、取引、分析や資産管理の必要性が増し、より多くの資産をシュワブにもたらすためである。

シュワブは、金利低下に備えて社内の人員整理も実施している。同社は最近、スタッフの 3%に相当する 600 人の人員を削減した。さらに、シュワブは顧客の「惰性」にも期待している。低金利環境では、顧客が現金預金を引き出して、高利回りのファンドや債券に投資する傾向は弱くなる。シュワブはこのプロセスを「現金仕分け」と呼ぶ。同社のピーター・クロフォード最高財務責任者（CFO）は、「現金仕分けが終わったと判断するには時期尚早だが、減速しているのは間違いない」とアナリストに語っている。

その他、金利低下に対応する方法としては、有利子資産の構成の調整が挙げられる。シュワブはバランスシート上の資産を、金利低下の影響をすぐには受けない短期債券へと移行させている。投資銀行サンドラー・オニールのアナリストであるリチャード・レペット氏によれば、シュワブは顧客に支払う利息を減らす傾向にあるという。とはいえ、ほとんどの銀行は同じことを実施し

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

ている。こうした措置は、金利低下の早期段階において一定の利益を守ることに役立つ。

■　アナリストの見通しは強気ではない

証券ブローカーにとっての逆風は金利低下だけではない。ETF の経費率、ミューチュアルファンドの取引手数料、デリバティブ、オプション取引なども手数料引き下げの機が熟している。ファンドの経費率が低下すると、証券ブローカーは二つの面で打撃を受ける。第一に、競争力を保つために、独自ファンドの経費率を引き下げなければならない。第二に、他の資産運用会社から高額のプラットフォーム掲載料を徴収するのが困難になる。

アナリストは、シュワブをはじめとする証券ブローカーの株価の短期見通しにあまり強気ではない。ウェルズ・ファーゴのアナリスト、クリストファー・ハリス氏は、TD、イー・トレード、シュワブの投資判断を引き下げ、同業界の企業の目標株価を平均 28%下方修正した。同氏は「内部成長は減速し、金利は低下しており、多額の売買手数料が失われつつある」と語る。

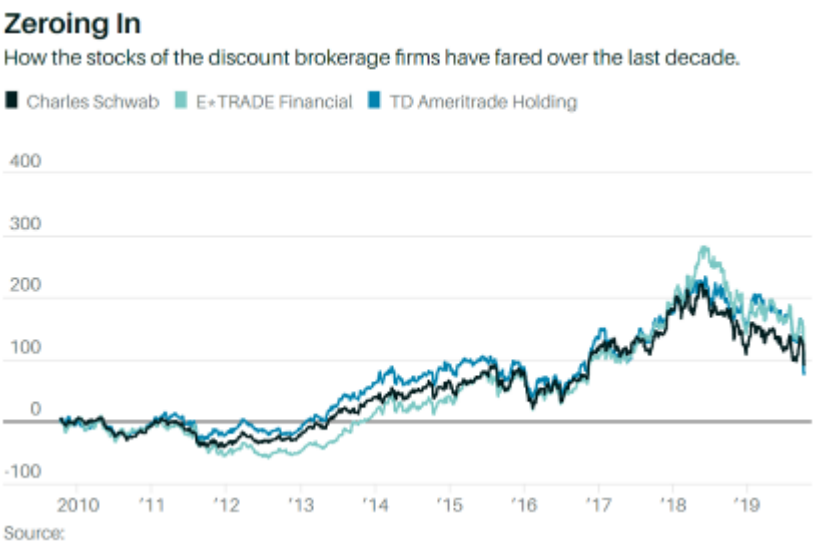
証券ブローカーは金利をコントロールできないため、マクロ経済のトレンドに対して脆弱（ぜいじゃく）である。さらに、証券ブローカーが手数料を急速に引き下げたことは、こうした企業の他の商品やサービスに対して、「顧客があまり価値を見出していない」ことを意味するとハリス氏は指摘する。唯一のプラス要因は費用削減と自社株買いだが、これらが内部成長のようにバリュエーションを下支えすることはないと同氏は話す。

さらに、比較的弱いプレーヤー（特にイー・トレード）が縮小するにつれて、雇用削減と再編が起きる可能性がある。業界はこの困難を乗り越えるだろうが、以前と同じ姿ではいられないはずだ。さらに、サブスクリプション方式の価格設定が台頭する可能性がある。頻繁に取引を行い、多くのツールやデータを求める顧客が定額の月額料金しか支払わない一方、あまり取引をしない顧客に対して、他の商品やサービスを利用させるインセンティブとして無料売買が提供されることも考えられる。

こうした状況は既に現実化しつつある。インタラクティブは、取引システムにおいて顧客を「ライト」と「プロ」に分けることを計画している。ライトの顧客は売買手数料が無料になり、プロの顧客は、売買手数料を支払う代わりに執行が改善する。ピーターフィー会長は、「執行の品質を重視する顧客に手数料を課す。あまり取引を行わず、執行の品質を気にしない顧客については、無料での売買を可能にする」と語る。

■　手数料を無料化するデメリット

売買手数料をゼロにできるのは、それでも証券ブローカーが利益を上げられるためだ。その方法の一つが「ペイメント・フォー・オーダーフロー」である。証券ブローカーは、顧客の売買注文をマーケットメーカーに販売する。マーケットメーカーは、膨大な量の取引から極めて少額の手数料収入を獲得するが、証券ブローカーは依然として顧客に対する最良執行義務を履行することができる。売買手数料の無料化は売買件数を押し上げ、オーダーフローに対する支払いを増加させる。



個人向け証券ブローカー事業は収益性が極めて高い。ピーターフィー会長によれば、オンライン証券ブロー

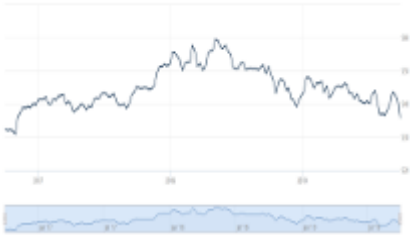
Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

カーの税引き前利益率は 30～60%に上り、他の多くの業界を上回る。顧客が証券口座で保有している現金は、金利収入の元となる資金を安価に獲得する源となっている。同氏は「われわれが現金に対して支払う利息と、証拠金の貸付によって獲得する利息の間の 2%の差が、合計すると非常に大きな金額になる」と語る。

売買手数料の引き下げにはデメリットも存在する。株式売買では、感情（恐怖や強欲）によって合理的な意思決定が阻害されることがある。手数料をゼロにすることで障壁が解消され、売買件数の増加が促進されることにより、投資家の不利益につながるかもしれない。アドバイザーのジム・ローウェル氏は、「売買は単なる手段ではなく、戦略である。手数料の無料化によって売買が増えるならば、良くないことだと考える」と話す。

証券ブローカーに希望があるとすれば、それは売買手数料が恐らくゼロよりも下がらないということだ。手数料の無料化が投資家のためになるかは、まだ不明である。

Charles Schwab Corp. (SCHW)



E*TRADE Financial Corp. (ETFC)

Interactive Brokers Group Inc. (IBKR)

TD Ameritrade Holding Corp. (AMTD)

Square Inc. Cl A (SQ)

Bank of America Corp. (BAC)

JPMorgan Chase & Co. (JPM)

Goldman Sachs Group Inc. (GS)

Ally Financial Inc. (ALLY)

KeyCorp (KEY)

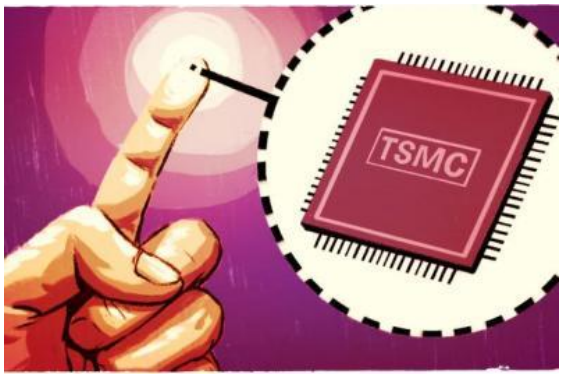
Fifth Third Bancorp (FITB)

チャートは 3 年

By DAREN FONDA
(Source: Dow Jones)

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

2. This Tech Company Powers the Industry's Stars　IT 業界を支える一社　【TSMC】
半導体業界でリードを広げる台湾積体電路製造（TSMC）



■　成長が加速するファウンドリー業界の先駆者

台湾積体電路製造（TSMC、ティッカーは TSM）は、外部顧客向けの半導体製造に特化したビジネスモデルであるファウンドリーの先駆者だ。TSMC の顧客リストには、アップル（AAPL）、半導体大手のクアルコム（QCOM）、ファーウェイ（華為技術）、画像処理半導体（GPU）大手のエヌビディア（NVDA）、半導体大手のアドバンスト・マイクロ・デバイス（AMD）など、世界の代表的な IT 企業が含まれ、これらの企業はスマートフォン、サーバー、人工知能（AI）アプリケーション、およびネットワーク機器で使用される最も要求の厳しい半導体の製造を TSMC に依存している。

