

藤戸レポート

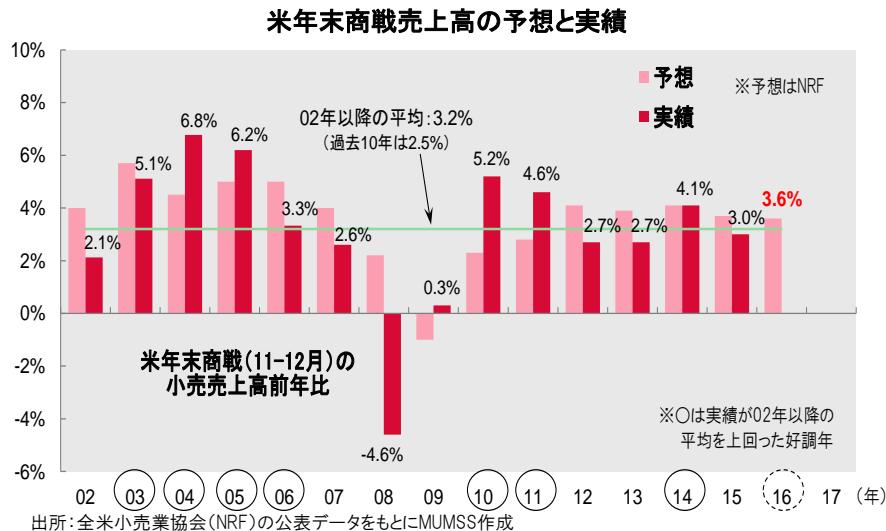
変容する米クリスマス商戦

2016年11月28日

クリスマス商戦の開幕

米国では 11/24 の感謝祭を終え、11/25 の「ブラック・フライデー」からクリスマス商戦が始まるとされてきた。「ブラック・フライデー」と言うと、日本人には株価大暴落の「ブラック・マンデー」等が想起され、あまり語感は良くない。しかし、意味する所は全く逆で、「どんな小売店でも黒字になる」ショッピング・シーズンの開幕を意味するのだ。11/25 の払暁からショッピング・モール前に蝟集した消費者を映すのが、このシーズンのニュースの定番でもあった。ところが、どうもこの季節の風物詩が大きな変化を迎えているようだ。小売店最大手のウォルマート・ストアーズは、通常「ブラック・フライデー」に実施していた値引きを、感謝祭当日の朝からネットで提供する方針を表明している。同業のターゲットや百貨店のメイシーズ、ホームセンターのホーム・デポ、ロウズ等もネットで数日前から「ブラック・フライデー」並みの値引きを実施している。小売調査会社マーケット・トラックによると、対面販売の主要小売業者が、平均で約 3 日値引き開始が早まったとのことだ。また、週明けの月曜日は「サイバー・マンデー」と呼ばれ、ネットでの安売り解禁日だったが、これもなし崩し的に前倒しになっている。中にはアマゾン・ドット・コムのように、「ブラック・フライデー」の値引きを 1 ヶ月行うことを発表している所もある。つまり、夜明け前から行列を作って、開店とともに売り場に殺到し、大きな買い物袋を手にして帰宅するという伝統行事が廃れつつあるのだ。2000 年の「IT バブル相場」で夢見られたネット販売は、広く世界の消費者に定着している。NRF (全米小売業協会) の予測では、今年のクリスマス商戦は前年比 +3.6%と、昨年の +3.0%、2002 年以降の平均 +3.2%を上回る見通しだ(グラフ 1)。

