



THIS WEEK'S MAGAZINE Week of October 29

1. **After a Slide in Chinese Stocks, Where to Look for Bargains** 割安銘柄→ P.2 【中国株】
押し目買いすべき中国株を探す
2. **Earnings, Schjernings: When the Value of the Numbers** 企業業績→ P.5 【業績と株価】
企業業績の数値の価値が低下
3. **Bank of America's Conservative Approach** 手堅いスタンス→ P.6 【バンク・オブ・アメリカ】
バンク・オブ・アメリカの保守的な姿勢が株価にとって好材料の理由
4. **It's OK to Panic a Little About the Stock Market** ややパニックはOK→ P.9 【株価動向】
米国の主要株価指数が続落、株式と銀行預金のあいだで揺れる投資家心理
5. **Howard Marks on Surviving Market Storms** 嵐を切り抜ける→ P.10 【インタビュー】
オークツリー・キャピタル・マネジメントのハワード・マークス氏に聞く
6. **Up and Down Wall Street** 金融引き締めの不透明感が株価に悪影響→ P.12 【コラム】
トランプ大統領にも一理 なりふり構わない中国政府
7. **Trump's Trade War With China** 貿易戦争の影→ P.15 【貿易戦争】
米国企業の業績に影響を及ぼし始めた
8. **Forget Amazon and Google. Chip Stocks Are the Problem.** 先行き懸念→ P.16 【ハイテク】
半導体株が発する危険信号、生産能力縮小は調整局面の長期化を示唆
9. **The Trader** パニックに陥る時か?→ P.18 【米国株式市場】
大きく下落したものの、景気後退を織り込むような事態にはならないもよう
10. **Preview** 今週の予定→ P.21 【経済関連スケジュール】
貿易摩擦が激化するにつれて、小型株の安全地帯はなくなる

※ 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. After a Slide in Chinese Stocks, Where to Look for Bargains 割安銘柄 【中国株】 押し目買いすべき中国株を探す

■ 中国経済の減速が懸念される

今年のハロウィンで投資家に恐怖をもたらすのは、ハリウッド映画の怪物ではなく、貿易摩擦、ハイテク企業の予想を下回る決算、金利上昇、中国市場の急変動といった恐ろしい面々である。こうした悪材料の結果、S&P500 指数の年初来リターンはマイナスとなり、世界的にも 1 カ月にわたって株価下落が続いている。



米国株式市場は先週まで海外の懸念に影響を受けていなかったが、ホラー映画における伏線のように、中国が世界の市場を脅かす兆候は以前から存在していた。中国の株式市場はここ数カ月下落しており、直近では 1 月の高値を 27% 下回る。第 3 四半期の国内総生産（GDP）成長率は 6.5% と 2009 年以来の低水準にとどまった。

今年、上海総合指数の時価総額は 3 兆ドル減少し、年初来のパフォーマンスは世界最悪クラスとなっている。中国は経済成長を減速させることなく、シャドーバンキングの排除や、輸出主導型経済から消費主導型経済への転換を目指している。だが、米国の金利上昇とドル高が進む中、中国が貿易戦争のような外的ショックを緩和するための柔軟性は失われつつあり、上記の目標達成は困難さを増している。こうした事情により、5 兆ドルの時価総額が失われた 2015～2016 年の再来が懸念されている。

建機大手キャタピラー（CAT）、複合企業 3M（MMM）といった米国企業の決算発表は、米中貿易摩擦の影響に言及している。こうした決算発表は、中国の問題が速やかに世界全体の問題となり得ることを投資家に思い出させる。何しろ、中国は世界第 3 位の輸入国で、あらゆる種類の製造業サプライチェーンに欠かせない存在であり、世界最大の自動車、銅および鉄鉱石の消費国なのである。

中国政府は、例えばオンラインゲームの内容に対する制限や、教育企業に対する規制といった改革に取り組んでいる。こうした動きは、投資家を動揺させ、企業の投資を抑制する。シャドーバンキングの排除は、消費者の支出減少につながる。9 月の新車販売台数は約 12% 減少した。

政府の取り組みを背景に株価は押し下げられ、魅力的なバリュエーションとなっている。MSCI 中国指数は、来年の予想利益に対する株価収益率（PER）が 9.4 倍と 2016 年以来の水準に低下した。一方、中国企業の利益成長率は、来年も依然として 15% に達するとみられている。さらに、中国政府は経済への圧力を緩和するため、改革の一部を撤回し始めている。

■ 個別銘柄の押し目買いは難しい

では、中国への投資を増やすべきだろうか。答えは「どちらとも言い切れない」である。中国の経済と市場が直面しているリスクから見て、今後も大きな市場変動が続く可能性があり、今すぐ買いを入れる必要はないかもしれない。銘柄によってリターンが異なるため、押し目買いはインデックスファンドを買うよりも複雑である。規制や貿易戦争に影響される企業は圧力を受け続けるだろう。債務比率の高い企業や競争力に乏しい企業は、経済が減速する中で一層苦しむ可能性がある。

中国の景気刺激策は依然として不確定要素である。政府はこれまで金融緩和による貸出の促進、所得税減税の提案などに取り組んできたが、あまり効果が出ていない。政策決定者は、以前のようにインフラに多額の資金を注入するのではなく、消費促進を目的とした慎重な施策を取っている。それ自体は良いことだが、明

確な買いのシグナルがないため、投資家にとっての困難は増している。また、中国本土で上場している A 株の約 10%は貸出の担保として使われているため、経済の減速がリスクとなり得る。

中国を調査しているマネーマネジャーは、債務比率が高い銘柄を避け、多額のキャッシュフロー、強力なブランドおよび競争優位によって成長の鈍化を乗り切れる優良銘柄を選好している。こうした銘柄には、ファストフードチェーン運営大手のヤム・チャイナ・ホールディングス (YUMC) など、国内消費に重点を置き、景気刺激策の恩恵を受けやすい銘柄が含まれる。

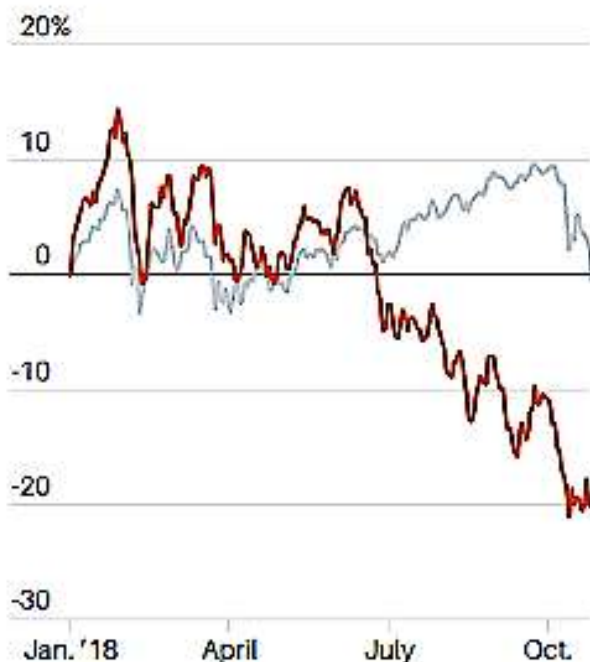
その他には、平安保険集団 (2318.香港) のように、小規模な競合他社に比べて新規規制の打撃を受けにくい銘柄が挙げられる。中国は環境を重視しているため、水・廃棄物処理大手の北控水務集団 (371.香港) などの株価は反発する可能性がある。アリババ・グループ・ホールディング (阿里巴巴集団、BABA)、バイドゥ (百度、BIDU)、テンセント・ホールディングス (騰訊控股、700.香港) などのインターネット大手企業も依然として選好されているが、今すぐ買い増すほど割安なバリュエーションではない。オンラインゲーム、教育、医薬品など、規制強化が見込まれる業界は回避されている。

輸出企業の当面の業績は悪化するかもしれない。現在は人民元安によって 10%の関税の影響を吸収できているが、1 月には関税が 25%に上昇する予定である。また、全面的な貿易戦争により、世界の経済成長が減速するリスクもある。このシナリオでは、半導体企業や、アップル (AAPL) などの多国籍企業が大きな打撃を受けると予想される。



Percentage change

■ MSCI China Index ■ S&P 500



Source: Bloomberg

Renminbi vs. U.S. Dollar

¥0.1600



BARRON'S

■ 急落局面に強いファンド 5 本

中国で割安銘柄を探すのは難しいため、専門家が運用するファンドに投資するのが最適だろう。優れた運用実績を持ち、急落への備えも十分なファンドを 5 本紹介する。

運用資産額 2 億 9100 万ドルのテンプレートン・チャイナ・ワールド・ファンド (TCWAX) は、今年の損失を 8%にとどめており、モーニングスターによる中国株ファンドのカテゴリー内で上位 2%に入る。信託報酬は 1.85%と高めだが、過去 3 年間、下落局面の損失を競合ファンドよりも抑えてきた。インデックスに比べ、国内消費に重点を置く銘柄の組み入れ比率が高く、中国の消費刺激策による恩恵を受けやすい。

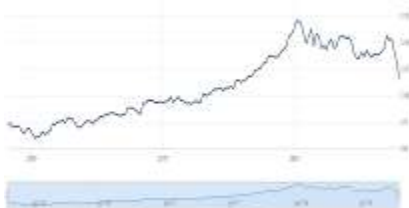
運用資産額 7 億 600 万ドルのマッシュューズ・チャイナ・ファンド (MCHFX) は、信託報酬が 1.09%と TCWAX よりも安い。同ファンドの過去 3 年間のパフォーマンスは、モーニングスターの中国株ファンドカテゴリーの競合ファンドを 3%ポイント上回った。今年のパフォーマンスは下位 50%に入るが、モーニングスターは変動の激しい相場を乗り切れるとして、同ファンドのリスク調整後リターンを高く評価している。

マッシュューズ・パシフィック・タイガー・ファンド (MAPTX) はアジア全体の銘柄を投資対象としている。タイの銘柄を 5.7%、マレーシアの銘柄を 4.4%組み入れており、東南アジアの銘柄の組み入れ比率が競合ファンドよりも高い。モーニングスターによれば、今年のパフォーマンスは上位 3 分の 1 に入り、下落局面の損失は一貫してアジア太平洋ファンドの平均よりも小さい。

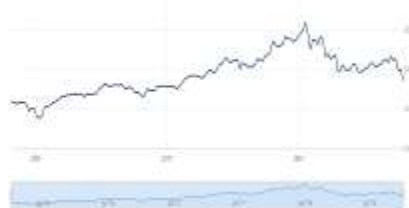
運用資産額 16 億ドルの MFS エマージング・マーケット・エクイティ・ファンド (MEMAX) も優れた長期運用実績を持つ。同ファンドは、債務比率が低く、ガバナンスが強力で、フリーキャッシュフローと投下資本利益率が良好な企業に焦点を当てる。年初来のパフォーマンスはマイナス 14%とカテゴリー内で上位 18%に入る。

