

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 26

1. **Football and the Future of TV** 見逃せないアメフト放映権の行方→ P.2 【テレビ放送】
NFLの100回目のシーズンを前にテレビとの関係を検討
2. **How to Prepare Your Portfolio for the Worst** ポートフォリオの守り方→ P.6 【投資戦略】
現実味を増す破局シナリオ
3. **How Investors Can Brace for Lower Returns** リターン低下に備える→ P.9 【投資環境】
リサーチ・アフィリエイ츠創業者ロブ・アーノット氏に聞く
4. **9 Meals Away From Disaster.** 危機は必ず訪れる→ P.11 【危機対応】
ファイナンシャルアドバイザーが教える危機への備え
5. **The Trader** 中国とトランプ大統領の挟み撃ち→ P.13 【米国株式市場】
パウエル議長の講演の前後で貿易問題が新たな波乱を生む
6. **Roku Is Rising Above the Streaming Fray** ストリーミングテレビの覇者→ P.16 【ハイテク】
今後の急成長が見込まれるロク、無料の広告付きコンテンツを軸に好循環を形成
7. **Bank Stocks Are Slowing.** 銀行銘柄は人気低下→ P.18 【インタビュー】
JPモルガン・チェース、アメリカン・エクスプレス、ディスカバーを選好する理由
8. **Up and Down Wall Street** ツイートで株式市場が乱高下→ P.20 【コラム】
ベテランストラテジストの昼食会 割安銘柄数社
9. **Don't Blame Buybacks for Boosting Stock** 自社株買いの制限は不要→ P.23 【自社株買い】
自社株買いが株価を上げたり、ましてや所得格差を広げたりすることはない
10. **Preview** 今週の予定→ P.24 【経済関連スケジュール】
株価が乱高下の化粧品大手コティ、業績立て直しの道筋を示せるか

※ 当誌は、株式会社時事通信社がライセンスに基づきDow Jones & Company, Inc.の発行するBARRON'S誌の内容を利用して作成したものです。

※ 当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等により作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. Football and the Future of TV 見逃せないアメフト放映権の行方 NFL の 100 回目のシーズンを前にテレビとの関係を検討

【テレビ放送】

■ テレビの地位は少なくとも今後 10 年は不動

9 月 5 日、アメリカンフットボールの米ナショナル・フットボールリーグ (NFL) の 100 回目のシーズンが開幕する。放送局の NBC は、ノスタルジーを交えて試合を中継するとみられる。同社はプレシーズン中、スカイカム(空撮カメラ)を使った真上からの映像や、フィールドゴールがボールを外す幅を予測するためのドップラーレーダーなどの技術的な工夫をテストしてきた。NFL は、シーズンを通じて、史上最高の選手上位 100 人を表彰すると述べている。



NFL は次期の放映権パッケージの交渉も行う予定である。前例に倣うならば、来年後半には、2020 年代に NFL がどこで放送され、どのように視聴されるか分かるはずだ。動画配信大手のネットフリックス (NFLX) などのストリーミング配信会社が台本付きテレビ番組の視聴者を奪い合う中、スポーツの生中継は、テレビにとってかつてないほど重要な存在となっている。米国では NFL がスポーツとテレビを支配する。NFL の試合は通常、年間で視聴率が高い上位 100 番組の 60% を占め、オリンピックがない年は 70% を超える。

テレビが NFL を必要とするように、NFL にとっても (少なくとも今のところは) テレビは欠かせない存在だ。これはテレビ局の株式を保有する投資家には朗報である。本誌は 2 年前のカバー記事で、手元現金が潤沢なハイテク企業がメジャースポーツの放映権を獲得するリスクがあると指摘した。現在はまだそうした状況には至っていない。

昨年、アマゾン・ドット・コム (AMZN) は、テレビでも放送されている木曜のナイトゲームをストリーミング配信した。その結果、視聴者数はアマゾンが平均で約 50 万人、テレビ局のフォックス (FOX) が 1430 万人、専門チャンネルの NFL ネットワークが 660 万人だった。NFL の最高メディア兼ビジネス責任者であるブライアン・ロラップ氏は、「NFL が高い人気を誇る一因は、可能な限り多くの視聴者にリーチしている点だと確信している。有料テレビが登場した時も、無料の地上波にコミットし続けた」と語る。

次の交渉では大手ハイテク企業が進出する見込みであり、新たな入札者の育成は NFL の利益となる。しかし、少なくとも今後 10 年は、アメリカンフットボールのホームとしてのテレビの地位は揺らがないとみられる。これが意味するのは、テレビ局のキャッシュフローが、一部の株価のバリュエーションが織り込んであるよりも強靱かもしれないということだ。

■ 視聴率の低下が比較的鈍く、広告収入以外にもメリットがある

NFL は 32 の加盟チームからなる業界団体である。各チームは放映権、ライセンス、スポンサー、チケット販売から収入を得る一方、権利交渉や紛争解決を担う NFL 本部に加盟料を支払う。昨年のリーグの総収入は推定 150 億ドルで、うち半分は国内放映権によるものだった。NFL コミッショナーのロジャー・グッデル氏は、2027 年までに収入を 250 億ドルに増加させるという目標を掲げる。放映権からの収入を増やすことが、目標達成のカギの一つとなるだろう。値上げが行われるのは確実とみられる。

現在は CBS (CBS) とフォックスが日曜午後の試合を分け合い、NBC が日曜 (および開幕戦) のナイトゲーム、ESPN が月曜のナイトゲームを放送している。直近の主要な放映権パッケージは、期間が 8 年から 9 年に変更され、2022~2023 年シーズンに満了 (月曜のナイトゲームは 1 年早く満了) となっている。このパッケージは 427 億ドルで売却され、1 年当たりの金額は 59% 増加した。JP モルガンのメディア担当アナリスト、アレクシア・クアドラニ氏は、次期の放映権は 600 億ドルに達する可能性があると推定する。

視聴率は、木曜のナイトゲーム（他の試合枠より歴史が浅い）を除き、2011 年以降で 11% 低下している。しかし、プライムタイムのテレビ番組全体で視聴率が 40% 低下しているのに比べれば良い方だ。3 大ネットワーク各社は、日曜の試合のみで 10 億ドル以上の広告収入を獲得しているが、制作費や権利購入費を除くと損益ゼロに近い。だが、各

社には自社の番組を 1600 万～2000 万人の視聴者に宣伝できるメリットがある。ケーブルテレビ（CATV）会社に対して自社のチャンネルを売り込む材料にもなる。

Not Just about Commercials

NFL games would be overpriced if TV networks were in it only for the advertising revenues. But they get other big benefits.

Network	Net Revenue	Rights Cost	Why
CBS	\$924 M	\$1 B	Gets a strong lead-in for 60 Minutes, and a platform for advertising The Late Show With Stephen Colbert and other programs. Targeting \$2.5 billion in yearly fees from cable and other partners by 2020.
NBC	\$955 M	\$950 M	Can tell cable partners it has the most-watched show on TV for eight years running: Sunday Night Football.
FOX	\$1.18 B	\$1.7 B	In addition to promoting its shows and gaining leverage with cable, gets clips and content for its cable sports networks.
ESPN	\$549 M	\$1.9 B	Leverages its NFL games to fill many hours of programming. Collects the highest price per viewer on cable.

Source: J.P. Morgan

ストリーミング配信の人気は急上昇しており、大手ハイテク企業は多額のフリーキャッシュを獲得しつつある。例えば、ウォール街の予想では、アマゾンと YouTube（ユーチューブ）の親会社のアルファベット（GOOGL）が来年に創出するフリーキャッシュフローは CBS の 24 倍となる。アマゾンはアメリカンフットボールに多額を支払う意思を見せている。同社が木曜のナイトゲーム放送に支払う金額は、視聴者 1 人 1 時間当たり約 4 ドルである。ESPN は月曜のナイトゲームに同 2 ドル強、テレビ局は日曜の試合に同 1 ドル未満しか支払っていない。

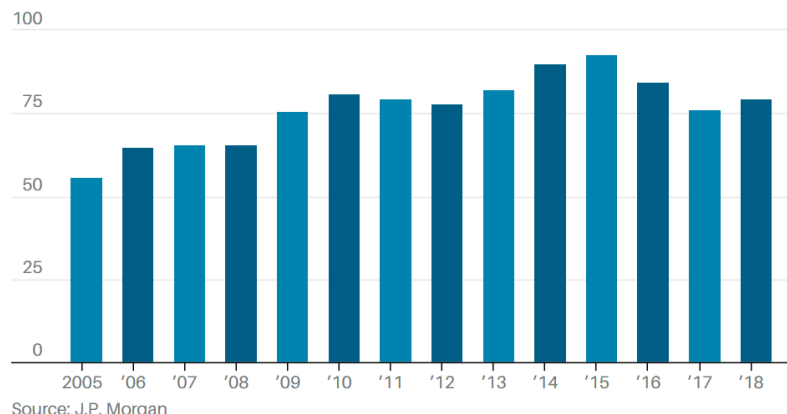
■ 「開催地外」の試合のメディア権が提供される可能性

なぜアマゾンは日曜の独占放送権を取得しないのか。NBC「サンデー・ナイト・フットボール」のエグゼクティブプロデューサー、フレッド・ガウデリ氏は、「アマゾンはフォックスと同じことをして、テレビ局から可能な限り多くの視聴者を奪わなくてはならないだろう」と語る。フォックスは 1990 年代にアメリカンフットボール放送に参入し、試合の放送をインパクトが強い内容に変え、放映権の価格をつり上げた。こうした動きは、後発の同社がメディア帝国を築く助けとなった。

さらに大きな問題は、アマゾンがテレビ並みの視聴者を集められるとは限らず、NFL が収入目標と浸透度のバランスを取ろうとしていることだ。動機の問題もある。南カリフォルニ

Holding the Line

Television audiences are shrinking, but the NFL is still a huge draw. Below, average weekly TV viewership for Sunday, Monday, and Thursday games.



