

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 May 20

1. **The Trade War Is Here. Don't Panic.** 貿易戦争が近づいても焦る必要なし→ P.2 【貿易摩擦】
専門家が評価した上位五つの貿易リスクを検討
2. **5 Cheap Stocks to Ride Out the Trade War** 貿易摩擦を乗り切る 5 銘柄→ P.6 【有望銘柄】
市場の不透明性が増す中、割安で成長余地のある 5 銘柄を紹介
3. **The Trader** 株式市場急落の引き金を引くものは何か→ P.9 【米国株式市場】
米中貿易問題の影響で下落したものの、政策期待などを背景に大きくは崩れず
4. **It's Not Age That Ends an Expansion** 景気拡大のストーリー→ P.11 【インタビュー】
米国経済が今後も好調を継続する理由
5. **The Allure of Japanese Stocks** 日本株の魅力→ P.13 【日本株式】
バリュエーションの低さ、卓越した価値を生み出す力が強み
6. **Up and Down Wall Street** 日本化を避けた中国→ P.15 【コラム】
中国を標的としたプラザ合意再来に対する警告 不透明な将来
7. **It's Time to Buy Take-Two Stock** ゲームソフト銘柄→ P.17 【ハイテク】
テイクツー・インタラクティブに注目、良質のタイトルが好循環を生む
8. **Netflix, Starbucks, and the Value of the 'Wise Pivot'** ワイズ・ピボット→ P.19 【企業価値】
賢い転換により将来成長価値 (FGV) を高める
9. **Beefless Burgers? Sure, but Skip the Alternative Meat Stocks** 代替肉→ P.21 【食品銘柄】
牛肉を使わないハンバーガーは結構だが、代替肉関連銘柄には慎重さ必要
10. **Preview** 今週の予定→ P.23 【経済関連スケジュール】
ウーバーとリフトが利益を計上できる日は訪れるか？

※ 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. The Trade War Is Here. Don't Panic. 貿易戦争が近づいても焦る必要なし 【貿易摩擦】 専門家が評価した上位五つの貿易リスクを検討

■ 当面は貿易戦争の可能性は低い、市場の変動には備えるべし

先週初め、米中の貿易摩擦が急速に激化したことを受けて、世界の株式市場は下落した。このことは、「現実の直視には痛みを伴う場合がある」という教訓のように思われた。しかし、両国の報復関税合戦や、米国による中国の通信機器大手、華為技術（ファーウェイ）に対する輸出規制にもかかわらず、米国の株式市場は底堅い動きとなった。S&P500 指数は金曜午後の早い時間に前週末比 0.2% 安の 2875 まで戻した（金曜終値は 2860）。



それでは、一体何が「現実」なのだろうか？本誌が取材したマネーマネジャー、貿易の専門家、市場ストラテジストの間で一致した見解は、「当面は貿易戦争や世界的な景気後退の可能性は低い、今後数カ月間は不確実性や株式市場の変動の高まりに備えるべきである」というものだ。

アリエル・インベストメンツの海外・グローバル株式最高投資責任者（CIO）であるルパール・J・バンサリ氏は、「市場は割高で、リスクに注意を払っておらず、最善のシナリオを織り込んでいる。今後、リスクが現実化すれば反射的な反応を見せるだろう」と語る。だが、米中両国の経済状態は良好で、最近の関税引き上げを耐えることができる。米連邦準備制度理事会（FRB）や、その他の緩和的な姿勢の中央銀行は、市場にクッションを提供している。貿易パターンの変化も、貿易紛争が世界経済に与える影響を軽減する可能性がある。

中国では、貿易紛争がナショナリズムの高まりにつながっており、コメンテーターは貿易紛争を列強による植民地支配になぞらえている。これによって、交渉当事者の目標達成は困難なものとなり得る。しかし、ウォール街のコンセンサスでは、米国と中国は最終的に合意に達するとみられている。多くの市場関係者は、6 月末の主要 20 カ国・地域（G20）首脳会議が緊張緩和の機会となることを期待している。

こうした楽観論が支配的であっても、株価は下落する可能性がある。バンクオブアメリカ・メリルリンチは、米国政府が中国からの残りの輸入品に関税を課す全面的な貿易戦争になった場合、S&P500 指数に対して 20～30% の打撃になると予想する。また、ファーウェイに対する輸出規制が中国の報復を引き出すか否か、技術をめぐる戦略的な争いが貿易戦争に波及するかどうかにも注目すべきである。

上記の追加関税は、米国製品の不買運動、通貨切り下げ、米国企業への規制強化といった中国の報復を引き起こすことが確実とみられる。南シナ海、イラン産原油や北朝鮮といった問題を通じて、地政学的な状況にも影響する可能性がある。しかし、ストラテジストは、こうしたシナリオは両国にとって望ましくないとみる。トランプ大統領は、2020 年の選挙シーズンに向けて、好調な経済や強気相場を言いはやしたいはずである。中国の指導部は、建国 70 周年を祝うに当たり、景気の安定化を求めるとみられる。

それでも、貿易の専門家は、問題解決への期待に警鐘を鳴らす。中国は「世界の工場」から、高付加価値の製造業や技術に関してより競争力の高い国へと移行することを目指しているため、米中両国の緊張関係は数年にわたって続く可能性が高い。オバマ前大統領の下で大統領次席補佐官（国際経済担当）を務め、現在は投資会社ロッククリーク・グループの顧問であるキャロライン・アトキンソン氏は、「現在の株式市場はわずか数カ月の遅れしか織り込んでいない。2020 年の選挙前に、何らかの合意が完全にまとまるとは考えられない」と語る。

以下、専門家が評価した上位五つの貿易リスクについて述べる。

■ リスク 1：貿易摩擦によって市場が急落する

株式市場は下落する可能性があるが、ハト派化した FRB がセーフティーネットを提供するとみられる。FRB が姿勢を転換したことで、投資家の間では、雲行きが怪しくなれば FRB が利下げを行うという楽観論が高まった。しかし、一部のストラテジストは、変動に備えてバランスの取れたポートフォリオを推奨していた。貿易紛争の激化はこうした見方を強める。

ブラックロックのチーフ株式ストラテジストであるケイト・ムーア氏は、米国債などの「ポートフォリオを安定させる存在」を保有し続けることを推奨する。一方で、同氏は米国株や新興国株を選好し続けており、景気が減速しても成長できる企業、特に米国のヘルスケアセクターやハイテクセクターを好んでいる。別のストラテジストは、新興国の株式・債券などのリスク資産をモデルポートフォリオから減らしている。こうしたストラテジストは、中国に売上高の多くを依存するハイテクや資本財などの景気敏感セクターや、製造業セクターを注視している。これらのセクターは全て、貿易摩擦が高まれば打撃を受ける可能性がある。

バークレイズの株式ストラテジストは、海外売上高や輸出入を分析し、貿易摩擦に対して特に脆弱（ぜいじやく）な銘柄を特定した。上位にはアップル（AAPL）、ネットワーク機器大手シスコシステムズ（CSCO）、半導体大手クアルコム（QCOM）、複合企業ハネウェル・インターナショナル（HON）、産業機器大手イーソン（ETN）が挙がっている。小売店やそのサプライヤーも脆弱で、アパレル大手 VF（VFC）とスポーツ用品大手ナイキ（NKE）もリストの上位に入った。輸入衣料品の 3 分の 1 以上、輸入フットウェアの 70% は中国から輸出されている。

■ リスク 2：貿易摩擦によって世界経済の成長が行き詰まる

貿易戦争は世界の経済成長を損ない、企業の景況感や消費・投資に悪影響を及ぼすとみられる。しかし、米国の経済規模が 21 兆ドルであるのに対して、関税を課される可能性がある中国からの総輸入額は 5000 億ドルと米国の国内総生産（GDP）の 2.4% を占めるにすぎない。中国の GDP における貿易の割合は拡大しているが、それでも対米貿易のシェアは GDP の 4% 未満にとどまる。中国は、GDP の伸びの約 75% を占める国内の消費者により大きな重点を置くだけでなく、新興国市場との貿易も増やしている。

フランクリン・テンプレトンの債券投資グループ CIO を務めるソナル・デサイ氏は、貿易戦争を「鳴かない犬」と評する。その理由の一つが、貿易パターンの変化によって国際貿易が経済成長に及ぼす影響が軽減されたことである。金融危機以前の 15 年間で、国際貿易は世界の GDP 成長率の 2 倍のペースで成長した。その後 10 年間は、国際貿易の成長率は世界の GDP 成長率を 20% 下回った。しかし、世界の GDP 成長率は、貿易の成長率の方が高かった時期の 3.7% に対して、その後も 3.6% とほとんど変わっていない。これは、最近の貿易紛争が世界経済の成長に及ぼす影響が、予想よりも小さい可能性を意味すると同氏は指摘する。

デサイ氏は、貿易紛争の影響について、消費者や企業の反応といったさまざまな要因によって異なる

Stocks at Risk

	Recent Price	International Sales / Sales*	China Exports / Sales	China Imports / Sales
Apple / AAPL	\$190.08	64.90%	1.80%	45.60%
Cisco Systems / CSCO	55.93	40.3	0.2	15.8
Eaton / ETN	80.01	45.4	1.5	7.8
Honeywell International / HON	170.79	38.4	0.5	9.7
Qualcomm / QCOM	82.81	98.4	1.8	45.6

*percentage of total sales
Sources: Barclays; Bloomberg

ると語る。FRB とシカゴ大学の論文によれば、2018 年 1 月に輸入洗濯機に対して関税が課された後、洗濯機価格の中央値は、関税が課される前の 749 ドルから約 12% 上昇した。米国のメーカーも、市場シェアを獲得しない代わりに値上げを実施した。このことは、米国の消費者が十分堅調な状態にあり、値上げにもかかわらず支出が可能だったことを示唆するとデサイ氏は述べる。

■ リスク 3：中国の景気が関税によって腰折れする

国際金融協会（IIF）によれば、貿易摩擦が高まった過去 2 週間で、中国株からの純資金流出は約 53 億ドルに上った。懸念されるのは、景気の安定化に向けた取り組みが貿易紛争によって妨げられる点である。

貿易戦争の恐れが浮上した昨年秋、中国の四半期 GDP 成長率は金融危機以来で最低を記録し、投資家や企業のセンチメントも底に沈んでいた。TS ロンバードのエコノミストであるローリー・グリーン氏によれば、現在の中国は、減税やインフラ投資などの景気刺激策を経て徐々に安定してきている。最近の関税による影響を和らげるため、補助金や預金準備率引き下げなどのさらなる刺激策が予想されている。景気刺激策が行き過ぎると、中国の長期負債を懸念する投資家が動揺するとみられる。しかし、現時点では、景気刺激策は消費を押し上げ、国内中心の企業にとって助けとなる見込みである。

