

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 August 19

1. **Oil and Gas Stocks to Love** 注目すべき石油・ガス銘柄→ P.2 【エネルギー銘柄】
石油・ガス銘柄を見捨てるべきではない
2. **American Eagle Stock Will Soar** アメリカン・イーグル→ P.8 【小売銘柄】
貿易戦争でも好調、話題になりにくい魅力的な銘柄
3. **The Trader** 債券市場に振り回される株式市場→ P.10 【米国株式市場】
イーロドカーブ逆転が示す不確実性
4. **Companies That Embrace Sustainable Investing** サステナブル投資→ P.13 【インタビュー】
持続可能性への投資を採用する企業は売上高、ひいては株価が上昇する
5. **Beware Banks' Utility-Like Yields.** インカム投資としての銀行株→ P.15 【銀行株】
配当利回りは公益事業セクターに近付いたものの、安全性に差
6. **\$3 Billion Fund Is Betting on Citigroup and Against Tesla** 有望株開拓→ P.17 【バリュー投資】
30 億ドル規模のロング/ショートファンドに見るシティとテスラの明暗
7. **Up and Down Wall Street** 金利低下の影響→ P.19 【コラム】
グリーンランド買収コストの引き下げ? シリーズ I 貯蓄国債
8. **The Trade War Is Finally Hitting Tech's Bottom Line** 貿易戦争の影響→ P.20 【ハイテク】
ハイテク企業の利益に打撃を与え始めた貿易戦争、マクロ環境悪化が半導体株の重しに
9. **How to Avoid a Recession? Cut Interest Rates Like It's 1995** 景気後退阻止へ→ P.22 【米国経済】
1995 年のような迅速な対応を期待
10. **Grocery Outlet Is Thriving** グローサリー・アウトレット→ P.24 【株式市場展望】
市場急落の中でも好調

※ 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. Oil and Gas Stocks to Love 注目すべき石油・ガス銘柄 石油・ガス銘柄を見捨てるべきではない

【エネルギー銘柄】

■ 石油需要は安定的に推移する見込み

エネルギー銘柄は極めて不人気となっており、投資家はチャンスを見逃しつつある。

米中貿易摩擦などによって世界経済の成長とエネルギー需要に関する懸念が高まる中、ここ数カ月のエネルギー銘柄の状況は悪化しているように見える。リセッション（景気後退）の兆候である逆イールドカーブも発生した。米国の原油価格は 4 月の高値である 1 バレル=66 ドルから約 55 ドルまで下落した。天然ガス価格は年初来で 25%以上値下がりし、2016 年以降で最低の水準にある。上場投資信託（ETF）の SPDR S&P 石油・ガス探査生産（XOP）は、今月に史上最安値を付けた。S&P500 指数におけるエネルギーセクターのウェイトは 5%を下回り、40 年以上ぶりの低さとなっている。



しかし、エネルギーセクターは底打ちする可能性がある。バリュエーションは長期平均を下回っており、多くの企業は設備投資と供給を抑制し、リターンを高め、株主還元を増加させている。さらに、仮に世界経済の成長が鈍化しても、短期的な石油需要が大幅に後退する公算は小さい。石油需要は過去数十年にわたって安定的に増加しており、深刻なリセッションの時期も底堅さを見せてきた。

欧州の石油メジャーであるロイヤル・ダッチ・シェル（RDSA）と BP（BP）は、今や配当利回りが 6%を上回っている。不人気のエクソンモービル（XOM）は配当利回りが 5.2%で、株価は 10 年前と同等の約 67.25 ドルとなっている。シェブロン（CVX）は、多くのアナリストや投資家によって石油メジャーの中で最高の立場にあるとみなされており、株価は約 117 ドル、配当利回りは 4.1%である。

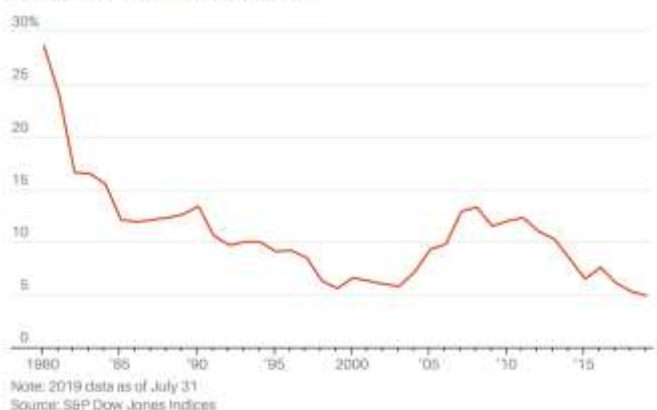
エネルギー銘柄のファンは少ないが、それは無理もないことだ。過去 10 年の S&P500 指数のセクター別パフォーマンスにおいて、エネルギーセクターは圧倒的な最下位となっている。同指数の年率リターン 14%に対して、エネルギーセクターは 4.4%である。年初来のパフォーマンスも最下位で、指数全体のプラス 15.2%に対してエネルギーセクターはマイナス 1.2%となっている。みずほ証券のアナリスト、ポール・サンキー氏によれば、投資家は電気自動車の普及によって石油需要が後退するとみている。さらに、欧州を中心として、社会的責任投資ガイドラインの採用が増えていることもマイナスとなっている。

コーナーストーン・アナリティクスのベテランアナリスト、マイケル・ロスマン氏は石油市場に強気である。同氏は世界の石油市場の需給が引き締まるとみている。今後数カ月で在庫が減少し、ブレント原油価格は年末までに現在の約 58 ドルから 90 ドルへと上昇する可能性があるという。同氏は「石油輸出国機構（OPEC）の 1 日当たり余剰生産能力は約 300 万バレルと考えられているが、実際は異なる。需要も大方の予想より堅調だ」と語る。ロスマン氏の推定では、余剰生産能力は 100 万バレル強である。これは世界の 1 日当たり需要である 1 億バレルのうち、ごくわずかな割合にすぎない。米国の原油生産も鈍化している。

Power Plays

Oil demand hasn't wavered much in recent years, but the energy sector is at a 40-year nadir as a share of the S&P 500.

Energy sector as a share of the S&P 500



Picks from the Litter

From the oil majors to offshore drillers to refiners and everything in between, here are a number of stocks and ETFs that offer attractive ways to play a rebound in the energy patch.

Majors	Recent Price	YTD Change	Mkt Val (bil)	2019E EPS	2019E P/E	2020E EPS	2020E P/E	Div Yield	Price/Book Ratio
BP / BP	\$38.05	-4.9%	\$122.5	\$3.17	11.4	\$4.15	8.7	6.8%	1.2
Chevron / CVX	116.95	7.5	222.0	7.12	16.4	8.34	14.0	4.1	1.4
Exxon Mobil / XOM	67.25	-1.4	284.5	3.32	20.3	4.85	13.9	5.2	1.5
Royal Dutch Shell / RDSA/B	55.10	-8.1	221.3	4.91	11.2	6.01	9.2	6.8	1.2

E=Estimate. N/A=Not applicable.
Source: Bloomberg

Exploration & Production	Recent Price	YTD Change	Mkt Val (bil)	2019E EPS	2019E P/E	2020E EPS	2020E P/E	Div Yield	Price/Book Ratio
Concho Resources / CXO	\$69.26	-32.6%	\$13.9	\$3.23	21.4	\$5.49	12.6	0.7%	0.8
EOG Resources / EOG	74.94	-14.1	43.5	5.18	14.5	5.92	12.7	1.5	2.1
Occidental Petroleum / OXY	43.96	-28.4	39.3	3.36	13.1	3.11	14.1	7.2	1.5
Pioneer Natural Resources / PXD	123.01	-6.5	20.6	7.98	15.4	9.98	12.3	1.4	1.7

E=Estimate. N/A=Not applicable.
Source: Bloomberg

Canadian	Recent Price	YTD Change	Mkt Val (bil)	2019E EPS	2019E P/E	2020E EPS	2020E P/E	Div Yield	Price/Book Ratio
Crescent Point Energy / CPG	\$2.77	-8.3%	\$1.5	\$0.50	5.6	\$0.29	9.8	1.1%	0.3
Suncor Energy / SU	27.61	-1.3	43.3	2.60	10.7	2.34	11.9	4.6	1.3

E=Estimate. N/A=Not applicable.
Source: Bloomberg

Gas	Recent Price	YTD Change	Mkt Val (bil)	2019E EPS	2019E P/E	2020E EPS	2020E P/E	Div Yield	Price/Book Ratio
Cabot Oil & Gas / COG	\$16.30	-27.1%	\$6.8	\$1.76	9.3	\$1.52	10.7	2.2%	2.9
Range Resources / RRC	4.03	-57.9	1.0	0.46	8.7	0.51	7.8	2.0	0.2
Southwestern Energy / SWN	1.72	-49.6	0.9	0.61	2.8	0.54	3.2	N/A	0.3

E=Estimate. N/A=Not applicable.
Source: Bloomberg

Drillers & Oil Services	Recent Price	YTD Change	Mkt Val (bil)	2019E EPS	2019E P/E	2020E EPS	2020E P/E	Div Yield	Price/Book Ratio
Diamond Offshore Drilling / DO	\$5.36	-43.2%	\$0.7	-\$2.57	N/A	-\$1.72	N/A	N/A	0.2
Halliburton / HAL	18.25	-31.3	16.0	1.34	13.7	1.81	10.1	4.0%	1.7
Schlumberger / SLB	31.65	-12.3	43.8	1.50	21.1	1.98	16.0	6.3	1.2
Transocean / RIG	3.86	-44.4	2.4	-1.11	N/A	-0.70	N/A	N/A	0.2

E=Estimate. N/A=Not applicable.
Source: Bloomberg

Refiners	Recent Price	YTD Change	Mkt Val (bil)	2019E EPS	2019E P/E	2020E EPS	2020E P/E	Div Yield	Price/Book Ratio
Phillips 66 / PSX	\$97.47	13.1%	\$43.7	\$7.96	12.2	\$10.43	9.3	3.7%	1.8
Valero Energy / VLO	76.72	2.3	31.8	5.39	14.2	9.72	7.9	4.7	1.5

E=Estimate. N/A=Not applicable.
Source: Bloomberg

ETFS	Recent Price	YTD Change	Total Assets (bil)	Div Yield	Total Assets (bil)	Div Yield
Energy Select Sector SPDR / XLE	\$56.28	-1.9	\$10.00	4.10%	\$10.00	4.10%
SPDR S&P Oil & Gas E & P / XOP	20.78	-21.7	1.9	1.8	1.9	1.8

E=Estimate. N/A=Not applicable.
Source: Bloomberg

エクソンモービルは、消費トレンド、人口増、発展途上国の生活水準向上などによって、今後 20 年にわたって石油需要が増加し続けると予想する。ロスマン氏の見解では、価格変動にもかかわらず、石油需要は安定的に推移する見込みである。同氏は「過去 35 年で石油需要が後退したのは 2 回しかない」という。需要の落ち込みが最大だったのは 2009 年だが、それでも世界全体で 1%減にとどまった。

以下ではサブセクターを詳細に検討する。

■ 石油メジャーとカナダの生産会社

シェブロンは、今後数年の設備投資額が 2013 年の半分の水準である年間 200 億ドルになると予想している。一方、エネルギー生産は年率 3~4%のペースで増加するとみられる。同社はパーミアン盆地の油田において主導的な地位にあり、2023 年までに同地域での 1 日当たり生産量を 90 万バレルに倍増させる計画である。シェブロンは 4 月、アナダルコ・ペトロリアムの買収を発表したが、オキシデンタル・ペトロリアム (OXY) との買収合戦を避けて撤退した。その後の原油価格の下落とエネルギーセクターの株価低迷を踏まえると、シェブロンの判断は賢明だったとみられる。現在の配当利回りは 4.1%で、同社は年間約 50 億ドルの自社株買いを行っている。

By The Numbers

The energy sector has been the S&P 500's weakest over the past decade.

S&P 500 Sector	10-Yr Annualized Total Return through 7/31
Consumer Discretionary	18.8%
Information Technology	17.9
Real Estate	16.2
Health Care	14.7
Industrials	14.7
Consumer Staples	12.4
Financials	12.4
Utilities	11.7
Materials	10.0
Communication Services	9.7
Energy	4.4
S&P 500	14.0

*As of July 31.