JP モルガンの推定によれば、世界のファウンドリー業界における TSMC のシェアは売り上げで約 50%、利益で 80～90%に達する。TSMC は 7 ナノメートル（nm、10 億分の 1 メートル）プロセスの半導体の大量生産に成功した最初の企業であったため、近年市場シェアを拡大している。数年間低成長が続いていたが、AMD、アップル、およびクアルコムからの 7nm チップの需要により、TSMC の売り上げは再度加速を始め、2020 年度の売り上げは 378 億ドル（12%増）に達し、1 株当たり利益（EPS）も 20%近く増加すると予想されている。現在の配当利回りは 3.4%だ。

■　7nm プロセス、5nm プロセスで他社を大きくリード

半導体業界全体が 7nm（およびそれ以下）製造プロセスへの移行を急速に進めているが、ほとんどのメーカーはまだ実現できていない。大半の半導体を自社で製造するインテル（INTC）が 7nm 製品を出すことは 2021 年まではなさそうだ。「今や半導体業界のリーダーは TSMC だ。インテルから主導権を奪ってしまった」と金融サービス大手サスケハナで半導体業界アナリストを務めるメフディ・ホセイニ氏は語る。

TSMC は引き続き技術の限界に挑戦している。同社の広報担当者によれば、2020 年前半には 5nm プロセス製品の量産を開始すべく、その準備が順調に進んでおり、5nm 製品になれば 7nm 製品との比較で処理能力が 15%向上するか、電力消費が 30%減少するとのことだ。さらに、集積度が 80%向上するため、使用する材料が減少し、コストが削減される。

2018 Taiwan Semiconductor Revenue By End Market

Communication (Smartphone, wireless infrastructure)	56%
Computer (CPU, GPU, storage)	14%
Consumer (cameras, TVs, gaming)	7%
Industrial	23%

Source: Annual company report

プロセスの自動化、クラウドコンピューティング、次世代通信規格「5G」などを支える新しいチップには大きな需要がある。TSMC 株を保有するバータス・フォントーベル新興国市場オポチュニティーズ・ファンド（VREMX）のポートフォリオマネジャーであるブライアン・バンズマ氏は、「これらは全て、巨大な計算力の増強を必要とする。基本的に、その運転席にいるのは TSMC であり、TSMC 投資家にとっては大きなチャンスだ」と語る。

■　貿易戦争の影響と株価の見通し

貿易紛争は TSMC にとって追い風となる可能性がある。今年の初め米国政府は国家安全保障上の懸念から、米国企業がファーウェイに半導体の販売を行うことを禁止した。アナリストはファーウェイがこの問題に対応するために半導体の自社開発を始めると考えており、その製造を担うのは TSMC になると予想している。TSMC の評価は上が

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

り、株価は過去 1 カ月で 10%上昇した。この間、半導体セクター指数に連動する上場投資信託（ETF）であるｉシェアーズ PHLX セミコンダクターETF（SOXX）の上昇率は 3%だった。

バンズマ氏は半導体業界の低迷が予想より長く続いたとしても、TSMC 株はアウトパフォームすると考えている。「TSMC の業界における立ち位置、サプライチェーン全体にとっての重要性から、市場も短期的な循環の先を見据えた評価をするだろう」と同氏は言う。TSMC の株価収益率（PER）は 2020 年予想利益ベースで 19 倍となっており、5 年平均の上限水準にあるが、同社の競争力と技術的なリーダーシップを考えれば適切な水準といえる。高い配当利回りも低金利の下では魅力的だ。TSMC は年間フリーキャッシュフローの 70%を株主に還元すると約束しているが、昨年はその額が 90 億ドルに達している。

ホセイニ氏は、ウォール街が TSMC を過小評価していると考えている。同氏は TSMC が製造する AMD のチップを搭載したゲーム機など、新製品の発表が続き、2020 年は売上高が 19%伸びると予想している。同氏は TSMC の米国預託証券（ADR）の投資判断を「買い」とし、目標株価は直近株価 47.42 ドルを 18%上回る 56 ドルに置いている。

TSMC 株に対する最も強気のシグナルは、同社の積極的な投資計画なのかもしれない。他の半導体メーカーは設備投資を削減しているが、同社は先週本誌に対し、「今月後半に決算発表をする際に 2019 年の設備投資の予想額を引き上げ、その結果 110 億ドルを超えることになる。これは当社の技術に対する強い需要に応えるためだ」と語った。TSMC は大きなチャンスがあれば投資を惜しまない。投資家もそうすべきだろう。

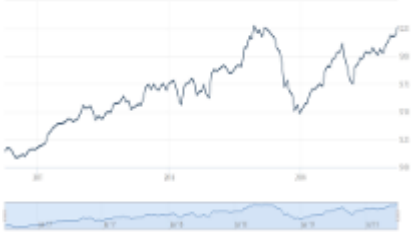
TOP CUSTOMERS

Apple
Broadcom
MediaTek
Nvidia
Qualcomm
AMD
HiSilicon (Huawei)
Sony

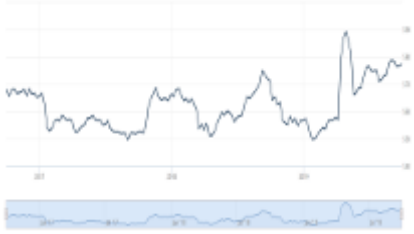
Source: Credit Suisse

Taiwan Semiconductor Manufacturing Co. Ltd. ADR (TSM)

Apple Inc. (AAPL)



Qualcomm Inc. (QCOM)



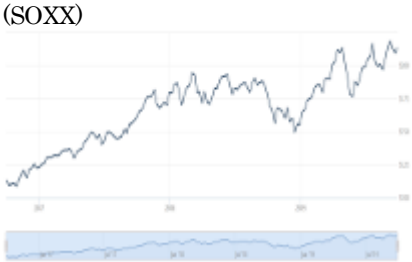
NVIDIA Corp. (NVDA)

Advanced Micro Devices Inc. (AMD)

Intel Corp. (INTC)

Virtus Vontobel Emerging Markets Oppty Fund:R6 (VREMX)

iShares PHLX Semiconductor ETF (SOXX)



チャートは 3 年

By TAE KIM
(Source: Dow Jones)

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

3. The Trader　経済指標と利下げ期待から乱高下　【米国株式市場】
経済指標を受けて景気後退懸念が強まったものの、急速に反発

■　サプライ管理協会（ISM）のデータ

白黒をはっきりとさせたがる傾向が強まっている世界で、投資家は、株式市場は灰色の陰の中にあるということを覚えておく必要がありそうだ。

額面通りに受け取らずに、まず先週の株式市場の主要株価指数の動きを見てほしい。ダウ工業株 30 種平均（NY ダウ）は 0.9%安の 2 万 6573 ドル 72 セントで引け、S&P500 指数はそれよりも小さな 0.3%安となり、2952.01 で取引を終了した。一方、ナスダック総合指数は週間ベースで 2 週連続安を断ち切って 0.5%の上昇となり、7982.47 で引けた。小型株のラッセル 2000 指数は 1.3%安の 1500.70 で週末を迎えた。

灰色の陰という話に戻ろう。米国が景気後退入りしたかどうかについての論争ほど、白黒をはっきりとさせたがる傾向が見られるものはない。サプライ管理協会（ISM）の 9 月の製造業景況感指数が 8 月の 49.2 から低下して 47.8 と発表された時、市場はリセッション（景気後退）が既に始まったかのような反応を示した。NY ダウは発表後の火曜日と水曜日に合わせて 832.21 ドル（3.1%）下落し、四半期の始まりとしては 2008 年以来となる最悪のスタートとなり、わずかだが、金融危機の記憶を呼び起こした。

そして、ISM 非製造業景況感指数が木曜日に発表され、こちらも市場予想を下回ったことから、市場の最初の反応は次の危機が既に訪れたというものだった。ただし、市場の反応はそこまでだった。市場予想の 55.3 を大きく下回る 52.6 と発表された直後に NY ダウは 300 ドル以上の値下がりとなったものの、弱気相場に備えた戦略集を紐解く前に突如反転し、結局木曜日の NY ダウは前日比 122.42 ドル（0.5%）の値上がりで引けた。

■　リセッション懸念の呪縛

少しでも景気に弱さが見られたら、米連邦準備制度理事会（FRB）が 10 月に利下げをする確率が高まるのは明らかであり、これが株式市場にとって好材料になるとされてきた。こうした動きは、金曜日に 9 月の雇用統計で非農業部門就業者数が市場予想をわずかに下回ったものの、失業率が 50 年ぶりの低水準となったことで確認された。結局、景気後退には陥らないのではないかというものだ。

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

事がそう単純であればよいのだが、リセッションがわれわれの頭から離れないのは、その可能性がこれまでの長い期間よりも高くなっているからだ。ニューヨーク連銀のモデルは、3 カ月 T ビルと 10 年米国債の利回り差から、今後の 12 カ月間で景気後退に陥る可能性が 38%だと示している。しかし、裏を返せば、景気後退入りしない可能性が 62%ということになる。

リセッションの可能性がそれほど高ければ、株式市場から遠ざかるという手段もあるかもしれない。しかし株価が上昇すればそれを逃すことになり、下落に巻き込まれるのと同様のトラブルとなる可能性がある。