資産運用会社マーティン・カリーでグローバル株式市場戦略の共同マネジャーを務めるディビヤ・メイサー氏は、貿易の影響を受けない強固な基盤を有する企業や、関税を相殺する値上げが可能な企業を買い増ししようとしている。電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集团、BABA）とインターネットサービス大手テンセント・ホールディングス（騰訊控股、700.香港）は、短期的には売り圧力を受ける可能性がある。しかし、メイサー氏は、両社が膨大な数のプラットフォーム利用者を収益化し、新興技術への投資による恩恵を獲得することから、長期見通しに基づいて押し目買いする予定である。

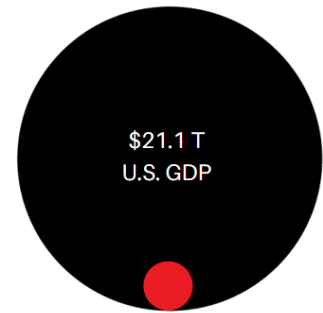
■ リスク 4：中国が自国通貨を武器として使用する

通貨安は輸出企業の競争力を高めるため、中国にとっては関税の悪影響を和らげることができるが、米国との緊張が高まる可能性がある。ドル高は米国の輸出企業や多国籍企業にとって打撃となる。

2015 年の人民元切り下げによって市場が急落し、中国から 7000 億ドルの資金が流出したことは記憶に新しい。だが、中国政府は失敗を繰り返さないため、資本流出を制限する措置を取ってきた。さらに、中国企業による買収に対する米国政府の規制強化、中国政府による国内投資の奨励、中国 A 株と債券の新興国市場指数への採用により、中国にはある程度の資金的な余裕が生じている。

それでも、人民元安は韓国、台湾、タイの輸出企業に悪影響を及ぼし、こうした新興国による自国通貨安の誘導につながり得る。ドル高によって、ドル建ての債務を抱える国や、ドル建ての原油を輸入している国（インドなど）による費用負担は増加する。リスク回避的な傾向を強める投資家は、新興国市場の保有銘柄を売却し、株価がさらに下落する可能性がある。MSCI 新興国市場指数は、木曜の終値時点で、年初来の上昇分のうち約 3 分の 1 を戻した。

Even if all \$500 billion in Chinese exports to the U.S. are subject to tariffs...



...only 2.4% of the U.S. economy is tied to exports from China at risk for tariffs.



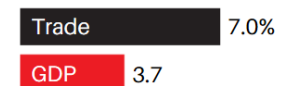
...and 3.7% of the Chinese economy is tied to exports to the U.S. at risk for tariffs.

Source: Bureau of Economic Analysis; IMF

Global Growth Less Reliant on Global Trade

The dek goes here

Global growth from 1992 to 2006



Global growth from 2011 to 2018



Sources: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis; Franklin Templeton

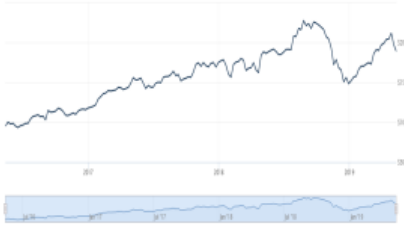
しかし、誰もが負け組というわけではない。中南米の農業企業は、中国がコモディティの調達先の多角化を目指す中で、より多くの受注を引き付けるだろう。メキシコのメーカーや東南アジア諸国は、企業が生産拠点を中国から移転することで恩恵を受けられるはずである。

■ リスク 5：中国が米国債を投げ売りする

中国が保有する 1 兆 1000 億ドルの米国債を投げ売りすることは、「核オプション」と呼ばれ、数年おきに懸念として浮上している。中国は米国債の外国保有者としては最大だが、22 兆ドルの市場規模に比べれば保有額は小さい。買い手も豊富で、特に世界経済の減速や地政学的なイベントの懸念が高まる場合はなおさらである。

そして、米国債の投げ売りが行われる可能性は低い。パノックバーン・グローバル・フォレックスの為替アナリスト兼チーフ市場ストラテジストであるマーク・チャンドラー氏は、「中国は売却によって得た資金をどこに投資するのか。選択肢は多くない。人民元高を嫌っていることも足かせとなる」と語り、投げ売りは中国自身を傷つけることにしかならないと指摘する。

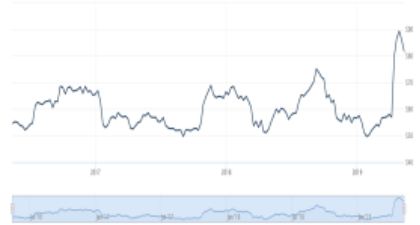
Apple Inc. (AAPL)



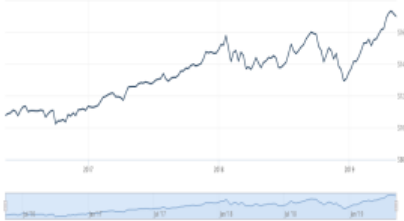
Cisco Systems Inc. (CSCO)



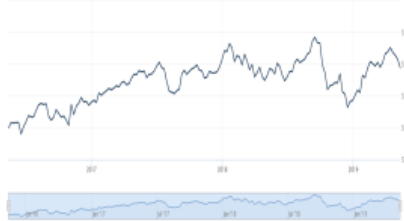
Qualcomm Inc. (QCOM)



Honeywell International Inc. (HON)



Eaton Corp. PLC (ETN)



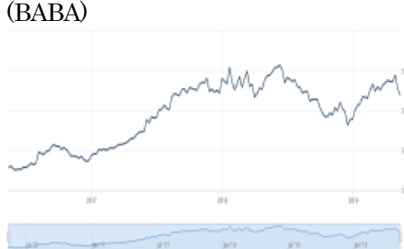
VF Corp. (VFC)



Nike Inc. Cl B (NKE)



Alibaba Group Holding Ltd. ADR (BABA)



Tencent Holdings Ltd. (HK:0700)



チャートは 3 年

By RESHMA KAPADIA
(Source: Dow Jones)

2.5 Cheap Stocks to Ride Out the Trade War 貿易摩擦を乗り切る 5 銘柄 【有望銘柄】 市場の不透明性が増す中、割安で成長余地のある 5 銘柄を紹介

■ 原則に立ち返った銘柄選択を

ここ 1 週間、米中の貿易摩擦を受けて株価が下落して以来、ウォール街にはさまざまなポジション調整のアドバイスが錯綜（さくそう）している。しかし、ニュースに基づくポートフォリオ管理は忘れよう。関税や他の一時的な要因に振り回されるよりも、しっかりした長期的成長見込みのある割安な銘柄を探した方が得策だ。



関税をめぐって考えるべき問題の一つは、貿易戦争の本格化が米国株式市場の全面下落につながるかどうかだ。そうなるとは限らない。トランプ政権は昨年夏、第 1 ラウンドとして中国からの輸入品 500 億ドル相当を対象とする関税を課したが、中国の報復関税と合わせても、S&P500 指数構成企業の利益に与えるマイナスの影響は 1 株当たり約 1.5 ドルにとどまると JP モルガンのストラテジストは試算している。これは恐らく、今年のウォール街の予想 1 株当たり利益（EPS）167 ドルに既に織り込まれている。

直近のラウンドではさらに 2000 億ドル相当に関税対象が拡大されたが、中国が報復すると仮定すると、影響額は 1 株当たり 5 ドルほどに上がる可能性がある。全面的な貿易戦争になった場合、影響額は 1 株当たり 9 ドルになりそうだ。つまり、S&P500 指数構成企業の今期予想株価収益率（PER）は、直近の 17 倍から貿易協議が空中分解した場合は約 18 倍となるが、それでも米国債の超低利回りに比べれば依然として魅力的だ。JP モルガンは、投資家が株式のエクスポージャーを回復させ、企業が自社株買いを進める結果、S&P500 指数が年末までに現状から 4% 高の 3000 に達すると予測している。

投資家にとってもう一つの問題は、割安さがまだ株式にとって望ましい属性であるかどうかだ。グロース株があまりに長い間バリューストックをアウトパフォームしていることから、バリューストック投資はもはや破綻しているように見える。その理由の一つは、いまだかつてないほど大規模な企業が急速に成長していることだ。アマゾン・ドット・コム（AMZN）は時価総額 9400 億ドルと、マイクロソフト（MSFT）に次いで 2 番目に大きな米国企業であるが、今年は 18% の増収が予想されている。5 番手のフェイスブック（FB）は時価総額 5330 億ドルで、24% 成長が見込まれている。

とはいえ、パフォーマンスが低かったことでバリューストックは通常よりも魅力的になっている、と資産運用会社 GMO は今週の分析レポートで述べている。その計算によると、ここ数十年間、バリューストックは市場に対して平均 24% のディスカウントで取引されてきたが、現在は 31% のディスカウントで投資できる。

■ 下落して魅力を増したシュワブ、タペストリー

金融大手チャールズ・シュワブ（SCHW）の株価は、1 年前の高値 60 ドルから直近では 43 ドル強まで下落している。PER は過去 5 年平均が 22 倍であるのに対し、直近は 15 倍だ。YCG エンハンスド・ファンド（YCGEX）のマネジャーを務めるブライアン・ヤクトマン氏は、シュワブを金融サービスのアマゾンと呼んでいる。「同社は低コストのリーダーであり、このことは資産を集めるのに最適だ」と同氏は述べる。

シュワブの前四半期収入は 14% 増の 27 億ドルと、15 四半期連続増収を記録した。ウォール街予想でも、今後数年にわたる健全な成長が見込まれている。同社の株価は最近までひどく割高だったが、もはやそうではなくなっている。

コーチから社名を変えたハンドバッグメーカーのタペストリー（TPR）の株価は、1 年で 30% 下落した。PER は、過去 5 年間の平均 17 倍に対し、直近は 11 倍となっている。それでも、UBS のアナリストのジェイ・

ソール氏は 17 倍まで回復すると予測している。投資家はコーチとケイト・スペードのブランドが色あせつつあると見ているが、ソール氏はコーチが安定する兆候を認めており、ケイト・スペードは現在の 12 億ドルから 20 億ドル規模のブランドに成長すると予測している。同氏の見通しは、今後 5 年間で 9% の EPS 複利成長に相当する。

それがあまりに強気に思えるとしても、コンセンサス見通しでは 8% の複利成長率が見込まれている。ハンドバッグは 10 年前のような脚光を浴びてはいないが、市場はまだ成長している。タペストリーには 4.4% の配当利回りというおまけも付く。

■ 業界が敬遠されているリジェネロン、ボルグワーナー

リジェネロン・ファーマシューティカルズ (REGN) が属するバイオ医薬品業界は、政府が医薬品の価格引き下げに動くことへの懸念から打撃を受けてきた。加えてリジェネロンは、売上高の 6 割を眼科薬アイリーアの米国での売り上げに頼っているが、製薬大手のノバルティス (NVS) が年内に競合製品の導入をもくろんでいることも脆弱 (ぜいじゃく) 性となっている。ノバルティスが予定通り発売すれば、リジェネロンは値引きを余儀なくされる可能性がある。

