

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 July 29

1. **Pacific Gas & Electric Stock Could Be a Buy** リスクにもかかわらず買い→ P.2 【PG&E】
山火事で破綻した PG&E が破産保護から立ち直ることに期待
2. **Sky-High Software Stocks Look Bubbly** ソフト会社にバブルの気配→ P.5 【ソフトウェア】
収益の伸びが魅力のソフトウェア銘柄、その実態は？
3. **Robos Look Beyond Investing** 投資の先を見据える→ P.9 【ロボアドバイザー】
第3回ロボアドバイザー・ランキング
4. **Hybrid Vehicles Could Drive the Next Decade** 自動車の未来→ P.12 【自動車業界】
ハイブリッド車が次の10年の主役ー完全電動化時代はなお遠く
5. **The Trader** 利下げ期待と堅調な業績発表を受けて史上最高値更新→ P.14 【米国株式市場】
市場が利下げを織り込む中、銀行株に注目
6. **Why a GMO Strategist Is Bearish on U.S. Stocks** 米国株に弱気→ P.17 【インタビュー】
GMO のストラテジストは、MMT にはポジティブ
7. **Tech Stocks That Yield Steady Payouts** ハイテク企業の配当に注目→ P.19 【インカム投資】
安定して配当を出すマイクロソフト他ハイテク株 8 銘柄
8. **Up And Down Wall Street** FRB の次回利下げは失敗の可能性→ P.21 【コラム】
好調な経済状況にも関わらず、確実視される刺激策への疑問
9. **The Cable TV Bundle Is Falling Apart** ケーブルテレビ業界の再編→ P.23 【ケーブルテレビ】
ケーブルテレビ放送の落日は株価にとっては強気材料
10. **Preview** 今週の予定→ P.26 【経済関連スケジュール】
第2四半期の業績は予想を上回る企業が多いものの、減益も見られる

※ 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 © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. Pacific Gas & Electric Stock Could Be a Buy リスクにもかかわらず買い 【PG&E】 山火事で破綻した PG&E が破産保護から立ち直ることに期待

■ 破綻企業の回復に賭ける

カリフォルニア州に山火事の季節が到来した。同州の議員は今月初めに、山火事による壊滅的な損失と電力会社の膨れ上がる債務という悪循環を停止させる法案を急いで可決した。最近では2017年と2018年の山火事がとりわけ甚大な被害をもたらした。電力・ガスのパシフィック・ガス&エレクトリックに対する数十億ドルにおよぶ損害賠償請求訴訟の可能性を踏まえて、親会社である PG&E (PCG) は1月に破産法適用を申請した。



破綻を乗り切るためには多くの関係者のバランスの取れた行動が必要だが、株主に有利な展開となれば機転が利く意思の強い投資家にとって、20%超の上値余地につながる可能性がある。

PG&E の破綻は、気候変動が電力業界にもたらす可能性のある結果の極端な事例である。悪天候は、山火事のように電力会社が引き起こすものではないために直接的な比較はできないが、ハリケーンや洪水からの復旧の費用は多額になる可能性があり、利用者の料金に反映されるだろう。

山火事に関する法律は、電力会社の設備によって発生した山火事に関する電力会社の負担に上限を設けると共に、電力会社が毎年の安全審査に合格すれば山火事関連費用の価格転嫁が容易になる。これら2点は、カリフォルニア州で営業する電力会社の株主が数年にわたって望んできた内容だが、PG&E がその適用を受けるには、破産保護から1年以内に脱しなければならない。

今後1年間の PG&E の株価は、多くの利害関係者間の交渉で決定されることになるが、いずれのグループが主導権を握ろうとも増資が必要で、既存株主の持ち分を希薄化することになるだろう。とはいえ、債権者などは株式保有の意向を示している。株価は、最終的に破産状態からの今後の脱却において重要な役割を果たすことになる、カリフォルニア州の規制当局と政治家に左右されることになるだろう。

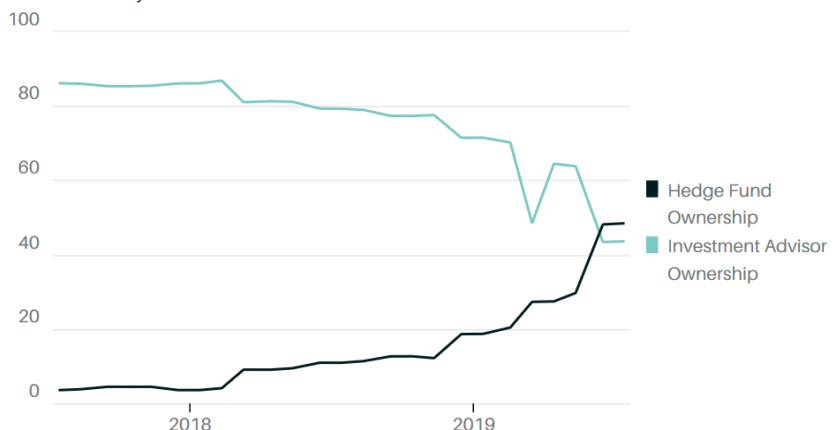
■ 電力会社に厳しいカリフォルニア州

市場は、カリフォルニア州の民間電力会社は、山火事が発生しやすい気候と電力会社にとって非常に厳しい判例を背景に、山火事の費用によって定期的に一掃されるとみており、新法はその問題を浮き彫りにしている。

アナリストの懸念は以下の通りである。同州の裁判官は、憲法で保障された権利である逆収用を適用して、電力会社に過失がない場合でさえ、設備が引き起こした山火事に対して電力会社が責任を持つと解釈している。規制当局は2017年、別の電力会社に対し、3億

Hedge Funds' Paradise

Traditional buy-and-hold investors have retreated from PG&E's stock.



7900 万ドルにおよぶ被害を価格に転嫁できないと判断している。

ただし 2017 年の判断を詳細に見ると、規制当局によれば電力会社の主張が受け入れられなかったのは、山火事前に設備を適切に管理していたと電力会社が示せなかったためだ。ある山火事の例では、成長が早い木の枝が落下したために生じたが、電力会社は毎年の剪定（せんてい）計画にもかかわらず、29 カ月も剪定していなかったことが分かった。PG&E は、依然として安全に関する企業文化に対する調査対象となっているが、同社は、「山火事のリスクを低減し、顧客とコミュニティを保護するための取り組みで、大きく前進した」と発表している。

山火事のリスクに関する根強い疑問は株価に恐らく反映されており、株価は 2018 年 11 月から 60% 下落した。株価は今期予想の利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）に対して約 5 倍で、同州の他の電力会社であるエジソン・インターナショナル（EIX）の 9 倍やセンブラ・エナジー（SRE）の 15 倍に対して大幅なディスカウントとなっている。

モルガン・スタンレーのアナリストであるスティーブン・バード氏は、破綻処理が期限通りに終了すれば、株価は今後 1 年間で 20% 超上昇する可能性があると述べる。この見通しは、PG&E が既存株主にとって 60% の希薄化となる増資を実施する想定と、新たな法律による多額の要求を織り込んでいる。新法はカリフォルニア州の 3 社の電力会社に対して、安全に関する総額 50 億ドルの支出を要求している。これは、規制当局が投資家のリターンを計算するための資産に含まれない（支出が資産とカウントされて、分母が増加してリターンが低下すれば料金引き上げが認められる可能性がある）。さらに 3 社は、山火事保険基金創設のために総額 75 億ドルを一括で支払

うほか、今後 10 年間にわたって毎年 3 億ドルを支払わねばならない。ちなみに山火事保険基金には、電力利用者也電力料金を通じて資金を拠出することになる。

■ PG&E のリスク

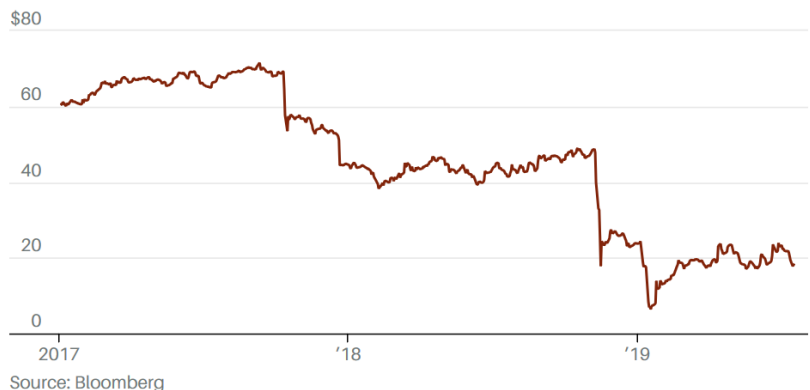
PG&E に関するリスクは、株主としてヘッジファンドが機関投資家にとって代わっていることが表している。社債保有者の中には、ヘッジファンドのエリオット・マネジメントがいる。さらに、複数のヘッジファンドが保険請求権に相当額を投資している。

電力会社を保有する主なリスクは、企業が山火事関連の支払額を調達するために、増資を強いられることだ。

Electric Slide

PG&E shares have fallen, but investors are now betting there will be value after the bankruptcy.

PCG・NYSE



Looking for Upside

PG&E bonds are trading above par after a proposal to allow creditors to buy equity.

PG&E 6.05% coupon bond maturing on 3/1/34



もし 50%超の希薄化となれば、現在の水準が良好な価値を提供していない可能性がある。大半が政治的な潜在的なサプライズも、PG&E の株主にとって引き続きリスクとなっている。政治家は、PG&E に対して寛容過ぎると選挙民が判断した際に直面する政治リスクを認識している。政治家はまた、山火事の費用を無制限に求められないような保証を要求する投資家との間で微妙なバランスに到達した。破綻処理プロセス以外にもリスクは多い。例えば、山火事の被害者グループは、PG&E の設備が 2017 年の山火事（TUBBS）の原因ではないというカリフォルニア州の判断に対する異議申し立てを望んでいる。

PG&E の回復にとって、カリフォルニア州のニューサム州知事が重要な役割を果たしている。同氏は、州知事就任前から山火事問題に関わっていると述べる一方、PG&E の本社があるサンフランシスコ市長を務めた経験から同社との関係も近い。

電力会社は民営といえども州が認めた独占企業で、売上高とリターンは資本利益率に基づいて規制当局によって決定される。インセンティブの構造は、資本への過剰投資と、資本計上されない安全策などへの過小投資を促すことになる。そのためカリフォルニア州の規制当局は、この対立を解消するための複数の提案に対するフィードバックを募集した。一つの提案は、電力会社のリターンを、設備投資ではなく安全性のパフォーマンスに関連付けることだ。別の提案は、電力会社に対して、持ち株会社の仕組みの解消と、規制外資産の売却を求めることだ。