運用資産額 7 億 8900 万ドルのインベスコ・アジア・パシフィック・グロース・ファンド (ASIAX) はバリュエーションに重点を置く。1999 年からファンドに在籍する共同マネジャーのスティーブ・カオ氏は、バリュエーションが割高ならば人気銘柄でも組み入れ比率を高めない。過去 15 年間のパフォーマンスは年率 11%で、上位 15%に入る。今年の下落局面では、ヤム・チャイナや、乳製品大手の蒙牛乳業 (2319.香港) などの消費財企業を買い増した。年初来のパフォーマンスはマイナス 14%で、カテゴリー内の上位 3 分の 1 に入っている。

Caterpillar Inc. (CAT)



3M Co. (MMM)



Yum China Holdings Inc. (YUMC)



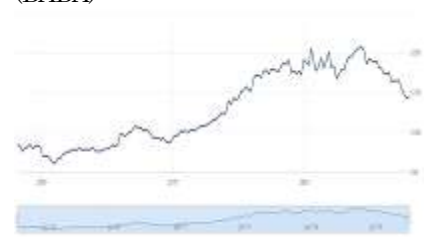
Ping An Insurance (Group) Co. of China Ltd. (HK:2318)



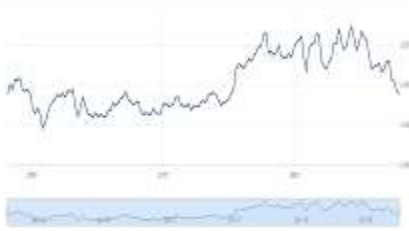
Beijing Enterprises Water Group Ltd (HK: 371)



Alibaba Group Holding Ltd. ADR (BABA)



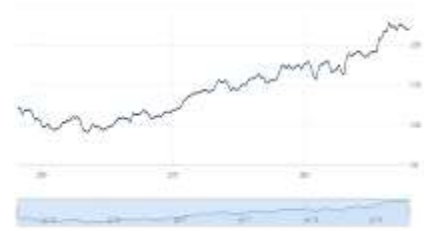
Baidu Inc. ADR (BIDU)



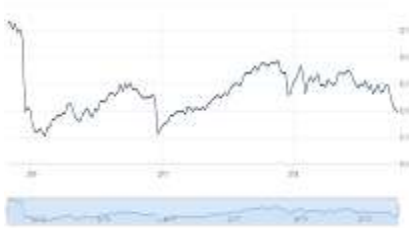
Tencent Holdings Ltd (HK:0700)



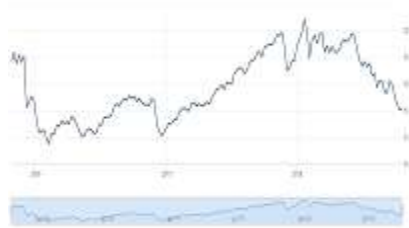
Apple Inc. (AAPL)



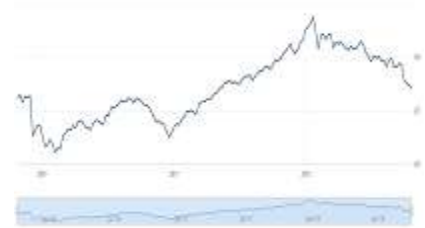
Templeton China World Fund:A (TCWAX)



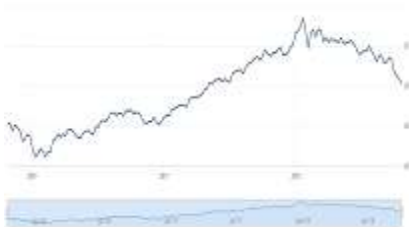
Matthews China Fund:Investor (MCHFX)



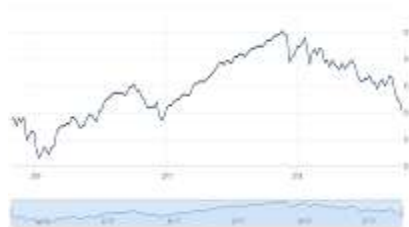
Matthews Pacific Tiger Fund:Investor (MAPTX)



MFS Emerging Markets Equity Fund:A (MEMAX)



Invesco Asia Pacific Growth Fund:A (ASIAX)



China Mengniu Dairy Co. Ltd. (HK:2319)



チャートは3年

By RESHMA KAPADIA
(Source: Dow Jones)

2. Earnings, Schmerarnings: When the Value of the Numbers 企業業績 【業績と株価】 企業業績の数値の価値が低下

■ 足元の業績は堅調だが

投資家は、米国企業の直近の四半期決算において何か欠点がないかを見極めるため、よほど目を凝らす必要がある。ファクトセットの調べによると、第3四半期のS&P500指数の業績は前年同期比 22.5%の増益と、第2四半期の同25%増という驚異的な数字から見ればわずかに減速するものの、順調に推移している。

にもかかわらず、市場はウォール街の予想を上回った企業をほとんど評価していない。事前の利益予想を上回った企業の株価は平均で 1.5%下落しており、数字としては 2011 年第2四半期以来で最悪となっている。

業績自体は視界良好を示しているように見えても、売りが鈍化する兆しはない。「業績発表が相場下落時のサーキット・ブレーカーになると思っていたが、そうはならなかった」と、UBS のストラテジストであるキース・パーカー氏は語る。



アマゾン・ドット・コム (AMZN) とアルファベット (GOOGL) は、両社ともアナリスト予想を大幅に上回る利益を発表したにもかかわらず、先週金曜日にアマゾンは 7.8% の急落、アルファベットも 1.8% 下げた。これらの銘柄の売られた事情はそれぞれに異なる。アルファベットは売上高がやや期待外れであったし、アマゾンは第 4 四半期の売上高、利益予想ともに驚くほど弱い数字を示した。

今後の数カ月に関税と需要減退に苦しむ可能性のある半導体銘柄でも、将来の業績見通しが売りの要因となった。

■ 相場の下げを加速した要因

相場の下げはさまざまな要因が組み合わさって増幅された。市場参加者は秋口から、大型株の幾つかのポートフォリオのかかなりの部分を構成していたモメンタム銘柄を売り始めたが、その傾向は今も弱まっていないようだ。それにより、これらのモメンタム銘柄はウォール街と折り合いをつける前に奈落に沈んだ。

また、どのモメンタム銘柄も業績発表日には、どれだけ業績が良くても最初から 2~3% の下落に見舞われる。パーカー氏は、「このモメンタム銘柄の売りが相場の非常に大きな重しとなっている」と言う。

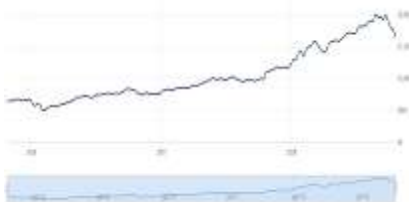
関税の問題も悪材料となっている。建機大手キャタピラー (CAT) は力強い業績を発表したが、関税によるコスト高について投資家の注意を促したことから株価は下落した。

■ 決算報告書の価値が低下

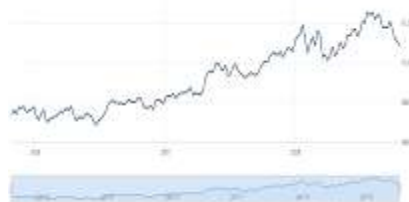
決算報告書の存在価値自体が低下していると言う人もいる。ニューヨーク大学スターン経営大学院の会計学の教授バルック・レブ氏は、会計規則を一つ例に取っても、資産のコストを資産計上するか費用計上するかの判断の違いだけでも企業の真の価値の見え方が変わってくると指摘する。

「これらの全ての“調整”を織り込んで一つにまとめて出来上がった業績数字は、本質的には意味を成さない。最近論文でも書いたが、もし仮に業績がコンセンサス予想に合致するか、あるいは上回る企業を全て予測できたとしても、相場に勝ってお金をもうけることはできないだろう」と同教授は言う。

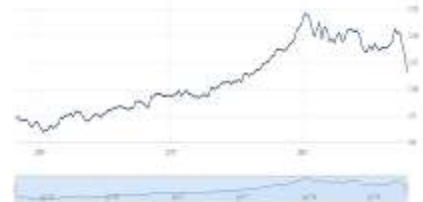
Amazon.com Inc. (AMZN)



Alphabet Inc. Cl A (GOOGL)



Caterpillar Inc. (CAT)



チャートは3年

By AVI SALZMAN
(Source: Dow Jones)

3. Bank of America's Conservative Approach 手堅いスタンス【バンク・オブ・アメリカ】 バンク・オブ・アメリカの保守的な姿勢が株価にとって好材料の理由

■ 割安な銀行株の中でも魅力的

バンク・オブ・アメリカ (BAC) をはじめとする銀行大手の株価が下落している。投資家が、現在の経済成長と銀行の好業績は長続きしないと懸念しているためだ。

しかし、これは過剰反応と思われる。第 3 四半期の米国国内総生産 (GDP) 成長率は 3.5% で、経済が依然として好調であることを示している。また、自己資本比率と利益から見て、銀行はかつてないほど健全な状態にあると言える。

バンク・オブ・アメリカ、シティグループ (C)、JP モルガン・チェース (JPM)、ゴールドマン・サックス (GS)、モルガン・スタンレー (MS)、ウェルズ・ファーゴ (WFC) の米国大手 6 行の 2018 年予想株価収益率 (PER) は 8~11 倍と、S&P500 指数の 17 倍を下回っている。

今月に入って株価が 10%ほど下落して約 27 ドルとなっているバンク・オブ・アメリカは、競合と比べて良い業績見通しと業界内の立ち位置を有している。また、2010 年に最高経営責任者 (CEO) に就任したブライアン・モイニハン氏は、「責任ある成長」を掲げてそれを達成してきた、極めて優秀な経営者だ。同行の 2018 年予想 PER は約 10 倍、配当利回りは 2.3%となっている。



■ 過度の成長に走らない安定感

金融危機時の銀行株をめぐる手痛い経験や、9 年目に入った米国の好景気を背景に、投資家が銀行を警戒するのは理解できる。ウェルズ・ファーゴで銀行アナリストを務めるマイク・メーヨ氏は、「景気サイクルが一巡したのではないかと懸念されている。サイクルが終わったときに銀行株を保有したい人はいないだろう。しかし、『サイクルが終わったと誰が言っているのか?』というのが私の返答だ」と述べる。