ア大学で教えるスポーツビジネスコンサルタントのデービッド・カーター氏は、「アマゾンの目標はプライム会員権を販売することだ。そのためには、アメリカンフットボールはそれほど必要ではない」と指摘する。

プライムタイムの NFL 放送枠が増えることは期待できない。これ以上試合を増やすと過剰供給のリスクがあるためだ。しかし、NFL は木曜夜の同時配信を将来の成功のひな型とみなしている。従って、テレビ放送権とデジタル配信権を分割し、両者の合計価値を高めようとする試みは増えると予想される。

今後間もなく、こうした権利が別々の落札者に提供される可能性が高いのは、視聴者が住む地域で放送されない試合の放映権である。通信会社 AT&T (T) 傘下のディレク TV は、地域でテレビ放送されない試合を観戦できるサービスを提供しているが、NFL は来るシーズンの終了後にこの契約を解除できる。これにより、NFL は各地域でテレビ放送されない試合のデジタル配信権を別々に販売することが可能だ。アマゾンが落札者となる可能性があるが、同社よりも、ESPN の新たなストリーミングサービスである ESPN プラスの方が適しているかもしれない。クアドラニ氏によれば、ESPN は訪問者数の多いウェブサイトと、NFL に注目を集められるライター陣を擁し、NFL にとって貴重なパートナーである。



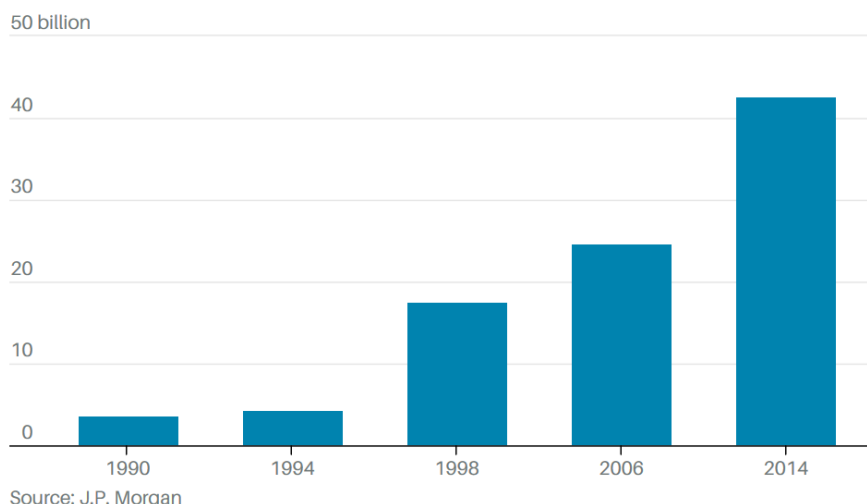
CBS とフォックスは何としても日曜の放映権を維持しようとするだろう。NBC は、親会社である CATV 会社コムキャスト (CMCSA) の資金力による恩恵を受けている上、人気番組の「サンデー・ナイト・フットボール」を 8 年間制作してきた実績がある。外部者が日曜のアメリカンフットボールの放映権を取得するとすれば、最も有望な候補者は ABC かもしれない。同社は放送ネットワークとして高い浸透度を誇り、ESPN と同じ親会社ウォルト・ディズニー (DIS) の後ろ盾がある。ABC が権利を獲得した場合は混乱が生じ、他の入札者は月曜か木曜の試合を奪い合う可能性がある。

最後に考慮すべき要素としては、モバイル配信権（現在は通信会社ベライゾン・コミュニケーションズ (VZ) が保有）や、海外の試合の国内配信権などがある。カーター氏は、権利交渉の前に解決すべき問題として、NFL のチームと選手会の間の新たな労使協定を挙げる。協定が合意に至らない場合、NFL は 2021 年にロックアウトに直面する可能性がある。

■ 関連銘柄の評価

アメリカンフットボールへのエクスポージャーが最大の銘柄は CBS とフォックスである。CBS は、今後数年の増益が見込まれるにもかかわらず、株価収益率 (PER) が 8 倍となっている。これは今後の増益があまり期待できないメディア大手バイアコム (VIAB) との合併が予想されていたためである。両社の合併は既に発表されたため、投資家はその先を考えることができる。CBS の株価は、バリュエーションが市場全体と同水準に回

NFL media rights for the next decade are coming up. Here's how much they have sold for in the past.



復することを差し引いても魅力的である。例えば、ドイツ銀行は、CBS の株価が直近の 41 ドルから 70 ドルへと上昇すると予想している。この場合、1 年後の予想 PER は 10 倍となる。

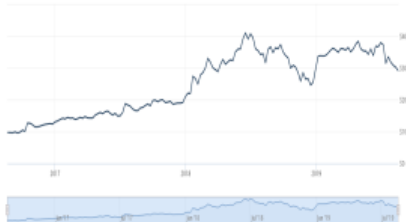
フォックスは、ディズニーへの大規模な資産売却を終え、ニュースとスポーツに集中すると述べている。これにより、台本付きテレビ番組の割合が高い企業と差別化することが可能である。クラス A 株式の直近の株価は約 32 ドルで、PER は 14 倍となっている。同社をカバーするアナリストの半数強は投資判断を「買い」としている（なお、フォックスと本誌親会社のニュース・コープ（NWSA）は株主が重複している）。

コムキャストは、テレビ番組の放送ではなく、ケーブルテレビとブロードバンドのサービス販売によって収入の大部分を得ている。今年度予想 PER は 15 倍を下回っており、今後数年の増益率は 2 桁台とみられる。将来は高速モバイル通信が家庭用ブロードバンドの CATV にとって脅威となる可能性がある。しかし、コムキャストの経営陣は、速度と信頼性の点で、CATV は次世代通信規格「5G」に劣らないと述べている。

ディズニーの株価は昨年 12 月の本誌カバー記事以降で 23% 上昇している（同期間の S&P500 指数は 16% 上昇）。同社のように非常に大規模で多角的な企業にとって、アメリカンフットボールは利益を大幅に増加させる要因とはならない。それでも、同社は 11 月にストリーミングサービスのディズニー・プラスを開始し、ESPN プラスとフルーを加えたパッケージを提供する予定である。NFL の試合はサービス加入者数の増加によってプラスとなる可能性があり、さらに加入者数の増加は株価にとってプラスとなる公算が大きい。



Netflix Inc. (NFLX)



Amazon.com Inc. (AMZN)



Fox Corp. Cl A (FOXA)



CBS Corp. Cl B (CBS)



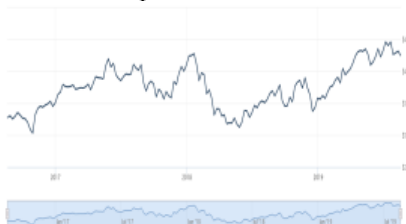
Alphabet Inc. Cl A (GOOGL)



AT&T Inc. (T)



Comcast Corp. Cl A (CMCSA)



Walt Disney Co. (DIS)



Verizon Communications Inc. (VZ)



Viacom Inc. Cl B (VIAB)



News Corp Cl A (NWSA)



チャートは3年 (FOXA は6カ月)

By JACK HOUGH
(Source: Dow Jones)

2. How to Prepare Your Portfolio for the Worst ポートフォリオの守り方 【投資戦略】 現実味を増す破局シナリオ

■ 忍び寄る脅威にどう備えるか

破局シナリオというもの、必ずしもハリウッド超大作のような仰々しさ、スピード感、大迫力を伴っているわけではない。目下の最大の脅威は、動きが遅く目立たないものばかりだ。米中間の貿易戦争は、世界に不況をもたらしてグローバル化を白紙に戻すような全面対立につながる恐れがある。日本型のデフレ不況は米国や欧州に広がるかもしれない。また、国家支援のハッカーが重要インフラをまひさせ、信頼を損ね、サイバー戦争を引き起こす可能性もある。



憂慮すべきニュースをよそに、ある程度楽観的な見通しが続いてきたことの原因は、比較的健全な米国経済と、世界の中央銀行の金融緩和姿勢である。しかし、それがまさに、一部のストラテジスト、ファンドマネジャー、ファイナンシャルアドバイザーが、「サバイバル用投資商品」を検討し始めている理由でもある。レノックス・ウェルス・アドバイザーズの最高投資責任者、デービッド・カーター氏は、「ポートフォリオ全体のリスク削減に取り組むのは、7年か8年ぶりのことだ。貿易戦争がエスカレートするにせよ長引くにせよ、リスクを取ろうという心理が消滅する成長なき世界という悪影響が生じる。世界各国の中央銀行はセーフティネットを提供しようとしているが、それは穴の多い小さなネットだ」と述べている。

それぞれの破局シナリオには独自の対策が求められるが、米国債、金、現金というのが困難に陥った時の定番だ。とはいえ、それらは以前のような防護機能を果たさないかもしれない。あるいはもはや、安全な避難先として全く機能しないかもしれない。合意なきブレグジットやイランとの衝突など、市場を待ち受ける恐ろしいシナリオの幾つかは、短期的には地域的な混乱を生み、相場をかく乱するかもしれないが、それがファンドマネジャーやストラテジストにとっての最悪のケースとは限らない。例えば、イランとの戦争により石油価格が急騰する恐れがあるが、シェール革命に伴う米国のエネルギー自給への動きが、悪影響を抑制するかもしれない。

本誌では、投資ストラテジスト、ファンドマネジャー、ファイナンシャルアドバイザーを対象に、市場にとっての最悪の展開と、困難な投資環境を切り抜ける方策をどう見ているか調査した。

■ 破局シナリオ 第1位：債務爆弾

ファイナンシャルアドバイザーによると、顧客からの質問で最も多いのは、イランや中国に関する地政学的ニュースではなく、債務問題だという。それもそのはずで、米国の財政赤字は、このままのペースでいくと来年には1兆ドルに達し、世界の債務残高は世界のGDP（国内総生産）の3倍と過去最高であり、世界の債務残高のうちの16兆ドルはマイナス金利となっている。多くの人が考える最悪のシナリオには説得力がある。それは、欧州と米国の「日本化」であり、低成長と果てしなく続く低金利というお決まりのパターンに陥る国の増加である。投資家はさらに利回りを求め、信用バブルを増大させるが、中央銀行は、何年にもわたる金融緩和政策の結果、なすすべを失っている。

流動性が最重要であり、投資家はハイイールド債や変動利付債など流動性の低い証券を売却し、現金と長期国債を増やそうとする。「ディフェンシブな資産は割安ではないが、日本化が進めば、米国債は結果的に安く見えるだろう」と話すグラスキン・シェフのデビッド・ローゼンバーグ氏は、米国と中国が停戦に至ったとしても、世界経済は来年には減速すると予想し、米国の長期国債が来年 2 桁のリターンをもたらすとみている。ヘッジには悪くない。一方、金という作戦もある。金といえば典型的なインフレヘッジだが、中央銀行が金利を下げ続ける状況においては、避難先に適しているとの意見も多い。エクスポージャーを持つなら、SPDR ゴールド・トラスト (GLD) が候補の一つだ。

日経平均株価は、1992 年から 2002 年にかけての日本の失われた 10 年に、その価値の 3 分の 2 を失ったが、耐久力を備えた企業もあった。MFS バリュース (MEIAX) を運用する共同マネジャー、ネビン・チトカラ氏は、耐久性に優れた事業を好み、差別化された製品とサービスや、変化するサプライチェーンに適応するための手段を持つ企業に投資している。同氏は、株価が高く関税引き上げの影響を受けやすい従来のディフェンシブな生活必需品企業よりも、AT&T (T) や JP モルガン・チェース (JPM) といった企業を選好する。デフレが定着した場合、ファンドマネジャーは、負債よりも現金を多く持つ企業や優先株にシフトすべきだ。魅力的なのは、T.ロウ・プライス・ディビデンド・グロース・ファンド (PRDGX) や、バンガード・ディビデンド・グロース・ファンド (VDIGX) の投資先となっている、安定した配当を支払う銘柄だ。

■ 破局シナリオ 第 2 位：友人のふりをした敵はもう終わり

中国は先週金曜日、750 億ドルの米国製品への追加関税の導入を発表した。対象となっていなかった 3000 億ドル相当の中国製品に 10%の追加関税を課すというトランプ大統領の発表に対する報復措置である。一方、トランプ大統領は、貿易交渉の行方と香港での抗議運動に対する中国政府の対応を結び付ける発言をした。

懸念されるのは、貿易摩擦の高まりである。全ての輸入品への課税強化というのは、悪夢のようなシナリオの一部にすぎない。米国は、自国のテクノロジーに対する中国のアクセスをさらに制限し、中国国民へのビザの発給を制限し、さらには国内の取引所で特定の中国株式の上場を廃止するといった強硬策を取る可能性がある。どちらかの国が通貨切り下げ戦争を開始するかもしれない。さらには、中国が、14 億人の消費者への米国企業のアクセスを制限するという報復に出ることも考えられる。そして真の破局シナリオといえるのは、南シナ海、あるいは台湾との地政学的緊張がエスカレートして、世界のテクノロジー業界の大手企業に不可欠なサプライヤーである台湾セミコンダクター (TSM) へのアクセスが制限されることだ。