■ 複数の再建案の調整

州知事のオフィスとカリフォルニア州公共事業委員会は最近、PG&E の破綻処理に介入した。24 日の審問で両者の代理人は裁判官に対して、裁判所で再編計画を提示可能な人選の先送りを提案して認められた。政府高官はこの時間を利用して、関係各当事者がそれぞれの再編計画を提出するためのプロセスを決定するよう調整に当たる予定だ。当事者が今後 2 週間以内にプロセスで合意できれば、ニューサム知事を含む政府高官が計画を評価できるだろう。そしてそれが、カリフォルニア州公共事業委員会から必要な承認を早める見込みだ。

裁判所内外でその他の再建案も議論されている。全ての提案が社債の全額償還を認めており、多くの社債は額面近辺あるいは額面以上で取引されている。従って論点は、山火事被害者のための基金の規模と、その資金を調達するために発行される株式の種類となっている。

最初の案は、ピムコやエリオット・マネジメントを含む債権者によって 6 月下旬に提出された。総額 310 億ドルの計画では、PG&E が 190 億～200 億ドルの新規株式を発行し、債券を保有する 2 つのグループが総額の 95%を買う権利を与えられる。新規発行株式が PG&E に対する 85～95%の持ち分に相当し、同社株を大幅なディスカウントで買えることが障害である。この計画が先に進む公算は小さい。

二つ目の案は、代位弁済権または山火事の求償権を保有する投資家によって提出された。その計画では、代位弁済権の 90%を強制転換優先株で、残りの 10%を現金で支払う。また既存株主が、再編された企業の株主割当て増資に参加可能で、既存株主の持ち分を希薄化することになるが、その権利を消失させることはない。

PG&E は独自の再編計画に言及しており、複数の手段で資金調達が可能と述べている。まず、電気料金収入を担保とした無税の債券を発行する。さらに、株式の新規発行または株主割当て増資によって資金を調達する。



いずれにせよ、どの案も山火事の被害者の承諾なしに承認される公算は小さい。山火事被害者の支援団体の共同委員長を務めるパトリック・マッカラム氏は、「われわれは被害者に対する最大限かつ公正な補償と、山火事のリスクを安全に管理するための、最高のリーダーシップ、資源および経験を提供する統治構造を示す提案に関心をもっているが、これらの目標達成に近い提案はない」と語る。

PG&E の複雑な破綻処理を乗り切ろうとする投資家は、課題と、恐らくは報われない作業に直面している。本件は、民間電力会社のビジネスモデルが議論の対象になっている理由を示している。しかし、賢い資金は、同社が少なくとも今後数年間は耐えられることに賭けており、投資家も注目すべきだ。

PG&E Corp. (PCG)



Edison International (EIX)



Sempra Energy (SRE)



チャートは3年

By ALEXANDRA SCAGGS
(Source: Dow Jones)

2. Sky-High Software Stocks Look Bubbly ソフト会社にバブルの気配 【ソフトウェア】 収益の伸びが魅力のソフトウェア銘柄、その実態は？

■ 上昇が続く株価への懸念

クラウドベースの統合基幹業務システムを手掛けるワークデイ (WDAY) の時価総額は 500 億ドルに迫るが、赤字だ。やはりソフトウェア会社であるサービスナウ (NOW) やオクタ (OKTA) なども赤字だ。インターネットの先駆者にしてベンチャーキャピタリストのマーク・アンドリーセン氏が 2011 年に述べたように、「ソフトウェアが世界を飲み込んでいる」というと大げさかもしれないが、米国株式市場でこれほど人気の高い業界は他にない。



投資家は、これらの企業の一般に (公正妥当と) 認められた会計原則 (GAAP) に基づく利益の欠如を黙認している。それよりも魅力的なのは、サブスクリプション型ソフトウェアを導入する企業の増加を背景とした売り上げ成長率の高さと市場機会の大きさだ。米国の大手企業で、前年比 25%以上の増収などめったにないが、唯一あり得るのが、ソフトウェア会社だ。しかし、株価の上昇が続く中、今や一部のファンでさえ、バリュエーションが高過ぎるのではないかと感じている。マッコーリーのソフトウェア・アナリスト、サラ・ヒンドリアン氏は、今月のレポートで「ソフトウェア銘柄のバリュエーションは過去最高に達し、バブルのリスクが高まっている」と指摘している。

同セクターを対象とする上場投資信託 (ETF) である i シェアーズ・エクспанデッド・テック・ソフトウェア・セクターETF (IGV) は年初から 32%上昇し、この 3 年間で 2 倍になっている。同セクターには、オクタやジースケイラー (ZS) など、2019 年に 100%を超える値上がり記録している銘柄もあるが、同 ETF は、文書・画像処理ソフト大手のアドビ (ADBE)、企業向けソフトウェア大手のオラクル (ORCL)、マイクロソフト (MSFT) などの成熟した大企業が占める割合が高いため、そのような値上がり銘柄のパフォーマンスが十分に反映されていない。

現在、多くのソフトウェア会社のバリュエーションは、2019 年の予想売上高の 20 倍以上で、赤字である。これに対し、S&P500 指数のバリュエーションは売上高の約 2 倍、アップル (AAPL)、アルファベット (GOOGL)、フェイスブック (FB)、マイクロソフト、アマゾン・ドット・コム (AMZN) といった主要テクノロジー企業は、売上高の 4~8 倍である。

マイクロソフトとアドビは、他の同業者ほど割高ではないが、手頃な価格ともいえない。アドビの株価収益率 (PER) は 50 倍超、マイクロソフトは 25 倍超となっている。ニューズレター「ハイテク・ストラテジスト」の編集者、フレッド・ヒッキー氏は、「このような株価売上高倍率 (PSR) の数値は、本来なら PER として示されるはずの値だ」と述べ、「まさに 2000 年と同様のバブルだ」と指摘する。

これらの株価は、完璧か完璧に近い状況を織り込んでいるため、ちょっとした失望でも影響が出やすい。サービスナウは、第 2 四半期のサブスクリプション収入が 33% 増加したものの、この 2 年間で初めてコンセンサス予想をやや下回ったことで、木曜日に 4% 値下がりした。市場は 30% を超える増収を見込んでいるため、さらなる失望がもたらされるかもしれない。また、ソフトウェア支出も景気サイクルの影響を受けるため、景気の減速や後退によって大きな打撃を受ける恐れがある。

■ 財務報告における株式報酬の扱い

もう一つは会計リスクだ。GAAP では、株式報酬は費用として計上される。しかし、ほとんどのソフトウェア会社の財務報告は GAAP に準拠しておらず、多額の株式報酬が除外されているため、収益性が誇張されている。ソフトウェア会社の間で人気の高いもう一つの財務指標である「報告ベースのフリーキャッシュフロー」も、株式報酬の除外で過大評価されている。投資家や多くのアナリストは、経営陣がこのような幻想に身を任せることに不満を感じていないようだ。株式報酬は現金支出ではないので問題ない、という理屈だ。しかし、今ではほぼ全ての株式報酬が、評価困難な株式オプションではなく、現金に準じる制限付き株式で構成されているのだ。

ワークデイは、「株式報酬費用の除外は、当社の中核事業の長期的パフォーマンスをよりよく理解し、同業他社の業績との比較を容易にするために有効である」と主張している。ソフトウェア業界以外では、株式報酬に絡んで非 GAAP の基準を採用する企業はほとんどない。フェイスブックとアルファベットはかつて非 GAAP ベースの業績を報告していたが、今ではアップルやマイクロソフトと並んで GAAP を採用している。

株式報酬の扱いは、バークシャー・ハサウェイの最高経営責任者 (CEO) ウォーレン・バフェット氏の不満の種だ。バフェット氏は 2015 年の株主への手紙で、株式報酬を除外するなど「とんでもないこと」だと指摘している。そして、市場のアナリストたちもまた、経営陣の受け売りに終始し、株式報酬無視の財務報告という茶番に一役買っていることが多いと指摘している。

株式報酬を無視しても株式市場が気にしないのだから、ソフトウェア会社がそれを大量に発行するのも当然だ。サービスナウとワークデイの株式報酬は売上高の約 20% に達するが、アルファベットとフェイスブックでは 6~7% である。ワークデイの昨年の非 GAAP ベースの業績を見ると、1 株当たり利益 (EPS) が 1.36 ドルとなっているが、GAAP ベースでは、1 株当たり 1.93 ドルの損失となる。この違いは株式報酬によるところが大きい。同社は今年もまた GAAP ベースの赤字が続くと予想されるが、株価は 214 ドルである。

サービスナウの第 2 四半期の非 GAAP ベースの EPS は 71 セントだっ

On Cloud Nine

The iShares Expanded Tech-Software Sector exchange-traded fund has climbed sharply in recent years.

\$250



Source: FactSet

たが、GAAP ベースでは 1 株当たり 6 セントの損失だ。また、株式報酬付与後のフリーキャッシュフローは、わずか 2200 万ドルだった。530 億ドルの時価総額を誇る企業の話とは思えない。そして、同社の PER は、2019 年の非 GAAP ベースの予想 EPS である 3.22 ドルの 90 倍、GAAP ベースの予想 EPS である 5 セントに対しては 5000 倍を超える。

クラウド業界をリードする顧客情報管理 (CRM) サービス大手のセールフォース・ドットコム (CRM) の株価は約 159 ドルで、GAAP ベースの 2020 年 1 月期の予想 EPS の 79 セントの 200 倍である。非 GAAP ベースの予想 EPS である 2.80 ドルに対しても 57 倍だ。ヒッキー氏は、「これはバブルで起こる事態だ。バリュエーションを正当化できる方法を見つける必要がある」と述べている。

■ 強気の見通しに警鐘

ソフトウェア業界に対する強気派は、魅力的な中核マージン、ビジネス顧客との密接な関係、そして市場機会の大きさを材料として挙げる。株価が割安になることはめったにないが、高いバリュエーションに二の足を踏んだ投資家は莫大 (ばくだい) な利益を逃してきた。セキュリティソフト会社のオクタは、2 年前に 1 株当たり 17 ドルで株式公開し、現在は 136 ドル前後で取引されている。

ジェフリーズのソフトウェア・アナリスト、ジョン・ディフッチ氏は、業界の魅力はリカーリングモデルによる売上高の力強い伸びだと語る。ディフッチ氏によると、投資家は、販売およびマーケティング費用を収益性の高い新ビジネスを生み出すための投資と見なす傾向があるという。そして、「当社はソフトウェアビジネスにこれまで通りに前向きだが、バリュエーションには、ためらいを感じることもある」と述べる。

自社の製品ポートフォリオ拡大の早道と見なされるのが企業買収だ。今年の初め、ドイツのソフトウェア大手 SAP (SAP) が非公開会社クアルトリクスを直近の売上高の 21.5 倍に相当する 80 億ドルで買収した。しかし、ソフトウェア株の値上がりにより、このような企業価値の評価を上回る水準で取引されるソフトウェア銘柄が増えたことで、モルガン・スタンレーのアナリスト、キース・ワイズ氏は「M&A (合併・買収) がソフトウェア業界における変化のきっかけとなる可能性は、幾分弱まるだろう」との見方を示した。

ソフトウェア・セクターには明るい未来があるものの、株価には、ミスを許容する余地がほとんどない。ヒッキー氏は、「投資家にとって、ソフトウェア企業は明らかに高リスクだが、そのリスクが株価には反映されていない」と警告する。