メーヨ氏はバンク・オブ・アメリカの評価をアウトパフォーム、目標株価を 37 ドルとしている。同氏は銀行業界における不良債権水準の低さを指摘する。バンク・オブ・アメリカの第 3 四半期の不良債権額は、前年同期比 21%減の 54 億ドルだった。メーヨ氏は、同行の利益が 2022 年までに 6 割近く増加し、1 株当たり利益 (EPS) は今年の予想 2.55 ドルから約 4 ドルに達すると予想している。

Bank Behemoths

How Bank of America compares with its peers.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Price Change	Market Value (bil)	2018E EPS	2019E EPS	2019E P/E	Price/Tangible Book	Dividend Yield
Bank of America / BAC	\$26.59	-9.9%	\$262	\$2.56	\$2.88	9.2	1.5	2.3%
Citigroup / C	64.97	-12.7	159	6.60	7.55	8.6	1.0	2.8
Goldman Sachs Group / GS	214.01	-16.0	84	25.14	25.52	8.4	1.1	1.5
JPMorgan Chase / JPM	104.86	-2.0	352	9.21	9.99	10.5	1.9	3.1
Morgan Stanley / MS	44.55	-15.1	78	4.93	5.18	8.6	1.3	2.7
Wells Fargo / WFC	51.86	-14.5	244	4.35	5.13	10.1	1.6	3.3

E=Estimate.
Source: Bloomberg

バンク・オブ・アメリカの第 3 四半期 EPS は 43%増の 66 セント、税引前当期純利益は 18%増の 90 億ドルだった。そして、同行は今年予想されている純利益のほぼ全額にあたる 260 億ドルを、自社株買いと配当によって還元する予定となっている。

懸念事項の一つが貸出金の成長率だ。前年同期比の成長率は、第 2 四半期の 5%から第 3 四半期には 3%に減速した。また、短期金利が上昇し、マネーマーケットファンドが約 2%の利回りを提供する中、同行が米国の預金利率を 0.5%に抑え続けることができるかも疑問視されている。バンク・オブ・アメリカの投資銀行部門は今年競合のパフォーマンスを下回っており、経営陣は、企業向け貸付におけるノンバンクとの競争激化を指摘している。

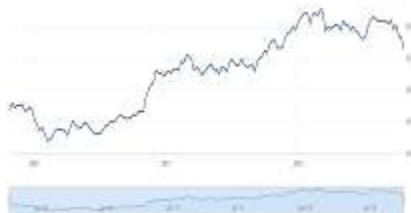
どれも些末な問題ではないが、貸出金の適度な成長、費用管理、利ざやの拡大といった要素と一緒に考慮する必要がある。さらに、同行は自社株買いを積極的に実施している。株式数は過去 1 年間で 5%減少しており、今後 1 年でさらに 5%以上削減される可能性がある。

メーヨ氏は、同行の保守的と見られる姿勢を高く評価している。「過度に積極的な貸出金・収益成長と、費用管理を伴う控えめな収益成長を比べた場合、われわれは常に後者を選択する」と同氏は述べる。

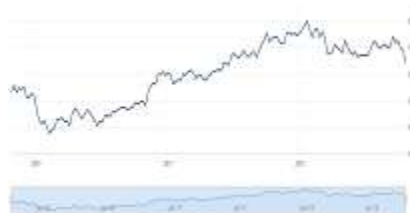
モルガン・スタンレーのジェームズ・ゴーマン CEO は、同社のウェルス・マネジメント事業の収益性を高めたことが注目されているが、メリルリンチを中心とするバンク・オブ・アメリカの同じ事業の方が収益も利益率も上回っている。モイニハン氏は、第 3 四半期の業績発表でそれを「世界最高の事業」と呼んだ。

それはさすがに言い過ぎだが、バンク・オブ・アメリカは複数の優れた事業を有し、割安となっている。株価は回復すると見てほぼ間違いないだろう。

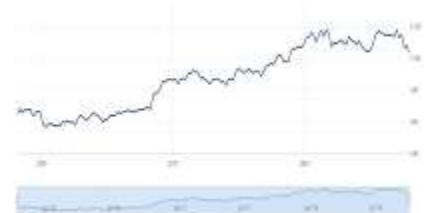
Bank of America Corp. (BAC)



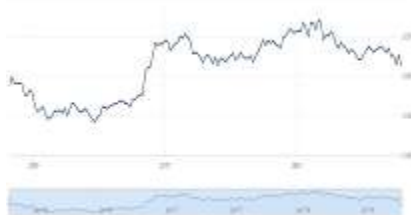
Citigroup Inc. (C)



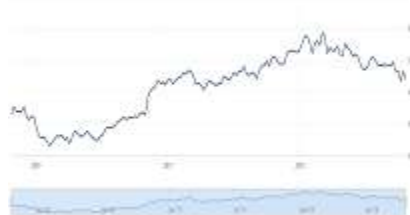
JPMorgan Chase & Co. (JPM)



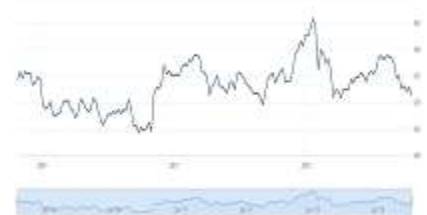
Goldman Sachs Group Inc. (GS)



Morgan Stanley (MS)



Wells Fargo & Co. (WFC)



チャートは 3 年

By ANDREW BARY
(Source: Dow Jones)

4. It's OK to Panic a Little About the Stock Market ややパニックは OK 米国の主要株価指数が続落、株式と銀行預金のあいだで揺れる投資家心理

【株価動向】

■ 個人投資家が株式市場よりも銀行預金を選ぶ可能性

先週もまた米国株式相場は不安定となり、専門家は投資家にまだパニックになる時ではないという説得を繰り返した。しかし、神経質な投資家にとっては、計画を持った上で少しだけパニックになるのにちょうどいいタイミングなのかもしれない。



これには二つの理由がある。一つ目としては、10 年ぶりに貯蓄者が銀行に預けた現金で安全に 2% の利息を得られるようになったこと、しかもその利息率は 3% に向かっていく可能性が高いことが挙げられる。これは特に、維持費用がかかる広大な支店ネットワークを持たない銀行に当てはまる。金融商品や関連情報をオンラインで提供するバンクレートによると、金融大手ゴールドマン・サックス・グループの比較的新しい消費者向け金融部門であるマーカスは最近、1 ドルを上回る残高に年率 1.95% の利息を提供し始めたという。カナダの 5 大銀行の 1 行、カナディアン・インペリアル商業銀行の一部門、CIBC バンク USA の利息率は 2.16%、アメリカン・エクスプレス・ナショナル・バンクの利息率は 1.9% である。

近い将来に景気後退に陥る兆候はほとんどなく、これは株式にとって好材料となっている。ところが裏を返すと、米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げのペースを減速させる理由もほとんどないということでもある。市場ストラテジストによると、これは株式にとって問題にならないそうだが、統計的には当てにならない。ゴールドマンの相場予想の専門家は、米 10 年国債の利回り（直近では 3.1%）が 4% を下回っている限り米国株式市場は上昇できると考えている。バンクオブアメリカ・メリルリンチはその数値に関して 5% が妥当だろうと述べている。

実際のところ、そうした分析は過去の利上げに対する株式の反応に基づいているが、10 年にわたって利回りを渴望してきた投資家が急に金利上昇の恩恵を受けるようになる一方、株式がこれだけ広く保有されてクリック一つで売り注文を出せるという現在のような状況は、過去になかった。FRB は 2008 年末に金利を 0% 近くまで下げ、2015 年までその水準を維持していた。金利がようやく 1% に戻ったのは去年のことである。現在、FRB は金利が来年末までに 3.1% に達するというシグナルを発している。

バンクオブアメリカ・メリルリンチのデータから判断すると、個人投資家は最近の押し目で株式を買ってきたが、プロの投資家は買っていないようだ。米国株式市場の低迷がしばらく続き、普通預金の利息が 3% に近づくと、個人投資家は株式市場から一斉に資金を引き揚げ始め、それを預金に回す可能性がある。

■ 株式の今後の長期リターンが平均を下回る可能性

二つ目の理由としては、米国株式市場が最近の急落の後でもやや割高であることから、今後の長期リターンが平均を少し下回る可能性が高くなっていることが挙げられる。

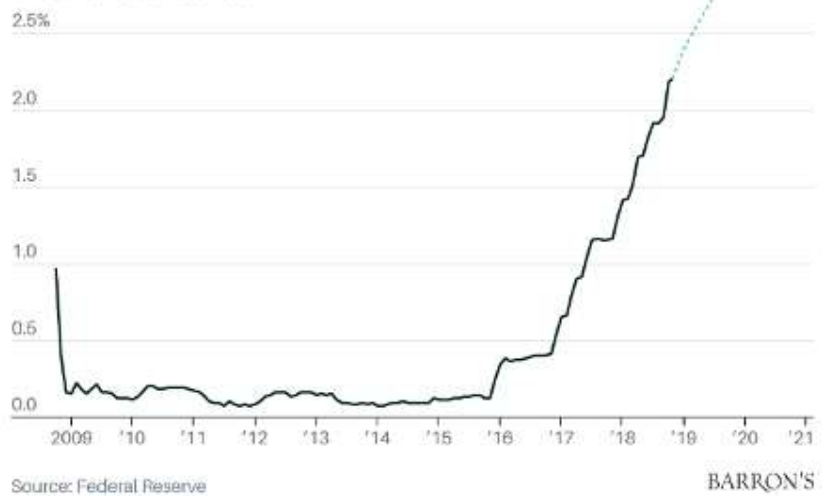
株価が適正かどうかという問題には、分析上のぬかるみが幾つもある。例えば特別損失を含めるか否かなど、利益を計算する方法はたくさんあるし、比較するために選ぶ基準もさまざまだ。例えば S&P500 指数は最近、2018 年の 1 株当たり予想営業利益の 16.8 倍で取引されていたが、調査会社ファクトセットによると過去 20 年間の平均は 17.1 倍だという。しかし、過去 20 年間には 2 回の株式バブル、一時的に企業利益を消滅させた世界的な金融危機、長期にわたった 0% 近辺の金利などがあり、平均的とは程遠いものだった。カンザスシティ連銀のエコノミストが 2000 年に行った研究によると、現在一般的に使われている以上に厳格な定義を用いた利益に基づく過去 127 年間の実績ベースの株価収益率（PER）の平均は 14.5 倍だった。

バリュエーションが低いとき、将来のリターンは大きくなる傾向にある。現時点の最も有力なシナリオは、将来のリターンが平均を少し下回るというものだ。にもかかわらず、来年の S&P500 指数構成企業の利益は順調に伸びて 10% の増加になるというのが初期段階の予想である。しかし、昨年までの数年間の初期段階予想には、決算発表が近づくと下方修正されて現実に近づくという傾向があったことを忘れてはならない。今年は、昨年のクリスマス前に成立した大規模な法人税減額のおかげで例外となった。以前のパターンに戻るとすると、来年の利益成長率はむしろ 5% に近いのかもしれない。

Hiking Season

As the Federal Reserve gradually raises interest rates, yields available on savings deposits are sure to follow, providing competition for stocks.