中国に関連したハルマゲドン (世界の終わり) への対抗策は、金と米国債、そして日本円を買うことだ。円は、緊張が高まった際に避難先として機能するだけでなく、日銀の追加緩和余地が少ないため、主要な中央銀行が緩和政策を続ける中でも比較的よい結果を出すはずだ。一方で、まず勝者とはならないのはテクノロジー株だろう。モルガン・スタンレー・ウェルスマネジメントのリサ・シャレット氏は、これまでの下落局面で他のセクターほど被害が出ていないことから、テクノロジー株が「グラウンドゼロ (爆心地)」になると指摘する。シャレット氏は、米国のヘルスケア関連の大型株と銀行を選好している。また、外国株への興味を強める投資家もいるかもしれない。その理由の一つがバリュエーションである。新興国市場株式は 2003 年以来、米国株式に対して最も割安な水準で取引されている。しかし、海外市場の中には他に比べて貿易戦争や世界的な景気低迷に対して脆弱 (ぜいじゃく) な市場もあるため、厳選する必要があるのは当然だ。

世界的なサプライチェーンの崩壊により、ゆっくりと破滅に向かうという悪夢もある。企業の効率と生産性が低下すると、成長と利益率が低下する。しかし、これは「ゆでガエル (ゆっくりと進む変化や危機に気付かぬまま致命的な状態になる)」のシナリオに近いので、ヘッジだけでは不十分で、ポートフォリオの再調整が必要だという。US トラストのジョセフ・クインラン氏は、米国 (と中国) の国内主要ブランドや、国内向け事業に特化した中小企業の比重を高めるのも一案だと話す。

■ 破局シナリオ 第 3 位：「リスク許容度低下」

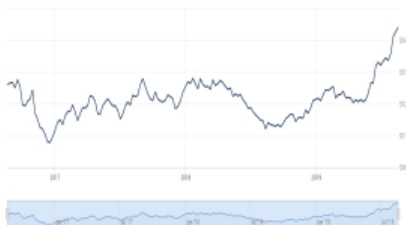
全てのシナリオの中で最も極端なものは、重要インフラに対する国家的サイバー攻撃の成功から、政治的リ

ーダーシップや選挙に対する信頼性の危機に至るまで、米国における幅広い信頼感が失われるというものだ。モルガン・スタンレーのシャレット氏にとって、最も注目すべきハルマゲドンのシナリオは、銀行システムに対するサイバー攻撃である。ヘッジとして最適なのは金だろう。サイバー攻撃があった場合に実際にリターンを上げることができるオプションとしてシャレット氏が選好するのは、サイバーセキュリティ、技術コンサルタント、クラウド関連の銘柄である。そのような銘柄の幾つかに素早くアクセスする方法の一つは、上場投資信託 (ETF) の EFTMG プライム・サイバー・セキュリティ (HACK) を使うことだ。しかし、このような展開は景気後退につながる可能性がある。ルーソルド・グループのダグ・ラムジー氏は、たとえありふれた景気後退であっても、S&P500 指数のバリュエーションが株価収益率 (PER) 15 倍まで低下すると、同指数は約 3 分の 1 下落する可能性があるかと推定する。

米国債はヘッジとして最適だが、金利が今よりも高かった時と同じ水準のプロテクションを与えてくれるわけではない。これは、ヌビーンのチーフ投資ストラテジスト、ブライアン・ニック氏が、困難に直面した投資家がロング・ショート戦略またはマーケット・ニュートラル戦略を望むかもしれないと考える理由である。最も割安なものとしては、2010 年以来 S&P500 指数との相関関係をほとんど示していないバンガード・マーケット・ニュートラル・ファンド (VMNFX) が挙げられる。モンテシート・キャピタル・マネジメントのキプリー・ライテル氏は、顧客の損失を最小限に抑えるため、カタリスト／ミルバーン・ヘッジ・ストラテジー (MBXAX) のようなファンドを使って、資産配分における代替資産の割合を 9% から 15% に引き上げた。破局シナリオが現実になり、S&P500 指数が日次で 5% から 6% の損失を出すようになった場合、株式に対する 40% の配分のうちの 10% を米国債と金に移動するだろうが、全てを現金化することはないと、ライテル氏は話す。

これらの悪夢がどれも現実にならないとしたら、結局のところ、別の破局シナリオが見落とされていることになる。

SPDR Gold Shares (GLD)



MFS Value Fund:A (MEIAX)



AT&T Inc. (T)



JPMorgan Chase & Co. (JPM)



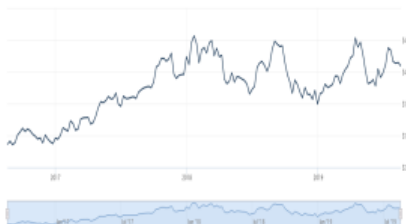
T Rowe Price Dividend Growth Fund (PRDGX)



Vanguard Dividend Growth Fund:Investor (VDIGX)



Taiwan Semiconductor Manufacturing Co. Ltd. ADR (TSM)



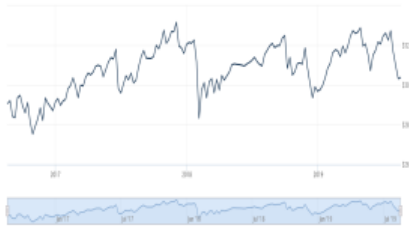
EFTMG Prime Cyber Security ETF (HACK)



Vanguard Market Neutral Fund:Investor (VMNFX)



Catalyst/Millburn Hedge Strategy
Fund:A (MBXAX)



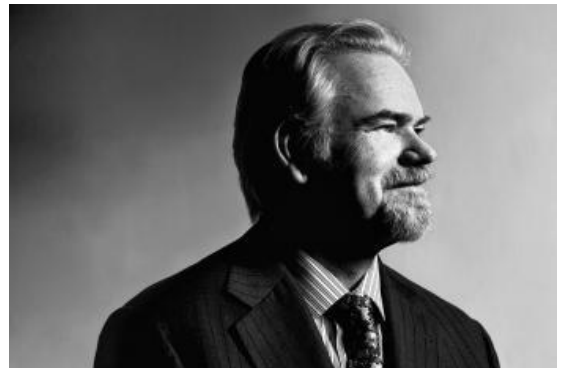
チャートは3年

By RESHMA KAPADIA
(Source: Dow Jones)

3. How Investors Can Brace for Lower Returns リターン低下に備える 【投資環境】 リサーチ・アフィリエイト創業者ロブ・アーノット氏に聞く

■ ファクター投資で独自の地位を確立

ロブ・アーノット氏は、ハイテクバブル崩壊後の 2002 年に、カリフォルニア州ニューポートビーチでリサーチ・アフィリエイトを創業した。同社ではファクターに基づいて指数を構築しており、時価総額以外の特徴に基づいて株式のウェイトを判断する。アーノット氏は低迷する新興国市場への投資で大成功を収め、「スマートベータ」という言葉を広めた立役者でもある一方、ファクター投資が主流になった後、「スマートベータが大失敗につながる時」という題の論文を発表するなど、独自の視点を持った論客としての地位を確立している。



現在、リサーチ・アフィリエイトには 58 の独自の指数と、FTSE ラッセルと提携して算出している 140 ほどの指数がある。それらを追跡する商品は、ピムコが提供するファンドの 340 億ドルとチャールズ・シュワブの商品 270 億ドルを含め、合計 1840 億ドル相当が運用されている。今回はアーノット氏に、景気や長期的な市場リターンの見通しについて聞いた。

■ リターンを期待できる資産クラスが変化

本誌：10 年ぶりに利下げが行われたが、現在の景気に対する見方は。

アーノット氏：利下げによって市場が急上昇すると誰もが思っていたが、実際にはそうならなかった。米連邦準備制度理事会（FRB）は、株式市場の動きには基本的に無関心であるべきであり、債券市場で起こっていることを明確に意識すべき立場にある。イールドカーブの逆転は景気後退を予測するわけではないが、人々がリスクの高いプロジェクトに資金を投じたくないと考え、安全策として債券に投資したがるようになれば景気後退を引き起こす。FRB が深刻な兆候が現れるまで待っていたら、もはや手遅れで何もできないだろう。

Q：最近、リターン予想の分布図を更新した。多くの人にとって最大のサプライズは何か？

A：過去に最高のパフォーマンスを上げた資産クラスが将来的には成功する可能性が低く、過去に失望させられた資産クラスに機会があるという点だ。世界中の株式市場と債券市場を見ると、キャッシュの利回りはインフレ期待に沿っており、実質リターンはほぼゼロになる。それは直感的に納得できる。債券は過去 30 年間の年率リターンが 7% だった。でも過去に 7% 得られたからといって、将来 7% を得られると思う人はいないだろう。利回りが 2~3% なら、2~3% 得られるだけだ。

Q：株式についてはどう考えるか？

A: 株式投資家は上の論理に従っていない。過去 10 年間で 2 桁のリターン、過去 100 年間で年平均 9% のリターンが得られたから、今後も 9~10% のリターンは至って合理的な期待だと考えているが、それは正しくない。過去の高いリターンの一部はバリュエーションの上昇だった。市場がより割高になってきたということだ。どちらかといえば、バリュエーションの上昇は将来リターンの上昇ではなく、低下に先立つ現象だ。

過去 1 世紀の平均配当利回りは 4.5% だったが、現在は 2% もない。2% の配当利回りで 10% のリターンを得るには、株価成長から 8% を得る必要がある。これまでそのようなことは、景気のピーク時ではなく、深刻な不況からの底打ち局面でしか起こっていない。

意外かもしれないが、われわれが考える現時点での米国株式の期待リターンはインフレ率をわずかに 0.5% ポイントしか上回っていない。簡単な計算だ。通常、経済成長はインフレを 1~1.5% 上回る。2% の配当利回りに経済成長からの 1% を足せば、実質リターンは 3% となる。しかし、シラー株価収益率 (PER、10 年の平均収益に対する株価) が現在の 32 倍から過去平均の 17 倍に戻った場合、10 年間にわたって毎年 6~7% のヘアカットになる。実質プラス 3% から実質マイナス 4% になるということだ。とはいえ、われわれはそこまで悲観的ではない。

■ 新興国市場は非常に割安

Q: S&P500 指数の投資家はどうか?

A: S&P500 指数では、同種の株式に対する途方もない集中が起こっている。採用されている企業は、それぞれの技術的なニッチで世界支配を築き、何も問題は起こらないという期待の下で莫大 (ばくだい) な賭けをしている。何かがうまくいかなかった場合はどうか。ハイテクバブルを見ると、2000 年に時価総額が最大だった 10 社のうち 5 社が、過去 19 年間でマイナスのリターンを出している。10 社の平均リターンはわずかにマイナスだ。その中でマイクロソフト (MSFT) だけが、同期間で年間 1% ポイント、市場リターンを上回った。破壊的創造者が破壊の対象となることは忘れられがちだ。

Q: 投資家はどうかすればよいのか?

A: 新興国市場はひどい投資先だと考えられている。実際に過去 10 年間、新興国市場のパフォーマンスはひどかったが、現在は世界金融危機の末期と同じくらい割安で、利益、配当、簿価に照らせばさらに安くなっている。世界で最も割安な株式市場がロシアとトルコだ。確かに、プーチンやエルドアンという独裁者が外国株主の富を取り上げるリスクがあり、その要素はバリュエーションモデルには織り込まれない。そのシナリオを除けば、これらの市場は割安だ。新興国市場全体を考えると、株価水準はインフレ率を上回る 7% の実質リターンを示唆している。その上、新興国市場のバリュー銘柄は、市場全体の既に割安なバリュエーションに対して約 3~4 割のディスカウントになっている。バリュー銘柄のディスカウントは、普通は約 2 割だ。

Q: 期待リターンでは、米国以外の先進国市場も魅力的に見えるが。

A: MSCI EAFE (欧州、豪州および極東) 指数は、9 割が欧州と日本で構成されている。日本よりも欧州がさらに割安だ。欧州はほとんど新興国市場と同じくらい割安になっている。差し迫るブレグジットと、欧州側のガバナンスの機能不全は、欧州の将来成長を阻害する要因となる。一方で、逆のサプライズの可能性もある。3 年後、ブレグジットの記憶は風化し、英国と西欧各国の間の障壁はそこまで深刻でないことが判明するかもしれない。しかし株価は、人々が逃げ出したがっているような状況を織り込んでいます。

Q: 新興国市場と EAFE にはどれくらい投資すべきか?

A: 興味深く見ている点の一つが、マーベリックリスク (大勢から孤立するリスク) に対する投資家の許容度だ。例えば米国株式市場が 20% 上昇する中、あなたは新興国市場に投資しており、全く結果が出ていなかったとしたら、その機会費用によってどれほど苦しむか。米国の株式と債券の動きにのみ関心を抱いていたとすれば、米国市場と異なるパフォーマンスに対する許容度をあまり持たない可能性が高い。周囲と全く異なる結果を容認できるなら、より大きな賭けをすることができる。自分のコンフォート・ゾーンを定めれば

良い。株式を新興国市場で 10%、あるいは海外市場で 20%保有していることに不安を感じる人はほとんどいないだろう。とすればそれが各市場への通常の配分となり、現在のように割安になれば少し配分を増やせばよい。数年間自分が間違っているという痛みに耐えられないほどには投資しないことだ。

Q: 債券や現金と比較して株式はまだプラスのリターンを出しているが、米国株式はバブルに陥っているか？

A: バブルにはなっていない。バリュエーションがさらにもっと高くなるか、債券利回りがかなり高くない限り、私は株式市場がバブル領域にあるとは言わない。米国株式は非常に割高となっており、個人的にはこの水準で米国株へのエクスポージャーは有していない。しかしここでも、マーベリックリスクは大きな問題ではない。1~2 年市場と歩調を合わせることができなくても大丈夫だと考えている。

Microsoft Corp. (MSFT)



チャートは 3 年

By LESLIE P. NORTON
(Source: Dow Jones)

4. 9 Meals Away From Disaster. 危機は必ず訪れる ファイナンシャルアドバイザーが教える危機への備え

【危機対応】

■ ブラックスワン

テールリスクと呼ぼうがマーフィーの法則と呼ぼうが、予期せぬ、かつてなかったような危機は必ず起こる。この 100 年の間でも、真珠湾攻撃、9・11 米同時多発テロ、世界恐慌、グレート・リセッション、そして多くの戦争が起きた。もちろんわれわれは最終的には危機を脱するだろうが、危機に対する備えがあれば、これを乗り越えやすくなる。今後、どのような危機が発生し得るのだろうか。新しい種類の危機としては電力網、金融システム、水道システムを狙ったサイバーテロ、マンハッタン南端部のような都市中枢部を狙い、放射性物質をまき散らす「ダーティーボム」、ハリケーン、地震、津波、干ばつのような大自然による災害などが考えられる。滅多に起こらないが発生すれば甚大な被害を及ぼす出来事「ブラックスワン」も現実存在するリスクだ。投資顧問会社オーバーマイヤー・ウッド・インベストメント・カウンセルの社長兼共同議長であるウォリー・オーバーマイヤー氏は、市場で「ブラックスワンが発生すれば、株価収益率 (PER) は現在の 22 倍から 10 倍に下がる可能性がある」と語る。また、投資ポートフォリオを心配するところではない、はるかに深刻なシナリオも考えられる。



本誌は富裕投資家を対象とするアドバイザーに、ブラックスワンへの備えとしてクライアントにどのようなアドバイスをしているのかを尋ねた。

■ リスク許容度を理解する

強気市場では誰もが「リスクを許容」できるような気であるが、危機が発生して初めて自分の本当の許容度が分かる。マリナー・ウェルス・アドバイザーズのシニアアドバイザーであるバレリー・L・ニューウェル氏は「新しいクライアントから最悪シナリオの話が出ない場合、こちらから切り出す」と言う。市場が 25%

暴落した場合、クライアント自身はどう反応するのか。これにより、クライアントのリスクに対する本当の考え方が分かり、リスクの取り方や資産配分を検討しやすくなる。ケイン・アンダーソン・ラドニック・ウェルス・マネジメントでマネジングディレクターを務めるスパッツ・パウエル氏も、ビジネスに精通し株式投資の経験も豊富な洗練された投資家でさえ、予期しない事態に遭遇すると理性を失ってしまうと言う。「平時から心の準備をしておけば、いざという時に長期的な観点から合理的な判断ができるはずだ」と同氏は語る。オーバーマイヤー氏の場合、あらゆる事態を想定して、その結果が投資家にとって「望ましい」とか「まずまず」ではなく「許容可能なものかどうか」という一点に絞ってクライアントの投資方針を議論するという。では、具体的にはどうすれば良いのか。

■ キャッシュで守りを固める

本誌が話を聞いたアドバイザー全員が、少なくとも今後 2 年間（オーバーマイヤー氏によれば 3 年間）の支出をカバーできるだけの金額を銀行預金など手元に近いところに用意しておくべきだという点で一致する。加えて、さまざまな満期の国債や信用度の高い社債、地方債などで構成する債券ポートフォリオを保有し、償還される元本や利払いが銀行口座に入金されるようにしておく。「危機になると、資金は米国の債券や米ドルに避難してくる」とニューウェル氏は言う。ポイントは、今後数年間どんなに悪いことが起きても、1 株も売らずに済むようにすることだ。この戦略を聞くとクライアントが安心するのが、彼らの視線や身振りから分かれるとニューウェル氏は語る。

■ 時間軸の中で考える

過去の金融危機では、常に時間がわれわれの味方をしてくれた。次の危機が訪れても同じことが言えるだろう。「株式市場は下落した後に必ず回復し、結局は高値を更新してきた。歴史的な暴落につながった米同時多発テロの後でさえ市場は見事に回復し、中長期的な影響は全くみられなかった。弱気相場は平均で 1.3 年継続し、強気相場は平均で 8.9 年継続する。私は投資判断をする時は、その場の勢いではなく、これらの事実に基づいて行う」とパウエル氏は語る。

■ 周到にチャンスを狙う

「災害や危機は買い場だ」と言うのと冷血と思われるかもしれないが、過去の全ての下降局面が買い場となった。「2008～2009 年の暴落も、生涯で最大の投資機会の一つだった」とパウエル氏は言う。

オーバーマイヤー氏も同じ考えだ。同氏がポートフォリオの流動性を数年単位で設計することにこだわる理由も、まさにこの点にある。単に非常時の手元資金としてだけではなく、「相場が理不尽な水準まで下落した場合、この流動性が撃って出るための弾薬にもなる。これらのブラックスワンタイプの事態が発生した後、5 年もすれば市場は回復している可能性が高い」のだ。

■ 災害への備えは？

オーバーマイヤー氏の家はコロラド州アスペン近郊のロッキー山中にあり、発電機、プロパンガス、鶏小屋、そして常に燃料を満タンにした飛行機を備えている。しかし、彼は終末的な事態に備えるのが好きでないいわゆる「プレッパリー」ではない。何が起きても活動が続けられるように備えているのだと同氏は語る。そのような観点で言えば、投資対象としては土地に価値があるかもしれない。一方で、役に立たないのは金のような資産だ。金は力の象徴にはなるかもしれないが、災害時は何の役にも立たないと同氏は言う。「リンゴを数個買うために金の延べ棒を細かく切り分けて支払うだろうか。どうやって本物の金だと証明すれば良いのか」。

緊急時対策を専門とするニューヨークの企業ブラック・アンブレラの最高経営責任者（CEO）、ジョエル・スミルノフ氏は、「電力網全体が電力を喪失する場合などの長期の停電に備えておけば、他のどのような災害であっても対応できるだろう」と語る。同氏のアドバイスは以下の通りだ。

コミュニケーションと再会の方法を決める。緊急時に家族と再会するにはどうすればよいか。ブラック・アンブレラは、優先順位の高いものから電話番号と再会場所の候補四つ（第一候補は自宅）、電話対応をしても

らえる市外の連絡先（市外電話の方が災害の影響を受けにくく、復旧も早い）、小児科医、病院、学校の情報を刻み込んだ金属製カードを顧客に提供している。

災害用に必需品を備蓄する。自宅が避難場所とすると、少なくとも 3 日間分の水、食料、および食事を準備する手段（小さなキャンプ用コンロ）が必要。発電機、ガソリン、浄水フィルター、医薬品、救急用品、基本的な道具類を追加しても良い。

食料の備蓄は余裕を持たせる。英国の MI5（情報局保安部）には「食料がなくなると 3 日後（9 meals away）には無政府状態に陥る」という格言がある。3 日以上継続する災害が最も危険だ。

非常用持ち出し袋を準備する。これは災害用備蓄品のミニバージョンで、風雨を避け、暖を取るために必要な衣服（ポンチョなど）、プロテインバーのような携行食料、薬、携帯電話充電器、現金などを入れた 30 秒で持ち出せる袋だ。

ファイナンシャルアドバイザーによれば、ATM がダウンした場合に備えて、20 ドル、50 ドル、100 ドル紙幣に分け、5000 ドルから 1 万ドルの現金を手元に置いておくべきだ。用意した現金は、非常用持ち出し袋に 1000 ドル、残りは金庫に分散して保管する。避難時に時間的余裕があれば、金庫の現金も持ち出す。

納税申告書、明細書、遺言、証書などの重要ファイルは、デジタルの世界に混乱が発生しても、自分の財政状態を再現できるようにバックアップしておくべきだ。米特殊部隊では、予備について「二つあれば一つ残る。一つなら何も残らない」と言う。重要なバックアップは、三種類を準備する。紙のコピーを金庫に、USB メモリーを金庫と非常用持ち出し袋に一つずつ、そして暗号化したファイルを iCloud やグーグルドライブなどのクラウドサービスに保管するのだ。

By MIKE ZIMMERMAN
(Source: Dow Jones)

5. The Trader 中国とトランプ大統領の挟み撃ち パウエル議長の講演の前後で貿易問題が新たな波乱を生む

【米国株式市場】

■ 中国の関税引き上げだけなら市場は耐えられたかもしれない

先週の株式市場では、米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長によるジャクソンホールでの講演に注目が集まるはずだった。しかし、トランプ大統領と中国の習近平国家主席がそうした状況を一変させた。

事態が変わったのは金曜の朝だった。米国からの 750 億ドル分の輸入品に追加関税をかけるとともに、一時的に停止されていた自動車に対する関税を再開すると中国が発表したからだ。ただし、市場の反応は驚くほど限定的で、パウエル FRB 議長の「景気拡大を支えるために適切に行動する」との発言を受けて、中国関連の悪材料が織り込み済みになるようにも見られた。



しかし、トランプ大統領からの追撃があった。大統領は「一つだけ疑問がある。米国にとってパウエル議長と習主席のどちらがより大きな敵なのだ？」とツイッターで述べると、怒りの矛先を中国に向け、米国企業に対して「中国の代替先をすぐに探し始めるように命じる」と続けた。大統領にそのような法的な権限があるかどうかは不透明だが、緊張が高まった（トランプ大統領はその後、中国からの輸入品に対する関税の 5%

の引き上げを発表して対応を厳しくした)。

このツイートは株式市場にとって打撃となった。プルデンシャル・フィナンシャルのチーフ・マーケット・ストラテジストであるクインシー・クロスビー氏は「市場は貿易交渉が決裂に終わるのではないかと懸念している」と述べる。

主要株価指数は、ダウ工業株 30 種平均 (NY ダウ) が金曜日に 623 ドル 34 セントの大幅安となり、週間でも 1% 安の 2 万 5628 ドル 90 セントで引けた。S&P500 指数は 1.4% 下落して 2847.11、ナスダック総合指数は 1.8% 下落して 7751.77 となった。小型株のラッセル 2000 指数は 2.3% 安の 1459.49 で週末を迎えた。

Dow Jones Industrial Average



Source: FactSet

S&P 500 Index



Source: FactSet

NASDAQ Composite Index



Source: FactSet

Barron's 400 Index



Source: FactSet

■ 調整の深さ

それでも、株式市場は予想よりも値を保っているようだ。金曜日の終値ベースでも S&P500 指数は史上最高値から 5.9% 下落した水準にあり、調整局面入りとされる 10% 安の水準まで余裕がある。同指数は 8 月 14 日に付けた安値である 2840.60 まで下落しておらず、年初からのパフォーマンスは 13.6% の上昇だ。

CIBC の US プライベート・ウェルス・マネジメント部門で最高投資責任者 (CIO) を務めるデービッド・ドナベディアン氏は「これまで上昇してきたことを考えると、これ以上の下落を見込むところだったが、市場は非常に底堅い」と述べる。ただし、このコメントはトランプ大統領が中国からの輸入品に対する追加の関税引き上げを発表する前のものだ。

従って、底堅さがどの程度のものが疑問点となろう。ドナベディアン氏も更なる安値を見込んでいるものの、楽観的な見方は変更していない。理由の一つは FRB の動向だ。パウエル議長が講演で大幅な追加利下げに言及しなかったことに失望したとの声はあるものの、議長の行動は正しかったと同氏は考えており、「パウエル議長の講演を受けて株式市場が上昇したことから、9 月の利下げが期待されていることが分かった。もし一気に 0.5% の引き下げがあれば、市場にとってサプライズとなるだろう」と述べる。

ただし貿易戦争が激化すれば、金曜日の急落がさらなる下落の第一歩となる可能性はある。RBC キャピタル・マーケットの米国株式チーフ・ストラテジストであるロリ・カルバシーナ氏によると、市場は依然として割高で、悪材料を織り込むにはまだ調整が必要なようだ。同氏は S&P500 指数が高値から約 10% の調整となる 2725 を付けることもあるとみており、そこまで下落すると今度はプラス成長に対する懸念が生じて高値から 15~20% の調整となる 2400~2500 の水準になる可能性があるという。そこを割り込むと、景気後退を織り込んで「株式市場は高値から 3 分の 1 下落する可能性もある」と予想する。

少し先走り過ぎたようだ。とりあえず今のところは、10% の調整があるか見て、そこで下げ止まることを願

うとしよう。

■ **3M 株は新たな環境関連の問題をまだ織り込んでいない**
複合企業である 3M (MMM) の株価は年初から 16%以上の下落で、NY ダウの 14.4%高に对しかなり劣っている。これまで同社株は「ポストイット」などの生活必需品と資本財の複合企業として株式市場で高く評価されており、これまでの株価収益率 (PER) は 19 倍前後だった。現在は 16 倍前後で市場に対して 7%程度のプレミアムだが、押し目買い狙いの投資家でも急いで買うべきではないようだ。環境関連の問題で発生する可能性のある新たな負債によって、PER のプレミアムが損なわれる懸念があるからだ。



JP モルガンのアナリストであるスティーブン・ツサ氏は「同社のビジネスモデルは壊れている」と、8 月 6 日のレポートに書いている。大胆な記述だが、同氏は 3M の PER が市場全体を上回るに値するとは考えていない。成長が鈍化している中国経済と自動車部門の売り上げの比率が高いことや、会社の業務再編による利益率の向上といった経営陣の目標が実を結んでいないことが背景となっている。

加えて、投資家が考慮すべきもう一つの懸念がある。PFAS (パーフルオロアルキル化合物およびポリフルオロアルキル化合物) に関連した債務を負う懸念だ。これらの化学物質は、汚れにくく耐水性のある布地やカーペットおよび塗料用として、特に 3M が 2000 年代前半まで長年にわたって製造していたものだ。現時点で米環境保護庁 (EPA) は、PFAS に対する曝露が「健康に有害な結果」につながる可能性があるとの見解を表明している。

2019 年第 1 四半期に、同社は PFAS に関連した浄化費用として 2 億 3500 万ドルを計上した。第 2 四半期に追加の費用計上はなかったものの、飲料水汚染に関連して州の司法長官が新たな訴訟を起こしたと開示した。訴訟では 3M と、化学企業のデュポン・ドゥ・ヌムール (DD) やケマーズ (CC) が被告企業として挙げられている。3M の広報担当者によると、上記の 2 億 3500 万ドルでは新たな訴訟がカバーされていない。PFAS の問題はまだ日が浅くて不確実性が高く、同社は 7 月には新たな州の訴訟に加えて、PFAS に関する文書と情報を求める連邦議会の要請を受けた。

ゴードン・ハスケットのアナリストであるジョン・インチ氏は、3M の負債額について「現時点の訴訟だけ調べても 60 億ドル以上に上る」と述べ、「米国内での汚染除去費用と製造物責任賠償の合計額に 3M の割合を掛け合わせた金額は、その 3~4 倍になる可能性がある」と指摘する。

過去数年間、PFAS 問題は米国の関連企業の株価に影響しており、年初からの時価総額だけ見ても、2018 年末の 2810 億ドルが 2540 億ドルと、270 億ドル分減少している。しかし、これだけで十分かどうかは分からない。3M の場合、投資家にとってのリスクは他の資本財・サービス企業に対して PER がディスカウントとなる点もある。これは上記の浄化費用の増加を勘案する前の段階で株価には 10%の下値余地があることを意味する。

いずれにせよ、PFAS 関連の不確実性は大きくなる可能性がある。その動きは投資家にとって厄介なものになる恐れがあることから、安易な押し目買いは控えた方がよいだろう。

3M Co. (MMM)



DuPont de Nemours Inc. (DD)



Chemours Co. (CC)



チャートは3年

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

6. Roku Is Rising Above the Streaming Fray ストリーミングテレビの覇者 【ハイテク】 今後の急成長が見込まれるロク、無料の広告付きコンテンツを軸に好循環を形成

■ 競争が激化する中、現時点での勝者はロク

ストリーミングテレビを巡る戦いは激しさを増す一方だ。8月20日、アップル（AAPL）が近く立ち上げる Apple TV+（アップルテレビ・プラス）向けのオリジナルコンテンツに 60 億ドル超を費やす見通しだというフィナンシャル・タイムズ紙の報道を受け、ネットフリックス（NFLX）の株価は 3% 下落した。

戦線が拡大するにつれ、コンテンツは高騰し、視聴者の密度は薄まり、事業者は競争相手に対して優位に立ちとうと躍起になる。こうした状況は投資家にとってリスクだが、ストリーミングテレビへの関心が高いことには変わりはない。背景には、コードカッティング（消費者がケーブルテレビなどの従来型有料視聴契約を解約し、より便利で番組の選択肢の豊富なストリーミングテレビに切り替えること）が止められないトレンドとなっていることがある。



ネットフリックス、アップル、ウォルト・ディズニー（DIS）、コムキャスト（CMCSA）といった巨大企業による戦いが幕を開ける中、ストリーミングテレビ銘柄の最善の投資先が新興企業ロク（ROKU）であることが明らかになってきた。消費者は、同社が販売するハードウェア（端末）をテレビに接続し、希望のコンテンツに対応したアプリをダウンロードすると、インターネット経由で流されるコンテンツを視聴できる。

同社は 2008 年に最初の視聴用端末を発売した。ニーダムの推定では、サードパーティが提供するコンテンツ視聴用アプリは現在 5000 種類を超える。

■ 無料の広告付きコンテンツがユーザー層拡大と広告収入増加をけん引

ロクの株価は、目覚ましい四半期決算が続いたことを受け、年初来で 350% 上昇と急騰している。懐疑派は、同社が 2 年前に上場したとき、不幸な結末を迎える運命にある装置メーカーの一つとみなしていた。だが、小規模な企業であっても、より優れた製品を提供し、より機動的な戦略を実行すれば、勝利を収められることを同社は証明してみせた。端末が安価でインターフェースが使いやすく、テレビメーカーへのライセンス提供に積極的だったことから、人気はうなぎのぼりに高まった。

調査会社イーマーケットによると、米国のインターネットテレビ端末市場におけるロクのシェアは 44% で、アマゾン・ドット・コム（AMZN）の Fire TV（ファイヤーテレビ）の 33%、アルファベット（GOOGL）傘下グーグルの Chromecast（クロームキャスト）の 16%、Apple TV の 13% を上回っている。

ロクの成功の主な要因は、広告スポンサー付きの無料オンデマンドコンテンツだ。同社によると、企業からの広告料で運営するロク・チャンネルでは合計 1 万本を超える映画とテレビ番組を無料で視聴できる。2019 年度第 2 四半期のアクティブユーザー数は前年同期比 39% 増の 3050 万人で、売上高は同 59% 増を記録した。

このような規模の拡大は好循環を生み出している。ユーザー数の増加が広告効果を高め、広告収入の伸びが無料コンテンツの増加を支え、それがユーザー数の増加につながっている。

ウォール街は、広告スポンサー付きストリーミングテレビ市場の潜在的な規模は非常に大きいとみている。ニーダムのアナリスト、ローラ・マーチン氏によると、米国の従来型テレビ向け広告の 2018 年の市場規模は 700 億ドルで、やがてその大部分がストリーミング市場に移行すると考えられるという。アナリストはロクの 2019 年度の売上高を約 11 億ドルと推定している。

マーチン氏はロクを、プレミアムな消費者直結型動画サービスにおけるアグリゲーション・プラットフォームとみており、その意味で、グーグルやフェイスブック (FB) がかつて一定規模に達した段階で市場を支配するようになった経緯は、ロクの今後の成功のひな型だと指摘する。つまり、「アグリゲーション・プラットフォームの世界で勝者が市場の大半を握ることは、歴史が物語っている」。

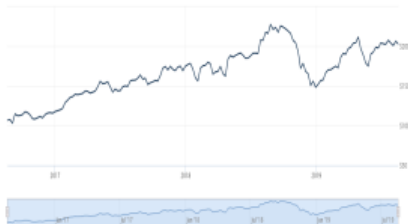
■ 損益は赤字だが、成長に向けた投資を継続

ロクは成長に投資しており、損益は赤字となっている。そのため伝統的な業績指標で企業価値を測るのは難しい。2020 年度予想株価売上高倍率は約 11 倍で、5 倍のネットフリックスより割高だ。投資家は、ネットフリックスに対してそうであると同様、ロクが高い成長率と市場での主導的地位を維持する限り、目的な黒字化について大目に見るだろう。

同社の最高財務責任者 (CFO)、スティーブ・ラウデン氏は、「粗利益の増加分は、成長を促進し、当社の優位性を揺るぎないものにするために再投資し続けるつもりだ。資金は主に人材に、大半はエンジニアリングとイノベーションの担い手に投じることになる」と説明する。2019 年の戦略上の最優先課題は、市場シェアの拡大、ライセンス提供先の増加、プレミアムユーザー向けのサブスクリプション事業の構築、国際展開などと言う。

ニーダムのマーチン氏の 12 カ月後目標株価は 150 ドルで、先週終値の 9% 高でしかない。だが、ロクが支配的なストリーミング・プラットフォームであり続け、成長軌道を維持した場合、上値余地はさらに広がる。同氏は、ロクが今後数年以内にユーザー基盤を現在の 3000 万人から 6000 万人に、ユーザー当たり年間売上高を現在の約 20 ドルから 40 ドルに倍増させることができると予想しており、同社が計画通りに執行すれば、「株価は今後数年で 3 倍となる可能性があるだろう」と述べている。

Apple Inc. (AAPL)



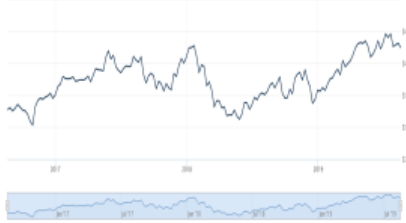
Netflix Inc. (NFLX)



Walt Disney Co. (DIS)



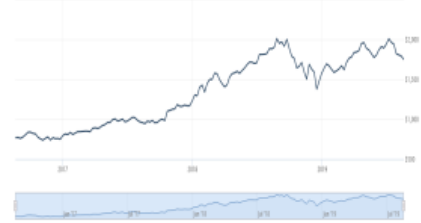
Comcast Corp. Cl A (CMCSA)



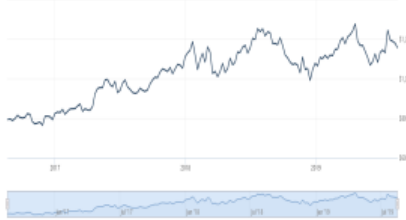
Roku Inc. Cl A (ROKU)



Amazon.com Inc. (AMZN)



Alphabet Inc. Cl A (GOOGL)



Facebook Inc. Cl A (FB)



チャートは3年

By TAE KIM
(Source: Dow Jones)

7. Bank Stocks Are Slowing. 銀行銘柄は人気低下 【インタビュー】 JP モルガン・チェース、アメリカン・エクスプレス、ディスカバーを選好する理由

■ モルガン・スタンレーのアナリストは銀行セクターの投資判断を引き下げ

銀行株はこのところ人気がない。金利低下だけでなく、これまで抜群だった信用の質が悪化するのではとの懸念が投資家を足踏みさせる。8月20日時点でS&P500指数採用金融銘柄は年初来11.5%上昇（S&P500指数は16.3%上昇）。モルガン・スタンレー（MS）で銀行・その他金融機関の調査部門を率いるベッツィー・グラセック氏に話を聞いた。



本誌：7月初めに銀行セクターを「アトラクティブ（魅力的）」から「インライン（市場並み）」に引き下げた当時と今の状況について。

グラセック氏：主な理由は、以前はポジティブな要因が存在したが、今やなくなったからだ。6月下旬に米連邦準備制度理事会（FRB）が包括的資本分析（CCAR）結果を発表した時、それが非常に良好なため2019年の1株当たり利益（EPS）予想を上方修正したくらいだが、2020年のEPS成長率が低下した。さらに、7月初めには向こう18カ月間の利下げを示唆するフォワード・カーブの形状などネガティブな要因が増えたため、先回りで投資判断を引き下げた。最近、われわれが予想したよりも早期に、予想以上のイーールドカーブの逆転が起きた。投資判断見直し時の基本シナリオは、2020年7月までにフェデラルファンド（FF）金利が1.5%に、10年債利回りは1.75%に低下するというものだったが、8月9日に2020年のFF金利が1.33%に、10年債利回りは1.5%に低下との予想に変更した。サプライ管理協会（ISM）の指数や雇用の伸びの鈍化、EPS成長率の鈍化など、一部の経済指標に悪化が見られる。

Q：信用の質はどうか？

A：第2四半期決算発表時には、予想より良好な消費者信用の状況が見られ、一部の銀行は貸倒引当金の繰り戻しを行った。消費者ローンの滞納率は非常に低い。

Q：良いニュースのようだが、何か懸念材料はあるか？

A：失業率が3.7%に低下し、新規失業保険申請件数が過去最低水準になった時、いつまで続くか疑問を持つ

た。賃金や労働時間の変化はプラス方向だが上昇率は鈍化している。当社モデルでは、2020 年に消費者信用コストが 10~40 ベーシスポイント (bp) 上昇すると織り込んでいる。第 2 四半期決算では一部商業融資の滞納率が前年比上昇したが、このようなことは非常に長期間なかった。1 回限りか、トレンドの始まりかは現時点では判断し難い。非常に慎重に見守りたい。

Q：融資の伸びは？

A：第 2 四半期は前年同期比 4%増と良好で、われわれは年間で名目 GDP 並みの 3~4%増と予想している。2018 年は伸びが 1.7%だったが、海外資金の還流で借入金の必要が減少したためと考えられる。

Q：金利低下により純金利マージンが圧迫されているが、銀行の痛みはどの程度か？

A：最近では 8 月 2 日にトランプ大統領が対中国関税に関するツイートをして以降のフォワード・カーブの低下を受け、2020 年の純金利マージンは平均 3bp 低下し、EPS を 2%押し下げると予想している。大幅ではないが、世界経済の減速を背景に、イールドカーブの長期側に下押し圧力がかかり続けることはリスクだ。

■ 大型信託銀行は費用削減の選択肢が少ない

Q：バンク・オブ・ニューヨーク・メロン (BK) やステート・ストリート (STT) など大型の信託銀行をアンダーウエートとしているが。

A：心配な点は長期金利の低下だ。信託銀行の収入源となる資産の 50%はデュレーションが短い有価証券で、中央値は 2 年だ。つまり、比較的早く資産価値に変化が起きる。

Q：金利低下局面では、より低い金利で再投資されるということか？

A：その通り。また、マネーセンターやスーパー地銀と異なり、信託銀行はリテール部門の削減すべき支店もなければ、チャットボットなどでコールセンターの効率化を図るといった選択肢もない。モバイルバンキングの恩恵も受けにくい。節約できる費用がないわけではないが、項目は多くない。

Q：銀行に対する投資家のセンチメントがこれほどネガティブな理由は？

A：銘柄にもよる。一部の金融銘柄は年初来 15.5%も上昇したが、もっと広い範囲でアウトパフォームしないのには理由がある。まず銀行銘柄のアルファ（超過リターン）のけん引要素は、自己資本利益率 (ROE) の上振れサプライズと営業レバレッジの上振れサプライズの二つだが、金利低下で営業レバレッジの上振れサプライズを起こす能力が落ちる。また、健全な信用の時代が 10 年間も続いたため、今後の悪化が懸念されている。

■ オーバーウエート銘柄 1：JP モルガン・チェース

Q：オーバーウエート 3 銘柄について、まず JP モルガン・チェース (JPM) から。

A：同社は長年テクノロジーにかなりの投資を続けてきた。今年は収入の 10%に相当する 116 億ドルをテクノロジーに投資するとわれわれは予想している。10%の比率は他の銀行とさほど変わらないが、収入額が多いため総額は明らかに多い。技術革新で非金利費用を純収入で割った比率が低下し、提供できる金利の競争力が高まり、シェアが上昇する。今後数年間で年率 2~4%で収入が増加する見込みだ。自社株買いも相まって、EPS は今後数年間で年率 3~9%成長するとみられる。株価収益率 (PER) も最近の 2020 年予想ベースでの 10.5 倍程度から上昇する余地がある。配当利回りは 3.3%。目標株価は 122 ドル（金曜終値は 106.02 ドル）。

■ オーバーウエート銘柄 2：アメリカン・エクスプレス

Q：アメリカン・エクスプレス (AXP) はどうか？

A：アメリカン・エクスプレスは顧客の質が高く、景気後退懸念に関して、相対的に良好な立ち位置にいる。また、B2B の分野でも革新に努めており、大企業向けには調達・支出管理ソリューションを提供する SAP アリバと、小企業向けには決済ソフト企業のビル・ドットコム (bill.com) と提携した。さらに良い点は、金利変化が資産よりも負債の方に強く影響を及ぼす構造になっていることだ。手数料収入を得られるチャー

ジカードは毎月全額返済される仕組みで、クレジットカードは手数料と純金利収入をもたらしている。その上、負債の金利変化も迅速だ。毎日変動するロンドン銀行間取引金利（LIBOR）の金利を参照するマスター・トラストから資金調達しているためだ。目標株価は 142 ドル（金曜終値は 117.76 ドル）で、PER が現在の 2020 年予想 13.6 倍から 15.5 倍に切り上がると想定している。

■ オーバーウェイト銘柄 3：ディスカバー・ファイナンシャル・サービシズ

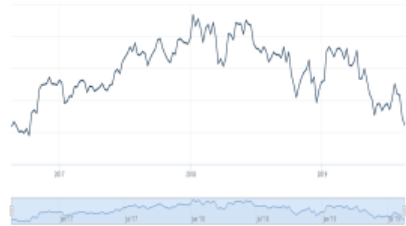
Q：ディスカバー・ファイナンシャル・サービシズ（DFS）はどうか？

A：目標株価は 97 ドル（金曜終値は 76.76 ドル）。PER が現在の 2020 年予想ベースの 8.3 倍から 10 倍に上昇すると想定している。テクノロジーへの投資を継続しており、今年は ROE が上昇する見込みだ。テクノロジーのおかげで、新規口座を獲得するコストは低下している。融資の伸びは 1 桁後半で、信用の質は高く、顧客の信用状態を表す FICO スコアは平均 720 と高い。株価は、今後 2～3 年に予想される費用比率低下の可能性を過小評価している。

Morgan Stanley (MS)



Bank of New York Mellon Corp. (BK)



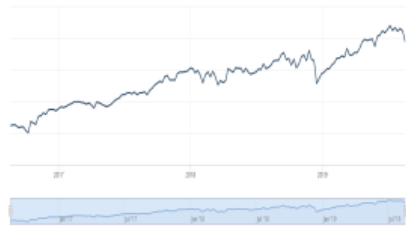
State Street Corp. (STT)



JPMorgan Chase & Co. (JPM)



American Express Co. (AXP)



Discover Financial Services (DFS)



チャートは 3 年

By LAWRENCE C. STRAUSS
(Source: Dow Jones)

8. Up and Down Wall Street ツイートで株式市場が乱高下 ベテランストラテジストの昼食会 割安銘柄数社

【コラム】

■ ツイートで株価変動

大統領や議会が夏季休暇をとるため、株式市場も夏場は一息ついたものだが、今年は違う。トランプ大統領がツイートを止めないのだ。関税から国内の税制、米連邦準備制度理事会（FRB）などに関して毎日のようにツイートし、市場の乱高下の一因となっている。