Hard Truth on Software

A number of software stocks have no GAAP earnings but trade at high price/sales ratios.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	Market Value (bil)	2019E EPS (GAAP)	2019E Revenue Growth	2019E Price/Sales
Zoom Video Communications / ZM 1	\$97.11	170%	\$26.5	-\$0.15	65%	48.5
Okta / OKTA 1	136.62	114	15.6	-1.5	37	28.5
Slack Technologies / WORK 1	33.72	30	17	-1.36	51	28.1
Zscaler / ZS 2	86.42	120	10.9	-0.07	34	27
Shopify / SHOP	333.34	141	37.4	-0.81	41	24.7
Atlassian / TEAM 3	134.51	51	32.4	-0.14	28	20.9
Twilio / TWLO	147.76	65	19.8	-1.79	71	17.9
ServiceNow / NOW	285.73	60	53	0.05	33	15.3
Adobe / ADBE 4	308.73	36	149.9	5.78	24	13.4
Workday / WDAY 1	215.01	35	48.6	-2.12	29	13.4
Microsoft / MSFT 3	140.19	38	1,071.50	5.22	11	7.7
Salesforce.com / CRM 1	159.35	16	123.5	0.79	23	7.6

1 Fiscal year ends Jan. 2020; 2 Fiscal year ends July 2020; 3 Fiscal year ends June 2020; 4 Fiscal year ends Nov. 2019; E=Estimate; Slack YTD change from 6/19/19; Zoom Video YTD change from 4/17/19

Workday Inc. C1A (WDAY)



ServiceNow Inc. (NOW)



Okta Inc. C1A (OKTA)



iShares Expanded Tech-Software Sector ETF (IGV)



Zscaler Inc. (ZS)



Adobe Inc. (ADBE)



Oracle Corp. (ORCL)



Microsoft Corp. (MSFT)



Apple Inc. (AAPL)



Alphabet Inc. C1A (GOOGL)



Facebook Inc. C1A (FB)



Amazon.com Inc. (AMZN)



Salesforce.com Inc. (CRM)



SAP SE ADR (SAP)



チャートは3年

By ANDREW BARY
(Source: Dow Jones)

3. Robos Look Beyond Investing 投資の先を見据える 第 3 回ロボアドバイザー・ランキング

【ロボアドバイザー】

■ 投資以外のサービスが運用資産額の伸びをけん引

本誌は調査会社バックエンド・ベンチマーキングの協力を得て、3 回目となるロボアドバイザー・ランキングを作成した。ロボアドバイザーの運用資産額は増加し続けており、バックエンドの分析によれば少なくとも 4400 億ドルに上る。増加の主な要因は、人間のアドバイザーへのアクセス、サステナブル投資商品、高金利のキャッシュ口座などの新サービスである。こうした要素はいずれも従来の金融サービスに近い。



バックエンドのリサーチアナリスト、デービッド・ゴールドストーン氏は、「ロボアドバイザーはプラットフォームを拡大し、個人向けの包括的な金融プラットフォームとなることを目指している」と指摘する。バックエンドのデータによれば、2019 年上半期は、ベターメント、パーソナル・キャピタル、チャールズ・シュワブ (SCHW)、バンガード、ウェルスフロンツの大手ロボアドバイザー 5 社が 400 億ドルの投資資金を引き付けた。2018 年の 5 社の資産増加額は通期で 250 億ドルだった。

しかし、最近の成長の理由は単純ではない。運用資産額の伸びをけん引しているのは、ロボアドバイザーにとっては新しいが、金融業界ではありふれた商品だ。すなわち、キャッシュ運用、支出・予算管理、サステナブル投資である。バックエンドのケン・シャピロ最高経営責任者 (CEO) は、「市場が不安定化し、ロボアドバイザーへの関心が薄れた一方、手元現金の活用に対する関心が高まった」と語る。

ウェルスフロンツのキャッシュ口座は金利が 2.57% で、連邦預金保険公社 (FDIC) による付保対象となっている。この口座には発表後 1 カ月で 10 億ドル以上の資金が流入した。ベターメントは先週、FDIC による付保対象の当座預金口座と普通預金口座を提供すると発表した。普通預金口座は既に提供が始まっており、金利は 2.69% である。

■ 参入企業の増加

ロボアドバイザーは、環境・社会・ガバナンス (ESG) ファクターに基づくサステナブル投資ポートフォリオにも対応している。しかし、バックエンドの分析によれば、こうしたポートフォリオはサステナビリティスコアの改善に若干しか寄与しない。ロボアドバイザーの標準的な株式ポートフォリオの ESG スコアが 51.7 ~ 53.6 点 (モーニングスターの 0 ~ 100 点の評価基準による) である一方、サステナブル投資ポートフォリオは 53.2 ~ 57.0 点となっている。さらにバックエンドによれば、サステナブル投資オプションのパフォーマンスは良くて若干の改善にとどまるにもかかわらず、手数料は通常のサービスを上回っていた。

今月、ついに JP モルガン・チェース (JPM) がロボアドバイザーのサービスを開始した。同社の「ユー・インベスト・ポートフォリオ」は年間手数料が 0.35% で、投資先の上場投資信託 (ETF) にかかる経費は無料としている。ユー・インベストの価格設定は、おおむね他の大手ロボアドバイザー並みである。バックエンドが追跡調査しているロボアドバイザーは 42 社で、今やほぼ全ての大手金融機関が含まれる。ゴールドマン・サックス (GS) は依然としてフルサービスのロボアドバイザーを提供していないが、2016 年にロボアドバイザー風の退職金運用サービス会社を買収している。

参入企業の増加により、手数料は押し下げられ、預金口座の金利は上昇している。しかし、今後は多くの新規参入は見込まれない。ゴールドストーン氏は「ベターメント、パーソナル・キャピタル、ウェルスフロンツと使いやすさやサービス合理化の面で競争するのは非常に難しい」と指摘する。一方、バンガード、チャールズ・シュワブ、フィデリティといった従来のプレーヤーは、技術競争に勝利したり、手数料を最低クラスに引き下げたりする必要がない。こうした企業のロボアドバイザーは、既存の膨大な顧客基盤から資産を獲得できるためである。

■ パフォーマンスのトップはフィデリティ

ロボアドバイザーは、従来のファイナンシャルアドバイザー業界では見られなかった透明性を実現した。バックエンドは4年前から全ての大手ロボアドバイザーに口座を開設し、ポートフォリオの資産配分を株式 60%、債券 40%に統一するようにしている。これにより各社のパフォーマンスを比較することができる。同社は四半期ごとにパフォーマンス報告を発表している。

6月30日時点では「フィデリティ・ゴー」が最高のリターンを達成しており、過去2年の年率リターンは7.26%だった。アドバイザー手数料は0.35%で、投資先のファンドにかかる経費は無料である。第2位はワイズバニヤンで、過去2年の年率リターンは7.00%だった。同社はアドバイザー手数料を課しておらず、投資先ファンドの経費率の加重平均は0.09%となっている。第3位はロボアドバイザーのパイオニアであるウェルスフロントで、過去2年の年率リターンは6.92%だった。アドバイザー手数料は0.25%、経費率の加重平均は0.11%である。

パフォーマンスの下位2社は、チャールズ・シュワブと、ブラックロック (BLK) 傘下のフューチャーアドバイザーだった。チャールズ・シュワブのデジタル投資顧問およびイノベーション責任者のシンシア・ロウ氏は、同社は顧客の長期リターンやプランニングツールへのアクセスなどに重点を置いていると述べた。また、過去3年のリターンは過去2年よりも良かったという。ブラックロックはコメントを拒否した。

バックエンドによれば、多くのロボアドバイザーの投資スタイルはバリュー投資に偏っている。バリュー投資は、過去の実績は優れているが、近年は市場をアンダーパフォームしている。これは割高なハイテク株が市場を大幅にアウトパフォームしているためである。グロース投資に完全に偏っているロボアドバイザーは存在しないが、比較的中立なロボアドバイザーは過去2年でアウトパフォームしている。シャピロ氏は「パフォーマンスを左右する要因は、グロースとバリューの比率、海外投資と国内投資の比率、手数料だ」と語る。

人口動態の変化と新たな顧客基盤によって、ロボアドバイザーは急速に進化しており、時には投資が背景に追いやられることもある。ゴールドストーン氏は「半年後か1年後には、キャッシュ運用、支出管理や預金先に関する話題が増えているはずだ」と話す。

Ranking the Robos' Returns...

Fidelity's robo advisor has generated the leading annualized return over the last two years.

Robo-Advisor	Two-Year Annualized Return	Equity Only	Fixed Income Only
Fidelity Go	7.26%	9.20%	4.02%
WiseBanyan	7.00	8.62	3.85
Wealthfront	6.92	8.19	4.09
SigFig	6.87	8.73	3.87
TD Ameritrade	6.71	8.11	3.07
Vanguard	6.46	8.45	3.36
Ally Financial	6.33	7.42	4.17
E*Trade	6.27	7.80	3.92
TIAA	6.27	8.09	3.21
Merrill Edge	6.02	7.97	3.33
Acorns	6.00	8.07	2.50
Ellevest	5.97	7.88	2.98
SoFi	5.84	7.92	3.35
Betterment	5.81	6.54	4.08
Wealthsimple	5.68	6.99	3.59
Personal Capital	5.61	6.78	2.33
Schwab	5.18	6.19	3.79
FutureAdvisor	5.14	6.49	3.23

Note: Performance through 6/30/19.

...and Assets Under Management

While startups like Betterment and Wealthfront pioneered the robo advisor industry, offerings from legacy financial firms now dominate in terms of assets under management. Here's a breakdown of the robo providers with track records of at least two years.