加えるならば、投資家が取れる選択肢は白黒をはっきりとさせる二者択一のものではない。経済指標から分かる通り、米国の経済成長は鈍化しているものの、たとえ 1 年前よりも緩やかだとしても、成長は続いている。行きつ戻りつの経済指標に悩まされ、疲れた投資家は、無視するのが一番かもしれない。シーラス・リサーチの調査ディレクターであるサティヤ・プラデュマン氏は「景気後退かどうかの論争から少し離れ、景気鈍化のテーマに沿ったポジションを組むように推奨する」と書いている。

■　金融政策だけでなく財政政策も

景気後退懸念が高まると、投資家は助け舟を求める。

通常、助け舟を出すのは FRB で、その手段は金融政策となる。しかし、これは景気刺激策の一方の側面であり、もう一つは政府支出、つまり財政政策ということになる。今回、景気下支えを FRB だけで行うことはできないため、投資家は FRB だけでなく、ワシントンの動向にも注意を払う必要がある。

ISM 製造業景況感指数が弱く、株価の下落につながったが、FRB に対しては利下げを促すサインになったとみられる。同指数の発表前に五分五分だと見られていた 10 月の利下げは、発表後はほぼ 80%の確率だと見られている。一層の景気刺激策を期待する投資家にとっては、悪い知らせが良い知らせになったようだ。

FRB は最近タカ派からハト派に転換したが、2015 年に金利が上昇し始めてから今年の 7 月まで金融を緩和することはなかった。T.ロウ・プライスの債券運用マネジャーであるスティーブ・バルトリーニ氏は「FRB は金融引き締めをやり過ぎた」と述べ、金融引き締めは厳し過ぎ、長過ぎたと考えている。同氏は引き締め策の影響が短期資金のレポ市場にも表れ、「十分なキャッシュがなかったため、レポレートの急上昇につながった」と指摘する。ただし、レポ市場の圧力を緩和するだけでは景気後退に対する備えは十分ではなく、「財政刺激策も必要だ」と述べる。

トランプ大統領の 2017 年の税制改革は財政刺激策として有効だった。S&P500 指数採用企業の利益は 2018 年に最近では最も大きな 20%以上の増益を達成し、雇用の増加、国内総生産（GDP）成長率の加速、製造業の拡大が見られた。しかし米中貿易戦争が足かせとなってきた。トランプ政権は米国企業にとってより良い条件を獲得しようとしていると主張しているものの、関税引き上げの影響は景況感指数などに表れている。

宅配・航空貨物輸送大手フェデックス（FDX）の最高経営責任者（CEO）であるフレッド・スミス氏は「2018 年秋から、世界的な貿易紛争が製造業に悪影響を及ぼしていることが明らかになった」と同社の第 1 四半期の電話コンファレンスで述べた。同社の決算発表は事業環境を示す先駆けだと考えられている。ISM の会長であるティモシー・フィオーレ氏は、ISM のデータでは「2019 年 7 月以降、新規輸出受注の低下が示すように、世界貿易が引き続き最も重要な問題となっている」と述べる。

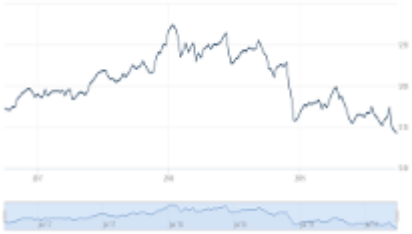
今後、投資家は来年以降の見通しに注目し、株式市場は第 4 四半期に上昇する傾向がある。スタイフェルの機関投資家株式戦略責任者であるバリー・バニスター氏は、不況になる可能性は低く、2019 年の業績から

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

2020 年の数値を計算すれば、増益になると投資家が考える可能性が高いと指摘する。

今年の株価上昇を保つために金利低下は必要で、インフラ支出などの財政政策も必要だ。しかし橋とトンネルの改修のための超党派的な合意を求めるのは荷が重過ぎるかもしれないため、結局、投資家は貿易問題の合意で妥協することになるだろう。

FedEx Corp. (FDX)



チャートは 3 年

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

4. ETFs That Limit Your Losses– for a Price　拡大するバッファーETF　【上場投資信託】
一定までの損失は保護されるがアップサイドにも上限

■　資金流入が続くバッファーETF

年金運用戦略を利用して損失回避を目指す新たな上場投資信託（ETF）である「バッファーETF（ディファインド・アウトカム ETF)」が、リターンを追求しつつ潜在的な損失を防ぎたい投資家の人気を集めている。バッファーETF は、一定までの損失（バッファー）は保護される代わりに、アップサイドにも上限が設けられ、バッファーが大きくなればなるほど、アップサイドの上限は低くなる。

イノベーター・キャピタル・マネジメントがバッファーETF の販売を開始したのは 2018 年 8 月だが、今やその運用資産残高は 13 億 8000 万ドル余りに達しており、世界経済の悪化懸念もあって、資金流入の増加が続いている。モーニングスター・ダイレクトによると、2019 年 8 月単月でバッファーETF が 1 億 5900 万ドルの純流入だったのに対し、米国株ファンド全体では 198 億ドルの純流出だった。

強気相場終盤においては特にそうだが、ダウンサイドリスクを回避する代わりに本来得られるかもしれないアップサイドの一部をあきらめるというのは、果たして理にかなっているのだろうか。

■　投資家は仕組みを理解することが重要

バッファーや上限は 1 年単位（「アウトカム・ピリオド」）で設定されるが、当然、投資タイミングで変わってくる。そのため、投資家は投資前にバッファーETF の仕組みをしっかり理解しなければならない、とモーニングスターのグローバル ETF リサーチの責任者ベン・ジョンソン氏は警告を鳴らす。

イノベーターのバッファーETF は、設定バッファーを 9%、15%、30%の三つから選べる。バッファーの幅を超える価格下落があると、投資家が損失を被る。例えば、9%のバッファーを選択した場合、市場が 12%下落すると、投資家には 3%の損失が生じる。

バッファーETF は、市場環境変化を反映して上限を調整しながら、毎月発売される。10 月商品のバッファー9%、15%、30%に対するアップサイド上限はそれぞれ、14.12%、9.2%、7.7%となっている。従って、

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

S&P500 指数が 10%上昇したとしても、30%のバッファーを選択した投資家は 2%ポイント以上のリターンをあきらめなければならないのだ。

しかし、実際にはその時点で真に有効なバッファーや上限は、販売開始に設定された値から変化している可能性があり、だからこそ投資家は慎重にならなければならない。公表されているバッファーや上限を確実に適用されるためには、連動する指数がアウトカム・ピリオド開始時の水準から変動する前に購入しなければならない。つまり、バッファーETF は販売開始日に購入しなければいけない、ということだ。

■ 下落インパクトを吸収

バッファーETF は、これまでの仕組み商品が持つ非流動的、コスト高、不透明といった印象を払拭（ふっしょく）することに一役買っている、とジョンソン氏は言う。仕組み商品には手数料が明示されていないものもあり、時には 2%以上の手数料が課される場合もある。対照的に、イノベーターの S&P500 バッファーETF の経費率は 0.79%で流動性もある。「そうは言っても、誰にでも勧められるものではない」とジョンソン氏は釘を刺す。

ETF は株式同様に取引されるため、投資戦術を駆使する投資家を呼び込むことになるからだ。例えば、アウトカム・ピリオドが始まってすぐに市場が急騰した場合、潜在リターンで上限までの枠の大部分を使い切ってしまうことになる。その場合、翌月初めに販売開始される新しいバッファーETF に乗り換えることで上限をリセットした方が良いということになる。

「バッファーETF には四つの重要な要素がある」とイノベーターの最高経営責任者（CEO）で、パワーシェアーズの共同創立者でもあるブルース・ボンド氏は説明する。「指数の値、ダウンサイドバッファー、アウトカム・ピリオド、そしてリターンの上限がそれだ。4 要素のうち（指数以外の）三つは事前に決まる。償還スキームが適正に機能するためには何かを可変にしないといけない、それが上限リターンの値だ」とボンド氏。

バッファーETF は指数構成ウェイト通りに株式投資しているわけではない。損失を極小化しながら指数と同様の動きをするよう、オプション戦略を用いながらアクティブ運用している。「長期投資を続けるならば、ポートフォリオを分散させることで、ダウンサイドリスクはほとんどなくなり、ほとんどの期間を通じて納得のいくリターンが得られる。時間経過とともにダウンサイドリスクは限定的になるという前提であれば、コストをかけてそのリスクをヘッジすることは不要だ」と、ウェルスマネジメント企業のトゥルーポイント・ウェルス・カウンセルのマイケル・チャスノフ最高経営責任者（CEO）は言う。

しかし、投資家は常に理性的とは限らない。怖くなれば逃れようとするものだ。バッファーETF は下落インパクトを弱めてくれるので、投資を続ける手助けになる。

■ ラインアップが増えるバッファーETF

バッファーETF が拡大する市場環境は整った。イノベーターは外国株インデックスを対象とした、イノベーターMSCI エマージング・マーケット・パワー・バッファー（EJUL）とイノベーターMSCI EAFE プロダクト（IJUL）の 2 本のバッファーETF（いずれもバッファー15%）をラインアップに加えた。EJUL の上限は 9.36%で、年間の経費率は 0.89%、IJUL は上限 10.21%、経費率は 0.85%である。さらに今月にはそれぞれバッファー15%で、上限が 10.78%のイノベーター・ラッセル 2000 パワー・バッファー（KOCT）と、上限 11.1%のイノベーター・ナスダック 100（NOCT）という 2 本のバッファーETF を発売する予定だ。