(グラフ1)
クリスマス商戦は前年比+3.6%
2002年以降の平均を上回る予想

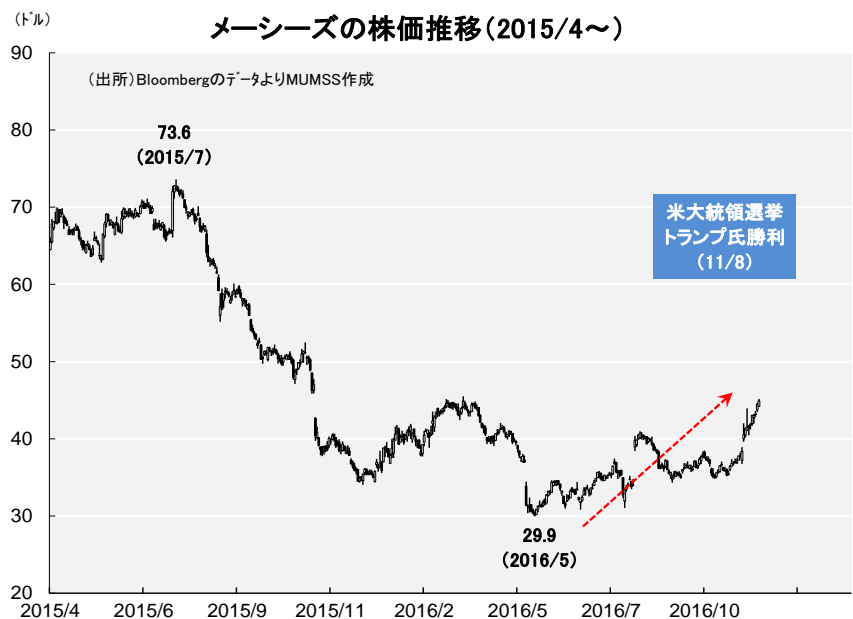


ストラテジー

大胆なスクラップ&ビルドを 余儀なくされた百貨店

今年の米小売業は、伝統的対面販売の不振、ネット販売の好調が際立っていた。メーシーズは、全728店舗の内、実に100店舗の閉鎖に追い込まれている。同業のコールズ、ノードストロムも低迷が続いた。価格競争となればネットに勝てるはずもなく、きめ細かい対応やアドバイスを求めない消費者はEコマースに流れてしまった。メーシーズの株価は、昨年7月高値73.6ドルから今年5月安値29.9ドルまで半値以下となった。コールズも昨年4月高値79.6ドルが今年5月安値33.8ドル、ノードストロムも昨年3月高値77.6ドルが今年6月安値35.0ドルで同工異曲である。しかし、メーシーズに象徴される大胆なスクラップ&ビルドが奏功し、いずれも株価は底打ちから回復傾向にある(グラフ2)。特に、トランプ次期大統領が決定してからは、富裕層向けの大幅減税策が好感され、ギャップ(窓)を伴っての急伸が目につく。百貨店株も、実は広義の「トランプ関連」とウォールストリートで認識されているのだ。業績の本格回復には時間を要しようが、今年前半で大底を打ったファンダメンタルズ、株価共に注目する必要がある。

(グラフ2)
米百貨店の株価が
底入れから回復へ

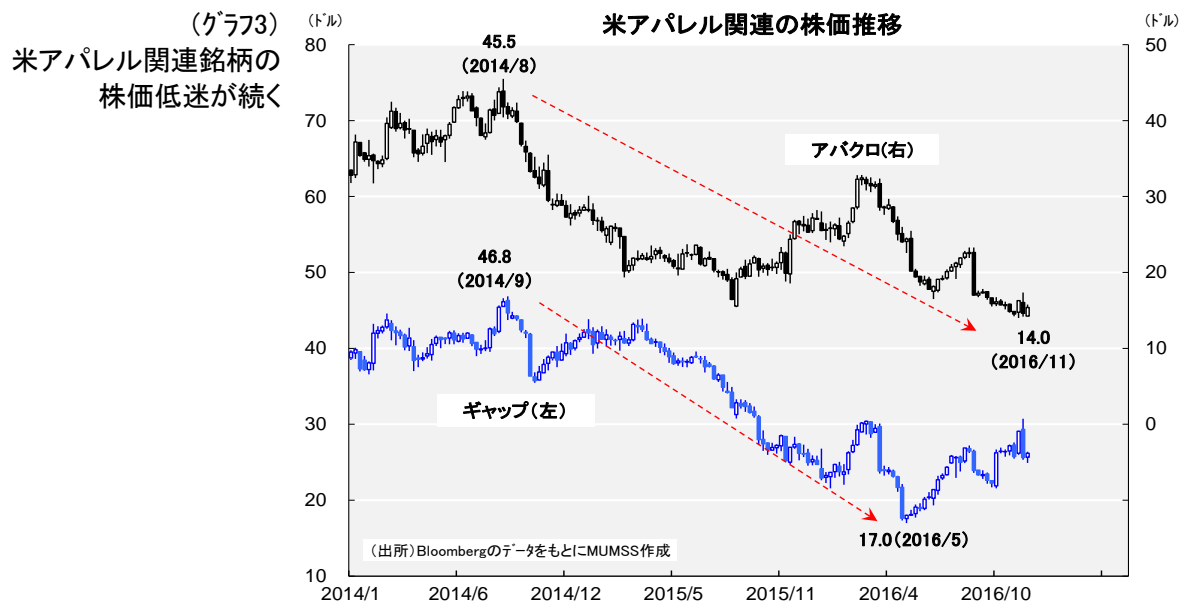


壊滅状態の大手アパレル

百貨店と並んで専門店も不振が目立った。特にアパレル各社は壊滅状態で、業績・株価共に急落するケースが珍しくない。日本でも銀座店の派手なパフォーマンスで一世風靡したアバクロンビー&フィッチ(アバクロ)は、一昨年8月高値45.5ドルが今年11/9安値14.0ドルと3分の1以下に沈んでいる。ギャップも、一昨年9月高値46.8ドルが今年5/18安値17.0ドルまでであった。その後反発傾向にあったが、既存店売上高が伸びずに再び低水準の往来に終始している。下着店ヴィクトリアズ・シークレットを展開するLブランドも、昨年11月高値98.6ドルが5月安値60ドルである。いったんリバウンドしかかったが、足下決算・既存店売上高が冴えず、再び低迷している。スポーツ衣料のアンダーアーマーも、昨年9月高値54.7ドルが11/1安値30.0ドルと、高成長を期待された面影はない。最大手のナイキも、昨年12月高値68.1ドルが今年11/2安値49.0ドルである。ヨガ・ウェアで有名なルルレモン・アスレティカは、8/25に高値81.8ドルをマークするなど高い評価を得てい

ストラテジー

た。ところが、値引き販売の増加で利益率が低下したとして、10/25には54.0ドルまで売られている。専門店の中でも、特に成長性と高収益を評価されていた大手が、軒並み勢いを喪失しているのだ。ダウ工業株30種平均が初の19,000ドル台乗せと興奮したウォールストリートだが、専門店の不振は目を引く。ギャップやアバクロが象徴的だが、アパレルはブームに乗れば倍々ゲームの高成長が続く。しかし、飽和点に達して消費者に背を向けられた瞬間から、急速なシュリンクが始まるのだ(グラフ3)。



「デジタル・エコノミー」の申し子

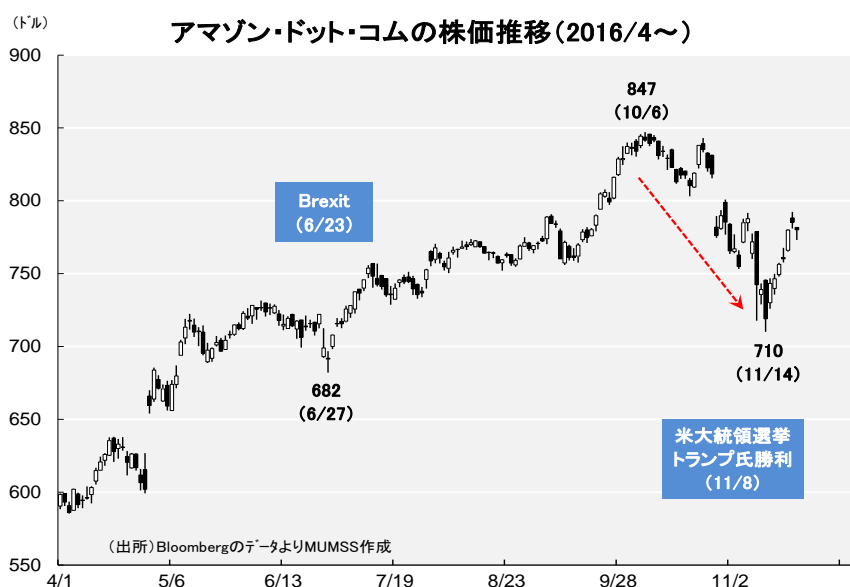
こうした既存の対面販売とは対極的に、アマゾンが高成長が続いた。米商務省レポート「デジタル・エコノミー」が描いたIT社会の申し子が、アマゾンといっても過言ではないだろう。1997年12月に1.5億ドルだった調整後売上高は、今年12月末には1,369.5億ドルに達する見込みだ。実に約913倍に達している(11/23時点。ブルームバーグ)。株価も10/6には847.2ドルまで上昇する局面があったが、アナリストの評価も高く、「買い42社・ホールド5社・売りゼロ」で平均目標株価も940ドルである(同)。ところが、トランプ当選によって、アマゾン、アップル、フェイスブック、アルファベット(グーグルの持ち株会社)等のニュー・エコノミー銘柄は、目先筋に嫌われた。足下の決算が、やや期待に達しなかったこともあるが、11/14安値710.1ドルまでの急落はやり過ぎだろう(グラフ4)。株価水準が高かったこともあって、「ニュー・エコノミー売り=オールド・エコノミー買い」のロング&ショートが大挙して参入したと思われる。しかし、トランプ次期大統領が、いかにニュー・エコノミー嫌いで、ジェフ・ベゾス(アマゾンCEO)との確執があったとしても、大きな流れに抗し得るはずがない。今年のクリスマス商戦でも、初めてネットが対面の売上を上回ると予想されている。

「対面不振=ネット絶好調」の二重構造

米個人消費は、この「対面販売不振=ネット販売絶好調」の二重構造にある。したがって、旧来のデータだけでは、その実態を掴むのが困難だ。例えば、ウォルマート・ストアーズ、メーシーズや専門店各社が不振の一方で、小売売上高が堅調との報道に出くわすことが多い。10月の小売売上高は

ストラテジー

(グラフ4)
急落から反転した
アマゾン・ドット・コム



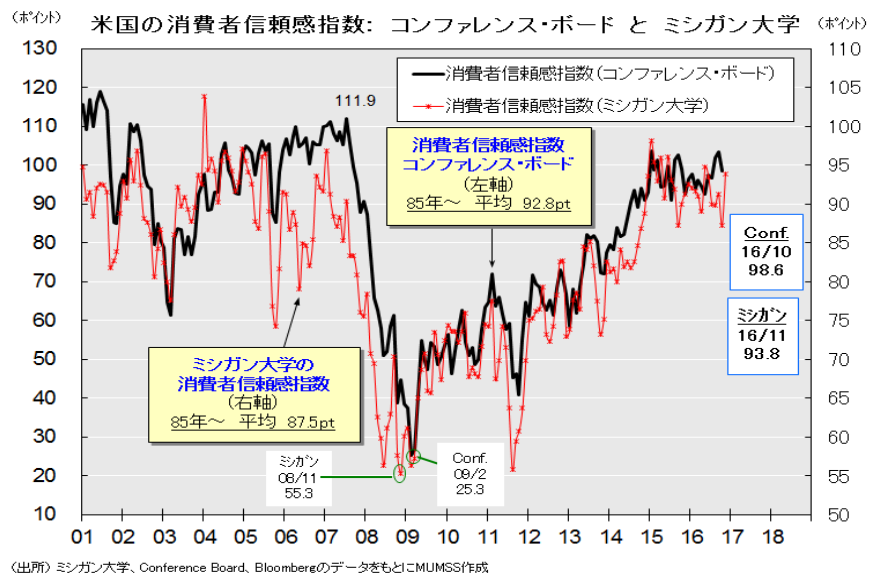
前月比+0.8%と、9月の+1.0%に続いて増勢を維持している。中でも、オンライン販売が+1.5%と5か月ぶりの高さをマークしていることに、注目する必要がある。これに、ウェイトの大きな自動車販売にピークアウト感が台頭していることも、新たな変数として加わる。したがって、従来のように、マクロの小売・個人消費関連指標が堅調だからといって、小売関連の大型株を単純に選好するわけにはいかない。しかも、百貨店株の反発のように、「トランプ効果」が株価に複雑な影響を及ぼすわけだ。結局、既存店売上高等の月次資料で精査する必要がある。良いものが買われ、悪いものが売られるとの本質は変わらないが、マクロ統計からの単純なブレークダウンでは、パフォーマンスは上がらないものと思われる。