リジェネロンは、アイリーアともう一つの製品デュピクセントの適応を拡大することで対抗を図っている。同社は長期的には、試験中の抗がん剤による成長を狙っている。コンセンサス予想では、EPS は今後 5 年間で平均 5% 増が見込まれている。株価は 2015 年に一時 600 ドルを突破したが、EPS がその後ほぼ倍増したにもかかわらず直近では 305 ドルとなっており、過去最低水準の 11 倍の PER で買える状況だ。

世界の自動車生産台数が第 1 四半期に 7% 減少したことを考えると、自動車部品メーカーのボルグワーナー (BWA) が関心を引かなくても無理はない。販売面で中国へのエクスポージャーを抱えているならなおさらだ。この銘柄が魅力的な理由は三つある。まず、同社は自動車の燃費向上につながるターボチャージャーなどの部品や、市場シェア拡大が見込まれるハイブリッド車や電気自動車に使用されるシステムといった、優れた製品構成を有している。そのため、同社の EPS は今後 5 年間で平均 1 桁後半の高い成長率が期待されている。第 2 に、予想 PER は 8 倍という低水準となっている。

第 3 の理由として、最近の自動車業界の低迷ぶりは、典型的な不況で起こる状況とよく似ている。それがなぜプラスになるかと言えば、「多くの投資家が本当の不況を想定して予想するであろう水準よりも、自動車部品メーカーは高い業績を上げた」とベアード・エクイティ・リサーチでアナリストを務めるデービッド・ライカー氏は述べる。ボルグの今年の EPS は 6% の減少にとどまると予想されている。厳しい時期にこれであれば、株価はもっと高く評価されてしかるべきだ。

■ 長期的に回復が見込まれるアプライド・マテリアルズ

半導体業界がかつてのような循環性を失っていると主張する向きは多く、それはある程度当たっている。かつてはパソコンの需要に応じて変動した半導体業界だが、あらゆる製品に半導体が使われるようになった今、例えば自動車市場の落ち込みがスマートフォン市場の急拡大によって相殺されるといったことが起こり得る。しかし、全く循環性がなくなったわけではないこと

Tense Over Trade? Take Five.

Company/ Ticker	Recent Price	52-Wk Change	NTM P/E	5-Yr Avg P/E	Market Val (bil)
Applied Materials / AMAT	\$42.70	-21%	12.3	13.6	\$40.5
BorgWarner / BWA	36.26	-31	8.4	12.1	7.5
Charles Schwab / SCHW	43.21	-27	15.2	22.1	58.1
Regeneron Pharmaceuticals / REGN	304.94	-1	13.6	27.5	33.4
Tapestry / TPR	30.78	-31	11.0	17.0	8.9

NTM=Next 12 months
Source: FactSet

が過去 1 年で示された。例えば、メモリーの供給過剰が価格を圧迫しているため、半導体製造業者は生産削減を余儀なくされている。これによってアプライド・マテリアルズ (AMAT) のような製造装置メーカーが打撃を受けているが、長期投資家のための機会も生み出されている。

アプライドの予想 PER は 12 倍と、過去 5 年平均の 14 倍弱から下がっている。今年度 (2019 年 10 月期) の EPS は 31% の減少が予想されるが、その後は回復が見込まれている。期待値があまりに低いためか、アプライドが 16 日夜に第 2 四半期決算を発表した後、17 日には市場が下落する中で株価が 2.5% 上昇した。同社は半導体やディスプレイのようなエンドマーケットが底を打ったとは述べていないが、B.ライリーでアナリストを務めるクレイグ・エリス氏は 17 日、両方の安定化の兆しを見ていると書いた。同氏はアプライドの目標株価について直近を 25% 強上回る 54 ドルとし、バリュエーションを「中立」から「買い」に引き上げている。

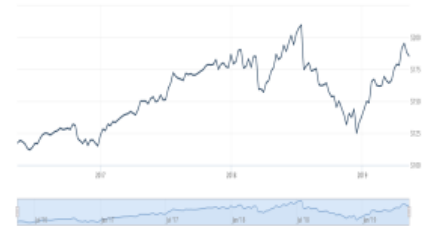
Amazon.com Inc. (AMZN)



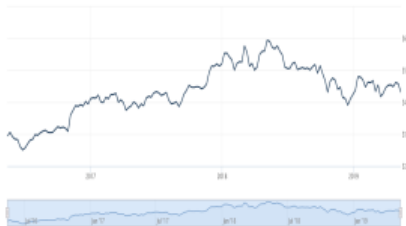
Microsoft Corp. (MSFT)



Facebook Inc. Cl A (FB)



Charles Schwab Corp. (SCHW)



YCG Enhanced Fund;R (YCGEX)



Tapestry Inc. (TPR)



Regeneron Pharmaceuticals Inc. (REGN)



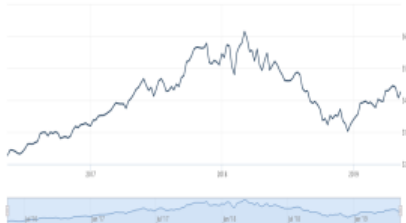
Novartis AG ADR (NVS)



BorgWarner Inc. (BWA)



Applied Materials Inc. (AMAT)



チャートは 3 年

By JACK HOUGH
(Source: Dow Jones)

3. The Trader 株式市場急落の引き金を引くものは何か 【米国株式市場】 米中貿易問題の影響で下落したものの、政策期待などを背景に大きくは崩れず

■ 貿易問題の深刻化

なんと急激な変化だろう。投資家は米中間の貿易問題が早期に解決されるとの期待を抱きながら先々週の取引を終了した。しかしそうした期待は、中国が米国製品に対する関税の引き上げを発表し、トランプ大統領が「海外の敵対勢力」の製造した通信機器の販売を禁じる大統領令に署名したことから、消し去られてしまった。米中間のさらなる協議は当面行われないようだ。



ただし先週の株式市場はそれほど深刻には考えていなかったようだ。確かに月曜日には貿易戦争が早期に終わらないと投資家が捉えたことを受けて S&P500 指数は 2.5% 下落したが、その後は下落分を埋めるような展開となった。結局 S&P500 指数は 0.8% 安の 2859.53 となり、ダウ工業株 30 種平均は 0.7% 安の 2 万 5764 ドルで引けた。ナスダック総合指数は 1.3% 安の 7816.28 となり、小型株のラッセル 2000 指数は 2.4% 安の 1565.76 で週末を迎えた。

当然、最も影響の大きかったのは海外部門の比率が最も大きな企業で、ゴールドマン・サックスのセクター中立バスケットで海外比率が最も高い銘柄のバスケットは 5 月に 5.5% 下落したが、同様のバスケットで国内市場に注力している銘柄バスケットの下落率は 2% にとどまった (S&P500 指数は 3% 下落)。これは貿易戦争の激化から大きな影響を受ける企業に対する投資が抑えられ始めた確かな証しだ。

この状況は 2018 年第 4 四半期と同じ動きでもある。昨年 10 月 2 日から 10 月 10 日にかけて、S&P500 指数の中で海外部門の税引き前利益の比率が最も大きな S&P500 指数採用銘柄群は、最も小さな銘柄群に対して 3% ポイントのアンダーパフォームとなった。ただし、ネッド・デービス・リサーチのチーフ米国ストラテジストのエド・クリソルド氏は、10 月 10 日から年末にかけては、他の銘柄が追いつく形で海外比率の大きな銘柄がわずかにアウトパフォームしたと観察している。「もし売りの動きが他の銘柄群に広がるようであれば、反落が独り歩きしているサインだろう」と同氏は記している。

それでも、リスクを勘案すると、市場の下落はやや抑えられたものにとどまっている。中国が米国からの輸入品の関税を引き上げるということは、当初から分かっていたことだし、関税自体は米中貿易交渉の過程において交渉材料になるとみられていた。

Dow Jones Industrial Average



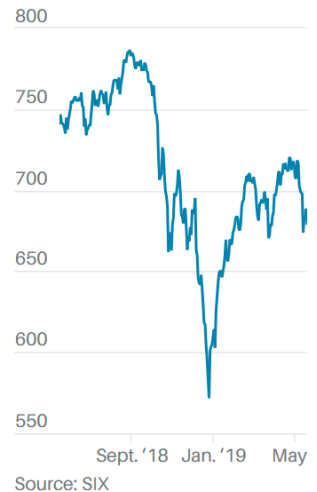
S&P 500 Index



NASDAQ Composite Index



Barron's 400 Index



■ ファンダメンタルズは健全

ただし、ファーウェイの米国製品や市場へのアクセスを制限するとの決定は、より深い意味を持っているかもしれない。これについてジャナス・ヘンダーソンで調査部門の責任者を務めるカーメル・ウェルソ氏は、中国が今年建国 70 周年を記念する動きに水を差す恐れがあるからだと指摘し、「これが中国国民にどの程度の影響があるか投資家は分かっていないが、よりファンダメンタルズな事象に影響しそうだ」と述べる。

市場の平静を、海外で起きていることに対して投資家が無関心でいられる能力によるものとする見方もある。メリオン・キャピタル・グループのチーフ・マーケット・ストラテジストであるリチャード・ファー氏は「われわれの見方では、中国関連の悪いニュースに市場が反応しないのは、米国民が現時点では幸福で、単純にそうした問題を看過しているからだ」と述べる。調査自体は最近のニュースが流れる前に行われたとしても、5 月のミシガン大学消費者信頼感指数が 15 年ぶりの高い値に上昇したことも、上記の状況を示している。

米中間の貿易戦争は少なくとも短期的にはそれほど株式市場には悪い影響を与えないだろうとの見方もある。関税の引き上げはインフレ率の上昇要因にはなると思われるものの、金利水準は低く抑えられるとみられるからだ。実際、米連邦準備制度理事会（FRB）による 2019 年の利下げ確率は、先物市場で 75%と予想されている。ジャナスのウェルソ氏は「低金利は株式市場にとって良い状況となるのが一般的だ」と述べる。

ただし、市場が根本的に変わるとどうなるだろうか。マコーリーのストラテジストであるビクトル・シュベツ氏は、FRB が 2016 年 2 月や今年の 1 月に行ったように、中央銀行が救済に動いてくれることに投資家は慣れてしまっていると指摘する。両方のケースでは「魔法のように」市場のダメージはすぐに消えてしまったと同氏は記している。

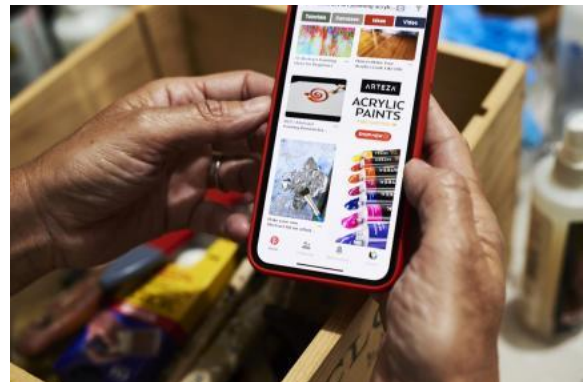
同氏はこの状況が変化すると考える理由はなく、金融政策は大規模な財政支出とともに景気拡大を長引かせると指摘し、「投資家はもう自由な市場を信じておらず、貿易戦争もしくは政治面からの悪影響はどんなものでも財政政策や金融政策で相殺されると期待している」と述べる。ただ、同氏の見方が正しいというのも恐ろしいことではある。