現在のところバッファーETF を提供しているのはイノベーターのみだが、資産運用会社のファースト・トラスト・ポートフォリオズは、来年にもバッファーETF の提供を開始したいと考えている。バッファーETF が力強く成長していくようであれば、今後数多くの競合が増えるだろうが、その一番手になるかもしれない。

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

Innovator S&P 500 Buffer ETF – October (BOCT)

Innovator MSCI Emerging Markets Power Buffer ETF – July (EJUL)

Innovator MSCI EAFE Power Buffer ETF – July (IJUL)

チャートは 6 カ月（BOCT は 2 年）

By KAREN HUBE
(Source: Dow Jones)

5. Lessons From the WeWork Fiasco　ウィーワーク IPO 中止の教訓　【インタビュー】ベテラン投資家は早い時期にチューイやイベントブライトに投資

■　非上場企業に投資するウィンスロー・グロース・キャピタル

ケリー・フリン氏は、機関投資家と適格個人投資家向けに非上場企業に投資するウィンスロー・グロース・キャピタルのリード・ポートフォリオ・マネジャーだ。この戦略の最初のファンドは 2016 年に開始され、フィットネスサービスのペロトン・インタラクティブ（PTON）や温室効果化ガス排出ゼロのバスを製造するプロテラなど 8 社に投資した。同氏はハーバード大学卒業後、株式調査の世界に入った。2009 年には、当時評判の良かった営利教育機関に不利な投資判断を下し、その判断自体は予見性があったものの批判の的になったこともある。その経験は独自の意見を持つ上で役立ったと同氏は回想する。ヌビーン傘下のウィンスロー・キャピタル・マネジメントは以前、フリン氏のクライアント企業の一つだった。

本誌：「グロース・キャピタル」をどう定義するか？
フリン氏：ビジネスモデルとモート（競争優位性）を確立した非上場企業で、この資産クラスにはかなり大きな投資機会がある。多くの産業でテクノロジーは創造的破壊を促進しており、追加的な経済成長をけん引、あるいは動きの鈍い既存企業のシェアを奪う新たな会社を生み出している。最近はある程度の規模に拡大した後も、以前よりも長く非上場企業にとどまる傾向があり、ハイテク企業の設立から新規株式公開（IPO）までの期間は、2000 年には平均 5 年だったが、2018 年では 12 年で、IPO 件数も 1990 年代半ばから半減した。

Q：どうやって会社を探すのか？
A：普通はすぐに目に付くものではない。かなりの知的好奇心と根性が必要だ。ネットワーキングが重要で、会合に出席し、会社の人と実際に会う。資金だけでなく、次のステージを模索する企業に有益な知見を提供できることも重要だ。一般的な特徴として、持続的に成長を重ね、複利効果の得られる会社を求めている。また、ユニットエコノミクス（単位当たりの経済性）も重要で、成長のためのキャッシュが足りないから公開市場を必要とする企業ほど魅力のない企業はない。

Q：注目を浴びる IPO が絶え間なく実施されるが、多くはうまく行かない。何が起きているのか？

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

A：注目度の高い一部 IPO のニュースにもかかわらず、IPO 銘柄のパフォーマンスは堅調で、年初来で IPO 銘柄は S&P500 指数をアウトパフォームしている。9 月 30 日時点で、ルネッサンス・キャピタル IPO 指数は 20%以上上昇している一方、S&P500 指数は 20%を少し切っている。とはいえ、パフォーマンスが悪い著名な IPO もある。株式投資の段階になると、選別が強まる。ある会社が興味深く、有用な製品を販売しているとしても、株式市場や M&A（合併・買収）を目論む企業がその会社の価値をどう算定するかはまた別の話だ。上場企業を分析する経験は何十年も積み重ねられており、そのレンズが使われる。最近の IPO 銘柄のパフォーマンスの弱さからは、企業が成長目標を達成しているか、基調的にキャッシュフローを生んでいるかを株式市場が注視している様子がうかがわれる。この二つを達成すれば上場企業として好位置に立てる公算が大きい。

■　ウィーワークの IPO 中止の教訓

Q：シェアオフィス大手のウィーワークの親会社のウィーカンパニーは IPO を中止し、資金調達のピンチに陥っているが、他の大型の非上場企業にとってどういう意味があるか？

A：公開株式市場が、売上高の成長よりも実現された利益やキャッシュフローの黒字、あるいは少なくともこれらを短期的に達成できる見込みを好むことが浮き彫りにされた。また、非上場企業やその取締役会への重要なメッセージは、一度上場したなら、経営陣が投資ストーリーをコントロールすることはできず、全ての意見や異論が株価に織り込まれるということだ。

Q：大抵は IPO 後すぐに売却するか？

A：他のプライベートエクイティ投資家同様、ロックアップ期間が通常 180 日あり、その後に判断する。

■　成功例はカーグルズ、チューイ

Q：ペロトン・インタラクティブの最近の上場について教えてほしい。

A：それは話せないが、一般論としてテクノロジーが多くの産業の創造的破壊の触媒として機能しており、フィットネスの世界も例外ではない。（ペロトンはレッスン動画のライブ配信や、ネットに接続したバイクやランニングマシンを提供）また、各種イベントのオンラインチケットサービスを提供するイベントブライト（EB）も同様で、これまであまり組織化されていなかった巨大なチケット販売の世界で、簡単に安くチケットを販売する方法を提供している（2018 年 9 月に IPO され、現在は保有していない）。

Q：ファンドが保有した後に売却した別の会社の例は？

A：オンライン自動車販売会社カーグルズ（CARG）が非常に良い例だ。われわれが最初に投資した会社だ。オンライン上で車を売りたい人と買いたい人を結ぶマーケットプレイスを運営している。2016 年 8 月に最初に投資した時は既に黒字化していた。ソーシャルメディア企業のスナップ（SNAP）や配車アプリのウーバー・テクノロジーズ（UBER）などのプラットフォーム企業が非常に高いバリュエーションで資金調達していた頃で、常道を外れた投資だった。カーグルズの 2017 年 10 月の IPO 後のパフォーマンスは良かった。現在は保有していないが、われわれにとって非常に良好な投資だった。

Q：ペットスマート（非上場）が 2017 年に買収し、その後 IPO したペット関連商品の電子商取引企業チューイ（CHWY）にも投資していたが。

A：われわれの最高の投資の中にはあまり騒がれていない会社も含まれる。われわれがチューイに投資した時は、アマゾン・ドット・コム（AMZN）が競争相手であることは明白だったし、インターネットバブル崩壊の象徴的存在だったペッツ・コムと同じ業界だったことも承知だった。しかし、調査により、チューイはある程度の規模に達し、消費者に魅力的な価値提案ができていると結論した。われわれの大きなテーマは、テクノロジーが促す創造的破壊だが、消費者の嗜好（しこう）の変化も同様に大きな影響力を持ち、産業の破壊へとつながる。チューイは消費者のロイヤリティの指標であるネットプロモータースコアが最高水準にあり、他とは差別化された消費者の体験を提供し、消費者の期待や嗜好の変化に沿うことができる。ペット関連の支出は、生活必需品の中で成長中の唯一のカテゴリーでもある。

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

Q：最近の IPO を 1990 年代後半と比べる人もいるが、どう思うか？
A：当時は、アマゾンやグーグル（現在のアルファベット）も含め、偉大な企業が生まれ、成長していた。最近のニュースは心配をかき立てるが、今日のイノベーションは、当時よりももっと素晴らしい。

Q：シリコンバレーの男性優位の文化は目に付くか？
A：業界のイベントに行けば、女性は少ないので、男性優位は歴然としている。私はグロース銘柄の分析を 23 年続けているが、女性は 10%未満の世界だ。投資の世界では独立的な思考が大切だ。会議の部屋の中で、ある特別な視点を持っているのが私一人というのは、私の思考の独立性を高めるのに役立ってきたと思う。

Peloton Interactive Inc. (PTON)

Eventbrite Inc. Cl A (EB)

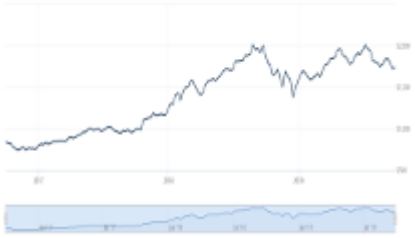
CarGurus Inc. Cl A (CARG)

Snap Inc. (SNAP)

Uber Technologies Inc. (UBER)

Chewy Inc. Cl A (CHWY)

Amazon.com Inc. (AMZN)



チャートは 3 年 (PTON は 1 カ月、EB は 2 年、UBER ,CHWY は 6 カ月)

By SARAH MAX
(Source: Dow Jones)

6. Up and Down Wall Street　FRB が景気拡大を確実に　雇用統計は前向き　ウォーレン上院議員の指名獲得の可能性上昇　【コラム】

■　雇用統計は景気拡大の裾野の広がりを示唆

ザ・ビートルズのアルバム『アビイ・ロード』の 50 周年記念エディションが発売された。50 年前といえば失業率が 3.5%まで低下した時で、4 日に発表された 9 月の雇用統計によると失業率はまたもその水準に達した。非農業部門就業者数は 13 万 6000 人増で、コンセンサス予想の 15 万人増を若干下回ったが、過去 2 カ月間で合計 4 万 5000 人の上方改定後の数字だ。時間当たり賃金は横ばいで、前年同月を 2.9%上回ったが、10 年後に覚えられているのは低水準の失業率だけだろうという指摘もある。