Effective Fed Funds Rate



こうした二つの理由を合わせると、この時点でパニックになることの機会費用は比較的低いと言える。現金を保有することの機会費用は確実に改善している一方で、株式リターンのピークは既に過ぎ去った可能性がある。

とはいえ、低い機会費用と機会費用ゼロは同じではない。長期的に見ると、株式が債券や現金をアウトパフォームする可能性は依然として高い。それが普通だからだ。株式は企業を反映しているのに対し、債券と現金は資金調達コストを反映しており、企業が存在し続けるには資金調達コストを上回る利益を上げる能力が不可欠だからである。従って市場が急落している場面で保有していた株をパニック売りした経験がない投資家は、そのまま辛抱すべきかもしれない。

By JACK HOUGH
(Source: Dow Jones)

5. Howard Marks on Surviving Market Storms 嵐を切り抜ける 【インタビュー】 オークツリー・キャピタル・マネジメントのハワード・マークス氏に聞く

■ 投資の世界のムード変化は急激で極端

ハワード・マークス氏は、クレジット投資を主体とするオークツリー・キャピタル・マネジメント (OAK) の共同創業者で、目先だけでなく先を見通す能力のある抜け目ない腕利き投資家として称賛を浴びてきた。また、1990 年から書き始めたクライアント向けのメモを含め、金融関係の著述でも実績を積んでいる。最近「Mastering the Market Cycle (市場サイクルを極める)」という著書を出版したばかりだ。



本誌: 著書出版直後の 10 月 1 日に会話をした際は、市場はまだ楽観的段階との話だったが、その後 S&P500 指数は約 9% 下落した。今も考えは同じか?

マークス氏：いや、その時とは違う。興味深いのは事態の変化の速さだ。普通の世界と異なり、投資の世界ではものの見方が「申し分ない」から「絶望的」に突然反転する。理由は不明だが、市場心理の変化は理不尽で過剰反応する。2016 年の年初の株価急落は、利上げと原油価格の下落が見込まれたことが原因だった。しかし、そもそも原油価格が下落することは悪いことだろうか。石油会社には悪いかもしれないが、他の多くの会社には良いことだ。金利上昇は予想されてきたため意外ではなかった。今回も状況は似ている。10 月 4 日に株価が急落した時、10 年物国債利回りの上昇のせいだとされた。しかし、3 年にわたって金利は上昇し続けてきているのだから意外なはずはない。良いことだけ見る態度から悪いことだけ見る方向に投資家の心理が突然変化する。約 1 カ月前に市場は楽観モードだと言ったが、それは非常にはかなく終わった。

Q：最近のボラティリティの高さは市場サイクル上の位置に影響を与えるか？

A：下落相場の始まりかもしれないし、上昇相場の一時的な振れかもしれない。今回の強気相場では、軟調な時が何度かあった。2016 年もその例だ。現時点で理性的な判断はできない。

Q：1 カ月前には、債券や株式を含め、大半の資産は割高だと考えていたが、今もそうか？

A：若干高いが、非常に過剰評価されているとも思わない。市場は機械ではなく、配線通りに動くわけではない。何か明るい材料のとりこになっているかと思えば、急にマイナス面にこだわるようになる。今回は下落局面の始まりかもしれないし、違うかもしれない。日々の市場の動きを理性的に説明するのは無理だ。

■ 積極的になる時とディフェンシブになる時の見極めが重要

Q：新著では、積極的な時とディフェンシブな時との調整が極めて重要だと書かれている。現時点で投資家はどうすべきか？

A：私にとって重要な問いは、攻撃すべきか守るべきかだ。今は守りの時で、100%ではないが守勢に重きを置くべきだ。機会を逃すことよりも、資金を失う方を心配する（具体的な発言は避けたが、現金を保有することや借入れを避けること以外にも、下落相場でアウトパフォームしてきたミューチュアルファンドを選ぶことも今の時期を安全に切り抜ける方法の一つだと述べた）。

Q：著書の重要なテーマは？

A：リスク管理とサイクル上の位置を知ることが最も重要で、サイクル上の位置がリスクの重要な決定要因となるため、この二つの関連性は強い。

Q：多くの人はこれを見逃しているのではないか？

A：何となく分かっているが、厳密に考えたりはしない。著書の中に、サイクルとリターンの確率分布との関連性を示すグラフがある。上昇サイクルを上っていくにつれ、株価は全般的に価値に対して割高になり、将来リターンの確率分布は左側にシフトする。すなわち、もうけるのは難しく、損しやすく、期待リターンは低下する。一方、サイクルの下の方にいる時に買うことができれば、株価は本源価値に対して割安で、将来リターンの確率分布は右にシフトする。つまり、損しにくくもうけやすくなり、期待リターンは上昇する。簡単に言えば、2007 年初めに買うのと、2008 年終盤に買うのとの違いだ。

Q：サイクル上のどこにいるかを判断する際、留意しておくべき重要な点は何か？

A：2～5 年の期間で考える時、攻勢と守勢の配分を適切に行うことこそ最も重要な決定事項となる。攻勢と守勢の関係を適切に定めたなら、あとは何を選んでも構わない。米国株式であれ外国株式であれ、グロースであれバリューであれ、何であれポートフォリオをディフェンシブにするか、あるいはもっと積極的にするかに関しての調整を間違えると、何をしても助けにならない。

Q：バリュエーションより重要か？

A：銘柄選別よりもかなり重要だと思う。2005 年や 2006 年に慎重になり、2008 年後半から 2009 年前半に積極的になってさえいれば、他のことはあまり重要ではない。2008 年後半であれば、成功に必要なだったのは投資資金と確信だけだ。その確信の出所は投資環境の理解だろう。私はこれを市場の体温を測ると言ってい

る。例えばニュースの扱い方で、好材料にのみ執着し、悪材料を無視しているとか、その逆だとかというものもある。買収案件は買い上がっているか、買われ急いでいるかとか、新しいファンドにすぐに資金が集まるかとか、私がパーティーに呼ばれた場合に私の話を聞きたがるか否かとかいうのも目安になる。

Q：今は話を聞きたがるか？

A：そうだ。これらの現象を集めて解釈し、適切な推論ができれば投資に関する人気度の判断ができる。株価収益率（PER）や債券利回り、不動産のキャップレートなどの定量的指標を組み合わせれば、サイクルの幸先が良いのか、危険なのかの結論を得られる。

■ 歴史は繰り返すのではなく韻を踏む

Q：市場のサイクルを本当に査定できる人がいるか？

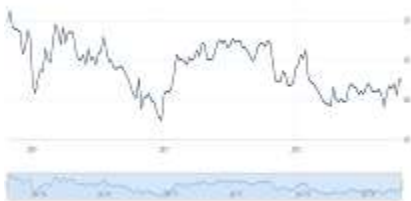
A：本当のことを言えば、投資は簡単ではない。誰もがもうけたいと思っているのだから、競争が激しい。しかし、規律を守り、研究し、感情を抑えることができるなら投資はできる。本当に重要なカギの一つは感情を抑えることだ。全てのことが共謀して判断を誤らせようとしており、何もかも好調で価格が高い時に買い、事態が悪化して価格が下落している時に売る羽目になりがちだ。本来すべきこととは全く反対のことをやってしまうのも感情ゆえだ。われわれは抵抗しなければならない。

Q：良好な投資機会にとって最高の環境とはどんなものか？

A：まだ発見されていない時、あるいは、脅威を感じる時が買い得だ。人気がある時は誰にもあらが見えないし、パフォーマンスも良く、資金が押し寄せてくる。こんな時は買い得ではない。私の著書では、マーク・トウェインの有名な「歴史は同じようには繰り返さないが、韻を踏む」という言葉を引用した。韻を踏むのは何か。市場の各サイクルを見ると、持続期間、変動のスピード、強度、原因、結果はそれぞれ違う。韻を踏んでいるのは根本原因、すなわち過剰な楽観、不十分なリスク回避、そして過剰な資金だ。全てのブームにおいてこれらが顕著に存在する。市場環境を見極めたい場合は、このような要因を探すと良い。

Oaktree Capital Group LLC Un (OAK)

チャートは3年



By LAWRENCE C. STRAUSS
(Source: Dow Jones)

6. Up and Down Wall Street 金融引き締めの不透明感が株価に悪影響 トランプ大統領にも一理 なりふり構わない中国政府

【コラム】

■ 利上げの到達点に対する不透明感

トランプ大統領は先週のウォール・ストリート・ジャーナルのインタビューで、「最大のリスクは米連邦準備制度理事会（FRB）だ」と述べて、FRB を再度攻撃した。トランプ大統領と同じ意見のエコノミストや投資専門家の数は増えている。彼らはまだ少数派だが、株式市場が年初来の上昇分を吐き出す中で、そういった声が高まっている。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズで上場投資信託（ETF）の SPDR シリーズにおけるチーフ投資ストラテジストを務めるマイケル・アロン氏は、「最近の市場の混乱の原因としては、よくある多くの理由が考えられる。中国との貿易関係の悪化、米国の 11 月の中間選挙、米国の金利上昇、イタリアの歳出増加、サウジアラビア人ジャーナリスト問題、さらに、ボラティリティが年間で 10 月に最も高い傾向にあること、などが挙げられる」とレポートしている。

しかし、同氏は、市場を本当に動かしているのは、「中立」的なフェデラルファンド（FF）金利の水準を FRB が分かっていないことだ、と主張する。言い換えれば、FRB がいつまたはどこで利上げを止めるか分かっていないという点だ。「その結果、投資家は金融政策による災難の可能性が高まる中で、金融資産の価格を再調整している」と主張する。



第 3 四半期国内総生産（GDP）成長率の速報値は 3.5%（季節調整済み前期比年率換算）と好調だったものの、米景気循環調査研究所（ECRI）の共同創業者であるラクシュマン・アチュサン氏は、インフレ率が低下に転じ、米国は隠れ減速モードにあると言う。

このような見方は、投資家やエコノミストのコンセンサス、および FRB のパウエル議長の見方と対照的だ。パウエル議長は、FF 金利誘導目標が 2〜2.25% という非常に緩和的な状態から中立金利に達するまでには、まだ相当の距離があると FRB がみていると、示唆した。9 月の連邦公開市場委員会（FOMC）は、2019 年末までに 25 ベーシスポイント（bp）ずつ 4 回の利上げを想定していた。