■ ピンタレストの決算発表

木曜日の取引終了後にピンタレスト（PINS）が株式公開後初めての決算発表を行った。売上高は 2 億 200 万ドル、営業損失は 3800 万ドルで市場の予想よりも良い内容だったが、通年の業績見通しが市場の予想を下回って株価は急落した。

市場の 2019 年の売上高見通しは 10 億 7000 万ドルだったが、会社側の発表は 10 億 6800 万ドルだった。比率ではわずか 0.2%だけ市場予想を下回ったが、比率が問題なのではなく、市場よりも弱い見通しという事実株価は反応したようだ。これには、株式公開後もしくは大きな合併・買収（M&A）の後の最初の決算発表で市場にポジティブサプライズを与えられないと、市場が何か悪材料があるのではないかと疑問をいだくという背景がある。

一方、同社の経営陣は差し迫った問題があるとは考えておらず、ピンタレストの最高財務責任者（CFO）のトッド・モーゲンフェルド氏は「広告主の数が急増しており、（第 1 四半期に）成長率は加速した」と述べた。しかし、あるベテランアナリストは、大手企業は四半期の業績発表の時に数値をよく見せられるような仕掛けをいろいろと持っているはずで、わずかでも市場予想を上回れないということは、何か大きな問題が起きていると考えるのが自然だと指摘する。特にピンタレストのように高成長



が期待される企業にとって、売上高見通しが下回ったことは大きな問題だと考えられたようだ。

ピンタレストの第 1 四半期の売上高は 54% 増となったが、これはハイテク株の比重が高いナスダック総合指数の平均である 6% 増を大きく上回る。しかし、株価売上高倍率は約 11 倍で同指数の平均である 2.5 倍をはるかに上回っており、成長が続いている時だけに正当化されるものだ。株価の正当化は難しく、同じソーシャルメディア企業のツイッター (TWTR)、スナップ (SNAP) やフェイスブック (FB) の過去の株価売上高倍率の数値を見ても 8~30 倍で、ピンタレストの目標株価を提示する助けとはならないようだ。

それでもピンタレスト株は見捨てられた銘柄にはなっていないようだ。公開価格の 19 ドルから 80% も上昇していることを受けてある程度の反落は仕方ないことであり、投資家は今回の売上高の見通しだけで同社株を見捨てたわけではない。野村証券のアナリストであるマーク・ケリー氏は、投資家の同社株に対する期待以外に変わったことはなく長期的な見通しに変化はないと述べ、38 ドルの目標株価で買い推奨としている。

他にも、シティグループのマーク・メイ氏のように、広告主の増加を明るい兆しと考える見方もある。今後、決算発表前の 30 ドルを上回る株価を再び付けても驚くことはないが、投資家は 8 月に予定されている次の決算発表がうまくいくと祈ることになりそうだ。そうでないと、ピンタレストにもうチャンスはないかもしれない。

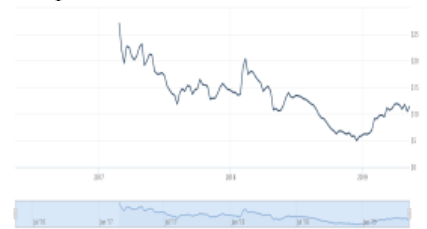
Pinterest Inc. (PINS)



Twitter Inc. (TWTR)



Snap Inc. (SNAP)



Facebook Inc. Cl A (FB)



チャートは 3 年 (PINS は 3 カ月)

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

4. It's Not Age That Ends an Expansion 景気拡大のストーリー 米国経済が今後も好調を継続する理由

【インタビュー】

■ 米国への再投資のおかげで米国の生産性が向上

米国と中国の貿易問題の激化により、米国の経済成長率の低下や一層の景況感悪化につながるかもしれない。しかし、経済調査会社コーナーストーン・マクロのナンシー・ラザー最高経営責任者 (CEO) は、米国経済の基調的な強さは持続するとし、「景気拡大を止めるのは年数ではない。人間でも死ぬのは弱った時だ」と述べる。

本誌：中国と米国の関税問題は経済にどう影響するか？

ラザー氏：確かに、世界の二大国の貿易紛争は国内総生産



(GDP) 成長率を低下させるだろう。貿易戦争は良くないが、その影響が景況感や投資判断に波及するか否かの方が大きなリスクだ。景況感が悪化すると、設備投資の伸びを鈍化させる可能性がある。しかし、長期的に見れば、中国でのコスト上昇と米国の法人税率の低下とが相まって、投資が米国に戻りつつある。一方、米国の輸入が鈍化すると米国ではなく中国への悪影響の方が大きい。昨年の夏に中国経済が鈍化し始めて中国政府が大規模な緩和措置を取ると、ドル高に対する懸念が世界の経済成長を混乱させる要因となった。今回の追加関税問題で緩和政策は続けられるだろうが、財政政策による下支えの方が望ましい。

■ 2010 年から始まった「10 年のストーリー」

Q: 景気拡大の長期化にもかかわらず GDP 成長率が今も 3%であることにに関して、非常に楽観的な仮説「10 年のストーリー」を提唱しているが、なぜ楽観的でいられるのか？

A: 基本的に企業は再投資するものだが、米国の設備投資は持続的に増加してきており、生産性向上につながっている。生産性が高い経済では、インフレは低下し、利益率は高く、雇用の余力があり、経済活動への新たな供給がもたらされる。成長スピードが速い上にインフレがなければ、生産能力が高まり、新たな労働力の流入が促される。経済への供給が増えるため、インフレや金利はより長期にわたり低位にとどまり、景気拡大を下支えする。欧州では景気は改善しつつあるが、生産性の向上は沈滞している。日本では生産性の向上は全くない。しかし、米国では生産性の状況が優れているため、今後も企業は堅調な成長を続ける見込みだ。米国は世界の経済成長の最も重要なけん引役になりつつある。

Q: 生産性に関してそれほど自信を持っている理由は？

A: より大きなテーマに注目してきたからだ。2010 年に米国製造業のルネサンスについての議論が始まり、投資先を中国から他の国や自国へと移す動きが始まった。2016 年に改善し始め、2017～2018 年には力強さを増し、2019 年には改善がより明白になった。数値で示すと、2019 年第 1 四半期の生産性上昇率は前年同期比約 2.4%に加速した。2011～2014 年の伸びはわずか 0.6%で、その後の堅調な設備投資の伸びの結果、徐々に上昇してきていた。1990 年代の景気拡大期には、生産性上昇率は 1993 年の実質ゼロから 1999 年には 4%近くになり、潜在成長率の押し上げに寄与した。今日では、生産性上昇率は約 2%、労働力の増加率が 1%で、潜在成長率は 3%となり、インフレを伴っていない時期の成長率としては上限にある。2019 年の実質成長率は 2.8%とわれわれは予想している。

Q: 生産性向上は金利に対してどういう意味があるか？

A: インフレや金利がより長期にわたり抑制される。1990 年代にも同じシナリオがあった。1990 年代ほど力強いと予想しているわけではないが、より持続可能性が高いと考えている。忘れ去られがちなことだが、1990 年代は生産性上昇率の高さによってコアのインフレ率が急速に低下し、米連邦準備制度理事会 (FRB) はより長期にわたって金利を低位にとどめることが可能だった。二つの理由で長期金利はより長い期間低位にとどまる見込みだ。第一にインフレがより長期にわたり低くとどまる見込みで、第二に FRB による金融引き締めが予想されないことで利回りが抑制される。長期米国債利回りは 2.5%程度が妥当のようにみえる。

Q: 株価の見通しは？

A: 現在の状況は企業の利益率に好都合だ。賃金は上昇したものの、単位労働コストは抑制されている。低金利が利益率の高さを下支えし、実質成長率の強さも追い風だ。労働市場も強く、労働参加率も改善する。

Q: 景気拡大の 10 年目にあるとして、今後どの程度「10 年のストーリー」は続くのか？

A: 今までは成長への投資が足りなかった。「ニューノーマル」の原因は住宅ローンバブルの崩壊のせいになっているが、GDP 成長率の低下は 2002 年に始まった生産性上昇率の悪化にも原因があり、それは企業が米国ではなく海外に投資したためであり、さらに当時が日本以外で世界最高だった 40%の法人税率も原因の一つだと私は主張したい。米国人が自国へ投資するのをやめ、雇用もしぼんでしまった。これらが生産性の低下と相まって「ニューノーマル」となってしまった。今や、資金は中国だけでなくベトナムや米国にも投入されている。米国の法人税率は中国と同程度に低く、先進国の大半よりも低い。このようなことが過去 8 年に起きてきた。ゆっくり走る列車のようだが、より持続可能な生産性の改善につながるので望ましいと私は

思っている。

Q：次の米大統領選挙を心配しているか？

A：多少の後退があるかもしれない。しかし、「10 年のストーリー」は 2017 年に始まったわけではなく、2010 年からだ。米国が企業に魅力的な場所である限り、このストーリーは続くだろう。

■ MMT および米国中部の製造業について

Q：現代金融理論（MMT）に対する意見は？

A：大半の政策立案者は MMT を真剣に取り上げていないように思う。1960 年代後半の「軍事も経済も」と呼ばれる時代に、金融・財政政策緩和によりインフレが高進し、債券利回り上昇と脆弱な経済につながった。1970 年代後半にこの政策は悲惨な結末を迎え、その後基本的に景気後退が 3 年続いた。過剰な金融刺激と過剰な政府支出でインフレが染みついた期間が続くと、生産性向上が台無しになり、投資を荒廃させる。もっと長期的に見れば、そのような政策をとる国には企業が投資しなくなり、雇用にも悪影響を及ぼす。

Q：米国中部が好ましい新興市場と述べているのはなぜか？

A：米国中部には製造業の仕事が多い。ただし、全ての州というわけではなく、例えばイリノイ州は事業をしにくいと、ミシガン州、オハイオ州、インディアナ州、テキサス州、ウィスコンシン州で見られる産業の成長がイリノイ州では見られない。フィラデルフィア連銀やクリーブランド連銀が最近行った調査でも、大学の学位を持たない人は製造業の大半が集まる米国中部に行けば最良の仕事が得られると強調している。製造業の雇用は給与が良い。四年制大学卒の学位を持たない人たちの失業率が低下している。米国の現在の雇用状況は、私の知る限り最高の状態の一つに数えられる。