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

雇用統計は、米国経済が景気後退に向かっていると示唆する他の経済指標と好対照だ。サプライ管理協会（ISM）の製造業およびサービス業に関する調査はいずれも、リセッション（景気後退）を指し示す顕著な減速を示唆し、それが株式市場の大幅な下落を引き起こした。ISM のデータは債券のラリー再開につながり、米連邦準備制度理事会（FRB）が 10 月末に短期金利を引き下げる可能性を高めた。

ISM の統計による混乱で見過ごされたことは、それが定性的なデータであるということだ。雇用統計という定量的な統計から浮かび上がる様相は、昨年の財政刺激が関税摩擦に道を譲ったため成長率は減速したものの、経済は依然として成長しているというものだ。エバーコア ISI は、アフリカ系米国人、ヒスパニックおよび高校を卒業していない人々の失業率の大幅低下を指摘しており、それは、景気拡大の裾野が広がっていることを示唆している。ルーソルド・グループのジム・ポールセン氏によると、失業者の中で自発的に退職した人の数が急増しており、それは自信の大きな表れであるという。

経済成長率は、遅れて発現する FRB による金融引き締めの効果と、米中の摩擦による世界貿易減少の悪影響によって減速してきた。関税が重しになる公算は大きいが、金融政策はもはや抑制的ではない。10 月 29～30 日の米連邦公開市場委員会（FOMC）における利下げの確率は高まった。CME フェドウォッチによると、4 日時点における 25 ベーシスポイント（bp）利下げの確率は 77.5%で、1 週間前比で 2 倍に高まった。追加利下げの確率は、12 月の FOMC では 50%を割っているが、来年 1 月では 2 対 1 以上となっている。

経済と強気相場にブレーキをかけるのは、誰の利益にもならない。過去のサイクルでは、FRB はインフレ抑制と雇用の維持のいずれかの選択を余儀なくされた。問題は、インフレが FRB の目標まで上昇しなかったことであり、景気拡大を持続するために FRB が利下げする余地はまだある。

■ ウォーレン上院議員が優勢

2 週間前に本コラムで大統領選挙について書いた時には、金融市場に影響を及ぼすには時期尚早と思ったものだが、現実が想定を追い越した。

今やウォール街は、エリザベス・ウォーレン上院議員が大統領候補になることを非常に真剣にとらえる必要がある。最近の世論調査によると、ウォーレン上院議員はジョー・バイデン前副大統領と接戦を演じているが、リアルタイムの賭け市場のオッズではウォーレン上院議員がリードしている。

バーニー・サンダース上院議員は、動脈閉塞の手術を受けたことで先週半ばにオッズが大きく低下した。同上院議員の入院が報じられた 2 日には、ダウ工業株 30 種平均（NY ダウ）は約 500 ドル下落した。これはウォーレン上院議員が民主党進歩派の支持を確実にすると考えられて、賭けにおける指名獲得のオッズが 50%超へ跳ね上がったためだ。

賭けの市場は完璧ではなく、大口の掛け金でオッズも変化するが、彼らは実際にお金を賭けている。世論調査の方がサンプル数は多いが、意見を言うだけであればお金はかからない。

ウォーレン上院議員の世論調査における順位上昇は、グラスキン・シェフのデービッド・ローゼンバーグ氏がまとめた懸念材料リストにおいて、太字で強調されている。同氏はレポートの中で、投資家は貿易や中国、世界のさまざまな要因を懸念すべきだが、「最大の問題は、ウォーレン上院議員が大統領になる見通しの上昇と、下院と上院が民主党に支配される可能性だ」と述べている。ウォーレン上院議員は、サンダース上院議員と一線を画すために自身を資本主義者であると宣言しているが、「株式市場をひいきしないことを明確にしている」とローゼン

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

バーグ氏は続ける。

ウォーレン上院議員の指名獲得見通しの上昇に加えて、市場はトランプ大統領の弾劾調査と、その再選への影響にも対処しなければならない。加えて、景気が減速して失業率が上昇すれば、再選の可能性はさらに低下するだろう。

また弾劾によって、既に非生産的な下院の生産性がさらに悪化する可能性がある。米国・メキシコ・カナダ協定や薬価などの問題は先に進まないだろう。マクロメイブンズのステファニー・ポムボイ氏は、弾劾調査の影響で、2021 年は事実上の企業増税が控えていると指摘する。設備投資の税法上の損金算入などの条項が失効すると、法人税率が 7～8%ポイント相当上昇することになる。

2020 年の大統領選挙は、最高税率引き上げ、キャピタルゲイン税と配当課税の増税、富裕税などを好むウォーレン上院議員が、株式市場の最大の応援者であるトランプ大統領に対抗することになりそうだ。

By RANDALL W. FORSYTH
(Source: Dow Jones)

7. Crunch Time for Netflix and 5 Other Stocks　正念場　【株式市場展望】
決算発表を控え、正念場を迎えているネットフリックス他 5 銘柄

■　全ては景気次第の企業の業績予想

今後 1 週間で企業の業績が大きく変わることはないだろうが、この決算発表シーズンのテーマは「早く終わらせてしまおう」ということだろう。

全体的に見て数字は良くないが、予想よりは良くなるだろう。ファクトセットが実施したアナリスト調査によると、S&P500 指数の 1 株当たり利益（EPS）は前年同期比 4.1%減となる見通しだ。ほとんどのアナリストは、できる限り実際の数字に近い予想をするが超えないようにするため、業績はアナリスト予想を上回る傾向がある。第 3 四半期の利益はほぼ横ばいになると予想できる。

そうなると比較のベースが低くなる。来年までに、ウォール街は利益が 10%増加するだろうと言っているが、今のところ予想通りになるのは半分だけで、残りの半分は保留にしておく。先の決算期を予想する場合、アナリストは最初に非常に高い数字を出してから、決算発表が近づくと実際の決算が上回れる水準まで数字を下げることがよくある。来年は 5%成長と予想するが、もしそれを上回るのなら神に感謝する。

もちろん、全ては景気次第だ。先週発表された経済指標によれば製造業が弱含んでおり、株価は 2 日間暴落したが、その後順調な雇用統計によって株価は急騰した。また、米連邦準備制度理事会（FRB）が再び利下げに踏み切る可能性が高まっている。しかし、UBS は、ここからの利下げは、株価を支えるどころかさらに下落させる可能性があると述べている。

経済指標が厄介なのは、悪いニュースが実は良いニュースだったのかどうか分からないことだ。もしそうなら悪いニュースが良いニュースに変わるほどの出来事があったのかどうか、筆者は知らない。すっきりと理解するには、数週間分の企業業績が必要だ。筆者は、主要企業の動向は注意深くみているが、興味深いのは、決算発表前後に株価が劇的に動く銘柄だ。以下に数銘柄を挙げる。

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

■ ネットフリックス（NFLX）

動画配信大手の同社は前四半期に加入者純増数が市場の予想に届かず、株価は 1 日で 10%下落した。株価は昨年、400 ドルを超えていたが、最近は 272 ドルだ。新興企業がキャッシュを流出させ続けていることに投資家はしびれを切らしている。ネットフリックスはそれほど新しい企業ではないが、メディアビジネスを変革し、下げ相場でも持ちこたえてきた。同社は 10 月 16 日に第 3 四半期の業績を発表し、バンクオブアメリカ・メリルリンチはこれを「運命を左右する決算」と呼んでいる。加入者数が増えないかぎり、ディズニー・プラス（ディズニーの動画配信サービス）が 11 月にスタートし、他の潤沢な資金をもつストリーミングサービスが続いた後に、ネットフリックスが順調に伸びていくとは考えにくい。

■ マテル（MAT）とハズブロ（HAS）

共に玩具大手のマテルとハズブロは 10 月後半に決算発表する。前四半期の株価はそれぞれ 13%と 10%上昇し、いずれも予測を上回ったが似ているのはそこまでだ。ハズブロの株価は過去 5 年間で 113%上昇した一方、マテルは 65%下落した。ハズブロは 5 年前に、マテルがディズニーと結んでいたプリンセス・ドールのライセンス契約を奪い、マテルはバービー人形が人気を失ったことで苦戦している。このブランドは、11 月末に公開されるディズニーの映画「アナと雪の女王 2」によって今年のクリスマスには消えている可能性があり、ハズブロにとっては大きな意味を持つかもしれない。

マテルにとってさらに重要なのは社債の発行だ。待ち望まれていたが、匿名の内部告発文章を受け取り、発行を中止した。債券が近いうちに発行され、問題が深刻でなければ、同社の株価は 10%から 15%上昇する可能性があると、ジェフリーズのアナリスト、ステファニー・ウィッシンク氏は言う。しかし問題がある場合は下落に注意しなければならない。

■ AT&T（T）

通信大手の同社の利益は、過去 9 四半期連続で 3%超の増減を繰り返しており、その大半は減少である。10 月 23 日発表の決算は必見である。同社株は割安感があり、5.4%の配当利回りは目を引く。電話事業は好調だが、ディレク TV が足を引っ張っている。若い消費者にとって、衛星放送を受信するパラボラアンテナは時代遅れだ。同社がストリーミングサービスに移行するにつれて解約者数を減らせることができれば、配当株として株価は上昇する可能性がある。