Source: S&P Dow Jones Indices

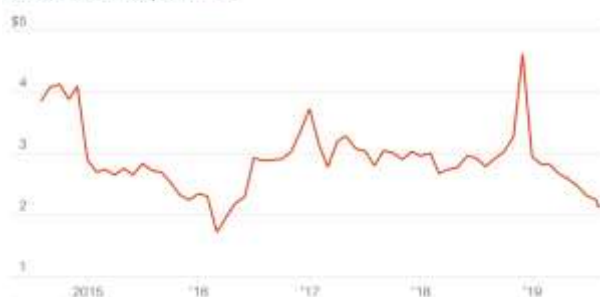
シェルは、2021 年から 2025 年にかけて、現在の時価総額の半分以上に相当する 1250 億ドルを株主に還元すると発表した。同社の第 2 四半期利益は予想を約 20%下回ったが、アナリストは一時的な要因などによるものとみている。ツェナ・インベストメント・マネジメントのポートフォリオマネジャー、TVR・ムルティ氏は、「シェルは非常に割安だ」と語る。完了したプロジェクトのリターンが生じるため、同社は今後数年で多額のキャッシュフローを創出するようになるという。クラス A とクラス B の米国預託証券 (ADR) は、共に 55 ドル付近で推移している。配当と自社株買いを合わせた総還元利回りは約 10%である。

エクソンモービルは、低調なエネルギー生産と業績の低迷による悪影響を受けている。第 2 四半期の純利益はコンセンサス予想を約 5%下回り、配当支払いのために 40 億ドルを借入れなければならなかった。業界の大部分が設備投資を抑制する中、同社の設備投資は昨年の 260 億ドルから 2020 年には 330 億ドル以上へと増加する予定である。同社のダレン・ウッズ最高経営責任者 (CEO) は、ガイアナの大規模オフショア油田などのプロジェクトの品質からみて、設備投資は妥当であると主張する。株価は 67.25 ドル前後、配当利回りは 5.2%、バランスシートは業界最高クラスである。ただし、2019 年予想株価収益率 (PER) は 20 倍と割高で、競合他社に対してプレミアムとなっている。

Price Pain

Natural gas futures have fallen 27% this year and are nearing 2016 lows.

Natural Gas Prices (per MMBtu)

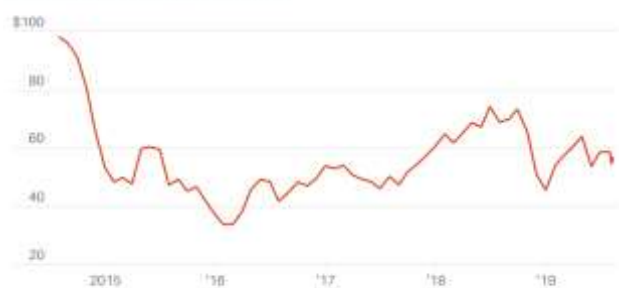


Source: Bloomberg

Crude Reckoning

U.S. benchmark crude oil is down 17% from its 2019 high.

West Texas Intermediate Crude • WTI



Note: price per barrel
Source: Bloomberg

カナダのエネルギー銘柄は、米国のエネルギー銘柄よりも低迷しているとみられる。例えば、サンコア・エナジー (SU) の株価は過去 1 年で約 30% 下落した。同社の米国上場株式の株価は約 28 ドル、配当利回りは 4.6%、2019 年予想 PER は 11 倍である。同社はアルバータ州のオイルサンドで最大手の生産会社で、環境保護主義者の標的となっているが、オイルサンドにおける膨大な埋蔵量を背景に他の石油メジャーよりもリスクが小さい。みずほ証券のサンキー氏は同社を選好し、目標株価を 40 ドルとしている。

■ 米国の探査・生産会社

投資家は生産量の伸びよりもフリーキャッシュフローに注目しているため、探査・生産会社の株価は伸び悩んでいる。しかし、EOG リソーシズ (EOG) とパイオニア・ナチュラル・リソーシズ (PXD) の 2020 年予想 PER は 12 倍と魅力的である。両社は石油メジャーの買収対象になる可能性もある。

EOG の株価は過去 1 年で 34% 下落して 75 ドルとなった。サンキー氏は、原油の発見と生産において技術面の強みがあるとして、同社を「探査・生産セクターのアップル」と呼んで選好する。同氏は投資判断を「買い」、目標株価を 122 ドルとしている。同社はここ数年で配当を大幅に引き上げており、現在の配当利回りは 1.5% だが、同社は 2% を目標としている。

パイオニアの株価は過去 12 カ月で 28% 下落して 123 ドルとなった。株価/EBITDA (利払い前・税引き前・償却前利益) 倍率は 2017 年の 15 倍から 6 倍に低下している。パーミアン盆地のミッドランド地区に大規模な未開発の土地を所有しており、エクソンモービルによる買収の標的とみなされている。同社は最近、2019 年の設備投資の削減を発表した。さらに、年間配当を約 3 倍の 1.76 ドル (配当利回り 1.4%) に増配し、第 2 四半期に 2 億ドル相当 (発行済み株式数の約 1%) の自社株買いを行うことも発表している。

オクシデンタルの株価は、アナダルコ買収のうわさが浮上した 4 月以降に 30% 下落した。オクシデンタルは、シェブロンよりも有利な買収条件を提示した上に、株主投票を避けるためにバークシャー・ハサウェイ (BRK.B) から割高な借り入れを行ったが、投資家の評判は良くなかった。オクシデンタルの取締役会と CEO は、アクティビスト (物言う株主) のカール・アイカーン氏から激しく非難されている。

オクシデンタルは有意義な買収だと主張しているが、債務の増加によって原油価格下落の影響を受けやすくなり、それが最近の株価低迷の主な要因となっている。同社が失敗した場合は身売りされる可能性がある。アイカーン氏は、買収企業にとって同社が現在の価格を上回る価値があると主張している。株価は 44 ドル前後、配当利回りは 7.2% である。

■ 油田サービス会社、探掘会社、天然ガス会社、精製会社

世界の探掘活動の回復の鈍さや北米での価格圧力は、シュルンベルジェ (SLB) やハリバートン (HAL) といった大手油田サービス会社の重しとなっている。しかし、両社はフリーキャッシュフローを押し上げるために設備投資を抑制しており、株式には投資妙味がある。2019 年予想 PER はハリバートンが約 14 倍、シュルンベルジェが 20 倍以上である。シュルンベルジェの経営陣は、配当利回り 6% 以上に相当する 1 株当たり 2 ドルの配当に自信を示した。ハリバートンの配当利回りは 4% である。

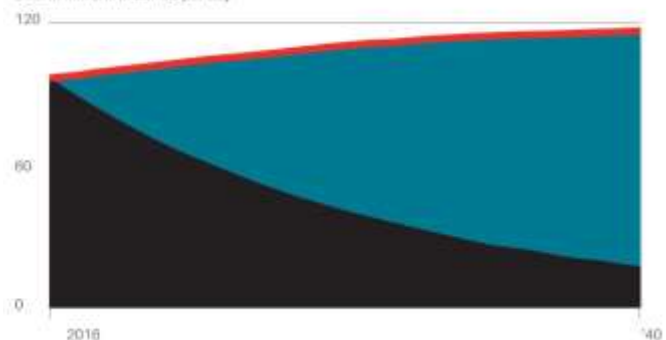
トランスオーシャン (RIG) とダイヤモンド・オフショア・ドリリング (DO) はオフショアエネルギー生産用の探掘リグのリースを手掛ける。両社は探掘活動の減少とリース料率の低下による打撃を受けている。ダイヤモンドの経営陣は、直近の決算説明会で、リース料率の上昇傾向が予想を

The Capital Case

Exxon Mobil expects rising oil demand over the next 20 or so years to require substantial capital expenditures for exploration and production.

■ Exxon Mobil Outlook Demand
■ New Supply Required
■ Depletion Without Investment

Data in millions of barrels per day



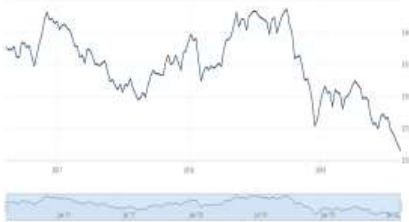
Sources: IEA, Exxon Mobil analysis

下回ったと述べた。株価はダイヤモンドが約 5.50 ドル、トランスオーシャンが約 4 ドルで、共に 2014 年の高値を 80% 下回る。両社とも配当は支払っていない。両社への投資は、原油価格の上昇に対する賭けと言える。リース料率が大幅に上昇すれば、株価は 2 倍になる可能性がある。

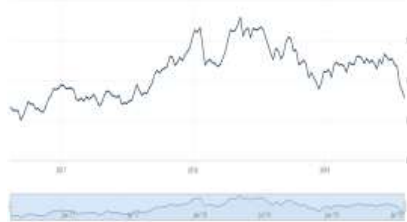
天然ガスセクターは、年初来のパフォーマンスが市場全体で最低である可能性があり、多くの企業の株価が 50% 以上下落している。直近の天然ガス価格は 100 万 BTU（英熱量単位）当たり 2.15 ドルで、業界では価格上昇が求められている。キャボット・オイル・アンド・ガス（COG）は、第 2 四半期決算発表とともに 2019 年の生産見通しを引き下げ、2020 年の生産の伸びをわずか 5% としている。株価は年初来 27% 下落して 16 ドルとなっている。しかし、同社は生産コストが低く、セクター最高クラスのバランスシートを有するため耐久力がある。配当利回りは約 2% である。

精製会社は近年、高い利益率、規律ある設備投資、資本還元によって投資家の好感を得てきた。このサブセクターは、ガソリンやディーゼルが電気自動車の影響を最も強く受けるにもかかわらず、エネルギーセクターで最高のパフォーマンスを上げてきた。その理由について、サンキー氏は「資本還元率が非常に高いからだ。投資家は 10 年以上先の見通しに興味がない」と語る。今年は精製マージンが低下し、株価に対する下押し圧力が生じている。バレロ・エナジー（VLO）は株価が 77 ドル、配当利回りが約 5%、フィリップス 66（PSX）は株価が 98 ドル、配当利回りが 3.7% である。両社ともに適度な自社株買いを実施しており、総還元利回りは 1 桁後半となっている。

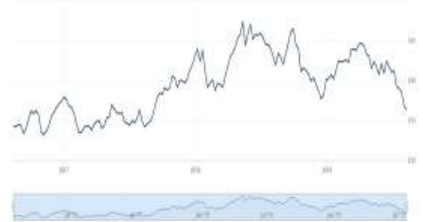
SPDR S&P Oil & Gas Exploration & Production ETF (XOP)



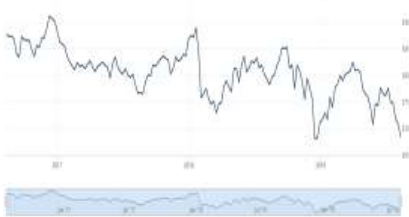
Royal Dutch Shell PLC ADR B (RDS.B)



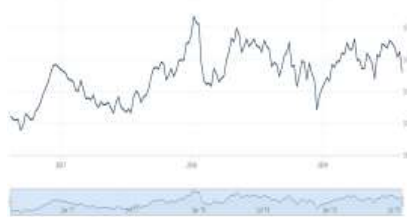
BP PLC ADR (BP)



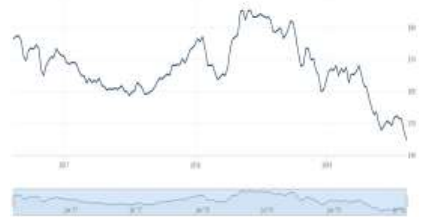
Exxon Mobil Corp. (XOM)



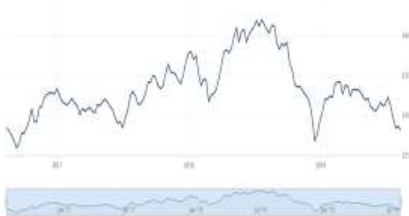
Chevron Corp. (CVX)



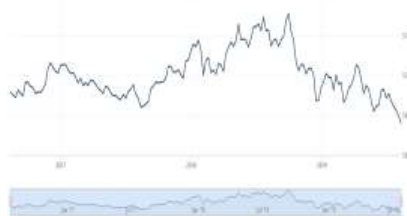
Occidental Petroleum Corp. (OXY)



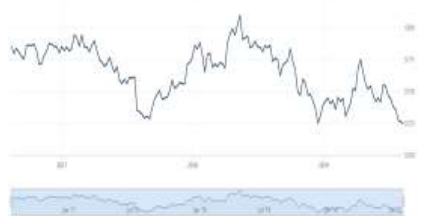
Suncor Energy Inc. (SU)



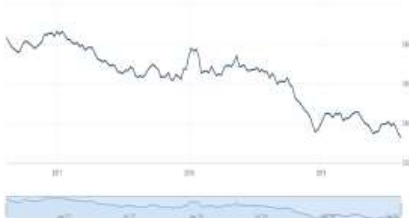
EOG Resources Inc. (EOG)