■ インフレ率は低位にとどまる

ECRI のフューチャー・インフレーション・ゲージは、7 月に物価上昇圧力の低下を示している。アチュサン氏は電子メールで、「この低下は予想ではなく事実で、9 月の総合消費者物価指数（CPI）上昇率は 7 カ月ぶりの低水準、コア CPI 上昇率は 5 カ月ぶりの低水準に達している」と書いている。

調査会社である HCWE の社長兼取締役であるデービッド・ランソン氏は、「インフレ率が低く加速していなければ、FRB が利上げする理由はない」と同意する。同氏は、市場の各種指標に基づいて予想しているが、今頼っているのは金だ。金の価格は、過去 2 カ月でようやく小幅の上昇に転じたが、約 1 年間にわたって横ばいとなっている。

ミネアポリス連銀のカシュカリ総裁は、FRB が利上げを一休みすべきと主張する。同総裁は、インフレ率が FRB の目標である 2% を下回っていたのだから、2% 超の状態も容認すべきと主張する。言い換えれば、インフレ率が上昇を始めるまでに失業率がどこまで低下できるかを、FRB に試させることになる。FRB は 2015 年に、インフレ率が上昇に転じる失業率を 5.1% と推計していたが、現在の推計は 4.5% である。だが実際の失業率は 3.7% まで低下している一方で、インフレ率は低水準にとどまったままとなっている。

ランソン氏は、12 月に FRB が利上げしたとしても、市場に大きな影響はないと考えている。同氏は、引き続き緩和的な社債市場を引き合いに出す。投資適格と投資不適格の社債のスプレッドは引き続き狭く、投資家がまだ、社債を保有する追加リスクを相殺するための利回りのプレミアムを要求していないことを示唆している。

対照的に、ゴールドマン・サックスがフォローしている金融情勢を示す市場の他の指標は、金融が大幅に引き締まっていることを示している。同社のファイナンシャル・コンディション・インデックスは、過去 1 カ月で 50bp の利上げ相当の金融引き締めを示しており、その 3 分の 2 は株式市場の下落によるものだ。

トランプ大統領に一理あるとしても、FRB に対する苦情は逆効果になる可能性がある。パウエル議長は FRB の独立性を維持するために、大統領の圧力に屈することができない。そのため、12 月は 25bp の利上げの確率の方が高くなっている。

2019 年については、複数回の利上げ確率が低下傾向にあり、先物市場は 2.5% から 2.75% への一度の利上げ

しか予想していない。FRB は密かにバランスシート縮小も進めており、過去 1 年間で 2710 億ドルを縮小しており、現在は月間 500 億ドルのペースで縮小している。市場関係者は、FRB が勝利を宣言して金融引き締めをやめるタイミングを知っていることを望んでいる。

■ 10 月の不振は歴史通り

10 月は、中間選挙の年であれば好調とどこかで読んだ記憶がある。しかし今年の場合、1929 年、1987 年、2008 年ほどには悲惨ではないにせよ、10 月は軟調というこれまでの評判を裏切っていない。

先週 1 週間で、ダウ工業株 30 種平均 (NY ダウ) は 3%、S&P500 指数は 3.9%、ナスダック総合指数は 3.8% 低下した。

今回の下落は 2 月初めと同程度なものの、全般的に良好な決算発表が助けになっているとは思えない。今回の決算発表に対する期待は高かったが、エバーコア ISI によると、S&P500 指数の利益は予想に達していない。同社は、全企業が決算を発表すれば、第 3 四半期の年率換算利益は 1 株当たり 160 ドルになり、前年同期比 24% と高い増益率を達成するが、第 2 四半期並みという当初予想の 162 ドルを下回るとみている。

株価下落のプラス面はバリュエーションの低下だ。S&P500 指数の予想株価収益率 (PER) は、BCA デイリー・インサイトによると 9 カ月前の 18.8 倍から 15.6 倍へ低下した。

ただ、市場の押し目買いができる買い手がいるか否かは、別の問題だ。JP モルガンのグローバル・マーケット・ストラテジー・チームは、買い手の存在を幾分か疑っている。同社がフォローしている資金フローによると、ヘッジファンドはグローバル株式に対する高いエクスポージャーを維持しており、市場下落でこれから売りを迫られる可能性がある。また、多くのリアルマネーの機関投資家も株式をオーバーウェイトとしている。

JP モルガンは、ノンバンク投資家についても株式の配分が金融危機以降の最高になっていると判断している。同社のチームは、「後ろ向きのモメンタムとセンチメントによって、リアルマネーの機関投資家も売りを余儀なくされれば、株式市場に対するさらなる下振れ要因を意味する」と警告する。

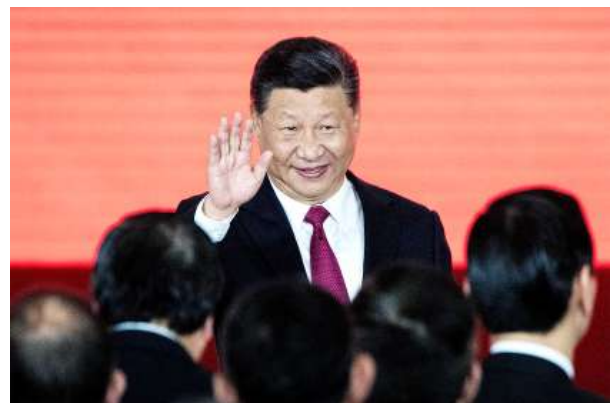
良いニュースとしては、31 日 (水) がハロウィーンで、今月の恐怖も終わりが近づいている。翌週の 11 月 6 日 (火) は中間選挙の投票日となる。何にも増して、売りはいつかは終わるだろう。

■ 中国政府とは闘うな

上海総合指数は 23 日に 2.3% 下落して 22 日の 4.1% の上昇の半分以上を吐き出し、世界同時株安のきっかけとなった。しかし、テクニカルおよびファンダメンタルズの多くの要因は、1 月 24 日のピークから 27% 低下した上海総合指数の下落が一巡したことを示唆している。何よりも、中国政府は経済と金融市場を支えようとする努力を強化している。エバーコア ISI の中国ウォッチャーであるドナルド・ストラスハイム氏によると、中国は「あらゆる手段を実行する」モードにある。

習近平主席は 21 日に、民間部門に対する「揺るぎない」支持を表明した。この施策には、与信サポート提供を目的とした中国人民銀行によるチャイナ・ボンド・インシュアランスに対する 100 億元の資金提供、債券による資金調達に対する中国人民銀行の支援、中国证券监督管理委员会による一連の施策が含まれている。さらに、国営新華社通信によると、所得減税も計画されている。

ストラテガス・グループのテクニカル・ストラテジー・



China President Xi Jinping.

チームは、23 日の反落にもかかわらず、「底固めの初期の段階が始まっているとわれわれは考えている。まだ下値があるかもしれないが、前向きな展開も生じると予想する」とレポートしている。中国に対して弱気になっている向きに対するストラテガスのメッセージは、ショート（空売り）しているなら買い戻せだ。

ビアンコ・リサーチによると、ETF 投資家は、貿易戦争や関税、中国経済の減速という悪いニュースの中でも、中国関連 ETF に再投資している。過去 3 カ月では、中国関連 ETF に 13 億ドルが流入した一方、ブラジル関連 ETF からは 9 億ドルが流出している。

中国政府の首脳陣は、過剰な与信の削減や米中貿易摩擦激化によって弱気相場に転じた株式を下支えするために、あらゆる手段を実行すると確約している。米国市場には「FRB と闘うな」という格言があるが、中国にも同様の表現があるに違いない。

By RANDALL W. FORSYTH
(Source: Dow Jones)

7. Trump's Trade War With China 貿易戦争の影響 米国企業の業績に影響を及ぼし始めた

【貿易戦争】

■ 企業業績や世界経済への波及

トランプ大統領が貿易を通じて中国との対決姿勢を示した当初、この問題は軽視されがちだった。企業利益に影響を及ぼしていなかったからだ。しかし、もはやそのような状況ではない。

第 2 四半期の決算発表の期間中は、どの企業も基本的には同じことを言っていた。つまり、関税を注視しているということだ。市場は貿易をめぐる懸念を受け流し、株価は上昇した。第 2 四半期の決算説明会の多くは 7 月に行われたが、2000 億ドル相当の中国製品に追加関税を課すという直近の措置が取られたのは 9 月である。そして今、第 3 四半期の決算説明会では、多くの企業がその影響を詳しく説明し始めている。



関税がもたらす最終的な影響を正確に予測するのは容易なことではない。コストだけでなく、需要の変化やサプライチェーンが混乱する可能性などを計算に入れると、重大な結果になる恐れがある。国際通貨基金（IMF）は、最近発表した「世界経済見通し」で世界経済の成長率の予測を引き下げ、その要因の一つとして「貿易摩擦の激化」を挙げている。

■ 製品価格への転嫁

10 月に決算発表を行った製造業者のほとんどが関税に言及している。建機大手キャタピラー（CAT）は、関税による材料費の増加が、値上げによる利益を 5000 万ドル上回ったと述べた。5000 万ドルという金額は、同社の第 3 四半期の売上総利益の約 1.2%に相当するという。一方、空調機メーカーのレノックス・インターナショナル（LII）は、第 3 四半期における 2.5%の値上げは、インフレと関税の影響を補って余りあると述べている。

今のところ、多くの企業はコスト負担を受け入れようとしている。そうすると、企業の最終利益に影響が及ぶ。バークレイズのストラテジスト、マニーシュ・デシュパンデ氏が考える最悪のシナリオは、中国からの全輸入品への 25%の課税である。デシュパンデ氏によると、その場合のコスト増を企業が負担すると、現在 10%と予想する S&P500 指数構成企業の 2019 年の利益成長率が 3%ポイント押し下げられるという。もち

ろん、圧力が高まり続ければ、企業は値上げを迫られるだろうが、航空電子部品大手ハネウェル・インターナショナル（HON）の決算説明会では、値上げ、コスト削減、代替調達など、新たな関税措置への対応について問われた経営陣が、「準備は整いつつあるが、直ちに実行することはない」と述べている。

資産運用会社 JO ハンブロのポートフォリオマネジャー、アルン・ダニエル氏は、「企業は、問題解決を当てにして、今後 2～3 四半期のコスト増の難局を乗り切るつもりだ。部品調達に関する長期的な決断をする様子はない」と述べている。また、全米製造業協会（NAM）は本誌の取材に対し、迅速な解決を望むと語った。NAM は、市場開放、知的財産権保護、規制の近代化のための協定を強く求めている。

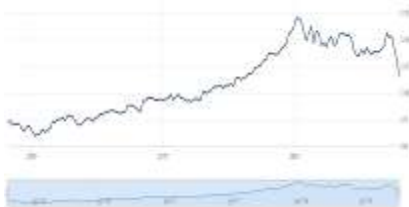
■ 両国の歩み寄りはあるか

ダニエル氏によると、ウォール街では貿易に関する見通しが二つに分かれているという。既に一部のアナリストは 2019 年の経済成長率の低下を予想しているが、成長が鈍化するとは考えていないアナリストもいる。「事態が落ち着けばチャンスも生まれるが、それにはきっかけが必要だ」とダニエル氏は指摘する。