■ ギャップ（GPS）

小売業界のニュースは 11 月まで回復しないだろう。前四半期、メイシーズ（M）は暴落し、ターゲット（TGT）は急騰した。今回、投資家はギャップ（GPS）、特に傘下のオールドネイビーに注目すべきだ。オールドネイビーは、倒産して店舗を閉鎖しているフォーエバー21 と店舗立地が重複するケースが多い。長期的には市場シェアが拡大するが、短期的には値崩れした衣料品で売場があふれ返るだろう。その点については、決算発表時の経営陣からのコメントに注目しよう。ギャップはオールドネイビーを売却する計画を発表したが、最近は業績が低迷している。ギャップの株価は、過去 8 四半期の決算発表日に 4%未満しか動いていない。

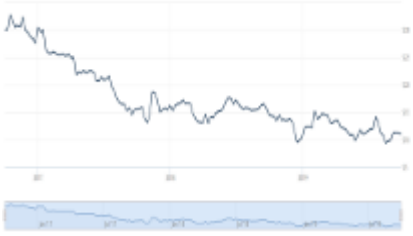
■ アルファベット（GOOGL）

同社は今年、利益面で二つの大きな動きを見せている。売上高成長率が 17%に鈍化した後の 4 月に利益が 7%減少し、売上高成長率が 19%に回復した後の 7 月に利益は 10%増加した。10 月末に発表される第 3 四半期決算では、どちらの動きに近いものになるだろうか。最近の予想売上高の上昇は良い兆候で、アナリストが同社にはまだ何十億ドルものドル箱資産があるとも述べている。RBC キャピタルマーケットのマーク・マヘイニー氏は 9 月にグーグルマップを詳細に調べ、これはインターネット上で最も収益化されていないプラットフォームの一つであり、同社は 2021 年までに新たに 19 億ドルから 36 億ドルの売り上げを計上する可能性があると述べた。アルファベットの株価は、来期予想フリーキャッシュフローの 22 倍で取引されており、グーグルマップからの売り上げの有無にかかわらず十分割安である。

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

Netflix Inc. (NFLX)

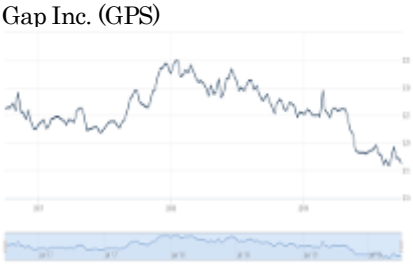
Mattel Inc. (MAT)



Hasbro Inc. (HAS)

AT&T Inc. (T)

Gap Inc. (GPS)



Macy's Inc. (M)

Target Corp. (TGT)

Alphabet Inc. Cl A (GOOGL)

チャートは 3 年

By JACK HOUGH
(Source: Dow Jones)

8. The Real 5G Winner Could Be China　5G の当面の勝者は中国か　【ハイテク】
米国での利益享受機会は限定的との予想も

■　ウォール街は収益性を疑問視

ハイテク業界では、電話から半導体、ソフトウエア、センサーに至るあらゆる新製品の成長ドライバーとして、次世代通信規格「5G」に期待を寄せている。ただ 5G はまだ固まりきっていないアイデアであり、当面の利益の享受者は定かではなくなっている。

5G の通信速度は、現行の 4G LTE と比べ 10～40 倍になるとみられており、推進者側はレイテンシー（通信の遅延時間）の短縮などにより、キラーアプリケーションの新たな時代を開くと主張する。ただウォール街のアナリストは最近、収益性に疑問を抱いている。

ゴールドマン・サックスのアナリスト、ロッド・ホール氏は先週、アップル（AAPL）が 5G に対応する iPhone（アイフォーン）を発売するとみられる 2020 年までは、5G は消費者にとって大きな意味を持たないとの見方を示した。顧客向けノートの中でホール氏は「5G はブランドであって、目玉になる特徴ではない」と述べ、新型 iPhone で予想されるその他の特徴である拡張現実（AR）、新たなデザイン、進化したカメラの方が、消費者にとってより重要だとしている。

■　機能改善に期待の声も

5G のジレンマは、ソーシャルメディア、ビデオストリーミング、ゲームというスマートフォンにおける 3 大用途で、その特徴となる高速通信が必要とされないことだ。「スマートフォンのダウンロードの速度は、4K ビデオストリーミングに対してさえ、既に十分なものになっている」とホール氏は言う。

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

フェイスブック（FB）傘下の仮想現実（VR）事業会社オキュラスで最高技術責任者を務めるジョン・カーマック氏は最近、5G の推進に当たり業界には「大きなマーケティング上の問題がある」と述べた。同氏によると、5G は言わばただ太くなっただけのパイプにすぎず、業界はそれを「どうにかして魅力あるものにする必要がある」という。VR はしばしば 5G のセールスポイントといわれるが、問題はリアルタイムのデータ転送が VR にはそれほど必要ではないため、5G にとって理想的な用途といえないことである。

こうした中、半導体大手クアルコム（QCOM）の 5G 担当重役ロレンツォ・カザッチア氏が先週、本誌編集部を訪問し、同社が 5G に寄せる大きな期待を披露した。同氏によると、4G 以前は、配車サービスのウーバー・テクノロジーズ（UBER）、インスタグラム、スナップチャットの成功を予測するのは困難だった。「人類の創造性がインスタグラムやスナップチャットで打ち止めになるなどとは信じ難い。5G では全てが改善する。レイテンシーは大幅に短縮され、データレートは上昇し、信頼性は向上する」と述べた。

4G への移行時には、移動体通信システムの標準規格をめぐり、LTE と WiMAX との間で勢力争いがあったが、5G においては 3GPP という単一の標準化機関に統一されている。ハードウエアおよびソフトウエアのメーカーや機器製造会社が最初から同一の規格に準拠するため、第 5 世代の無線通信はより安価になり、効率が上がるとカザッチア氏は言う。

■　中国では順調に拡大

5G の最初の大きな事業機会は企業向けのアプリになる可能性がある。例えばホール氏は、5G が企業にもたらす利点について楽観的である。同氏は「高速の機械や無人運転車向けに使用できるまでレイテンシーが短縮されれば、通信業者にとっては新たな収益機会となり得る。バッテリー式のモノのインターネット（IoT）用センサーの寿命は延びるだろうし、無人運転車の機能性は向上して、自動車同士の通信が可能になるだろう」としている。

米国で 5G 関連事業が本格展開するのに時間を要する一方、中国のインフラ需要は短期的に力強いものとなっている。ウォール街のアナリストたちは、中国での 5G の発展については楽観的だ。ローゼンブラット・セキュリティーズは、中国の自治体が「5G ネットワークの設置速度を上げる」ために補助金を支給していると述べ、来年末までには 300 を超える都市に 5G ネットワークが配備されるとしている。

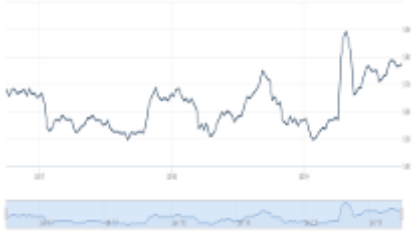
中国における 5G の隆盛にあやかるにはどうすればいいだろうか。米政府は中国の 5G を主導する通信機器大手ファーウェイに対するアプローチを事実上禁止しており、米企業はファーウェイに部品を納入することができなくなっている。

米国の投資家にとって最良の方法は、ファウンドリー（半導体受託生産）の世界最大手、台湾積体電路製造（TSMC、ティッカーは TSM）に投資することだ。同社は、5G インフラを構成するファーウェイ製品に使用される多数の半導体を製造している。

Apple Inc. (AAPL)

Facebook Inc. Cl A (FB)

Qualcomm Inc. (QCOM)



Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

Uber Technologies Inc. (UBER)

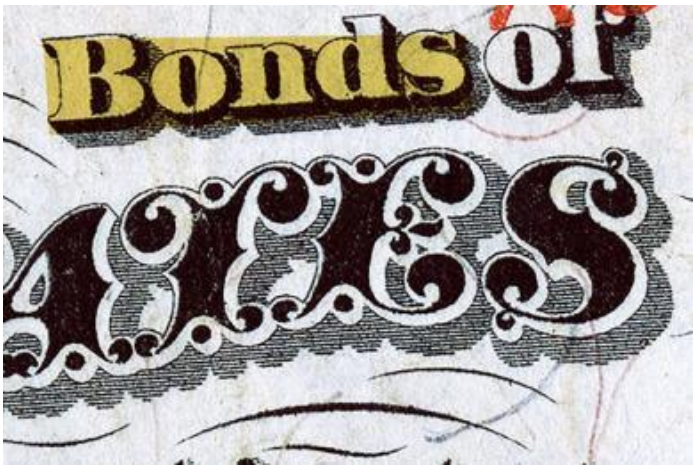
Taiwan Semiconductor Manufacturing Co. Ltd. ADR (TSM)

チャートは 3 年（UBER は 6 カ月）

By TAE KIM
(Source: Dow Jones)