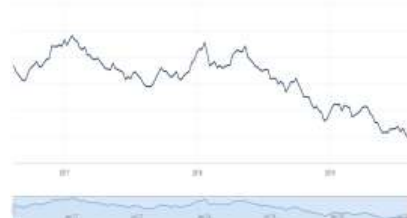
Pioneer Natural Resources Co. (PXD)



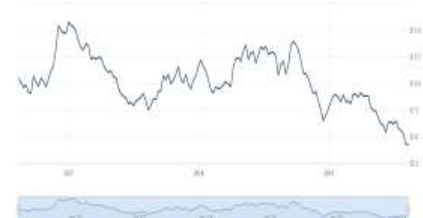
Schlumberger Ltd. (SLB)



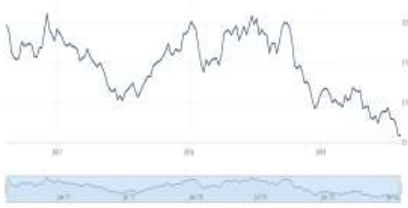
Halliburton Co. (HAL)



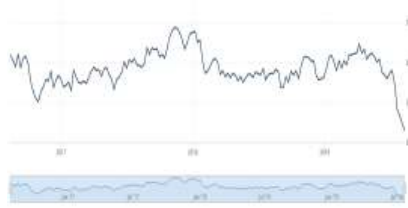
Transocean Ltd. (RIG)



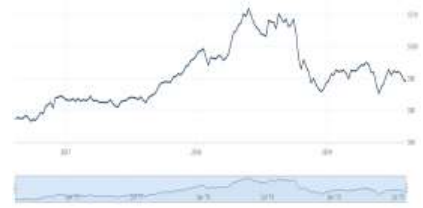
Diamond Offshore Drilling Inc. (DO)



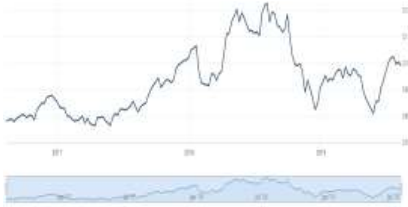
Cabot Oil & Gas Corp. (COG)



Valero Energy Corp. (VLO)



Phillips 66 (PSX)



チャートは 3 年

By ANDREW BARY
(Source: Dow Jones)

2. American Eagle Stock Will Soar アメリカン・イーグル 貿易戦争でも好調、話題になりにくい魅力的な銘柄

【小売銘柄】

■ 小売企業に対する懸念で話題になりにくい魅力的な株価

中国との貿易戦争がエスカレートし、ピリピリしている投資家が多いが、アパレルメーカーのアメリカン・イーグル・アウトフィッターズ (AEO) の投資家は一息ついた格好だ。ジーンズの定番ブランドであり、人気の下着ブランド「Aerie (エアリー)」を展開する同社の業績見通しは、大半の投資家が考えている以上に魅力的だ。

そうは言っても、貿易戦争が業績に与える悪影響は否めない。同社は、自らデザインして販売する製品の大半をアジアで委託生産しており、商品の 30% は中国からの輸入品である。また、資産運用会社ダルトン・グライナー・ハートマン・メアの最高経営責任者 (CEO) で、アメリカン・イーグルの投資家であるブルース・ゲラー氏いわく、「同社は大規模な販売網を持ち、モールにも出店している。また、主なターゲットはティーンエイジャーである」など、追加関税以外にも下方リスクがある。



こうしたマイナス要因ばかりが取り沙汰される中、株価が魅力的な水準であることは話題になりにくい。現在の株価は 14 ドル台で、時価総額は 25 億ドル、配当利回りは 3.7% である。顧客基盤との関係が強化されれば、株価は倍増してもおかしくない。

貿易摩擦の激化を受け、アナリストはここ数週間で小売銘柄の利益予想を切り下げた。アメリカン・イーグルも例外ではない。アパレルや靴などのアイテムを含む 3000 億ドルの中国製品に課される新たな追加関税の発動は延期され、影響が小売店を直撃するのは来年になり、書き入れ時のクリスマスシーズンは影響を受けない。一方で、追加関税の税率は、大方の予想である 10% より高くなる可能性もあり、予想利益がさらに引き下げられるリスクとなる。アナリストは現時点で、アメリカン・イーグルの今年度 (2020 年 1 月期) の売上高を 43 億ドル、利益を 2 億 7600 万ドル (1 株当たり利益 (EPS) は 1 ドル 60 セント)、2021 年度は同 45 億ドル、2 億 9500 万ドル (同 1 ドル 73 セント) と予想している。昨年度は、売上高が 40 億ドル、利益が 2 億 6300 万ドル (同 1 ドル 48 セント) だった。

フリース・アソシエーツの最高投資責任者（CIO）であり、アメリカン・イーグルのファンであるスコット・ゲーツ氏によると、10%の追加関税が課されることで同社の利払い・税引き前利益（EBIT）は13%低下する。だがこれは、サプライヤーとの交渉と人民元の下落（中国政府による報復的な切り下げ）という二つの要因により、少なくとも一部が相殺される可能性がある。同社はまた、長期的に中国からの輸入比率を現在の30%から20%に引き下げる方針を表明している。

■ 悪材料の一方で好材料も

悪材料が懸念される一方で、好材料も数多く挙げられる。浮き沈みが激しい小売業界で、アメリカン・イーグルはシェアを伸ばし続けている。女性向けジーンズではトップブランドであり、男性向けでも15~25歳の年齢層ではナンバーワンである。人気の理由は、「ボディーポジティブ」（外見や体形の多様性に肯定的）な商品ラインアップで、サイズの豊富さに加え、「カービー」、「ハイウエスト・ジェギンス」、「マム・ジーンズ」、「フレア」など、多様なカットの種類を取りそろえている。同社によると、ジーンズの売り上げは23四半期連続で過去最高を記録している。

同社のジーンズが人気を維持している理由の一つに、ジーンズのサイズの種類を拡大する活動をサポートしている、ヒップホップ・スターのリル・ウェインなどの存在も挙げられる。また同社は、ジェイ・ショッテンスタイン CEO の一族がサポートする大麻関連メーカーのグリーン・グロース・ブランズ（GGBXF）の製品である、カンナビノイド成分入りローションも取り扱っている。本誌は、この件でアメリカン・イーグルを通してショッテンスタイン氏にコンタクトを試みたが、回答を得られていない。

アメリカン・イーグルについて、モールでの出店が多いことも投資家の懸念材料となっているが、それらの店舗は好調のようである。同社は2月の時点で、アパレル関連では934店舗、アンダーウェア（エアリー）関連で115店舗を展開している。同社によると、これら全店舗の96%が黒字である。UBSによると、空室率が高く来客が少ない「Cクラス」のモールに関しては、今後3年で賃料などを見直すと思われる。アメリカン・イーグルは、「Cクラス」モールの賃料について、5~20%の引き下げを見込んでいると投資家に述べている。一方、「Aクラス」モールに出店している同社店舗は成長を続けており、ゲーツ氏は「売り上げは堅調であり、これらモールの運営者によると、デニム部門の売り上げで他社の店舗を上回っている」と指摘する。

■ 「エアリー」ブランドが急成長

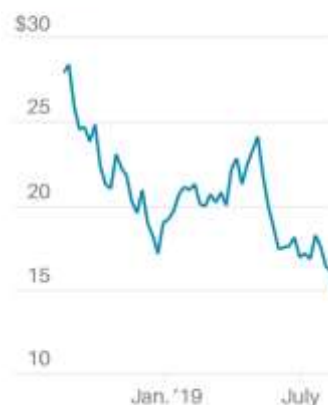
「アメリカン・イーグル」ブランドの陰に隠れているようだが、エアリーは米国で最も急成長している小売りブランドである。昨年度の売上高は前年度比29%増の6億5000万ドルとなり（「アメリカン・イーグル」ブランドは同5%増）、今年度第1四半期の売上高は14%増（「アメリカン・イーグル」は4%増）であった。

アナリストによると、エアリーは10億ドル規模のブランドに成長する可能性がある。ゲーツ氏はより強気な見方をしており、エアリー・ブランドでの新規出店が続けば、売上高は少なくとも20億ドルに増加するとみる。UBSのアナリストも同様の予想をしており、「ボディーポジティブの特徴を強く打ち出した商品展開により、競合ブランドのビクトリア・シークレットの顧客を奪う格好となり、大きなシェア上昇が望める」とのことである。

平均的なアナリストの予想と比べ、ゲーツ氏はより強気であり、アメリカン・イーグルのEPSが今年度は1ドル90セントまで増加し、来年度は2ドル5セントになると予想している。ゲーツ氏の2021年度EPS予想に基づき、株価収益率（PER）を15倍と想定すると、目標株価は30ドルとなる。加えて、同社は1株当たり2ドル超のネットキャッシュを保有しており、自社株買いも期待できる。

American Eagle Outfitters

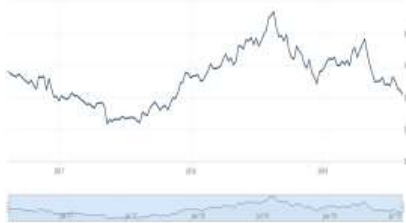
(AEO / NYSE) Weekly close on August 15



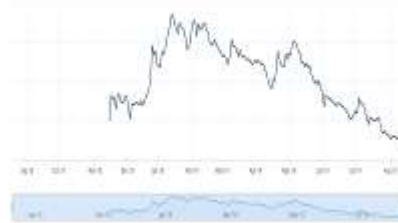
Source: FactSet

追加関税の延期が発表される前、同社の今年度予想 PER は 9.6 倍だった。他のアパレル企業を見ると、2019 年度（2019 年 1 月期）の既存店売上高が前年比 3% 増のアバクロンビー&フィッチ（ANF）は同 17 倍、ビクトリア・シークレットやバス&ボディー・ワークスを傘下に持つエル・ブランズ（LB）は同 8.9 倍（既存店売上高は前年比 3% 増）、アーバン・アウトフィッターズ（URBN）は同 8.9 倍（既存店売上高は前年比 8% 増）となっているが、エアリーほどの好調さは見られない。

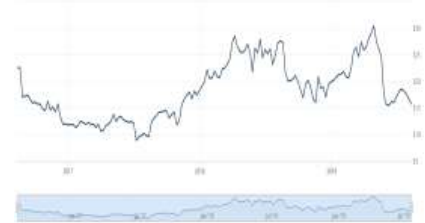
American Eagle Outfitters Inc. (AEO)



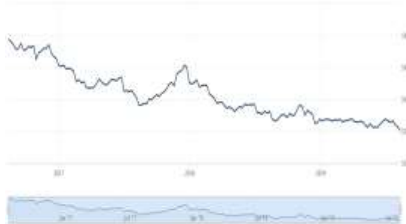
Green Growth Brands Inc. (GGBXF)



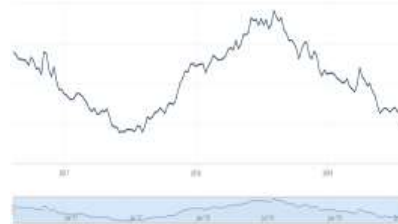
Abercrombie & Fitch Co. (ANF)



L Brands Inc. (LB)



Urban Outfitters Inc. (URBN)



チャートは 3 年（GGBXF は 1 年）

By LESLIE P. NORTON
(Source: Dow Jones)

3. The Trader 債券市場に振り回される株式市場 イールドカーブ逆転が示す不確実性

【米国株式市場】

■ 債券利回りの低下をめぐる懸念が市場を支配

先週、ダウ工業株 30 種平均（NY ダウ）は 401.43 ドル（1.5%）下落して 2 万 5886 ドル 1 セントを付け、S&P500 指数は 1% 下落して 2888.68 に、ナスダック総合指数は 0.8% 下落して 7895.99 になった。3 指数とも 3 週連続で下落した。

どれも大きな動きだが、市場の変動がどれほど激しかったかを反映していない。S&P500 指数は 14 日にかけて、12 営業日連続で日中 1% 以上変動した。これは昨年 12 月 5 日から今年 1 月 10 日までの 25 営業日連続以降で最長である。



こうした動きが好調な市場の兆候であることはほぼない。この 1 週間、債券利回りの低下をめぐる懸念が市場を支配した。10 年物米国債利回りは 14 日に 1.47% と、2016 年以來の最低水準を付けた。一方、30 年債の利回りは史上初めて 2% を下回った。さらに、10 年債の利回りは 2 年債を一時的に下回った。このイールドカーブの逆転は歴史的に、景気後退に 6~18 カ月程度先立って見られる現象である（10 年物米国債利回りはこれ以前に 3 カ月債を下回っている）。

■ イールドカーブ逆転の意味合いは変わったのか

イールドカーブの逆転から実際の景気後退までの間に市場が上昇する傾向はあるものの、通常こうした現象は、投資家が強気市場の終わりに向けて計画を立てるのに十分な根拠となる。しかし、今は通常の時ではない。イールドカーブが逆転するとすぐに、なぜそれがこれまでのように機能しないのかをめぐる主張が飛び

交い始めた。その一つは、マイナス利回り債券が増えたために投資家にとっての米国債の魅力が高まり、低い利回りが経済状況よりも需要を反映するようになったというものだ。米連邦準備制度理事会（FRB）が国債購入を進めたことで、利回りが人為的に低くなった可能性を指摘する人もいる。イエレン前 FRB 議長までもが、景気後退を示す指標であるイールドカーブの逆転が今回は間違っている可能性があると言っている。

しかし、イールドカーブほど信頼されてきた指標がもはや信頼できないのであれば、市場は真の未知の領域に入っているのかもしれない。それは恐らく、株式市場が債券市場のあらゆる変動に反応しているように見える一つの理由だ。7 月末時点では、S&P500 指数と上場投資信託（ETF）の i シェアーズ米国国債 20 年超（TLT）の相関関係はほぼ存在しなかった。その 2 週間後には、二つの相関関係はマイナス 65% となっている。これが示唆しているのは、投資家が債券購入（および利回りの低下）時には株を売り、逆の関係もまた成り立つということだ。

14 日にはその関係を明白に示す動きが見られた。10 年物米国債利回りが 1.52% から約 1.47% に急激に低下した後、約 30 分で跳ね返ったが、NY ダウはそれをほぼ完全になぞる動きをしたのだ。

債券市場のあらゆる動きに反応するのは、正しい投資のやり方ではない。以前は FRB とは戦わないことが常識だったが、それも今や考えられていたほど単純な話ではないのかもしれない。1990 年代にはサイクルの中間における利下げがサイクルを長期化し、株価のさらなる上昇につながった。しかし、パウエル FRB 議長が主導した先月の利下げを受けて、市場は下落した。この利下げは、ミシガン大学消費者信頼感指数が 7 月に 98.4 から 92.1 に低下した理由としても挙げられた。

その事実だけでも、9 月の米連邦公開市場委員会（FOMC）で 0.5% ポイントの利下げを望んでいる人々は再考を促されるだろう。ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズでグローバル副最高投資責任者（CIO）を務めるロリ・ハイネル氏は、「FRB は不安定な立場にある。あまり積極的に利下げを行うと、状況が実際以上に悪いという考えを支持する結果になってしまう」と述べる。

そもそも、実際に状況がどれだけ悪いのかを把握するのは難しい。経済は明らかに減速しているが、必ずしも景気後退に向かっているとは限らない。それは、パニックではなく、注意の時だということだ。ヤヌス・ヘンダーソン・インベスターズでリサーチを統括するカーメル・ウェルソ氏は「経済は減速しているのであって、崖から落ちる間際にあるわけではない。パニックに陥る理由があるとは思えない」と述べる。少なくとも今のところは、ということだが。

■ ディフェンシブ銘柄は最大の防御ではなくなったのか

世界的な経済成長をめぐる懸念から、景気に敏感なシクリカル銘柄が打撃を受ける中、公益事業、不動産、生活必需品といったディフェンシブ銘柄を保有することは、過去数年における有効な戦略だった。例えば、過去 12 カ月間のリターンは不動産セクターで 18.2%、公益事業セクターで 16.1%、生活必需品セクターで 12.6% だった。同期間の S&P 500 指数のリターンはわずか 1.9% だった。

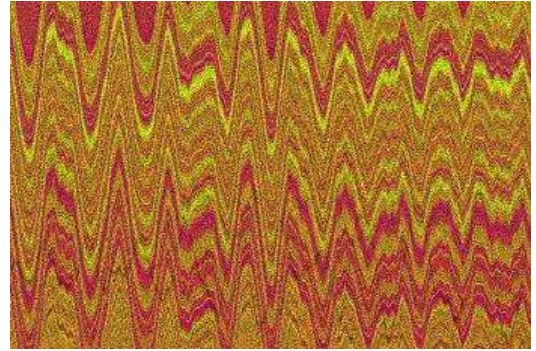
リターンのあまりの大きさから、今は意外なことをするべき時かもしれない。つまり、シクリカル銘柄を買うことだ。

投資家が最も安全な株式を積み上げている理由を理解するのは難しくない。今年は米国経済の大部分でまだ好調なデータが出てきているものの、海外の状況は弱まっている。投資家の多くは海外における減速が米国に波及し、さらに貿易戦争の逆風が景気を後退に押しやることを不安視している。FRB は利上げから利下げに転じることで、経済が不安定な足場にあるという見方を強めることになった。

これらは全て、世界的な不況の時期にも業績を維持しやすい国内中心の企業や、景気後退に強い企業の株式

に有利な環境を作り出した。金利の低下も、その多くが長年配当を続けているディフェンシブ銘柄にプラスとなる傾向がある。

ゴールドマン・サックスが作成した、S&P500 指数構成銘柄の中から 215 のディフェンシブ銘柄を集めたバスケットは、過去 1 年間で 11% のリターンを上げた。一方、285 のシクリカル銘柄のバスケットのリターンはマイナス 2% だった。前者の予想株価収益率 (PER) は 18.7 倍、後者では 15.9 倍となっている。



その結果、ゴールドマン・サックスで米国株式担当チーフストラテジストを務めるデービッド・コスティン氏は、現在はディフェンシブ銘柄よりむしろシクリカル銘柄の購入を開始する良い機会だと考えている。同氏は S&P500 指数が回復して 2019 年末までに史上最高値に達すると予想しており、情報技術や資本財・サービスといったセクターをオーバーウエート、公益事業やヘルスケアなどのセクターをアンダーウエートにすることを推奨している。同氏は特に、マイクロソフト (MSFT)、ビザ (V)、AT&T (T) などのサービス銘柄に対して強気だ。

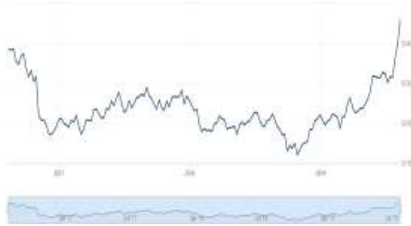
エバーコア ISI でストラテジストを務めるデニス・ディバッシュ氏は、ディフェンシブ銘柄のアウトパフォームがさらに早いタイミングで終わると見ている。公益事業と不動産は今月に入って、S&P500 指数をほぼ 7% ポイントアウトパフォームした。「貿易戦争が大幅にエスカレートしたり、世界的な成長期待が崩れたりしない限り、最近のディフェンシブ銘柄、特に低金利の恩恵を受けている企業のアウトパフォームは、来月中旬に逆転する見込みだ」と同氏は顧客向けに書いている。

ただし、そうとは決めつけられない。景気後退のテールリスクは依然として残っており、貿易戦争がいつ新たな展開を迎えるかは誰にも分からない。モルガン・スタンレーのマイケル・ウィルソン氏は、各企業がさらなる景気減速を業績予測の下方修正という形で織り込む余地があると考えている。同氏は比較的割高である点を認めつつも、引き続きディフェンシブ銘柄を支持している。

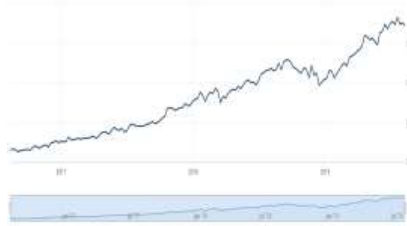
まだ安全なセクターの株式を手放すべきではないという主張には説得力がある。しかし、それはポートフォリオから全てのシクリカル銘柄をなくすべきであるということではない。シクリカル銘柄もいずれ持ち直すであろうし、購入する価格も受け入れやすい水準になっている。



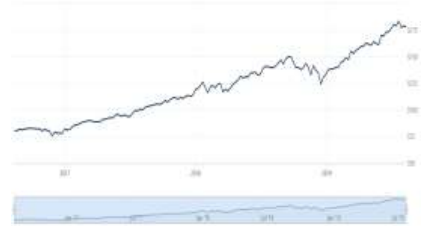
iShares 20+ Year Treasury Bond ETF (TLT)



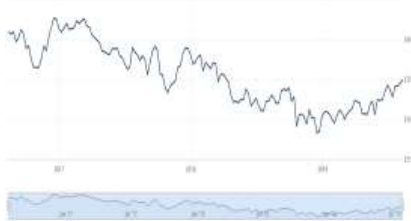
Microsoft Corp. (MSFT)



Visa Inc. Cl A (V)



AT&T Inc. (T)



チャートは3年

By BEN LEVISOHN and NICHOLAS JASINSKI
(Source: Dow Jones)

4. Companies That Embrace Sustainable Investing サステナブル投資 【インタビュー】 持続可能性への投資を採用する企業は売上高、ひいては株価が上昇する

■ 持続可能性への投資が実際に利益を押し上げる

株式相場が下落すると、持続可能性への投資はリターンを犠牲にするとの声が高まってくる。しかし、ニューヨーク大学のテンシー・ウィーラン教授はその反対だと証明することでキャリアを築いてきた。同氏は、非営利団体のレインフォレスト・アライアンスの代表を 15 年間務めた後に、2015 年にニューヨーク大学のスターン・スクール・オブ・ビジネスのセンター・フォー・サステナブル・ビジネスのディレクターに就任し、企業がサステナブルな取り組みをすれば、実際に利益も高まることを数値的に証明しようと頑張ってきた。ブラジルの牛肉生産者がサステナブルな取り組みによって利益を向上させたという研究は説得力がある。パルナッソス・インベストメンツの創始者ジェローム・ドッドソン氏はウィーラン氏のファンだ。



本誌：今のような動揺した時は、サステナビリティ（持続可能性）はぜいたくと思われるのではないかと？
ウィーラン氏：ESG（環境、社会、ガバナンス）は今や投資家にとって、ビジネスのリスクや機会の把握の一環で、企業分析で常時使われている。これは市場の出来事とは関係なく継続するだろう。消費者向けパッケージ商品（CPG）セクターの成長の半分はサステナビリティを売りにしている製品からのものだ。短期的な現象ではなく、消費者行動、企業行動、投資家行動の変化が進行している。

Q：しかし、依然としてサステナビリティへの懐疑心もかなりあるようだが、なぜか？

A：企業がサステナビリティ投資のリターンを追跡調査していないからだ。理由はいろいろあるが、第一に最高財務責任者（CFO）らは ESG 戦略の財務的な結果を追跡調査する指標を整備していない。第二に、効果の一部は無形だ。もちろん企業の価値の大半は無形で、金銭で勘定しにくいのだが。最後に取り締役会がそれを要求しない。しかし、サステナビリティに関連したリスクや機会が財務に与える影響を理解したいという要請は増えていくだろう。ハーバード・ビジネススクールのジョージ・セラフェイム教授の論文を読んだことがあると思うが、影響力の強い ESG 要因をひたすら重視した企業のアルファ（超過リターン）は年率 6% だ。

Q: サステナビリティ投資に対するリターン、すなわち ROSI (サステナビリティ投資利益率) を計測する研究に従事しているが、誰がそれを使用し、どのように報告しているのか?

A: サステナビリティが関連する業績のけん引要素には、技術革新、従業員の熱意、定着率、生産性、消費者への販売の改善、マーケティング、サプライヤーリスクの改善、経営効率などがある。サステナビリティは良好な経営方法の新しい波の一部で、財務的業績をけん引する。ROSI は自動車、小売り、医薬品セクターで利用されている。まだ実験的段階で、さまざまな産業で試験的に実践している。ROSI を利用してポートフォリオのリスクや機会を査定し、投資に利用する方法についてプライベートエクイティ会社とも話し合っている。私の目標は今後 2~3 年で、会計士や CFO、投資家らによる採用がかなりの水準に達することだ。ROSI が機能するなら、ESG 指標だけでなく ROSI も報告・開示するように投資家が求めるだろう。名前は ROSI でなくとも、ESG 指標と ESG 戦略の財務的な影響との関連付けが要求されるようになるだろう。

■ サステナブルな取り組みは費用の節減や品質向上につながる

Q: ブラジルの牛肉生産でサステナブルな取り組みによる財務面での改善を数値化した研究の説明を。

A: ファストフードのマクドナルド (MCD) や大手スーパーを展開するカルフル (CRRFY) など 450 の大企業は、サプライチェーンからの森林破壊を防止すると公的な約束をした。そこで、牧場経営者と協働する食肉業者にサプライチェーンでの森林破壊を防止するよう要請した。これらの企業のサステナブルな農業運営採択前後の調査を行ったところ、牧草地の回復、水管理、灌漑 (かんがい) 管理など 19 の異なったサステナビリティ戦略を特定することができた。化学薬品の使用を減らすなど経営効率に関連したものもあった。肥料や化学薬品の使用を抑えることによるコスト節減が見られ、1 ヘクタール当りの家畜数を増やすことで、余分な土地を借りる必要もなくなり、収量を増やすことができ、牧場主の収入が増えることになった。土地が改善されたため土地の価値も上昇した。サステナブルな農業への取り組みで牛肉の質も改善し、プレミアム価格で牛肉を販売できるようになった。生産性が向上し、利益率は 7 倍になった。温室効果ガスの排出は 20%削減された。高品質牛肉の割合も増えた。高品質の製品を生産すれば、困難な課題は少なくなる。プレミアム価格で売れる品質のより高い製品が出来上がり、小売店に至るまでのサプライチェーン全体で恩恵が増えた。これらの変化でバリューチェーンのどこで価値が創出されていたかを理解することが重要だ。この取り組みで得られた価値をドル換算で数値化し、10 年間の正味現在価値を計算した。

■ 自動車セクターや CPG セクターでの研究

Q: 他にどのような産業を調査したか?

A: サステナビリティやその他の問題で破壊的創造の過程にある産業に興味を持った。自動車産業は、二酸化炭素排出量、電気自動車による技術革新、自動運転車による創造的破壊など、ESG との関連性が非常に高い。米国のゼネラル・モーターズ (GM)、ドイツのフォルクスワーゲン (VWAGY)、英国のアストンマーティン・ラゴンダ (AML 英国) に研究プロジェクトに参加してもらった。われわれは、16 のサステナビリティ戦略と、溶剤や塗料のリサイクルを含めて 200 以上もの財務的価値を生む措置を特定できた。ある 1 社では、このような措置で、利払い・税引前利益 (EBIT) 利益率が 3.7%ポイントも上昇した可能性がある。

Q: 会社内で違う部署の人たちが話し合わないのはサステナビリティに対する猜疑心からか。

A: サステナビリティを主張する人たちは、ESG 用語はしゃべるが、EBIT や ROI といったファイナンス用語をしゃべらず孤立している。気候変動に関する目標は、プロセスや製品、サービスの革新につながるが、具体的にサステナビリティ投資と結び付けられていない。人材を例に取れば、人材の定着率をわずか 1%でも高めれば、ある程度の規模の会社であればかなりの金額の節減になる。

Q: CPG セクターで、サステナビリティが成長をけん引している例をもっと説明してほしい。

A: 市場調査会社の IRI と組んで、2013~2018 年の 5 年間にわたり、サステナブルな商品に関する消費者の購買動向を見るため 7 万 3000 種類の製品を調べた。消費者は本当に遺伝子組み換えでない商品、有機栽培商品、フェアトレードの商品を買っているのか、実際にバーコードのデータから調べてみた結果、調査期間の CPG セクターの成長の約半分はサステナブルな商品だった。セクターの 16.6%にすぎないものの、成長している分野だ。牛乳などはサステナブルな商品がなければ、販売が減少していただろう。

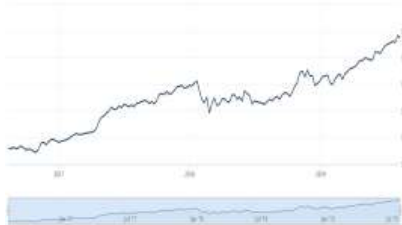
Q：消費者の嗜好（しこう）の変化の別の例として、代替肉や植物性タンパク質をどう思うか？

A：一時的流行ではないと思う。トレンドの一部であることは確かで、誰もが肉を食べなくなるというよりは、肉も食べながら、ベジタリアン料理を食べる回数も増えると思う。私も肉は食べるが多くは食べない。アジアの食事では肉を少しと野菜をたくさん食べる。肉を食べる場合はこのようにすべきだと思う。

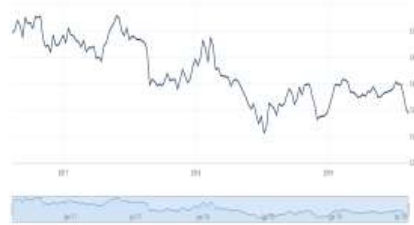
Q：ニューヨーク大学では、伝統的なファイナンスを教える教授たちの抵抗を受けているか？

A：これが一時的な成功と考えている教授陣もあり、彼らはサステナビリティが今後ファイナンスの一部になるとは見えていない。しかし、学部長や学長はビジネススクールやファイナンスにサステナビリティを持ち込むことを応援してくれている。この方向性を熱心に歓迎してくれる教授もいる。ニューヨーク大学では昨年、750 人の MBA コースの学生と学部生がサステナブルなビジネスと技術革新の授業を受けた。

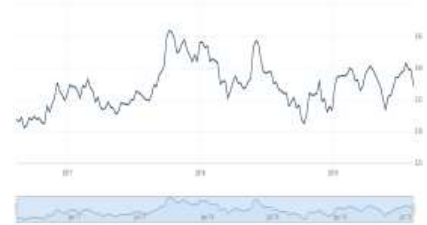
McDonald's Corp. (MCD)



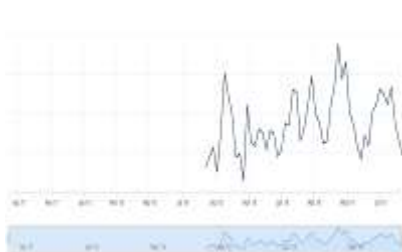
Carrefour S.A. ADR (CRRFY)



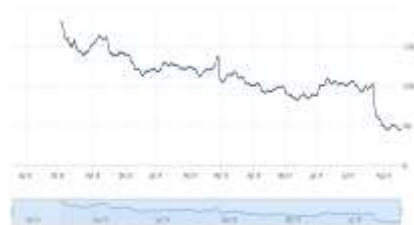
General Motors Co. (GM)



Volkswagen AG 1/10th ADR (VWAGY)



Aston Martin Lagonda Global Holdings PLC (AML)



チャートは 3 年
(VWAGY は 2 年、AML は 1 年)

By LESLIE P. NORTON
(Source: Dow Jones)

5. Beware Banks' Utility-Like Yields. インカム投資としての銀行株 配当利回りは公益事業セクターに近付いたものの、安全性に差

【銀行株】

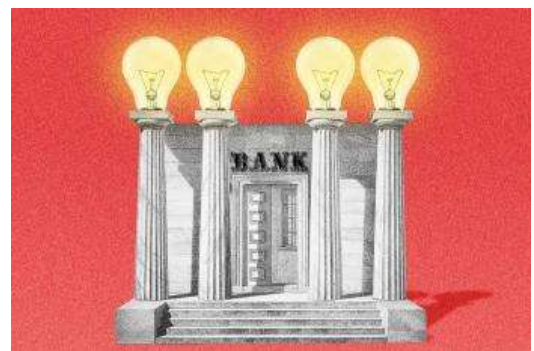
■ 銀行株と公益事業株に互換性はあるのか

米中の貿易戦争が続き景気減速の兆候も高まる中、株式投資家のスタンスがディフェンシブになるにつれて、ディフェンシブ株の代表格である公益事業セクターが高い注目を集めている。一方、銀行セクターをその配当利回りの高さで安定した収益力から選択肢の一つとして推奨する考え方もある。

しかし、銀行株と公益事業には類似点もあるが、大きな違いがある。銀行株が公益事業株に変容しつつあるという考えに「私は賛同できない」と、モルガン・スタンレー (MS) で

銀行・総合金融グループ調査部門をグローバルに統括するベッツィー・グラスク氏は言う。金融危機前と比較し自己資本比率や流動性の水準は上がり、はるかに健全性が高くなってはいるものの、銀行には景気減速リスクがあるからだ。同氏のチームは、銀行株パフォーマンスのシナリオを複数準備しており、悲観的なシナリオではメインシナリオと比較して銀行の利益が 20%から 40%低下すると想定している。

これに対しインカム投資家お気に入りの公益事業セクターは、景気が後退しようと家庭や事業は依然として電気、ガス、水道を必要とするため、景気変動に対する抵抗力が強い。「銀行の業績は景気サイクルや信用サイクル、そして金利変動に影響されるが、公益事業にはほとんど影響しない」とモルガン・スタンレーで北



米の電力・公益事業・クリーンエネルギー調査部門を率いるスティーブン・バード氏は言う。

■ 株価パフォーマンスの差と配当利回りの接近

金利の低下や、穏やかな経済環境の中で長期にわたり低水準で推移してきた延滞や貸し倒れが今後悪化する懸念から、最近の銀行株のパフォーマンスは芳しくない。このため、これら二つのセクターの株価パフォーマンスには大きな差が発生している。公益事業セクターの株価が上昇する一方で、銀行株は割安となっている表から分かるように、上場投資信託（ETF）であるインベスコ KBW 銀行 ETF（KBWB）の 2020 年予想利益ベースの株価利益率（PER）は先週月曜日の時点で 10 倍を下回っている。ファクトセットによれば、これは過去 5 年間の平均を下回る水準だ。

株価が下落したことで銀行株の配当利回りは上昇し、公益事業株の配当利回りに近付いている。ルーソルド・グループのチーフ投資ストラテジストを務めるジム・ポールセン氏によると、S&P500 指数に含まれる公益事業株の配当利回りは 3.26%、金融株の配当利回りは 2.29%となっている。インベスコ KBW 銀行 ETF の配当利回りはさらに高く、約 3%である。

■ 公益事業株と銀行株のその他の相違点

銀行と公益事業では資本の使い方にも大きな違いがある。一般的に銀行の方が公益事業よりもはるかに多額の自社株買いを実施している。バード氏は、公益事業の場合は設備投資に資金を使う方が理に適っていると語る。設備投資であれば投資額に対し税引き後で 10%の利益を期待できるため、設備投資のコストは予想利益の 10 倍（PER10 倍）相当ということになる。これに対し公益事業の自社株は平均で PER 約 20 倍となっている。

銀行と公益事業では配当性向も異なる。銀行の配当性向は 30%から 35%が多く、公益事業の場合は 60%から 70%が多い。銀行の配当性向は上昇しつつあるが、近い将来に公益事業の水準まで到達する可能性は低い。金融危機以降、銀行規制当局が銀行の配当に目を光らせているためだ。

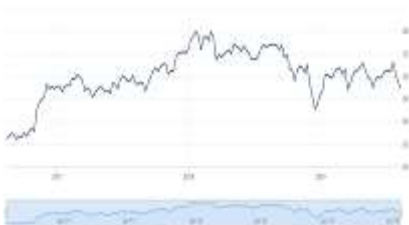
また、金利の低下が与える影響が異なる。銀行にとって、利ざやが圧迫されるため、金利の低下は逆風となるが、公益事業の場合は負債が多いことから、どちらかといえば借入れコストの低下につながる。

規制のあり方も大きく異なる。銀行規制においては自己資本比率や流動性の維持が最優先となるが、公益事業の規制当局は、長期的な観点から適正な利益率を評価するため、公益事業が一定の自己資本利益率を目標とすることについて理解を示す傾向にある。

公益事業にも、銀行にはない固有のリスクが存在する。山火事や爆発などだ。カリフォルニアの電力大手 PG&E（PCG）は、山火事に関連した損害賠償債務が負担となり、今年 1 月に連邦破産法 11 条の適用を申請した。ただバード氏はこの種の事件は「どちらかといえば挿話的な」もので全国共通の問題ではなかろうと語る。

以上、多くの違いがあることを考えると、この二つのセクターに互換性があると考えるのは、全ての投資家、とりわけ経済減速時も安定したインカム収入を求める投資家にとっては、大きな誤りであろう。

Invesco KBW Bank ETF (KBWB)



PG&E Corp. (PCG)



チャートは 3 年

By Lawrence C. Strauss
(Source: Dow Jones)

6. \$3 Billion Fund Is Betting on Citigroup and Against Tesla 有望株開拓 【バリュー投資】 30 億ドル規模のロング／ショートファンドに見るシティとテスラの明暗

■ ギャップの大きい有望株を探せ

運用資産 33 億ドルのダイヤモンド・ヒル・ロング／ショートファンド (DIAMX、購入時に 5%の手数料がかかるクラス A) は、2000 年の設定以来、絶対ベースでベンチマークであるラッセル 1000 指数に匹敵する成果を上げている。年初来リターンは 13.6%で、モーニングスターが評価対象とするロング／ショート戦略を取るファンドの中で上位 16%に入る。過去 15 年間でも、上位 25%以内を維持している。同ファンドの経費率は 1.74%と一見高いが、同じ戦略を取るファンドの平均 1.95%よりは低い水準にある。ロング／ショート戦略のファンドは概して取引コストが高くつくので、手数料も高めだ。



ダイヤモンド・ヒルのロング／ショートファンド戦略の心臓部は、30 人に及ぶ社内アナリストとジュニアアナリストだ。有望な銘柄を開拓するために、共同運用責任者のクリス・ビンガマン氏率いるチームは 5 年後にその企業の価値がどうなっているかを予測し、そこから現在の適正株価を導き出す。本源的価値を下回る株価（割安）で取引されている企業はロングポジションの候補に、逆にその価値以上の価格（割高）で取引されていればショートポジションの候補になる。チームの推定適正株価と現在の市場株価の差が、大きければ大きいほど有望だ。

同ファンドによれば、グーグル親会社のアルファベット (GOOGL) やフェイスブック (FB) は、8 月初めに株価がある程度下げる以前の高値水準で考えても、将来の成長性からすれば割安だとする。

■ ピンチをチャンスに

同ファンドは平均して 40~60 銘柄をロング、20~40 銘柄をショートとしており、全体でボラティリティを最小限に抑え、安定したリターンを出す運用を目指している。

ロングポジションの筆頭は銀行大手のシティグループ (C) で、2012 年に注目し始めた時の株価は 30 ドルを割っていたが、ダイヤモンド・ヒルの試算では 20%割安だった。シティはその後、不採算事業を手放し、支店を再編し、窓口業務のモバイルやオンラインへの移管を進め、自力で業績を回復させた。

ダイヤモンド・ヒルがシティ株の組み入れを開始して以降、同社の 1 株当たり利益 (EPS) は 3 倍増目前まで改善している。最近の株価水準は 64 ドル前後だが、ビンガマン氏は依然として同社を割安だと考える。シティが過去 1 年間に 200 億ドル規模の自社株買いを実施していることを考えると、経営陣もビンガマン氏と同じ意見なのだろう。

ユナイテッド航空を傘下に持つユナイテッド・エアラインズ・ホールディングス (UAL) も、自社株買いを通して株主還元をしている。旅行需要が引き続き成長する一方で、大手航空会社の数は減小してきた。ボーイング (BA) の 737MAX 型機の運航停止によって大手航空会社は打撃を受けているが、ユナイテッド航空は他社ほど影響を受けていない。国内およびビジネス需要が好調で、今年第 2 四半期の利益はアナリスト予想を上回った。

同社の有効座席マイル当たりの旅客収入は前年同期比 2.5%増加し、一方、座席マイル当たりのコストは同 0.4%減だった。株価は過去 3 年間で 2 倍に上昇し、現在の水準は 85 ドル。しかしビンガマン氏は、100 ドル超の価値があるとみている。

■ 株価下落でもまだ割高

一方、ショートポジション上位の一つがスポーツ用品大手のアンダーアーマー (UAA) で、2016 年にショートを開始した。同社は当時、フットウエアへの事業拡大を進めていたが、「既に実績のある大手競合への無謀な挑戦だとわれわれは判断した」とビンガマン氏は言う。その言葉通りに株価が低迷したところでダイヤモンド・ヒルは利益を確定し、2018 年から再度同社をショートしている。最近の株価下落局面で同社株も 20 ドルまで下げているが、さらに下げる可能性があるともみている。

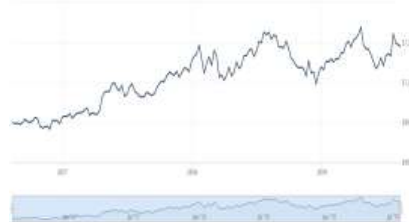
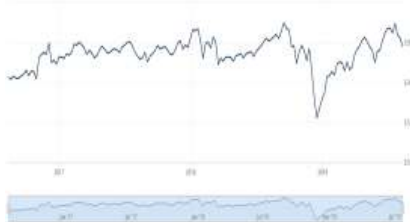
電気自動車 (EV) メーカーのテスラ (TSLA) も、ショートポジションのトップ 5 に入っている。ビンガマン氏は同社株のリスクを、資本集約型ビジネスモデル、経営の不安定さに加え、利益率の高いセダントタイプのモデル S の売り上げが、同社のより低価格帯の車種に侵食される可能性がある」と説明する。加えて、真の脅威は、アウディ、ジャガー、ポルシェ、ボルボといった高級車メーカーが続々と EV 市場に参入している点だ。ダイヤモンド・ヒルは、テスラの株価が 300 ドル台前半だった昨年からの同社株のショートを開始した。ビンガマン氏の見立てでは、テスラの適正株価は「明らかに 200 ドルに満たない」そうだ。

Diamond Hill Long-Short

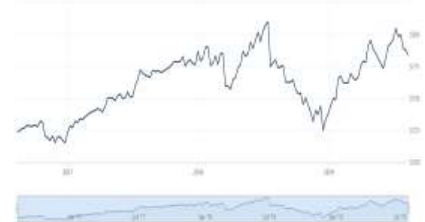
	1-Yr	5-Yr	10-Yr
DIAMX	4.0%	4.4%	6.8%
Long-Short Equity Category	-2.0	2.5	5.5
Top Five Long Holdings			
% Assets			
Company / Ticker			
Citigroup / C		4.4%	
United Airlines Holdings / UAL		3.9	
Alphabet / GOOGL		3.8	
Cimarex Energy / XEC		2.9	
MetLife / MET		2.7	
Top Five Short Holdings			
Company / Ticker			
Consolidated Edison / ED		-2.0%	
Cincinnati Financial / CINF		-1.8	
Paccar / PCAR		-1.5	
Tesla / TSLA		-1.3	
Under Armour / UAA		-1.3	

Note: Holdings as of 7/31. Returns through 6/12; five- and 10-year returns are annualized.
Sources: Morningstar; Diamond Hill Capital Management

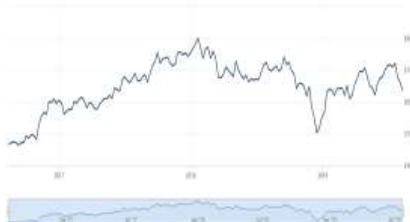
Diamond Hill Long-Short Fund:A Alphabet Inc. CIA (GOOGL)



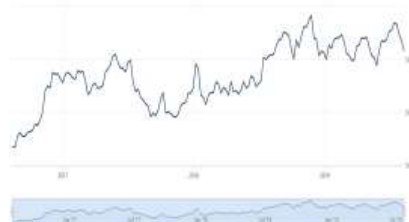
Facebook Inc. CIA (FB)



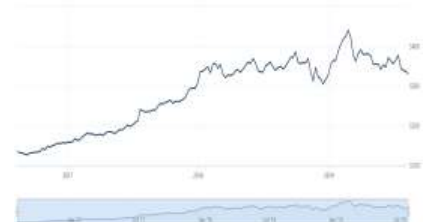
Citigroup Inc. (C)



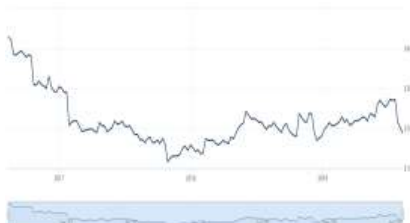
United Airlines Holdings Inc. (UAL)



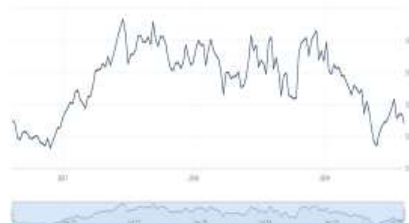
Boeing Co. (BA)



Under Armour Inc. CIA (UAA)



Tesla Inc. (TSLA)



チャートは3年

By SARAH MAX
(Source: Dow Jones)

7. Up and Down Wall Street 金利低下の影響 グリーンランド買収コストの引き下げ? シリーズ I 貯蓄国債

【コラム】

■ グリーンランド買収?

トランプ大統領が米連邦準備制度理事会 (FRB) に利下げを促す本当の理由が分かった。報道によると大統領は、米国がグリーンランドを取得するというアイデアを提起した。他の不動産取引と同様に、買収を成功させるためには資金コストが重要で、利下げに関するパウエル議長による協力は助けになるだろう。



グリーンランド買収は、トランプ大統領の他の開発と比べてそれほど魅力に欠けるものではない。北極圏に位置するため、冬の旅行には気をそそられないが、グリーンランド最大の国際空港があるカングルルススアークにカジノをオープンしたらどうだろうか? また、デンマーク王国の領土であることももう一つのメリットだ。デンマーク第3位のユスケ銀行は、住宅ローンにマイナス金利を適用している。つまり、お金を借りて、利子を受け取れるのだ。さらにトランプ大統領は、債務不履行を演出できるかもしれない。いずれにせよ、グリーンランドは売り物でないとデンマークが述べていることから、全て夢物語か。

むしろトランプ大統領は、2020年の選挙に向けて、金利が米国経済にどのように影響するか、そして株式市場への影響を懸念している公算が大きい。ダウ工業株30種平均 (NYダウ) が800ドル下落した14日、トランプ大統領が大手行の数人の経営者に状況を確認したと報道されている。CNBCによると、JPモルガン (JPM) のジェイミー・ダイモン氏、バンク・オブ・アメリカ (BAC) のブライアン・モイニハン氏、シティグループ (C) のマイケル・コルバット氏は口をそろえて、米国の消費者は大丈夫だが、貿易摩擦が企業景況感を損ねていると語った。

世界経済に対する懸念は、世界の債券利回りの急低下に一目瞭然だ。米国30年国債利回りは2%を割り込んで過去最低の水準となり、10年国債利回りは1.5%を下回って2016年7月の過去最低の1.36%に近付いた。ドイツ10年国債利回りはマイナス0.7%に落ち込み、米国にもマイナス金利の波が押し寄せると予想する向きもある。

■ 現状維持の勧め

ただし、エコノミストで債券利回りの低下を断固として予想してきたA.ゲリー・シリング氏は、債券ファンด์に対する最近の資金流入 (直近の週では160億ドル) が、価格がほぼ上昇し切った後に投資を引きつける古典的な兆候とみている。同氏は、長期債を保有する投資家は現状を維持し、買い増すべきではないと述べる。同氏が債券投資を好む理由は、インカムではなくキャピタルゲインだ。1980年代に利回りがピークだった際に、利回りが14%から13%へ低下した時は価格が5%上昇した。利回りが3%から2%へ低下した際の価格は20%超上昇している。

シリング氏は、「損を出さないことが常に良い戦略だ」と述べており、言い換えれば、短期財務省証券を買って満期で乗り換えて行くということだ。株式における債券類似セクターに関しては、「逆風に対するアンカー」であると語っており、公益、不動産投資信託 (REIT) および生活必需品はディフェンシブで、弱気相場での損失が比較的小幅の傾向がある。

金融市場は、今週ジャクソン・ホールで開催される年次経済シンポジウムからヒントを求めようとしている。市場はピリピリしているが、経済指標は軟化の兆しをほとんど示しておらず、小売売上高、労働統計、インフレはしっかりしている。貿易の軟調は米中貿易摩擦が原因で、金融政策の結果ではない。

■ シリーズ I 貯蓄国債

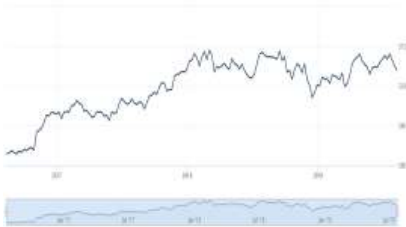
長期金利が低下する一方でインフレ率は上昇している。7 月の消費者物価指数 (CPI) は前年同月比 1.8% 上昇した。食品やエネルギーを除くコア CPI 上昇率は同 2.2% で、どの期間の国債利回りを上回っている。つまり、インフレによる貯蓄の購買力低下を運用収入で補えない状態にある。インフレ指数連動国債 (TIPS) 利回りは、その名が示す通りに利回りがインフレ率に連動するはずだが、10 年 TIPS の実質利回りは 15 日にマイナス 0.2% となった。

個人向けに、貯蓄の購買力を守る有効な手段がある。物価連動型 (シリーズ I) 貯蓄国債だ。現在の利回りは CPI 上昇率プラス 0.50% で、10 月までは 1.90% となる。金利は 6 カ月ごとに見直される。利回りは、30 年債を除く大半の米国債を上回っている。ただし、毎年の購入限度額が 1 万ドルとなっており、国民の 1% を占める超富裕層にとっては魅力的ではない。

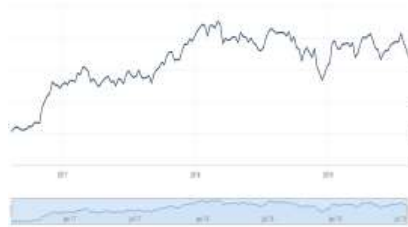
401k の限度 (1 万 9000 ドルプラス 50 歳超は 6000 ドル) に達している人々にとって、シリーズ I 貯蓄国債は退職に向けた投資計画を補完する。ポートフォリオにおける債券の主な機能は、リスク資産の一定期間ごとに発生する不可避の下落に対するバッファを提供することだ。

その他のメリットとして、シリーズ I 貯蓄国債のリターンは、償還されるまで無税だ。ちなみに TIPS では利回りのインフレ保証分は毎年課税される。また、シリーズ I 貯蓄国債のリターンは、それが教育費として使われる限りにおいては無税だ。他の米国債と同様に、シリーズ I 貯蓄国債による所得は州・地方税が免除される。

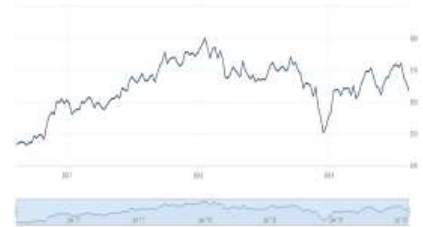
JPMorgan Chase & Co. (JPM)



Bank of America Corp. (BAC)



Citigroup Inc. (C)



チャートは 3 年

By RANDALL W. FORSYTH
(Source: Dow Jones)

8. The Trade War Is Finally Hitting Tech's Bottom Line 貿易戦争の影響 【ハイテク】 ハイテク企業の利益に打撃を与え始めた貿易戦争、マクロ環境悪化が半導体株の重しに

■ 売上高の減速見通しが失望売りを誘ったシスコ

先週、地政学的混乱の中で市場が途方に暮れる中、大手通信機器メーカーのシスコシステムズ (CSCO) は驚くべき 2019 年度第 4 四半期 (5-7 月期) 決算とコメントを発表した。その内容は、ハイテク業界と貿易戦争にとって不吉な転換点の到来を示している可能性がある。

決算発表翌日の 15 日、シスコの株価は 9% 下落した。同社はルーターとスイッチおよびセキュリティ製品のトップメーカーであり、企業、政府、通信機器の最終市場に広範なエクスポージャーを持つことから、同社の業績はハイテク投資の先行指標とみられている。



同社の第 4 四半期の売上高と利益はいずれも市場予想を上回った。だが投資家は、売上高見通しが市場予想を下回ったことに失望した。具体的には、2020 年度第 1 四半期の売上高が前年同期比横ばい〜2%増の見通しとされた。これは、前年度比 7%増だった 2019 年度通期売上高から大幅な減速である。受注の伸びも、前四半期の前年同期比 4%増から今四半期は横ばいに減速する見通しが示された。

■ 中国の反米感情の高まりはハイテク株全体の懸念材料

だが、最も懸念を集めたのは、会社見通しの要因だった。その要因とは中国市場であり、同社の最高経営責任者（CEO）、チャック・ロビンス氏は、中国での売上高が「貿易交渉を背景に急激に落ち込んでいる。当社は入札に招かれておらず、もはや（中国企業の大規模商談に）参加することさえ許されていない」と説明した。

同社の中国における売上高は第 4 四半期に突如として 25%以上減少した。同社の売上高全体に占める中国の割合は 3%に満たない。だが、同社のコメントは反米感情の高まりを示唆している可能性がある。その場合、中国へのエクスポージャーがより大きい他のハイテク企業にとって、打撃はさらに大きなものとなり得る。

シスコのコメントの以前から、中国のセンチメントの変化に関して多くの懸念が指摘されていた。ソシエテ・ジェネラルのストラテジスト、ソフィー・フィン氏は 8 月 12 日付のレポートで、中国当局者が同国の「ナショナリスト」精神をあおり、米国製品よりも中国ブランドを選ぶよう国民の背中を押す可能性があると予想している。

同氏はハイテク株に関する悲観的な見方を強めており、貿易戦争の影響がのしかかる中で投資家はハイテクセクターの見通しに関して楽観的過ぎると指摘する。同氏は同じレポートで、「経済は今後減速し、目下の米中貿易係争がハイテクセクターの中期的な業績の足かせとなると予想する」と書いている。

投資家向けニューズレター、ハイテク・ストラテジスト誌の編集長であるフレッド・ヒッキー氏は、ハイテク株のファンダメンタルズは明らかに悪化していると言う。「債務水準は世界的に過剰であり、貿易戦争は加速している。しかも、設備投資の削減が世界的な景気の減速につながっている。今年下半期はより多くの企業の業績が下振れすると予想している」。

■ 世界的なマクロ環境の悪化が顕著になり、最も打撃を受けるのは半導体セクターか

シスコの警戒の対象は中国市場だけでない。CEO のロビンス氏は、「7 月は、前四半期には見られなかったマクロ環境の変化が見られた。販売契約成約率に関して微妙な違いが感じられ、しかも、特に 2020 年度第 4 四半期終了時点の業績は、通常予想されるほどには好調でなかった」と言う。

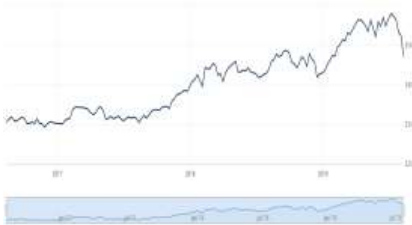
企業が 2019 年第 2 四半期に投資判断の不透明感を感じていたとすると、センチメントが改善していないことは確実だ。8 月 14 日に発表された統計はそれを物語っている。輸出依存度の高いドイツの第 2 四半期国内総生産(GDP)はマイナス成長となり、中国の鉱工業生産は予想を下回った。

しかも、米国の場当たり的な貿易政策はますますその度合いを強めているようだ。8 月初め、9 月 1 日に発効する中国からの輸入への追加関税が発表されたことを受けて株価は大幅に下落した。その後、米通商代表部(USTR)は一部の製品への追加関税を 12 月 15 日まで先送りすると発表した。これを受けて株価は急上昇したものの、一時的な救済に終わる可能性が高い。

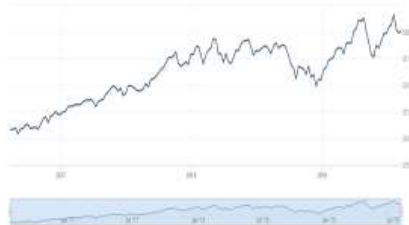
シスコのコメントが世界経済の悲観的なシグナルであるとする、最もリスクにさらされるのはどの業種なのだろうか。それは恐らく、国際市場へのエクスポージャーが大きい半導体かもしれない。上場投資信託(ETF)の i シェアーズ PHLX 半導体 ETF (SOXX) は下半期の回復への期待から年初来で 28%上昇しているものの、期待されている回復が起こらない可能性がある。

バーンスタインのアナリスト、ステイシー・ラスゴン氏は、半導体セクターに関してより前向きになるためには同セクターの業績予想の引き下げとバリュエーション低下が必要と考えており、その理由として、世界の半導体売上高が歴史的に見て世界の GDP 成長率と直接的に相関していることを挙げた。「現在は半導体セクターをかなり慎重に見ている。データは全般的に、マクロ環境が景気支援的でなくなっていることを示している」。

Cisco Systems Inc. (CSCO)



iShares PHLX Semiconductor ETF (SOXX)



チャートは3年

By TAE KIM
(Source: Dow Jones)

9. How to Avoid a Recession? Cut Interest Rates Like It's 1995 景気後退阻止へ【米国経済】 1995 年のような迅速な対応を期待

■ 12 年ぶりの逆イールド現象

米国の景気後退の予兆として最も当てになると言われる長短金利の逆転。この数カ月間、危険信号が点滅していたが、だからといって、景気は悪化する運命にあるというわけではない。

米国債の短期利回りが長期利回りより高くなる長短金利の逆転、いわゆる逆イールドは、1950 年代以降、米国の全ての景気後退に先行して起こっている現象で、その発生後に景気後退に陥らなかったのは、1966 年の一度だけだ。先週、2 年物米国債の利回りが一時、10 年物の利回りを上回り、両者の間では 2007 年以来的の逆イールドとなった。最も分かりやすい説明は、トレーダーが米連邦準備制度理事会（FRB）による利下げの必要性を確信しているということだ。



良い材料は、米国の消費者が健全性を維持していることである。年間の家計支出（食料品とエネルギーを除く）の伸びは約 4%で、賃金の伸びは 5%を超えている。つまり、現在の成長は、家計債務の増大に依存しているわけではない。先週木曜日に発表された最新の小売売上高は、7 月の消費が依然として堅調だったことを裏付けている。こうした状況で景気後退が始まるとは考えにくい。

一方、悪い材料は、力強い賃金の伸びは企業の収益性を犠牲にしてもたらされたもので、それが最近の設備投資の低迷の一因と考えられることだ。米商務省が先に公表した国内総生産（GDP）の年次改訂によると、米国内の非金融企業の税引前利益は 2016 年以降横ばいで、2014 年末のピークから約 15%減少している。2017 年末に成立した税制改革法で法人税率が引き下げられたにもかかわらず、数年前より状況が悪化している企業は多い。利益の増加は設備投資の拡大につながるが、利益が低迷する状況では、そうはならない。

■ 米国企業にネガティブな外部環境

過去 1 年半にわたり、米国企業は世界の他の地域からの悪影響も受けてきた。中国政府による過剰債務問題への対策等を背景に、世界の鉱工業生産は、年率 4%の成長からほぼゼロ成長に落ち込んでいる。中国の実体経済に供給された資金の規模を示す「社会融資総量」は、2018 年に前年比 14%減少した。2019 年初めの政策転換にもかかわらず、年初から 7 月末までの新規融資は、前年同期比でわずか 4%の伸びにとどまっている。

それと同時に、欧州の消費支出の伸びも 2018 年に大幅に減速し、現在はわずか 1%だ。中国における需要の低下を受け、欧州の投資支出も減少が見込まれている。そして、ビジネス感情の悪化と設備投資の抑制をもたらしている米中貿易摩擦の問題である。先週木曜日に公表されたデータは、エネルギー部門を除く米国の鉱工業生産が、2018 年末にピークに達して以来、2%減少していることを示している。設備投資とより密接に関係する機械部門は、6%の減少だ。

そして何よりも FRB の姿勢である。FRB は、予算案をめぐる駆け引きから生じた一時的な恩恵を受けた 2018 年の米国経済の「底堅さ」を過大評価した。当局者は、景気の「過熱」を防ぐために 2018 年、2019 年、そして 2020 年と、大幅な利上げが必要になると誤解し、それが借入コストの上昇、株価の低迷、逆イールドをもたらした。住宅建設支出は 2018 年 2 月から 2019 年 3 月までに 10%減少し、消費支出は 2018 年 7 月から 2019 年 2 月まで停滞した。金融政策の引き締めによる予測可能な影響といえる。

FRB 当局者はすぐに自らの過ちを認識し、今年の初めに方針を転換し始めた。そして 7 月、金融危機後初めて政策金利の引き下げに踏み切った。

■ 1995 年の対応

債券市場の値動きは、FRB には、やるべき仕事があることを示唆している。来年後半には景気後退が始まる可能性があることを意味しているのかもしれないが、四半世紀前の出来事を振り返れば、起こり得る結末を推測することができる。1994 年 2 月から 1995 年 2 月にかけて、FRB は、景気を減速させインフレを未然に防ぐため、政策金利を 3%ポイント引き上げた。1994 年の大部分を通じて雇用、生産、および支出の全てが急速に拡大したため、当初、当局者は「後手に回った」と考えた。

しかし、利上げサイクルが進むにつれ、米国債の 2 年物と 10 年物の利回りの差が縮小し、ほとんどゼロになった。1995 年の夏の時点で、FRB のオーバーシュートは明らかだった。1994 年から 1995 年にかけて、製造業の生産は低調で、小売売上高の増加は減速し、民間部門の雇用者数の伸びは鈍化し、失業率の低下が止まり、新規失業保険申請件数は 1991 年の景気後退以来の増加に転じた。

最も悪い前兆と捉えられたのは、1995 年上半期に 10 年物米国債利回りが 2%ポイント低下したことだろう。その結果、FRB は 7 月に政策金利を引き下げ、1996 年の初めまでに、最終的には 0.75%の利下げを実施することとなった。

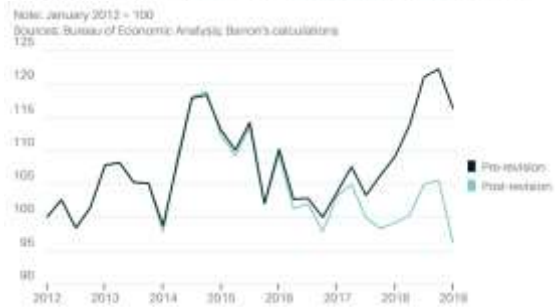
現在のパウエル議長のフレーズを借りれば、1995 年から 1996 年にかけての「サイクル半ばでの調整」は成功した。1996 年の終わりまでに、米国の生産と支出の伸びは再び加速に転じ、雇用市場はすぐに好調を取り戻した。この時の景気拡大は、その後 5 年間続いた。

さて、FRB は同じ手を繰り返すだろうか、というのが目下の問いである。

By MATTHEW C. KLEIN
(Source: Dow Jones)

The Missing Profits

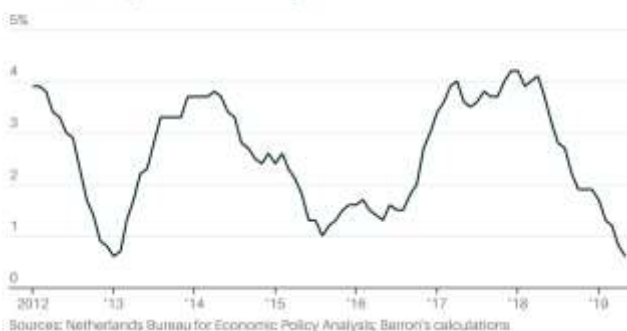
Domestic nonfinancial corporate profits before tax.



The Global Slowdown

Industrial production has been slowing worldwide since early 2018.

Six-month change in six-month average



10. Grocery Outlet Is Thriving グローサリー・アウトレット 市場急落の中でも好調

【株式市場展望】

■ 各社が苦戦する食料雑貨業界で好調なグローサリー・アウトレット

14 日、ダウ工業株 30 種平均 (NY ダウ) は 800 ドルの急落となった。そんな中、ディスカウント・スーパーマーケット・チェーンのグローサリー・アウトレット・ホールディング (GO) は好調だ。同社の株価は第 2 四半期の業績発表を受けて 5% 上昇し、翌日には 11% 上昇した。



食料雑貨小売業界は各社がひしめき合っている。量販店のウォルマート (WMT) やターゲット (TGT) がマーケットシェアを獲得し、オーガニック系スーパー大手のトレーダー・ジョーズやドイツに基盤を置くアルディはプライベート・ブランドによるディスカウントで業界を揺さぶる。その一方でスーパーマーケット・チェーン大手クロガー (KR) は苦戦し、倒産する小規模なチェーンも出ている。

そんな中、6 月に新規株式公開 (IPO) が 1 株当たり 22 ドルで実施されたグローサリー・アウトレットは、現在約 46 ドルまで上昇している。クロガーの株価収益率 (PER) が 10 倍なのに対し、グローサリー・アウトレットは 65 倍だ。なぜだろうか？

理由はプライベート・ブランドでもなければ、デジタル事業モデルでもない。鍵はマーチャンダイジングにある。エリック・リンドバーグ最高経営責任者 (CEO) は、メーカーは恒常的に不均衡な在庫状況にあると言う。小売店が注文をキャンセルすることもある、新商品の売れ行きが思うようにいかないこともある。「メーカーは自社の商品を適正な価格で買い取ってくれる清算チャンネルを必要としている。当社はそうして手に入れた商品を顧客に低価格で提供しているのだ」とリンドバーグ CEO は説明する。

■ ディスカウント小売りの TJX と類似するマーチャンダイジング・モデル

この手法はオポチュニスティック (機を狙った)・マーチャンダイジング、あるいは「宝探し」小売りモデルと呼ばれ、ディスカウント小売り大手 TJX (TJX) が T.J. マックスの店舗で展開している手法と類似する。同社は単に衣料販売店の苦境をしのいでいるというわけではなく、苦境であるからこそ同社は伸びている。TJX のリターンはここ 10 年間で、配当を含め 6 倍となっている。

無論、オポチュニスティック・マーチャンダイジングの手法が、全ての食品カテゴリーで使えるとは限らない。グローサリー・アウトレットは、牛乳や肉、パンなどの仕入れに関しては他のスーパーと同じ手法で行い、低い利益率で販売する。一方で農産物やワインについては、同社本社がカリフォルニア州エメリービルにあり、生産地に近いという地の利を生かして仕入れを行っている。

「数カ月先の仕入れ計画を立てる店もあるが、当社は翌週の仕入れ計画を行えるようにしている」とリンドバーグ CEO は説明する。「例えばイチゴが早く熟れてしまい、買い手がない商品がトラック 20 台分あれば、われわれはそれを仕入れることができる」。アルディと店舗の大きさは同程度だが、品数は常時 3~4 倍あると言う。ディスカウント率は 40~70% だ。

グローサリー・アウトレットでは、フランチャイズ店舗用に購入した商品をストア・マネジャーに委託し、粗利益を分割する。多くの場合、マネジャーは地元で家族経営の店舗を運営する。株式公開は最近だが、同社は新興企業ではない。創業は 1946 年までさかのぼり、現在は西海岸とペンシルベニア州に 330 店舗を展開する。第 2 四半期の既存店売上高は前年同期比 5.8% 増で、前年同期の 2.7% 増を上回る。既存店売上高は 15 年連続でプラスだ。店舗数は 2015 年以降、年間 10% 拡大を続ける。強気筋は、同銘柄は長期的にみて 10 倍になる可能性もあると見る。

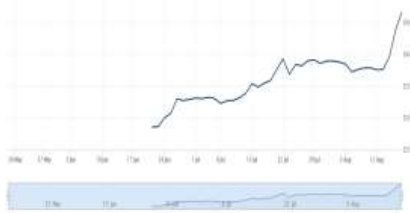
高バリュエーションに不安はあるものの、第 2 四半期の利益は予想を上回り、本誌が 2 週間前に記事で取り上げて以来、株価は既に 20% 上昇している。投資家は、少量を保有しつつ下落を待つのが良いかもしれない。

■ 買うべき下落と待つべき下落

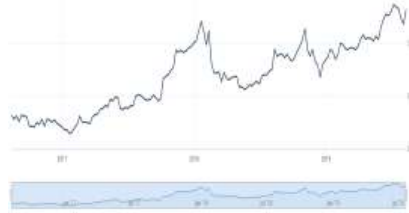
ここで市場全体に目を向けてみよう。UBS グループは 13 日に発表したレポートで、買うべき下落と、待つべき下落についてアドバイスを行っている。鍵となるのは、景気動向の先行指数となる購買担当者指数 (PMI) だ。50 を上回ると景気拡大、下回ると景気後退を示唆する。7 月の米サプライ管理協会 (ISM) 製造業指数は 51.2 だが、今年 1 月の 56.6、昨年 8 月の 60.8 からは低下している。UBS が 1974 年以降の景気循環を調査した結果、PMI が上昇する際に株を購入するのがよいと分かった。PMI は高いが下落傾向にある時は概ね利益を上げるが、指数が 50 に近づくにつれてリターンは不確実になる。PMI が 50 を下回りさらに下落傾向にある時には、株の購入でリターンを上げられることは稀となる。

「この段階で押し目買いをしてもリスクに見合うリターンは見込めない」、UBS のストラテジストはこう記す。レポートでは PMI とともに利益と金利も考慮されており、「利益成長の見通しはマイナスへ向かうとみられ、金利低下の PER に対するプラス効果も働かない」と書かれている。

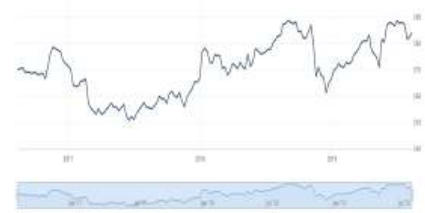
Grocery Outlet Holding Corp. (GO)



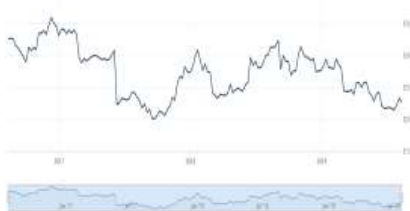
Walmart Inc. (WMT)



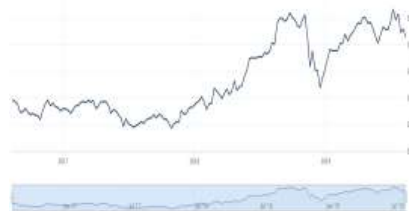
Target Corp. (TGT)



Kroger Co. (KR)



TJX Cos. (TJX)



チャートは 3 年 (GO は 3 カ月)

By JACK HOUGH
(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

COVER

1. Oil and Gas Stocks to Love

The beaten-down energy sector is starting to look oversold. That's misguided. Here are some picks to play a rebound.

FEATURE

2. American Eagle Stock Will Soar Despite the Trade War

American Eagle Outfitters and its Aerie line are gaining market share with designs that embrace body positivity.

FEATURE

An Internet Incubator Goes Back to Its Roots

IAC helped make big brands like Expedia, Ticketmaster, and HSN. Its next act could be just as rewarding.

FEATURE

How Brokerages Use Sweep Accounts and Cash In on Your Desire for Convenience

Sweep accounts are meant to be a convenient place to keep and manage your cash at your broker. But yields are low and heading lower—because these accounts are more about convenience for your broker.

FEATURE

What Comes Next in Hong Kong Could Be Scary for Investors

Investors are worried that Beijing will intervene in Hong Kong. And while China has incentives to exercise restraint, the weeks of mass protests have already weakened confidence in the financial center.

THE TRADER

3. Stocks Swing Wildly as Yield Curve Flips. Is There a Recession Out There?

Normally, these signs would be enough to make investors plan for the end of the bull market, even if the market has a habit of rising between the first inversion and the start of a bear. But these aren't normal times.

THE TRADER

3. When Defensive Stocks Are No Longer the Best Defense

Gains for defensive stocks have been so big that it might be time to do the unthinkable: Buy some cyclical stocks.

THE TRADER

Myriad Genetics Runs Into Trouble With the F.D.A.

A test that Myriad is counting on to restore sales growth is in trouble with the U.S. Food and Drug Administration.

EMERGING MARKETS

Argentina Has a Leadership Crisis, and That's a Problem for the Country's Markets

Alberto Fernandez is a strong favorite to win Argentina's presidential election. His roots in the anti-market Peronist movement spurred an instant financial crisis: Stocks, bonds and currency all plunged more than 20% overnight.

Q&A

4. Companies That Embrace Sustainable Investing See Their Sales — and Stocks — Rise

NYU professor Tensie Whelan is bridging the gap between people focused on sustainability and those focused on financial metrics. Her methodology offers a way to measure the real financial impact of investing in sustainable practices.

DIVIDENDS

5. Beware Banks' Utility-Like Yields. They're Not as Safe.

Banks, given their attractive yields and reliable earnings, have been put forth by some market observers as a possible alternative to utilities. But there are some key differences investors should know about.

MUTUAL FUND PROFILE

6. Why a \$3 Billion Fund Is Betting on Citigroup Stock and Against Tesla

The Diamond Hill Long-Short fund tries to figure out what a stock's true worth is. It thinks Citigroup and United Airlines should be trading higher, and that Tesla and Under Armour deserve to fall.

UP AND DOWN WALL STREET

7. A Really Cool Plan: Cut Interest Rates and Buy Greenland

UP AND DOWN WALL STREET

7. I Bonds Let Small Investors Beat the Big Money

FUNDS

Merger Arbitrage Fund Managers Share What They're Seeing

TECHNOLOGY TRADER

8. The Trade War Is Finally Hitting Tech's Bottom Line

THE ECONOMY

9. How to Avoid Recession? Cut Rates Like It's 1995.

STREETWISE

10. Why Grocery Outlet Is Thriving as Other Grocers Are Struggling

INTERNATIONAL TRADER - EUROPE

U.K. Domino's Is Unlikely to Deliver for Investors Anytime Soon

STRIKING PRICE

How to Make the Market's Wild Swings Work in Your Favor

COMMODITIES CORNER

Copper Prices May Take Off as Supply Tightens

FACTOR INVESTING

The Fed Will Lower Interest Rates Again. Here's How to Play It.

PREVIEW

Big IPOs, Like Beyond Meat, Have Had a Good Year. WeWork Wants In.

REVIEW

In the Lingo of a Trade War, Tariffs Are Just so 80s

FOLLOW UP

ViacomCBS: We've Seen This Show Before

MARKET WATCH

Don't Panic: Worries About Inverted Yield Curve May Be Misleading

『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 8 月 19 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