Robo-advisor	AUM (mil)	Clients	Account Minimum	Annual Advisory Fee
Vanguard	\$140,000	NA	\$50,000	0.30% for the first \$5 million
Schwab	41,000	315,000 *	\$5,000	No fee
TD Ameritrade	19,900	NA	\$5,000	0.30%
Betterment	17,600	419,543	No minimum	0.25%
Wealthfront	15,000	221,142	\$500	0.25%
Personal Capital	10,000	20,000	\$100,000	0.89% for the first \$1 million
FutureAdvisor	1,192	12,285	\$5,000	0.50%
Acorns	1,149	4,500,000 *	No minimum	\$1/month for Acorns Core (free for college students)
SigFig	485	11,168	\$2,000	No fee for the first \$10k; 0.25% for balance over \$10k
Ellevest	283	22,824	No minimum	0.25%
WiseBanyan	179	23,659	No minimum	No fee for basic package
Ally Financial	176	t11,400	\$100	0.30%
Wealthsimple	89	14,869	No minimum	0.50% fee on accounts less than \$100k
SoFi	79	19,057	\$1	No management fee
E*Trade	NA	NA	\$500	0.30%
Fidelity Go	NA	NA	No Minimum	0.35%
Merrill Edge	NA	NA	\$5,000	0.45%
TIAA	NA	NA	\$5,000	0.30%

*Number of accounts. NA=Not Available.
Source: Backend Benchmarking

Charles Schwab Corp. (SCHW)



JPMorgan Chase & Co. (JPM)



Goldman Sachs Group Inc. (GS)



BlackRock Inc. (BLK)



チャートは3年

By BEN WALSH
(Source: Dow Jones)

4. Hybrid Vehicles Could Drive the Next Decade 自動車の未来 ハイブリッド車が次の 10 年の主役 –完全電動化時代はなお遠く

【自動車業界】

■ 予見的 CM

7 月 23 日に公開された自動車大手フォード・モーター (F) の CM 動画では、「42 年間、全米で最も売れたピックアップトラックである」F-150 の完全電気自動車モデルの試作車が、空の列車のみならず、ガソリン車である従来の F-150 を 42 台も積載した列車を引いてみせる様子を映し出している。しかし、YouTube (ユーチューブ) での再生回数は金曜日の朝の時点で 100 万回に満たず、一般消費者の心を打ってはいないようだ。



それでもフォードの動画には先見の明がある。電気自動車は未来の車だ。理由は二酸化炭素の排出量を削減し、ガソリンの使用量を減らすからだけではない。将来的には、電気自動車が、ガソリン車よりたくましく見えるようになるからだ。その暁には、大型のガソリン車愛好家たちも、電気自動車に乗り換えるだろう。

しかし、株式投資家を悩ませているのは、かなり先にならないとその日は訪れないという点だ。もうけを出している企業はいずれも内燃機関自動車向け事業の比率が高く、株式のバリュエーションもそれに見合う水準になる。それに対して電気自動車に特化したメーカーとして最大手のテスラ (TSLA) は、利益やフリーキャッシュフローを生み出すことのできる信頼のおける企業には成長していない。

そのような投資家に、フォードのピックアップトラックは一つの解決策を提示している。完全電気自動車を売り込む一方、同社は来年、ハイブリッド車を市場に投入する予定なのだ。2020 年代には、ハイブリッド車は、内燃機関搭載車の選択肢としてはデフォルトになり得る。その理由を知るには高級車ブランドのアウディの 2019 年型最高級セダンである「A8」に目を向ければ良い。同モデルは 48 ボルトの電源システムを採用した「マイルド・ハイブリッド」と呼ばれるシステムを搭載する。「マイルド」とは、純粋な電気自動車に比べてずっと低い電圧で動かせるという意味で、製造コストはフルハイブリッド車と比べても抑えられる。自動車メーカーは、フルハイブリッドの 30% のコストで、その 70% の恩恵にあずかることができる。

また、通常ガソリン車の電気系統システムの電圧は 12 ボルトと、家庭用電気コンセントの 10 分の 1 の程度だ。これでエアコンや座席暖房、ダッシュボードの情報機器を全て使用することができる。これに対し、48 ボルトのマイルド・ハイブリッド車であれば、冬にフロントガラスを温める機能を追加するなど、電圧がより高いことを利用してさらなる付加価値を実現できるかもしれない。

■ 帆船から蒸気船へ

バークレイズのアナリストであるブライアン・ジョンソン氏は、現在の自動車業界がたどる道のりを、1800 年代半ばの造船業界の歩みになぞらえている。当時の業界標準は風力推進で、そこに新技術として蒸気エンジンが登場した。ただし、生まれたばかりの蒸気エンジンでは遠距離の航海はできず、乗客は洋上で燃料の石炭が切れてしまうのを心配していた。それから 30 年間は、風力と蒸気の双方を利用するハイブリッド船に頼る時代だった。ジョンソン氏は、こうした歴史を踏まえ、2025 年までのマイルド・ハイブリッド車とプラグインハイブリッド車 (プラグを用いて直接コンセントから充電できる機能を備えたハイブリッド車) の年平均成長率が、それぞれ 58% と 34% になると予想する。

米国では、プラグインハイブリッド車はニッチ (隙間) 的な存在にとどまるかもしれない。完全電気自動車の充電施設がまだ整っていないとすれば、なぜプラグの必要があるのかという理屈だ。それでも新型のプラグインハイブリッドの F-150 は、蓄えた電力で荷台のコンセントから工具類に電力を供給できるので、ピックアップトラックで現場に向かう人々には魅力的かもしれない。

多くの家庭が車 1 台を持ち、温室効果ガス排出削減で意欲的な目標を掲げる欧州では、さらなる成長の余地

がある。プラグインハイブリッド車は、週末の地方旅行の際に、バッテリーが持つかどうか不安に思っているドライバーにはうってつけた。温室効果ガス削減を目指す欧州の自動車メーカーにとっても、ディーゼル車の信頼が失墜した以上、ハイブリッド車の重要性はこの上なく高まっている。

■ 割安なサプライヤー

これらの状況から、ガソリン車メーカーからの投資家の逃げ足が速過ぎたことがうかがえる。実際、ガソリン車メーカーの大半は、生き残りをかけて電動関連技術にも手を広げている。ジョンソン氏は、ターボチャージャーやクラッチの生産で有名なボルグワーナー（BWA）が、ハイブリッド車と完全電動車向けの動力システムも手掛けている点を強調している。

ボルグワーナーは向こう 4 年間の 1 株当たり利益（EPS）の年平均成長率が 9%と見込まれているにもかかわらず、今年の予想利益に基づく株価収益率（PER）は 10 倍弱でしかない。一方、予想 EPS の年平均成長率が 2%ポイント低い飲料大手のコカ・コーラ（KO）の PER は 25 倍に達する。

つまり投資家は自動車エンジンより炭酸飲料の将来性を高く買っているということで、それも一理ある。自動車業界は技術発展がもたらす長期的な変化のみならず、短期的な受注の振れにも対処しなければならない。クレディ・スイスのアナリストであるダン・レビー氏はこれを「二つの時間軸」と呼ぶ。25 日にボルグワーナーが発表した本業の売上高は、業界全般が落ち込む中で横ばいとなった半面、利益率は下振れるとの見通しを示した。中国でハイブリッド車と電気自動車向け受注が堅調だったものの、自動車販売自体が軟化している状況が一因とみられる。結果としてボルグワーナーの株価は下落した。それでもレビー氏は、直近で 39 ドルの株価は 47 ドルに向かうと主張。パークレイズのジョンソン氏は 44 ドルを目標に置く。配当利回りは 1.7%だ。

他のサプライヤーは、ハイブリッド車への取り組みを加速している。自動車部品メーカーのデルファイ・テクノロジー（DLPH）は自動車向け電子機器を製造しており、電動時代の到来とともに収益力のあるコンテナが増えていくとみている。PER は 6 倍である。自動車関連製品卸売持ち株会社のデーナ・ホールディング（DAN）は、電気自動車向けアクセルなどを手掛け、PER は同じく 6 倍である。自動車部品メーカーのメリトル（MTOR）は、電動化部門に加え、よりなじみ深い技術への投資も進めており、5 月には売上高 2 億 4800 万ドルのアクセルテックを 1 億 7500 万ドルで買収すると発表した。PER は 7 倍となっている。

これらの銘柄はまるで列車でもけん引できるほど刺激的存在だというわけではないが、恐らく、値頃感を求める投資家は心を踊らせていることだろう。

Ford Motor Co.(F)



Tesla Inc. (TSLA)



BorgWarner Inc. (BWA)



Coca-Cola Co. (KO)



Delphi Technologies PLC (DLPH)



Dana Inc. (DAN)



Meritor Inc. (MTOR)



チャートは3年

By JACK HOUGH
(Source: Dow Jones)

5. The Trader 利下げ期待と堅調な業績発表を受けて史上最高値更新 市場が利下げを織り込む中、銀行株に注目

【米国株式市場】

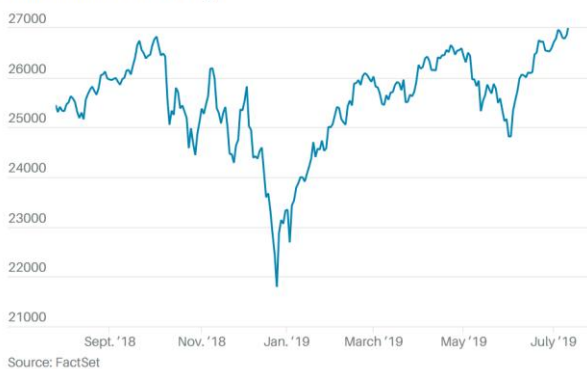
■ 堅調な業績発表

激しい雷雨で先週のニューヨークでは洪水が起きたが、株式市場には日が差し込むばかりだった。

先週、主要株価指数の中で S&P500 指数は 1.7% 上昇して 3025.86 と、史上最高値を更新して週を終えた。ナスダック総合指数も 2.3% 高の 8330.21 と、史上最高値を更新して引けた。一方、ダウ工業株 30 種平均 (NY ダウ) は 0.1% 高にとどまって 2 万 7192 ドル 45 セントで取引を終えたが、これは、737 MAX 旅客機運航停止の影響がボーイング (BA) の業績に表れて 8.6% 安となったことによる。小型株のラッセル 2000 指数は 2.0% 上昇して 1578.97 で週末を迎えた。



Dow Jones Industrial Average



S&P 500 Index



NASDAQ Composite Index



Barron's 400 Index



明らかに楽観的な見方が市場に多く織り込まれているものの、そのうちの幾つかは順当なものだ。先週発表された業績はおおむね堅調で、例えば宅配大手のユナイテッド・パーセル・サービス (UPS) は、予想を上回る業績発表に加えて業績ガイダンスを引き下げなかったことから、1週間で17%上昇した。その他の主な上昇銘柄には、検索大手グーグルの親会社であるアルファベット (GOOGL)、ソーシャルメディア大手のツイッター (TWTR)、飲料チェーン大手のスターバックス (SBUX) などがある。トリバリエート・キャピタル・マネジメントの創業者であるアダム・パーカー氏は「企業業績が市場予想通りかそれを上回る比率は全体として通常通りで、失望させられる点はない」と述べる。



しかし、全ては米連邦準備制度理事会 (FRB) 次第となっている。FRB が 7 月 31 日に利下げを実施すると市場は織り込んでおり、もし利下げがなければ市場は大きく動揺すると思われる。金利低下を背景に米国 10 年国債利回りは年初の 2.68% から 2.08% に低下しており、株式市場が年初から 21% 上昇する背景となった。

その結果、S&P500 指数の実績ベースの株価収益率 (PER) は 19.8 倍となり、割高感が感じられるかもしれない。ただし、金利水準を考慮すると必ずしも割高ではないとの見方もある。そうした見方の一つは、PER に 10 年国債の利回りを加える方法によるものだ。ルーソルド・グループのチーフ投資ストラテジストであるジェームズ・ポールセン氏によると、その値は現在 22 を下回る水準にすぎず、2018 年 1 月の 26 から低下して 1950 年以降のレンジで見ると下位 3 分の 1 にとどまっているという。同氏は「株式市場は最高値水準に現在あるものの、相対的なバリュエーションは改善している」と書いている。