9. 100-Year Muni Bonds Might Just Be the Safest Yield Play　防御の強化策　【債券投資】
100 年地方債が最も安全な利回りを提供する可能性

■　債券市場は全て割高



インカム志向の投資家は、地方債の価格が現在既に高いと分かっている。しかし、例えば 100 年といった長い視点で考えると、利益をもたらす可能性はある。地方債は過去の平均に比べて割高だが、問題は、他のほとんどのインカム創出市場も割高だということだ。ブルームバーグ・バークレイズ・インデックスによると、現在、14 兆ドルを超える世界中の債券の利回りがマイナス領域にある。

世界的に金利が低いとき、投資家は通常、そのリスクが企業のデフォルトであろうと、金利主導の価格変動であろうと、安定したインカムを得るためにより多くのリスクを負う必要がある。株式やハイイールド債市場への投資は、特に製造業が世界的に減速し、債券市場が景気後退の警告を発する中で、デフォルトリスクに対する高い許容度を必要とする。景気後退を懸念する投資家は、より質の高い債券にこだわる傾向があり、下降局面に対する防御を強化するためにジャンク債市場の 6%の利回りをあきらめている。

優良企業が記録的な水準の債務を抱えている上にさらに社債発行を続けているため、投資適格債はあまり魅力的に見えない。投資適格債市場の利回りはわずか 2.9%だ。景気拡大の終わりの段階で企業のデフォルトリスクを負うよりも、投資家はより多くの金利リスクを引き受けることを望むかもしれない。言い換えれば、債券ポートフォリオのデュレーションを伸ばすことによって米国金利が低下することに賭けるかもしれない。それは、より長い満期の安全な債券を買うことを意味する。

■　狙うべきは長期の地方債

米国債利回りは既に大幅に低下しているため、米国債の金利低下に賭けるのは遅過ぎるだろう。しかし、約 100 年で満期を迎える最長期の地方債は、より安全な代替手段になる可能性がある。今年に入り、少なくとも四つの教育機関、すなわち、ジョージタウン大学、ペンシルベニア大学、バージニア大学、ラトガース大学が、いわゆる「100 年債」を起債している。

地方債市場の分析によると、合計で 12 億ドル以上の 100 年債が起債され、2016 年以降で最も多くなっている。100 年地方債の主な発行体は通常、大学と病院である。多くの地方債とは異なり、連邦所得税の対象となっているため、一部の投資家は二の足を踏む可能性がある。しかし、発行体の地元州では、多くの場合、100 年地方債は非課税である。

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

さらに、これらの債券の多くは、他の種類の債券に匹敵する利回りを提供する。例えば、ラトガース大学の 100 年債は、スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）から A+と、ムーディーズから Aa3 の格付けを得て、3.9%の利回りを提供している。これは、長期地方債ベンチマークの 3.2%税調整後利回りと比較しても良好な水準だ。

ラトガース債はまた、質の低い課税対象債券よりも高い利回りを提供する。ICE バンクオブアメリカ・メリルリンチ・インデックスによると、ジャンク（BBB+、BBB、BBB-格付け）に近い 3 兆 4000 億ドルの債券の利回りは 3.2%だ。ラトガースの債券は、大学の 2019 年設備投資プロジェクト資金調達のために 9 月に発行された。大学のプロジェクトに資金を提供するには 100 年は長いように思えるかもしれないが、ラトガース大学は 1766 年創立の歴史ある大学であり、ここ数十年間債務返済に問題はない。

■　地方債の安全性を高める市場ダイナミクス

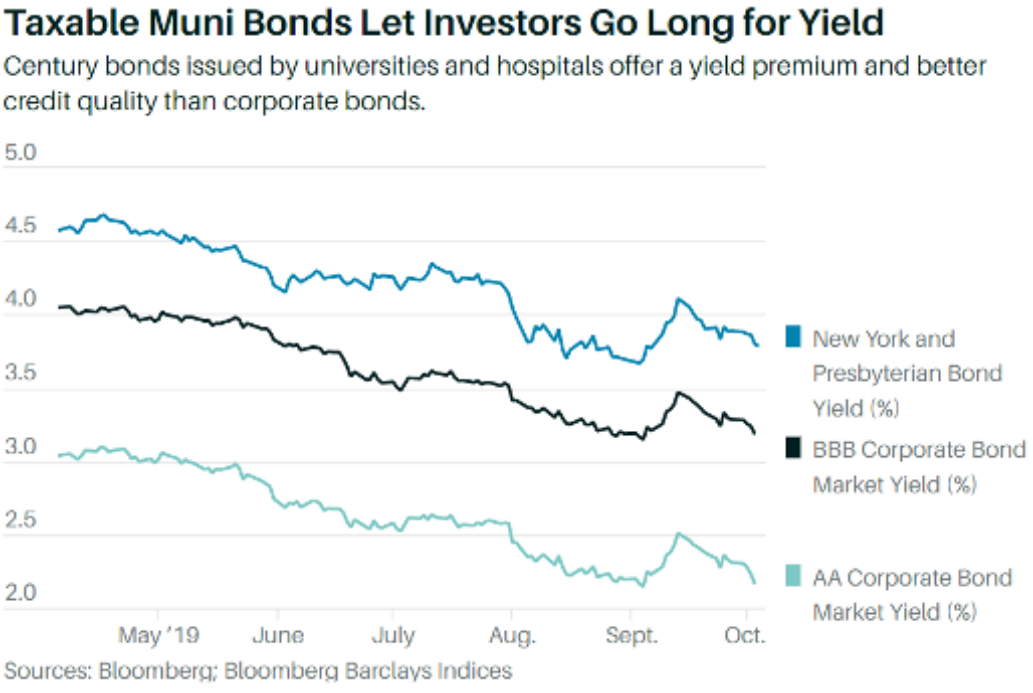
もちろん、100 年地方債のデフォルトリスクは米国債よりも高い。しかし、個人投資家がデュレーションに賭けるには、100 年地方債の方が良い理由が幾つかある。

最も明らかなのは相対利回りで、米国債の最長期利回りはわずか 2%だ。さらに、米連邦準備制度理事会（FRB）が金融緩和策に対する市場の期待にそぐわない場合、長期国債は売られる可能性がある。金融市場は、今年さらに 2 回の利下げ可能性が 45%あると予想している。

また、FRB の利下げが実現したとしても、利下げによってインフレ率が高まり、短期債よりも長期債の価値が低下する可能性がある。実際、最近の経済指標は確かにインフレが強まる兆候を示している。

長期地方債も米国債も、金利が予想外に上昇すると含み損が発生するが、地方債市場の構造は、個人投資家により多くの防御を与えてくれる。米国債は極めて流動性が高く、標準化された安全な投資であるため、レバレッジド・ヘッジ・ファンドや高速取引のトレーダーは、この市場で投機を行いやすくなる。これらの投資家は、FRB による利下げを「うわさで買ってニュースで売る」可能性が最も高い。

一方、地方債市場は、より細分化された独特な市場であり、購入してから満期まで債券を保有することを好む個人投資家の間ではるかに人気がある。このような市場ダイナミクスが理由となって、シティグループの見方では、仮想上の 50 年から 100 年国債よりも、100 年地方債の方がはるかに有望な賭けとなる。



Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

Century Muni Bonds Let Investors Go Long for Yield

Issuer	Maturity Year	Yield*	Coupon	CUSIP
The Ohio University	2114	4.12%	5.59%	677704A65
District of Columbia Water and Sewer Authority	2114	3.46%	4.81%	254845JZ4
Cleveland Clinic Foundation	2114	3.62%	4.86%	18600TAA0
Massachussetts Institute of Technology	2114	3.20%	4.68%	575718AB7
Regents of the University of California	2115	3.69%	4.77%	91412GC86
Wesleyan University	2116	3.93%	4.78%	95101VAA7
Massachussetts Institute of Technology	2116	3.22%	3.89%	575718AF8
New York and Presbyterian Hospital	2116	3.82%	4.76%	649322AE4
California Institute of Technology	2116	3.48%	4.28%	13034VAC8
The Rector and Visitors of the University of Virginia	2117	3.36%	4.18%	915217WX7
Georgetown University	2119	3.65%	5.22%	37310PAB7
Trustees of the University of Pennsylvania	2119	3.21%	3.61%	91481CAC4
The Rector and Visitors of the University of Virginia	2119	3.21%	3.23%	915217XA6
Rutgers, The State University of New Jersey	2119	3.87%	3.92%	783186TP4

*Bid yield to maturity
Sources: Municipal Market Analytics, EMMA, Finra, Bloomberg

By ALEXANDRA SCAGGS
(Source: Dow Jones)

10. Preview　今週の予定　【経済関連スケジュール】
デルタ航空に明るい兆し

■　株価下落も、四半期業績には期待

デルタ航空（DAL）が先週、コスト増を理由として第 3 四半期の業績ガイダンスを引き下げ、株価は 8%下落した。それでも今週木曜に予定されている同四半期の決算発表に関しては、明るいニュースが期待される。第 3 四半期の売上高は前年同期比 5%増の 126 億ドル、1 株当たり利益（EPS）は同 26%増の 2.27 ドルとなる可能性がある。