クリスマス商戦関連銘柄

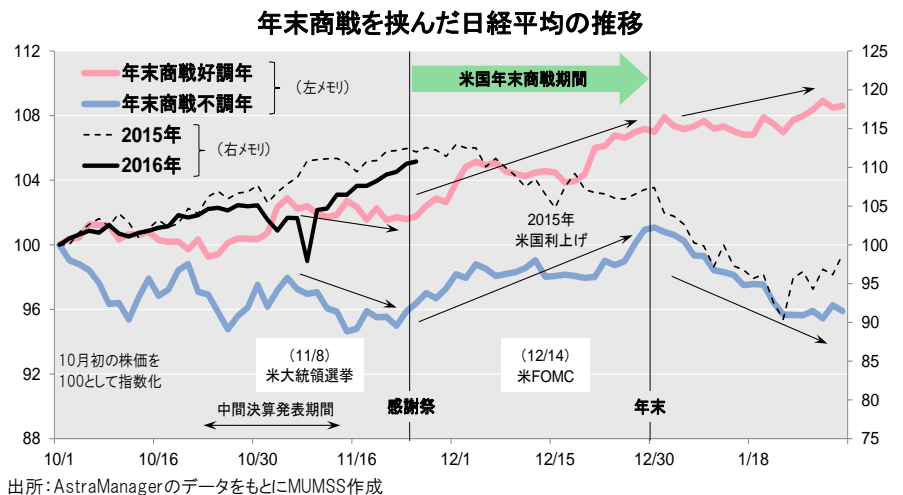
足下の米消費者マインドは良好である。シシガン大学の消費者マインド指数(10月)は93.8、コンファレンスボードの消費者信頼感指数(同)も98.6と高水準である(グラフ5)。日米共に、消費者信頼感指数に株価のインパクトが大きなことを考えると、ダウ史上最高値を更新している状況では、一段とマインドが明るくなる可能性が高い。民主党支持層はダークな気分が続こうが、純粋な経済効果で言えば、トランプ減税で富裕層の恩恵が大きなことが購買意欲を高めることになろう。こうした状況からは、NRF予測の+3.6%を上回る「良いクリスマス商戦」になるかもしれない。米国の年末消費が好調となれば、商品供給の主たる担い手の中国、韓国、日本等の東アジア勢にはプラスとなる。日経平均のアノマリー(季節的特性)では、米クリスマス商戦が好調な時に、日本の新春相場も好調なパターンが多い(グラフ6)。今年は「トランプ・ラリー」が沸騰しているため、単純には適用できないが、折からの円安と合わせて輸出関連企業にとっては追い風となろう。個別にフォーカスされるのは、任天堂、ソニーに象徴されるゲーム関連株だ(グラフ7)。任天堂は、12/15(日本は16日か)に「スーパーマリオラン」をリリースすることを発表しており、米9.99ドル・日本1,200円の初期課金で、「Pokémon GO」以上の収益が期待されている。暴騰した7/19高値32,700円から約4ヵ月を経過しており、信用需給も徐々に改善しつつある。ソフト開発で寄与したDeNAにも物色が

ストラテジー

(グラフ5)
米消費者マインドは良好



(グラフ6)
米クリスマス商戦の
影響を受ける日本の新春相場



波及するかもしれない。PlayStation®VRが好調なソニーも評価できよう。ストレートに米株で行くならば、トランプ次期大統領に嫌われたアマゾン、フェイスブック、アルファベットの安値拾いであろう。目先は逆風が吹くが、何もファンダメンタルズまでが劣化したわけではない。

時代錯誤の保護貿易主義

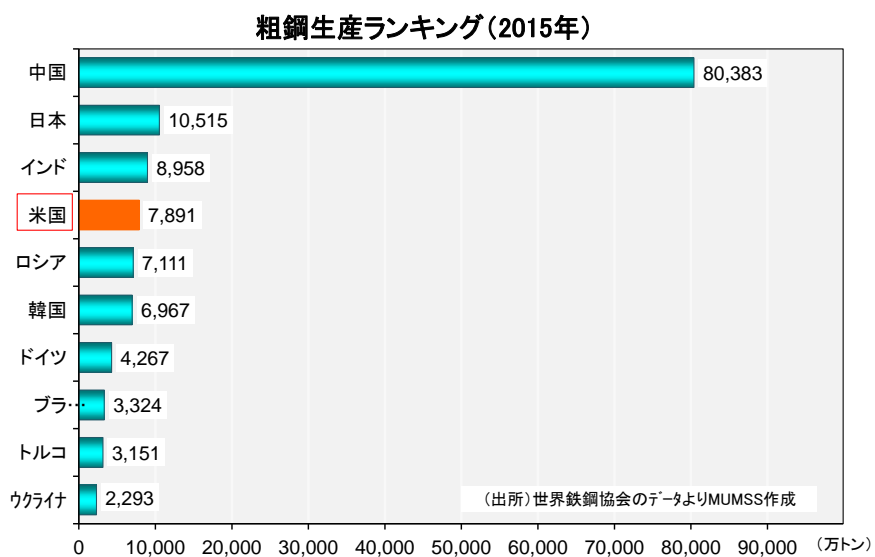
投機筋に嫌われたニュー・エコノミー関連とは逆に、「トランプ関連」としてオールド・エコノミー銘柄は急騰している。しかし、これには注意が必要と思われる。公開されたトランプ次期大統領のビデオ演説では、「私の政策は明瞭な原則に基づいている。それは、『米国を第一に考える』ということだ。鉄鋼、自動車、医療、どんな分野であっても次世代の改革は、この偉大な米国で生じるようにする」と米国第一主義を強調している。興味深いのは、その代表産業の羅列で、鉄鋼が真っ先に来ていることだ。客観的事実として、2015年の粗鋼生産ランキングを見ると、①中国8億383万トン、②日本1億515万トン、③インド8,958万トン、④米国7,891万トン、⑤ロシア7,111万トン、⑥韓国6,967万トン、⑦ドイツ4,267万トン、⑧ブラジル3,324万トン、⑨トルコ

ストラテジー



3,151万トン、⑩ウクライナ2,293万トンである(世界鉄鋼協会データ)。米国は中国の10分の1以下に過ぎず、トランプ次期大統領が不動産業に邁進している間に、アジア勢に大きく凌駕されているのが実態だ(グラフ8)。その鉄鋼業を筆頭を持っていくところに、次期大統領の時代感覚が如実に表れているように思える。鉄鋼業に対する「改革」の実相は、洪水のような安値輸出を継続する中国以下のアジア勢を、「大幅関税で米国より締め出す」ということになろう。保護貿易主義の一つの象徴である。しかし、米国内の鉄鋼ユーザーからすれば、これは確実にコストアップに繋がる話だ。鉄鋼は装置産業の性格が強く、スケールメリットが大きな業種である。中には、新日鉄以下の日本勢のように、優れたハイテンション鋼等の高品質で勝負する企業もあるが、ローエンド・ユーザーの多くは低価格が最大の魅力のはずだ。つまり、トランプ次期大統領の保護政策に米鉄鋼業は歓迎だが、ユーザーには不満が蓄積しよう。

(グラフ8) 米国の粗鋼生産 中国の10分の1以下



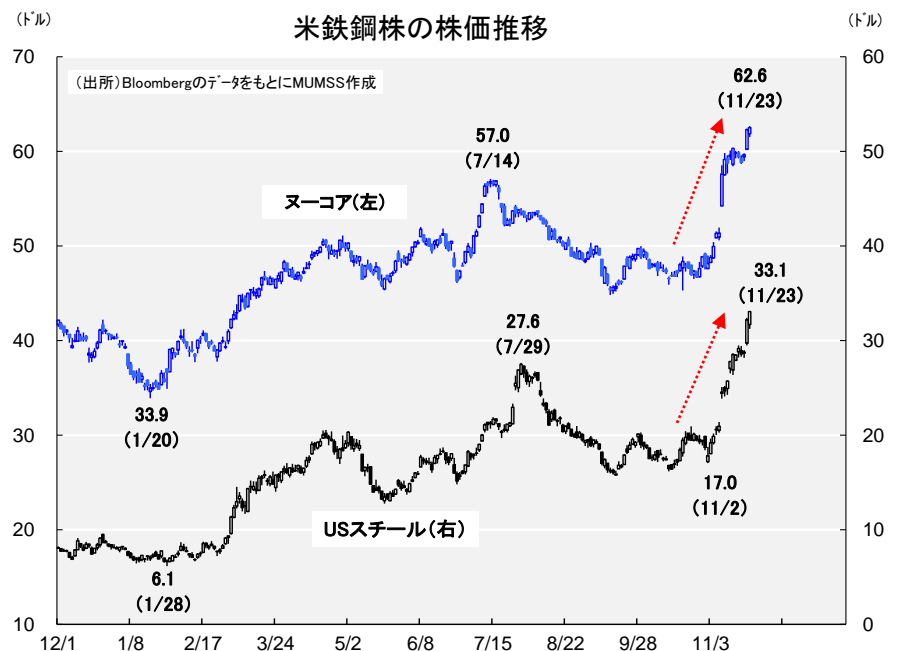
巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

ストラテジー

USスチールの株価大化けが示唆するもの

トランプ保護主義への期待を反映して、USスチールの株価は、1/28安値6.1ドルから11/23高値33.1ドルまで5倍以上の大化けだ。直近11/2の安値17.0ドルからでも約2倍の短期急騰である。電炉大手のニューコアの株価も、1/20安値33.9ドルが11/23高値62.6ドルと約2倍の上昇だ(グラフ9)。USスチールの7~9月期決算は、調整後EPS(一株当り利益)が0.4ドルで事前予想の0.84ドルを下回った。2016年の通期見通しも、当初の0.5億ドルの黒字から▲3.3億ドルの赤字に下方修正された。したがって、当然ながらPERは算出されない。USスチールの信用リスクを表すCDS(クレジット・デフォルト・スワップ)スプレッドは、昨年11/30に4,247ベース・ポイント(bp)と破綻寸前の状況であった。今年11/23では487 bpにまで改善しているが、依然として脆弱な財務体質であることには変わりはない。兜町流に言えば、典型的なボロ株である。そのボロ株が、トランプ保護政策に期待して5倍の大化けを演じているのだ。これが「トランプ相場」である。

(グラフ9)
急騰を演じた米鉄鋼株



豹変したフォード~メキシコ移転計画はなかった

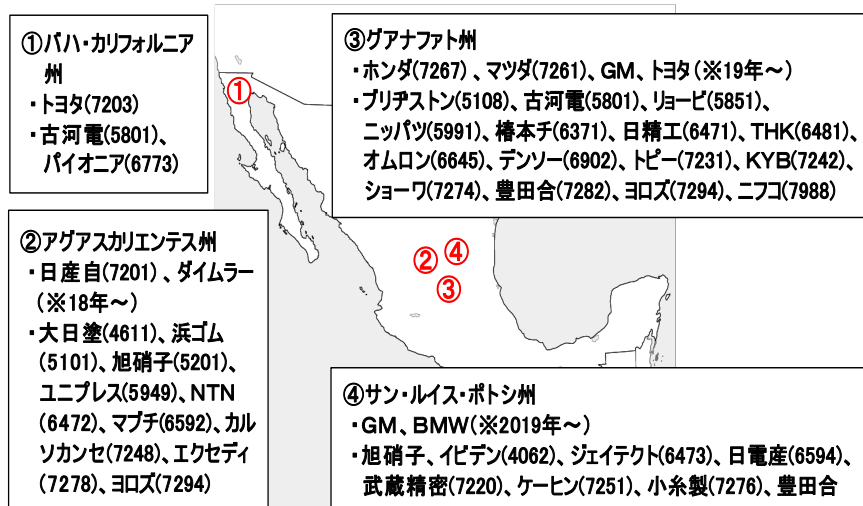
羅列の二番目に登場した自動車も、典型的な重厚長大産業である。フォードはケンタッキー州ルイビルで、SUV「リンカーンMKC」と「フォード・エスケープ」を製造しているが、メキシコへの生産移転観測が流れていた。これに対して、選挙期間中から、トランプ次期大統領は、米国内に留まるように主張してきた。「彼らがメキシコに行ったら、NAFTA(北米自由貿易協定)を廃止して35%の関税をかけてやる」と怪気炎を上げていたのだ。ところがトランプ当選となると、フォードサイドは、「そもそもメキシコ移転計画はなかった。SUVの生産をケンタッキー州に留める方針をトランプ氏に伝えた」と豹変した。トランプ次期大統領も、「ビル・フォード会長から電話をもらい、ケンタッキー州のリンカーン工場を維持し、メキシコには移さないと報告を受けたところだ」とツイッターへ投稿している。このドタバタ劇が象徴的だが、おそらく自動車メーカーは米国内での生産にシフトせざるを得なくなるだろう。実際、メキシコに35%の関税をかけるか否かは不明だが、一連の行動を見るとその

ストラテジー

可能性は否定できない。既に、日本で大騒動したTPP(環太平洋戦略的経済連携協定)は、「就任初日に脱退を通告する」ことを表明している。「安いメキシコの労働力を利用し、NAFTAによる関税ゼロを活かして米国に輸出する」というビジネス・モデルが、メキシコを日・米・独の自動車メーカーの一大生産拠点に押し上げた(図1)。しかし、NAFTA否定となると、確実に自動車の生産コストは上昇することになる。ピークアウト感が台頭している米自動車販売の状況で値上げとなれば、自動車メーカーのダメージはもちろんだが、最終的に米消費者の不満が増大するものと思われる。米ユニテッド・テクノロジー傘下の空調機器メーカーであるキャリアのメキシコ移転も、同様に潰されつつある。グローバル分業化は世界的な潮流であり、まさに逆行する政策である。

(図1)
日本の自動車関連企業にとって
メキシコは一大生産拠点に

完成車メーカーおよび日本の自動車部品メーカーのメキシコ生産拠点の例



*地図上の○数字は州の概ねの位置を示す。 出所:JETROおよび発行会社資料をもとにMUMSS作成

「MADE IN USA」のiPhoneは高コスト

ニューヨーク・タイムズによると、トランプ次期大統領は、「アップルのティム・クックCEOにも、雇用を増やすために米国内での製造を要請した」とのことだ。「大規模な減税や規制緩和で支援する」ことも同時に表明している。この件に関しては、米シラキュース大学のジェイソン・デドリック教授が興味深いシミュレーションを発表している。

① iPhoneの組み立てを米国で行う場合・・・コストが30～40ドル上昇。

② タッチパネル・半導体等の製造も米国で行う場合・・・さらに30～40ドル上昇し、最終製品価格で約100ドル上昇する。

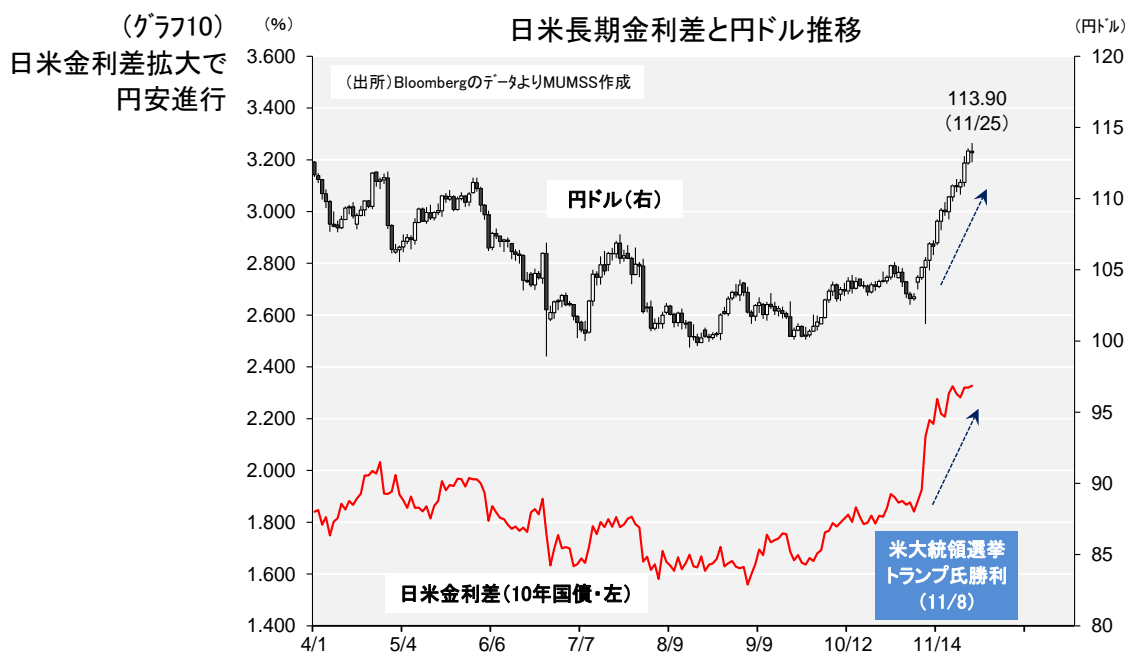
結局、鉄鋼や自動車と同様に値上げは必至であり、それを米消費者が被ることになる。もしそうなれば、ただでさえ翳りが見えるiPhoneの販売は低迷し、OPPOやファーウェイといった中国製や、サムスンに蚕食されることになろう。関税・非関税障壁の構築で済む単純な話ではないのだ。

インパクトとモメンタムのテーマ相場が継続

足下の為替相場では、「一日一円」の円安が進行し、専門家の反省が繰り返されている。①大規模なインフラ投資、②大幅減税、③「ドッド・フランク法」の廃止に象徴される規制緩和を囀して、円安・株高の流れが継続中だ。今のマーケットは、一種のテーマ相場を形成している。2000年ITバブル

ストラテジー

相場や2008年洞爺湖サミット前後の環境関連株相場と同様だ。インパクト(衝撃)とモメンタム(勢い)の相場である。「①～③政策の実現は必至→米長期金利上昇→金利・景況感格差からの円安→企業業績の好転→株高」(グラフ10)との構図で、トランポノミクスの実現と効果に一点の疑念も抱いていない。回復基調にある米国で、大胆な景気刺激策を發動すれば、期待インフレ率は上昇し、長短金利の上昇も必然となる。債券投資家にとっては、歴史に残る夏のマイナス金利と、秋の急落を短期間で経験することになった。また、オバマ政権が既に機能停止状態で、1ドル=100円割れの円高に対しても、「秩序だった動き。為替介入不可」との姿勢を鮮明にしていたルー財務長官は、このドル高に沈黙を守ったままだ。たぶん、次の就職活動で忙しいのだろう。トランプ政権の閣僚も、正式発足にはまだ時間があり、一種の政治的空白状態が訪れている。ICEのドル実効レートは、2003年以来のドル高水準である(グラフ11)。皮肉なことに、トランプ大統領誕生で一番ダメージを受けているのは、米輸出企業、製造業なのである。ヘッジファンドにすれば天与の好機だ。「行けるところまで行く」、「ヤれる所までヤル」つもりだろう。どこかのタイミングで、トランプサイドからドル高牽制発言が出る可能性はあるが、それまでは需給相場が続くことになろう。

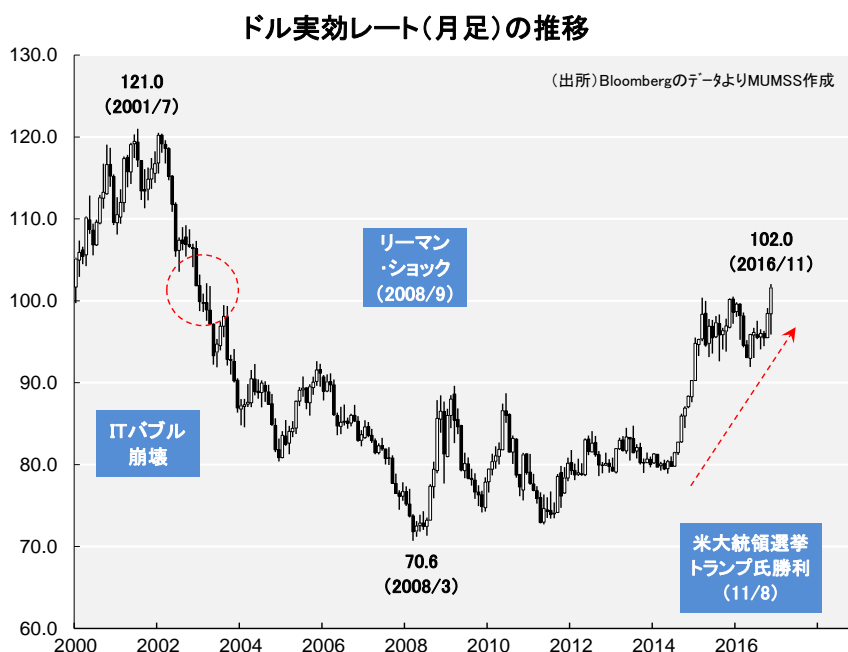


やがて訪れる「現実の壁」に備える

しかしながら、上記①、③は実現性が危ぶまれるか、多大な時間を要することを先週号で詳述した。しかも、その後の報道でも、まるでUSAの周囲に「万里の関税障壁」を築くような保護貿易主義が目立つ。女性を登用してソフト化路線を見せているが、あまりに選挙公約が形骸化すれば、支持者が黙っていないだろう。遅かれ早かれ、いずれ投資家はトランポノミクスの「現実の壁」に直面せざるを得ない。その時までには、腕に覚えのある投資家は、トランプ・ビッグ・ウェイブに乗るのも良い。だが、一方では、醒めた視線を持つことも必要である。USスチールは、さらに上昇するのか。破綻した石炭大手ピーボディ・エナジーの株価は、安値0.5ドルから20倍化しているが、さら