Q：所得格差を不安視していないのか？

A：所得格差は深刻な問題だが、明るい兆候もある。政府の統計によると、実質家計収入の中央値は 2011 年以降約 15% 上昇し、過去最高になっている。また、ミシガン大学の調査によると、消費者の収入期待指数が 40 年ぶりの大幅な上昇を示し、1990 年代と同水準になっている。

By LESLIE P. NORTON
(Source: Dow Jones)

5. The Allure of Japanese Stocks 日本株の魅力

【日本株式】

バリュエーションの低さ、卓越した価値を生み出す力が強み

■ 日本株のバリュエーション型ファンド

資産 6 億 4500 万ドルのヘネシー・ジャパン・ファンド（HJPNX）を運用する武田政和氏は、キャリアを積み始めた当初、自身のロールモデルをウォーレン・バフェット氏に見いだした。「バフェット氏を崇拝する訳ではないが、彼の教えの多くは理にかなっている」と語る武田氏は、長期バリュエーション投資を適用している。ファンドの組み入れ銘柄は 25 銘柄のみで、資産の半分を上位 10 銘柄が占めている。銘柄を絞ったアプローチをとってはいるものの、日本経済だけに特化してはいない。「グローバルに事業を展開している企業を意識して組み入れている」と武田氏は述べる。ファンドの過去 10 年の年間平均リターンは 13.1% で、ラッセル／ノムラ・トータル・マーケット・インデックスのほぼ 2 倍だ。「日本経済単独で強気だったことは一度もない」と同氏は言う。



それでも、多数の日本株には強気になる理由がある。バリュエーションは数年間でもっとも低い水準だ。武

田氏によると、利益は改善しているが、貿易問題が株価の足かせになっている。東証株価指数（TOPIX）の株価収益率（PER）は今年の予想収益の 12 倍だ。組み入れ銘柄の大半は中核事業に潤沢な資金を再投資しており、グローバル市場での競争力を一層強化している。

「日本が得意とするのは、トヨタ自動車（7203）が証明したように、卓越したものを生み出すことだ」と武田氏は述べる。トヨタ自動車だけでなく、スポーツ用品メーカーのアシックス（7936）のような消費者ブランドを販売する企業から、組み入れ 1 位である通信サービス大手のソフトバンクグループ（9984）などのコングロマリット企業まで幅広い企業に当てはまる。

■ 優良企業の条件

現在 45 歳の武田氏は、1999 年にアナリストとして投信投資顧問会社のスパークス・アセット・マネジメントに入社し、「ゼロから」ポートフォリオマネジャーにまで上り詰めた。2006 年には、スパークスがサブアドバイザーを務めるヘネシー・ジャパン・ファンドを引き継ぎ、卓越した経営陣と魅力的な株価の優良企業に投資するというシンプルな投資哲学のもとで運用を行っている。

武田氏が定義する優良企業の条件は、ビジネスが安全で理解しやすく資本収益率が高い、持続可能かつ予測可能な平均以上の利益成長、堅調なキャッシュフロー、自己資本が潤沢なバランスシート、参入障壁が高いビジネス、というものだ。「ポートフォリオに組み入れる企業は、2008 年の金融危機や 2011 年の東日本大震災といった外的要因を含む景気循環を生き延びる力を持っている」と同氏は語る。また、カリスマ性と先見性を兼ね備えたリーダーはどの企業にとってもプラスであるが、武田氏が重要視するのは経営財源の活用方法だ。「資本コストへの理解がもっとも重要だ。基本的なようで日本では比較的新しいコンセプトだ」と言う。

■ ユニクロは高機能服、リクルートは収益構造が強み

上記の条件にほぼ全て当てはまる企業を見つけても、すぐに手を出すことはない。カジュアルウェア小売り大手で「ユニクロ」を展開するファーストリテイリング（9983）をフォローし始めたのは 10 年近く前だが、投資したのは 2017 年のことだ。日本市場が飽和状態であるという懸念から、それまでに株価は 3 年間で 30% 近く下落していたが、武田氏は既に調整局面を脱しており、同社がグローバルに支持を獲得すると考えた。今では日本国内よりも多くの店舗を海外で展開している。

ユニクロは H&M や、流行の衣服を廉価で販売する他の「ファストファッション」と同じカテゴリーに入ることが多い。しかし、武田氏

Hennessy Japan

	Total Return		
	1-Yr	5-Yr	10-Yr
HJPNX	-4.8%	12.2%	13.1%
Russell/Nomura Total Market Index	-13.0	6.2	6.8
Top 10 Holdings			
Company/Ticker	Weighting		
Softbank Group / 9984.Japan	5.8%		
Shimano / 7309.Japan	5.2		
Nidec / 6594.Japan	5.0		
Daikin Industries / 6367.Japan	5.0		
Keyence / 6861.Japan	5.0		
Recruit Holdings / 6098.Japan	4.9		
Fast Retailing / 9983.Japan	4.9		
Kao / 4452.Japan	4.9		
Kubota / 6326.Japan	4.9		
Unicharm / 8113.Japan	4.8		
Total	50.4		

Note: Holdings as of 3/31. Returns through 5/14; five- and 10-year returns are annualized.
Sources: Morningstar; Hennessy Funds

によると、ファーストリテイリングの本当の強みは、ウルトラライトダウンやヒートテックのように機能的でベーシックな衣服のデザイン、製造、販売にある。「ブランドとしてだけではなく、製造業という観点からも衣料品ビジネスにアプローチしている」と同氏は語る。同社は 1994 年の上場以来、15~20%の年間リターンを維持してきた。

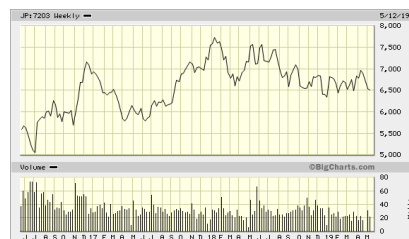
広告、メディア、求人大手のリクルートホールディングス（6098）は、日本の断片化した産業に応えることで成功を収めてきた企業で、2012 年には米国の求人専門検索エンジン大手のインディードを買収した。2016 年 12 月、武田氏はのれん償却費用の計上を要する日本の会計規則が決算上の利益を押し下げていると考え、リクルート株を初めて購入した。同氏によると、当時の PER は 30 倍だったが、企業買収を考慮すると実際の PER は 18 倍程度だった。

同社はネットワーク効果の恩恵を受けており、「強固なプラットフォームが顧客への訴求力を高め、販売提携や広告が増えるという好循環を生み出す」と武田氏は言う。従来の製造業とは異なり、コストを大きく上げることなく売り上げを伸ばすことができるため、「営業キャッシュフローが全てフリーキャッシュフローになる時が来る」。さらに、3 年以内にフリーキャッシュフローが 20 億ドル（フリーキャッシュフロー利回り約 8%）に達する可能性もある、という。

Hennessy Japan Fund:Investor (HJPNX)



Toyota Motor Corp. (JP:7203)



Asics Corp (JP:7936)



SoftBank Group Corp (JP:9984)



Fast Retailing Co. Ltd. (JP:9983)



Recruit Holdings Co. Ltd. (JP:6098)



チャートは 3 年

By SARAH MAX
(Source: Dow Jones)

6. Up and Down Wall Street 日本化を避けたい中国 中国を標的としたプラザ合意再来に対する警告 不透明な将来

【コラム】

■ 中国を標的としたプラザ合意再び？

「歴史は繰り返さないが韻を踏む」と言うが、歴史の韻は時に、下手なラップに似通っている。

中国の報道によると、米国側は人民元安を阻止するために、新たなプラザ合意を推進する可能性がある。同記事は、日本の「失われた 30 年」は 1985 年のプラザ合意が理由といえるため、同様の合意推進は中国に



とっての警告である、と主張している。プラザ合意はドルを安くした一方、米国の主要貿易相手国の通貨、特に日本円とドイツ・マルクを大幅に高くした。

プラザ合意が発表された 1985 年と現在では、経済と金融の情勢は大きく異なっている。とはいえ、プラザ合意『2.0』に抵抗すべきという記事の主張は検証に値する。1985 年当時の米財務省は、米ドルの過大評価の是正を求めている。ボルカー元議長率いる米連邦準備制度理事会（FRB）の金融引き締めとレーガン元大統領による減税によって、米国は世界の資金を引き寄せてドルが上昇した。1984 年のピーク時には、長期米国債の実質利回りは約 1000 ベーシスポイント（bp）もあった。ちなみに現在の 30 年物インフレ指数連動国債（TIPS）の実質利回りはわずか 93bp だ。

プラザ合意には、貿易不均衡是正のために「ドル以外の通貨の秩序ある上昇が望ましい」という文言が含まれていた。日本や欧州諸国は米国に合わせて高金利を維持しないと通貨の大幅下落を招き、それは当時の大きな問題だったインフレを加速させる可能性があった。実際には、ドル安によって、米国やその他先進国は金利を低下させ、景気刺激策を追求することができた。

日本にとってのプラザ合意は、1988 年終盤までに日本円の価値が約 2 倍へ上昇することを意味した。日本は対抗策として、超緩和的な金融政策を追求し、国際通貨基金（IMF）の推計によると日本の金利は、経済のファンダメンタルズからあるべき水準を 400bp 下回っていた。その結果が不動産と株式のバブルだ。ちなみに、現在の日経平均株価は約 2 万 1000 円で、バブルのピーク時の半分強となっている。

日本のバブル崩壊は、その後の失われた 30 年につながったのだろうか。2008 年の金融危機以降の米国とは異なり、日本は銀行の損失認識がゆっくりだった。1997 年には財政引き締めの大失敗があり、1997～1998 年のアジア通貨危機で痛手を被った。

■ 現在の中国は当時の日本と異なる

中国は、人民元安誘導能力が阻害されることで同様のリスクに直面するのだろうか。当時と現在の差は大きい。日本は変動相場制を採用していたが、中国は限定的で管理された為替変動しか容認していない。中国の外貨準備は莫大（ばくだい）で、米国債を 1 兆 1000 億ドル保有している他、資本移動も制限している。

最後に、中国政府は人民元の 2 倍への上昇を想定していない。中国は人民元安を容認する可能性はあるが、一方で 1 ドル当たり 7 人民元を超える通貨安は望んでいない。米財務省の統計によると、中国は米国債の保有を減らしており、人民元安のペース減速を意図していることを示唆している。

中国メディアの論調は、貿易摩擦に関する有効な歴史的観点を提供するというよりも、国家主義的な感情をかき立てることを狙っているようにみえる。実際米国は、対中貿易是正よりも、国家安全保障やスパイといったさらに大きな問題に焦点を当てているようにみえる。中国の大手通信機器メーカーのファーウェイ・テクノロジーズに対する米国における販売と調達の禁止が好例だ。

■ 不透明な将来

貿易関連のニュースが市場を支配しているが、その影響はまちまちだ。週初めには、中国の報復関税のニュースで株価が下落したが、週末にかけて下げの多くを取り戻した。債券は、貿易摩擦が経済成長率を減速させて、リセッション（景気後退）回避のために FRB に利下げを強いるとの観測で価格が上昇した。