一方、グラスキン・シェフのチーフ・ストラテジストであるデービッド・ローゼンバーグ氏は、結局、これは市場の継続的な上昇が世界の中央銀行に依存していることを意味しており、「インフレや金利の問題が発生した時に市場が慌てることになる」と述べる。

■ 銀行株に注目

今後の展開と関係なくアウトパフォームする可能性が高いセクターの一つは銀行株かもしれない。まず、金融株はテクニカル面で上昇の兆しを見せている。上場投資信託 (ETF) である金融セレクト・セクター SPDR ファンド (XLF) は金曜日に 28.68 ドルで引けたが、これは 2018 年 9 月以来の高値であり、2007 年に付けた過去最高の 30.87 ドルから 7.6% 安の水準である。

フェアリード・ストラテジーズの創業者であるカティ・ストックトン氏は金融株の上値追いは続くと見ており、「銀行株には投資家の関心が集まっており、業績発表シーズンに相対的に強含んでいる」と指摘する。同氏は大手銀行ではシティグループ (C)、バンクオブアメリカ (BAC) およびゴールドマン・サックス・グループ (GS) を推奨しているが、これらの株価は 200 日移動平均を下から抜け、それを上回った水準で推移している。

KBW のアナリストであるブライアン・クラインハンズ氏によると、銀行は FRB の利下げで「景気サイクルが延びれば」恩恵を受けると見ており、「銀行株は自社株買いによる 1 株当たり利益 (EPS) の上昇を上回る増益となる時期に差し掛かっており、これはバリュエーション面でもプラス要因だ」と述べる。偶然だが、同氏も上記の 3 銘柄の推奨を先週引き上げた。仮に利下げがなくても、銀行株は予想 PER が 11.4 倍で割安であり、配当利回りが 2.9% と高いため、相場が大きく揺れても影響は小さいと思われる。

■ 経済指標の悪化を前向きにとらえる

市場が将来を見据えている場合、悪いニュースが良いニュースに突然変わることがある。市場参加者はさまざまなデータを追っているが、株価の動向や景気後退の時期を予測するのに役立つかどうかは、その時次第

だ。

現在、景気動向について赤信号が幾つか点滅している。米国の経済成長率は 2018 年第 2 四半期の年率 3.5% から 2019 年第 2 四半期には同 2.1% に減速し、中国の成長率は 6.2% と、遡る 1992 年以降で最低となった。

さらに、景気敏感の小型株が大型株と比較して割安で評価されているほか、ダウ輸送株平均が工業株平均 (NY ダウ) に対して過去と比較して相対的に割安なことも懸念されている。輸送会社は経済の動脈として製品を運んでいるため、輸送株の不振は他の業界の業績悪化の前触れだという考えだ。別の厄介な事実として、製造業の活動を示すグローバルの購買担当者景気指数が 50 を下回ったことが挙げられる。この指数は 50 を超えると企業活動が上向いていることを示すが、現状では活動が縮小し、減益につながることを示唆される。

しかし、データの悪化が全て景気後退につながるわけではない。上記の購買担当者景気指数の直近のピークは 2017 年 12 月で、ほとんどの産業の後退期間がこれまで 12~18 カ月だったことと合わせると、景気はここから回復すると考えることもできる。

また、不透明な景気の見通しを背景に企業は在庫を圧縮してきたが、サプライ管理協会 (ISM) の購買担当者レポートによると、33 カ月続いた在庫圧縮の結果、在庫水準は「低過ぎる」とされている。加えて、6 月のレポートでは「中国に対する関税と保留中のメキシコに対する関税はサプライチェーンとコストに大きな打撃を与えている」との記述もあったが、貿易戦争の緩和は経済にとって明らかに好影響となりそうだ。

景気回復の持ち直しを示すデータも見られる。カニングでグローバル投資ストラテジストを務めるリッチ・セガ氏は FRB の議事録やスピーチだけでなく地区連銀が発表したレポートを丹念に読み込んでおり、フィラデルフィア連銀の 7 月のレポートでは、製造業と非製造業の景況感調査で成長に対する回復期待が見られたと指摘する。

市場は FRB による来週の利下げを期待しているほか、欧州中央銀行 (ECB) も緩和策に前向きだ。利下げは経済活動にプラスに働くが、そうした中で小型株や輸送株が過去と比較して割安な水準にあるのはプラス要因だとも考えられる。小型株が相対的にここまで割安になったのは直近では 2016 年のことで、その後の 12 カ月間で NY ダウは約 25% 上昇した。市場が将来を見据えているということで悪いニュースを良いニュースに変えてみるのは奇妙かもしれないが、そうなりそうだ。

Boeing Co. (BA)



United Parcel Service Inc. Cl B (UPS)



Alphabet Inc. Cl A (GOOGL)



Twitter Inc. (TWTR)



Starbucks Corp. (SBUX)



Financial Select Sector SPDR ETF (XLF)



Citigroup Inc. (C)



Bank of America Corp. (BAC)



Goldman Sachs Group Inc. (GS)



チャートは3年

By BEN LEVISOHN and AL ROOT

(Source: Dow Jones)

6. Why a GMO Strategist Is Bearish on U.S. Stocks 米国株に弱気 GMO のストラテジストは、MMT にはポジティブ

【インタビュー】

■ GMO のストラテジスト、ジェームズ・モンティエ氏が MMT を好きな理由

現代貨幣理論 (MMT) を声高に擁護 (ようご) する人はウォール街ではあまりいないが、GMO のストラテジストのジェームズ・モンティエ氏は擁護派の一人だ。

本誌: MMT は、幅広い層から馬鹿げているとの批判を受けているが。

モンティエ氏: MMT は幾つかの単純明快な主張から成っている。第一に、お金は国家が作るから存在する。米ドルは国民がドルで税金を払うから価値がある。ここがビットコインと違う点だ。第二に、国家が自国通貨建てで借金し、変動為替相場制を採用している場合、金融的に独立しており、借金のデフォルト (債務不履行) は起きない。米国、英国、日本はこのカテゴリーに入るが、ユーロ圏の場合は違う。例えばフランスはユーロ建てで借金し、その返済のためにユーロを印刷することはできない。第三に、MMT 派は「融資が預金を作る」という言い方を



する。銀行はまず融資をし、それを相殺する準備金を用意するため預金を集めるというわけだ。第四に、MMT は「政府は予算の均衡ではなく完全雇用を創出することを目指すべき」という点でファンクショナルファイナンスの考えと同じだ。家計の債務と国家の債務は違うものだ。国家のお金が不足するということはある得ない。第五に、政府支出の制約についても明確に述べている。つまり、人や機械や工場には限界があり、生産能力以上の需要を作り出すとインフレが起きると述べている。第六に、家計は自分で紙幣を印刷できないため、債務の返済能力が重要であり、民間の債務には注意が必要と述べている。第七に、マクロ会計では、政府の債務は実際のところ民間セクターの資産となる。国の債務は国の預金と読み替えることもできる。これらが MMT の中核的な主張だ。

Q: どうしてファンになったのか?

A: 幸いなことに、大学では経済学に対する多元主義的なアプローチに出会った。今日大抵の大学では非常に厳密な新古典主義的な枠組みを教えている。卒業後の私の職場もオープンで、多元主義的な考えの人が多かった。しかし、大きな転機になったのは、1995 年の東京での私の人生最大の失敗だ。私は日本の債券利回りが 3% を下回ることではないと書いたのだが、それが半分になり、また半分になり、ついに 0.5% になった。私は標準的な経済学のツールを利用し、債務の持続可能性について新古典主義的な枠組みを使っていた。もっとよく世界を理解できる考え方はないのかと探し、MMT が抜群だと思った。

Q：MMT は世界の市場の見方にどう役立つか？

A：現金と債券はさほど大きい違いのある金融手段ではないということを理解する必要がある。債券とは、支払いが先送りされた現金だ。債券を持ち続けることでリターンが得られる。政府が負債を抱える時は、受け取る金額よりも多くを支払っている。政府は自分の口座から財やサービスを提供する人の口座へ資金を移動する。受け取った人の口座には余剰金が生じる。銀行は余剰金を保有したくないので、銀行間市場で貸し出す。究極的には、政府の負債は金利の下押し圧力となる。古典経済学では反対のことを言うが。日本は莫大（ばくだい）な財政赤字があり、金利はゼロにまで低下した。奇妙なことに財政赤字は、企業の純資産という見地からは朗報になる。ポーランドの経済学者カレツキの方程式によると、マクロレベルで見た企業の利益は、純投資プラス配当金からさまざまなセクターの貯蓄をマイナスしたものである。政府や家計が貯蓄すると、それは企業の利益を押し下げる。政府が赤字の場合は利益を押し上げる。これは興味深いが広く理解されているわけではない。そうは言っても、米国の株価は極端な水準になっている。

■ 米国株のバリュエーションは高過ぎる

Q：米国経済の見通しは？

A：人々がよく、「成長が低いのは生産性が低いから」と生産性を理由に挙げるのは気になる。工場の生産性を技術革新の尺度のように言うのはもっと悪い。実際は低賃金のせいだ。それを技術革新と呼ぶのは、賃金上昇の鈍さという重要な問題を避けている。これは、買手独占という問題と関係が深い問題だ。労働市場では買手独占が見られる。新企業の設立が減り、労働力に対する企業の力が問題となっている。これは非常に長い景気拡大の中での低い賃金上昇率の説明に役立つ。米国は二重経済になっていて、製造や情報技術などのセクター群は好調で生産性向上や生産量増加は妥当な水準だが、賃金を低水準に押さえ込んできた。また建設やヘルスケアといった別のセクター群では、生産性の向上はなく、実質賃金の上昇もない。これは健全とはいえ、格差拡大につながる。景気拡大の恩恵の多くは上位 10%の人々に取られてしまっている。1980 年頃までは、景気拡大の恩恵の大半は下位 90%の人が得ていたものだ。今の状況は不満や政治的意見の二極化や過激主義の温床となる。

Q：例えば 1 株当たり利益（EPS）など市場が発する警告は何かあるか？

A：今回の長く鈍い回復期の EPS 成長率は国内総生産（GDP）成長率のペースと同程度だが、莫大な自社株買いで押し上げられている。MMT では民間の負債を問題視している。例えば、アップル（AAPL）なら金利 1%で社債を発行できる。問題は、誰もが同じことを同時に行っていることだ。私はよくロックコンサートに行くが、必ず前の方で立っている人がいる。後ろの人も立たざるを得なくなるが、誰にとっても視界が悪くなるだけだ。社債の発行も 1 社の行動としては合理的だとしても、多くの企業の負債を合計すると、システム全体が脆弱（ぜいじゃく）になる。社債の半分程度が投資適格の一番下の格付けになっていることは懸念の種だ。ある時点で景気悪化にぶつかることになる。株式は社債よりも返済順位が下だ。