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

株価パフォーマンスと明るい業績見通しとの乖離（かいり）は、買いの機会が訪れていることを示唆しているのかもしれない。足元の株価水準である 53.70 ドルに基づくと、デルタ航空の 2020 年予想 EPS7.35 ドルに対する株価収益率（PER）は 7.3 倍、配当利回りは 3%近くとなっている。株価は年初来 7.7%上昇と、S&P500 指数の同 17%上昇に後れを取っている。

航空業界は最近、ボーイング 737 MAX の運航停止や不安定な原油価格、人件費の上昇、経済成長見通しが振るわない中で各社による旅客輸送能力の拡大ペースが需要を上回っているという懸念など、さまざまな乱気流に見舞われている。多くの航空会社が苦戦し、各社の株価が低迷していることは、上場投信信託（ETF）である米国グローバル・ジェット ETF（JETS）のパフォーマンスが年初来 1.5%上昇にとどまっていることからも明らかである。

しかし今年のデルタ航空は、厳しい状況下でおおむね健闘しているといえる。ボーイング 737 MAX を保有しておらず、また、バランスシートが健全であり、好機を狙った買収が可能である。先月には、チリに本社を置くラタム航空グループ（LTM）の株式 20%を 19 億ドルで取得すると発表した。業界には向かい風が吹いているが、デルタ航空株は高度を上げられるかもしれない。

■ 今週の予定

10 月 7 日（月）
- 米連邦準備制度理事会（FRB）が 8 月の消費者信用残高発表。エコノミスト予想は過去最高の 4 兆 1400 億ドル。

10 月 8 日（火）
- ジーンズ大手リーバイ・ストラウス（LEVI）が四半期決算発表。
- 日用品大手のプロクター・アンド・ギャンブル（P&G、ティッカーは PG）が年次株主総会を開催。
- パウエル FRB 議長が、コロラド州デンバーで開催される全米企業エコノミスト協会（NABE）の年次会合で講演。
- 全米独立企業連盟（NFIB）が 9 月の中小企業楽観指数発表。コンセンサス予想では 8 月の 103.1 から 102 に低下。
- 9 月の卸売物価指数（PPI）発表。8 月に上昇したが、9 月も前月比 0.1%上昇が見込まれる。食品・エネルギーを除くコア PPI は前月比 0.2%上昇となる見込み（8 月は同 0.3%上昇）。

10 月 9 日（水）
- 米連邦公開市場委員会（FOMC）が 9 月会合の議事要旨を公表。同会合では政策金利が 1.75～2.00%へと 0.25%ポイント引き下げられた
- 8 月の求人離職統計（JOLTS）発表。求人件数は、7 月とほぼ同水準の 725 万件となる見込み。

10 月 10 日（木）
- デルタ航空が業績についてコンファレンスコール開催。
- 食肉製品製造・販売のホーメル・フーズ（HRL）が 2019 インベスターデーをウェブキャスト配信。
- 9 月の消費者物価指数（CPI）発表。食品とエネルギーを除くコア指数は前年同月比 2.4%上昇となる見込み。
- 米財務省が 2019 年度の最終月である 9 月の財政収支を発表。財政赤字は、2018 年 10 月～2019 年 8 月の 11 カ月累計で 1 兆 700 億ドルとなっている（前年の同期間は 8980 億ドル）

10 月 11 日（金）
- 工業・建築用品卸売のファスナル（FAST）が四半期業績発表。
- 複合企業ユナイテッド・テクノロジーズ（UTX）と防衛機器メーカーのレイセオン（RTN）がそれぞれ臨時株主総会を開催、6 月に提案された対等合併の承認を行う。合併後の会社名はレイセオン・テクノロ

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

ジーズ、年間売上高は約 740 億ドルで、米国第 2 位の航空・防衛企業となる見込み。

Delta Air Lines Inc. (DAL)

LATAM Airlines Group S.A. ADR (LTM)

チャートは 3 年

By EVIE LIU
(Source: Dow Jones)

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

2019 年 特集記事年間予定表

Special News Reports

January
7 Fund Quarterly
14 ETF Feature
21 Barron's Roundtable Pt. I
28 Barron's Roundtable Pt. II

February
4 ETF Feature
11 Top 100 Sustainable Companies
25 Best Online Brokers

March
4 ETF Feature
7 Top 1,200 Advisors
11 Best Fund Families
18 Roundtable Energy
25 Retirement Quarterly
25 Penta

April
1 ETF Feature
8 Fund Quarterly
15 Big Money Poll
22 Top 100 Financial Advisors
29 Best Performing Hedge Funds

May
6 ETF Feature
13 Roundtable: Biotech Investing
20 Income Investing
27 Technology
30 Top CEOs

June
3 ETF Feature
10 Retirement Quarterly
17 Top 100 Women Financial Advisors
24 Penta
30 Sustainable Investing

July
1 ETF Feature
8 Fund Quarterly
15 Midyear Barron's Roundtable
22 Top Annuities
29 Ranking Robo Advisors

August
5 ETF Feature
19 Technology

September
2 ETF Feature
9 Retirement Quarterly
16 Top Independent Financial Advisors
23 Penta

October
7 Fund Quarterly
14 ETF Feature
21 Big Money Poll

November
4 ETF Feature
11 Technology

December
2 ETF Feature
9 Retirement Quarterly
16 Penta
23 Outlook: Where to Invest in 2020

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

THIS WEEK'S MAGAZINE

COVER

1. Who Will Win the New Broker Wars?
Inside the race to zero trading commissions

FEATURE

United Technologies' Merger With Raytheon Is Complicated. 3 Ways to Play It.
The stocks are cheap, and there is an opportunity before the spinoffs of the Carrier and Otis businesses and the closing of the deal

FEATURE

2. This Tech Company Powers the Industry's Stars
Demand for Taiwan Semi's sophisticated chips is propelling the company's earnings and its shares.

FEATURE

Barron's Launches TV Show
Barron's Roundtable Debuts on Fox Business. Tune in on Fridays at 10 p.m. ET. A letter from Publisher Almar Latour.

FEATURE

'Free' Trading Has Arrived. Be Sure to Read the Fine Print.
While commission-free trades are likely to lure investors, financial professionals warn there are limits and some remaining fees. What's more, free trading could lead investors to make risky bets or disregard other costs of trading, such as taxes.

FEATURE

Investing in the Biggest Thing Happening in Shipping
U.S. refiners, as well as transport and tanker companies, stand to benefit from the international rules that go into effect on Jan. 1.

FEATURE

Chinese Stocks Lag Because Companies Neglect Shareholders
China has grown about three times as fast as the U.S. this decade, but its stocks have lagged. It may be better to focus on the best companies rather than an index.

THE TRADER

3. The Fed Can't Prevent a Recession Alone
Recession fears are up and investors are looking for a white knight. That usually means the Federal Reserve—but it's going to need some help to keep the economy growing this time.

THE TRADER

Facebook's Thwarted Fintech Aspirations
For investors looking to tap into fintech's vast earnings potential, Mastercard, PayPal, and Visa look as attractive as ever.

THE TRADER

3. The Stock Market and the Selloff That Wasn't
The Dow dropped more than 3% on Tuesday and Wednesday on fears of a recession, making it the worst start to a quarter since 2008. A more optimistic view prevailed by the end of the week.

LETTER FROM THE EDITOR

Coping With the Long Shadow of China
Investors need to look beyond China for opportunities in other emerging markets. Letter from the editor.

FUNDS QUARTERLY

4. ETFs That Limit Your Losses—for a Price
Buffer funds offer downside protection. The trade-off is a cap on potential gains. How to tell if they're right for you.

FUNDS QUARTERLY

What to Expect When Your Fund Merges
Mergers of asset managers haven't always been good for investors, but that may be changing. Why firms must pass along more of the savings.

FUNDS QUARTERLY

5. How a Seasoned Investor Bets on Pre-IPO Companies
Kelly Flynn invests in big private companies for the strategy she manages at Winslow Growth Capital

COMMODITIES CORNER

Palladium Outshines Platinum as Prices Climb to Record Highs
Palladium prices have climbed because of healthy demand and constrained supply, while platinum's recent rally didn't last.

EUROPEAN TRADER

This Italian Fitness Company Is Like Peloton, but Profitable
Technogym is an old-school manufacturer that has embraced technology with streaming online fitness classes through platforms on its machines.

FEATURE

Financial Scams Targeting the Elderly Are Rising. Advisors Offer Precautions.
Scammers relieve elderly Americans of an estimated $36.5 billion annually. To help aging parents protect themselves, their grown children must tactfully broach the subject, experts say.

UP AND DOWN WALL STREET

6. There's No Recession Coming. The Fed Will Make Sure of That.

UP AND DOWN WALL STREET

6. Wall Street's Optimism Sinks as Warren's Star Rises

STREETWISE

7. It's Crunch Time for Netflix and These 5 Other Stocks

TECHNOLOGY TRADER

8. The Real 5G Winner Could Be China

INCOME INVESTING

9. 100-Year Muni Bonds Might Just Be the Safest Yield Play

STRIKING PRICE

WeWork's IPO Failed. Now It's Time to Bet Against Pot Stocks.

MARKET WATCH

Manufacturing Woes, Auto Sales, Impeachment Talk

PREVIEW

10. Skies Brighten for Delta Air Lines

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

『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）
大和證券入社後 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』　（2019 年 10 月 7 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 © 2019 Dow Jones & Company, Inc.
本誌記事の無断転載・複写を禁じます

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.