ファーウェイ・テクノロジーズに対する制裁は貿易戦争の新たな展開を意味している。米国政府にとっての主な標的が中国であることが、改めて明確になった。

トランプ政権の通商政策は、当面の経済成長率と株式市場にとっての明らかな障害であるにもかかわらず、機関投資家は支持しているようだ。ストラテガス・リサーチ・パートナーズの最高経営責任者（CEO）であ

るジェーソン・デシーナ・トレナート氏は、トランプ大統領の支持地域とはいえないボストンの機関投資家の発言として、「中国に立ち向かうことは、国家安全保障と米国の経済権益を保護するための価値ある闘いであるという、超党派的な感情がある」とレポートしている。一方の中国は、米国の党派的対立が理由で貿易戦争に対する共同戦線が形成されないと、誤認した可能性がある。

株式市場では、半導体銘柄、特にファーウェイ・テクノロジーズやその他の中国ハイテク企業に対する制約で影響を受ける可能性のある銘柄、さらに、顧客である農家が貿易摩擦の最前線にいる農機大手のディア（DE）が大幅に売られた。関税を戦術的に乗り切ったネットワーク機器大手のシスコシステムズ（CSCO）は比較的好位置にいる。

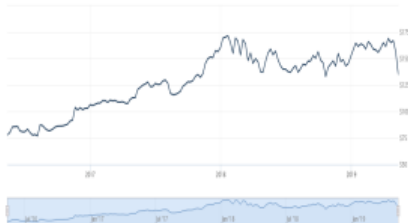
債券市場は、貿易摩擦による経済への重しに焦点を当てている。米国債利回りは過去 1 年間の最低水準へ低下した一方、フェデラルファンド（FF）金利先物市場は、早ければ 9 月にも利下げが行われる確率を約半々と織り込んでいる。大半の FRB ウォッチャーは、FRB が今年から来年にかけて金利政策を据え置くと示唆している。

97 歳で先週亡くなったドリス・デイのヒット曲を引用すれば、「ケ・セラ・セラ（なるようになる）」だ。将来の見通しがこれほど不透明だったことはなく、それは株式市場と債券市場の方向性の乖離（かいり）に表れている。

貿易に関する懸念は、消費者心理にとっても重しとなっている。ミシガン大学消費者信頼感指数の 5 月速報値は 15 年ぶりの高水準となった一方、バンクオブアメリカ・メリルリンチが最近の関税以降に実施した調査は懸念の高まりを示している。世間では、低所得者は最近の政府閉鎖で危機感を抱いている一方、富裕層は財布への株価の影響を懸念している。

ケ・セラ・セラ。

Deere & Co. (DE)



Cisco Systems Inc. (CSCO)



チャートは 3 年

By RANDALL W. FORSYTH
(Source: Dow Jones)

7. It's Time to Buy Take-Two Stock ゲームソフト銘柄 テイクツー・インタラクティブに注目、良質のタイトルが好循環を生む

【ハイテク】

■ ゲームソフト銘柄の株価が低迷する中、テイクツーに上値余地

市場は依然として最高値から数%ポイントの下落にとどまっているにもかかわらず、ゲームソフト銘柄は昨年のピークから 20～40%下落している。その大きな要因は、エピック・ゲームズが販売・配信するアクションビルディングゲーム、フォートナイトに帰せられる。このソフトがゲームを 60 ドルの単価で販売する従来のビジネスモデルを脅かしているからだ。

とはいえ、魅力的な買い場が存在する可能性はある。将来の業績を予測するにはゲームソフトのラインアップの強さが重要だ。



最も質の高いタイトルを開発して消費者を喜ばせているゲームソフト銘柄を買うのが最もシンプルな経験則である。最大手のエレクトロニック・アーツ（EA）とアクティビジョン・ブリザード（ATVI）の新作が失望的な出来栄で、開発中のタイトルも疑問視される中、中核的なゲーム資産がかつてなく強力であることが証明されているのがテイクツー・インタラクティブ（TTWO）だ。

■ 大ヒット連発の要因は品質最優先の開発姿勢

テイクツーの最高経営責任者（CEO）であるストラウス・ゼルニック氏は良質のゲームの開発を最優先していると述べ、「発売が遅れて非難されることもあったが、そうした開発姿勢が傑出した高品質に反映されていることは実証済みと考えている。品質最優先の姿勢が目覚ましい販売実績をけん引してきた」と説明する。

同社のゲームソフトは、さまざまなレビューを集計してスコア化するゲームソフト評価サイト、メタクリティックでトップクラスの評価を得ている。調査会社ニールセンの子会社スーパーデータ・リサーチの共同創業者、ジョースト・ヴァン・ドリュエネン氏は、「テイクツーは投資家と株主からの圧力に抵抗してきたという点で他の大半の上場ゲームソフト会社と異なる。子会社のロックスターは、グランド・セフト・オートVを発売する前、愛好家や資本家からの批判にもかかわらず発売を遅らせ、それが最も成功したタイトルの一つをもたらした」と指摘する。同ソフトの販売累計は1億1000万本。この業界では1000万本売れば大ヒットと言われている。

同社のゲームタイトルは販売が好調だけでなく、ゲーム愛好者によって実際にプレーされている。中でもグランド・セフト・オートVとNBA 2K19の二つは、マイクロソフトのゲーム機Xbox（エックスボックス）の「最もプレーされたゲーム」のランキングで常に上位5タイトルに入っている。これは同社の将来にとって幸先の良いことだ。

同社がゲーム中にプレーを楽しむためのデジタルアイテム（いわゆるルートボックス）の販売を避けていることも評価を高めている。同社が先週発表した決算によると、過去1年間の売上高に占めるルートボックスの割合は3%未満だった。対照的に、他のゲームソフト会社ではルートボックスの売上高が2桁台と推定されている。ルートボックスはギャンブルと関連付けられており、米国内で法規制が検討されている。

■ 次世代ゲーム機、M&A、人気タイトルの新作も好材料

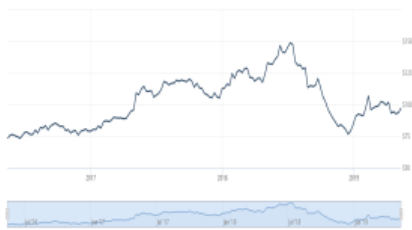
テイクツーの株価は2018年の最高値から23%下落しているが、先週は3%上昇した。13日に発表した2020年度の調整後売上高ガイダンスは25億～26億ドルとコンセンサス予想の28億ドルを下回ったものの、アナリストが同社の業績は歴史的に予想を上回ってきたと指摘したため、株価は上昇した。

カウエンのアナリスト、ダグ・クロイツ氏は先週のレポートで、次世代のゲーム機が2020年末に登場すると予想される中でテイクツーは買うべき最善の銘柄だと述べている。同氏によると、2000年、2005年、2013年に主要なゲーム機が発売されたとき、グループとしてのゲームソフト銘柄は発売前の12カ月間で市場全体を平均26%アウトパフォームしたという。

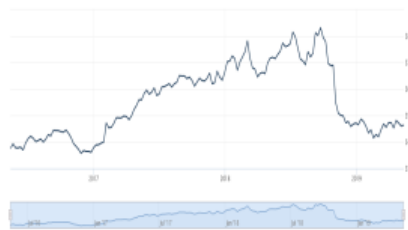
BTIGのメディア担当アナリスト、ブランドン・ロス氏は、テイクツーが最高品質のゲームソフトを持つことによってライバル企業と大手ハイテク企業の両方から買収の有力な標的とされていると考えている。米国の主要ゲームソフト会社の企業価値の平均が300億ドルであるのに対し、同社の企業価値は約110億ドルだ。

テイクツーには、グランド・セフト・オートVIの発売というもう一つの材料が控えている。このシリーズの過去の三つのタイトルが2004年、2008年、2013年に発売されたことからすると、次のタイトルの発売は近いと予想される。同社は潜在的な発売日に関するコメントを避けたものの、投資家に何げないヒントを発信し始めている。発売時期が明確になれば、同社の株価は上昇する可能性がある。

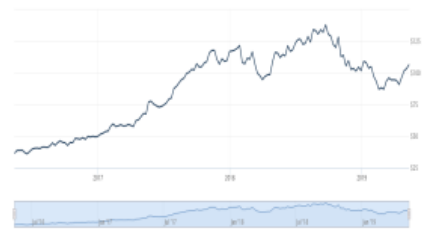
Electronic Arts Inc. (EA)



Activision Blizzard Inc. (ATVI)



Take-Two Interactive Software Inc. (TTWO)



チャートは3年

By TAE KIM

(Source: Dow Jones)

8. Netflix, Starbucks, and the Value of the 'Wise Pivot' ワイズ・ピボット 【企業価値】 賢い転換により将来成長価値 (FGV) を高める

■ デジタル革命が始まって 20 年

投資家は企業に変革をもたらすデジタル革命の価値（あるいはリスク）を今なお推定しきれていない。上場企業に対する推定値は「将来成長価値 (FGV)」ということになる。一般的に FGV とは、企業価値 (EV) から、現在の利益に帰属する価値を控除した残存価値を指す。しかし、投資家がどのようにプレミアムを決定しているかについては依然として謎が多い。

アマゾン・ドット・コム (AMZN)、動画配信大手のNetflix (NFLX)、セールスフォース・ドットコム (CRM) といった、FGV が高い企業に投資をする場合は将来の事業に注意が向けられることが多い。利益が出ていない超割高銘柄であればなおさらで、FGV は企業の時価総額に等しいと言える。事実、調査会社ピッチブックによると、利益率が高いハイテク企業よりも、上場して日が浅く利益率が低いハイテク企業の方が、株価が好調に推移している。



しかし、投資家は企業の FGV を正しく見極めるために、その企業の現在の利益を仔細に確認する必要があるだろう。上場企業 1300 社以上を調査対象としたアクセント・リサーチの分析では、現在の事業も将来の事業も共に成長を持続できる企業は、コーヒーチェーン大手のスターバックス (SBUX)、遺伝子解析機器を手掛けるイルミナ (ILMN)、中国のソフトウェア大手のテンセント・ホールディングス (騰訊控股、700. 香港) など極めて少数だという。

それらの企業は、現在の利益を改善しながら、新規事業を迅速に立ち上げられる革新的な環境も準備している点が優れており、チャンスが到来するとコア事業を絡めてうまく転換ができています。レガシー事業を投げ売り処分するのではなく、収益を長く得るために投資をするのである。競合他社が撤退を始めている分野ですら同様だ。そして、費用効率の高いテクノロジー、ビジネスモデル、エコシステムが適正バランスだと判断できれば、いつでも新市場に急ぎ参入するための準備を行っている。そうした機会はしばしば突然訪れるものだ。

われわれはこうしたアプローチを「ワイズ・ピボット (賢い転換)」と呼んでいる。途切れることがないワイズ・ピボットにより、ビジネスライフサイクルの三つのステージ (旧・現・新) 全てにおいて、企業の資産やリソースは定期的にリバランスされる。

■ ユーザー数拡大が破壊的成功をもたらす

ネットフリックスを考えてみよう。郵送による DVD レンタルサービスでスタートした企業だが、リード・ヘイスティングス最高経営責任者 (CEO) はサブスクリプション型のストリーミングサービスに移行する準備を整えていた。ストリーミング事業の顧客データを分析することが重要な転換点となり、同社は次の新しいステージへの移行に成功した。すなわち、世界 1 億人以上の会員との間で、データを中心とする緊密な関係を構築し、これに基づきオリジナル動画コンテンツを制作したのである。この事例から明らかなように、ワイズ・ピボットは、ビジネスライフサイクルの各ステージにおける投資を結びつけるだけではなく、付加価値を生む相乗効果を見いだすものである。

賢く転換する企業はより高い FGV を実現しやすい。ビジネスには多額の資金が必要であり、将来の変革に備えて投資を加速するために、現在の事業でしっかりと利益を生み出す必要があることは言うまでもない。イノベーションサイクルは次第に短くなっている。革新的な新製品が現状製品より品質が良く価格も安ければ、誰もが新しい製品を選ぶ。その結果、優良企業を差し置いて「破壊的な成功」が実現してしまう。

電子書籍やスマートフォン、ソーシャルネットワーク (SNS) などはユーザーに広く受け入れられたが、いずれも主要な成功企業が市場の利益の多くを勝ち取った。今後のエコシステムの革新は、人工知能 (AI) やモノのインターネット (IoT)、ブロックチェーンなどの新技術分野についてわれわれが話題にするかどうかではなく、結局は選択するユーザーが急速に増えるかどうか次第だと言える。

■ FGV を考える三つのポイント

それでは、投資家は想定した FGV を再確認するために現時点で何をすればよいのだろうか。

まず初めに、新規事業投資を賄うために必要となるキャッシュを生み出すため、その企業が中核となる従来の事業に十分再投資を行っているかどうかを再確認しよう。通常は十分な再投資は行われていない。新市場参入に足るだけではなく、そこで迅速に事業拡大が可能となるだけのキャッシュが必要だ。

次に、業界内での利益分配がどうなるか再考してみよう。複数の競合企業で利益を分けるのか、それとも一社が利益の大部分を総取りしてしまうのか、ということだ。

最後に、新規事業により顧客価値がどれくらい創出されると予想されているのか再検討しよう。われわれの研究では、デジタルビジネスは異常なまでに多くの消費者余剰を生み出す。つまり、消費者は価格以上の価値を享受しているということだ。そのことを FGV の計算で考慮しなければならない。

急速にテクノロジーが変化する今日の環境においては、FGV の新たな役割が期待される。FGV の価値を改めて考える時が来ている。

オマール・アボッシュ、ポール・ヌネス、ラリー・ダウンズの 3 人はアクセンチュアの役員で、「Pivot to the Future: Discovering Value and Creating Growth in a Disrupted World (PublicAffairs, 2019)」の共著者。

Amazon.com Inc. (AMZN)



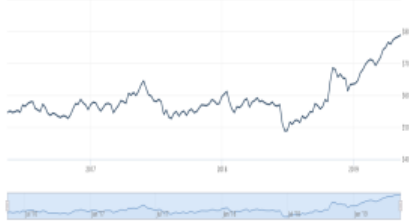
Netflix Inc. (NFLX)



Salesforce.com Inc. (CRM)



Starbucks Corp. (SBUX)



Illumina Inc. (ILMN)



Tencent Holdings Ltd. (HK:0700)



チャートは3年

By OMAR ABBOSH, PAUL NUNES, and LARRY DOWNES
(Source: Dow Jones)

9. Beefless Burgers? Sure, but Skip the Alternative Meat Stocks 代替肉 【食品銘柄】 牛肉を使わないハンバーガーは結構だが、代替肉関連銘柄には慎重さ必要

■ 進化する代替肉。ビヨンド・ミートは上場後、高騰
クレディ・スイスは先日、食肉業界で歴史の長い、ある企業のレーティングを引き上げた。その企業は現在、植物由来の代替肉を売り出そうとしている。それについては後で詳しく話すが、まずは代替肉の進化について見てみよう。

いつもは牛肉を食べているが、ずっと以前に野菜バーガーを試した経験のある人なら、それが見た目も味もファラフェル（豆から作った中東のコロッケ）に似ていたことを何となく思い出すかもしれない。しかし、当時と比べて事情は変わっている。今月初め、植物由来の代替肉を開発・製造するビヨンド・ミート（BYND）が株式を公開し、株価は公開初日に 163%上昇した。同社の利益は赤字であるものの、時価総額 50 億ドル以上の企業となった。一方、先日 5 回目の資金調達を行った、ライバル会社のインポッシブル・フーズの企業価値は 20 億ドルほどである。



両社には幾つかの共通点がある。まず、両社にはビル・ゲイツなどの著名人が出資している。また、ビヨンド・ミートはレストラン・バーチェーンの TGI フライデーズやハンバーガーチェーンのカールスジュニア、インポッシブル・フーズはハンバーガーチェーンのレッドロビンやバーガーキングという具合に、両社の製品は大手レストラン・チェーンで取り扱われている。さらに、これは重要なことだが、両社ともに植物の品種改良の手法を熟知している。ビヨンド・ミートはタンパク質源として豆を使い、血の代用としてビートを使用している。一方インポッシブル・フーズは、肉の風味を出すのは動物や植物にみられるヘムと呼ばれる分子であることを突き止めている。

インポッシブル・バーガーを食べた筆者の家族の感想は、「牛肉の食感と味がする」、「おいしい」とおおむね好評なものだった。筆者自身も食べてみたが、パティは肉と言っても通用するもので、ハンバーガー自体もかなりおいしいと感じた。さらに、下側のパンズが肉の油まみれになっていないのが印象的だった。

これまでは、肉を食べないと宣言するのは主に、動物を殺すことに罪悪感を抱く菜食主義者だった。肉や魚はもちろんのこと、卵や乳製品といった動物性由来の食物を一切食べない「ビーガン」を自称する人は、米国に 3%いると言われている。ところがインポッシブル・バーガーは、今までとは異なるタイプの消費者、例えば肉好きな環境保護主義者や、野菜に関心のある人、さらに、デートアプリのティンダーに登録し、恋人を見つけるためにビーガンだと偽るような人たちの興味をうまく引いている。

■ タイソン・フーズが推奨される理由

ビヨンド・ミーとインポッシブル・フーズは肉好きを巧みにターゲットとしている。そうした中、先日、クレディ・スイスのアナリスト、ロバート・モスコー氏が、食肉加工の最大手タイソン・フーズ (TSN) の予想株価を大幅に引き上げ、投資判断を中立からアウトパフォームに引き上げた。その理由の一つには、世界的に豚肉の供給がひっ迫していることが挙げられる。中国には米国の 4.5 倍の豚が飼育されているが、アフリカ豚コレラの大流行で、そのうちの約 3 分の 1 が失われる可能性がある。中国は豚を大至急必要としている状態だ。関税問題があるにもかかわらず、今年に入って米国からの豚の輸入は 3 倍になっている。

さらに中国では鶏肉と牛肉の需要も高まるとみられる。中国の消費者は豚肉価格が高騰する中で鶏肉や牛肉へ切り替えているため、輸入量が増えている。今後、米中貿易戦争の激化で仮に中国が米国からの食肉の輸入を抑えることがあっても、中国に食肉を輸出する他の国が米国に頼ることになると思われる。

タイソン・フーズに対する好材料は他にもある。嗜好（しこう）の変化によって、徐々にタンパク質の消費が増えてきたこともその一つだ。さらに他の食肉業者同様、タイソン・フーズは食肉よりも利益率の高い加工食品の売り上げを伸ばそうと、買収や新商品の発売を行っている。1 株当たり利益 (EPS) はここ 5 年で 2 倍に増加した。株価売上高倍率については、ビヨンド・ミートが 25 倍なのに対しタイソン・フーズは 0.7 倍だ。

一方、ホームル・フーズ (HRL) を見れば、安定した収益を維持する食肉企業が、投資家からいかに好感されるかが分かる。同社の今期予想株価収益率 (PER) は 22 倍である。一方、直近の株価が 82 ドルのタイソン・フーズの今期予想 PER は 14 倍弱である。モスコー氏は、タイソン・フーズの株価は 96 ドルまで上昇する可能性があると考えている。これは来期のコンセンサス予想利益の 14 倍強だ。配当利回りは 1.8% となっている。

タイソン・フーズは早くからビヨンド・ミートに投資を行っていたが、株式公開前に売却している。先日のコンファレンスコールでノエル・ホワイト最高経営責任者 (CEO) は、同社が代替肉製品の生産を準備しており、自社の輸送、冷蔵保存、販売ネットワークによって他社よりも有利に展開できると述べた。これは、ビヨンド・ミート株の買い増しに慎重な姿勢を取るべきもっともな理由だろう。

無論、タイソンにもリスクはある。鶏肉業界は時折過剰生産に陥る傾向がある。ここ 3 年間で CEO は 2 回も代わっている。さらに、タイソン・フーズの創業一家が 7 割を超える議決権を有している。つまり、株を保有しても、ヒヨコほどのわずかな発言力しか持てないということだ。

Beyond Meat Inc. (BYND)



Tyson Foods Inc. Cl A (TSN)



Hormel Foods Corp. (HRL)



チャートは 3 年 (BYND は 1 カ月)

By JACK HOUGH
(Source: Dow Jones)

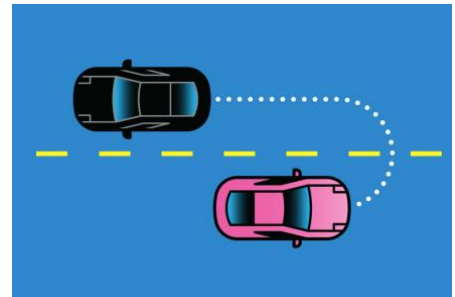
10. Preview 今週の予定

【経済関連スケジュール】

ウーバーとリフトが利益を計上できる日は訪れるか？

■ 投資家の両社に対する見方が一変

ライドシェア各社に対する投資家の見方が、急速に変化している。一時の楽観論は影を潜め、市場はライドシェアのビジネスモデルそのものに対して、懐疑的になりつつある。ライドシェア・サービス大手のウーバー・テクノロジー (UBER) の株価は、5 月 17 日に 42 ドルで取引され、新規株式公開 (IPO) 価格 (45 ドル) から 7% 下落している。ライドシェア・サービス大手のリフト (LYFT) の株価は、IPO 価格 (72 ドル) を 25% 下回る 54 ドルとなった。