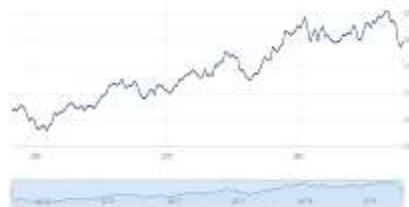
11 月に開かれる 20 カ国・地域（G20）サミットでのトランプ大統領と習近平国家主席の首脳会談は、そのきっかけになるかもしれない。緊張緩和の認識や交渉の枠組みの発表は、貿易をめぐる懸念の影響をまともに受けてきたセクターの急反発につながる可能性がある。貿易関連銘柄への打撃は他のセクターを上回り、今月は、情報技術（IT）、資本財、小売りが市場全体よりも大幅に下げている。

有効な枠組みとはどのようなものだろうか。資産運用会社コニングの投資戦略責任者、リッチ・セガ氏が引き合いに出すのは、世界貿易機関（WTO）のデータである。そこに示されている全輸入品の平均関税率は、米国が約 3.5%であるのに対し、中国は約 9%だ。考えられる解決策は、妥協点を見つけることだ。「両国が勝利を宣言するために必要なのは、その差を少しばかり縮めることだけだ」と、セガ氏は述べている。

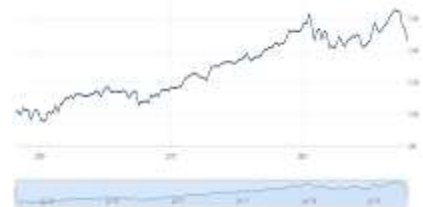
Caterpillar Inc. (CAT)



Lennox International Inc. (LII)



Honeywell International Inc. (HON)



チャートは 3 年

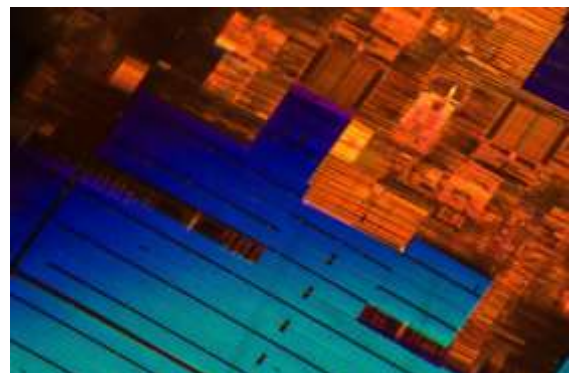
By AL ROOT
(Source: Dow Jones)

8. Forget Amazon and Google. Chip Stocks Are the Problem. 先行き懸念 【ハイテク】 半導体株が発する危険信号、生産能力縮小は調整局面の長期化を示唆

■ 半導体銘柄は市場の先行指標

電気自動車メーカーのテスラ（TSLA）、アマゾン・ドット・コム（AMZN）、アルファベット（GOOGL）の決算発表が関心を集めている。だが、市場の今後の行方を占うカギを握るのは、さほど注目されていない半導体銘柄だ。

例えば、テキサス・インスツルメンツ（TXN）が 23 日に発表した気掛かりな業績見通しが、先週のハイテク株



の下落と強く関係していることはほぼ間違いない。同社の最高経営責任者（CEO）、リッチ・テンブルトン氏は決算発表のプレスリリースで「当社の製品への需要が大半の市場で後退している」と述べている。

経験豊かなトレーダーは半導体の低迷を既に予想しており、その動向を株式市場の危険信号と捉えている。

■ 自動車および資本財企業の需要が軟化

テキサス・インスツルメンツの第 4 四半期ガイダンスでは、1 株当たり利益（EPS）が 1.14～1.34 ドル、売上高が 36 億～39 億ドルとされ、いずれもコンセンサス予想の 1.38 ドル、40 億ドルを下回った。経営陣は自動車および資本財企業からの受注のキャンセルが増えて需要が軟化していると述べ、しかも驚くべきことに下降局面がいつ終わるかは「分からない」と答えた。

決算発表の翌日、同社の株価は 8.2%下落した。一方、フィラデルフィア半導体株指数（SOX）を追跡する上場投資信託（ETF）の i シェアーズ PHLX セミコンダクター（SOXX）は 7%近い下落となった。

テキサス・インスツルメンツの弱いガイダンスは他の銘柄に比べて市場への影響が大きい。同社が経済のあらゆる部分に基本的な半導体を販売しているからだ。同社は約 10 万社の顧客を抱えるお陰で、将来動向の指標とみられることが多い。

投資家向けニューズレター、ハイテク・ストラテジストの編集長であるフレッド・ヒッキー氏は「半導体銘柄を 40 年近くにわたり追いつけてきた経験に照らして、半導体銘柄は経済全体にとって常に『炭鉱のカナリア』だった」と言う。

ゴッサム・シティリサーチのダニエル・ユー氏も、「半導体銘柄は米国経済の重要な構成要素であり、代替指標だ」と考えており、「長期的な景気サイクルへの投資家の過剰な買い意欲が十分に織り込み直されているとは言えないため、さらに下値余地がある」と指摘する。

■ 減速の最大の要因は貿易の緊張

先週、幅広い顧客基盤を持つハイテク銘柄で失望的なガイダンスを発表したのはテキサス・インスツルメンツにとどまらない。ハードディスクドライブ（HDD）とフラッシュメモリーの大手メーカーであるウェスタン・デジタル（WDC）が発表した第 4 四半期の EPS ガイダンスは 1.45～1.65 ドルと、コンセンサス予想を 50%近く下回った。同社はその理由について、中国との貿易の緊張、金融政策、為替の変動が需要減速の要因となっていると説明した。同社の株価は 26 日に 18.2%下落した。

障害として貿易を挙げるハイテク企業の経営者が増えている。半導体大手アドバンスト・マイクロ・デバイス（AMD）の CEO であるリサ・スー氏は 25 日、本誌との電話インタビューで「多くの人が貿易の状況を踏まえて慎重姿勢を強めている。米国の関税がサプライチェーンをより複雑なものにしている」と語った。

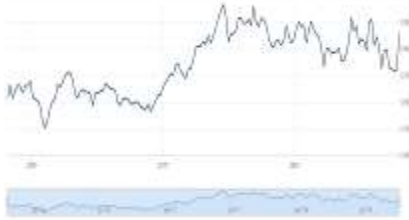
同社が 24 日に発表した第 3 四半期決算はコンセンサス予想並みだったものの、第 4 四半期の売上高ガイダンスは 14 億～15 億ドルとされ、コンセンサス予想の 16 億ドルを大幅に下回った。決算発表の翌日、同社の株価は 15%超下落した。

先週決算を発表した全ての半導体銘柄が下落したわけではない。インテル（INTC）が発表した第 3 四半期決算は堅調な内容で、第 4 四半期の業績見通しは引き上げられた。クラウドコンピューティングと PC ゲームの顧客の需要が旺盛だという。

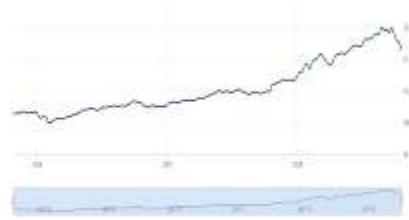
だが、インテルのライバル企業の決算を見る限り、先週は何かが変わった。投資アドバイザーであるモルガン・クリーク・キャピタル・マネジメンツの創業者で最高投資責任者のマーク・ユスコ氏は、「多くの半導体銘柄の四半期決算は低調だった。成長はかなり鈍化しているもようだ」と述べている。

では、今回の下降局面の継続の可能性を示唆する最も分かりやすいシグナルは何だろうか。テキサス・インスツルメンツとウェスタン・デジタルはいずれも半導体の生産能力の縮小を発表した。生産能力を縮小するにせよ巻き戻すにせよ、多くの時間と費用、努力が必要である。つまり、下降局面は当分続く可能性がある。

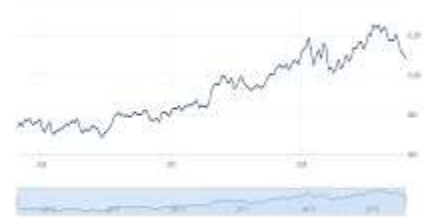
Tesla Inc. (TSLA)



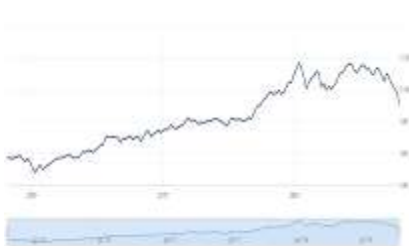
Amazon.com Inc. (AMZN)



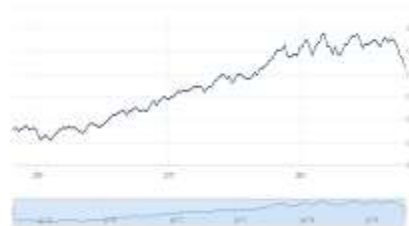
Alphabet Inc. Cl A (GOOGL)



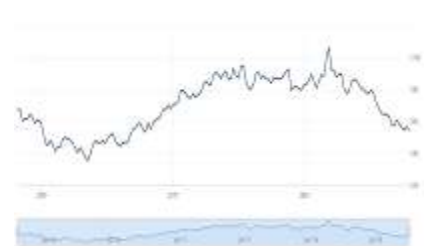
Texas Instruments Inc. (TXN)



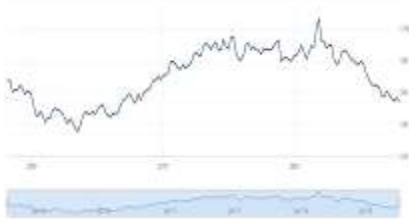
iShares PHLX Semiconductor ETF (SOXX)



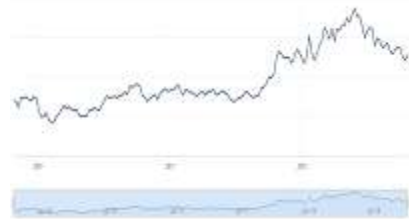
Western Digital Corp. (WDC)



Advanced Micro Devices Inc. (AMD)



Intel Corp. (INTC)



チャートは3年

By TAE KIM
(Source: Dow Jones)