Q：米連邦準備制度理事会（FRB）は金利政策を変更したが、次に何が起きるか？

A：注目すべき U ターンだった。利下げの理由は景気後退である公算が一番大きい。

Q：GMO の創業者ジェレミー・グランサム氏は、未だに現実化していない景気停滞を宣言して批判されているが、同氏よりさらに弱気とのことだが。

A：S&P500 指数は現在、景気循環調整後の株価収益率（PER）28 倍だが、17.5 倍程度であるべきだ。米国株式市場は世界中で群を抜いて最も割高な市場だ。強気相場で投資家は「人生の明るいところだけを見よう」という態度だ。イギリス人の詩人サミュエル・テイラー・コールリッジの言葉を借りると、「不信の自発的停止」を得意とする。振り返ってみても、2000 年 3 月の相場下落の理由がよく分からない。馬鹿げたくらい株価が割高で、FRB は利上げをしていたなど、多くの兆しがあった。本誌もハイテク企業のキャッシュ不足との記事を載せた。全てが完璧に織り込まれると、何かの不足があれば急速な価格の再評価につながる。

Q：投資家はどのようなポジションを取るべきか？

A：今はポートフォリオを組むのが非常に難しい。期待リターンが高いのは新興国市場のバリュー銘柄だ。PER は 1 桁のため、安全余裕度が高い。もちろん、米国の株価が下落すれば、新興国市場も下落する。今後 12 カ月で S&P500 指数をアウトパフォームするかと聞かれると答えられないが、10 年後はと聞かれれば、バリュエーションの差が大きいので、そうなるだろう。オルタナティブ投資にも目を向けるべきだが、大抵は高い別のリスクにさらされる。合併アービトラージは株式のリスクに似ているが、デュレーションが短い。プットの売りも一例だ。これほど割高になっていると、すぐ使える資金を多く持つべきだ。当社の制約がないファンドの一部は、市場の混乱に備え 10%をインフレ指数連動国債 (TIPS)、5%を現金または現金に近い戦略で保有している。

Apple Inc. (AAPL)



チャートは 3 年

By LESLIE P. NORTON
(Source: Dow Jones)

7. Tech Stocks That Yield Steady Payouts ハイテク企業の配当に注目 【インカム投資】 安定して配当を出すマイクロソフト他ハイテク株 8 銘柄

■ ハイテク株の配当に注目

ハイテク企業が今後数週間のうちに決算を発表するが、投資家は成長指標や製品開発だけでなく、普通株の配当にも注目するだろう。

ハイテク株は、公益や生活必需品セクターなどのように、伝統的に配当目的の有望な投資先ではない。しかし、それが変わりつつあるのは、マイクロソフト (MSFT) やネットワーク機器大手のシスコシステムズ (CSCO) といった企業の事業サイクルが成熟するにつれ、余剰キャッシュが生まれているからである。



「ハイテク企業の多くは、配当重視の投資家にとって重要な特徴がある。強固なバランスシート、高水準のフリーキャッシュフロー、売上げの順調な伸び、往々にして比較的低い配当性向という点だ。」と、資産運用会社であるソコロ・アセット・マネジメントのマーク・フリーマン最高投資責任者 (CIO) は言う。同氏によれば、公益や生活必需品セクターのバリュエーションが割高になっていることから、「ハイテクセクターが配当重視の投資家のポートフォリオに占める割合が大きくなるだろう」。

配当重視のミューチュアルファンドをざっと見てみると、保有上位銘柄の中に共通のハイテク株がいくつかある。目立つのは 2003 年に配当を開始したマイクロソフトと、1996 年に配当をいったん停止した後、2012 年に再開したアップル (AAPL) だ。

どちらの銘柄も配当利回りは高くない。マイクロソフトは直近で 1.3%、アップルは 1.5% で、掲載した表のハイテク企業 8 社の中で最低の水準だった。

■ キャッシュフローが好調で増配を続けるマイクロソフトとアップル

マイクロソフトとアップルは、両社とも潤沢なキャッシュを生み出している。アップルは、第 2 四半期末 (3 月 31 日) 時点で、現金と有価証券あわせて 2250 億ドルを保有し、負債を差し引いたネットキャッシュは約

1130 億ドルに達した。アップルは 4 月下旬に、四半期配当を 1 株当たり 77 セントと発表し（73 セントから 5%増）、2013 年以来、毎年増配を続けてきた。

一方、マイクロソフトは、昨年 9 月、四半期配当を 1 株当たり 42 セントから 10%近く引き上げ 46 セントとした。第 4 四半期（6 月 30 日末）には、普通株の配当に 35 億ドルを費やし、前年同期比で 9%増加した。

2015 年の初め、マイクロソフトの配当利回りは 3%近辺だったが、株価の上昇とともに大幅に低下した。同社は、従来ソフトウェアに依存していたが、マイクロソフト Azure（アジュール）によるクラウドコンピューティングへの取り組みを強力に進めており、これによって同社の成長見通しに対する投資家の関心が復活した。

■ 毎年増配を続けるシスコシステムズ

他の伝統的ハイテク株と同様に配当利回りが低下しているのはシスコシステムズだ。直近の配当利回りは 2.4%と、約 2 年前の 3.5%から低下している。

金融市場調査会社のファクトセットによると、同社の 2019 年の予想 1 株当たり利益（EPS）である 3.08 ドルに対する株価収益率（PER）は約 18.7 倍だ。比較として、上場投資信託（ETF）のテクノロジー・セレクト・セクターSPDR ファンド（XLK）の 2019 年の予想 PER は 21.3 倍だ。

シスコシステムズの 2020 年度の EPS は、11%増の 3.41 ドルと予想されている。同社の取締役会は今年 2 月に 1 株当たり 33 セントから 6%増の 35 セントへの増配を宣言し、2012 年以来毎年増配を続けている。

■ IBM（IBM）は株価低迷で配当利回りが高い

今回取り上げたハイテク配当銘柄の中で、IBM（IBM）の利回りは 4.3%と最も高いが、これは同社株がここ数年の間、いかに低迷していたかを反映している。5 年間のリターンはマイナス 1.4%だ。

同社は、売上高の約 25%を占めるクラウドコンピューティングに力を注いでおり、2013 年の 4%から大きく伸びている。それに関連して、同社は最近、大手オープンソース・ソフトウェア企業のレッドハットの買収を完了した。伝統的なハイテク銘柄の中でもバリュエーションは最も割安な水準で、2019 年予想 EPS に基づく PER は 11 倍を下回っている。

これらの巨大ハイテク企業はバランスシート上に多額のキャッシュを保有しているが、特別配当についてはあまり話題になっておらず、支払いの前例はほとんどない。例えば、マイクロソフトは 2004 年に 1 株当たり 3 ドルの特別配当を実施したが、それ以来実施していない。

今のところ、マイクロソフトをはじめとする伝統的ハイテク企業は、四半期の配当を支払い、定期的に増配することで十分と考えているようだ。

High-Tech Dividends

More so than before, legacy companies are growing their dividends thanks to strong cash flow.

Company/Ticker	Recent Price	Dividend Yield	Market Value (bil)	1-Year Return	Payout Ratio	P/E Ratio
IBM/IBM	\$150.38	4.30%	\$133.30	7.70%	45.00%	10.8
HP/HPQ	21.63	3	32.6	-3.1	28	9.9
Texas Instruments/TXN	120.07	2.6	112.7	8.5	47	22.6
Cisco Systems/CSCO	57.71	2.4	247	39.9	48	18.7
Intel/INTC	51.75	2.4	231.7	1.7	26	12.2
Oracle/ORCL	57.45	1.7	191.6	20	23	14.8
Apple/AAPL	208.84	1.5	960.9	9.9	23	18.3
Microsoft/MSFT	139.29	1.3	1,065.00	31.5	39	26.7

*Payout ratios are based on the most recent fiscal year end; P/E ratios are based on the current fiscal year. Data as of July 23

Source: FactSet

Microsoft Corp. (MSFT)



Cisco Systems Inc. (CSCO)



Apple Inc. (AAPL)



Technology Select Sector SPDR ETF (XLK)



International Business Machines Corp. (IBM)



チャートは3年

By LAWRENCE C. STRAUSS
(Source: Dow Jones)

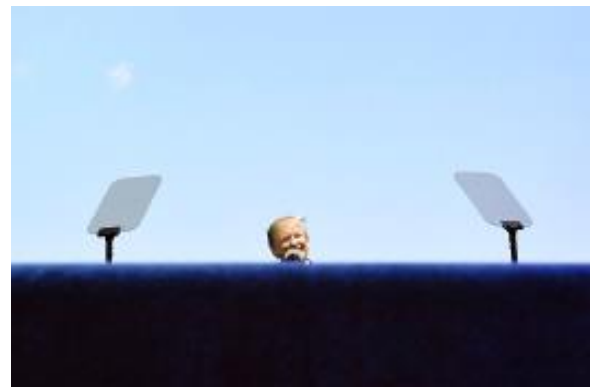
8. Up And Down Wall Street FRB の次回利下げは失敗の可能性 好調な経済状況にも関わらず、確実視される刺激策への疑問

【コラム】

■ 予想を上回った経済統計

金融危機以降の政策は、「以前したことが全て間違っていたなら、逆のことをするのが正しいに違いない」という考えで説明できるかもしれない。つまり、大恐慌の間になされた失敗と逆のことをするのだ。

金融危機以後、米国は銀行を破綻させる代わりにウォール街を救済し、予算の収支均衡を図る代わりに巨額な財政赤字を計上した。そして、マネーサプライを縮小させるのではなく、米連邦準備制度理事会（FRB）は金利をゼロまで引き下げ、バランスシートの規模を 5 倍に拡大した。



そして現在、米国は 1937 年にしたことと逆をやろうとしているかのように見える。当時は、金融・財政政策の急な引き締めによって国内総生産（GDP）が 10%減少し、経済回復が中断された。現在は、株式市場が過去最高を記録し、失業率が半世紀ぶりの最低水準に近づく中、財政刺激策が追加されようとしている。

さらに、3 年かけて金利をゼロ付近から徐々に引き上げた後で、FRB はこの正常化のプロセスから方向転換しようとしている。今週開かれる連邦公開市場委員会（FOMC）で、2.25～2.50%まで上がったフェデラルファンド（FF）金利誘導目標が 25 ベーシスポイント（bp）引き下げられると予想されている。

ニューヨーク連銀のウィリアムズ総裁の発言がきっかけで、50bp 引き下げの憶測も出たが、後にこれは純粹に学術的な議論だったとして否定された。また、JP モルガンで米国チーフエコノミストを務めるマイケル・フェローリ氏によると、ボストン連銀のローゼングレン総裁を含め、現時点での利下げを必要と考えていない FRB 幹部もあり、25bp という数字は妥協の結果として十分に考えられる。

過去に FRB が 50bp の利下げによって利下げを開始したのは、金融危機の間か、低迷する経済への遅れた対

応としてだった、とフェローリ氏は付け加える。利下げの可能性が示唆された 6 月の FOMC 以降、経済統計は予想を上回っている。26 日に発表された第 2 四半期 GDP 成長率速報値は 2.1%（実質、季節調整済前期比年率換算）だった。