今週は、FRB に対して利下げの圧力を再度かけた。中国による米国製品に対する新たな関税適用を受けた 23 日には、米国企業に対して中国の代替先を見出すよう命令した。米中貿易摩擦の悪化を受けて、



ダウ工業株 30 種平均(NY ダウ)は 623 ドル下落して 2 万 5628 ドル 90 セントとなり、S&P500 指数は 2.6% 下落して 2847.11 となった。

AGF インベストメンツの政治ストラテジストであるグレッグ・バリエール氏は、ワシントンの見方を反映して、トランプ大統領の行動がますます不安定で極端になっていると述べる。トランプ大統領の再選の見通しに関しては、民主党の急速な左傾化を受けて良好に見えたが、同氏はその見通しが損ねられていると考えている。トランプ大統領の再選見通しが株式市場を押し上げてきたという点では、最近の動向は悪材料である。

■ バイロン・ウィーン氏の昼食会

ブラックストーン・グループのプライベート・ウェルス・ソリューション・ユニットのバイス・チェアマンで、ウォール街のベテランストラテジストであるバイロン・ウィーン氏は、別荘で多くの投資家と昼食を共にした。同氏がまとめた投資家の見解は、「大半の参加者は、支持政党にかかわらず、トランプ大統領が再選を果たすと考えているが、7 月末の関税引き上げ以降、その見方に対する熱狂が冷めている」というものだった。株式に対する見方に関しては、「大半の投資家が楽観的で、S&P500 指数が年末までに 3000 に達すると考えている」としている。

大半の投資家が、米中が貿易に関して 12 カ月以内に合意に達すると考えており、2021 年より前に景気後退入りすると考える投資家はほとんどいなかった。多くの投資家は積み上がる米国の債務を懸念していた。連邦債務は、2000 年の 6 兆ドルから最近では 22 兆ドルへ増加している。

ウィーン氏が向こう 12 カ月に市場に最も影響を及ぼすと考えられる材料を参加者に聞いたところ、中国との貿易摩擦、景気後退の可能性、トランプ大統領が上位に挙がった。ウィーン氏の昼食会の結果は常に正しいとは限らないが、市場参加者の考え方を参考になる。

■ CK ハチソン・ホールディングス

香港の CK ハチソン・ホールディングス（長江和記実業、1.香港）は、コングロマリットであり、好調なリターンを上げた歴史があり、91 歳になる伝説的な創業者である李嘉誠氏が率いる点などでバークシャー・ハサウェイ（BRK.B）に似ている。

香港の混乱を受けて株価は低迷しており、利益や資産に基づくバリュエーションは低くなっている。配当利回りは 4.5%と高い一方で、香港と中国本土への利益のエクスポージャーは約 15%と低い。株価は過去 1 年間で 20%下落して 71 香港ドルとなっており、2019 年予想利益に対する株価収益率（PER）は 7 倍割れ、株価純資産倍率（PBR）は 0.6 倍だ。

JP モルガンのアナリストであるクーン・レン氏は最近、CK ハチソン・ホールディングスの純資産価値を 152 香港ドルと評価した。同氏は投資判断をオーバーウェイトとし、目標株価を 121.90 香港ドルとしている。コングロマリットは純資産価値に対してディスカウントとなる傾向があるが、同社のディスカウントは極端だ。

CK ハチソン・ホールディングスにとって、欧州における競争が厳しい携帯電話サービス事業、香港の政治リスク、自社株買いの欠如などの悪材料はあるが、魅力的なインフラストラクチャー事業、潤沢な利益および低いバリュエーションが相殺して余りある。

■ 屋外広告会社

屋外広告板は、最近では最も底堅い、最古のメディア事業だ。2010 年以降の売上高の年平均増加率は 4%で、テレビ、ラジオ、新聞および雑誌を上回っている。さらに複数の広告を表示できるデジタル広告板の普及が、業界の売上高と利益を堅調に押し上げている。

屋外広告事業を行うクリア・チャンネル・アウトドア・ホールディングス (CCO) の株価は最近下落しており、業界のリーダーに投資する機会を生み出している。株価は 6 月半ばから 50% 下落して 23 日には 2.52 ドルとなっているが、下落はファンダメンタルズというよりも増資が理由のように見える。バーリントン・リサーチのアナリストであるジェームス・ゴス氏は、投資判断をアウトパフォーム、目標株価を 6.50 ドルとしている。

クリア・チャンネル・アウトドア・ホールディングスはラジオ運営最大手アイハートメディア (IHRT) の傘下にあったが、アイハートメディアが破綻処理から脱した際に独立企業となった。浮動株は、以前は 4000 万株だったが、アイハートメディアが 3 億 2500 万株を売り出して大幅に増加し、恐らく株価低迷の理由となった。7 月には 1 億株の増資を実施している。

利払い・税引き・償却前利益 (EBITDA) の 8 倍となる 48 億ドルの純負債は悪材料だが、株価は 2019 年予想 EBITDA の約 10 倍で、同業他社の 14~15 倍に対してディスカウントとなっている。

■ バークシャー・ハサウェイ

バークシャー・ハサウェイのウォーレン・バフェット氏は 30 日で 89 歳になる。まだ元気だが、投資家はあまり祝福したいムードではなく、株価の動きもさえない。

PBR は 1.3 倍で、近年の平均を下回るなど株価は魅力的に見える。パーシング・スクエア・キャピタル・マネジメントのビル・アックマン氏は、同氏が運用するファンドでバークシャー・ハサウェイを保有上位としている。同氏はバークシャー・ハサウェイの強みとして、高い競争優位性、将来の利益成長の確固たる見通し、多額の余剰現金、価値創造の実績を挙げる。

バークシャー・ハサウェイには、横ばいの利益、同社が 27% を保有する食品大手クラフト・ハインツ (KHC) の混乱 (決算修正、巨額の損失計上)、大型買収の欠如、バフェット氏の年齢などの問題はあるものの、強みを打ち消すものではない。アックマン氏が主張するように、今後数年間で株価は大幅に上昇する公算が大きい。

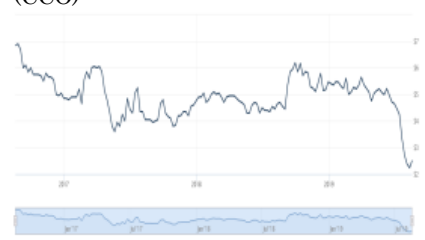
CK Hutchison Holdings Ltd. (HK:1)



Berkshire Hathaway Inc. Cl B (BRK.B)



Clear Channel Outdoor Holdings Inc. (CCO)



iHeartMedia Inc. (IHRT)



Kraft Heinz Co. (KHC)



チャートは 3 年 (IHRT は 6 カ月)

By ANDREW BARY
(Source: Dow Jones)

9. Don't Blame Buybacks for Boosting Stock 自社株買いの制限は不要 【自社株買い】 自社株買いが株価を上げたり、ましてや所得格差を広げたりすることはない

■ 自社株買いに対する誤った見方

最近、先鋭的な政治家が企業の自社株買いをやり玉に挙げ、制限するか禁止することすら望んでいる。彼らは、所得や富の不平等、企業による低水準の設備投資や生産性の低さは、自社株買いが主な原因だと考えている。株式市場の弱気筋も自社株買いに強い不満を持っており、自社株買いによって株式市場の強気筋に有利になるように市場が操作されていると主張している。



実際は、政治家の言い分も、弱気筋の言い分も正しくない。

S&P500 指数構成企業が自社株を買戻す最も一般的な理由は、発行済株式の希薄化を相殺するためである。希薄化は従業員の報酬がストックオプションや長期にわたる株式の付与という形を取った場合に生じ、経営幹部だけでなく多くの従業員に当てはまる。実際、多くの自社株買いの原資は、社債の発行によるものではなく企業の損益計算書の従業員の給与費用に含まれている。

多くの場合、株式の上昇相場が自社株買いを助長しているのであって、その逆ではない。株価が上がれば、従業員の給与の一部を株式で与える魅力が高まる。自社株買いは 1 株当たり利益（EPS）の希薄化を相殺するために必要である。

これまでの上昇相場と同様、直近の相場の上昇は利益の増加が原動力となっているが、人為的かつ大量の自社株買いが EPS を押し上げたわけではない。政治家の言い分に関して言えば、自社株買いが所得格差を増大させたという証拠はない。株式による報酬は多くの企業幹部の所得を押し上げてきたが、これは自社株買いというよりは 2009 年以降の株式上昇相場に起因している。

■ 自社株買いと利益の関係

自社株買いと EPS の関係から詳しく見ていこう。S&P500 指数の発行済株式数は 2011 年初めから減少しているが、2018 年までの S&P500 指数構成企業の合計利益と EPS の成長率との間の年平均スプレッドは 1.3 ポイントにすぎない。このことから、2011 年の第 1 四半期から 2018 年の第 4 四半期までに行なわれた 4 兆 3000 億ドルの自社株買いが、主に EPS を増加させる目的だったという考えの信ぴょう性は疑わしい。

S&P500 指数構成企業は同期間に 720 億株を買戻し、500 億株を発行したのでネットで 220 億株を買戻したことになる。ネットの発行株式数は（実際にはこの期間の場合はネットの買戻し数）、買戻し数の約 3 分の 1 の水準で変動している。従って、自社株買いが EPS の上昇に寄与した額は比較的小さい。

また、自社株買いは「株主に現金を還元する。」ことを目的にしていない。配当は投資家に直接支払われるが、自社株買いは、従業員に分配された株式の相殺のために公開市場で自社株を買戻すので、投資家に直接影響を及ぼすことはない。2011～2018 年の間に支払われたドル建ての労働報酬総額は 76 兆ドルに上るが、この観点からすると、自社株買いが株式付与による希薄化の相殺が主な目的だった場合、4 兆 3000 億ドルの自社株買いは比較的小額である。

さらに、自社株買いは利益と比較するべきではない。従業員に対する株式の付与から生じる債務を相殺するために株式を買戻す費用は、前述のように企業の人件費に反映されて利益が計算されている。従って、企業が自社株買いに費やす金額と税引き後利益を比較することは、よくあることだが、意味がない。

自社株買いは、賃金の一部を株式で受け取る労働者に多くの場合、利益をもたらす。全米従業員所有事業協

会が 2014 年に実施した調査によると、株式を発行する企業に勤務する従業員の 35%が福利厚生制度を通じて株式を保有し、株式を発行する企業に勤務する従業員の 13%がストックオプションを保有している。

自社株買いが株式市場のパフォーマンスに与える影響についても、2011 年第 1 四半期～2019 年第 1 四半期については無視できるほどの影響しかない。S&P500 指数の 505 銘柄のうち、458 銘柄について 2019 年第 1 四半期までの株価パフォーマンス・データを用いて調査した。この調査に含まれていない 47 銘柄は、2011 年第 1 四半期以降に公開された。調査結果によると、全企業の株価は平均 165%上昇した。発行済株式数が増加した 175 銘柄の株価は平均をやや上回る 170%上昇、株式数が減少した 281 銘柄は平均をわずかに下回る 163%上昇だった。(2 社は株式数が変わらなかった)。