9. The Trader パニックに陥る時か？

【米国株式市場】

大きく下落したものの、景気後退を織り込むような事態にはならないよう

■ ナスダック総合指数は調整局面入り

先週の株式市場は大惨事のように感じられたが、実際はそうではなかったかもしれない。

主要株価指数は、ダウ工業株 30 種平均が 3.0% 安の 2 万 4688 ドル 31 セントで引け、S&P500 指数は 3.9% 下落して 2658.69 となった。ナスダック総合指数は 3.8% の下落で 7167.21 となり、小型株のラッセル 2000 指数は 3.8% 安の 1483.82 で週末を迎えた。S&P500 指数は金曜日に高値から 10% 超下落して一時調整局面入りとなったものの、どうにかその水準に落ち込まずに引けた。ただしナスダック総合指数は 8 月 29 日の高値から 12% 安の水準に沈んでおり、S&P500 指数とは様相が異なった。



それでも深呼吸して考えてほしい。別に世界の終わりでもなく、強気相場が終わったわけでもないのだ。

もちろん株式市場には多くの問題が見られる。ハイテク株は大きく下落し、資本財企業には関税の影響でコ

スト上昇と需要の減退が見られた。数週間で市場の懸念は、米国経済の過熱から景気後退の可能性が地平線上にわずかに感じられるくらいに変化した。先週は中国市場だけが例外で、上海総合株価指数は 1.9% の上昇だった。

それでは、急落の原因はなんだったのだろうか。カンバーランド・アドバイザーズで株式戦略の責任者を務めるマシュー・マカリー氏は「上記の全てだ。15 項目あれば全て当てはまるだろう」と述べる。

■ ハイテク株と公益株のパフォーマンスの差

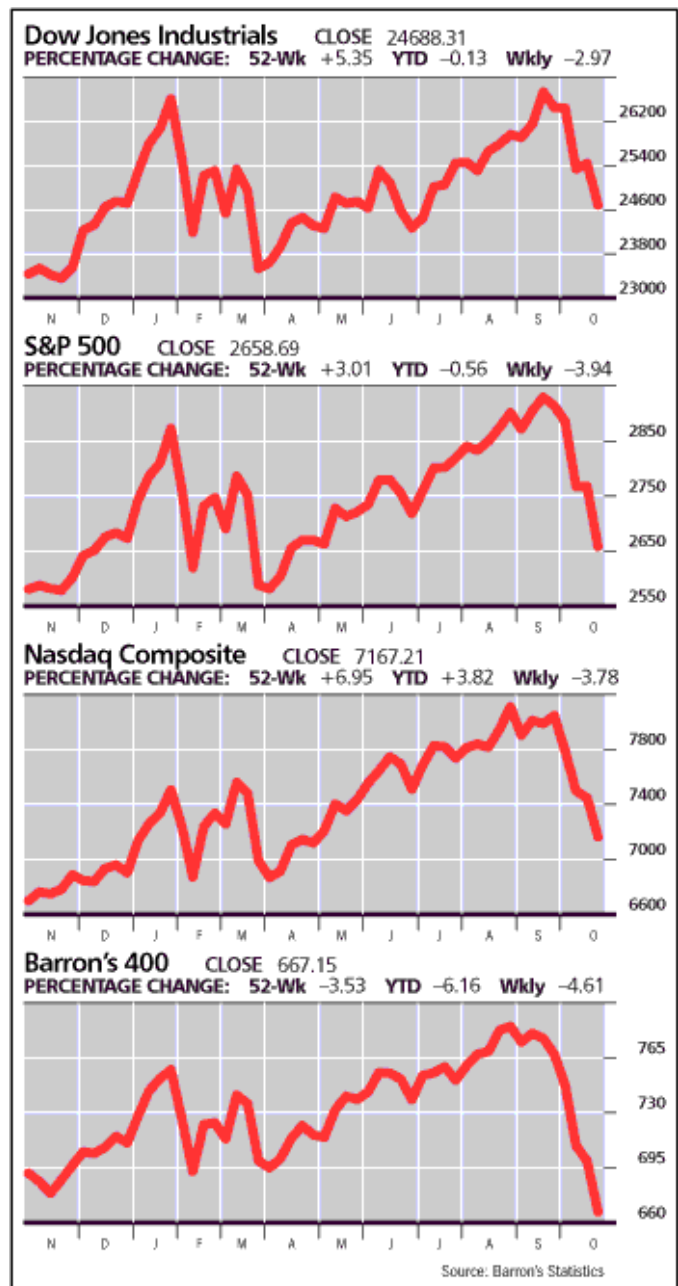
投資家が注目すべきなのはハイテク株と公益株のパフォーマンスの違いが大きい点だ。今月、上場投資信託 (ETF) のテクノロジー・セレクト・セクター SPDR (XLK) は 9.6% 下落しており、このままだと 2008 年以降で最大の月間下落率となる。一方、ユーティリティ・セレクト・セクター SPDR (XLU) は 10 月に 1.4% 上昇している。

この 11% ポイントの差は 2008 年 11 月に公益株が 13% ポイントのアウトパフォームとなって以来の大きさだ。そうすると、その後に景気後退が続くものなのだろうか。必ずしもそうとは言えないようだ。2016 年 1 月にハイテク株が公益株に対して 8.7% ポイントのアンダーパフォームとなった時、公益株は過去 10 年で 3 番目のアウトパフォーム幅だったものの、景気後退とはならなかった。

今日の状況は 2008 年よりもずっと 2016 年に似ている。2016 年は 8 月に中国人民元が急落して経済成長に対する懸念が広がったが、影響は原油価格の下落にとどまった。原油価格の下落はエネルギーセクター主導の景気後退につながるとの懸念につながったが、銀行も嵐をやり過ごし、最終的に株式市場は底打ちして再び上昇した。BTIG で株式とデリバティブのチーフ・ストラテジストを務めるジュリアン・エマニュエル氏は「考えられるリスクが非常に速く顕在化し、成長率の鈍化が最も懸念された」と述べる。

同様のことが今起きているかもしれない。複合企業の 3M (MMM) や機械のイリノイ・ツール・ワークス (ITW) の業績発表時のコンファレンスコールの中で注目された貿易戦争の影響や、米連邦準備制度理事会 (FRB) による利上げ、財政赤字をめぐるイタリア政府と欧州連合 (EU) の膠着状態、英国の EU 離脱 (ブレグジット)、および企業の増益率の鈍化などが、投資家が懸念している材料として挙げられる。しかし、現時点では、それらのいずれも大規模な景気後退につながるものではない。

「市場の懸念は真剣に受け止めるべきものだ」と RBC キャピタル・マーケットズの米国株式ストラテジストであるロリ・カルバシーナ氏は語るが、「それでも単に心理的な要素が強いだけかもしれない」と続けた。



他の指標も同様で、MKM パートナーズでチーフ・エコノミストと市場ストラテジストを務めるマイケル・ダーダ氏は、債券市場で最もリスクの高いハイイールド債は株式市場よりも相対的に安定していたと指摘する。同氏はまた、米ドルが過去最高に上昇してはいない点や商品市況の下落が止まった点も指摘し「市場はハードランディングや景気後退に続く下落ではなく、「良性的調整局面」の中にある」と解説する。



同調する意見は他にもあり、カンバーランドのマカリー氏はモデルポートフォリオのキャッシュを投資に振り向けることを推奨し始め、BTIG のエマニュエル氏は顧客に対して徐々に市場に対するエクスポージャーを増やすよう推奨を始めたという。ただし「恐怖が大きい時に売却しても報われることはないが、今買っても、すぐに報われるわけでもない」と指摘する。

とりあえず、「深呼吸」が肝要のようだ。

■ 自社株買いの減少で上昇のエネルギーが低下か

企業の自社株買いは今年過去最高を記録すると予想されているものの、強気相場を支えてきた重要な要因である自社株買い金額の増加は、短期的には一休みしそうだ。

トリムタブ・インベストメント・リサーチのデータによると、第 3 四半期の決算シーズンに発表された自社株買いの金額は、やや出遅れているもようだ。これまでの 2 週間で発表された自社株買いの金額は 1 日当たり 7 億 5000 万ドルにとどまり、過去 3 年間の決算シーズン全体で発表された 1 日当たりの平均発表金額の 33 億ドルよりも少ない。実際、自社株買いの発表金額は今年初めに過去最高レベルを記録した後、過去 3 ヶ月では 1 日当たりわずか 15 億ドルに減少した。

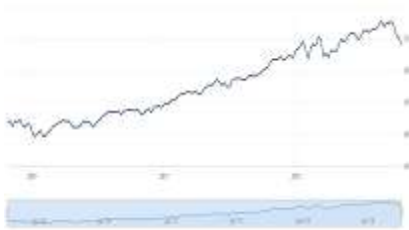
自社株買いの発表金額が今後も減少が続くかどうかを予測することは難しいものの、9 月 20 日に過去最高値を付けてから 6.5% の大きな下落となった時点でこれまでの強気の相場の一翼を担っていた動きが大きく減速したことには注意を払うべきだろう。

本誌がこれまでに指摘したように、企業による自社株買いは、勢いが衰えつつある今年の上昇や 9 年にわたる強気市場の要だった。S&P ダウ・ジョーンズ・インディシーズによると、2018 年上半期の自社株買いの実施総額は前年同期の 2533 億ドルから 49.9% 増加して 3797 億ドルとなった。

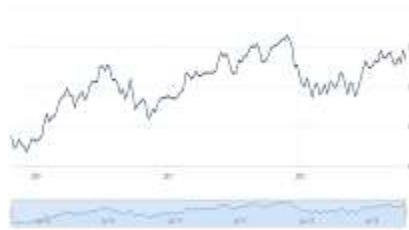
トリムタブで流動性の動向の調査責任者であるデービッド・サンチー氏によると、米国企業は依然としてネットベースで株式の買い手だが、買いのペースは大幅に減速しているという。企業が新たに発表した株式の買い入れ（現金による新たな買収と新たな自社株買いの合計）は、9 月の初め以降で 860 億ドルに上り、同期間の新たな株式発行額である 405 億ドルの約 2.1 倍だった。つまり買い入れが新規発行を依然として 2.1 対 1 で上回っているものの、その比率は 1 年前の 4.4 対 1 よりも小さく、企業による株式発行が相対的には増加していることが示されている。

サンチー氏は、ほんの数週間のデータで決定的な結論を導き出すのは時期尚早であるほか、自社株買いは年後半になると前半よりもペースが鈍ることが多いと述べ、「貿易と関税の問題が企業の最高経営責任者（CEO）をより慎重にしている可能性がある」と指摘する。

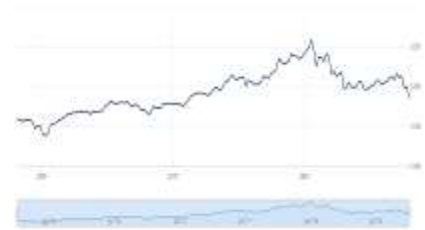
Technology Select Sector SPDR ETF (XLK)