米国経済の 7 割を占める個人消費の伸び率は、第 2 四半期は 2.9%で第 1 四半期の 0.8%から急上昇した。2 四半期の GDP 成長率を平均すると、上半期は 2.6%で成長した計算となり、FRB の年間予想の 2.1%は低過ぎるように見える、と RDQ エコノミクスは指摘している。

それにもかかわらず、31 日の FOMC で FF 金利が引き下げられることはほぼ確実視されており、9 月の会合におけるさらに少なくとも 25bp の引き下げ方針を示すと見込まれている。

景気後退の前兆とされる逆イールドが利下げを正当化する根拠とされているが、米国債利回りは世界に 14 兆ドル相当存在するマイナス利回りの海外国債によって押し下げられている。そして貿易紛争の影響が懸念される一方で、調査会社のコーナーストーン・マクロは、米国と中国の経済が年後半に回復すると予想している。

■ デフレ回避の為替介入はあり得るのか

財政黒字とドル高政策といえば、いかにも前世紀的な発想だ。

前者については、連邦の財政黒字は 2000 年度の 2400 億ドルでピークに達した。当時の議会予算局（CBO）の予測によると、財政黒字は次の 10 年で 5 兆ドルに達するとされていた。しかし、戦争、景気後退、国内支出の拡大、減税などにより、財政は赤字に転じた。債務の上限を停止し、予算の上限を引き上げた先週の合意によって、今後 1 兆ドル規模の財政赤字も予想される。

旧体制のもう一つの信条は、強いドルが国益に資するということだった。クリントン政権の初代財務長官を務めたロバート・ルービン氏が 1995 年に最初に明言して以来、その考えは説得力を徐々に失いつつも受け継がれてきた。

ブルームバーグによると、数週間前にムニューシン財務長官は、トランプ政権の為替政策に変更はないものの、将来変更を検討する可能性はあると発言した。しかし、先週の CNBC のインタビューで、同長官はドル安誘導の示唆を撤回し「安定したドルは非常に重要であり、長期的に見て、強いドルが強い米国経済と強い株式市場を意味し、特に大統領の経済政策に沿ったものであると考える」と述べた。

しかしトランプ大統領は、ドルの強さと他通貨の弱さを、世界市場における米国の競争力を削ぐ要因として常に批判してきた。先月、トランプ大統領は欧州中央銀行のドラギ総裁がユーロ安を誘導したとの不満を訴えた。なおユーロは 2018 年のピークから 10%下落したものの、実際にはトランプ大統領が就任した 2017 年 1 月以降、ドルに対して 3.7%上昇している。

トランプ大統領にドルを積極的に安くすることはできるのだろうか。簡単に言うと答えはイエスだ。そしてここ半世紀の間にも、1971 年のニクソン元大統領による金ドル交換停止と、1985 年のプラザ合意という前例がある。

政権による為替介入が機能するためには、FRB の金融政策と連携して行われなければならない。FRB が為替操作を不胎化した場合、介入の影響は限定され、単に米国政府の意図を示すものとなる。

それでも、ソシエテジェネラルでグローバルストラテジストを務めるアルバート・エドワーズ氏によると、米国政府が介入する可能性があると考える主な理由は、日本がバブル崩壊以来の 30 年間でたどった下降路を回避することにあるはずだ。

「日本のデフレから学んだ重要な教訓の一つは、しつこく続いた円高によってプロセスが加速したことだ。トランプ大統領が、米国が同じようなデフレの運命をたどることを許すとは考えられない。大統領はドル高を受け入れるべきではないし、受け入れないだろう。私はドルを押し下げる無制限の一方的な外国為替介入が近いうちに行われると予想している」とエドワーズ氏は述べる。

これは極端な予想だが、少なくとも米国経済が記録的な拡大を続ける中、既に拡大的な財政政策を追求し、金融緩和に着手しようとしている。それでも十分でない場合は、次の手として通貨切り下げがあり得る。

By RANDALL W. FORSYTH
(Source: Dow Jones)

9. The Cable TV Bundle Is Falling Apart ケーブルテレビ業界の再編 【ケーブルテレビ】 ケーブルテレビ放送の落日は株価にとっては強気材料

■ ケーブルテレビ業界の再編は始まったばかり

現在、固定電話は大半の人にとって無意味となった。これは通信大手の AT&T (T) にとっても同様だ。同社の固定電話事業は縮小を続け、固定電話回線契約数は過去 1 年で 14%減、過去 2 年では 25%減、過去 3 年では 33%減となった。

これはケーブルテレビも同様だ。数百ものチャンネルを視聴できるケーブルテレビと衛星放送は、無線放送が主流だった 20~30 年前には最先端技術であった。しかし、そのケーブルテレビも、ネットフリックス、フールー、HBO、ESPN+、フォックスネイション、ブルート TV、チュービ TV などのストリーミングサービスの登場によって影が薄れつつある。ケーブルテレビ放送が終了するのは時間の問題だ（これは、成長市場であるデジタルプラットフォームを手掛けるロク (ROKU) などの企業にとっては朗報だ。何を隠そう、筆者は以前、ロクで働いていた）。



先週、AT&T は同社が提供する衛星放送のディレク TV と IP 放送の U バース TV 全体で、プレミアムテレビ契約数が 4-6 月期に 77 万 8000 件減少したと発表した。この減少は四半期ベースとしては記録的な大きさで、これにより同社の視聴契約数は現在 2160 万件となっている。また、ケーブルテレビ大手のコムキャスト (CMCSA) の 4-6 月期の契約解約数は 20 万 9000 件と過去最大となり、同社の視聴契約数は 2060 万件となった。AT&T とコムキャストは過去 2 年間で視聴契約全体の 10%以上にあたる合計 540 万件の顧客を失った。これにディッシュ・ネットワーク (DISH)、ベライゾン・コミュニケーションズ (VZ)、チャーター・コミュニケーションズ (CHTR)、アルティス USA (ATUS) の解約数を加えれば、約 800 万の視聴契約がたった 2 年間で失われたことになる。

■ 株価は好調

だが、心配は無用だ。コムキャストとチャーターの株価は過去最高に近い水準で推移している。テレビ放送はブロードバンドよりも利益率が低いため、有線放送の視聴解約はむしろケーブルテレビと通信会社の利益率を押し上げるからだ。実際、ケーブルテレビ銘柄にとって、「視聴契約の減少は今や強気材料となっている」と述べるのは、モフェット・ネイサンソンのアナリストのクレイグ・モフェット氏だ。同氏は視聴契約の解約は通信事業者の 1 契約あたりの売り上げ (ARPU) を増加させる、と指摘する。「視聴契約を解約する顧客が増えれば増えるほど、セット割引の適用が少なくなってブロードバンドの ARPU 増加が加速し、利益率が押し上げられる。テレビ放送はブロードバンドよりも顧客サービスやメンテナンスといった間接コストが大

きいため、その事業の縮小は利益率をさらに押し上げることになる」と同氏は言う。

理論上、この傾向はライブストリーミングのインターネット TV、例えば AT&T のディレク TV ナウやグーグル（親会社はアルファベット=GOOGL=）が提供するユーチューブ TV などの仮想ケーブルサービスにとって追い風となるはずだ。だが、仮想ケーブル放送は万能薬ではない。視聴料の上昇傾向によって、仮想 TV サービスの魅力が低下しているからだ。ディレク TV ナウの視聴パッケージは月額 50～85 ドル。また、ユーチューブ TV、ディッシュのスリング TV、フールーウィズライブ TV、ソニー（6758）のプレイステーションビュー、フィロ、フボ TV といった他の競合は、2018 年初頭から料金を 1～2 回値上げしている。インターネットへのアクセス費用を支払えば、インターネット放送サービスは構成・価格のいずれの面でも、従来のケーブルテレビとほとんど変わらない。

スイスの大手銀行 UBS のアナリストであるジョン・ハウドリック氏は、仮想ケーブルサービスの契約数は合計 860 万件で米国全体の有料テレビ視聴契約の約 9%を占めると推測している。同氏はまた、ストリーミング放送が有料放送市場全体に占める割合は 2022 年末までに 2 倍以上になると考えている。ただ、有料放送市場はピークを過ぎているため、ストリーミング放送が成長してもケーブルテレビの顧客減少を埋め合わせることはできないと指摘する。

■ 有料放送の今後

モフェット氏は今年、有料テレビの今後について二つのシナリオを紹介した。一つはインターネットテレビを提供する企業が番組制作コストの上昇を背景に料金を引き上げるのに伴い、ケーブルテレビの顧客減少傾向は鈍化する、もう一つは「ケーブルテレビの顧客離れは膨れ上がる」というシナリオだ。同氏によれば、小規模のケーブルテレビ事業者には既にこの現象が現れている。「顧客をつなぎとめておけないからではなく、顧客を抱えていることを望まないからだ」と同氏は語る。そのような小規模のケーブルテレビ企業は番組制作費用を削減し、料金を引き上げ、プロモーションを取りやめ、顧客にライブストリーミングのパッケージへの移行を勧めてさえいる。コムキャストや AT&T などが同様のアプローチを用いれば、契約数は急速に減るだろう。「テレビ業界は簡単に様変わりしてしまうかもしれない」と同氏は言う。

前述したように、これはケーブル放送を専業とする企業にとっては強気材料になるかもしれず、モフェット氏はチャーターとアルティスの両方に「買い」のレーティングを付けた。コムキャストと AT&T の場合はより複雑だ。この 2 社はそれぞれ、NBC ユニバーサルとワーナーメディアという、基本的なケーブルテレビのチャンネルを豊富に提供している大規模なコンテンツ会社を抱えているからだ。NBC は E!、ブラボー、USA ネットワーク、オキシジェン、サイファイなど、一方のワーナーメディアは TNT、TBS、CNN、カートゥーンネットワークなどを傘下に置いている。

モフェット氏は、エンターテインメント重視の視聴者は次第にサブスクリプション型サービス（ネットフリックス、フールー、アマゾンプライムビデオが提供するサービスや、アップル（AAPL）、AT&T、ディズニー（DIS）が配信を予定しているサービス）と広告付き動画配信サービスのチュービ TV やバイアコム（VIAB）のプルートに移行すると考えている。同氏はニュースとスポーツ重視の視聴者は「現在のサービスにとどまらざるを得ない」と述べているが、この分野でも新たなサブスクリプション型サービスが始まっている。

メディアリサーチのコンサルティング会社ディフュージョン・グループの共同創立者であるマイケル・グリーンソン社長は、ストリーミング放送のサービスプランが、ディレク TV ナウのような仮想ケーブルサービス企業を含む現在のケーブルテレビ企業のプランに取って代わると考える。新たにプランを提供する可能性が最も高いのは、アマゾン、アップル、ロクといったストリーミングプラットフォームと、ソニーやサムスン電子（005930.韓国）といった TV メーカーだ。サービスプランの内容は変わり、それを提供する会社の顔触れも変わるだろう。

AT&T Inc. (T)



Comcast Corp. Cl A (CMCSA)



Roku Inc. Cl A (ROKU)



DISH Network Corp. Cl A (DISH)



Verizon Communications Inc. (VZ)



Charter Communications Inc. Cl A (CHTR)



Altice USA Inc. Cl A (ATUS)



Alphabet Inc. Cl A (GOOGL)



Sony Corp. (JP:6758)



Apple Inc. (AAPL)



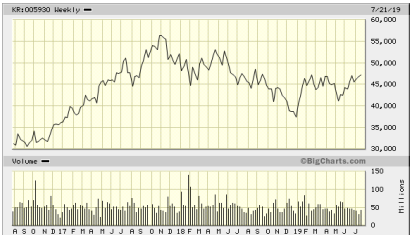
Walt Disney Co. (DIS)



Viacom Inc. Cl B (VIAB)



Samsung Electronics Co. Ltd. (KR:005930)



チャートは3年 (ROKUは2年)

By ERIC J. SAVITZ
(Source: Dow Jones)

10. Preview 今週の予定

【経済関連スケジュール】

第 2 四半期の業績は予想を上回る企業が多いものの、減益も見られる

■ 米中貿易戦争の影響が企業業績にも現れる

26 日金曜時点で、S&P500 指数採用銘柄の 44%が第 2 四半期の決算発表を終えたが、結果はまちまちだ。ファクトセットによると、利益が予想を上回ったのは 77%の企業で、売り上げに関しては 61%となっている。利益が予想を上回った企業の割合は、過去 5 年間の平均である 72%を上回る。

ところが、これは予想が低かったからだといえる。現時点で、S&P500 指数採用銘柄の総利益は前年同期比 2.6%減である。第 1 四半期も同程度の減益だった。第 2 四半期がこのまま減益となれば、2016 年上半期以来の 2 四半期連続になるとファクトセットは指摘する。



米中貿易戦争の影響で、企業業績を売上高の国内外比率の切り口で見た場合、明暗が分かれた。ファクトセットは S&P500 指数採用銘柄を、売上高の海外比率が 50%以上の企業と未満の企業の二つのグループに分けた。現在のところ、前者のグループの総利益は 13.6%減、後者は 3.2%増となっている。

最も好調なセクターはヘルスケアで、利益は 4.8%増だ。中でも特に好調なのがジョンソン・エンド・ジョンソン (J&J、ティッカーは JNJ) で、1 株当たり利益 (EPS) は 23%増。一方で、素材セクターは前年比 19%減で最も振るわない。

投資家の目は既に第 3 四半期に向いているが、少なくとも今のところ明るい材料は少ない。S&P500 指数採用銘柄のうち、38 社が第 3 四半期の業績見通しを発表しているが、うち 28 社で予想を下回っている。

By ALEX EULE

■ 今週の予定

7 月 29 日 (月)

- 資産運用会社のアフィリエイテッド・マネジャーズ・グループ (AMG)、ゲノムシーケンス技術のリーダーであるイルミナ (ILMN)、フランスの製薬会社サノフィ (SNY)、無線通信インフラ企業 SBA コミュニケーションズ (SBAC)、不動産投資信託のボルネード・リアルティ・トラスト (VNO) が四半期決算を発表。

7 月 30 日 (火)

- 半導体大手アドバンスト・マイクロ・デバイセズ (AMD)、たばこ・ワイン製造持ち株会社アルトリア・グループ (MO)、バイオテクノロジー企業アムジェン (AMGN)、アップル (AAPL)、総合石油エネルギー企業コノコフィリップス (COP)、ゲーム大手エレクトロニック・アーツ (EA)、製薬大手イーライリリー (LLY)、フードデリバリー企業グラブハブ (GRUB)、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)、日用品大手プロクター・アンド・ギャンブル (P&G、ティッカーは PG)、スポーツ用品メーカーのアンダーアーマー (UAA) が決算発表。
- 米中両国は中国の上海で閣僚級の貿易協議を開催。ムニューシン米財務長官らが訪中。
- 日銀が政策金利発表。現状のマイナス 0.1%に維持されると広く予想されている。
- 銀行持ち株会社のサントラスト・バンク (STI) と BB&T (BBT) がそれぞれ臨時株主総会を開催。両行の統合について株主に承認を求める。統合後は全米で 6 番目の規模となる。
- 7 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 125.4 を予想 (6 月は 121.5)。
- 全米不動産協会 (NAR) が 6 月の中古住宅販売保留指数発表。コンセンサスは 0.5%の上昇 (5 月は

1.1%の上昇)。

7 月 31 日 (水)

- ・ 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)、先物取引所グループの持ち株会社 CME グループ (CME)、大手電力会社ドミニオン・エナジー (D)、世界各国でデータセンターを展開するエクイニクス (EQIX)、大手複合企業ゼネラル・エレクトリック (GE)、医療保険大手ヒューマナ (HUM)、エネルギー資源会社オキシデンタル・ペトロリウム (OXY)、半導体大手クアルコム (QCOM) が四半期決算発表。
- ・ 給与計算代行サービスのオートマティック・データ・プロセッシング (ADP) が、7 月民間部門雇用者数を発表。15 万 5000 人増となる見込み (6 月は、10 万 2000 人増)。
- ・ 米連邦公開市場委員会 (FOMC) が政策金利発表。政策金利の誘導目標を現行の 2.25% から 0.25 ポイント引き下げ、2% とする見込み。既に市場は 0.25 ポイントの利下げを織り込み済み。
- ・ 7 月シカゴ購買部協会景気指数 (シカゴ PMI) 発表。予想は 51.7。6 月は 49.7 と、好不況の分かれ目となる 50 を 2017 年 1 月以来初めて下回ったが、そこから回復するとみられる。

8 月 1 日 (木)

- ・ カナダの大麻会社アフリア (APH.カナダ)、農業関連会社コルテバ (CTVA)、化学品大手デュポン・ドゥ・ヌムール (DD)、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)、大手エネルギー会社マラソン・ペトロリウム (MPC)、金融サービス企業 MSCI (MSCI)、欧州石油大手ロイヤル・ダッチ・シェル (RDSA)、通信大手ベライゾン・コミュニケーションズ (VZ)、ファストフードチェーン運営ヤマ・ブランズ (YUM) が四半期決算のコンファレンスコール実施。
- ・ 7 月のサプライ管理協会 (ISM) 製造業景気指数発表。コンセンサスは 52 (6 月は 51.7)。
- ・ 米商務省が 6 月の建設支出を発表。前月比 0.5% 増を予想 (5 月は同 0.8% 減)。

8 月 2 日 (金)

- ・ シカゴ・オプション取引所を運営する CBOE グローバル・マーケッツ (CBOE)、石油大手シェブロン (CVX)、カナダの石油・ガス輸送企業エンブリッジ (ENB)、石油大手エクソンモービル (XOM)、オランダの大手化学品メーカーのライオンデルバセル・インダストリーズ (LYB)、電力会社センプラ・エナジー (SRE) が決算発表。
- ・ 米労働省が 7 月の雇用統計を発表。エコノミストは、非農業部門就業者数が 16 万人増 (6 月は 22 万 4400 人増)、失業率は横ばいの 3.7% と予想。

Johnson & Johnson (JNJ)



チャートは 3 年

By ROBERT TEITELMAN and
DAM 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. Pacific Gas & Electric Stock Could Be a Buy—Despite All the Risks

A turnaround of the California utility, now in bankruptcy after facing a huge wildfire bill, faces a number of hurdles. But there could be upside.

FEATURE

2. Sky-High Software Stocks Look Bubbly

Wall Street loves companies like Workday, Okta, and ServiceNow because of their powerful revenue growth. But where are the profits?

FEATURE

3. Robos Look Beyond Investing

Barron's has exclusive data, ranking 18 of the largest robo-advisors based on their two-year annualized returns

FEATURE

4. Hybrid Vehicles Could Drive the Auto Industry's Next Decade

The all-electric future may be further down the road than you think. In the meantime, investors should look at auto suppliers that have diversified into electric content.

THE TRADER

5. S&P 500 Hits New High as Stocks Await Fed Rate Cut

A lot of optimism is built into the market, and some of it is deserved. Earnings this past week have been generally solid, and a rate cut at the Fed's July meeting still looks like a sure thing.

TRADER EXTRA

Is a Recession Coming? The Indicators Say Otherwise

Figuring out which statistics matter can get investors in a knot. But a review of recent data suggests the economy will grow and the market will march higher.

TRADER EXTRA

The SoftBank Stock Story Keeps Getting Better

The news on Sprint, an accelerated timetable for a WeWork IPO, and Vision Fund 2 all gave SoftBank Group shares a boost.

INTERNATIONAL TRADER - EUROPE

A U.K. Online Grocer Stock That Delivers

Already up 375% in 18 months, shares of Britain's Ocado Group could rise further, as supermarkets license its very efficient logistics system for online orders.

INTERVIEW

6. This GMO Strategist Is Bearish on U.S. Stocks but Positive on Modern Monetary Theory

James Montier likes emerging markets, cites Monty Python, and is critical of Larry Summers

MUTUAL FUND PROFILE

Motorola and 2 Other Misunderstood Stocks a Top-Performing Fund Is Betting On

Don Wordell maintains a simple checklist to determine whether a stock makes into his \$3.1 billion Virtus Ceredex Mid-Cap Value Equity fund. Some holdings include Humana, Motorola Solutions, and Energizer.

INCOME INVESTING

7. Microsoft and 7 Other Tech Stocks That Yield Steady Payouts

UP AND DOWN WALL STREET

8. Is the Fed About to Err by Cutting Rates?

TECHNOLOGY TRADER

9. TV's Great Unbundling Has Only Just Begun

OTHER VOICES

Europe's Negative Interest Rates Could Be Headed Here

STREETWISE

Europe's Bond Yields Race to the Bottom

FUNDS

DFA Alums Launch New Factor ETFs With American Century

THE ECONOMY

What if the Fed Stopped Having Regular Meetings?

EMERGING MARKETS

Now That China Has Its Own Nasdaq, Should Investors Expect a Stampede of Unicorns?

COMMODITIES CORNER

How to Make a Fat Profit From Lean Hog Futures

STRIKING PRICE

How to Bet on U.S. Stocks Ahead of the Fed Meeting

REVIEW

Beyond Meat Teams Up With Dunkin' Donuts. Chipotle Says No Thanks.

PREVIEW

10. Earnings Season So Far: Revenue Beats Meet Low Expectations

MAILBAG

Letters to Barron's

MARKET WATCH

What's Ahead for Markets and Interest Rates

RESEARCH REPORTS

Huntington Bancshares, JMP Group, Tesla, Brunswick, BOK financial

13D FILINGS

Round Robin, Hertz, and Other 13D Filings

FOLLOW UP

The DOJ Is Taking Aim at Big Tech Over Antitrust. Why Investors Shouldn't Overreact.

『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 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』 (2019 年 7 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 © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます