

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/01/19

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 市場のメルトアップの背景を探る - The Method Behind the Melt-up: Why the Dow Won't Stop at 30,000 [米国株式市場]
NYダウ、なぜ3万ドルで止まらない? P.2
2. 本誌推奨が昨年、市場のリターンを上回った理由 - Barron's Beat the Stock Market Last Year. Here's How We Did It. [フィーチャー]
強気と弱気のタイムリーな推奨 P.4
3. サステナビリティがパフォーマンスにつながる - ESG Ranking: Sustainable Funds Are Increasingly Beating the Market [ESG投資]
ESG投資ファンドランキング P.6
4. 製薬・バイオテック業界、民主党候補の攻撃懸念せず - Pharma and Biotech Aren't Worried About Democratic Candidates' Attacks [ヘルスケア]
投資家が医薬品を敬遠していない理由 P.8
5. 5人の投資専門家が選ぶ今年の26銘柄 - Tesla and 25 Other Stock Picks from Barron's Roundtable Pros [ラウンドテーブル]
バロンズ・ラウンドテーブル第2回 P.9
6. 強気相場を終わらせる存在に気を付けろ - Beware This Looming Stock Market Killer [コラム]
債券利回りの上昇に警戒を 貿易合意は見掛け倒しか P.19
7. マットレス業界に旋風起こしたキャスパーがIPOへ - How Tech Flipped the Mattress Business [ハイテク]
実店舗も生かしたマーケティングに強みも、黒字化は道半ば P.22
8. コムキャスト、動画配信サービスを開始へ - A Former Peacock Pooh-Poohed Is Warming to NBC's Streaming Plan [動画配信]
ネット動画配信市場は群雄割拠、後発に勝ち目は? P.24
9. 増配は当たり前ではない - Range Resources' Reminder: Dividends Don't Always Rise [インカム投資]
レンジ・リソースズが配当停止 P.26
10. 今週の予定 - Preview [経済関連スケジュール]
アリババとテンセントが中国の伝統習慣を電子化 P.28

※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 © 2020 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. 市場のメルトアップの背景を探る - The Method Behind the Melt-up: Why the Dow Won't Stop at 30,000 NYダウ、なぜ3万ドルで止まらない？

[米国株式市場]

■ 大台へ、わずか2.2%



今や、ダウ工業株30種平均（NYダウ）が3万ドルの大台に達するとの予想は極端なものではなくっており、そこで上昇が止まるとも思われない。先週1週間でNYダウは1.8%の上昇となり、2万9348ドル10セントと史上最高値で引けた。NYダウが終値で2万9000ドル台に乗せて週を終えたのは初めてで、3万ドルまであとわずか2.2%だから、3万ドル達成はほぼ間違いないだろう。本誌も2017年には3万ドル台乗せを予想していたが、タイミングに関しては保守的で2025年だったため、5年も早く実現したことになる。

他の主要指数も軒並み上昇し、S&P500指数は前週末から2.0%高の3329.62、ナスダック総合指数は2.3%高の9388.94と、ともに史上最高値を更新して引けた。小型株のラッセル2000指数

は2.5%上昇して1699.64で週末を迎えた。

■ 最近の上昇の背景

市場の急速な上昇は驚くべきもので、年初からの2.8%の上昇を年換算すると85%ということになり、それほど速い理由を市場関係者は探している。米国と中国が先週署名した第1段階の貿易協定を指摘する見方が一部にあり、確かにこれによって世界経済は再び活気づくと思われる。米連邦準備制度理事会（FRB）のバランスシートに理由を求める見方もある。FRBのバランスシートがレポ市場を支えるために拡大していることが背景となっているようだが、理由が何であれ、何かがおかしいようだ。ウェルズ・ファースト・セキュリティーズで株式とクオンツ戦略の責任者を務めるクリス・ハービー氏は「今、何か不自然なことが起こっているように感じる」と述べる。

そうかもしれないが、相場上昇の理由は単純なものかもしれない。投資家は、低金利、インフレ率の低下、米国企業による大量のキャッシュ還元といった一連の環境に対応しているのであり、これによってキャッシュを株式に投入するのが最も合理的になっているようだ。

株式市場が低迷し、景気後退の懸念が強まり、FRBによって回避できるようになることを望んでいたのは、それほど昔のことではなかった。FRBが2019年に行った3回の利下げを受けて懸念は確かに解消したが、10月にFRBはもう一歩踏み込み、パウエル議長はインフレ率が上昇し始めるまで金利を引き上げないと述べた。

それ以降、例えば12月の賃金の伸び率は前年比で3%未満にとどまり、物価上昇が懸念された場合に上昇する10年国債利回りは3カ月前からわずかに高い1.83%にとどまるなど、大きな動きは見えない。ただし、こうした状況は特に利回りを求めている投資家にとっては苦しい状況であり、それには株式市場が解決策となった。これに関してヤルデニ・リサーチの社長であるエドワード・ヤルデニ氏は「インフレが低下している限り、利回り追求の動きが市場をけん引する」と述べる。

■ キャッシュリターンに注目

このような状況において、S&P500指数は投資家のキャッシュを置く場所として完全に合理的な場所となっている。指数採用銘柄の80%が米国債よりも高いキャッシュリターン利回りとなっているからだ。キャッシュリターンは現金配当金額に自社株買いで支出した金額を加えたものだが、キャッシュリターンに基づくバリュエーション指標を用いると、株式市場は依然として割安に見えるという。S&P500指数の株価収益率（PER）は18.9倍で、ドット・コム・バブル以降で最高水準となっているが、エバーコアISIのストラテジストであるデニス・デブッシュェール氏は株価キャッシュリターン倍率を用いて、割安感があると指摘する。同氏は従来の株価指標は使わずにキャッシュリターン倍率に注目しており、それに基づく現在のS&P500指数がこれまでの下位4分の1の割安状態にある点に注目している。同氏は「低インフレ、安定した金利、増加するキャッシュリターンといった状況に変化がなければ、市場には上昇バイアスがかかるはずだ」と述べる。

もちろん、多くの変化が起こる可能性はある。経済成長はインフレを再加速させ、インフレ率を上昇させるかもしれない、そうなればFRBは市場の予想よりも早く金利を引き上げざるを得なくなる。リセッション（景気後退）の恐れは消えたかもしれないものの、懸念してきた成長の減速の可能性はまだある。理由が何であれ、市場には時々スピード調整が必要になるものだ。

セブンズ・レポートのニュースレターで、トム・エッセイ氏は、「今回の上昇にも現時点で自ずと限りがあり、市場の上昇率によるものの、調整幅はこれまでのものよりも大きく、5～10%になる可能性があることには注意が必要だ」と書いている。

■ 過去の急上昇局面との比較

それでは市場の上昇率とはどれほどだろうか。スタート時点はどこに置くかで答えは変わってくるが、昨年秋の底値を付けた10月2日から今年の1月16日で見ると、S&P500指数は15%上昇した。十分大きな上昇率かもしれないものの、74営業日の上昇率として特筆すべきものでもない。例えば金融危機の安値から反発した後、S&P500指数は2009年6月19日までの74日間で35%上昇した。また、1998年に弱気相場入りする直前から反発した局面では、1999年1月25日までの74日間で29%上昇した。ただし最近の15%の上昇は、長期上昇相場の終了近く（終了時点ではない）で起きた、1997年と1968年の上昇に似ているようだ。

ただし、他の指標は、市場が本当にメルトアップの過程にあることを示しているようだ。マクロ・リスク・アドバイザーズのチーフ・テクニカル・マーケット・ストラテジストであるジョン・コロホス氏は、S&P500指数の10日移動平均（指数の短期トレンドを計る）は、200日移動平均（長期トレンドの指標）から9.25%以上の水準にあると指摘する。

2つの移動平均の乖離がこれほど開いて過去最高水準にあるのは、1995年以降で16回しかなく、その後、市場はしばしば急速に（時には非常に急速に）売られた。ただし、多くの場合は上昇基調が回復し、S&P500指数は65日後、つまり約3か月後に平均で2.9%上昇したという。

他の指標でも同様の水準の相場の強さが示され、同様の結論に達するものもある。サンダイヤル・キャピタル・リサーチのトロイ・ボンバルディア氏によると、S&P500指数の20日移動平均線は61日間連続で上昇しているが、50日移動平均線は67日、100日線は97日、200日線148日連続で上昇しているという。

これら四つの移動平均線がすべて61日以上にわたって上昇しているのは、1928年以降で11回だけあるが、過去のデータから見ると上昇確率はかなり良いようだ。この11回の後のS&P500指数の上

昇率の中央値は11.6%で、下落したのは1987年4月の1回だけだ。

1987年4月といえば6カ月後にブラックマンデーが起きているが、コロホス氏はブラックマンデーが起きる様子はないとみている。そのようなイベントが起きる際には、限られた銘柄だけが上昇するなど、他のテクニカル指標の悪化が先に見られるからで、現在の市場では多くの銘柄が市場と同様に上昇しており、懸念はないようだ。同氏はそうした不吉な兆候が見られるまでは調整局面を心配しておらず、「押し目を買いたくなるだろう」と述べる。

■ 上昇基調は続く

投資家がキャッシュリターンに注目している限り、NYダウの上昇は続きそうだ。NYダウがアップル<AAPL>やマイクロソフト<MSFT>などのハイテクの巨人からJPモルガン・チェース<JPM>やゴールドマン・サックス<GS>などの金融株まで、配当と急速な自社株買いを行っている優良銘柄の集合体だからだ。

NYダウの3万ドル台はもうすぐのようだが、4万ドルにはどれくらいかかるだろうか。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

2. 本誌推奨が昨年、市場のリターンを上回った理由 - Barron's Beat the Stock Market Last Year. Here's How We Did It. 強気と弱気のタイムリーな推奨

[フィーチャー]

■ 強気銘柄は14.1%のリターン

本誌の強気記事が取り上げた銘柄の昨年の平均リターンは14.1%だ。それに対してベンチマークのリターンは12.7%だった。本誌が弱気を示した銘柄のリターンは0.8%、ベンチマークは10.5%だった。

本誌の強気銘柄のパフォーマンスがベンチマークを上回ったのは2016年以来のことである。弱気サイドの的中率の方が高く、本誌は割高な銘柄を常に指摘してきた。本誌が警戒を呼び掛けた銘柄のパフォーマンスがベンチマークを下回るのは5年連続だ。昨年は概して株式が異例に強く、S&P500指数構成銘柄は31.5%のトータルリターンをもたらした。しかし、正しいトレンドに乗った、もしくは、ダウ工業株30種平均構成銘柄のうちパフォーマンスがトップだったアップル<APPL>株を大量に買った銘柄選定者は、それをアウトパフォームできた。



Illustration by Dominic Bugatto

記事が取り上げた銘柄について、本誌は当該記事掲載号の発行前の終値から年末まで追跡し、そのパフォーマンスを各企業の時価総額に基づいて、S&P500指数や中型株のS&P 400指数、小型株のラッセル2000といったベンチマークのパフォーマンスと比較する。本誌で言及した全ての銘柄がスコアカードに加えられるわけではなく、一つの記事で四つ以上の銘柄が取り上げられる場合、それ

らの銘柄はリストには加えられない。ハイテクなどのコラムで取り上げられた銘柄も同様だ。本誌記者が選んだ銘柄は定期的にチェックを行い、値が大きく動いた銘柄については追跡記事を作成している。記者が追跡記事で、以前に「買い」推奨だった銘柄の売却を勧めた場合や「弱気」に転向した場合は、その追跡記事時点の価格水準で追跡調査が終わる。

■ 金鉱株、当たり年

ハイテク株は2019年に最もパフォーマンスが良かったセクターだが、本誌が強く推奨した銘柄は大半がハイテク株ではなかった。最も推奨したのは、急成長中のロボティクス事業を持つ半導体装置メーカーのテラダイン<TER>だ。同銘柄を取り上げた2月の本誌発行日から年末までのリターンは72.9%で、S&P400指数構成銘柄の同期間の平均リターンである9.4%を上回る。

プライベート・エクイティに似たビジネスモデルで小型株のコンパス・ディバーシファイド・ホールディングス<CODI>も好調で、本誌が5月に取り上げた後のリターンは65.8%となった。同社の利益は予想を上回り、配当利回りは今や5.8%となっている。

金鉱会社は過去10年にわたり市場をアンダーパフォームしてきたが、去年はようやく当たり年となった。本誌は昨年1月に、カナダの金採掘会社バリック・ゴールド<GOLD>と米国の鉱業会社ニューモント<NEM>を推奨した。金価格が昨年19%上昇したことが追い風となり、両銘柄の年末までのリターンは40%超だった。本誌が取り上げた他の銘柄も好調で、建築用品メーカーのマスコ<MAS>は住宅建設の回復を受けて、ベンチマークの2倍近いリターンを生み出した。同社はいくつかの部門を売却している。

大型ディスカウントストアチェーンを展開するターゲット<TGT>はオンライン売上高が改善し、商品受け取りと配達サービスの選択肢を増やしている。また、従来型の小売店の閉店という追い風を受けて、市場シェアを拡大中だ。

アップルに対しても、本誌は「強気」だった。追跡記事で同銘柄の売却を勧めたのは、多少早過ぎたかもしれない。

本誌が「強気」と判断した銘柄の全てが上昇したわけではない。破綻申請後の経営再建に取り組んでいるカリフォルニア州の電力・ガス大手PG&E<PCG>について、本誌は7月のカバーストーリーで、危険と警告しつつも回復の可能性を取り上げたが、その後同社の株価は下落した（2020年には既に15%以上上昇している）。靴・アパレルメーカーのフットロッカー<FL>も、本誌が4月に明るい見通しを示した後、5月の売り上げが予想を下回ったことを受けて下落した。オキシデンタル・ペトロリウム<OXY>は、石油・ガス採掘企業アナダルコ・ペトロリウム<APC>の買収の決定が引き金となった株価の下落からまだ回復していない。

■ ウーバー、リフトを警告

「弱気」サイドでは、本誌は株価の下落前に、危険な銘柄をいくつか指摘している。ライドシェア大手のウーバー・テクノロジーズ<UBER>とリフト<LYFT>については、新規株式公開（IPO）以前に、健全な投資の対象としては収益性が低いことを指摘した。その後、両銘柄はそろって下落した。植物由来の代替肉メーカーであるビヨンド・ミート<BYND>のIPOについても、本誌は注意を呼び掛けた。当初、株価は急上昇したが、その後は業績が予想を下回り、当該記事の日付から年末までに27%下落した。酒造メーカーのMGPイングリディエンツ<MGPI>は、本誌が5月に「バーボンバブル」を警告し、同社のバリュエーションが高過ぎるか否かという問題を提起した後、27%下落した。その後発表された同社の業績報告書は株価の下落を裏付けるものだった。

「弱気」の記事で取り上げられた銘柄の一部は、本誌の疑問をよそに、好調なパフォーマンスで昨年を終えたものもある。例えば、アルコール飲料メーカー大手ボストン・ビール＜SAM＞はハードセルツァー（アルコール入り炭酸水）の人気によって、予想を上回る利益を上げた。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

3.

サステナビリティがパフォーマンスにつながる - ESG Ranking: Sustainable
Funds Are Increasingly Beating the Market
ESG投資ファンドランキング

[ESG投資]

■ 41%がS&P500指数をアウトパフォーム



Illustration by Michael Glenwood

社であるサステナリティクスのデータに基づく。

今回で4回目となる、本誌の年次サステナビリティ・ファンド・ランキングを発表する。これは、米国大型株を投資対象とする運用資産3億ドル以上のアクティブ運用ファンドのうち、調査会社モーニングスターがサステナビリティ（持続可能性）の観点から「高い」または「平均を超える」と評価した189ファンド（上場投資信託＝ETF＝およびファクター投資ファンドを含む）について、2019年の年間リターンによりランキングしている。モーニングスターおよび同社が40%出資するESG（環境、社会、ガバナンス）調査会

189ファンド全体の年間リターンは、S&P500指数の31.5%にわずかに及ばず30%だったが、上位78ファンド（全体の41%）が同指数をアウトパフォームしたことは注目に値する。前回、同指数をアウトパフォームしたのは全体の39%だった。ESG投資に限定しない大型株ファンド全体では、S&P500指数をアウトパフォームしたのは29%にとどまる。

■ ESG投資とは、持続可能な戦略である

ESGファンドが健闘しているのは偶然の結果なのかもしれないが、サステナビリティに注目することで、結果、ファンドマネジャーや投資家は質が高く成長性のある企業、つまり経済が減速し低金利の環境においても市場で頭角を現すような銘柄に向かったということでもある。しかしこの好調は持続的ではないかもしれない。S&P500指数の2019年の営業利益の伸び率は全体で約1%になるようだが、2020年の予想株価収益率（PER）のコンセンサスは18.5倍であり、状況が急激に好転した場合には、今回上位にランキングしたファンドはアンダーパフォームする可能性がある。

それでも、ESGファンドの相対的に良好なパフォーマンスは偶然以上のものであるようだ。モーニングスターでサステナビリティに関するリサーチのグローバル・ヘッドであり、同社のサステナビリティ・ランキングを開発したジョン・ヘール氏は、高いサステナビリティを示す企業を意識的に選択しているマネジャーは実際、市場を上回るアルファを獲得していると指摘する。

サステナブルな投資への関心は急激に増している。モーニングスターによれば、ESG投資ファンドへの資金の流入は、2019年第3四半期までの順調なペースを考慮すると、通年では2018年の3倍と

いう結果になりそうだ。iシェアーズやxトラッカーズといったETFブランドの、MSCI ESG米国リーダーズ指数をベンチマークとするETFの大型募集も貢献している。モルガン・スタンレーによる調査でも、米国の個人投資家の85%がサステナブル投資に関心を示している（2017年から10ポイント上昇）。

当ランキングの対象はESGとして分類されているファンドに限定しておらず、上位10位内にもサステナブル投資に限定していないファンドが多く含まれる。ESG投資の適用は標準化されておらず、また、開示その他の要件も十分に確立されていない。一方で、イートン・バンス（EV）の一部門であるカルバート・リサーチ・アンド・マネジメントの最高経営責任者（CEO）であるジョン・ストラウアー氏は、意識的にESG要素に着目することは今後ますます重要になると話す。ESGファンドへの需要の高まりを通して、企業はこれまで以上にESG対応を迫られている。

■ 上位5ファンド概要

1位はマシュー25ファンド＜MXXVX＞だが、マネジャーのマーク・マルホランド氏は、ESGベースの銘柄スクリーニングはしておらず、例えばエネルギー会社レンジ・リソースズ＜RRC＞は、天然ガスが今後石炭に取って変わるという考えから保有していると説明する。ポートフォリオの回転率は20%で、長期的な成長が見込める銘柄に集中して投資する。金融会社ゴールドマン・サックス＜GS＞、アップル＜AAPL＞、KKR＜KKR＞、不動産投資信託会社ブランディワイン・リアルティ・トラスト＜BDN＞、自動車メーカーポラリス＜PII＞の5銘柄でファンド全体の3分の1を占める。

2位のYCGエンハンスド・ファンド＜YCGEX＞の共同運用者であるエリオット・サベージ氏は、同ファンドの高いESGスコアについて、「長期的にステークホルダーへの対応が優良な企業を重視している」点を挙げる。特に、（利用者が多ければ多いほど利便性が増す）ネットワーク経済性を備え、時間を経ても変化が激しくない業種の、持久力ある銘柄に注目する。保有上位銘柄は、クレジットカード会社のマスターカード＜MA＞、格付け会社ムーディーズ＜MCO＞、不動産サービスのCBREグループ＜CBRE＞、金融サービス会社ウェルズ・ファーゴ＜WFC＞、保険ブローカーのエーオン＜AON＞だ。

3位のバリック・カンパニーIラージ・キャピタル・グロース・ファンド＜VLCGX＞と4位のMFSマサチューセッツ・インベスターズ・グロース・ストック・ファンド＜MIGFX＞は、ともにジェフリー・コンスタンティーノ氏が運用する。同氏は「企業の競争的地位を評価する上でESGは重要な要素だ」と説明する。保有上位銘柄は、グーグル親会社のアルファベット＜GOOGL＞、マイクロソフト＜MSFT＞、経営コンサルティングのアクセンチュア＜ACN＞、クレジットカード会社のビザ＜V＞、アップルなどで、両ファンドともエネルギーセクターへのエクスポージャーはゼロとしている。

5位のイートン・バンス・アトランタ・キャピタル・セレクト・エクイティ・ファンド＜ESEIX＞はESGに必ずしも焦点を当てていない。マネジャーのチップ・リード氏は、長期的に安定かつ一貫した利益を上げる企業に注目するが、増益が見込めない中、2019年は市場サイクル注視の時期だったと説明する。保有上位は電子商取引システムを提供するファイサーブ＜FISV＞、アパレル小売りのTJX＜TJX＞、保険会社のホワイトマウンテン・インシュアランス・グループ＜WTM＞、医療機器企業のテレフレックス＜TFX＞などだ。

なお、前回1位のポレン・グロース・ファンド＜POLIX＞は今回9位だった。

By Leslie P. Norton

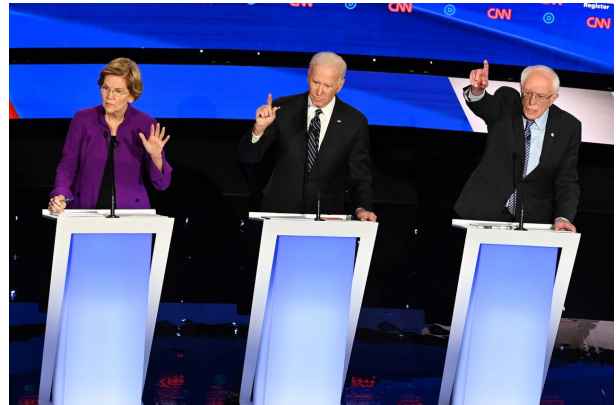
(Source: Dow Jones)

4. 製薬・バイオテック業界、民主党候補の攻撃懸念せず - Pharma and Biotech Aren't Worried About Democratic Candidates' Attacks 投資家が医薬品を敬遠していない理由

[ヘルスケア]

■ 民主党大統領候補者の行方と市場の見方

今年最大のヘルスケア投資家コンファレンスがサンフランシスコで開催され、製薬会社の幹部やファンドマネジャーの一行が当地に到着したとき、バーニー・サンダース上院議員がアイオワ州の党員集会で勝利を収めるかのように見えていた。党員集会は必ずしも大統領候補者の行方を占うものではないが、1月10日の夜に発表された世論調査によると、サンダース氏が民主党のライバル候補をリードしており、それは恐らく製薬会社にとって良いニュースではない。「私たちは製薬業界の強欲と腐敗に立ち向かう。民主社会主義とはそういうものであり、それが今回の選挙で勝利するのだ」とサンダース氏は1月14日の討論会で言っている。



Photograph by Robyn Beck/AFP/AFP via Getty Images

しかし、先週開催されていたJPモルガン・ヘルスケア コンファレンスの会議室や廊下では、2020年民主党大統領候補レースへの反応は、「何だって？私が心配しているかって？そんなわけない」というものだった。

生命科学系の新興企業に投資するベンチャーキャピタル企業「セクション32」の創業者ビル・マリス氏は、「私は政治について考える時間をできるだけ少なくしている」と言う。投資家も同意見のようだ。健康保険分野の大企業をベンチマークとするS&P500 マネージド・ケア指数は、サンダース氏が民主党のライバル候補をリードしているとの世論調査が出てから最初の取引日である1月13日に2.9%下落したが、S&P500医薬品指数は、同日わずかに上昇し、週末17日の取引終了時点では2.3%上昇となっている。

■ FDAの動向が業界を左右

2020年の選挙戦の結果は、広範な経済情勢に影響を与えるだけではない。医薬品業界の生死を握るとされる米食品医薬品局 (FDA) のトップを決めることにもなる。大統領選の結果次第で、医薬品価格の規制につながる可能性もある。さらに、民主党が多数を占める議会が実現すれば、医療保険制度の全面的な見直しに向けた動きに拍車がかかるかもしれない。

2019年に48種類の新薬を承認したFDAトップの交代が検討されたとしても、新薬の承認数に影響はないだろうと、FDA幹部らは語る。2018年には59件の新薬が承認されたが、2016年には22件しか承認されなかった。

バイオテクノロジー企業のレアタ・ファーマシューティカルズ<RETA>のウォーレン・ハフ最高経営責任者 (CEO) は、現在はファイザー<PFE>の取締役で、トランプ大統領の任期中にFDA長官を務めたゴットリーブ氏について、「優秀な長官だった。長官は、時間の経過とともにFDAに影

響を与えるもので、イデオロギー的なものではないと思うが、誰が選ばれるかはとても重要であり、FDA長官の中には、他より優れた者もいる」と言う。

■ 投資家が医薬品を敬遠していない理由

コンファレンスの3日目には、メディケア・メディケイド・サービスセンターの管理者であるシーマ・ベルマ氏が、一部の政府保険プログラムによって支払われた医薬品の価格を、海外で支払われた価格に固定するという国際基準価格の議論を再び取り上げた。「人々は、自分たちが世界のイノベーションを担っていることは、わが国の高齢者や国民にとって不公平だと感じている。確かに、米国は先進国であり、果たすべき役割はあるに違いないが、価格差を正当化するのは難しくなっている」とベルマ氏はいう。選挙を考慮しても、それが、投資家がまだ医薬品を敬遠していない理由の一つかもしれない。トランプ氏が勝利したからといって、必ずしも薬価を抑制する積極的な圧力が減るわけでもない。サンダース氏の民主党のライバルたちの多くは、薬価を引き下げる独自プランを持っているが、誰も選挙には勝てないだろう。エリザベス・ウォーレン上院議員は、政府に独自のジェネリック医薬品を製造させるつもりだと言うし、ジョー・バイデン元副大統領は、薬価に上限を設けることを要求している。

■ そうは言っても備えはしている

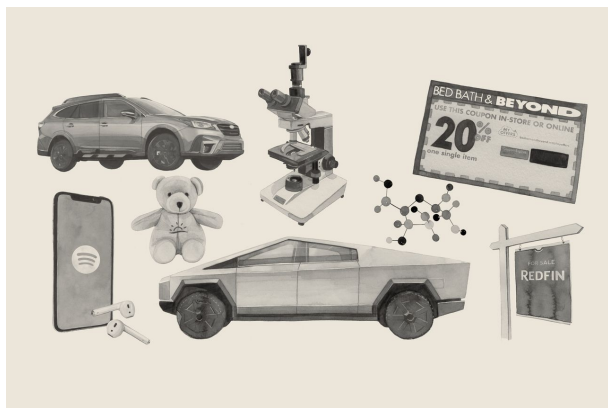
楽観的な見通しにもかかわらず、2020年は厳しい年だとして、準備を進めている企業があることは明らかだ。

バイオテクノロジー関連のベンチャーキャピタル企業であるサード・ロック・ベンチャーズ社のケビン・ギリス最高執行責任者 (COO) によると、同社が出資している民間企業で、今年中に資金を調達するか株式を公開する計画をもつ企業は計画の実行を急いでいるという。「これらの企業のほとんどは、おそらく9月初めのレイバーデー前にこうした取引を終えようとするだろう。大統領選のかかる秋には市場環境がやや厳しくなるだろうから」と、ギリス氏は述べる。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

5. 5人の投資専門家が選ぶ今年の26銘柄 - Tesla and 25 Other Stock Picks from Barron's Roundtable Pros [ラウンドテーブル] バロンズ・ラウンドテーブル第2回

■ 高配当、南米・欧州・アジア株も



今週は、ラウンドテーブルの第2回として、5人の推奨銘柄・投資対象を紹介する。その5人とは、アリエル・インベストメンツの最高投資責任者 (CIO) であるルパール・バンサリ氏、デュラブル・キャピタル・パートナーズのCIOであるヘンリー・エレンボーゲン氏、エポック・インベストメント・パートナーズの最高経営責任者 (CEO) 兼共同CIOであるウィリアム・プリースト氏、イーグル・キャピタル・パートナーズのゼネラル・パートナーであるメリル・ウィトマー氏と、今年新たに加わったベイリー・ギフォードのパートナー兼

Illustrations by Kate Copeland

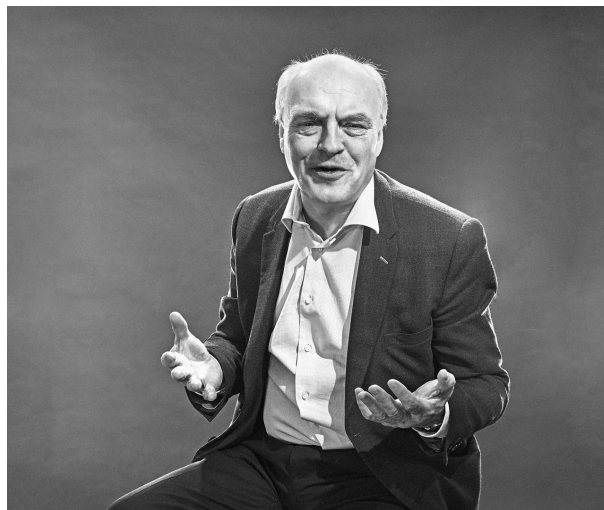
ポートフォリオマネージャーであるジェームズ・アンダーソン氏だ（本文中の株価等は、ラウンドテーブル開催前の1月3日時点のものである）。

今週紹介する5人はショートを含めて26の投資アイデアを提供した。インカム投資家向けの配当利回りの高い推奨銘柄が含まれているほか、南米、欧州およびアジアの株式によるグローバルなエクスポージャーを獲得するための手段もある。

■ ジェームズ・アンダーソン氏の推奨銘柄

米国点評<3690.香港>：中国で口コミサービスを提供してきた企業だが、料理宅配で65%の市場シェアを持っており、アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）<BABA>よりも競争力がある。米国点評は、料理宅配で得たデータを利用して旅行や映画鑑賞券市場での支配力を拡大している。

今後5～10年で、時価総額が1兆ドルになる可能性がある（現在は750億ドル）。料理宅配事業の売上高が650億ドルになり、年間フリーキャッシュフローが約250億ドルになる可能性が50%あり、これだけで7500億ドルの価値がある。料理宅配以外の事業の採算は高く、その分野の市場が活況を呈しているため、それら事業を2500億ドルと評価するのは行き過ぎではない。



James Anderson, Photograph by Jeff Brown

アリババ・グループ・ホールディング：われわれは同社を、世界で最も価値がある企業とみなしている。小売事業は年率40%で成長しており、粗利益率は50%に近づいている。一方で、アマゾン・ドット・コム<AMZN>のアマゾン・ウェブ・サービス（AWS）に相当するアリババのクラウド・サービスの市場シェアは50%弱で、市場は年率65%で成長している。時価総額が5年以内に2兆ドルに達する確率が50%ある。

ASMLホールディング<ASML>：半導体製造装置メーカーで、露光装置では世界の市場を独占している。株価は2019年にほぼ2倍になって、時価総額は1250億ドルだ。今年の投資を勧めるわけではないが、今後10年間にIoT（モノのインターネット）や自動運転、次世代通信規格「5G」が追い風となり、半導体需要が年率30～40%増加すると考えると、時価総額は5000億ドルになり得る。

スポティファイ・テクノロジー<SPOT>：音楽ストーリーミング・プロバイダーで、誤解されている。人々は、アップル<AAPL>、アマゾン、テンセント・ホールディングス（騰訊控股）<700.香港>などが業界を支配しており、古いビジネスモデルに凝り固まっていると考えている。しかし、その考え方は間違いだ。楽曲販売において、販促を担うレコード会社は重要だったが、今やレコード会社は販促を行っていない。10年後に、レコード会社が業界の売上高において相当のシェアを占めているとは考えられない。

同社のプレミアム加入者は、昨年1億人を突破した。年間の加入者純増数はアップルの2倍だ。10年後のプレミアム加入者は6億人になる可能性がある。現在の時価総額は270億ドルだが、5年ないしは10年後に10倍になる可能性がある。

ケリング<KER.フランス>：フランスのラグジュアリー・ブランド・コングロメリットで、グッチなどを傘下に持つ。グッチの売上高は過去3年間にわたって年率約40%増加しており、伸び率が減速している。減速の後には販売額の急減が訪れるとみられているが、スーパーブランドでは起こり得ないとわれわれは考えている。販売数量が横ばいでも利益が増加を続ける公算が大きく、余った経営資源を再活性化したブランドに投入できる。

売上高に占めるアジアの割合は約35%だが、パリのグッチ販売店では中国人を多く見かける。フランソワ・アンリ・ピノーCEOは、過去1年間のいずれかの時点で、中国人の高級品購入者数が米国人を上回ったと考えていると述べている。

テスラ<TSLA>：電気自動車メーカーで、同社に対する人々の決め付けを私は気に入らない。また、自動車販売台数と時価総額を比較するのは、非常におかしいと思っている。

同社はうまくやっており、幾つかの目標も達成している。まず、モデル3の価格を内燃機関車と実質的に同水準にした。駆動系の効率性では他社に先行している。年間の販売台数が100万台になるのは簡単で、そうなればフリーキャッシュフローは50億ドルになる。私は、株価が5000ドルになるシナリオを構築できる。

■ ルパール・バンサリ氏の推奨銘柄



Rupal J. Bhansali, Photograph by Jeff Brown

今後10年は、株式のリターンは伸び悩むだろう。従って、配当がより大きな役割を果たすはずだ。私の選好銘柄は高配当利回り銘柄で、増配の可能性があるものだ。全ての銘柄が海外企業で、米国市場が非常に割高であることを示している。市場リターンは得難いため、投資家は絶対リターンを目指さざるを得なくなるだろう。私はジョージ・ソロス氏のヘッジファンドからキャリアをスタートさせたので、ロングもショートも両方考える。

SUBARU<7270>：今は人気がない。自動車販売は天井を付けつつあり、内燃機関自動車志向ではないテスラなどが選好される傾向がある。ただしSUBARUはコストが低く、利益率は9%と自動車会社の中で最高水準にある。自動車販売台数の

ピークについて注目が集まっているが、スポーツ用多目的車（SUV）など高価格帯の自動車への移行によって平均販売価格が上昇していることは忘れられている。従って、実際の採算は人々の予想よりも大幅に良い。同社は既存顧客を高価格帯の7人乗りSUVのアセントへと誘導しており、米国でのシェアも拡大している。来年度予想株価収益率（PER）は9倍、配当利回りは5.4%、時価総額の約30%のキャッシュを保有している。

バイドゥ（百度）<BIDU>：中国のインターネット検索大手で、米国のグーグルに相当する。これは機動的な投資のための銘柄だ。動画アプリ「ティックトック」を運営するバイトダンス・テクノロジー（字節跳动科技）が、デジタル広告業界が減速する中で大量の広告枠を供給したため、バイドゥの株価は2018年の高値から50%も下落した。検索が今やアプリ内で行われるというのが弱気の理由だが、検索対象が具体的でない場合は依然としてグーグルなどを利用するのが現状だ。中国はまだインターネット普及率が非常に低く、検索増加の余地はある。また同社は中国のネットフリッ

クス＜NFLX＞に相当するアイチイー（愛奇艺）＜IQ＞も保有している他、成長中のニュースフィード会社も保有している。ネットキャッシュとオンライン旅行会社のトリップ・ドット・コム・グループ＜TCOM＞の持ち分を調整した後の来年度予想PERは約14倍で、今後2年は1株当たり利益（EPS）が25%増に回復するとの予想もあることから、非常に割安になっている。

チャイナ・モバイル（中国移動）＜CHL＞：市場で圧倒的な携帯電話会社だが、非常に過小評価されている。契約者数は9億人にも上る。通信事業はスケールが重要な事業だ。規制により1契約当たりの月間売上高（ARPU）が抑制されている。中国の携帯電話料金は驚くほど安い、データ量を増やしたプランへと誘導する手もあるはずだ。インターネット用の光ファイバー網も整備しているため、新たな収入源も増える見込みだ。PERは11倍、配当利回りは4.5%。バランスシートがネットキャッシュの状態にあることも、市場が信用リスクを織り込み始める際は重要なポイントだ。

グラクソ・スミスクライン＜GSK＞：製薬会社で、ぜんそくなどの呼吸器系疾患の治療薬を持つ。ワクチンでは寡占的な製品を有するため、新興国市場リスクなしで同市場の人口増に乗じる投資先である。高齢者向けのワクチンも開発しており、米疾病予防管理センターの諮問委員会は50歳超の帯状疱疹（たいじょうほうしん）患者向けの治療薬に同社のワクチンを推奨している。PERは約15倍、配当利回りは4.4%だ。利益成長率は7～8%と健全で、主に内部的成長による点が特筆できる。

ソフトバンクグループ＜9984＞：同社は過剰な投資による失敗の代表で、ショートとする。同社には抑制と均衡が欠けている。アリババなど素晴らしいビジネスモデルへの投資から始まった会社が、悲しいことにビジネスモデルに投資するのではなく、単に流行しているビジネスへの投資に方向転換してしまった。それが終わりの始まりだ。共用オフィスのウィークワークと携帯電話会社スプリント＜S＞に投資したが、これは企業への投資というよりはコンセプトへの投資で、そのコンセプトは黒字化の実現可能性がない。最高の空売り投資のアイデアは、ビジネスモデルのショートになる傾向がある。さらにレバレッジが高ければ、それは紙のトランプで組み立てた家のようにもろい。ソフトバンクはこのようなリスクの典型例だ。

アップル：やはりショートで、同社はテクノロジー企業のように見られるが実は家電企業だ。製品にはヒットもあれば失敗もあるもので、それが売上高に大きな影響を及ぼす。iPhone（アイフォーン）は発売当時なら革命的なスマートフォンだったが、今やさほど競争優位性があるわけではなく、むしろ他社に追い付こうとしている面も多い。サービスへの方向転換に関しても、アイフォーンの販売台数が重要だ。大部分のサービスにおいて、音楽ではスポティファイ、コンテンツではネットフリックス、アマゾン、ディズニー＜DIS＞など資金力に恵まれた競合がいる。競合他社が顧客をつなぎ止めるためコンテンツ制作に数十億ドルを投じている事実だけでも中核的事業の困難さが分かる。アップルは未来ではなく過去の優良企業で、好材料は全て織り込み済みだが、悪材料は織り込まれていない。

ネットフリックス：株価は競争の激化を織り込んでいないためショートとする。コスト上昇を料金に転嫁できればよいが、競争の激化でそれはできず、利益率が侵食されている。ディズニーも同種のサービスをかなり低い料金で開始すると発表しており、ネットフリックスも値下げせざるを得ず、これが終わりの始まりとなる。国際的な機会も過大評価されている。海外の人の多くは地元のコンテンツの方が好きのため、地元の会社が強い。負債が多いのも破滅に向かうシナリオだ。営業レバレッジ悪化に財務レバレッジが重なれば、死のスパイラルに陥る可能性がある。

グローバル・ペイメンツ＜GPN＞：決済処理システム提供会社でショートとする。キャッシュレスへの移行が話題をさらい、多くの資金がこのテーマに向かって流れ込んだ。同社は買収に積極的で、株価は非常に好調なパフォーマンスを維持してきたが、格付けは投機的水準にある。純負債／利払

い・税引き・償却前利益（EBITDA）倍率は2.5倍と高くないので、負債が問題なのではない。格付け会社はビジネスモデルに懸念を持っている。市場では、同社がソフトウェア会社を買収したので、デジタル決済の世界へとうまく移行できると考えられている。しかし、過去の事例によると、次世代の決済プラットフォームには古いテクノロジーを背負うのではなく、全く新しい技術が必要だ。同社が買収した企業はどうやら大半が古いテクノロジーの会社のようなのだ。

時価総額に負債を加えた企業価値（EV）を税引き後営業利益（NOPAT）で除したEV／NOPAT倍率は非米国会計基準（GAAP）ベースで26倍であり、高い成長率でなければこの高いバリュエーションは正当化できない。また、GAAPベースでは37倍と非GAAPベースとの開きが大きい。同社は利益を多く見せるような費用計上の方法を使っているからだ。

■ ヘンリー・エレンボーゲン氏の推奨銘柄

XP<XP>：われわれは以前からXPを追跡していたが、12月に新規株式公開（IPO）された。ビジネスモデルを最も簡単に説明すると、ブラジルのチャールズ・シュワブ（米国の大手ディスカウント証券会社）だ。ブラジルでは、個人金融資産の90%が依然として5大銀行を中心とした独自金融商品に吸収されている。25年前にシュワブが本格的に事業を始めた時の米国も似た状況で、独自金融商品が存在し、手数料は高く、投資家にとっての選択肢は乏しかった。XPはブラジルで初めて、真のオープンプラットフォームを開発し、今日では6000人のファイナンシャル・アドバイザーと120のミューチュアル・ファンド・ファミリーがこのプラットフォーム上に存在する。基本的には既存の銀行よりも手数料が安く、全ての人に良い仕組みになっている。



Henry Ellenbogen, Photograph by Jeff Brown

XPのシェアはわずか4%にすぎないにもかかわらず、ブラジルでの顧客の増加分の25%を獲得しており、昨年は90%の増収だった。3～4倍の成長が見込める企業であり、そうなるとPERは20～25倍程度となり、株価は基本的に2倍か3倍になるだろう。米国での昨年12月のIPOでは大成功を収め、数十億ドルを調達しており、今後大きな成長が見込めるとわれわれは考えている。

レッドフィン<RDFN>：オンライン不動産仲介会社で、昨年のミッドイヤー・ラウンドテーブルで推奨して以降株価は17～18%上昇した。私たちは、今後5～10年の間に、伝統的な業界で全国と地方のプラットフォームを合わせた企業が多数存在するようになると考えており、レッドフィンは不動産セクターでそれを実現する十分な可能性があると考えている。レッドフィンは、住宅取引に興味のある消費者を引きつける強力なウェブサイトを持っており、仲介業者の生産性を高めるツールも提供している。平均的なレッドフィンのエージェントは国内の平均的な不動産業者の3倍の取引を成約させている。レッドフィンはその効率性をより低い手数料という形で再投資することができる。

レッドフィンで家を売却する場合の手数料は、通常の2.5～3%ではなく1%だ。そのため同社はシェアを獲得することができた。第3四半期末時点での不動産取引のシェアは1%に満たなかったが、緩やかにしか拡大していない市場で、同社は20%前後で成長している。この効率性により、今後もシェア拡大が続くとわれわれは見ている。シアトル、ワシントン、ボストンなどの主要大都市では、レッドフィンのシェアは5%近い。特にバイサイドでは、取引の一部に住宅ローンも提供し始めている。

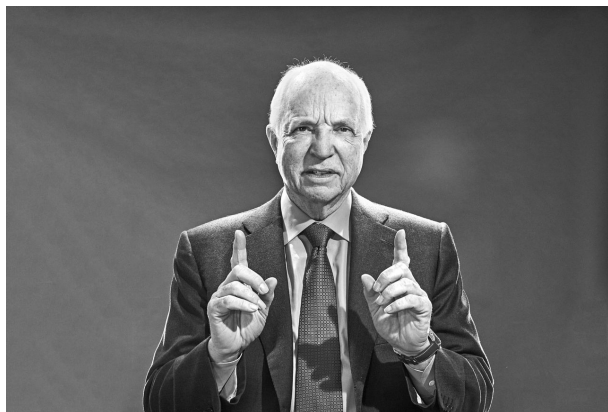
これが重要な理由は、ローンも提供すると、取引ごとに2倍の粗利益を上げられるからだ。この種の長期的な勝者のバリュエーションは利払い・税引き前利益（EBIT）の20～25倍が適当で、すなわち時価総額は35億～50億ドルとなる。現在はまだ20億ドル前後にすぎない。

ブライト・ホライゾンズ・ファミリー・ソリューションズ＜BFAM＞：保育・早期教育サービス提供会社だ。企業幹部と話すと、彼らが一番苦労していることは、最高の人材を引きつけ、維持することだと言う。ブライト・ホライゾンズは設立後約20年の企業だが、同社の重要な革新的発見は、保育は親のみでなく人を雇用する会社側のためでもあるということだ。同社の事業は二つの部分から成り、そのうち約60%に当たるのが1100カ所の保育所である。成長率はさほど高くない事業だが、悪くはない。われわれが特にわくわくするのは、売上高が3億ドルの子供の保育バックアップを提供する事業だ。例えば、私の6歳の子供の世話をする人が病気になり、子供の面倒を見る人が必要になったら、ブライト・ホライゾンズに電話をかけると、子供を保育所に預けることもできるし、代わりに面倒を見る人を自分の家に派遣してもらうことも可能だ。このサービスは従業員の福利厚生として企業に販売されている。

同社は競合他社の約10倍の規模で、特に自社のサービス向上のためにテクノロジーに投資している点が素晴らしいとわれわれは考えている。昨年まで私はデンバーのコールセンターに電話をかけなければならず、その後に利用可能かどうか担当者が確認しなければならなかったが、今や視覚的に利用可能性が分かるようになっており、利用者の不便が取り除かれた。バックアップケア提供は通常の保育所事業の2倍以上の利益率を誇り、昨年はそのバックアップケア事業が加速し始めた。より良いビジネスモデルの方が加速しており、現実的な問題を解決できる事業でもある。ブライト・ホライゾンズは、3～4年間は2桁台前半から半ばの成長が十分可能であり、利益成長に伴い同社株は上昇するとわれわれは見ている。2021年のEPSは5ドル前後と予想される。PERは28～30倍程度だが、バックアップケア事業がうまくいっていると思われるため、われわれの予想はコンセンサスを少し上回っている。

サービスマスター・グローバル・ホールディングス＜SERV＞：サービスマスターは害虫駆除における2大企業の一つで、新たな経営陣の下で回復が期待される企業だ。基本的にEBITDAは5年間横ばいだ。しかし、極めて良好なキャッシュフローが望めるエンドマーケットは年率4～5%で成長している。2020年はゆっくりだが着実な改善が見えてくる年で、2021年にかけて加速していくとわれわれは考えている。新経営陣が1億ドルのコストを損益計算書に計上しなければならなかったため、ここ2～3年は良い銘柄とはみなされてこなかった。第3四半期には、シロアリ事業に関連する負債に関する懸念が持ち上がった。われわれはこれについて十分な調査を行ったが、国内のある地域の一つのタイプのシロアリに限定されていた。サービスマスターは耐久力のある事業だから選好している。前回の景気後退でも増収を維持した。そしてこの成長の理由の一部は、人々が南方に移動し、地球温暖化が害虫の生存により良い条件を提供していることにある。また、一般的に米国の消費者は、自分でやるよりも人にやってほしがる傾向になっていることも追い風だ。

■ ウィリアム・プリースト氏の推奨銘柄



William Priest, Photograph by Jeff Brown

負債を返済する、既存事業に再投資する、または買収を行う、のいずれかしかない。当社の場合、負債の圧縮を選択している。

ボシュ・ヘルス・カンパニーズ<BHC>（旧バリアント・ファーマシューティカルズ）：カナダの医薬品・医療機器メーカーだ。過去の実績は芳しいものではなく、多くのヘッジファンドが大きな損失を被っている。同社は眼科、皮膚科、消化器科、その他製品の四つの部門から成り、売り上げの成長率は4~6%で、EBITDAの成長率は恐らく5~8%だ。株価は29ドルで、1株当たり利払い前キャッシュフローの2020年度予想額約7.75ドルの4倍だ。ボシュのような企業の場合、最高財務責任者（CFO）やCEOがそのキャッシュフロー

でできるのは、配当を払う、自社株を買い戻す、

2016年以降で78億ドルを返済した。キャッシュフローを借入債務の返済に充当すれば、EVに占める株式時価総額の割合が上昇し、株価に反映される。これを段階的に実施することで、株価は50%上昇する見込みだ。

武田薬品工業<4502>：2019年は株価が22%上昇したが、まだ過小評価されていると思う。武田は昨年アイルランドの製薬会社であるシャイアーを買収しており、シナジー効果により2022年3月までに約20億ドルを節減できる。債務の圧縮がカギとなるが、買収時4.7倍だった純負債／EBITDA倍率は現在3.9倍だ。最終的には2倍まで下がると考える。配当利回りは4%だ。中核的営業利益率30%を経営目標としており、今後数年は年率で2桁のリターンが見込める。

ウォルト・ディズニー：昨年の株価は好調だった。PERは高いが、ディズニーは非常に成功している。これまでのビジネスモデルをさらに発展させ、PaaS（プラットフォーム・アズ・ア・サービス）企業へと変貌しつつある。最終的には、テーマパークも商品も、ディズニーの全てがバンドルされることになるだろう。コンテンツの種類ごとに第三者にライセンスするのではなく、全てのコンテンツを自社に取り込むことで、さらなる価値の創造が可能となる。そうすることで、資本配分もより効率的になるだろう。

この戦略には執行リスクもあるが、うまくいくはずだ。創造性の高い人材を重視し、運営、マーケティング、財務、および技術上のインフラを共有することで、ディズニーは製品や作品、キャラクターの会社から、さまざまな媒体や形式で一年中ストーリーを販売する会社へと変貌する。そうすることで、同社のフリーキャッシュフローは徐々に成長していくはずだ。成功すれば、今後も素晴らしい株価が期待できる。

今期のEPSは6ドルを超える見込みだ。ビジネスモデルの変革に成功し、利益率と資本利益率が向上すれば、200ドルの株価もあり得る。10年間そのままにしておけば、群を抜く株価となると見込まれる。

センチーン<CNC>：医療保険会社で、メディケイド（低所得者医療保険制度）およびヘルスケア・エクスチェンジ（オンラインの健康保険市場）分野をリードする。ウェルケア・ヘルス・プランズ買収後の2019年度プロフォーマベースで、売上高は約1000億ドル、EBITDAは50億ドルと推

定される。合併後は50州で2300万人の保険加入者を擁し、全米第5位の医療保険会社となる。シェアの拡大と、州レベルでメディケイドプログラムから民間保険への移行を推進することで、1桁台後半の内部成長率を維持できると考えている。

提案依頼があった場合のセンチーン受注率は80%と業界トップレベルだ。合併後は、営業レバレッジとシナジー効果により利益率が15~30ベースポイント（bp）改善する見込みである。大きなリスクがあるとすれば、国民皆保険が実現する場合だ。そうなると全てが絵に描いた餅となるが、その可能性は極めて低いだろう。現在の株価は61ドルだが、今年25%上昇する可能性がある。

ウッドワード<WWD>：産業用コントロールシステム製造業者だ。時価総額は約80億ドルをやや下回っている。同社は航空宇宙産業や工業製品分野における高品質のサプライヤーで、株価は120ドル前後だ。企業価値は約90億ドルで、発行済株式数は6500万株である。

航空宇宙および防衛分野における今年度の売上高は約20億ドルで、同社の売り上げの65%を占め、利益では75%に達する。この分野では、燃料システム、コックピット制御、およびアクチュエーターシステムなどを製造販売している。こうした技術は工業製品分野でも活用されている。同社の投資ストーリーではフリーキャッシュフローが重要だ。同社はナローボディ機用のエンジンであるCFM製のLEAPおよびプラット&ホイットニー製のGTFに対応するため、多額の設備投資を行って工場能力を引き上げた。ボーイング737 MAX問題が悪化すると、同社にも影響が及ぶが、737 MAXの飛行は2020年中に再開されるだろう。

フリーキャッシュフローの増加は加速し始めており、2021年度は4億7500万ドル、1株当たり7.70ドルに達すると思われる。この1株当たりフリーキャッシュフローを約20倍すると155ドルとなり、現在の株価を約25%上回る。ウッドワードは、キャッシュフローから利益を生み出すことに成功してきた実績がある。

注：ラウンドテーブル後、ウッドワードは同じく航空宇宙業界のサプライヤーであるヘクセル<HXL>との株式交換による合併を発表した。合併発表後のプリースト氏のコメントは以下の通り。

最近発表されたヘクセルとの合併は、第3四半期に完了する見込みである。ヘクセルの設備投資計画を調整し、合併によるシナジーを実現することで、フリーキャッシュフロー予想は上方修正されるだろう。

■ メリル・ウィトマー氏の推奨銘柄

推奨銘柄はあまりない。多くの企業を分析しているが、現在の株価は数年後の目標株価に既に達しているか、これを上回っているため、バリュー投資家にとって選択肢は少ない。

ベッド・バス・アンド・ビヨンド<BBBY>：生活用品小売りチェーン企業だ。元従業員や競合会社の話を聞いて知っているのだが、同社の従来の経営は本当に拙劣だった。しかし、新CEOとして小売りチェーン大手ターゲット<TGT>出身のマーク・トリトン氏が着任した。同氏は素晴らしいCEOであり、ターゲットで成功したロードマップを当社でも実行に移してくれるだろう。



Meryl Witmer, Photograph by Jeff Brown

トリトン氏は、実店舗と電子商取引を情報管理システムで統合する強力なオムニチャネルの小売業を構築する方法が分かっている人物だ。同氏が、小売り企業では2番目に重要なポジションとも言える商品政策責任者としてターゲットに入社した時、ターゲットの状況は芳しくなかったが、同氏が入社すると1年目で既存店舗の売り上げは1%増加し、翌年はさらに約5%増加した。その翌年も約5%増加した。ターゲットの前は百貨店チェーンのノードストローム<JWN>で自社ブランド事業を担当し、担当事業の売り上げが劇的に増加している。同氏は商品の改善と自社ブランド製品のコスト引き下げを重視する。

重要なのはトリトン氏の報酬パッケージだ。同氏のベッド・バスにおける報酬は、基本給が約100万ドルから120万ドル、目標達成によるボーナスは75万ドルで、残りは全て同社の株で受け取ることになっている。その金額は同氏の成績により変わってくるが、約700万ドルから1000万ドルだ。これは同氏が希望したことであり、同氏にはその方が自分に有利と考える理由があるわけだ。

同社が予想する今年度のEPSは2ドルなので、利益率は3%程度。トリトン氏なら、調達を見直し、コストを削減し、売上高を少し伸ばすだけで、今後数年で最大6%まで利益率を改善できる。EPSは4~5ドル程度に増えるはずだ。PERは最低でも9倍か10倍、成長軌道に乗ったとなれば、恐らくそれ以上になるだろう。従って、株価は今後3年間で現在の16ドルから約45ドルまで上昇すると考えている。株価3倍銘柄だ。

ベッド・バスは第3四半期の決算を今週発表するが（訳注：8日に発表済）、株価は下がると予想する。株価上昇のストーリー実現には時間がかかるので、この押し目で買っておくのが良い。

ラファージュホルシム<LHN.スイス>：スイスのセメント・石灰骨材メーカーで、昨年のミッドイヤー・ラウンドテーブルで言及した。株価は上がったが、極めて良い株なので、再度言及しておきたい。同社は困難な合併によって生まれた企業であり、従来の経営には問題があったが、現在はヤン・イエニッシュ氏（建築・土木・工業用化学製品大手シーカAGの元CEO）とジェラルディン・ピコー氏（光学製品大手エシロールの元CFO）のダイナミックなペアが同社を率いている。両氏は、経営再建のため経費を削減し、資産売却によってバランスシートを整理した。また、現地経営陣の裁量権を拡大し、起業家精神の醸成を図っている。そうした施策を容赦なく推し進めている。

2019年度のEPSは3.40~3.50スイスフランになる見込みだ。成長率は通常4~5%であり、フリー

キャッシュフローを借り入れの圧縮に充当すれば、2021年にはEPSは約4.30スイスフランまで成長すると予想される。同社の減価償却費は設備維持に必要な投資額を上回っている。約5億6000万スイスフランを超える金額が利益に加われば、2019年度の1株当たりのフリーキャッシュフローは4.75スイスフランとなり、2021年には5.66スイスフランまで増加する。この2021年から2022年の期間に物事がうまく運べば、税引き後のキャッシュフローは5.65スイスフランから多分6.55スイスフランまでのレンジとなり、株価は今後1～2年で少なくとも70ドル（67.50スイスフラン）になるだろう。さらに3.85%の配当利回りが加わる。そして、これが基本シナリオだ。

欧州連合（EU）の二酸化炭素排出枠とその削減基準が変更となり、欧州のセメント価格が改善すれば、EPSとフリーキャッシュフローは50セント～1ドル上積みとなる可能性がある。ドイツとスペインの零細企業の多くは、二酸化炭素削減基準順守のために必要となる投資を行うよりも廃業を選び、市場全体の供給力は減少すると予想する。その結果、セメント価格は現在の1トン当たり70～80ユーロ前後から90～100ユーロへ上昇するだろう。

さらに、セメント工場の新設は極めて難しい。欧州では必要とされていない。米国でも、仮に可能であるとしても、10年にかかる。米国では、むしろ設備稼働率が上昇すると考えるべきだ。当社の分析では考慮に入れていないが、そうした要因で価格が最終的に1トン当たり10ドル以上上昇する可能性がある。

ランクセス＜LXS.ドイツ＞：ドイツの特殊化学製品メーカーで、昨年推奨したが改めて推奨したい。株価は2019年に約50%上昇して現在約59ユーロ、時価総額は約50億ユーロとなっている。過去1年間、欧州内外のマクロな経済環境が非常に弱かったにもかかわらず、同社は目標数値を達成した。引き続き事業構造の改善に取り組んでおり、業績の伴わない非中核事業は売却し、資金を回収している。

最近、ケモンディスという化学品のオンライン販売会社を設立し、1年もせず取引高が1億5000万ユーロに達している。同社は、基本的には化学品の企業間小規模取引を扱っているが、非常に複雑なビジネスで、全ての化学物質についてカタログが必要となる。そこにニッチがあり、劇的に成長しつつある。まだ利益に貢献する段階ではないが、成長が続けばかなりの資産となるだろう。

世界経済に多くの課題がある中、ランクセスは極めて巧妙に経営されているが、とりわけ注目に値するのが、同社の保有する資金規模だ。同社は現在約10億ユーロのキャッシュを保有しており、これに工業団地の運営事業者であるカレンタの株式を売却した代金の6億ユーロが加わる。同社は戦略的な買収ターゲットをリストアップしているが、買収価格については適正と判断する水準から逸脱しないような規律が確立されている。同社には戦略があり、過去何件かの買収で非常に大きな成功を収めている。

買収がなければ、2020年のEPSは4ユーロ前後で、設備維持に必要な投資額を超える減価償却費を加えると、フリーキャッシュフローは5.65ユーロ前後。カレンタ売却後の余剰キャッシュは総額で約15億ユーロ、1株当たりでは17ドルとなる。当社の素晴らしい経営陣であれば、この資金を戦略的に活用するだろう。税引き後で12%の投資利益率を確保できるとすれば、収益力は1株当たりで2ユーロ増加する。PERを12倍とすると、現在の目標株価70ドルに24ドルが上乗せとなる。株価100ドルも視野に入ってくる。余剰キャッシュを投資に回さなければ、70ドルから80ドルにとどまる。現在の株価は60ドル前後だ。上値余地しか考えられない。

By Leslie P. Norton

(Source: Dow Jones)

6. 強気相場を終わらせる存在に気を付けろ - Beware This Looming Stock

[コラム]

Market Killer

債券利回りの上昇に警戒を 貿易合意は見掛け倒しか

■ 賃金上昇がインフレをもたらし、債券利回りが上昇



Getty Images

債券市場はこれまで株式市場にとって最高の友人だった。ダウ工業株30種平均（NYダウ）が3万ドルの節目を超える上で、債券市場が最大の障害となる可能性はあるだろうか。

債券は二つの意味で株式を支えてきた。債券利回りが低いことで、株式の相対的な魅力が増し、株式以外の選択肢はないという見方が生じた。S&P500指数の配当利回りは10年物米国債利回りの1.83%とほぼ等しい。債券利回りの低さは企業の借り入れを促している。調査会社ディールロジックによれば、年初来の投資適格債とハイイ

ールド債の発行額は既に600億ドルを超え、2018年の同期間の発行額を約66%上回る。低利回りによって支払利息は減少し、1株当たり利益（EPS）を押し上げるための資金調達は容易になった。

株式と債券の共生関係は株価指数を過去最高値に押し上げてきた。しかし、この関係は予想外の債券利回りの上昇によって脅かされる可能性がある。現在、インフレはほぼ消滅したと考えられている。だが、一部のエコノミストは、インフレが死んだという見方は大幅に誇張されていると語る。

BCAリサーチのチーフグローバルストラテジスト、ピーター・ベレジン氏によれば、債券利回りが大きく上昇するのは、インフレ率が急上昇する場合に限られる。同氏は、生産性が大幅に向上しない限り、賃金の伸びの加速が単位当たり労働コストを高め、価格が上昇しやすい状況を生み出すと述べる。本誌の見方を付け加えると、企業が労働コストの上昇を転嫁できない場合、過去の事例からみて利益率は低下する。価格が上昇すれば、債券利回りも上昇するか、あるいは企業が売上高と市場シェアを維持するために労働コストの上昇を吸収することとなる。いずれも株式にとってプラスではない。

左派の主張とは異なり、賃金は既に勢いを増している。12月の雇用統計で平均時給の伸びが前年比2.9%にとどまったことを受けて、民主党のアレクサンドリア・オカシオコルテス下院議員は「NYダウは上昇するが、賃金は上昇しない。格差が端的に表れている」とツイートした。

グリーン・キャピタルの経済アドバイザー、ジョン・ライディング氏とコンラッド・デクアドロス氏は、実際の賃金の伸びは雇用統計の数値を大きく上回っていると主張する。アトランタ連銀の賃金追跡指標によれば、賃金の中央値は前年比3.7%上昇した。両氏は差異の原因として複数の要因を挙げる。まず、雇用統計の賃金に関する質問は回答率が悪い。さらに、ベビーブーマー世代（一般に賃金が高い）が退職し、賃金サンプルから除外されることで、平均時給に低下バイアスがかかっている。最後に、低賃金労働者の参入が平均時給をさらに引き下げている。アトランタ連銀の中央値データはこれらのゆがみを軽減している。

バンク・オブ・アメリカ（BofA）のエコノミストは、米連邦準備制度理事会（FRB）が昨年「保険として」利下げを実行したことを指して、「FRBは新たなハト派態勢に入った」と主張する。以前ならば、サイクル半ばでの利下げが行われるのは、金融危機や大幅な景気低迷時に限られていた。今回は資本市場が好調で、経済成長率が潜在成長率を上回り、雇用の伸びが堅調であるにもかかわらず、FRBは利下げを実施した。BofAのエコノミストは、「FRBの狙いは貿易戦争の影響の相殺だけではない。次のリセッション（景気後退）に備えて、労働市場が堅調で、インフレ率が2%を上回る状態を維持したいと考えている」と述べる。

中央銀行が2020年を通じて短期金利を据え置き、流動性が豊富な状態を保つことは確実だ。このことは、長期金利が上昇しないという意味ではない。米財務省が16日に発表した通り、米国政府が20年物国債の販売を開始すれば、長期債の供給は増加する。世界ではマイナス利回りの債券の残高が昨年8月の18兆ドルから11兆ドル強まで減少した。これにより、米国の債券利回りの下押し圧力は弱まっている。

BCAリサーチは、債券利回りが上昇するという予想に基づき、短期債や物価連動債を推奨している。2018年末に債券利回りが3%強に上昇した時は、株価が20%近く下落した。長期金利が上昇した場合、そのペースが2018年末より緩やかであっても、NYダウが3万ドルに達する妨げとなる可能性がある。

■ 貿易合意が経常赤字の縮小につながらない可能性

先週の米中両国による第1段階の貿易合意は非常に歓迎された。合意では、中国が2000億ドル以上の米国産品を購入することとされており、トランプ大統領にとって政治的にプラスとなる。一方、1970年代のようなコモディティー価格の高騰が発生する可能性は低い。



Photograph by Karen Bleier/AFP via Getty Images

キャピタル・エコノミクスのチーフコモディティーエコノミスト、キャロライン・ベイン氏は「中国が再び主要な購入者となったことは、米国の農家とエネルギー生産者に恩恵をもたらす可能性がある」と述べる。中国は今年と来年にかけて、米国のエネルギー商品を524億ドル購入することを約束した。これに対して、2019年1～11月における米国の原油、石炭、液化天然ガス（LNG）の全市場に対する輸出額は合計800億ドルだった。中国政府が約束を果たすには、シェールオイルによって原油とLNGの生産量が増加するとしても、米国のエネルギー輸出の半分が中国向けとなる必要がある。

農産物に関しては、中国は今後2年で輸入額を320億ドル引き上げるとしている。ベイン氏はこの目標について、「無理があるように思われる」と語る。輸入の大部分は大豆となる見込みだが、他の農産品を含めても、米国が中国の輸入目標を満たすのは困難だと同氏は指摘する。中国における米国産品の販売額増加は競合国のシェア低下につながるだろう。米国の生産量が増加することで、他国からの供給が過剰となり、世界のコモディティー市場において価格の下押し圧力が生じる可能性がある。

JPモルガンのチーフ米国エコノミスト、マイケル・フェローリ氏の簡単な推計によれば、貿易合意が米国の貿易収支や国内総生産（GDP）に重要な影響を与える見込みは小さい。経常赤字（貿易赤

字とほぼ同じ）は貯蓄から投資を引いた差異に等しいため、経常赤字の縮小は、投資に比べて貯蓄を増加させることを意味する。しかし、「多くの人は、貿易政策の不透明感が低下することで投資が増加すると期待している。これは合意によって経常赤字が縮小するという主張に反する」とフェローリ氏は述べる。

米国政府は第1段階の合意とともに、中国に対する為替操作国の認定を解除した。ベテランエコノミストのジョージ・マグナス氏は「2019年の為替操作国認定はあくまで政治的なものだ。人民元は自由な変動相場制ではないが、大幅な過大評価や過小評価はされていない」と指摘する。16日に米財務省が発表したデータは、中国政府がドル建て資産を購入することで意図的に人民元を押し下げてきたという主張に反する。それどころか、中国は2019年1～11月に1200億ドル以上の米国債を売却していた。このような動きは人民元を押し上げる傾向がある。

貿易合意には世界経済の成長を減速させた分の価値があったのだろうか。ルネサンス・マクロ・リサーチの政策アナリスト、スティーブン・パブリック氏は、「その答えは政治的なイデオロギーに大きく左右される」と主張する。

同氏はこう語る。「トランプ大統領の手法を批判する向きはこう主張するだろう。第1段階合意による米国産品の購入は、貿易摩擦の当初から中国が意図していたものだ。知的財産権と金融サービスの分野における多くの改革は、中国によって既に発表されていた。そして、ほとんどの関税は維持されている。一方、トランプ大統領の手法の支持者はこう言うだろう。関税によって中国を交渉のテーブルに着かせることができた。交渉が長引いたのは意図的なものだ。中国のリーダーが合意の前に改革を発表し、主導権を握っているかのように見せるための時間を与える目的だった。関税をほとんど引き下げずに譲歩を引き出したのは、大統領が良い取引をした証拠である」

トランプ大統領は選挙時の主要な争点の一つで当面の勝利を収めた。しかし、パブリック氏は、有権者が貿易合意を11月の大統領選にとってプラスと判断するかはまだ不明だと言う。今のところ、市場は第1段階合意の成果に満足している。特に、12月15日に発動予定だった関税引き上げを回避できたことが大きい。ハイ・フリクエンシー・エコノミクスのチーフエコノミスト、カール・ワインバーグ氏は、「貿易に関しては、ほとんど成果がなくてもゼロよりは良い」と話す。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. マットレス業界に旋風起こしたキャスパーがIPOへ - How Tech Flipped the Mattress Business

実店舗も生かしたマーケティングに強みも、黒字化は道半ば

[ハイテク]

■ 未公開市場での評価額は10億ドル強



Photograph by Rachel Murray/Getty Images for Casper Sleep Inc.

マットレス業界は長年にわたり無慈悲な競争にさらされた生活必需品業界として知られ、通常であればハイテク企業を取り上げる本コラムのネタとなることはない。ところが、テクノロジーがマットレス業界をも変えようとしている。それを示す好例が、オンラインでのマットレス販売を手掛ける新興企業のキャスパー・スリープだ。その企業価値は未公開市場で10億ドル強と評価されており、同社は最近、新規株式公開（IPO）を申請した。

キャスパーはこの10年近くでマットレスの購入を面倒な用事から効率的で顧客に優しいプロセスへと変えてきた。こうした進化は、配送用ボックス

に丸めて収納できる発砲マットレスの開発から始まったが、同社の成功はオンラインマーケティングと消費者直販戦略によるところが大きい。

■ オンライン販売で採取したデータを実店舗での販売に活用

キーバンク・キャピタル・マーケットによると、オンラインのマットレス・ブランドの売上高は今年170億ドルの米国マットレス市場の14%を占めている。この割合は2014年にはほぼゼロだった。

キャスパーはIPOの申請書類の中で、「高度なデータ主導の総合的マーケティング戦略でブランド力を高めてきた」と述べ、ソーシャルメディアにおける言及件数が過去5年間で10億件に上ったとしている。

その一方で同社は電子商取引の限界についても申請書類の中で説明している。

同社は実店舗を60店保有しており、将来的に200店に増やす可能性があると言う。インターネットで生まれた企業にしては実店舗の数が多い。その理由は、「実店舗における当社のプレゼンスは電子商取引チャネルを補完するものであることが実証されている」からだ。実店舗が存在する都市のオンライン売上高の伸び率は実店舗のない都市を平均で100%超上回っているという。

いわゆるオムニチャネルのトレンドは目新しいものではない。小売り大手のウォルマート<WMT>や百貨店チェーンのノードストロム<JWN>といった伝統的な小売業者がオムニチャネル戦略を唱えることは多い。だが、キャスパーのような新興企業がオムニチャネルを標榜すると、より大きな意味を持つ。

カナダのネットショップ作成プラットフォーム提供大手、ショッピファイ<SHOP>は、オンライン販売を本業とする同社の顧客企業にとって実店舗は必要不可欠なツールとなっていると指摘する。

同社のディレクター・オブ・プロダクトであるアーバン・ポッドデュチュリ氏は、「ショッピファイの顧客であるブランドにとって、オンライン販売サイトを立ち上げて実験を行い、さらに販売を開

始して売上高が一定の規模に達すると、実環境でブランドを広めるための方法を考え始める、というのが共通した道筋となっている」と言う。さらに同氏によると、グーグル、インスタグラム、フェイスブックなどのプラットフォームにおけるマーケティングへの不協和音が高まっており、しかもコストが上昇している。「これらのチャンネルは今や非常に混雑している。近い将来、顧客獲得コストは商品コストを超えるだろう」。

ポッドデュチュリ氏によると、オンライン小売業者は需要を予測したり最高の立地を割り出したりするためにオンライン販売データを使用している。

■ マーケティング投資が黒字化への足かせ

ところがキャスパーはここきて、「経済の実態が変化する中ではハイテク企業の歩みは遅くなる」という問題に直面している。同社は残念ながら、2019年にIPOを果たしたものの株価がアンダーパフォームしているハイテク企業と、大きな野心、巨額の赤字、黒字化のめどが立っていないことなど、多くの特徴を共有している。

配車サービスのウーバー・テクノロジーズ<UBER>がIPO申請書類で「世界の交通市場の規模は数兆ドル」と述べたのと同様、キャスパーは「世界の睡眠関連市場」の規模は4320億ドルだと述べている。この数字には寝室家具、マットレス、寝具などが含まれる。こうした夢のような到達可能市場は、投資家による同社への信頼感にとってプラス要因とはならないであろう。投資家は黒字化への具体的な道筋を求めている。同社の直近4四半期の赤字額は、それ以前の1年間の8900万ドルから9500万ドルへと拡大した。

同社は赤字拡大に関する本誌からの質問に回答しなかったが、膨大なマーケティング費用が要因の一つであることは間違いない。同社によると、2016年1月から2019年9月までのマーケティング投資額は4億2300万ドルだった。

ハイテク企業であろうとなかろうと、やはり数字が重要である。これはウーバーやその同業であるリフト<LYFT>、共用オフィスのウィークワークが2019年に残した教訓である。そしてキャスパーの数字は、主幹事を務める銀行の担当者を今後数週間にわたり夜眠れなくする要因となりそうだ。

By Tae Kim
(Source: Dow Jones)

8. コムキャスト、動画配信サービスを開始へ - A Former Peacock Pooh-Pooh Is Warming to NBC's Streaming Plan ネット動画配信市場は群雄割拠、後発に勝ち目は？

[動画配信]

■ 傘下のNBCユニバーサルが4月から「ピーコック」

ケーブルテレビ大手コムキャスト<CMCSA>傘下のメディア企業NBCユニバーサルは1月16日、インターネットでの動画配信サービス「ピーコック」を4月から開始すると発表した。

NBCユニバーサルによれば、「ピーコック」では生放送のニュース番組、オリンピックを含むスポーツ中継、人気俳優によるオリジナルコンテンツ、「ワイルド・スピード」や「ミニオンズ」等のユニバーサル・ピクチャーズの映画に加え、ネットフリックス<NFLX>やユーチューブ等の他のネット動画配信サービスで人気の過去作品も視聴できる。

最も注目すべきなのはその価格だ。「ピーコック」では約半数のコンテンツは無料で視聴できるが、1カ月当たり4.99ドルのプランを契約すれば4Kの高画質でオリジナル作品やその他プレミアム動画が追加で視聴できるほか、一部の番組をテレビで放送されるよりも先に視聴できる。無料プラン及び4.99ドルのプランでは1時間当たり5分以下の広告が流れるが、視聴者は1カ月当たり9.99ドルの広告なしのプランを選択することもできる。コムキャストと大手メディアのcockooの契約者には4.99ドルのプランが無料で提供される。



Photograph by Jason Hoffman/Peacock

米国での「ピーコック」事業関連への投資は、コムキャストの利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）を今後2年間の合計で20億ドル引き下げる。同社の計画では、2024年までに3000万～3500万人の契約者を獲得することにより25億ドルの収入を見込んでいる。その頃には、調整後EBITDAベースで損益分岐点に達する計算だ。

当然ながら、投資家は「調整後」という表現に警戒しているが、一方で同社の契約者数の見通しは保守的に思える。ウェドブッシュ・セキュリティーズのアナリストであるダニエル・アイビス氏によれば、「ピーコック」はサービス開始から12～18カ月で2000万人の契約者を獲得する見通しだ。

■ 投資家が注目すべき三つのポイント

16日のプレゼンテーションで、NBCユニバーサルは、競争の激しい動画配信サービス市場において「ピーコック」が頭一つ抜け出すための方策を語った。同社によれば、「ピーコック」はネットフリックスやメディア大手ウォルト・ディズニー<DIS>のサービスより安く、かつメディア大手バイアコムCBS<VIAC>の「プラート」のような他の広告付きのサービスよりも高品質のコンテンツを提供する。さらに、NBCユニバーサルのスティーブ・バーク会長は投資家が興味を持つと思われるポイントを二つ挙げた。第一に、人気番組「サタデー・ナイト・ライブ」でエディ・マーフィ

が最近約30年ぶりに出演した回のテレビでの視聴率は38%と、1984年12月に同氏が出演した回の視聴率を下回った。しかし、オンデマンドと動画配信の視聴者を考慮すると視聴率は66%となる計算だ。「こうした大きな視聴者層を収益化する余地は大きい」とバーク氏は語る。

第二に、既存の動画配信サービスの過半数は広告付きということだ。なぜならば、ユーチューブはすべてのサブスクリプション方式の動画配信サービスの合計よりも多く視聴されている。動画配信業界について語られる時、ユーチューブの親会社である大手インターネット関連企業アルファベット<GOOGL>はしばしば除外されることもあるものの、今やユーチューブは非常に巨大なサイトになっている。例えば、「デュードパーフェクト」という驚異的なトリックショット動画を配信するグループのユーチューブにおけるチャンネル登録者数は4800万人で、「ピーコック」が今後4年間で見込む契約者数よりはるかに多い。

プレゼンテーションでは語られなかったが、筆者が第三のポイントを加えよう。コムキャスト株に投資する上で「ピーコック」はいわばサイドショーにすぎない。高速インターネット回線事業こそがメインである。ウェルズ・ファーゴ・セキュリティーズのアナリストの推計では、高速インターネット回線のための契約者の利益率はケーブルテレビのための契約者の利益率よりも20%ほど高くなっている。さらに、同証券によれば「コードカッター」（ケーブルテレビの契約を止めた人）は多くの場合、インターネット回線契約をより通信速度の速い高額プランに切り替えるとのことだ。バンクオブアメリカ・セキュリティーズによれば、今年ケーブルテレビ各社は合計で240万人の高速インターネット回線の契約者を獲得すると見込まれ、また次世代通信規格「5G」は一般家庭用の高速インターネット回線の競合とはならないとのことだ。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

9.

増配は当たり前ではない - Range Resources' Reminder: Dividends Don't

[インカム投資]

Always Rise

レンジ・リソースズが配当停止

■ 「債務削減を優先」



Photograph by Peter Kollanyi/Bloomberg

株価は過去最高値を更新し、経済が依然として成長を続ける最近の状況では、減配などありそうにないと考えるかもしれない。実際に多くの企業は最終的には毎年増配しているし、減配や配当停止を回避すべく、あらゆる手を尽くしている。

それでも、毎年増配はあるものと考えたべきではないし、配当の減額や停止はいつ起きてもおかしくないことを意識しておくべきだ。

1月8日、石油やガスの開発・探査を行う中堅企業のレンジ・リソースズ<RRC>は、「債務削減を優先するため」に配当停止を発表した。シェールガス採掘に力を入れる同社はここ数年、四半期ごとに2セントの配当を行っていた。

同社の時価総額は約12億ドルで配当利回りは1.7%だ。直近の株価は4.6ドルで、1月6日に2020年の資本予算を発表した前より若干上昇している。

2019年9月末時点で同社の債務は31億ドル、株主資本は約42億ドルとなっており、負債比率は高い。同社のマーク・シュッチ最高財務責任者（CFO）は最近の米証券取引委員会（SEC）向け届出書で、ここ18カ月間で資産売却によって11億ドルを調達したとしており、「財務力を維持し、さらに高めることが当社の重要な戦略であり、負債削減は優先事項だ。これが当社の設備投資や、引き続き資産売却を続けていく指針となる」と述べる。とはいえ、原油価格の下落や過剰供給の問題を抱えたセクターではあるものの、配当停止という発表は珍しい。

■ シックス・フラッグスの増配に黄信号

堅調な経済成長にもかかわらず、問題を抱えた事業の立て直しのために資本を確保しようと減配を発表する企業も最近いくつかあり、注目を集めている。

たとえば加工食品メーカーのクラフト・ハイツ<KHC>は昨年2月に四半期配当額を36%減額し、1株当たり62.5セントから40セントとした。通信業者大手センチュリー・リンク<CTL>はおおよそ1年前、四半期配当額を1株当たり50セントから半分以下の25セントに引き下げている。

今後、減配の可能性がある銘柄として注目すべきは、遊園地運営会社シックス・フラッグス・エンターテインメント<SIX>だ。これまで9年間増配を続けてきたが、1月6日にウェドブッシュ・セキュリティーズが同社の「中国事業と配当の継続」を懸念材料として投資判断を中立に引き下げて以来、今後の増配を疑問視する見方が出てきている。同社は四半期配当を1株当たり83セントとしており、これを合計すると年間で2億8000万ドルとなる。ウェドブッシュによると、中国事業が悪化した場合、この額を支払うことは困難になる可能性があるという。同社の配当利回りは9.3%で、株価は2019年に約40%下落して直近では35.75ドルとなっている。同社が1月10日に発表したレポートによると、中国内にあるシックス・フラッグのブランドを冠したテーマパークの開発は、「困難な

状況にあり、進展していない」とし、同社の中国でのパートナーであるリバーサイド・インベストメント・グループが「中国のマクロ経済と不動産市場の低迷により困難に直面している」としている。同レポートには、配当についての言及はないが、リバーサイドはシックス・フラッグに対してデフォルト（債務不履行）を起こしたと記されている。

■ ボーイングは737 MAX費用を資金調達でカバー

ウォール・ストリート・ジャーナルは1月6日、航空機大手ボーイング<BA>が、借入れを通じた資金調達を検討していると報じた。これにより、同社は新型旅客機737 MAXに関する費用をまかなうために配当を変更することはないとみられている。同社はここ数年、積極的に増配を行ってきた。2017年末と2018年末には1株当たり20%の増配を発表している。

737 MAXは2件の墜落事故を受けて昨年3月から運航を停止しており、先月には製造停止を発表した。今月、デービッド・カルホーン氏が最高経営責任者（CEO）に就任したばかりだ。同機をめぐる問題は、同社のキャッシュフローにも影響を与えている。2019年1-9月のフリーキャッシュフローは16億ドルの赤字だった（前年同期は112億ドル）。にもかかわらず、同社の配当は依然として手堅い。多くのアナリストは、現在四半期ごとに1株当たり2.055ドルとなっている配当は、増配はないものの当面は維持されるとみている。同社の配当利回りは2.5%、株価は331.5ドルだ。

レンジ・リソーシズ、シックス・フラッグス、ボーイングの配当をめぐる状況はそれぞれ異なるが、要は毎年必ず増配するとは限らない、ということだ。

By Lawrence C. Strauss
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - Preview

[経済関連スケジュール]

アリババとテンセントが中国の伝統習慣を電子化

■ ユーザー獲得キャンペーンに巨額を投入

1月25日は中国の旧正月であり、続く1週間は、個人のスマートフォンを通じた決済サービスで、数十億ドル規模の資金移動が行われるもようだ。

旧正月の中国では、友人や家族に赤い封筒（中国語で「紅包」＝「ホンバオ」）に入ったお年玉を渡すのが伝統的な習慣となっている。モバイル機器による送金プラットフォームが発達し、各社がユーザーの獲得に躍起になっている近年は、ホンバオの送金もオンライン化しつつあるようだ。

中国のインターネット・サービス大手テンセント・ホールディングス（騰訊控股）＜700.香港＞が、メッセージアプリのウィーチャットでホンバオの送金サービスを始めたのが、2014年である。同社の電子決済サービスであるウィーチャットペイは、春節に放映される中国中央テレビ（CCTV）の人気番組「春節聯歡晚会」と提携したこともあり、急速にユーザー数を伸ばしている。

これに続いたのは、電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）＜BABA＞の決済サービス、アリペイである。アリペイは、カード集めゲーム、CO2排出削減チャレンジ、拡張現実（AR）を利用した借り物競争などを通じて、数百万ドル規模の現金やクーポンを直接、または小売りブランドと提携してプレゼントなどの方法で、ユーザーを獲得している。両社の競争は激化しており、ウィーチャットペイは、「微信運動」（フィットネスアプリ）や「黄金紅包」（ユーザー間で金を受け渡しできるサービス）にキャッシュバックを組み合わせるサービスも提供している。

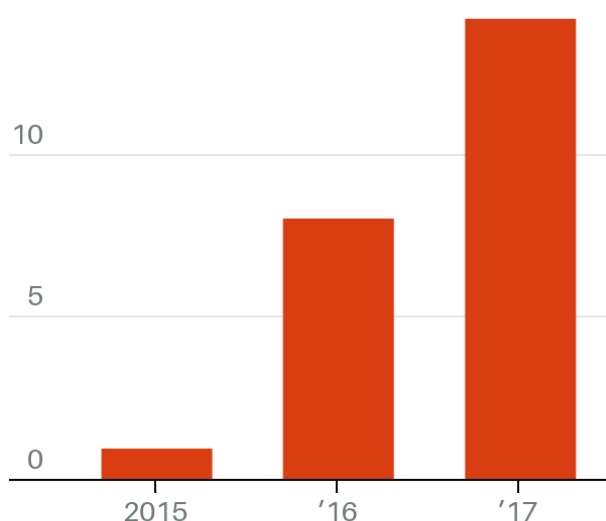
伝統の習慣であるホンバオをバーチャル化したことで、中国では電子決済サービスに抵抗のない層が急速に拡大した。2019年は、中国の総人口の半分以上である8億2300万人が、春節の週にウィーチャットペイを利用してホンバオを送金した。また、中国の総人口の3分の1に相当する4億5000万人が、アリペイの「総額100元のホンバオを5つ配る」ゲーム（賞金総額5億元）に参加した。両社は、今年の春節にも同様のキャンペーンを展開する。バーチャルホンバオが導入されてから7年が経過し、新ユーザーの獲得と同時に、既存ユーザーの囲い込みも重要となっている。

Hongbao Mania

In China, sending virtual red envelopes, or hongbao in Chinese, has become a popular way to gift cash during the holidays.

Number of hongbaos sent through Wechat on Lunar New Year's Eve

15 billion



Note: 2018 and 2019 data was not available
Source: Tencent, People.cn

graphic

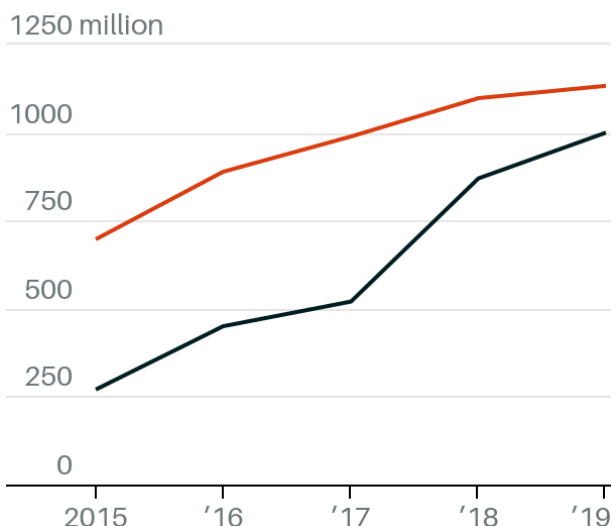
■ 今週の予定

Head to Head

WeChat surpassed one billion active users in 2018 and Alipay in 2019. That's about 70% of China's total population.

Number of active users*

■ WeChat ■ Alipay



*WeChat data as monthly active users, Alipay as annual active users

Source: Tencent and Alibaba annual reports

graphic

ズ<ABT>、大手コネクタ・メーカーのアンフェノール<APH>、オランダの半導体製造装置メーカーASMLホールディング<ASML>、ヘルスケア製品のジョンソン・エンド・ジョンソン (J&J) <JNJ>、金融持ち株会社ノーザン・トラスト<NTRS>、不動産投資会社プロロジス<PLD>、半導体大手テキサス・インスツルメンツ<TXN>が四半期決算発表。

・全米不動産協会<NAR>が12月の中古住宅販売件数を発表。エコノミストは前月比1.5%増を予想(11月は1.7%減)。

・連邦住宅金融局 (FHFA) が11月の住宅価格指数を発表。市場は前月比0.3%上昇を予想(10月は0.2%上昇)。

1月23日 (木)

・航空大手アメリカン航空グループ<AAL>、ケーブルテレビ大手コムキャスト<CMCSA>、大手金融持ち株会社ディスカバー・ファイナンシャル・サービスズ<DFS>、半導体大手インテル<INTC>、日用品メーカーのキンバリー・クラーク<KMB>、日用品大手プロクター・アンド・ギャンブル (P&G) <PG>、航空会社サウスウェスト・エアラインズ<LUV>、鉄道貨物大手ユニオン・パシフィック<UNP>が四半期決算発表。

1月20日 (月)

・米国市場はキング牧師記念日(1月の第3月曜日)の祝日で休場。

・中国の教育サービス企業ニュー・オリエンタル・エデュケーション・アンド・テクノロジー・グループ<EDU>が四半期決算を発表。

1月21日 (火)

・50回目となる、世界経済フォーラム年次総会2020がダボスで開催。今年のテーマは「ステークホルダーがつくる、持続可能で結束した世界」。

・金融サービスの持ち株会社キャピタル・ワン・ファイナンシャル<COF>、油田開発サービス会社ハリバートン<HAL>、IT大手IBM<IBM>、動画配信大手ネットフリックス<NFLX>、スイスの金融持ち株会社UBSグループ<UBS>、航空持ち株会社ユナイテッド・エアラインズ・ホールディングス<UAL>、銀行持ち株会社ザイオンズ・バンコプ<ZION>が四半期決算発表。

・日銀が政策金利を発表。マイナス0.1%で据置きとの見方が大勢。

1月22日 (水)

・医薬品・医療機器大手アボット・ラボラトリーズ<ABT>、大手コネクタ・メーカーのアンフェノール<APH>、オランダの半導体製造装置メーカーASMLホールディング<ASML>、ヘルスケア製品のジョンソン・エンド・ジョンソン (J&J) <JNJ>、金融持ち株会社ノーザン・トラスト<NTRS>、不動産投資会社プロロジス<PLD>、半導体大手テキサス・インスツルメンツ<TXN>が四半期決算発表。

・欧州中央銀行（ECB）が政策金利を発表。中銀預金金利はマイナス0.5%に据え置かれる見込み。ラガルド総裁は、ECBが進めている金融政策の戦略見直しにも言及する見通し。2003年以来となる戦略検証では、マイナス金利を継続することの妥当性や、低迷が続くインフレ率への対応策などが取り上げられるもよう。

・カンザスシティ連銀が1月の製造業景況指数を発表。エコノミストは-6を予想（12月は-8）。同指数は、2019年の後半に入ってマイナスが続いている。

1月24日（金）

・ガス関連・化学品メーカーのエア・プロダクツ・アンド・ケミカルズ＜APD＞、金融総合サービス大手アメリカン・エクスプレス＜AXP＞、スウェーデンの通信機器大手エリクソン＜ERIC＞、公益事業持ち株会社ネクステラ・エナジー＜NEE＞、金融持ち株会社シンクロニー・ファイナンシャル＜SYF＞が四半期決算発表。

・翌25日が旧正月のため、中国・韓国などのアジア市場は休場。

・1月のマークイット製造業景況指数（マークイット製造業PMI）発表。53.8となる見込み（12月は52.7）。

By Evie Liu
(Source: Dow Jones)

『バロonz・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

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・ダイジェスト』 2020/01/19

THIS WEEK'S MAGAZINE

発行 : Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信 : 時事通信社

編集

THIS WEEK'S MAGAZINE : エグゼトラス

TODAY'S MAGAZINE : 時事通信社

お問い合わせ先（法人・個人の購読契約者様） : 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、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。

※図・表・データの無断使用を禁止します。

Copyright © 2020 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます