

ストックボイス

『バロンズ拾い読み』2016年9月5日号

2016年9月6日（火）午後10時15分ごろから（スタジオ/電話）

エグゼトラスト株式会社

『バロンズ拾い読み』編集人

川田重信

原稿要旨

4. The Trader 利上げ観測が後退して株価は上昇 **【米国株式市場】**
雇用統計、ISM 製造業景況感指数、インフレ指標ともさえない結果

村田

先週、金曜の雇用統計のあとも市場は依然として狭いレンジの行き来を繰り返しています。

月曜日のNYは休場でしたので今日が週の初日です。

川田

先週金曜に発表された8月の雇用統計で市場は高寄りのあと下落しその後後場は戻り基調でした。週間でもダウ工業株30種平均は0.5%高の1万8491ドル96セントと、史上最高値からわずかに0.8%低い水準です。S&P500指数は0.5%上昇（2179.98）。ナスダック総合指数の上昇率は0.6%（5249.90）、一方で小型株のラッセル2000指数は1.1%上昇（1251.83）でした。

村田

ところで先週で8月が終了しました。9月と並んで相場は変調をきたす月というイメージがありますが、どんな月だったのですか？

川田

はい、S&P500でいうと月間でマイナス0.12%で、結果的には本当に小動きでした。3月から7月まで5か月連続で上昇し合計で12.49%上げました。一方でナスダック総合ここ2か月上昇、ラッセル2000は3月から8月まで6か月間連続で上昇しています。

ダウ：月初18432→18400＝マイナス32＝0.1%、

ナスダック総合：月初5162→5213＝+51＝+1%

ラッセル2000：1219→1251＝+32＝+2.6%

ところでそのS&P500指数ですが、それでも今年の2月11日の安値（1829.08）からは18.79%も上げています。

ちなみに最高値は8月15日の2190.15%でこの間に8月5日（金）、11日（木）そして15日（月）の3回新値を更新しています。

村田

セクター別ではどうだったんですか？

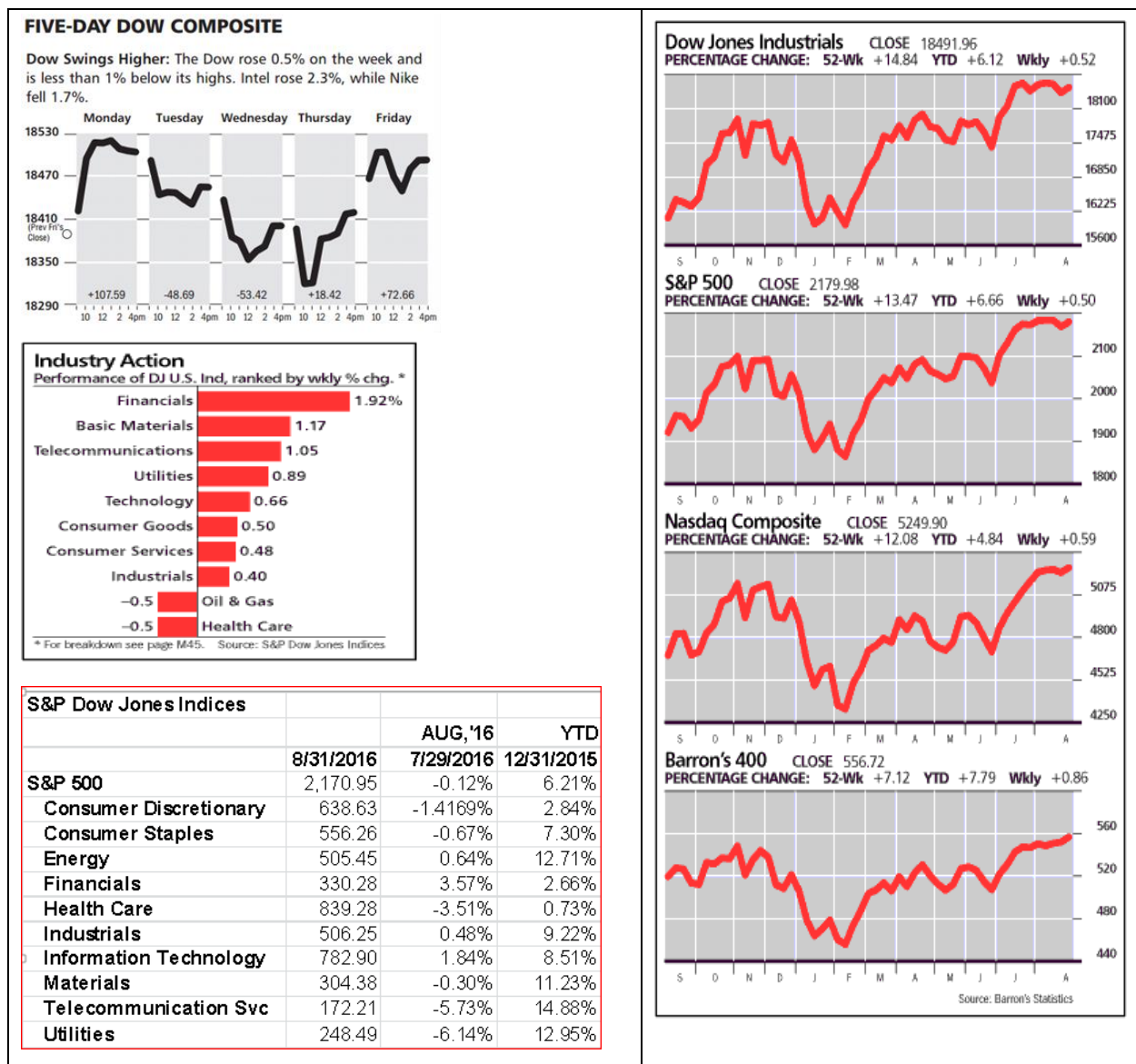
川田

S&P500指数は10セクターに分かれています。（電気通信 素材 公益事業 一般消費財・サービス 生活必需 情報技術 資本財・サービス ヘルスケア 金融 エネルギー）

この中では4セクターが月間でプラス。金融の+3.57%がトップでハイテクセクター（+1.84%）も上昇。一方で下落したのは年初来指数を牽引した公益（マイナス6.14%）と電気通信セクター（マイナス5.73%）やヘルスケアも下げました。

この指数は値幅の変動も少なかったのですが、出来高も少なく、8月月間の取引高は過去10年の8月の平均値と比較すると18%も少ない月でした。

ちなみに先週月曜日、つまり8月29日のNY証券取引所の出来高は通常の取引時間の営業日としては過去1年で最も少なかったということです。



5. UP AND DOWN WALL STREET 給与総額低下を示唆した8月の米雇用統計 コラム】
データが完全雇用を示唆する一方で相次ぐ大手企業の雇用削減

6. The No-Growth Stock Rally 成長を伴わない上昇相場 【株式市場展望】
株価は上昇、失業率は低下、しかし企業利益は伸びていない

村田

ところで、金曜発表の雇用統計という一大イベントについては『バロンズ拾い読み』ではどんな論調でしたか？

川田

さすがに注目度の高い指標だったので4番の【米国株式市場】を含め5番の【コラム】や6番の【株式市場展望】でも言及していました。

3つの記事どれもが、9月20、21日のFOMCで利上げ無しで一致しています。発表された統計をみると「雇用市場安定の兆候とは矛盾する材料が出てくる」というのです。

村田

具体的にはどういうことですか？

川田

ポイントとして非農業部門就業者数の伸びの予想18万人に対する15万1000人増にとどまった。8月はどうも過去にもそうなのですが、あとで上方修正される傾向にある。ただし直近米国の労働市場は完全雇用に近い状態なのでこの数字がそれほど大きくは伸びないのではないかと。したがってここはあまり問題視されません。

ただし平均時給の伸びが+0.1%にとどまった上に週間での労働時間が減少したこと、これに注意せよとのこと。この週平均労働時間が7月の34.4時間から34.3時間に減少し

たのは就業者数の 30 万人の削減に相当するというエコノミストのコメントを紹介していました。つまり労働市場が弱含みを示唆しているということです。

賃金の伸びも、低調なインフレ率と足並みをそろえるのがやつの状態というのが労働市場の実態。これらが利上げなしのサポート材料との見方です。

村田

他にも労働市場についての分析があるそうですね？

川田

同じく【株式市場展望】に米国の雇用状況を物語る面白い記述がありました。はやい話し、企業は巨大になり、企業利益もふんだんに出る。しかしそれでもそれが雇用に結びつかない、そんな雇用市場の構造的な問題が実際の経済に影響を与えているというのです。

村田

具体的にはどういうことですか？

川田

例えばこれも 6 番の【株式市場展望】ですが、グーグルの親会社であるアルファベット (GOOGL) の時価総額は、かつての巨大企業ゼネラル・エレクトリック (GE) の 2 倍もあります。しかし雇用している従業員数は 5 分の 1 でしかいません。(アルファベット (GOOGL) 5.7 万人 Vs. GE 30.5 万人)

また動画配信大手ネットフリックス (NFLX) はレンタルビデオ大手ブロックバスターに取って代わりましたが従業員数はブロックバスターのピーク時の 6 万人に対し、ネットフリックスはわずか 3700 人。

人々の生活に浸透しているアマゾン・ドット・コム（AMZN）は26万8900人の従業員を抱えるが、スーパーマーケットチェーン大手クローガー（KR、約40万人）と比べると約半分。

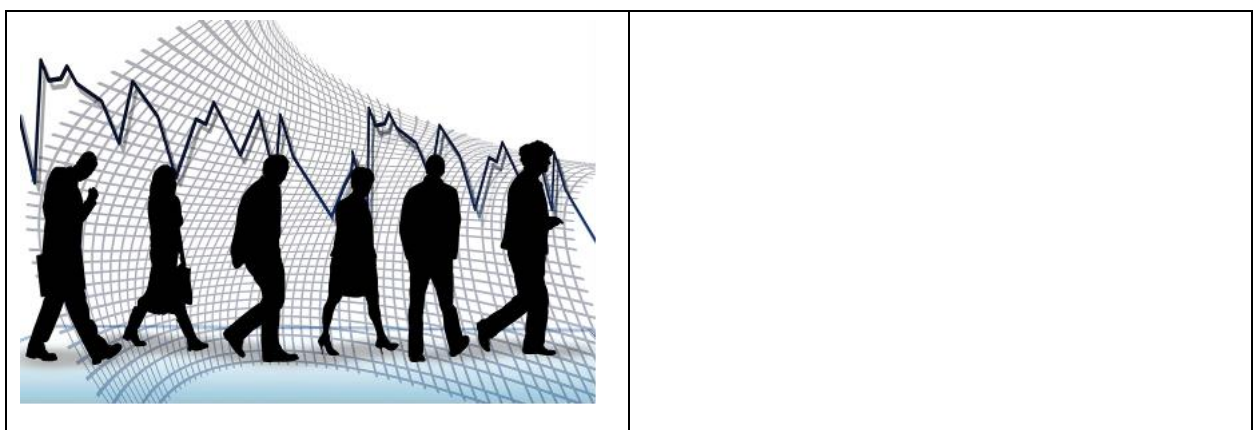
つまり、人や設備に対して巨額の投資をしなくても知恵とアイデアで儲けられる企業が増えてしまう、そんな時代だということですね。テクノロジーは人々の生活を豊かにしたが、同時にデフレの原因でもある、ということです。

それに関連している記事が5番の【コラム】の後半にもありました。

例えば、ネットワーク機器大手シスコシステムズ（CSCO）が先月、5500人のレイオフを発表するなど、コンピューター関連企業は今年に入って5万5000人以上の雇用削減を発表してきました。そのセクター以外でも、ダウ工業株30種平均（NYダウ）構成銘柄で米小売り大手のウォルマート・ストアーズ（WMT）が事務職7000人を削減し、店舗従業員の賃金を引き上げると発表した。