要約すると、株式の上昇相場は自社株買いではなく、利益の伸びにけん引されてきた。景気が拡大し、企業利益も伸び続ければ上昇相場も続くはずだ。そうなれば、従業員の給与の一部を株式で支払い、株式を買い戻して希薄化を減らそうとする雇用主もいるはずだ。法律で自社株買いを制限したり禁止したりすることは全く意味がない。

EDWARD YARDENI は、ヤルデニ・リサーチの社長兼最高投資責任者 (CIO)。JOSEPH ABBOTT は同社のチーフ・クオンツ・ストラテジスト。本稿は、両氏の共著書である「Stock Buybacks: The True Story」に基づいている。

By EDWARD YARDENI and JOSEPH ABBOTT
(Source: Dow Jones)

10. Preview 今週の予定 【経済関連スケジュール】 株価が乱高下の化粧品大手コティ、業績立て直しの道筋を示せるか

■ ブランド群の買収は裏目に

2019 年 6 月期の第 4 四半期決算発表を今月 28 日に控え、化粧品大手コティ (COTY) が今後の株価回復を支える明るいニュースを提供できるのか否か、注目を集めている。

同社の株価は昨年以来、ジェットコースターのように乱高下している。昨年 1 年間では 67%と、S&P500 指数構成銘柄の中で最も大きな下げを記録した。消費者の嗜好がドラッグストアで売られる量販品からより高級なブランドにシフトし、売り上げが落ちたことが嫌気された。コティは 2016 年、借金をして一般消費財大手プロクター・アンド・ギャンブル (P&G、ティッカーは PG) からカバーガールやクレイロールを含む 40 以上のブランドを買収している。



昨年 11 月にピエール・ロビー氏が最高経営責任者 (CEO) に就任し、また今年に入り、筆頭株主であるドイツ系投資会社の JAB ホールディングが持ち株比率を 60%に引き上げると、コティの株価は一転、今年上半期で 2 倍以上となった。しかし、同社が再建計画の一環として 6 億ドルの現金費用の計上と、P&G から買収したブランドについて計 30 億ドルにのぼる減損処理を発表すると、再び下落に転じた (発表以来 23%下落)。

アナリストは、今週発表される 4～6 月期の決算発表について、売上高を前年同期比で 8%減少となる 21 億ドル、純利益を同 14%増加の 1 億 2200 万ドル (1 株当たり利益 (EPS) は 16 セント) と予想している。株主の関心は経費や負債をどう削減できるのかという点と、2020 年に向けた業績予想にあるようだ。

■ 今週の予定

8月26日（月）

- ・ 7 月の耐久財受注統計発表。コンセンサス予想では新規受注額は前月比 1.1%増加し 2490 億ドルとなる見込み（6 月は同 1.9%増）。
- ・ ダラス連銀が 8 月のテキサス州製造業景況指数を発表。エコノミストの予想では 7 月のマイナス 6.3 からマイナス 3.4 に上昇。予想通りなら 4 カ月連続のマイナスとなり、同州の製造業セクターの見通しが減速基調にあることが示される。

8月27日（火）

- ・ ソフトウェア会社オートデスク (ADSK)、モントリオール銀行 (BMO)、ノヴァ・スコシア銀行 (BNS)、IT 大手ヒューレット・パッカード・エンタープライズ (HPE)、食品大手 J.M.スマッカー (SJM)、ライフサイエンス向けソフト開発のヴィーバ・システムズ (VEEV) が決算発表。
- ・ 8 月のコンファレンス・ボード消費者信頼感指数発表。予想では 7 月の 135.7 から 130 に低下。同指数は今年、世界金融危機以降での最高水準に迫る水準でおおむね推移している。
- ・ 6 月の S&P ケース・シラー住宅価格指数発表。同指数によれば住宅価格の伸び率は約 18 カ月間にわたり減速を示しており、5 月の前年同月比 3.4%は 2012 年 9 月以来最低の伸び率だった。

8月28日（水）

- ・ アルコール飲料大手のブラウン・フォーマン (BFB)、化粧品大手コティ (COTY)、税務サービスの H&R ブロック (HRB)、アパレル大手 PVH (PVH)、宝飾品のティファニー (TIF) が四半期決算を発表。

8月29日（木）

- ・ 小売り大手ベスト・バイ (BBY)、アパレル持ち株会社バーリントン・ストアーズ (BURL)、医療器具製造のクーパー (COO)、IT 大手デル・テクノロジーズ (DELL)、ディスカウント・チェーンのダラー・ゼネラル (DG) およびダラー・ツリー (DLTR)、半導体メーカーのマーベル・テクノロジー・グループ (MRVL)、トロント・ドミニオン・バンク (TD)、化粧品小売りのアルタ・ビューティー (ULTA)、人事・財務クラウドサービスのワークデイ (WDAY) が四半期決算を発表。
- ・ 決済サービスのグローバル・ペイメンツ (GPN) と同業のトータル・システムズ・サービスズ (TSS) が臨時株主総会を開催。5 月に合意した約 210 億ドルの合併について決議。
- ・ 米商務省経済分析局が第 2 四半期の国内総生産 (GDP) 成長率の 2 次速報値を発表。ブルームバーグが取りまとめたエコノミストの予想では、7 月後半発表の 1 次速報値 2.1%から 2%に下方修正される見込み。
- ・ 7 月の中古住宅販売成約指数発表。6 月の 2.8%の大幅上昇の後、コンセンサス予想は 0.8%の上昇。

8月30日（金）

- ・ 米商務省経済分析局が 7 月の個人所得・個人支出を発表。個人所得は 0.3%増加（6 月は 0.4%増加）、個人支出は 0.5%増加（同 0.3%増加）となる見込み。
- ・ 8 月のシカゴ購買部協会景況指数（シカゴ PMI）発表。コンセンサス予想は 49（7 月は 44.4）。

Coty Inc. ClA (COTY)



Procter & Gamble Co. (PG)



チャートは 3 年

By EVIE LIU
(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. Football and the Future of TV

The NFL will be negotiating a new generation of long-term media rights packages. If past patterns repeat, investors should learn late next year where and how viewers will watch NFL football through the 2020s.

FEATURE

Nestlé Stock Still Looks Appetizing After Big Gain

Shares of the Swiss giant have risen more than 30% in the past 12 months. The packaged-foods company is streamlining operations and investing in new brands and markets.

FEATURE

2. How to Prepare Your Portfolio for the Worst When the Worst Is a Real Possibility

Financial advisors are beginning to prepare for some bad, but not unthinkable, "doomsday" scenarios, such as stagnant global growth as a result of record-high debt and record-low rates, or a deepened conflict between the U.S. and China.

FEATURE

Apocalypse Apartments for the Wealthy and Pessimistic

A developer who turns nuclear-hardened missile silos into luxury condos is betting that prepping for the end of the world is a growth industry.

FUTURE

3. Rob Arnott Explains How to Brace for Lower Returns

Rob Arnott on why returns will be much lower than people expect, how cryptocurrencies look like a bubble, why investing overseas is important, and how people should position their portfolios to ride out the next decade.

ADVISOR GUIDE

4. '9 Meals Away From Disaster.' Financial Advisors on How to Prepare for the Worst

Barron's asked top-ranked financial advisors how they help high-net-worth clients plan for, and react to, catastrophe. Their strategies may surprise you.

FEATURE

Stocks Near Highs and Bonds Yields Head to Zero. One Answer: Convertible Bonds.

As uncertainty rises, investors may find the ability of so-called converts to provide 75% of the upside with only 50% of the downside.

THE TRADER

5. The Dow's 257-Point Drop Was Ugly, but Not Catastrophic

"The market is wondering if the trajectory of negotiations is going off the rails," says one strategist.

THE TRADER

Ulta Beauty Is Bucking Downbeat Retail Trends

The beauty-products retailer has long been delivering robust traffic and sales. Up more than 31.6% this year, it may still be undervalued.

THE TRADER

5. Battered 3M Stock Still Doesn't Look Like a Bargain

New environmental liabilities threaten to erode the premium valuation multiple the company still enjoys.

LETTER FROM THE EDITOR

3 Signs a Recession Is Looming

The predictive powers of the yield curve, excessive debt, and manufacturing employment

TECHNOLOGY TRADER

6. Roku Is a Cord Cutter's Dream. It's Working for Investors, Too

Q&A

7. Bank Stocks Are Slowing. Why JPMorgan Chase, American Express, and Discover Look Good.

Betsy Graseck, head of bank research at Morgan Stanley, weighs in on the Federal Reserve's rate cut, sluggish bank stocks, and the outlook for the sector.

STRIKING PRICE

Costco Is the Most 'Woke' Company Out There

What to do now that the heads of 181 major companies have decided that maximizing shareholder value is no longer the main purpose of the modern corporation.

FEATURE

'Big Short' Investor Goes Long on GameStop

Michael Burry, whose prescient bet against subprime mortgages before the financial crisis was depicted in the book and movie *The Big Short*, is making another contrarian call: going long shares of GameStop.

MUTUAL FUND PROFILE

Why a \$4.9 Billion Fund Is Betting on Berkshire Hathaway, Dollar Tree, and Quest Diagnostics

The FMI Large Cap fund doesn't flee into cash when it sees a bear market on the way. Instead, it buckles down on its value investing philosophy and a concentrated set of stock picks.

FUNDS

Investing in Cryptocurrency Is Risky. This Fund Is Just a Bad Idea

STREETWISE

Welcome to the Ethical-Industrial Complex

UP AND DOWN WALL STREET

8. Trump's Tweets and Tariffs Are Amplifying Market Volatility

THE ECONOMY

The Minimum Wage Is a Sales Tax on the Middle Class

INTERNATIONAL TRADER - EUROPE

Burberry Stock Faces Challenges as the British Luxury Brand Continues Its Makeover

OTHER VOICES

9. Limiting or Banning Stock Buybacks Is a Bad Idea. Here's Why.

EMERGING MARKETS

Turkey Isn't Following Argentina in a Meltdown. For Now.

INCOME INVESTING

There's More to Vanguard's Income Funds Than Dividend Growth

PREVIEW

10. Can Cosmetics Giant Coty Restore Its Growth?

REVIEW

Stock Dividends Are Growing More Slowly Around the World. Here's Why.

『バロonz拾い読み』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

監修

時事通信社

編集人

川田 重信 (かわた しげのぶ)

大和証券入社後 1986 年から米国株式を中心に外国株式の営業活動に従事。ペインウェバー (現 UBS) 証券を経て 2000 年にエグゼトラストを設立。神戸大学経営学部卒業 米国ロチェスター大学 MBA。

バロonz拾い読み 主要作成者の略歴 (五十音順)

内田 薫 (うちだ かおる)

大和証券グループでロンドン、マニラなどの海外勤務を含め、アナリスト活動を中心に国内外の調査業務に従事。2009 年より翻訳活動。東京工業大学機械工学科卒。日本証券アナリスト協会検定会員。

西田 万里子 (にしだ まりこ)

旧東京銀行 (三菱 UFJ 銀行) にて外国送金業務に従事した後、フリーランス通訳・翻訳に転向。現在同志社大学講師を兼務。神戸大学教育学部教育心理学科卒。英国リーズ大学国際学修士、ペンシルベニア州立テンプル大学 MBA。

西村 嘉洋 (にしむら よしひろ)

プロクター&ギャンブルのファイナンス・IT 部門で長らくマネジャーを務め、欧州、米国、アジア各国で勤務経験がある。京都大学大学院 情報工学 情報工学科修士、ロンドン大学大学院 金融経済学修士。

『バロonz拾い読み』 (2019 年 8 月 26 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