D.A.ダビッドソンのアナリストであるトム・ホワイト氏によると、両社が直面している問題は共通している：利益を上げるために運転手達の賃金を削り、また利用料金を値上げする必要があるが、それらの施策が成長の妨げとなる、というものである。それが明らかになるにつれ、投資家のライドシェアビジネスに対する見方が変わった。IPO 前、投資家は市場の巨大さばかりに目を向け、ビジネスモデルの収益性が話題となることは少なかった。ウーバーもリフトも、決算は赤字続きだ。ウーバーは第 1 四半期に 10 億ドルの損失を計上し、ウーバーと比べ会社の規模が小さいリフトも、今年度は 11 億ドルの損失を見込んでいる。

ホワイト氏によると、「ここ数日は、ライドシェアというビジネスモデルの妥当性が、投資家の大きな関心事となっている」とのことであり、また「市場の一部では、①ライドシェア各社が利益を上げるための施策、そして②それらの施策を実行に移すことが、得られるはずの市場機会を狭める結果となるか、という問題について、高いレベルで検証が進んでいるだろう」と述べている。

市場の大半は、リフトより規模が大きく、またグローバルに事業を展開し、他国でライドシェア企業を有するだけでなく、フードデリバリー・サービス (ウーバー・イーツ) なども経営するウーバーの株価は、リフトの株価に対し、プレミアムで取引されるべきであると考えられる。だが、こうした見方にホワイト氏は懐疑的である。ウーバーの売り上げは、2019 年第 1 四半期の伸び率が 20%と、2018 年第 1 四半期の 69%から鈍化が顕著である。対照的に、リフトの売り上げは 2019 年第 1 四半期に 95%伸びている。ホワイト氏は、両社に対して悲観的というわけではなく、リフトに「買い」推奨で目標株価は 72 ドル、ウーバーは「中立」で目標株価は 53 ドルとしている。

■ 今週の予定

5 月 20 日 (月)

- ・カナダ株式市場は、ビクトリアデーの祝日により休場。
- ・シカゴ連銀が 4 月の全米活動指数を発表。エコノミストは 0.08 を予想 (3 月は-0.15)。
- ・エネルギー関連の持ち株会社コンソリデーター・エジソン (ED)、大手広告事業持ち株会社オムニコム・グループ (OMC) が年次株主総会開催。
- ・ソーシャルメディア企業のツイッター (TWTR) がオンラインで年次株主総会開催。
- ・UBS グローバル・ヘルスケア・コンファレンスが、3 日間の予定でニューヨークにて開催。医薬品・医療機器大手アボット・ラボラトリーズ (ABT)、バイオ医薬品のアムジェン (AMGN)、大手バイオ医薬品会社のリジェネロン・ファーマシューティカルズ (REGN) などが参加予定。

5 月 21 日 (火)

- ・自動車部品小売りチェーンのオートゾーン (AZO)、ホームセンターチェーン大手ホーム・デポ (HD)、百貨店大手コーラルズ (KSS)、百貨店大手ノードストローム (JWN)、ディスカウント小売りチェーンの TJX (TJX)、高級住宅建設のトール・ブラザーズ (TOL) が四半期決算発表。
- ・ファストフード・チェーンのチポトレ・メキシカン・グリル (CMG)、大手金融持ち株会社 JP モルガン・

チェース (JPM) が年次株主総会開催。

- ・全米住宅建設業協会 (NAHB) が 4 月の中古住宅販売戸数を発表。エコノミストは、季節調整済み年率換算で 530 万戸を予想。3 月 (520 万戸) から 2%増となる。

5 月 22 日 (水)

- ・自動車部品小売り大手アドバンス・オート・パーツ (AAP)、半導体メーカーのアナログ・デバイセズ (ADI)、カナダの商業銀行カナディアン・インペリアル・バンク・オブ・コマーシ (CM)、中国の旅行サイト最大手シートリップ (CTRP)、アパレル企業のエル・ブランズ (LB)、ホームセンターチェーンのロウズ (LOW)、ディスカウントストアチェーンのターゲット (TGT) が四半期決算発表。
- ・米連邦準備制度理事会 (FRB) が 4 月 30 日～5 月 1 日開催の連邦公開市場委員会 (FOMC) の議事要旨を公表。
- ・アマゾン・ドット・コム (AMZN) が年次株主総会開催。
- ・画像処理半導体 (GPU) 大手エヌビディア (NVDA)、電子決済サービスのペイパル・ホールディングス (PYPL) が、オンラインで年次株主総会開催。
- ・科学関連サービス企業サーモ・フィッシャー・サイエンティフィック (TMO)、証券業務持ち株会社 LPL ファイナンシャル・ホールディングス (LPLA) が年次のアナリストイベント開催。

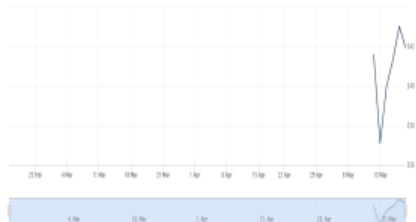
5 月 23 日 (木)

- ・ソフトウェア開発のオートデスク (ADSK)、家電販売大手ベストバイ (BBY)、パソコン大手 HP インク (HPQ)、事業・財務管理ソリューションを手掛けるイントゥイット (INTU)、医療機器大手メドトロニック (MDT)、ディスカウント小売り大手ロス・ストアーズ (ROST) が四半期決算発表。
- ・4 月の新築住宅販売戸数発表。季節調整済み年率換算で 67 万 8000 戸となる見込み (3 月は 69 万 2000 戸)。
- ・5 月のマークイット製造業景況指数 (マークイット製造業 PMI) 発表。4 月と同程度の 53 となる見込み。
- ・新規失業保険申請件数 (5 月 18 日までの週) 発表。21 万 5 千件となる見込み。4 週移動平均は 22 万 5 千件となる。
- ・総合化学グループ持ち株会社のダウデュポン (DWDP) が特別株主総会を開催し、ダウの再分社化について決議。株式の分割比率は、2 対 5 と 1 対 3 の間となる見込み。
- ・投資運用会社ブラックロック (BLK)、金融持ち株会社モルガン・スタンレー (MS) が年次株主総会開催。
- ・家電大手ワールプール (WHR) が投資家イベント開催。

5 月 24 日 (金)

- ・靴・アパレルメーカーのフット・ロッカー (FL) が、四半期決算についてコンファレンスコール開催。
- ・4 月の耐久財受注発表。新規受注は 2%減となる見込み (3 月は 2.8%増)。輸送関連を除く新規受注は、3 月と同水準の 0.3%増となる見込み。

Uber Technologies Inc. (UBER)



Lyft Inc. CLA (LYFT)



チャートは 3 カ月

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

2019 年 特集記事年間予定表

Special News Reports

January

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

February

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

March

4 ETF Feature
11 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
6 Roundtable: Biotech Investing
13 Income Investing
20 Technology
27 Top CEOs

June

3 ETF Feature
3 Retirement Quarterly
10 Top 100 Women Financial Advisors
17 Penta
24 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
9 Penta
16 Outlook: Where to Invest in 2020



THIS WEEK'S MAGAZINE

BARRON'S COVER

1. The Trade War Is Here. Don't Panic.

For our new cover story, we asked money managers, trade experts, and market strategists to put the trade-related risks into perspective. The consensus: Put aside the playbook for a trade war for now, but be prepared for bouts of stock market volatility.

FEATURE

2. 5 Cheap Stocks to Ride Out the Trade War

Investors shopping for stocks are better off simply favoring cheap ones with decent long-term growth prospects, rather than reacting to each new development on tariffs and other fleeting factors.

FEATURE

Koons, Monet, and Other Art Records Fall as the Superrich Keep Spending

Trade war fears and stock market swings don't dampen buyers appetite for art at New York's spring auctions. More than just money is at stake.

FEATURE

Nordstrom Stock Is Now a Can't-Miss Bargain

Nordstrom shares have been cut in half from their 2015 peak as investors worry about tariffs and the company's disappointing holiday season. The stock reflects those fear—and more.

FEATURE

A New Era of Tech Holds Promise for Health Records

the business of electronic medical data-keeping.

FEATURE

Why the Trade War Is Hitting a Trump-Country Commodity Hardest

In the U.S.-China standoff, copper is for the bulls, gold is for the bears, and soybeans are in the hands of the politicians of both countries.

THE TRADER

3. What Does It Take to Trigger a Selloff, Anyway?

Investors have become accustomed to central banks stepping in to bail out the market. Has something fundamentally changed?

TRADER EXTRA

Tariffs Graze the Weed Trade

The U.S. trade tiff with China affects even the pot trade. Ironically, the companies hurt are those that carefully avoid touching the still federally illegal weed.

TRADER EXTRA

3. Pinterest Committed a Cardinal Sin for a Newly Public Company

Pinterest released its first quarterly earnings report as a public company after Thursday's market close—and let's just say the numbers left investors wanting.

INTERNATIONAL TRADER - EUROPE

Europe Could Face Economic Paralysis After Parliamentary Elections

Weak candidates and voters with extreme views are a recipe for further dysfunction in the European Union

INTERVIEW

4. Why the U.S. Economy Will Keep Humming.

Nancy Lazar, the founder of Cornerstone Macro, thinks the economic expansion can roll on, aided by corporate reinvestment in the U.S., good productivity, lower taxes, and China's reduced allure.

MUTUAL FUND PROFILE

5. The Allure of Japanese Stocks

Masakazu Takeda, portfolio manager of the Hennessy Japan Fund, looks for companies with global reach and business models that can withstand unexpected shocks. He likes Nidec, Fast Retailing and Recruit Holdings.

EMERGING MARKETS

Emerging Markets for Investors Worried About the Trade War

China is big, but there are plenty of opportunities elsewhere in the emerging markets—from Indian privately owned banks and IT consultants to Brazilian drug makers. You just have to look.

COMMODITIES CORNER

More Volatility Ahead for Oil

Oil trading has been particularly volatile lately, as concerns mount about threats to both global supplies and demand

UP AND DOWN WALL STREET

6. China Wants to Avoid Becoming the Next Japan in Trade Talks

TECHNOLOGY TRADER

7. Take-Two Is Winning the Game

FUNDS

An ETF Sees a Blockbuster Debut. Don't Get Too Excited.

OTHER VOICES

8. Netflix, Starbucks, and the Value of the 'Wise Pivot'

THE ECONOMY

Europe Is Now a Bigger Trade Villain Than China

STREETWISE

9. Streetwise: Beefless Burgers? Sure, but Skip Alternative Meat Stocks.

STRIKING PRICE

Where the Next Meltdown Could Come From

INCOME INVESTING

REITs Offer Shelter, and Dividends, as the Trade War Hits the Market

RESEARCH REPORTS

Coke Has Kept Its Fizz

13D FILINGS

Blackstone's Interest in Oil

MAILBAG

Letters to Barron's

MARKET WATCH

The Use of Cash Dwindles Less Than You May Think

REVIEW

Bitcoin Is Surging. Thank the Trade War.

PREVIEW

10. Uber and Lyft Might Never Be Profitable. Investors Are Waking Up to That.

『バロonz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onz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onz拾い読み』 (2019 年 5 月 20 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 © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます