

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 September 23

1. **How Opioid Lawsuits Could Hurt Investors** オピオイド中毒問題→ P.2 【オピオイド】
オピオイド訴訟は投資家にどのような悪影響を及ぼすか
2. **What the Saudi Attacks Mean for Energy Investors** 石油施設攻撃→ P.7 【エネルギー投資】
エネルギー投資家にとってのサウジアラビアの石油施設攻撃の意味
3. **This IPO is the Real Deal** もっと注目すべき IPO 銘柄→ P.11 【ザ・リアルリアル】
高級品の中古販売マーケット運営企業は、株価低迷から上昇に転じるか
4. **Seven Growth Stocks in Risky Times** 市場は方向性を決めかねている→ P.13 【銘柄選定】
リスクが高い時にふさわしい七つの成長株
5. **Kellogg and 5 Other Staples Stocks** 配当が魅力の生活必需品株→ P.16 【インカム投資】
安定した配当に加え、若干の成長も見込む
6. **In Defense of SoftBank and Masayoshi Son** 今が買い時→ P.19 【ソフトバンクグループ】
ベンチャー投資先の IPO 延期と株価下落が痛手だが、長期的には持ち直す可能性がある
7. **The Trader** 明確な材料がない中、週間ベースで反落→ P.21 【米国株式市場】
短期金融市場の混乱は、大きな懸念材料にはならないと思われる
8. **Up and Down Wall Street** 何をしても非難される FRB→ P.23 【コラム】
大統領と景気の板挟み ウォーレン上院議員の台頭
9. **The Rush Is On to Buy TV Streaming Rights** 配信権の巨額買収続く→ P.26 【動画配信業界】
真の勝者は動画配信権の売り手の方か
10. **Preview** 今週の予定→ P.27 【経済関連スケジュール】
逆風の中でも好調なナイキ、米中貿易摩擦の影響も限定的とみられる

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

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

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. How Opioid Lawsuits Could Hurt Investors オピオイド中毒問題 オピオイド訴訟は投資家にどのような悪影響を及ぼすか

【オピオイド】

■ 業界の支払総額は最大 1500 億ドルとの予想も

ケシから医療用麻薬「オピオイド」が製造され、消費者に処方されるまでには、さまざまな企業が関わっている。米国の地方自治体と連邦政府は、オピオイド中毒による危機の代償をヘルスケア企業に支払わせようとしている。投資家にとっては不安な時期だ。

企業はオピオイドを鎮痛剤として合法に製造、出荷および販売してきた。こうした企業は、合法に製造・販売された医薬品の乱用には責任がないと主張しているが、既に多数の訴訟が提起されている。訴訟によって、一部の上場企業の株価は急落し、非上場企業の製薬会社パーデュー・ファーマは破産に追い込まれた。現在、これらの訴訟は最高潮に達しつつある。



エール大学のアップ・グラック教授は、「主な当事者のほとんどは和解を望んでいる」と話す。パーデューの破産につながった和解を含む数件を除き、大多数の企業にとって最終的な解決は遠い。数週間以内に、数千件の訴訟の方向性を定める代表的な訴訟が始まる予定だ。同教授は「被告側が和解するには、損害賠償の総額がどの程度になるか、ある程度予想できるメカニズムが必要だ」と指摘する。

ウォール街のアナリストは、ヘルスケア業界の支払総額を最大で 1500 億ドルと予想する。パーデューは破産申し立て書類で、今年は法務費用および手数料に毎週 200 万ドルを費やす予定だと述べた。最終的な費用は不明だが、訴訟の長期的な影響によって業界は再編されつつある。投資家は、医薬品サプライチェーン全体へのエクスポージャーを見直すべきだ。

2011 年、エイドリアン・アバーテ氏が運営する非営利組織は、ニューヨーク市スタテンアイランド区の若者による処方薬の乱用率が、同市の他の地区よりも高い理由を解明しようとした。その結果、若者が薬物を違法購入している相手は、裏通りの売人ではなく、保険に加入して大量の医薬品を処方されている障害者の人々であることが明らかとなった。非営利組織のジャズミン・リベラ氏は、「医師は危険を知らず、こうした医薬品を広めた」と語る。

連邦麻薬取締局のデータをワシントン・ポストが分析した結果によれば、スタテンアイランド区の薬局は、2006 年から 2012 年にかけて、オピオイド系医薬品のオキシコドンとヒドロコドンを 1 億 1000 万錠（住民 1 人当たり年間 33 錠に相当）購入していた。2014 年、同区において、オピオイド関連医薬品の過剰摂取による死亡率は住民 10 万人に対して 18.2 人だった。2017 年にはこの割合が 24.8 人となった。アバーテ氏は、この危機は「企業が招いた病だ」と語る。

■ 訴訟が複雑なため大規模和解は困難

弁護士のパール・ハンリー・ジュニア氏は、オピオイド広域係属訴訟の原告側の調整を行う 3 人の弁護士の 1 人である。広域係属訴訟では、地方自治体が製薬会社、流通会社および薬局に対して提起した 2000 件以上の個別訴訟をまとめている。同氏は弁護士になってから数十年間、アスベストメーカーの弁護に携わってきた。オピオイド訴訟では逆の役割を果たすことになる。

ハンリー氏は、企業が代償を支払うことを望んでいるが、破産までは求めていない。同氏は「破産は物事を複雑化させる」と言う。パーデューの破産は広域係属訴訟で決まったが、同氏は債務超過の企業が増えることは望まない。企業が破産すると訴訟は停止され、破産裁判所に所管が移る。その場合、ハンリー氏は他の

債権者と争わなければならない。

ハンリー氏が望むのは、ほぼ全ての原告を巻き込んで、被告から将来請求を受ける恐れがなくなるような大規模な和解を締結することだ。こうした合意がまとまれば、3~4 年で訴訟は解決する可能性があるという。同氏は被告が原告に支払うことができる金額について、1998 年にたばこ会社が司法当局に支払った 2000 億ドル超を下回るとみている。

しかし、大規模な和解に達するのは難しい。ハンリー氏は、市や郡の代理人である弁護士は和解を望んでいるが、一部の州司法長官は被告を破滅させたいと考えていると語る。彼らの一部は、有権者に対して、悪者を倒したことをアピールしたいのだという。グラック教授は「大衆は正義と復讐（ふくしゅう）を求める。裁判は時にそれを満たしてくれる。州の司法長官は、その場に立ちたいと考えることがある」と語る。

オピオイド訴訟において重要なイベントは、クリーブランドの連邦地裁で実施される広域係属訴訟である。同訴訟を担当するダン・ポルスター判事は、担当が決まった約 2 年前から和解を求めてきた。ケース・ウェスタン・リザーブ大学のアンドリュー・ポリス教授によれば、ポルスター判事は和解を目指す傾向が非常に強く、本件では特にそれが顕著である。

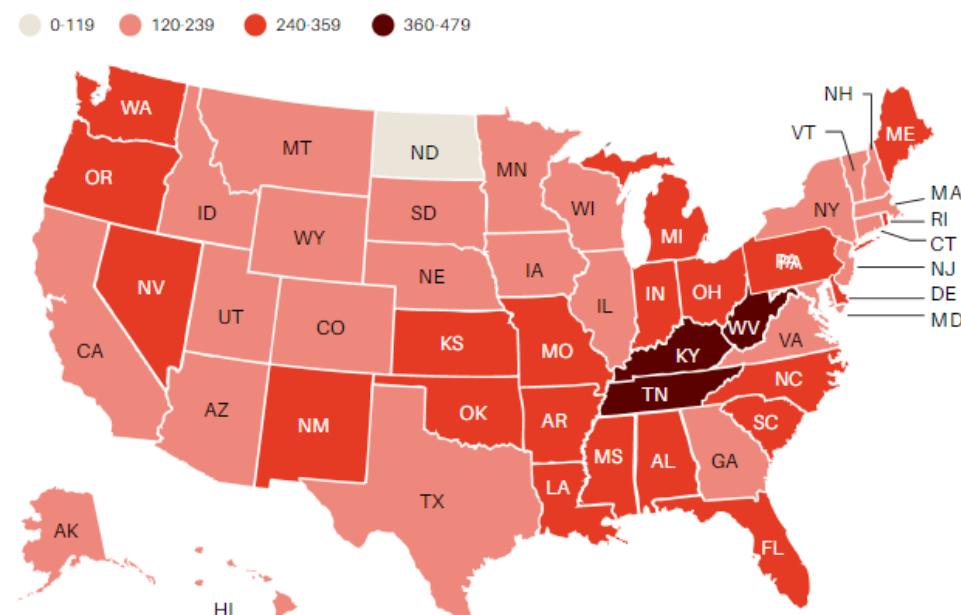
判事が要求しているならば、和解の可能性は高いと考える向きもあるかもしれない。しかし、これはオピオイド訴訟の複雑性の証である。ロヨラ法科大学院のアダム・ジンマーマン教授は、「オピオイド訴訟は、たばこ訴訟よりもはるかに複雑だ」と語る。たばこ訴訟の和解には、ほとんどの州司法長官と、たばこ業界のみが関わっていた。だが、オピオイド訴訟では、地方自治体がたばこ訴訟による和解金の分配に不満を抱いたことなどにより、市や郡が三つの異なる業界で 10 社以上のオピオイド関連企業を提訴している。被告が多様であるため、たばこ訴訟のように全ての原告と被告を巻き込んだ大規模和解は困難だ。

ニューヨーク州とテキサス州では州レベルの共同訴訟が別個に進行中で、さらに複数の州司法長官が他の訴訟を提起している。これらの司法長官は、広域係属訴訟に参加しておらず、場合によっては広域係属訴訟の妨害すら行っている。オハイオ州司法長官は、州の主権を侵害したとして、ポルスター判事による広域係属訴訟の審理をやめさせるよう連邦控訴裁判所に求めた。

こうした背景の中、和解交渉は進められている。パーデューとそのオーナーは最近、広域係属訴訟の原告および一部の州司法長官と、

Pain Pills, U.S.A

Drug companies distributed 76 billion oxycodone and hydrocodone pills across the U.S. between 2006 and 2012, according to an analysis of a Drug Enforcement Administration database by the Washington Post. Here are the number of pills per resident distributed to each state during that period.



Note: Based on July 2019 population estimates
Sources: The Washington Post; Wikipedia

破産を申し立てることで合意した。合意の 1 週間前、ハンリー氏は「ニューヨーク、マサチューセッツ、コネティカットといった大きな州とパーデューが合意できれば、将来の和解にとって非常に幸先が良い」と語っていた。

しかし、これらの州は合意に参加せず、大規模和解の見通しには疑問が生じている。今のところ、特に有力な州司法長官は、より大きな取り分を求めているようだ。9 月中旬の破産審理で、ニューヨーク州司法長官の代理人は、パーデューのオーナーから合意額よりも多額の支払いを求めると述べた。現在、主要な訴訟はニューヨークとクリーブランドの他に、全米各地でも実施されている。ポルスター判事は 8 月の審理で、「今回のオピオイド訴訟ほど、無数の訴訟が米国で提起されたことはないだろう」と述べている。

■ 資金不足のジェネリック医薬品会社

被告にしてみれば、訴訟は責任追及の相手を間違っている。製薬・医療機器大手ジョンソン・エンド・ジョンソン（J&J、ティッカーは JNJ）は、同社が責任を持って自社ブランドのオピオイド医薬品を販売したと述べた。同社のオピオイド医薬品は、米国で処方されたオピオイド全体の 1% に満たないという。

ドラッグストアチェーン大手 CVS ヘルス（CVS）の広報担当者は、薬局はオピオイド処方薬の需要を生み出していないと主張した。同氏は「薬局では、米食品医薬品局（FDA）が承認した医薬品を、医師免許を持つ医師が書いた処方箋に基づいて処方している。オピオイド処方薬が正当な目的によるものであることには、医師が第一義的な責任を負うべきだ」としている。

医薬品流通会社カーディナル・ヘルス（CAH）は、サプライチェーンにおいて流通会社が果たす役割は小さく、訴訟では自社を守ると述べた。ジェネリック医薬品（後発医薬品）会社テバ・ファーマシューティカルズ・インダストリーズ（TEVA）のカーレ・シュルツ最高経営責任者（CEO）は 8 月、「オピオイドの蔓延（まんえん）をもたらし、その責任を負うべき企業はジェネリック医薬品会社だというならば、それは問題を単純化し過ぎている」と語った。

一連の訴訟が提起されてから 2 年を経て、多くの被告は和解の用意があるように見える。問題は、ジェネリック医薬品会社をはじめとする多くの被告企業に資金があまり残っていないことだ。オピオイド訴訟は、ジェネリック医薬品会社にとってタイミングが悪かった。近年、これらの企業の多くは熱狂的に買収に取り組んでいたのである。テバは 2011 年に同業のセファロンを 68 億ドルで、2016 年にアラガン（AGN）傘下のアクタビス・ジェネリクスを 405 億ドルで買収している。ジェフリーズのアナリストであるデービッド・スタインバーグ氏は、アクタビスの買収について、「過去 10 年で最悪の買収の一つだろう」と語った。

さらに悪いことに、こうした買収は、業界全体による既存医薬品の値上げと同時期に行われたため、一部で世間の怒りを招いた。その結果、これらの企業は多額の債務を背負い、世論の同情は失われた。テバの純負債／EBITDA 倍率（純負債と利払い・税引き・償却前利益の比率）は 6.3 倍で、S&P500 指数の構成銘柄であるヘルスケア企業全体の 1.4 倍を大幅に上回る。同業のエンドー・インターナショナル（ENDP）とマリノクロット（MNK）は、それぞれ 5.4 倍と 4.6 倍である。スタインバーグ氏は、「これらの企業が買収をしていなければ、社内で生み出したキャッシュで罰金を支払えただろう」と指摘する。

■ オピオイド訴訟後の見通し

その他の企業は、和解金を支払うのに比較的十分な資金を保有している。ハンリー氏によれば、製造業者、流通会社、薬局の被告 3 者は、危機に対して同等に責任を負っているが、支払額は同一に



ならないとみられる。カーディナル・ヘルスは、ハンリー氏が提案した枠組みに反対している。同社は「いかなる解決の枠組みも、支払い能力ではなく責任に焦点を当てるべきだ」と述べている。

J&J の支払額は、かつての子会社が生産した原材料から製造されたオピオイドについて責任を負うかどうかにより大きく左右される。8 月、モルガン・スタンレーのアナリストであるデービッド・ライジンガー氏は、原材料に責任を負わない場合の支払額を 59 億ドル、部分的に責任を負う場合の支払額を 166 億ドルと推定した。CVS などの薬局は、訴訟をめぐる議論における比重が小さい。ライジンガー氏の基本シナリオでは、同社は 6 億ドルの賠償責任を負う。

上記の結果、多くの企業が新たな債務を負い、オピオイドの監視と販売に関する新協定が締結される可能性がある。これにより、関連業界に影響が及ぶかもしれない。例えば、米国の医薬品流通業界は 3 社による独占が続いてきたが、アマゾン・ドット・コム (AMZN) が破壊的変革をもたらすという懸念が生じている。モルガン・スタンレーのアナリストであるリッキー・ゴールドワッサー氏は、オピオイド訴訟の和解が、アマゾンに参入機会を与える可能性がある」と指摘した。同氏は「和解の副産物として流通業者への規制が強化された場合、事業コストが上昇し、アマゾンのような第 4 の企業が参入しやすくなる」と主張する。

ジェネリック医薬品会社にとって、オピオイド訴訟後の見通しは流通会社よりも大幅に厳しい。SVB リーリングのアナリストであるアミ・ファディア氏は、「今後数年にわたり、支払いによってキャッシュフローの用途が縛られる可能性は十分にある」と指摘する。さらに、長年にわたってセクターの主要な収入源だった低分子ジェネリック医薬品の機会が枯渇しつつあり、各社は新分野の投資先を模索している。

ファディア氏は、被告側のジェネリック医薬品会社の中で最も足かせが少ないのはマイラン (MYL) だと言う。同氏は「同社

How Much Might They Pay?

Morgan Stanley analysts led by David Risinger in August estimated the potential legal liabilities stemming from opioid lawsuits for a number of pharmaceutical companies, drug distributors, and pharmacy chains.

Company / Ticker	Recent Price	3-Yr Price Change	Market Value (bil)	Estimated Opioid Liability (bil)
Manufacturers				
Johnson & Johnson / JNJ	\$130.71	11%	\$345.0	\$5.9
Teva Pharmaceutical Industries / TEVA	7.67	-85	8.9	4.7
Endo International / ENDP	3.59	-82	0.8	4.4
Mallinckrodt / MNK	2.45	-97	0.2	2.4
Abbott Laboratories / ABT	83.60	100	147.8	0.9
Amneal Pharmaceuticals AMRX	3.21	-88	1.0	0.4
Mylan / MYL	21.18	-49	10.9	0.3
Distributors				
McKesson / MCK	\$147.23	-11%	27.2	\$10.9
Cardinal Health / CAH	48.30	-37	14.4	8.2
AmerisourceBergen / ABC	85.13	2	17.7	6.9
Pharmacies				
Walgreens Boots Alliance / WBA	\$54.79	-32%	49.5	\$1.4
CVS Health / CVS	63.89	-28	83.1	0.6

Bloomberg; Morgan Stanley

はバランスシートを活用して成長資産に投資できる最高の地位にある。レバレッジ比率は比較的堅実で、オピオイド訴訟による支払いで資金難に陥る可能性が小さい」と語る。

スタテンアイランド区の非営利組織は、和解金を獲得して、地域の一体化を促す予防プログラムの資金に充てることを望んでいる。アバーテ氏は和解が十分な結果をもたらすとは考えていない。同氏は「これが氷山の一角であり、実際の費用を反映していないのではないかと懸念している。正しい方向への一歩ではあるが、十分ではない」と語る。

Frail Generics

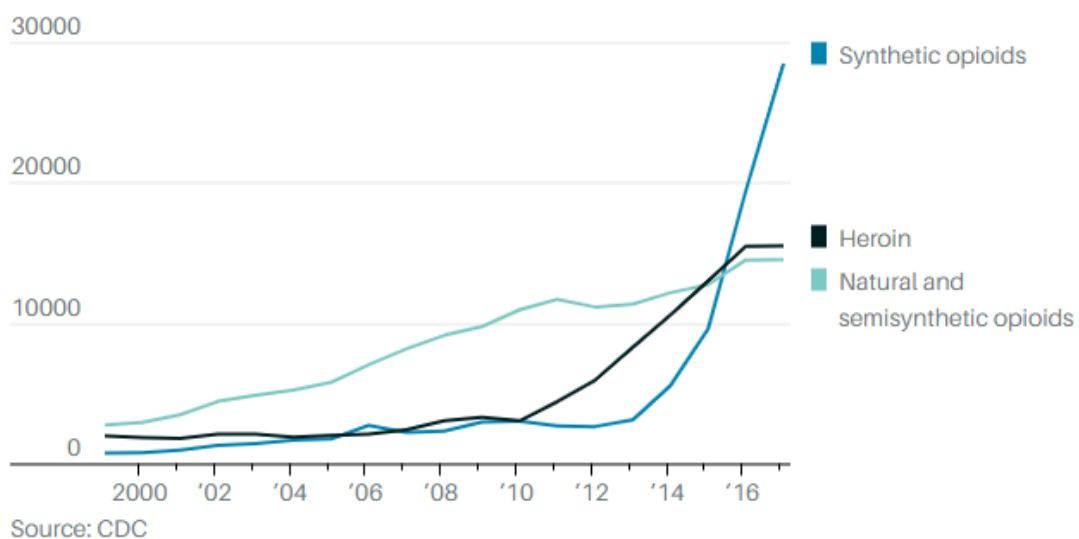
Some generic drugmakers with exposure to opioid litigation carry heavy debt loads. Here are their ratios of net debt to earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization.

Company / Ticker	Net Debt/ Ebitda
Amneal Pharmaceuticals / AMRX	8.4
Teva Pharmaceutical Industries / TEVA	6.3
Endo International / ENDP	5.4
Mallinckrodt / MNK	4.6
Mylan / MYL	4.2
S&P 500 Health Care Sector	1.4

FactSet

A Rise in Overdose Deaths

Deaths from natural and semisynthetic opioids, like oxycodone, have increased gradually in the last decade, surpassed in recent years by heroin and synthetic opioids, like fentanyl.



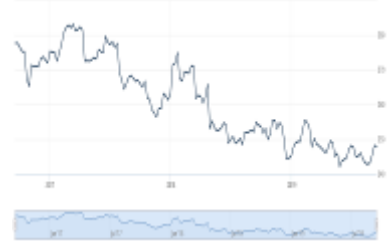
Johnson & Johnson (JNJ)



CVS Health Corp. (CVS)



Cardinal Health Inc. (CAH)



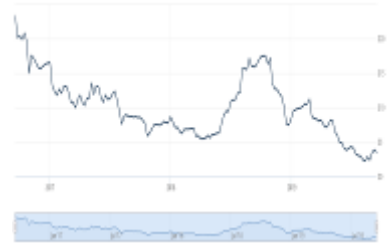
Teva Pharmaceutical Industries Ltd. ADR (TEVA)



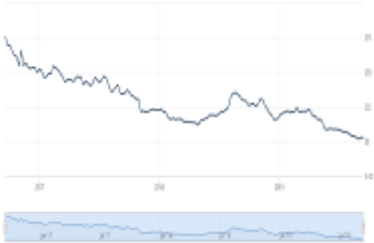
Allergan PLC (AGN)



Endo International PLC (ENDP)



Mallinckrodt PLC (MNK)



Amazon.com Inc. (AMZN)



Mylan N.V. (MYL)



チャートは3年

By JOSH NATHAN-KAZIS
(Source: Dow Jones)

2. What the Saudi Attacks Mean for Energy Investors 石油施設攻撃 【エネルギー投資】 エネルギー投資家にとってのサウジアラビアの石油施設攻撃の意味

■ サウジアラビアの石油施設攻撃を受けての市場の動き

9 月 14 日に起きたサウジアラビアの石油施設への攻撃直後、投資家やアナリストの間ではブラックスワンという言葉が飛び交った。事前にほとんど予想できないが一度起きると衝撃が大きい事象と思われたわけだが、週の半ばになると、スワン（白鳥）というよりは公園にいる普通のアヒルのように見え始めた。

攻撃は巡航ミサイルとドローンを使用したもので、サウジアラビアの現在の生産能力の約 60% 程度を破壊した。歴史上最大の破壊の結果、16 日の月曜日



のブレント原油先物は15%上昇し、原油価格への依存度の高い銘柄の株価は20%もの大幅な上昇となった。ところが週半ばになると、原油先物期近物は攻撃前の水準より数ドル高い程度に戻り、2020年9月限月の先物価格はほぼ完全に上昇前の水準に戻った。月曜日の上昇を追いかけた投資家は、翌日サウジアラビアが9月末までに生産量を回復できると発表したため痛い目に遭った。回復の日程が楽観的過ぎるとしても、世界の石油備蓄は非常に多く、大きな混乱が起きることはなさそうだ。ヒューストンを本拠とする株式調査会社、ヘイッキネン・エナジー・アドバイザーズの最高経営責任者（CEO）のデービッド・ヘイッキネン氏は、「原油価格が高止まりしなかったことこそ最大のサプライズだ」と述べている。

今回の攻撃とその後の展開からの教訓としては、新型の攻撃に対して石油インフラが脆弱（ぜいじゃく）であることが判明し、長期的な石油価格は新たな地政学的リスクを織り込み3〜5ドル上昇する見込みだが、市場の取引パターンが変わるにはもっと根本的な変化が必要なようだ。ブレント原油価格は前年を18%下回る水準にあり、来年は消費を上回る供給が見込まれる。国際エネルギー機関（IEA）によると、各国政府の石油備蓄は世界需要の15日分に相当する。さらに、企業が保有する在庫は30日分ある。米国とロシアはそれぞれサウジアラビアを上回る原油を生産している。

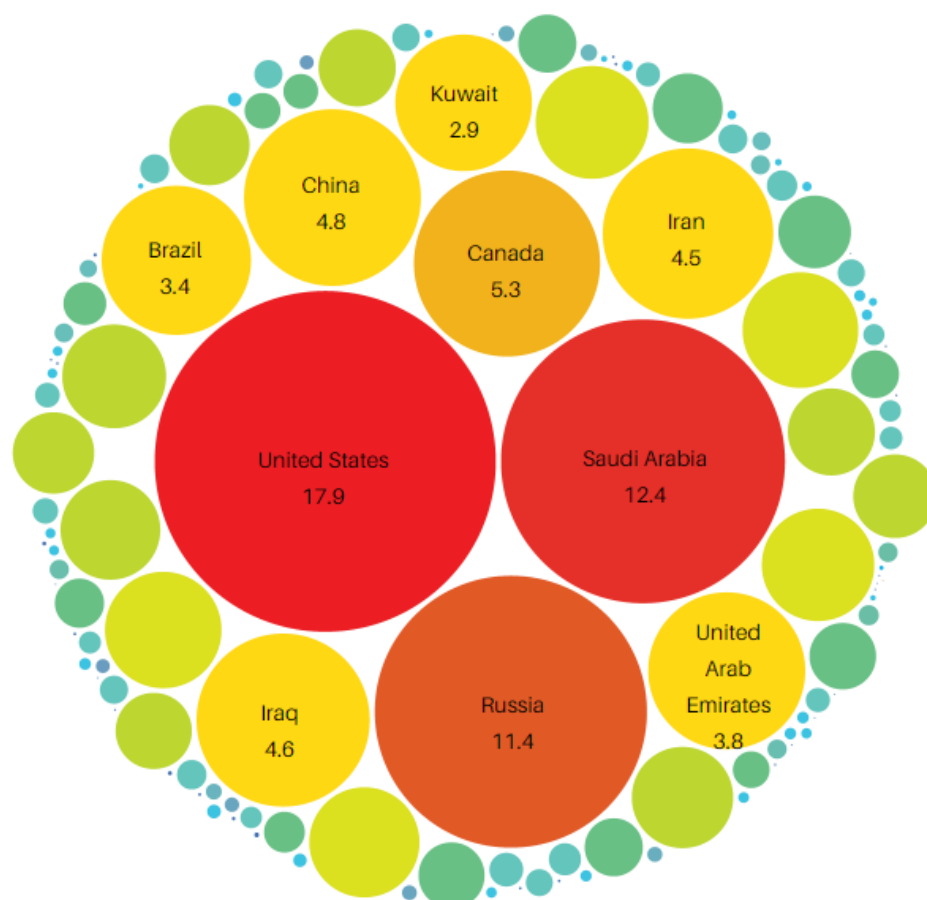
投資家はおおむね、攻撃前と同じような銘柄を選好している。すなわち、レバレッジが低く、手厚い株主還元方針を持つ銘柄だ。この基準に合致しない銘柄は依然としてリスクが高過ぎると見られている。この1週間の出来事は原油価格や株価の長期的な弱気パターンの中のほんの一時的な上昇のように思われる。エネルギー関連銘柄がS&P500指数の時価総額に占める割合は5%未満で、少なくとも40年間で最低の水準にある。

ニューオーリンズを本拠とするヘッジファンドのタイトライン・キャピタルのポートフォリオマネジャー、ジョン・セルサー氏は、「以前ならエネルギー投資家は弱気相場でも強気相場でもエネルギー関連銘柄に固執していたものだが、今や投資家は今後コモディティ価格が下落すると考えている。循環的というより長期的な下落局面に入っている」と述べる。ヘイッキネン氏は、攻撃後の荒々しい市場の動きが引き続き一般投資家をエネルギー関

Balance of Oil Power

The U.S., Russia, and Saudi Arabia are the dominant energy producers in the world.

Total global petroleum and other liquids production* (millions of barrels/day)



Note: *Oil includes crude oil, all other petroleum liquids, and biofuels.

Source: U.S. Energy Information Administration

連銘柄から遠ざけると予想している。

■ 短期的トレードのアイデア

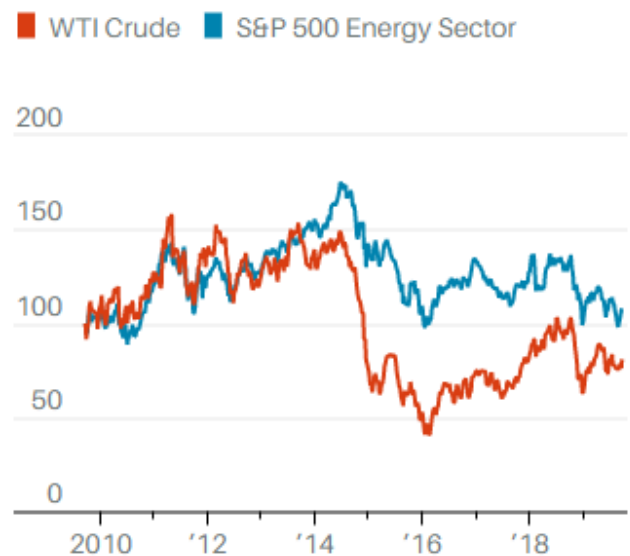
ヘイッキネン氏は、原油価格急騰を受けて、総合石油会社のオクシデンタル・ペトロリウム (OXY) をロングし、エクソンモービル (XOM) をショートするよう推奨した。同氏の仮説は、衝撃が起きた時はレバレッジの高い石油企業が低い企業をアウトパフォームするというものだった。このような現象は見られたものの、わずか 1 日のことだった。さらに、センチニアル・リソース・ディベロップメント (CDEV) も推奨した。将来の価格変動に対するヘッジを行っておらず、原油価格の影響度がヘッジ済みの企業よりも大きいからだ。また、シェールオイルを生産するダイヤモンドバック・エナジー (FANG) も同じくヘッジの比率が低い。「平均回帰で上昇余地があるアンダーパフォーム中の銘柄を探しており、ヘッジなしの場合は、現金へのエクスポージャーがより高い」と同氏は述べる。週半ばの時点でのトレードの結果はまちまちだったと同氏は認めている。木曜日までに、攻撃前と比したダイヤモンドバックの上昇率は 1%未満になっていた。エクソンとオクシデンタルについても方向は正しかったものの、それぞれ 1%未満の下落と 2%未満の上昇にとどまった。

■ 長期的テーマを志向する

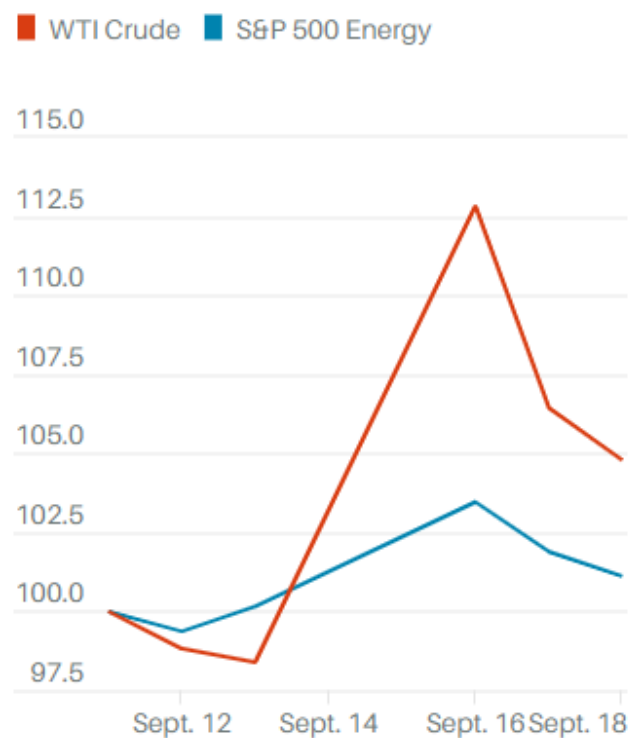
セルサー氏は、ボラティリティが高いこれらの銘柄よりは、長期的なテーマを維持する方が良いと考える。良い銘柄を保有していれば、下落時の痛手も少ない。一時的な上昇に乗じようとするれば、下落時に足をすくわれる」と指摘する。同氏のファンはアーチロック (AROC) などの川中の銘柄を保有している。同氏は、エクソンなどの大型株も魅力的とみており、シェール関連銘柄も一部保有しているが、リスクが高まっているため「アクティブに運用」している。

米国のシェール銘柄はサウジアラビアの事件から恩恵を受けるように見える。今や米国は世界の石油市場で大きな存在となり、2 年前の 4 倍近くも輸出している。しかし、米国の投資家はシェールオイル生産会社が慎重な生産を維持するかに関して懐疑的だ。サントラスト・ロビンソン・ハンフリーのアナリスト、ニール・ディングマン氏は、攻撃後に接触した投資家は石油会社により強気になってはいたものの、「レバレッジが非常に高い銘柄は物色されていない」など、依然として選別は厳しいという印象を持った。ディングマン氏もダイヤモンドバックを選好しているほか、マタドール・リソース (MTDR)、EOG リソース (EOG)、キャロン・ペトロリウム (CPE) も、「来年に向けて成長の軌道やフリーキャッシュフロー利回りが良好」なため選好している。

How the price of crude oil has performed compared with U.S. energy stocks over the past decade - and during the recent volatility.



Source: Bloomberg



Source: Bloomberg

■ 新たに浮かび上がる地政学的リスクと機会

サウジアラビアの石油施設が新型の攻撃に脆弱であり、それに付け込んでくる敵に直面していることも投資家にとっての教訓だ。米国もサウジアラビアもイランの関与を指摘しているが、仮にそうだった場合、イランは米国による制裁で石油産業が打撃を受けているため、自らの立場を高めるためにもっとリスクを取ろうとしている兆候かもしれないと、コロンビア大学の世界エネルギー政策研究所のアントニー・ハルフ氏は主張し、「9 月 14 日までは、イランがサウジアラビアの重要な施設を攻撃するなど自殺行為で、現実的には不可能だっただろう。今回の攻撃でサウジアラビアの防衛システムに隙があることが露呈された」と述べる。

次の攻撃の可能性もあるため、投資家にとって原油をショートするのは危険だ。その可能性のため、地政学的リスクに見合うプレミアムが当面上昇する。需給の問題を圧倒するほどでなくとも、原油価格の下限を下支えするだろう。さらなる紛争があればリスクプレミアムは上昇する。また、攻撃に対して脆弱な施設がほかにもないか詳細に調査している投資家もいる。ヘイッキネン氏はノーブル・エナジー（NBL）を選好していると述べているが、地中海のイスラエル沖にある同社の巨大なオフショア施設の脆弱性を認識している。他の投資家も同様の考えなのか、ノーブルの株価は月曜日に一度上昇した後、急速に上昇幅を縮め、1%未満の上昇で取引を終えた。同氏は、「日曜日にはそんなことは考えていなかったが、月曜日には可能性があると思うようになった」と述べている。

逆に、石油生産を分散化させている企業は有利な立場にある可能性がある。エクソンとヘス（HES）は、ガイアナ沖の有望なオフショア・プロジェクトに出資している。「中東だけでなく他地域へのエクスポージャーを探すなら、オフショアの長期的なプロジェクトが魅力を増し始める」とヘイッキネン氏は述べる。

Occidental Petroleum Corp. (OXY)



Exxon Mobil Corp. (XOM)



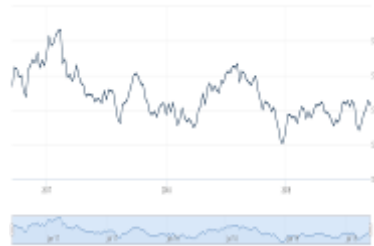
Centennial Resource Development Inc. (CDEV)



Diamondback Energy Inc. (FANG)



Archrock Inc. (AROC)



Matador Resources Co. (MTDR)



EOG Resources Inc. (EOG)



Callon Petroleum Co. (CPE)



Noble Energy Inc. (NBL)



Hess Corp. (HES)



チャートは3年

By AVI SALZMAN
(Source: Dow Jones)

3. This IPO is the Real Deal もっと注目すべき IPO 銘柄 【ザ・リアルリアル】 高級品の中古販売マーケット運営企業は、株価低迷から上昇に転じるか

■ 成長トレンドを内包する事業モデル

高級品の中古販売のオンラインマーケット大手のザ・リアルリアル（REAL）は、電子商取引、サステナビリティ、シェアリングエコノミー、自動化といった多くの成長トレンドが交差する位置にあるにもかかわらず、比較的目立っていない新規株式公開（IPO）案件の一つだ。同社は 2011 年に設立され、時価総額は 15 億ドルとなっている。取扱商品には、メンズとレディースの衣類、靴、スニーカー、ハンドバッグ、時計、宝飾品、高級家具やアートまで含まれる。そしてその商品と同様、同社の株は割安で入手できそうに見える。



■ 専門家による商品査定で支持を獲得

サンフランシスコに本拠を置くザ・リアルリアルは、高級品の中古市場をプロフェッショナル化している。同社は委託者から商品を預かり、ブランド専門家、宝石鑑定士、時計職人から成るスタッフが、倉庫に到着する全ての商品が真正であることを確認している。これによってインターネット上の売買において懸念となる偽造品購入の心配がなくなり、買い手との信頼関係が構築される。

委託者も高く設定されたサービス料金を受け入れている。商品のカテゴリと価格に応じて、ザ・リアルリアルは販売価格の 15～60%を自社の取り分としており、第 2 四半期の平均は約 37%だった。これは、電子商取引大手イーベイ（EBAY）の 10%未満の取り分を大きく上回る。

ザ・リアルリアルの担当者は、委託者の家を訪ねてクローゼットの中を確認し、何を売るべきかアドバイスすることもある。同社は商品を登録し、自社サイトとモバイルアプリ用の写真と説明を用意するほか、配送や返品を手配し、過去数百万件の取引に関するデータを使用して最適な価格を設定する。同社は、今四半期中に価格設定の 3 分の 2 近くを自動化する予定だ。去年は、商品の 80%が 90 日以内に、96%が最終的に販売された。

ザ・リアルリアルを介した買い手は 50 万人に上ることから、同社サービスは中古品の委託者にとっての第一選択肢となっている。ジュリー・ウェインライト最高経営責任者（CEO）は、売り手と買い手が互いを呼び寄せる好循環が生まれており、このことがザ・リアルリアルのマーケットプレイスのコピーを難しくしていると述べる。前四半期の売上高の 83%はリピーターの買い手によるもので、委託者の 53%が購入経験も有していた。

また、ザ・リアルリアルは商品を預かるが、販売されるまでは委託者に債務を負わないという魅力的なビジネスモデルを構築している。同社は独自の価格を設定し、市場の需要に応じて調整することで同じ利益率を維持することができる。

株式調査会社ニュー・コンストラクツでアナリストを務めるサム・マクブライド氏は、ザ・リアルリアルはまだ景気後退を経験していないが、不況から恩恵を受ける可能性があるとは指摘する。消費者は節約のために中古品を選ぶ可能性があるし、現金を稼ぎたい委託者はより多くの商品を登録するかもしれない。

■ 上場後の株価は低迷

ザ・リアルリアルは 6 月 28 日に 1 株当たり 20 ドルで上場し、初取引日には株価が 45% 上昇して 28.90 ドルで引けた。それが依然として過去最高の終値となっている。株価は 8 月下旬には 13 ドルまで下落し、その後 17 ドルまで回復している。

株価下落は長期志向の投資家にとっての投資機会だ。スタイフェルのスコット・デビット氏によると、ザ・リアルリアルは他社を上回る急成長にもかかわらず、他のオンラインマーケット企業よりも割安となっている。同社の 2020 年の予想売上高 4 億 600 万ドルに対する企業価値 (EV) の倍率は 3.1 倍となっているが、エッシー (ETSY) は 8.2 倍、イーベイは 3.4 倍だ。デビット氏の目標株価 30 ドルでは、EV/2020 年予想売上高倍率は 5.9 倍となる。同氏はザ・リアルリアルを「買い」と評価している。

現時点では、ザ・リアルリアルは高コストの投資フェーズにあり、まだ利益を上げていない。また、同社に対する懐疑論者も多く、空売りは浮動株の 36% 相当となっている。ザ・リアルリアルの今後の収益性は、事業規模の拡大により、コスト増を上回る売上高成長を実現できるかにかかっている。

ザ・リアルリアルは、今年に入って新たな物流倉庫をニュージャージー州に開設し、配送能力を倍増させた。また、ニューヨークとロサンゼルス既存 3 店舗に加えて、年に 2 店舗のペースで実店舗を開く予定だ。最高財務責任者 (CFO) のマット・グストケ氏は、同社の IPO による手取りの約 3 億 2100 万ドルは、黒字化まで成長する資金源として十分であると述べている。

■ 収益拡大と黒字化への期待

高級品の中古市場は細分化されており、個別の委託販売店や個人間の取引も依然として存在感を有している。カウエンで小売りアナリストを務めるオリバー・チェン氏は、成長を続ける 70 億ドルの米国市場の中で、ザ・リアルリアルシェアを 14% と推定している。同氏は 2022 年には同社のシェアが 19% に達すると見ている。

チェン氏は、2022 年までにザ・リアルリアルのカッシュフローがプラスに転じると見込んでいる。また、利払い・税引き・償却前利益 (EBITDA) は 2018 年には 5700 万ドルの赤字だったものの、2022 年には 560 万ドルの黒字になると予想している。売上高は昨年の 2 億 700 万ドルから、

RealReal Inc.

Stock opened at \$28 after pricing IPO at \$20



Source: FactSet

2022 年には 7 億ドル近くに増えるとの想定だ。チェン氏はザ・リアルリアルをアウトパフォームと評価しており、目標株価を直近の水準を 90% 上回る 32 ドルとしている。

2019 年のクリスマスイブは、ザ・リアルリアル投資家にとって注目すべき日だ。この日に同社の IPO ロックアップは期限を迎える。インサイダーが公開市場で株式を売ることができるようになるため、今年最大規模の IPO のうち数件では、この期限前後の株価が低迷している。

12 月 26 日には、追加的に 6800 万株（発行済み株式の約 82%）が取引可能になるが、グストケ CFO は心配していない。「歴史的に、一部の注目を集めた事例以外は、IPO のロックアップは大きな波乱なしで過ぎて行くものだ。それがわれわれにも当てはまると強く期待している」と同氏は述べる。「中古販売がなくなることはない。われわれはまだ始まったばかりだ」とウェインライト CEO は述べる。

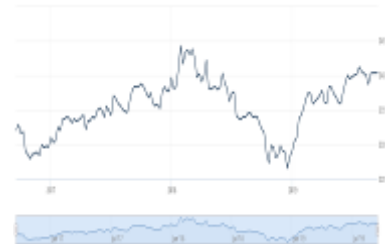
Beyond Meat Inc. (BYND)



RealReal Inc. (REAL)



eBay Inc. (EBAY)



Etsy Inc. (ETSY)



チャートは3年(BYNDは6カ月、REALは3カ月)

By NICHOLAS JASINSKI
(Source: Dow Jones)

4. Seven Growth Stocks in Risky Times 市場は方向性を決めかねている リスクが高い時にふさわしい七つの成長株

【銘柄選定】

■ 市場はどこへ向かうのか？

慎重な楽観なのか、それとも明るい絶望か。ウォール街は決めかねているようだ。ある会社はリスクを受け入れる時が来たという。あるいは、利益の落ち込みを回避せよという人もある。どちらの主張も理にかなっており、新聞の見出しだけではこの問題を決めることはできない。宅配・航空貨物大手のフェデックス (FDX) は先週初め、軟調な四半期決算を発表し、ひどい見通しを示した。市場は、輸送業界がくしゃみをして経済がインフルエンザにかかったかと慌てたが、先週後半には、新規失業保険申請件数、住宅販売、地



域の工場活動に関するデータから、雇用は依然として強く、住宅産業と製造業は安定していることが示された。以下では「リスクを抑えた成長」あるいは「成長を避けることなく安全に」というテーマの下、リスクのある時代にふさわしい成長株 7 銘柄を紹介しよう。

銘柄選びには 3 社の意見を参考にした。まず、マイクロソフト (MSFT) とジョンソン・エンド・ジョンソン (J&J、ティッカーは JNJ) は、自己資本利益率やキャッシュフローのようなクオリティの尺度を慎重に見極めるべきだというジェンセン・クオリティ・グロス・ファンドの推奨だ。医療サービス大手のエンコンパス・ヘルス (EHC)、独立系石油・天然ガス会社のダイヤモンドバック・エナジー (FANG)、そしてフェイスブック (FB) は、歴史的に株価変動率の低い急成長企業として、UBS が推奨リストに載せている。またレイモンド・ジェームズは、自社のお気に入りのディフェンシブ銘柄を景気敏感銘柄に入れ替える時期だとしており、リストからケーブルテレビ大手のコムキャスト (CMCSA) とデルタ航空 (DAL) を選んだ。

■ マイクロソフト

ジェンセン・クオリティ・グロス・ファンド (JENSX) の共同マネジャーであるロブ・マクアイバー氏の銘柄選択プロセスは、長年にわたって株主資本利益率 (ROE) が 15%を超え、強固で安定したキャッシュフローを持つ企業を特定することから始まり、リスクをコントロールすることを目的としている。マイクロソフトは同氏が探している企業の好例だという。同社は、特にクラウド分野で内部成長を遂げており、キャッシュフローによって株主に多額の還元ができる。同社は先週、11%の増配と 400 億ドルの自社株買い枠を発表した。

■ J&J

J&J は、ベビーパウダーが原因でがんが発生したとする訴訟などに直面している。しかし、同社の 1 株当たり利益 (EPS) は今年 5%、来年 6%、そしてその後の 2 年間で毎年 7%増加すると見られている。「多角化事業が全ての方向で同時に好展開するのは珍しいことだ」とマクアイバー氏は言う。しかし、株価に織り込まれていないリスクも幾つか残っていると同氏は言う。予想株価収益率 (PER) は 14.6 倍で、過去 5 年間の平均 16.3 倍を下回る。

■ エンコンパス・ヘルス

エンコンパス・ヘルスは、人工関節置換術や脳卒中の後に必要となる入院リハビリテーションサービスプロバイダーの大手だ。ベビーブーム世代はこのようなサービスを必要とする最盛期に近づいているが、同時に、高額医療業界は保険による費用請求率の低下に直面する可能性がある。エンコンパスの患者の多くが既にメディケアを受けており、保険請求率が比較的抑えられているため、あまり大きな影響を受けない。EPS は 2022 年までの 3 年間の累積で 23%増加すると予想されている。

■ ダイヤモンドバック・エナジー

ダイヤモンドバック・エナジーの株価は、サウジの石油生産施設への最近の攻撃で原油価格が上昇した後に急騰し、その後反落して落ち着いた。長期的に見れば、同社の生産成長率は他の石油掘削会社よりも高く、利益も健全だ。原油価格が 55 ドル前後で推移すれば、同社のフリーキャッシュフローは 2021 年までに 10 億ドルを超え、フリーキャッシュフロー利回りは 6%を超える可能性がある。

■ フェイスブック

一見したところ、フェイスブックはそれほど成長しているようには見えず、今年の EPS は 13%減少すると予想されている。しかしこれは、プライバシーや有権者への操作などに関する懸念に対処するために同社が取り組んでいるコスト増によるものだ。さらにはっきりしているのは、今年の売上高は 26%増加する見込みだということだ。広告費がインターネットへ徐々にシフトしていることから同社は恩恵を受けている。費用のかかる規制強化を避けるためには、ワシントンとの関係を改善しなければならない。先週はザッカーバーグ最高経営責任者 (CEO) が連邦議員やトランプ大統領を訪問して話題となった。

■ デルタ航空

レイモンド・ジェームズのストラテジスト、タビス・マクコート氏は、最近のディフェンシブ銘柄から景気敏感銘柄へのシフトは続くと予想している。もし同氏が正しければ、デルタは恩恵を受けるはずだ。同社は18%の株価上昇を見込んでいる。今年の予想利益に基づく PER は8倍と低い。原油価格のさらなる上昇は、ジェット燃料価格を押し上げ、収益成長を損なう可能性があるが、経済成長が加速する中で石油需要が増加すれば、空港から空港へと飛び回るビジネス旅行者が増えることになるだろう。

■ コムキャスト

マクコート氏は5月に、景気が回復すれば成長の可能性があるディフェンシブ銘柄のリストを発表した。その一つがコムキャストだ。ケーブルテレビ会社としては解約のリスクに直面しており、NBCの所有者としては、4月に開始予定の「ピーコック」サービスを含め、ストリーミングへの移行という激動を乗り切らなければならない。しかし、ケーブルテレビ事業の縮小は、ブロードバンドの増加とコスト削減によって十二分に相殺されている。NBCユニバーサルは通年で利益の増加が見込まれており、利益は今後3年間で2桁のペースで増加するとみられている。

The Case for Steady Eddies

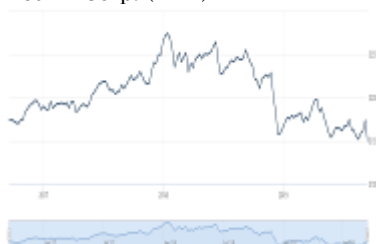
Below is a group of growth stocks that have core businesses robust enough to sail through some economic turbulence.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	Market Value (bil)	2019E EPS	EPS Gain from 2018	Forward P/E
Comcast / CMCSA	\$46.51	37%	\$231.2	\$3.06	20%	14
Delta Air Lines / DAL	58.78	18	38.3	7.09	25	8
Diamondback Energy / FANG	97.55	5	16	6.98	15	10.4
Encompass Health / EHC	64.89	5	6.5	3.82	5	17.5
Facebook / FB	191.35	46	559.1	6.58	-13	22
Johnson & Johnson / JNJ	131.79	2	349.8	8.62	5	14.7
Microsoft / MSFT*	140.57	38	1,097.9	5.25	11	26

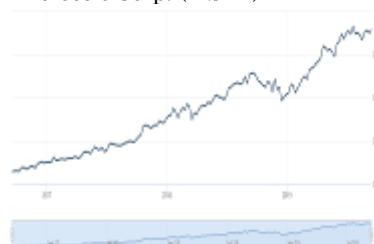
*Fiscal year ends June 2020. E=Estimate.

Source: FactSet

FedEx Corp. (FDX)



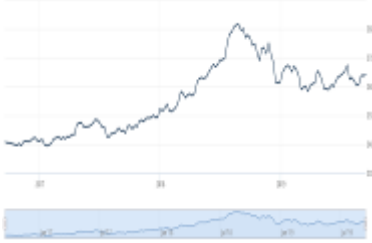
Microsoft Corp. (MSFT)



Johnson & Johnson (JNJ)



Encompass Health Corp. (EHC)



Diamondback Energy Inc. (FANG)



Facebook Inc. Cl A (FB)



Comcast Corp. Cl A (CMCSA)



Delta Air Lines Inc. (DAL)



Jensen Quality Growth Fund;J (JENSX)



チャートは3年

By JACK HOUGH
(Source: Dow Jones)

5. Kellogg and 5 Other Staples Stocks 配当が魅力の生活必需品株 安定した配当に加え、若干の成長も見込む

【インカム投資】

■ 引き続き安定した配当が見込める生活必需品株

過去1年間に、生活必需品株は市場をアウトパフォームしたが、そのうち数銘柄の直近のリターンを見ると、インカム投資においても魅力を増している。総資産約140億ドルのコンシューマー・ステープルズ・セレクト・セクターSPDR (XLP) の3カ月のリターンは約5%で、S&P500指数の3.6%を上回った。直近12カ月で、分配金も考慮するとリターンは約13%で、市場のリターンである4.7%を軽々としのぐ結果となった。「大幅な成長が望めるというわけではないが、ディフェンシブ性、健全なキャッシュフロー、増配傾向を兼ね備えたセクターとして引き続き生活必需品株に注目していく」とモルガン・スタンレー・ウェルス・マネジメントの最高投資責任者 (CIO) のリサ・シャレット氏は述べる。



生活必需品株のパフォーマンスを押し上げた要因は、プロクター・アンド・ギャンブル (P&G、ティッカーは PG) などを筆頭に数社の業績が好調だったこと、また昨年11月に3.2%だった米国10年国債の利回りが、今月に入って一時は1.5%以下にまで低下したことだ。債券プロキシ (債券代替) と見なされる生活必需品株は、力強いとまでは言わずとも安定した配当成長を生み出すことができる。

表に記載した6銘柄は全て、配当利回りが2%超で、直近3年間にわたって毎年度増配を行い、時価総額が200億ドル超の企業だ。ただし、同セクターへの誤った安心感は禁物だ。例えば、食品大手のクラフト・ハイツ・カンパニー (KHC) は上記の条件を全て満たすが、2月に配当を36%減の40セントに引き下げ、

主要資産の 150 億ドルの評価減を計上した。現在の配当利回りは 5.6%で、株価は 2019 年に入って約 30%下落している。

たばこ産業への規制圧力などから生活必需品とは異なるカテゴリに属すると考えられるたばこ関連銘柄に加え、化粧品大手のエスティ・ローダー (EL) や調味料の製造販売会社のマコーミック (MKC) など、S&P500 指数の平均配当利回りである 2%を満たさない銘柄は表に掲載していない。

取り上げた企業の大半には、市場平均を上回るバリュエーション、穏やかな配当成長という共通点があったが、相違点もあった。例えば、シティグループの調査部門によると、米国飲料メーカーの既存事業の売上高成長率は、今年は平均 4.9%、2020 年には 4.5%になると予測される。ただし、この平均値は食品会社にはあまり当てはまっておらず、食品大手ケロッグ (K) の既存事業の今年の売上高成長率は 1.8%、2020 年は 2.2%と見込まれる。

■ P&G

これらを考慮すると、P&G は投資先として有力な候補のようだ。昨年度に 1%だった同社の既存事業の売上高成長率は、今年度は 5%になるとシティグループの調査部門は予測している。これが背景となり、同社の過去 1 年間のリターンは 50%近くに達した。モルガン・スタンレーでアナリストを務めるダラ・モーセニアン氏によると、市場シェアが拡大したことで「既存事業の売上高成長の軌道は持続的に回復し」、粗利益率の改善によって、競合他社よりも速いペースでの利益増加が見込める。ファクトセットによれば、来年 6 月に終了する今年度の 1 株当たり利益 (EPS) のコンセンサス予想は 4.86 ドルで、前年度の 4.52 ドルから 8%増が見込まれる。配当は 2.90 ドルから約 3%増の 3 ドルになると予想され、現在の配当利回りは 2.5%だ。

■ コカ・コーラ

飲料大手のコカ・コーラ (KO) もモルガン・スタンレーの推奨銘柄の一つだ。2019 年の予想利益に対する株価収益率 (PER) は 25 倍超で、市場平均の約 18 倍を上回っている。モーセニアン氏は、競合他社と比較して、同社の「売上高成長の見通しが飛び抜けていることは明らかだ」と述べる。

炭酸飲料の人気低迷や他の飲料の台頭によって、同社の近年の利益成長は不安定だった。ポートフォリオの多様化を進めてきたとはいえ、依然として炭酸飲料に大きく依存している。しかし、同社の EPS は 2016 年と 2017 年の 1.91 ドルから増加し、昨年は 2.08 ドルに達した。今年の EPS のコンセンサス予想は 2.11 ドルとなっている。同社の配当は、多額のフリーキャッシュフローによって支えられている。ファクトセットによると、フリーキャッシュフローは 2018 年に 60 億ドルに達したと見られ、同年の普通株の配当金総額が約 66 億ドルだったことがその裏付けとなっている。配当利回りは約 3%で、年間リターンは約 20%だ。

■ ペプシコ、キンバリー・クラーク、コルゲート・パルモリブ

飲料・食品大手のペプシコ (PEP) も、配当利回りが高い炭酸飲料企業だ。積極的にスナック食品へ進出し、現在ではスナック食品事業が利益の 3 分の 2 近くを占める。配当利回りは 2.8%で、年間リターンは約 20%だ。今年 4 月、同社は四半期配当を 3%増の 95.5 セントへ引き上げると発表した。2018 年 5 月にも、15%増の 92.75 セントに増配を行っていた。モルガン・スタンレーは、同社が「成長率と利益率の高いスナック食品事業に後押しされ、競合他社に勝る売上高成長を達成する」と予測している。ファクトセットの 2020 年のコンセンサス予想 EPS は 5.96 ドルで、2018 年より 8%増加する見込みだ。

日用品大手のキンバリー・クラーク (KMB) は、来年の EPS が 6%増加の 7.23 ドルに達すると予測される。今年に入り株価は約 16%上昇しており、配当利回りは 3.1%だ。残る 1 銘柄の日用品大手のコルゲート・パルモリブ (CL) の年間リターンは約 5%、配当利回りは 2.4%となっている。

生活必需品株は一見さえないように感じられるかも知れないが、配当の支払能力や増配に関しては、非常に手堅いようだ。

Stable Staples

Many consumer-staple stocks sport attractive yields and steady dividend growth.

Company/Ticker	Recent Price	Dividend Yield	Market Value (bil)	Payout Ratio	1-Year Return	2019 P/E
Procter & Gamble/PG	\$121.35	2.5%	\$300.0	64%	48.6%	26.8
Coca-Cola/KO	54.56	2.9	230.7	75	21.5	25.8
PepsiCo/PEP	135.93	2.8	188.6	63	21.4	24.6
Colgate-Palmolive/CL	70.40	2.4	59.6	56	4.7	24.8
Kimberly Clark/KMB	131.73	3.1	44.3	61	15.8	19.3
Kellogg/K	64.43	3.6	21.7	51	-10.4	16.6

Data as of Sept. 17. Payout ratios are based on each company's most recent fiscal year. P/E ratios use earnings estimates for the current fiscal year.

Source: FactSet

Consumer Staples Select Sector SPDR ETF (XLP)



Procter & Gamble Co. (PG)



Kraft Heinz Co. (KHC)



Estee Lauder Cos. Cl A (EL)



McCormick & Co. Inc. (MKC)



Kellogg Co. (K)



Coca-Cola Co. (KO)



PepsiCo Inc. (PEP)



Kimberly-Clark Corp. (KMB)



Colgate-Palmolive Co. (CL)



チャートは3年

By LAWRENCE C. STRAUSS
(Source: Dow Jones)

6. In Defense of SoftBank and Masayoshi Son 今が買い時 【ソフトバンクグループ】ベンチャー投資先の IPO 延期と株価下落が痛手だが、長期的には持ち直す可能性がある

■ ウィーワーク親会社の IPO 延期などによりソフトバンクグループの株価が下落

投資家はソフトバンクグループ (SFTBY) で列車の脱線事故が起きていると確信しているかのようだ。傘下のベンチャーファンド、ソフトバンク・ビジョン・ファンド (総出資額は 1030 億ドル) の問題が圧力となり、同社の株価は今年 7 月下旬から 20% 下落している。現実の問題が存在するとはいえ、今回の株価急落によって割安な株価がさらに割安となっている。



本誌は、同社を取り上げた最近の記事 (2019 年 7 月 22 日号「ソフトバンクグループへの投資は未来の技術に対する最大の賭け」を参照) の中で、同社は基本的に上場企業の持ち分、直接所有する事業、ビジョン・ファンド (既に設立されたビジョン・ファンド 1 の他に現在設立準備中のビジョン・ファンド 2 がある) という 3 種類の資産を持つ持ち株会社だと説明した。

この記事の執筆時点では、同社の株価はサムオブザパーツ (SOTP) 分析に基づく資産価値に対して約 49% のディスカウントとなっていた。その後、複数の要因、とはいえ主にビジョン・ファンドの投資先であるウィーカンパニー (シェアオフィス大手ウィーワークの親会社) の新規株式公開 (IPO) 先送りによって、ディスカウント幅は約 10% ポイント拡大している。9 月 20 日の引け後のソフトバンクグループの時価総額は約 900 億ドルで、今年 7 月の約 1000 億ドルから目減りした。

■ 現在の株価は SOTP 分析に基づく資産価値に対して 46% 割安

ソフトバンクグループの投資先の筆頭は、同社が 25.8% の持ち分 (1210 億ドル相当) を保有する電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング (阿里巴巴集团、BABA) だ。ソフトバンクグループがアリババの持ち分を売却したがる理由はないが、もし売却した場合、日本のキャピタルゲイン課税を支払うことになる。つまり、売却益の 30% を割り引く必要がある。

ソフトバンクグループは他にも、英国の半導体設計大手アームの 75% の持ち分 (当初の買収価格に基づく 240 億ドルに相当) を保有している (残りの 25% はビジョン・ファンドが保有)。さらに日本の携帯電話サービス子会社ソフトバンク (9434) における持ち分 (時価総額は約 450 億ドル)、米国の携帯電話サービス子会社スプリント (S) における持ち分 (同 233 億ドル)、ビジョン・ファンドにおける持ち分 (同 324 億ドル)、その他の企業における持ち分 (83 億ドル) を合計し、463 億ドルの純有利子負債を差し引くと、ソフトバンクグループの SOTP 分析に基づく資産価値は総額 1710 億ドルとなり、現在の株価は資産価値を 46% 下回ることになる。ディスカウント幅がこれほど大きい上場銘柄を筆者は他に知らない。

■ ビジョン・ファンドの投資先の株価下落も痛手に

ソフトバンクグループの主な問題はビジョン・ファンドの中にある。ビジネス向けメッセージサービス大手スラック・テクノロジーズ (WORK) の株価は今年 6 月の上場初日の終値 38 ドルから 20% 下落している。ライドシェア大手ウーバー・テクノロジーズ (UBER) は、カリフォルニア州議会が契約労働者を従業員として再分類する法案を可決したことなど一連の問題から圧力を受け、上場初日からやはり 20% 下落している。さらに、ソフトバンクグループから 110 億ドル弱、そのうちビジョン・ファンドから約 40 億ドルの資本を受け入れているウィーカンパニーは、企業価値が 200 億ドルを下回る可能性があるとする報道を受けて IPO を延期した。資金調達ラウンドにおける同社の推定企業価値はピーク時に 470 億ドルに達していた。

ビジョン・ファンド 1 の投資家の一部がビジョン・ファンド 2 への投資額を縮小する可能性があるとする報道がある。しかもソフトバンクグループは、ウィーカンパニーの創業者であるアダム・ニューマン氏の個人的な資産取引と自らを美化する姿勢を抑え込んでいないことによって打撃を受けている。大きな懸念は、創業者で代表取締役会長兼社長の孫正義氏の「投資勘」が鈍っており、ビジョン・ファンド 1 がなかなか成功できず、ビジョン・ファンド 2 が離陸しない、というものだ。

バーンスタインのアナリスト、クリス・レーン氏の試算によると、仮にウィーカンパニーが時価総額 100 億ドルで上場した場合、ソフトバンクグループの計算上の含み損は持ち分の約 60% となる。同氏はソフトバンクグループには学ぶべき教訓があると述べ、「ウィーカンパニーは、創業者がいかに他の利害関係者の犠牲のもとに利益を得られるかという点で、新しい境地を開いたようだ。ソフトバンクグループは投資の条件としてガバナンスに対する見方を厳格化する必要がある」と指摘する。

■ ソフトバンクグループは「長期的には買い」

レーン氏は本誌とのインタビューで、ビジョン・ファンドの投資家の一部は 7-9 月期のリターンが弱含むと予想していたとした上で、同ファンドの大半の投資家は四半期ごとのリターンを追求しておらず、同ファンドの成功は 5 年以上の期間で測られることになる」と述べた。同氏の投資判断は「長期的には買い」だ。

ソフトバンクグループ株を保有するある機関投資家は、市場がビジョン・ファンドの価値をマイナスと評価していると指摘する。そのマイナス幅はわずかとも言えるようなものではなく、SOTP 分析に基づく 520 億ドルである。

ソフトバンクグループは 9 月 19 日、ビジョン・ファンドの投資先企業と機関投資家との会合をカリフォルニア州パサデナで開催した。ある出席者は筆者に対し、ファンドの投資先企業間の協業に感銘を受け、一部の企業による成長ぶりに驚いたと語った。この会合はメディアに対して非公開とされ、同社は詳細の説明を拒否した（同社は日本企業であるためレギュレーション・フェア・ディスクロージャーは適用されない）。

現在の状況は孫氏がビジョン・ファンドの問題の一部に対処する好機のように思えるが、孫氏がそうした行動を取らなかったとしても筆者の結論は同じである。それは、ソフトバンクグループの株を買えば、世界最大のベンチャーファンドの持ち分をほぼ無料で手に入れることになる、というものだ。

SoftBank Group Corp. ADR (SFTBY)



Alibaba Group Holding Ltd. ADR (BABA)



ソフトバンク (9434)



Sprint Corp. (S)



Slack Technologies Inc. (WORK)



Uber Technologies Inc. (UBER)



チャートは3年（ソフトバンクは1年、WORK と UBER は6 カ月）

By ERIC SAVITZ
(Source: Dow Jones)

7. The Trader 明確な材料がない中、週間ベースで反落 短期金融市場の混乱は、大きな懸念材料にはならないと思われる

【米国株式市場】

■ 予想外のイベントが市場の方向を左右

モンタナ州への旅行の中止が、この1週間の株式市場の動きを左右するイベントだと考えていた読者諸氏がいたなら、称賛に値する。

先週、ダウ工業株30種平均は1%安の2万6935ドル7セントとなった。S&P500指数は0.5%下落して2992.07、ナスダック総合指数は0.7%下落して8117.67で引けた。もし中国の訪問団がモンタナ州への視察旅行を中止したと報道された後にS&P500指数が0.5%下落しなければ、同指数は週間ベースだと横ばいで取引を終えていただろう。小型株のラッセル2000指数は1.2%安の1559.76で週末を迎えた。



先週の市場で投資家に影響があると思われたイベントを考えると、予想外の結果だったかもしれない。サウジアラビアの石油インフラが攻撃され、米連邦準備制度理事会（FRB）は政策金利を0.25%ポイント引き下げた。米国の短期金融市場は大荒れとなってFRBが介入を余儀なくされ、2008年にリーマン・ブラザーズが崩壊した時との比較が見られた。そして最終的に中国代表団のモンタナ州での視察が中止されたことが、市場の方向を左右した。

考えてみると、原油先物は月曜日に15%以上の急騰となったが、投資家がダメージを織り込む時間があつた後、結局、6月以来の週間ベースで最大の5.9%の上昇で終わった。ジャナス・ヘンダーソン・インベスターズの調査責任者であるカーメル・ウェルソ氏は「瞬間的な反応はあつたものの、現時点では、原油価格がトレンドラインに戻ってくると分かってきた。市場がわれわれにそう伝えている」と述べる。

■ 明確でない市場の反応

市場が他の大きな懸念材料に対して明確な反応を示せていないのは、投資家にとってかなり悪いことだ。中国との貿易戦争は、突然ヒートアップしない限りは鎮静するかもしれない。米国経済は、当然のことながら、改善しない限り景気後退に向かうことになる。FRBは、利下げの必要が全くなくなる限り、より積極的な利下げが必要だ。そして、投資家がグロース株に戻りさえしなければ、ついにバリュー株が輝く時が来たようだ。こうした背景で大きな賭けはしたくないものだ。

そうしたくない人は他にも確かにいる。ネッド・デービス・リサーチの米国チーフ・ストラテジストである

エド・クリソルド氏も、成長株へのオーバーウエートは止めたものの、その分をバリュー株に振り替えたわけではなく、スタイルベットをなくしてグロース株とバリュー株間の均等ウエートを推奨する。同氏は「バリュー株に強気になる要素としては、経済が景気失速モードから脱出できる速度に達するか、トレンドを超えた複数年の景気拡大になることだけだ。その時期が来るまでは、グロース株の長期トレンドは懸念による恩恵を受ける」と書いている。

残念ながら、FRB の場合は明確になっていない。FRB 高官でさえ、利下げすべきか、さらに利下げをすべきか、それともとどまるべきかを決定できない状況であり、その場合の最善は市場の期待に応えることかもしれない。しかし、FRB は回答を持ち合わせていないようには見られたいないため、声明文を出し、利下げを行い、見解を示している。ただし、金融政策の変更が発表されることさえなかった時代もあった。当時、市場参加者は、短期市場での FRB の取引に基づいて金融政策の変更を推測することを迫られていた。グリーンズパン元議長が 1994 年に連邦公開市場委員会 (FOMC) 後の最初の声明文を発表した時、単語数はわずか 99 ワードだった。

バーナンキ元議長は、金融危機の間に記者会見を始めた。最近では FOMC のたびに毎回記者会見が行われ、FRB 理事の講演は、金融危機はもう過去のものであるにもかかわらず、ほぼ毎週ある。ヌビーンでチーフ・エクイティ・ストラテジストを務めるボブ・ドール氏は「今や、世界が崩壊しつつあるわけではないのだから、それはやり過ぎだ」と指摘する。

文言が少ない方が良いという可能性もある。

■ 金融政策の行方

先週、FRB は短期市場で金利のコントロールを続けるため、4 日連続で市場介入を行った。10 年ぶり以上のことである。過去を振り返ると、不安定な金融市場は金融システムに問題がある兆候だったことがあり、市場関係者も注目した。しかし、短期金利の急上昇はあったものの、パニックに陥る理由にはならないと思われる。

先週のレポ市場でキャッシュに対する需要が強くなったため、財務省証券を担保としてキャッシュを調達する動きが強まり、上記の結果となったが、金融危機の時の不安定とは異なることに注意を払いたい。背景には金融危機後の世界的な規制があり、銀行のバランスシート上には当時よりも高品質の流動資産の確保が義務付けられている。

ただし、最近のレポ市場は 2017 年 8 月以降に FRB のバランスシートが約 40%縮小したことを受けて、脆弱 (ぜいじゃく) になっている。実際、銀行が保有する財務省証券の平均残高は昨年から 2 倍以上に膨らんでいる。

Dow Jones Industrial Average



NASDAQ Composite Index



S&P 500 Index



Barron's 400 Index



こうした背景はあるものの、先週の混乱の要因は需給要因によるテクニカルなものだろう。第一に、個人と企業が 9 月 16 日までに四半期ごとの税金支払いを終えなければならないため、キャッシュを引き出す必要があった。第二に、9 月 16 日に大量の財務省証券の受け渡しが行われ、銀行のバランスシート上に乗ることとなった。FRB のデータによると、四半期ごとの納税を反映して、9 月 11 日から 9 月 18 日までに財務省の保有キャッシュは 1190 億ドル増加した。これは必ずしも特異なことではないが、昨年は FRB が大量の財務省証券を保有していた点が異なる。

市場では FRB が一時的な需給の不均衡に対処するために、市中銀行とレポ取引を行うための常設ファシリティーを設定すべきだとの声がある。また、銀行のキャッシュに対するアクセスを改善するために債券の購入を再開する手段もあるとの見方もある。

FRB がこれらのアクションをいつ行うか、または、行うかどうかさえ分からない。しかし、先週金曜日にニューヨーク連銀が 10 月 10 日まで毎日 750 億ドルのレポ取引による資金供給と、2 週間のレポ取引も実施すると発表した。一方、海外投資家による米国債の入札は、金利上昇による米ドルに対するヘッジコストが上昇したことからあまり期待できない。

注意すべき点があるとすれば、短期金融市場の混乱が、レバレッジの高い投資ファンドなどを通じて他の市場に波及するかどうかだ。ピムコで短期ポートフォリオ運用の責任者を務めるジェローム・シュナイダー氏は、「流動性の悪化に備えて投資家は準備する必要がある。特にレバレッジ戦略とリスク資産におけるコスト増加に注意が必要だ」とレポートに記し、「昨年第 4 四半期に見られたように、そして今週改めてリマインドされたように、市場の状況はほとんど警告なしに劇的に変化する可能性がある」と注意を促している。



By BEN LEVISOHN and ALEXANDRA SCAGGS
(Source: Dow Jones)

8. Up and Down Wall Street 何をしてても非難される FRB 大統領と景気の板挟み ウォーレン上院議員の台頭

【コラム】

■ 潤沢な資金を警告

米連邦準備制度理事会（FRB）は、金融市場の問題を修復した後に、金融界の別の部分に注意を向けた。ボストン連銀のローゼングレン総裁は金曜日に、コワーキングスペースを提供するウィーワークに注目した。親会社のウィーカンパニーは、企業価値がピークの 470 億ドルから約 4 分の 1 へ低下したために、先週予定されていた新規株式公開（IPO）を延期した。その結果、2025 年満期のジャンク債価格は約 6% 下落して、額面価格を割り込む 96.57 セントとなった。



Former Federal Reserve Chair Janet Yellen. Justin Chin/Bloomberg

FRB 高官が株式市場に対する意見を表明するのは今

回が初めてではない。2014 年にはイエレン前議長が、バイオ医薬品を含む特定の業種における「大幅に割高になったバリュエーション」を警告した。また、グリーンSPAN元議長は 1996 年に、「根拠なき熱狂」の可能性を取り上げた。

ローゼングレン総裁はコワーキングスペースを提供する企業について、長期契約で借り入れたスペースを短期で弱小企業に貸し出すビジネスモデルであり、リスクが高く、景気が後退に転じれば一層脆弱（ぜいじゃく）であると評した。同総裁は、コワーキングスペース企業は、特別目的会社の活用によって赤字のリースの責任を逃れられるだろうと述べた。しかし銀行では、コワーキングスペース企業の割合が高い不動産保有者の債務不履行と赤字が増える可能性がある。

ウォール街では早過ぎることは誤りであり、グリーンSPAN元議長が警告した根拠なき熱狂はその後 4 年以上続き、バイオ企業はイエレン前議長の弱気な予想の 1 年後に再度活況を呈した。従来と違うのは、ローゼングレン総裁が今回、余剰資金がリスクを高めていることに言及したことだ。「比較的安定した環境下での超低金利」がリスクテークを促しており、そのコストは次の景気後退で明らかになるだろうと、同総裁は警告する。

FRB は先週、短期金融市場金利の急上昇への対応で手一杯だった。その原因は、財務省による FRB への預金増加と、FRB のバランスシート縮小による準備預金供給額の減少だった。

FRB の今後最大の問題は、相反するストレスへの対処となるだろう。トランプ大統領は米国金利を海外並のゼロまたはマイナス圏に引き下げよう求めている、今回の 25 ベーシスポイント (bp) の利下げは市場予想通りだったものの大統領の期待には届かなかった。そのためトランプ大統領は、パウエル議長を根性なしと呼んでけなしている。その一方で、失業率は 50 年ぶりの最低水準で、インフレ率は 2%前後で、株式市場は過去最高値近辺にあり、金融による一層の下支えが必要だとは思えない。ローゼングレン総裁が言うように、さらなる利下げはそれ自体がリスクである。

■ 株式市場にとっては災難か？

投資家のレオン・クーパーマン氏は 19 日の CNBC の番組で、エリザベス・ウォーレン上院議員が、同氏のライバルである民主党左派のバーニー・サンダース上院議員が 2020 年の大統領選挙で勝利すれば、株式市場では弱気相場が 1 年間続き、株価は 25%暴落するだろうと述べた。

来年の大統領選挙までは 1 年以上もあるため、それに焦点を当てるのは時期尚早だ。とはいえ、民主党では 20 人を超える候補者による指名争いが既に始まっている。株式市場が注目するのは来年の党大会になってからだろうと、BNY メロン・ウェルス・マネジメントのジェフ・モーティマー氏は指摘する。

しかしウォール街は、最近の世論調査においてウォーレン上院議員がサンダース上院議員を追い抜いて、バイデン前副大統領に次ぐ 2 位になったことに注目している。ウォール・ストリート・ジャーナルと NBC ニュースの最新の世論調査によると、民主党予備選有権者の間でバイデン前副大統領が 31%でウォーレン上院議員の 25%をリードしており、支持率が顕著に増加しているのはこの 2 候補だけだった。

ウォーレン上院議員は、民主党を急速に左傾化させた「大覚醒」の波に乗っている。「トランプ大統領がポピュリズムに対する右派の答えであるとすれば、ウォーレン上院議員やサンダース上院議員は左派でポピュリズムを体現している」と BCA リサーチのピーター・



Democratic presidential candidate Sen. Elizabeth Warren.

ベレゼン氏は書いている。

AGF インベストメンツのグレッグ・バリエール氏は、「鋼」のようなウォーレン上院議員が左派の支持統一でサンダース上院議員を追い抜いており、それは資金が潤沢な最高の選挙キャンペーンを全国的に展開しているためだと言っている。同氏によれば、ウォーレン上院議員が左派の支持を統一した今、バイデン前副大統領が足をすくわれてしまえば中道派を支配できる競争相手となる単独の候補は存在しない。「ウォーレン上院議員は、企業分割、ウォール街の増税、金融サービス業界の積極的な規制を望んでいるため」、金融市場には懸念する理由があると言っている。

潜在的な敗者は、サンダース上院議員が提案してウォーレン上院議員も支持している国民皆保険制度の悪影響を受ける製薬会社や医療保険会社や、大手ハイテク企業だ。ウォーレン上院議員は分割すべき企業として、アマゾン・ドット・コム (AMZN)、フェイスブック (FB)、アルファベット (GOOGL) 傘下のグーグルを名指ししている。銀行やウォール街にも厳しい姿勢で臨んでおり、商業銀行と証券会社の分離を規定していたグラス・スティーガル法の復活や、金融危機の間に実施された金融機関の合併の一部解消を模索している。

さらに、資産が 5000 万ドルを超える家計に対する 2%の富裕税 (10 億ドル超では 3%) によって、10 年間で 2 兆 7500 億ドルの税収も狙っている。それは、無料のヘルスケア、グリーン・ニューディール、大半の学生ローンの返済に充当される。

ウォーレン上院議員も自由貿易に反対しているが、その主眼は社会問題で、労働者やその他の人権の一層の保護、環境基準の改善支援を含んでいる。

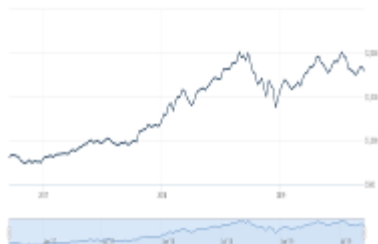
■ トランプ大統領有利

ウォーレン上院議員は大統領選挙でトランプ大統領に勝てるのだろうか。その可能性はあるが、ベレゼン氏は、直接対決であればトランプ大統領にとって、バイデン前副大統領よりもウォーレン上院議員の方がくみしやすいとみている。さらに、ウォーレン上院議員が勝利するとしても、その余裕はバイデン前副大統領より小さく、民主党が上院支配を取り戻すチャンスを低下させる可能性もある。

全ては景気次第だが、50 年ぶりの低水準の失業率や抑制されたインフレ率、過去最高値に迫る株価など、トランプ大統領にとって明らかに有利となっている。ベレゼン氏によると、1952 年以降で失業率が低下傾向にあった状況では、ウォーターゲート事件の影響で 1976 年に敗北したフォード大統領を除けば、現職が再選されている。1992 年のジョージ・H・W・ブッシュ大統領と 1980 年のカーター元大統領は、失業率の上昇に直面して 2 期目を果たせなかった。

共に極端な集団にアピールする 2 人の全く相反する扇動政治家の一騎打ちとなれば、権利を剥奪された穏健派にとっては気のめいる選択になると、バリエール氏は述べる。とはいえ、株式市場の動向は選挙結果に大きくかかっている。

Amazon.com Inc. (AMZN)



Facebook Inc. Cl A (FB)



Alphabet Inc. Cl A (GOOGL)



チャートは 3 年

By RANDALL W. FORSYTH
(Source: Dow Jones)

9. The Rush Is On to Buy TV Streaming Rights 配信権の巨額買収続く 【動画配信業界】 真の勝者は動画配信権の売り手の方か

■ AT&T が自社グループ保有の番組「ビッグバン・セオリー」の配信権を高値で落札

昔のテレビ番組を期限付きで動画配信する権利を高額の対価を支払って手に入れる競争が激化している。先週 AT&T (T) は、傘下のワーナー・ブラザーズ・テレビジョンが制作した高視聴率のコメディ番組「ビッグバン・セオリー」を、高値を付けて自社で落札した。同番組は、同じく AT&T 傘下で動画配信サービスを展開する予定の HBO Max に適した素材だ。唯一潜在的な問題として残るのは、ケーブルネットワーク TBS だ。同社は「ビッグバン・セオリー」の再放映権を保有しており、そう、同じく AT&T の傘下にある。



懸念事項は何か。一つは利益の分配権だ。「ビッグバン・セオリー」の共同制作者であるチャック・ロリー氏は、ストーリーミング再生と再放映から得られる収入の30%から40%を受け取る権利を持っているとされる。AT&T が自社に都合の良い条件で取引をすれば、ロリー氏の弁護士に AT&T の自己取引として問題にされる可能性があった。このため自社グループに厳しい取引条件を課し、HBO Max の5年間の国内配信権に6億ドルの値を付け、加えて TBS の再放映権も延長を決めた。

AT&T は少なくとも HBO Max の定額契約料収入全体で利益を上げるつもりなのだろう。そのためには正しい価格設定をする必要がある。筆者の計算が正しければ、月額13ドルを十分に下回ればNetflix (NFLX) やウォルト・ディズニー (DIS) に対抗できるが、既存の HBO が使用するケーブル会社との契約に違反しないようにするためには、最低でも月額15ドルにする必要がある。物言う株主エリオット・マネジメントが、AT&T には明確なテレビ戦略がないと主張していることも考慮に入れなければならないだろう。

■ 他の番組の争奪状況

HBO Max は既に4億2500万ドルを支払って、Netflix から「フレンズ」を横取りしている。当時20代の登場人物を演じていた出演者たちも既に老境に入っているが、最近でもNetflix で最も人気があるシリーズの一つであり、シチュエーションコメディとしての賞味期限は長いと思われる。

Netflix は先週、「となりのサインフェルド」を今後5年間、世界中で配信する権利を確保した。条件は明らかにされていないが、その価格は NBC ユニバーサルが自社で計画する動画配信サービスのピーコックで配信する目的で、Netflix から「ジ・オフィス」を取り戻すために支払った金額5億ドルを大きく上回るとされている。「となりのサインフェルド」の収益はハリウッドの半分を潤した。AT&T のワーナー・メディアと CBS は同番組の一部を所有していることから、その味を知っている。そして、ディズニーも傘下の Hulu (フルー) が同番組の米国内配信権を2020年まで保有していることから恩恵を受けている。ディズニーの配信権が期限を迎えるこの2020年には、Netflix のほかに誰が、サブスクリプション契約の獲得を加速できるこの番組を獲得するか判明する。

■ 今後の動向

今後の動向だが、良いニュースは、ディズニー・プラス、HBO Max、ピーコック、合併が決まったバイアコム (VIAB) と CBS による新しいサービス、アップル TV など、消費者にとって動画配信サービスの選択

肢が広がることだ。筆者は月額 100 ドルのケーブルテレビを解約し、動画配信サービスを契約しても、そのコストは月額 650 ドル以上かかることはないと確信している。最も高くつくのは、これらの番組を全て見る時間を作るために仕事をしなくなることだろう。新しいパスワードを考え出すために日曜日を空けておく必要もある。

問題は、消費者は動画配信サービスに月額で約 40 ドル以上は払う気がないという調査結果があることだ。動画配信サービスが出そろい、その時点で利用料金に変更になれば、これも変わる可能性があり、消費者もケーブルテレビを止めるかもしれない。あるいはケーブルテレビ側が巻き返すかもしれない。筆者が契約しているケーブルテレビ会社が提供するパッケージはベーシック、コア、バリュー、セレクト、推奨、シルバー、プレミア、そしてゴールドと分かれ、サービス内容が過剰だ。先週、ゴールドを廃止し、プレミアを従来のゴールドの価格に引き上げるという通知が来たが、自分の契約がどれだったか覚えてはいないし、インターネット電話のサービスも含まれているのだが、「となりのサインフェルド」が放映されて以降、このサービスを使う人はいないのではないかと思う。

価格設定や加入者獲得の動向が明らかになるにつれ、今後数カ月のうちに動画配信についてまた語ることもあろう。現時点では、投資家は動画配信サービスが主要な番組の放映権を「勝ち」とったとする報道には懐疑的でいた方がよい。真の勝者は売り手の方で、現在の価格がピークだったと判明するかもしれない。

AT&T Inc. (T)



Netflix Inc. (NFLX)



Walt Disney Co. (DIS)



Uber Technologies Inc. (UBER)



Viacom Inc. CIA (VIA)



チャートは 3 年 (UBER は 6 カ月)

By JACK HOUGH
(Source: Dow Jones)

10. Preview 今週の予定 【経済関連スケジュール】 逆風の中でも好調なナイキ、米中貿易摩擦の影響も限定的とみられる

■ 引き続き中国でも好調なナイキ・ブランド

2019 年は、消費財関連企業にとって逆風に満ちた年だ。実店舗型企業の売り上げは、アマゾン・ドット・コム (AMZN) により徐々に奪われつつある。加えて小売業は、中国からの輸入品に課される関税により、価格を上げるか、あるいは利益を削るかを迫られている。

だが、全ての消費財関連企業が苦戦しているわけではない。スポーツ用品大手のナイキ (NKE) の株価は年初来で 17% 上昇している。一方、上場投資信託 (ETF) の SPDR S&P 小売り (XRT) は、年



初来の上昇率がわずか 2%だ。ナイキはこの ETF の組入銘柄ではないが、その製品は多くの小売店の棚を占めている。

中国での状況は一部の米国企業にとって厳しいものになっているが、ナイキ・ブランドは同地でも引き続き好調だ。同社の大中華圏での売り上げは、直近の四半期（2019 年度第 4 四半期）で 16%増となっている（直近 12 カ月では 21%増）。

米国内に目を向けると、ナイキは懸念されていたほど関税に対して脆弱（ぜいじゃく）ではなさそうだ。5 月に終了した 2019 年度には、中国の契約工場は、同社の靴の 23%、衣料の 27%を製造していた。だがサスケハナ・ファイナンシャル・グループのアナリストであるサム・ポーザー氏によると、米国に輸出されたのは、そのうちの 10%以下にすぎず、関税の影響は限られたものだという。

24 日にナイキが四半期決算を発表すれば、投資家は中国情勢や関税、さらに電子商取引に関する最新情報を探ることになるだろう。ウォール街の予想では、売り上げは前年同期比 5%増の 104 億ドル、1 株当たり利益（EPS）は 4.5%増の 70 セントとなる。

■ 今週の予定

9 月 23 日（月）

- ・シカゴ連銀が 8 月の全米活動指数を発表。エコノミストはマイナス 0.08 と予想（7 月はマイナス 0.36）。
- ・旧インターネットサービス大手ヤフーのアルタバ（AABA）は株主に対し、株式清算分配金として 1 株当たり 51.5 ドルを支払う見込み。
- ・アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団、BABA）が 2 日間にわたる投資家向け説明会を中国で開催。
- ・東京株式市場は、秋分の日（祝日）で休場。
- ・国連事務総長の主催で気候行動サミットが開催される。サミットには、各国から最高経営責任者（CEO）や政府関係者、投資家らが招かれる。

9 月 24 日（火）

- ・上院司法委員会の反トラスト小委員会は、米大手 IT 企業が競合を買収することにより、競争を阻害しているとする件について議論する。
- ・自動車部品小売り大手オートゾーン（AZO）、中古車販売大手カーマックス（KMX）、ナイキなどが決算発表。
- ・9 月のコンファレンス・ボード消費者信頼感指数発表。8 月（135.1）から低下の 133.3 となる予想。
- ・7 月の S&P コアロジック・ケース・シラー住宅価格指数が発表。主要 20 都市圏の価格指数は、前年同期比 2.4%上昇が予想される（6 月は同 2.1%上昇）。

9 月 25 日（水）

- ・米国勢調査局が 8 月の新築住宅販売戸数を発表。コンセンサスは季節調整済み年率換算で 65 万 9500 戸（7 月は 63 万 5000 戸）。
- ・住宅建築会社大手 KB ホーム（KBH）と家具・インテリア小売りチェーンのピア 1 インポート（PIR）が四半期決算を発表。

9 月 26 日（木）

- ・半導体大手マイクロン・テクノロジー（MU）、金融データ・ソフトウェアサービスのファクトセット・リサーチ・システムズ（FDS）、食品メーカーのコナグラ・ブランズ（CAG）、山岳リゾート施設運営のペイル・リゾーツ（MTN）が決算カンファレンスコールを開催。
- ・全米不動産協会（NAR）が 8 月の中古住宅販売保留指数を発表。前月比 1.5%の上昇が見込まれる（7 月は 2.5%の低下）

9 月 27 日 (金)

- ・ 8 月の耐久財受注発表。マイナス 1.2%となる見込み。
- ・ 米商務省経済分析局が 8 月の個人所得・個人支出を発表。個人所得は 0.4%増 (7 月は 0.1%増)、個人支出は 0.3%増 (7 月は 0.6%増)が見込まれる。
- ・ 個人消費支出 (PCE) 物価指数発表。8 月は、7 月と同水準の前年同期比 1.4%上昇となる見込み。

Amazon.com Inc. (AMZN)



Nike Inc. Cl B (NKE)



SPDR S&P Retail ETF (XRT)



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
21 Barron's Roundtable Pt. I
28 Barron's Roundtable Pt. II

February

4 ETF Feature
11 Top 100 Sustainable Companies
25 Best Online Brokers

March

4 ETF Feature
7 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
13 Roundtable: Biotech Investing
20 Income Investing
27 Technology
30 Top CEOs

June

3 ETF Feature
10 Retirement Quarterly
17 Top 100 Women Financial Advisors
24 Penta
30 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
16 Penta
23 Outlook: Where to Invest in 2020



THIS WEEK'S MAGAZINE

COVER

1. How Opioid Lawsuits Could Hurt Investors

Litigation against health-care companies is reaching a critical juncture. Investors need to rethink their exposure to the drug supply chain.

FEATURE

2. What the Saudi Attacks Mean for Investors

The initial spike in prices soon faded, but the supply disruption and what's to come needs to be weighed with energy stocks.

FEATURE

3. This IPO Is the Real Deal

The RealReal is changing how consumers buy and sell used goods. As its popularity grows, losses could turn to profits.

FEATURE

4. 7 Growth Stocks for Risky Times

Can't decide if you're a bull or a bear, or prone to despair or optimism? Here are some stocks for economic agnostics.

Muni Bonds Face Climate Change. And Investors Are Ignoring the Risks.

Municipal bonds are supposed to be a haven. But climate change is threatening many issuers—and investors. What to watch.

SUSTAINABLE INVESTING

The Stock Market Cares About Climate Change — Even if Some People Don't

According to Deutsche Bank, stocks that reported positive climate-change news outperformed the MSCI World Index by 0.8 percentage point a year over a 12-year period.

Q&A

5 Promising Microcap Stocks

Jim Mitchell made a career in trading overlooked, over-the-counter stocks. His strategy has worked for 40 years. Here's how, and what he likes now.

EMERGING MARKETS

Saudi Arabia's Markets Weren't Rattled by the Oil Attack. Here's Why.

Saudi shares had already fallen 15% since early May, as oil prices slipped and enthusiasm around the country's joining MSCI's global emerging markets index faded

INCOME INVESTING

5. Kellogg and 5 Other Staples Stocks for Dividends and a Bit of Growth

Consumer-staples stocks have outperformed the broader market over the past year, but cooler returns lately have made stocks like Coca-Cola and Kellogg a little more attractive for income investors.

MUTUAL FUNDS

How an International Stock Fund Finds Its Winning Recipe

The Buffalo International fund looks across the globe for companies that can deliver consistent growth. Its approach has paid off.

TECHNOLOGY TRADER

6. In Defense of SoftBank and Masayoshi Son

THE TRADER

7. Dow Falls as Markets Try to Figure Out What Really Matters

7. The Federal Reserve Had to Calm Unstable Money Markets This Week. Now It Needs to Keep Them That Way.

What caused this market squeeze? What can the Fed do about it? And is this market stress an early sign of more severe problems in the financial system?

UP AND DOWN WALL STREET

8. The Federal Reserve Will Get Flak No Matter What It Does

8. As Elizabeth Warren Rises, Wall Street Worries

FUNDS

A World Without Fossil Fuels Is Approaching. But You Might Not Live Long Enough to See It.

STRIKING PRICE

If Consumer Spending Slows, Fast-Food Stocks Could Gain. Here's How to Play the Trend.

COMMODITIES CORNER

The Oil Market Has Calmed Down. But Risks Remain.

STREETWISE

9. The Rush Is On to Buy TV Streaming Rights. Who Has Time to Watch the Shows?

INTERNATIONAL TRADER - EUROPE

A Plumbing Giant Is Breaking Up. Here's What That Means for U.S. Investors.

THE ECONOMY

Yes, the Fed Has Cut Rates. No, It Hasn't Become Dovish.

PREVIEW

10. Nike Defies Gravity

MARKET WATCH

Oil Stocks, Housing, Drug-Price Plans: A Sampling of Advisory Opinion

13D FILINGS

Primo Water, Bellus Health and Other 13D Filings

RESEARCH REPORTS

Beyond Meat Shares Still Look Yummy

REVIEW

For Uber Drivers, the Key to Making More Money Could be a Used Toyota Prius

MAILBAG

Letters to the Editor

『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 9 月 23 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