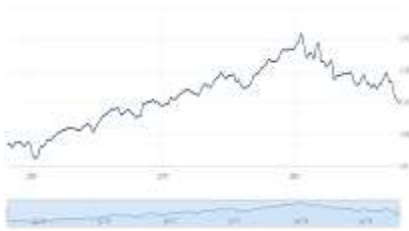
Utilities Select Sector SPDR ETF (XLU)



3M Co. (MMM)



Illinois Tool Works Inc. (ITW)



チャートは3年

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

10. Preview 今週の予定 貿易摩擦が激化するにつれて、小型株の安全地帯はなくなる

【経済関連スケジュール】

■ 小型株は貿易摩擦の影響をより強く受ける

ここ最近の株価下落で小型株は特に大きな打撃を受けている。小型株のラッセル 2000 指数は 9 月に 2.4%、10 月には 13.9% 下落した。RBC キャピタル・マーケットで株式戦略の責任者を務めるロリ・カルバシーナ氏は、この低迷はしばらく続く見込みだと警告する。「小型株は 2018 年に入ってこれまで非常に人気があった。9 月時点のラッセル 2000 指数先物のポジションは、2016 年 12 月の高値の時と似たものだったし、現在の下落は前回の低値までの半分にとどまっている」同氏は先週こう述べている。



カルバシーナ氏は、様子見のスタンスを推奨する。2018 年度下期の現時点で、ラッセル 2000 指数の構成企業のうち 44% が 2018 年と 2019 年の利益予想を下方修正している（S&P500 構成企業では 38%）。人件費と原材料費の高騰がその理由だ。

パークレイズの米国株リサーチの副責任者、ヴェヌ・クリシャナ氏は、「投資家が小型株に殺到したのは、貿易摩擦の影響を受けないと考えたからだろう」と述べる。しかし、同氏は、小型株は貿易摩擦の影響をより強く受けると主張する。小型株は輸出入への依存度が高いこと、利益率が低いこと（従って損失が大きくなりやすい）、高騰したコストを顧客に転化しづらいことが理由だ。

しかし小型株にも割安だという強みがある。ラッセル 2000 指数を構成する銘柄の株価収益率（PER）は、今後 12 カ月間の予想利益に基づく加重中央値が 17.1 倍、長期平均は 16.9 倍、さらに 2017 年 10 月の高値の際は 20.6 倍だった。大型株と比較すると小型株の価格は 2016 年夏、大統領選直前の水準だとカルバシーナ氏は述べる。

By NICHOLAS JASINSKI
(Source: Dow Jones)

■ 今週の予定

10 月 29 日 (月)

- ・ ウェブ・コンテンツ配信のアカマイ・テクノロジーズ (AKAM)、半導体製造用検査・計測機器メーカー大手 KLA テンコール (KLAC)、食品・飲料大手モンデリーズ・インターナショナル (MDLZ)、不動産投資信託会社ボルネード・リアルティ・トラスト (VNO) が四半期決算を発表。
- ・ スーパーマーケットチェーン大手クロガー (KR) がオハイオ州シンシナティで 2 日間にわたる投資家向けコンファレンスを開催。
- ・ 米商務省経済分析局が 9 月の個人所得・消費支出統計を公表。エコノミストは個人所得・消費支出ともに前月比 0.4% の上昇を予想 (8 月は 0.3% の上昇)。

10 月 30 日 (火)

- ・ バイオ医薬品大手アムジェン (AMGN)、油田サービス大手ベーカー・ヒューズ (BHGE)、飲料大手コカコーラ (KO)、オークションサイト運営イーベイ (EBAY)、ゲーム開発会社エレクトロニック・アーツ (EA)、フェイスブック (FB)、複合企業大手ゼネラル・エレクトリック (GE)、クレジットカード大手マスターカード (MA)、製薬大手ファイザー (PFE)、スポーツ用品メーカーのアンダーアーマー (UAA) が四半期決算を発表。
- ・ 作業着メーカーのシンタス (CTAS)、アイルランド HDD メーカーのシーゲイト・テクノロジー (STX) が年次株主総会を開催。
- ・ 8 月の S&P ケース・シラー住宅価格指数発表。予想は前月比 0.1% の上昇 (7 月は 0.1% の上昇)。
- ・ 10 月のコンファレンス・ボード消費者信頼感指数発表。エコノミストは 135.6 と予想 (9 月は 138.4)。

10 月 31 日 (水)

- ・ 大手医療保険会社アンセム (ANTM)、給与計算代行大手オートマティック・データ・プロセッシング (ADP)、化粧品メーカー大手エスティローダー (EL) 自動車大手ゼネラル・モーターズ (GM)、証券取引所運営会社インターコンチネンタル・エクスチェンジ (ICE)、食品大手ケロッグ (K)、韓国の電子機器メーカーのサムスン電子 (SSNHX)、ファストフードチェーン運営ヤム・ブランズ (YUM) が四半期決算を発表。
- ・ 日銀が 2 日間の金融政策決定会合を終え、政策金利を発表。マイナス 0.1% に据え置かれると予想。
- ・ ADP が 10 月の民間部門雇用者数を発表。前月比 18 万 5000 人増となる見通し (9 月は同 23 万人増)。
- ・ 米労働省労働統計局が第 3 四半期の雇用コスト指数を発表。0.7% の上昇を予想 (季節調整済み。第 2 四半期は 0.6% の上昇)。
- ・ 10 月シカゴ購買部協会景気指数 (OMI) 発表。エコノミスト予想は 60 で、ここ 6 カ月間で最低水準。

11 月 1 日 (木)

- ・ 大手保険会社のオールステート保険 (ALL)、アップル (AAPL)、ネットワーク機器アリスタ・ネットワークス (ANET)、メディア大手 CBS (CBS)、総合化学メーカー大手ダウ・デュポン (DWDP) 加工食品メーカーのクラフト・ハインツ (KHC)、コーヒーチェーン大手スターバックス (SBUX) が四半期決算を発表。
- ・ 労働統計局が第 3 四半期の非農業部門労働生産性および労働コストを発表。生産性指数は 1.9% の上昇を予想 (第 2 四半期は 2.9% 上昇)。単位労働コストは 1.6% の上昇となる見通し (第 2 四半期は 1% の下落)。

11 月 2 日 (金)

- ・ バイオ医薬品企業アッヴィ (ABBV)、中国の電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング (阿里巴巴集団、BABA)、石油大手シェブロン (CVX)、石油大手エクソン・モービル (XON)、消費者向けブランド品メーカーのニューウェル・ブランズ (NWL)、HDD メーカーのシーゲイト・テクノロジー (STX) が四半期決算を発表。
- ・ 9 月の貿易収支発表。貿易赤字は 534 億ドルと、8 月 (532 億ドルの赤字) からほぼ横ばいの予想。

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. After a Slide in Chinese Stocks, Where to Look for Bargains

Valuations are low and earnings for Chinese companies are expected to grow robustly. But there are risks in Beijing's efforts to stimulate the economy

FEATURE

2. Earnings, Schmernings: When the Value of the Numbers Declines

S&P 500 are posting strong third-quarter gains. Investors don't always seem to care. Why?

FEATURE

3. Why Bank of America's Conservative Approach Is Good for Its Shares

The big bank stocks have been hit hard. But Bank of America has a collection of strong businesses that are valued cheaply.

FEATURE

At Home Group Is the Anti-Amazon

The home decor retailer is finding success by selling only through massive stores offering low prices, a huge selection, and the latest styles. Riding the "treasure hunt" effect.

FEATURE

4. It's OK to Panic a Little About the Stock Market. Here's How to Seek Safety.

There's little reason to fear an imminent stock crash or recession, but for investors whose faith is faltering, here's a way to responsibly cut risk.

MUTUAL FUND PROFILE

The Case for MLPs and Energy Stocks

As the U.S. shifts from importing all of its oil and gas to becoming a net exporter in the "not-so-distant future," says fund manager Tyler Rosenlicht, there are big opportunities for investors.

Q&A

5. Howard Marks on Surviving Market Storms

Oaktree Capital Management's co-founder has seen lots of up and down stock cycles in his long career. Here's what he'd do now.

UP AND DOWN WALL STREET

6. Why Trump May Be Right About the Fed

UP AND DOWN WALL STREET

6. China Will Do "Whatever It Takes" to Stop Its Falling Stock Market

STREETWISE

The Midterm Elections Won't Save the Stock Market

FEATURE

7. Trump's Trade War With China Is Starting to Hit Home for More Companies

OTHER VOICES

A Hard Landing for China Isn't in the Cards

THE ECONOMY

What's Really to Blame for China's Slowdown

FUNDS

Why China ETFs Offer Such Erratic Returns

INCOME INVESTING

Want Dividend Stocks? Look for Dividend Growth Over Higher Yields.

FACTOR INVESTING

How to Bet on a Value-Stock Revival

TECHNOLOGY TRADER

8. Forget Amazon and Google. Chip Stocks Are the Problem.

THE TRADER

9. S&P 500 Drops 3.9% — Is It Time to Panic?

TRADER EXTRA

9. Stock Buybacks Diminish, Leaving the Market With Less Fuel

Corporate stock buybacks are expected to hit a record this year, but the 2018 surge of repurchases—an important support for the bull market—seems to have faded recently

TRADER EXTRA

This Auto-Parts Maker Deserves Another Look — as a Tech Stock

Investors' mounting worries about the health of the global auto market have dented shares of Sensata Technologies. That could be an opportunity for patient investors.

REVIEW

Check Into Wyndham Hotels & Resorts

Stocks continue to plunge, a wave of pipe bombs target high-profile Dems, Trump promises tax cut and amps up immigration fears, and Saudis admit to Khashoggi killing

PREVIEW

10. As Trade Disputes Fester, There's No Haven for Small-Caps

Investors flocked to small-cap stocks earlier in the year, believing they'd be insulated from trade disputes. They were wrong, and the group's underperformance is likely to continue.

INTERNATIONAL TRADER — EUROPE

Get Ready for Big Oil Stocks in Europe to Rise if Prices Do

Stocks of European companies like BP and Royal Dutch Shell are cheaper than U.S. rivals' and will gain in an oil rally. Plus, they have 5% dividends.

EMERGING MARKETS

The Rally in Turkey's Stock Market Could Be Short-Lived

The market has bounced nearly 20% off its summer lows. Now comes the hard part.

THE STRIKING PRICE

Options Trades for Netflix Stock's Next Move

Think the video-streaming service has more room to grow? Consider an options trade that allows you to benefit from future gains without taking on too much risk.

COMMODITIES CORNER

Falling Copper Price Bad for Global Growth, Stocks

The industrial metal known for predicting turns in the global economy is flashing red signs about growth, which could foretell more trouble for stocks

『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 10 月 29 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