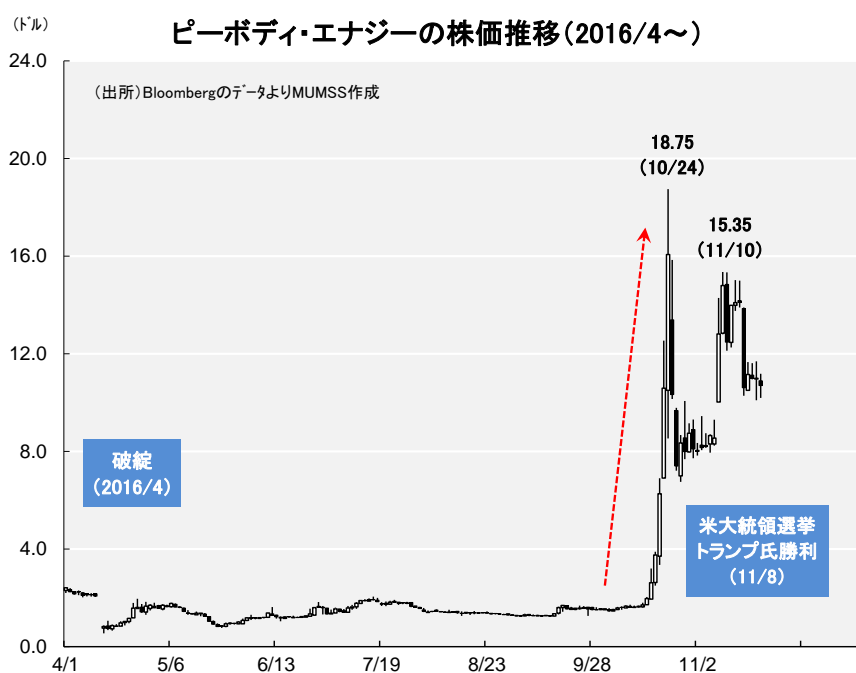
ストラテジー

(グラフ11)
2003年以來の高値となった
ドル実効レート



に躍るのか(グラフ12)。フォードのメキシコ工場はどうなるのか。「MADE IN USA」のiPhoneは誕生するのか。もし、ポジティブに答えられるのなら、依然パーティに参加してダンスに興じてもいい。しかし、疑念を持つのなら、やがて訪れる「現実の壁」に備えておくことも必要である。少なくとも、バリュエーションやロジックで説明できる業種・銘柄にシフトしておくべきであろう。インパクトとモメンタムの相場の変転は、突然に起こる。

(グラフ12) (ドル)
破綻した石炭大手
株価が20倍に



藤戸 則弘
投資情報部長

巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

【重要な注意事項】

(本資料使用上の留意点について)

- 本資料は当社が信頼できると考える情報ベンダーから取得したデータをもとに作成されておりますが、機械作業上データに誤りが発生する可能性があります。当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示したすべての内容は、当社の現時点での判断を示しているに過ぎません。本資料は、お客様への情報提供のみを目的としたものであり、特定の有価証券の売買あるいは特定の証券取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料にて言及されている投資やサービスはお客様に適切なものであるとは限りません。また、投資等に関するアドバイスを含んでおりません。当社は、本資料の論旨と一致しない他のレポートを発行している、或いは今後発行する可能性があります。本資料でインターネットのアドレス等を記載している場合がありますが、当社自身のアドレスが記載されている場合を除き、アドレス等の内容について当社は一切責任を負いません。本資料の利用に際してはお客様御自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。

(利益相反情報について)

- 当社および関係会社の役職員は、本資料に記載された証券について、ポジションを保有している場合があります。当社および関係会社は、本資料に記載された証券、同証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買または売りのポジションを有している場合があります、今後自己勘定で売買を行うことがあります。また、当社および関係会社は、本資料に記載された会社に対して、引受等の投資銀行業務、その他サービスを提供し、かつ同サービスの勧誘を行う場合があります。
- 当社の役員(会社法に規定する取締役、執行役、監査役又はこれらに準ずる者をいう。)が、以下の会社の役員を兼任しております。:三菱UFJフィナンシャル・グループ、カブドットコム証券、三菱倉庫

(外国株に関する注意事項について)

- 外国株式に関する資料は、Form 10-K 等当該外国法に基づく「有価証券報告書」と同等の公的書類、年次報告書(Annual Report)、四半期報告書、アーニングリリース等の会社発表による公開情報をもとに作成しております。当社によるレーティング、投資判断、業績予想等は含みません。また、データの取得・入力時期の違い等により、本資料と外国証券情報の数値等が異なる場合があります。
- 本資料で取り上げられている外国証券は、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示は行われておりません(金融商品取引法上の情報開示銘柄を除く)。当該外国証券の開示情報は、主要取引所の所在する国の開示基準に基づいています。

(リスク情報について)

- 日本および外国の株式・債券への投資は、株価の変動や、発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化、金利・為替の変動等により、投資元本を割り込むリスクがあります。**

(手数料について)

- 国内株式の売買取引には、約定代金に対し最大1.404%(税込)の売買手数料をいただきます(ただし約定代金が193,000円以下の場合には最大2,700円(税込))。株式は、株価の変動等により、損失が生じるおそれがあります。
- 外国株式の売買取引には、現地委託手数料と国内取次手数料の両方がかかります。現地委託手数料等は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。詳細はお取引のある部店までお問合せください。国内取次手数料は、約定代金に対して最大1.080%(税込)の手数料が必要となります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。
- 非上場債券(国債、地方債、政府保証債、社債)を当社が相手方となりお買付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

(著作権について)

- 本資料は当社の著作物であり、著作権法により保護されております。当社の事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

Copyright 2016 Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co.,Ltd. All rights reserved.

〒100-8127 東京都千代田区大手町一丁目9番2号 大手町フィナンシャルシティ グランキューブ

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 投資情報部

(商号等) 三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2336号

(加入協会) 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

三菱UFJモルガン・スタンレー証券

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社

投資情報部

東京都千代田区大手町 1-9-2

大手町フィナンシャルシティ グランキューブ