社会の仕組みも働き方も変わっているのは事実ですが、現象として我々に突き付けられるのはより少ない雇用で少数の大企業が巨額の利益を生み出す、そういう経済構造が現実になっているということですね。

そんなこんなで9月利上げはない、というのが『バロンズ拾い読み』の論調です。



1. Barron's Survey: Strategists Say Beware the Bear 弱気意見も【ストラテジスト予想】 トップ・ストラテジストの意見が割れる

村田

ところで『バロンズ拾い読み』のカバーストーリーは年に2回のストラテジスト予想ですよ。これをご紹介いただけますか？

川田

はい、このストラテジスト予想は『バロンズ拾い読み』の名物特集の一つです。これは年末とレイバーデー直前のタイミングでセルサイド、つまり証券会社とバイサイド、つまり運用会社のストラテジスト合計10名が各自の相場見通しを披露する企画です。

昨年末12月14日の聞き取り調査はFRBが利上げをする前でS&P500指数が2100ぐらいしている時に（年末は2043）でした。ストラテジスト10人は概ね2200程度、つまり今年1年間で5%アップ上昇という控えめながら上昇を予想していたストラテジストが多かったです。

中には強気の見通し（2015年12月14日）で2500というのもありました（フェデレイテッドのステファン・オース）。

ところがその後Fedが12月に利上げして、年初から2月11日まで相場がよく下げました。その間にストラテジストの多くは実感として最初の予想水準から5%アップも現実的ではないと思ったフシがあります。ところが、その後6月23日のブレイクアウトもありますが、ここまでのところ年初来6%程度は上昇しているわけです。

村田

それで現時点での彼らの年末までと来年の見通しはどのようなのでしょうか？

川田

「過去 9 年間で初めて意見が割れた」とあります。年内の見方はまちまちながら弱気も結構あります。S&P500 指数の年末予想値の平均は 2138 で、9 月 2 日の終値の 2180 を 42 ポイント、約 2% も下回っています。10 人の内訳でも 1 人が 2300 の目標を掲げている以外は概ね、現時点でおしまい、もしくは弱気です。

強気派はその根拠は緩和的な金融政策、下半期の企業の 1 株当たり利益 (EPS) 成長の回復、利回り追求の継続というように今の株価上昇を説明する要因です。

一方で、弱気派は大統領選挙をめぐる不透明感、FRB の利上げ意欲、そして割高な PER です。

通常この手の調査は概ね楽観的見通しで面白みがない時もありましたが、これほど弱気が多いのは私も初めてかな？です。

もちろん 2009 年以降は強気をぶっていれば当たったわけですから、それがここで弱気をぶつには確かに珍しいです。というよりファンダメンタルズを考えれば強気を唱え続けるほうが勇気がいるかもしれませんね。

ところで年 2 回の調査で、これほど弱気なのは、2002~2003 年までさかのぼるようです。

私はストラテジストが弱気だと少し安心します。彼らの見解は警戒的な市場のムードを反映していると思っていますのでかえってそれが強気の原因のように思えます。

村田

彼らが弱気であれば、かえって市場にはプラスということでしょうか？レイバーデー明けの本格的な相場が始まります。決算発表はひと段落しましたので、この後は引き続き利上

げに関する Fed 高官の発言がとりあえずの注目材料でしょうか？引き続き注視したいと思います。

村田

ストラテジストの注目ポイントにはどんなものがあるのですか？

川田

*大統領選挙におけるヒラリー・クリントン氏の勝利

*FRB の 12 月の利上げ（9 月ではない）

*原油価格の安定、中国の経済成長に関する懸念の解消

これに相場想定で加わる材料として米国の財政刺激策が予想されますので大統領選挙後の減税も市場にとって好材料になるとの見方もあります。

また、大統領選挙と同時に実施される議会選挙にも注目すべきで、民主党のクリントン氏が大統領になり、共和党が少なくとも下院の支配を維持すれば、現状維持で大したサプライズもなく投資家には歓迎」

ただし「クリントン氏勝利で、上院と下院をともに民主党が支配する事態になれば、増税と規制強化によって市場の調整」とこういうことのように。

ところで今回はセルサイドのストラテジスト、例えばゴールドマン・サックスの超すティン氏（2100）、メリルリンチのサブラマニアン氏（2000）もここから年内は弱気を唱えています。

もちろんその根拠はごく常識的な理由でした。しかし現実はいールドハンティングと称する利回り狙いの資金が世界中から米国の株式めがけて集まりました。

ところで少数派ですが強気を唱えているのがブルーデンシャル・インターナショナル・インベストメンツ・アドバイザーズのチーフ投資ストラテジストであるジョン・プラビーン氏あたりで、エネルギー・セクターが足を引っ張らなくなることだけでも企業業績は下半期に改善する、とというのが強気のよりどころです。

モルガン・スタンレーのアダム・パーカー氏も企業業績の改善には自信があるみたいですがそれでも年末の S&P500 は 2175 で 2017 年半ばが 2200 です。これは約 4% の EPS 成長を想定している。同氏の強気シナリオで 6% の EPS 成長なら今後 12 カ月での 2475 というあくまで理性的なというかストラテジストらしい相場想定です。

あと推奨セクター、銘柄も紹介されていますが、これは『バロンズ拾い読み』でご覧いただくのがいいかと思います。

面白いのはこの記事自体も 9 月は 1 年で一番相場弱気時期だから買よりも売上の姿勢を推奨しています。やはり、この先相場は季節柄上よりも下に向くのでしょうか？確かにバケーションからかえってみてまだこの水準に相場の値が持っていることに慌てて売り注文が出るのかもしれませんがね。



Sizing Up Sectors

Technology and energy are among our forecasters' favorite groups. But consumer staples are out of favor, in part because of low earnings growth.

S&P 500 Sector	P/E*	PRICE CHANGE		
		2016**	2015	2014
Consumer Discretionary	16.7	3.0%	8.4%	8.1%
Consumer Staples	19.7	7.4	3.8	12.9
Energy	25.4	12.4	-23.6	-10.0
Financials	13.8	2.3	-3.5	13.1
Health Care	14.7	0.5	5.2	23.3
Industrials	16.3	9.3	-4.7	7.5
Information Technology	16.1	8.9	4.3	18.2
Materials	16.4	11.6	-10.4	4.7
Telecom	13.4	15.2	-1.7	-1.9
Utilities	17.1	12.5	-8.4	24.3
S&P 500	16.4	6.2	-0.7	11.4

*Based on 2017 analyst earnings estimates. **Through 9/1/16.

Source: Bloomberg

Advantage: U.S.

Given continuing, if modest, economic growth and expectations of better profit gains in 2016's second half, the U.S. is our seers' top market.

	S&P 500	Stoxx Europe 600	Nikkei 225	Shanghai Composite
Recent Price	2,170.86	343.66	16926.84	3063.31
YTD Change	6.2%	6.1	11.1	13.5
% Decline from '15 High	N/A	10.8	15.4	16.1
P/E 2016E	18.5	16.6	16.8	14.4
P/E 2017E	16.4	14.6	15.8	12.8
Dividend Yield	2.1%	3.6	1.9	2.0

N/A=Not applicable E=Estimate. Note: Data as of 9/1/16

Source: Bloomberg

Our Market Seers Are Somewhat Pessimistic for the Near Term

While in the recent past, our prognosticators generally have been bullish on stocks, the current short-term picture is more or less split between optimists and pessimists. In fact, you'd have to go back to the bad old days of 2002-03 to find lower spirits in one of our polls. Our pundits are more upbeat on 2017, however.

 <p>Stephen AUTH Federated Investors</p> <p>S&P Year-End Target: 2100 S&P 2017 Target: 2350 S&P EPS 2016: \$115.00 '17: \$125.00 GDP 2016: 2.0% '17: 2.0% 10-Yr Treas. Yield: 1.5% Favorite Sectors: Info Tech, Health Care, Telecom Avoid: Energy, Materials</p>	 <p>Jonathan GLIONNA Barclays Capital</p> <p>S&P Year-End Target: 2200 S&P 2017 Target: N/A S&P EPS 2016: \$106.00 '17: N/A GDP 2016: 1.4% '17: 2.2% 10-Yr Treas. Yield: 1.55% Favorite Sectors: Consumer Disc, Energy, Financials Avoid: Consumer Staples</p>	 <p>Jeffrey KNIGHT Columbia Threadneedle</p> <p>S&P Year-End Target: 2200 S&P 2017 Target: 2300 S&P EPS 2016: \$118.00 '17: \$132.00 GDP 2016: 1.8% '17: 1.5% 10-Yr Treas. Yield: 1.80% Favorite Sectors: Energy, Info Tech Avoid: Health Care</p>	 <p>Russ KOESTERICH BlackRock</p> <p>S&P Year-End Target: 2150 S&P 2017 Target: 2250 S&P EPS 2016: \$117.00 '17: \$125.00 GDP 2016: 1.7% '17: 2.0% 10-Yr Treas. Yield: 1.75% Favorite Sectors: Info Tech, Health Care Avoid: Consumer Staples, Utilities</p>	 <p>David KOSTIN Goldman Sachs</p> <p>S&P Year-End Target: 2100 S&P 2017 Target: 2200 S&P EPS 2016: \$110.00 '17: \$123.00 GDP 2016: 1.5% '17: 2.1% 10-Yr Treas. Yield: 2.00% Favorite Sectors: Telecom, Health Care, Consumer Disc Avoid: Energy, Materials, Industrials</p>
 <p>Dubravko LAKOS-BUJAS JPMorgan</p> <p>S&P Year-End Target: 2000 S&P 2017 Target: N/A S&P EPS '16: \$120.00 '17: N/A GDP 2016: 1.4% '17: N/A 10-Yr Treas. Yield: 1.55% Favorite Sectors: Financials, Energy, Materials, Health Care Avoid: Consumer Disc, Consumer Staples</p>	 <p>Tobias LEVKOVICH Citi Research</p> <p>S&P Year-End Target: 2150 S&P 2017 Target: 2325** S&P EPS 2016: \$121.50 '17: \$129.00 GDP 2016: 1.5% '17: 2.2% 10-Yr Treas. Yield: 1.60% Favorite Sectors: Info Tech, Energy Avoid: Health Care, Telecom, Consumer Staples</p>	 <p>Adam PARKER Morgan Stanley</p> <p>S&P Year-End Target: 2175* S&P 2017 Target: 2200** S&P EPS 2016: \$122.70 '17: \$127.10 GDP 2016: 1.7% '17: 1.5% 10-Yr Treas. Yield: 1.25% Favorite Sectors: Health Care, Utilities Avoid: Info Tech, Materials, Consumer Staples</p>	 <p>John PRAVEEN Prudential Int'l Investment Advisers</p> <p>S&P Year-End Target: 2300 S&P 2017 Target: 2475 S&P EPS 2016: \$112.00 '17: \$121.00 GDP 2016: 2.0% '17: 2.5% 10-Yr Treas. Yield: 1.80% Favorite Sectors: Info Tech, Industrials Avoid: Health Care, Financials</p>	 <p>Savita SUBRAMANIAN Bank of America Merrill Lynch</p> <p>S&P Year-End Target: 2000 S&P 2017 Target: N/A S&P EPS 2016: \$117.00 '17: \$125.00 GDP 2016: 1.5% '17: 2.1% 10-Yr Treas. Yield: 1.50% Favorite Sectors: Health Care, Telecom, Info Tech, Energy, Real Estate Avoid: Materials, Consumer Disc, Financials</p>

Note: Some estimates are from firm's economists, bond strategists. *From December 2015 **Mid-2017 target N/A=Not Available