

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/02/02

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 米国以外の高配当株に投資する - There's a World of Dividend Stocks Out There [カバーストーリー]
海外配当株は配当利回りが高く、セクターも幅広い P.2
2. Tモバイル株は勝者。スプリントとの合併があろうが、なかろうが。 - T-Mobile Stock Is a Winner—Sprint Merger or Not [注目銘柄]
合併はある方が良いのか、ない方が良いのか。そして投資家の注目点とは。 P.6
3. 新型コロナウイルス感染の深刻化でついにダウも733ドルの下落 - The Dow Finally Took the Coronavirus Seriously and Dropped 733 Points [米国株式市場]
経済および株価への影響拡大が懸念されるものの、過去データは買い場到来を示唆 P.8
4. 腕利きの債券ファンドマネジャーに聞く - How a Winning Bond-Fund Manager Delivers Results [債券投資]
株式市場高騰の中でも結果を出す債券投資家の投資方法 P.10
5. ペロトン株は売るか、買いか、議論の決着は決算発表で - Peloton's Earnings Could Settle the Debate [注目銘柄]
空売り残高は積み上がっているが、第2四半期は好決算となる可能性あり P.12
6. 株価が予想通り下落したが、その理由は想定外 - The Stock Market Is Falling, as We Predicted. [コラム]
利回り低下にもかかわらず株価下落 五つのブラック・スワン P.14
7. 好調な決算発表シーズン - This Earnings Season Is Better Than You Think [フィーチャー]
予想を上回る企業利益が次々に発表される P.16
8. 株価高騰が裏目に出るか、AMDに新たな試練の予感 - Are You Ready for the Chip Wars? [ハイテク]
価格競争激化でCPU1位のインテルも本気で抗戦 P.18
9. 新型コロナウイルスは景気にも株価にも影響を及ぼさない - Recession? Correction? Coronavirus Isn't Likely to Cause Either. [米国経済]
悲観論は時期尚早。米国経済の成長は続く。 P.20
10. 今週の予定 - Preview [経済関連スケジュール]
Netflix作品が、アカデミー賞のノミネート数でトップに P.22

※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. 米国以外の高配当株に投資する - There's a World of Dividend Stocks Out [カバーストーリー]

There
海外配当株は配当利回りが高く、セクターも幅広い

■ 米国配当株よりも高利回り、バリュエーションが割安



Illustration by Matt Lehman

2019年、米国の株式市場と債券市場は投資家に大きな成果をもたらした。唯一足りなかったのが配当である。S&P500指数の直近の配当利回りは1.80%で、昨年10月の1.92%から低下した。これは米国株の10年に及ぶ強気相場を反映している。株価が上昇すると配当利回りは低下する傾向にあるためだ。

それでも、インカム投資家は絶望しなくてよい。債券利回りは多くの国で米国を下回っているが、海外（米国以外）の配当株からは豊富な利回りが得られる。ソーンバーグ・インベストメント・マ

ネジメントの最高経営責任者（CEO）で、ソーンバーグ・インベストメント・インカム・ビルダー・ファンド<TIBAX>の共同ポートフォリオマネジャーであるジェイソン・ブレイディ氏は、「長期志向のインカム投資家は、国内にとどまらず、グローバルに投資するのが合理的だ」と語る。

海外の株価指数の直近の配当利回りは、ドイツのDAX指数が2.9%、英国のFTSE100指数が4.6%、東証株価指数（TOPIX）が2.3%、ブラジルのボベスパ指数が2.9%だ（S&P500は1.8%）。海外配当株は米国株よりもバリュエーションが低いことも魅力である。今年の予想株価収益率（PER）は、S&P500指数の18.7倍に対してTOPIXは14.6倍、FTSE100指数は13.6倍、ボベスパ指数は13.8倍だ。

それでは、なぜ米国の投資家は海外配当株を避けるのか。資産運用会社ウィズダムツリーのリサーチ担当グローバル責任者であるジェレミー・シュワルツ氏は「ホームカントリーバイアスは常に存在する。米国はあらゆる地域をアウトパフォームしてきたので、分散投資が機能しなかった」と語る。

バンガード・グループが自社サービスの利用者を対象に実施した最近の調査によれば、ポートフォリオにおける海外資産の割合が10%未満である投資家は83%に上った。米国の投資家にとっては、海外株の配当の多くが源泉徴収の対象となることも厄介だ。また、米国とは異なり、一般的に海外株の配当は四半期ごとには支払われない。配当額が期間ごとに大きく変動する場合もある。

それでも一部の海外株は、魅力的なファンダメンタルズを持ち、分散投資の手段として有用である。多くの債券の利回りが低迷し、米国の配当株のバリュエーションが上昇している状況ならなおさらだ。フェデレーテッド・インターナショナル・ストラテジック・バリュー・ディビデンド・ファンド<IVFAX>のポートフォリオマネジャー、ジャレド・ホフ氏は「海外に目を向ければ、高配当株の選択肢は大きく広がる」と語る。

■ 配当利回りの差異の主要因は自社株買い

0-2% 2-3% 3-4% 4-5%



AMERICAS

Country	Dividend Yield
Brazil	2.9%
Canada	2.9
Chile	3.7
Mexico	3.3
United States	1.8

EMEA

Country	Dividend Yield
Austria	3.7%
Belgium	3.1
Czech Republic	5.1
Denmark	1.9
Finland	4.4
France	3.0
Germany	2.9
Greece	3.2
Hungary	2.7
Ireland	1.8
Israel	1.9
Italy	3.1
Netherlands	3.2
Norway	4.0
Poland	3.1
Portugal	3.9
South Africa	3.4
Spain	4.2
Sweden	3.7
Switzerland	2.9
Turkey	3.1
United Kingdom	4.6

ASIA/PACIFIC

Country	Dividend Yield
Australia	4.1%
China	2.1
Hong Kong	3.6
India	1.1
Indonesia	2.4
Japan	2.3
Malaysia	3.5
New Zealand	3.1
Philippines	1.6
Singapore	3.9
South Korea	1.5
Taiwan	3.7
Thailand	3.3

もちろん、海外株式市場にはリスクもある。まず、多くの国では経済があまり堅調ではない。ゴールドマン・サックスは2020年の実質GDP（国内総生産）成長率について、大陸欧州と英国が1.1%、日本が0.4%と予想している。海外株への投資には為替リスクも伴う。さらに、多くの海外高配当株はバリュー株だが、過去10年の大部分でバリュー株はグロース株に対してアンダーパフォームだった。

とはいえ、低調な経済見通しと為替の影響の不透明感にもかかわらず、海外市場における配当成長の基礎は堅固に見える。企業ごとに見れば顕著な減配の事例もあったが、市場全体には広がっていない。

米国と海外の配当利回りに差がある主な理由は自社株買いである。自社株買いは米国では一般的だが、他国ではそれほどでもない。ルーソルド・グループによれば、時価総額上位1000社の米国企業による2018年の自社株買いの合計額は7032億ドルだった。一方、MSCI EAFE指数を構成する海外企業（米国・カナダ以外の欧州・豪州・極東先進国の大型～中型株）による同年の自社株買い合計額は1315億ドルで、米国企業を大幅に下回る。

米国の経営者の多くは自社株買いを好む。自社株買いは配当に比べて減額や一時停止による痛みが小さいためだ。また、米国の経営幹部の報酬は株価に連動したり、株式として支払われたりすることが多い。自社株買いは株式数を削減し、株価を押し上げる傾向がある。配当は短期的な課税の対象となるという問題もある。自社株買いによるキャピタルゲインは、投資家が持ち株を売却するまで課税対象とされない。

海外配当株は米国と違ってセクターの幅が広い。例えば、米国市場ではハイテクセクターが支配的だが、多くのハイテク企業は成長投資のためにキャッシュを留保することを好み、配当を支払わない。対照的に、「多くの海外市場ではハイテクセクター以外のウエートが高い。これらのセクターはハイテクセクターよりも成長率が低く、必要な資本も少ない」とホフ氏は話す。

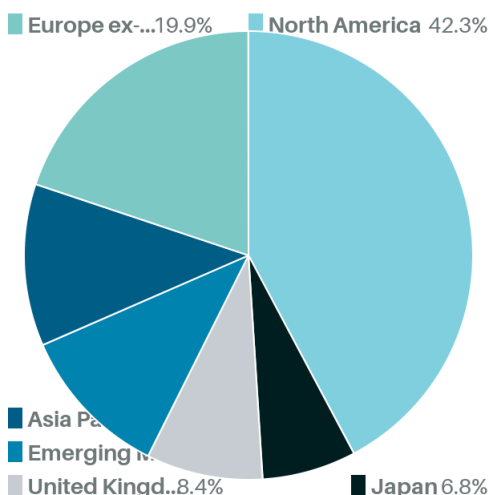
基本的な投資目的を考えれば、海外配当株への投資は米国株の銘柄選択と似ている。エポック・インベストメント・パートナーズのジョン・トービン氏は、「長期的な増配を支える成長率とキャッシュフローを有する企業を発見することが重要だ」と語る。以下、ポートフォリオマネジャー

の推奨銘柄をいくつか紹介する。

■ 欧州と英国の注目銘柄

2019 Dividend Payments by Region

Europe accounted for 20% of all payouts last year.



Source: Janus Henderson

大陸欧州と英国の経済見通しは必ずしも堅調ではないが、配当利回りが良好で将来有望な企業は多い。注目すべきは、本国以外の事業の比率が大きい企業である。JOハンブロ・キャピタル・マネジメントのマルチアセット戦略責任者、ジョルジオ・カブート氏は、「企業の国籍にとらわれず、どこでビジネスをしているかを見るのが重要だ」と語る。

JOハンブロの保有銘柄の一つに、英国の食品サービス・ケータリング会社コンパス・グループ<CMPGY>がある。配当利回りは2%で、米国事業が売上高の半分以上を占める。昨年11月に発表した配当は約27ペンスで、同年の中間配当は約13ペンスだった。これはいずれも前年比6%ほど増加している。昨年9月30日時点で過去1年の営業キャッシュフローは約17億ドルに上り、配当額の8億ドルを大幅に上回る。

外国で大規模事業を展開する欧州企業としては、スイスの製薬会社ノバルティス<NVS>が挙げられる。配当利回りは約3%である。同社は先週、前年比4%増となる2.95スイ

スフランの配当を発表した。トービン氏は、「同社の配当の信頼性は非常に高く、配当利回りは魅力的だ」と語る。昨年のフリーキャッシュフローは129億ドルで、うち66億ドルが配当、54億ドルが自社株買いに使用された。

ソーンバーク・インベストメント・インカム・ビルダー・ファンドの最大の保有銘柄は、フランスの通信会社オランジュ<ORAN>である。配当利回りは5.4%で、今年度のコンセンサス予想PERは13倍を若干超える。昨年10月には前年比横ばいの最終配当0.4ユーロを発表した。中間配当の0.3ユーロも前年並みだった。

個別銘柄や投資地域を特定したくない投資家には、上場投資信託（ETF）のバンガード・インターナショナル・ハイ・ディビデンド・イールド・インデックス<VYMI>も選択肢の一つだ。モーニングスターによれば、直近の配当利回りは4.12%で、経費率は0.32%である。1月27日時点で過去3年の年率リターンは5.62%を記録しており、モーニングスターの同カテゴリーのファンドの中で上位3分の1に入る。

■ 新興国市場と中国の注目銘柄

多くの新興国企業は依然として成長の初期段階にあり、キャッシュフローを成長投資に回す傾向が強い。コースウェイ・キャピタル・マネジメントのポートフォリオマネジャーであるコナー・マルドゥーン氏は、「新興国企業の事業を評価するとき、配当は必ずしも優先事項ではない」と語る。

それでも、投資家は新興国市場を見落とすべきではない。長期的な経済見通しが堅調な中国には特に注目が必要だ。ハイ・フリクエンシー・エコノミクスの創業者兼チーフエコノミスト、カール・ワインバーグ氏は、「中国は投資家が成長を享受できる国だ」と話す。同氏は中国のGDP成長率を6%以上と予想している。

マッシュューズ・チャイナ・ディビデンド・ファンド<MCDFX>の共同マネジャー、ジョイス・リー

氏は、中国には配当銘柄が豊富だと言う。同ファンドは最近、家電メーカーのズーハイ・グリーン・エレクトリック・アプライアンス（珠海格力電器）＜000651.中国＞の保有を開始した。ファンドの四半期報告書によれば、同社は中国最大のエアコンメーカーである。配当利回りは約4%だ。リー氏は、「中国で中流階級の消費が増えると信じている」と語り、同社のブランド認知度が高いことも付け加えた。

通信会社チャイナ・モバイル（中国移動通信）＜CHL＞もポートフォリオマネジャーに選好されている。同社の米国預託証券（ADR）の直近配当利回りは4.3%である。マルドゥーン氏は、次世代通信規格「5G」サービスへの移行によって、ユーザー1人当たり売上高が増加する見込みだと語る。同氏は、「チャイナ・モバイルは新たなネットワークへの投資を支える堅固なバランスシートを持ち、同時に配当も支払っている」と言う。

マルドゥーン氏は韓国の通信会社SKテレコム＜SKM＞も選好している。配当利回りは約4%だ。堅調なキャッシュフローに支えられ、配当性向は約60%に上ると同氏は語る。

■ アジアと日本の注目銘柄

日本企業は現金をため込むか、配当以外の用途に使用する傾向があったが、その傾向は変化しつつある。これには安倍政権のコーポレート・ガバナンスに関する取り組みが寄与している。その一つであるコーポレートガバナンス・コードは、取締役会が「資本効率」を改善すべきであると定めている。2018年にラザード・アセット・マネジメントが発表した調査レポートによれば、安倍政権の取り組みの一つである「伊藤レポート」は「経営陣の行動の変化と資本効率の構造的な改善に寄与した」とされる。

エボック・インベストメントが保有する日本株の一つは、保険会社の東京海上ホールディングス＜8766＞である。過去3年、同社の配当は年率14%のペースで増加してきた。トービン氏は、「同社の目標は利益とともに配当を増加させることだ」と話す。配当利回りは3.2%で、2018年度には70円、2019年度にも35円の特別配当を支払った。同社は配当性向を徐々に高めたいと述べており、最近の配当性向は38%だった。

コーズウェイのマルドゥーン氏は、武田薬品工業＜4502＞を堅実な配当銘柄に挙げる。配当利回りは約4.2%だ。武田は昨年、アイルランドの製薬会社シャイアーを約600億ドルで買収し、規模を拡大した。これにより米国の拠点を拡大し、日本事業への依存度を減らすことができたが、債務が増加した。近年の年間配当は180円である。マルドゥーン氏は武田を「非常にディフェンシブで、相対的に多角化された製薬会社」と評する。同氏は買収後のキャッシュフローが債務の返済、設備投資資金の調達、増配に寄与すると主張している。

半導体メーカーの台湾積体回路製造（TSMC）＜TSM＞も検討に値する。同社の2018年の売上高のうち、約3分の2を米国と日本が占める。ハイテクセクターの高配当銘柄を見つけるのは必ずしも簡単ではないが、同社の配当利回りは約3%に上る。モーニングスターのアナリストであるアビナブ・ダブルリ氏は、「TSMCは余剰現金を十分に還元しており、健全な年間配当を支払っている」と述べた。半導体事業は景気に左右されやすいが、近年の半導体メーカーは設備投資と拡大計画におけるコスト規律を強めていると同氏は語る。

By Lawrence C. Strauss
(Source: Dow Jones)

2. Tモバイル株は勝者。スプリントとの合併があろうが、なかろうが。 - T-Mobile Stock Is a Winner—Sprint Merger or Not 合併はある方が良いのか、ない方が良いのか。そして投資家の注目点とは。

[注目銘柄]

■ Tモバイルとスプリント、苦難の旅は最終章へ



Photograph by Alex Kraus/Bloomberg

TモバイルUS<TMUS>とスプリント<S>は、この2年間の大半をウォール街の苦難の中で過ごしてきた。移動体通信事業者（キャリア）の第3位と第4位の大手企業が、規制の迷路を突き抜けて合併を推し進めようとする中、両社の株価は不確実性に圧迫されてきた。いずれにせよ、苦難の旅は終わりに近づいている。

今後数週間のうちに、連邦判事がこの合併の可否に判決を下す見込みだ。もし合併が無効となれば、スプリントにとって悲惨なものとなろう。しかし、Tモバイルにしてみれば、どちらであっても、そ

う悪くはない。そして、そこが投資家にとってはチャンスだ。

「アン・キャリア（脱キャリア）」を自称する通信事業者たちは、何年にもわたって、広告宣伝の巧みな戦術や、宣伝文句、そして最も重要な値下げという武器で、ライバルと競い合ってきた。Tモバイルの加入者数の伸びと株価には大きな成功がもたらされた。しかし、合併話が全てを覆い隠した。マンハッタン連邦地方裁判所のビクター・マレロ判事がどちらの判決を下しても、焦点を再びファンダメンタルズに戻すことになるだろう。

■ 合併はある方が良いのか、ない方が良いのか

Merger Uncertainty

T-Mobile and Sprint stocks are down since federal regulators approved their deal. States are still pushing back.

Since July 26, 2019

■ S&P 500 Index ■ T-Mobile US Inc.
■ Sprint Corp.



Source: FactSet

「Tモバイルにとって、合併した方が良いのか、あるいはしない方が良いのか、という問題は市場を悩ませてきた。スプリントの状況は、裁判が長引くにつれて悪化し続けているため、事態は容易にはなっていない。Tモバイルにとって、買収しないよりは、した方がバランスは良いかもしれないが、これは微妙な問題だ」と、モフエットネイサンソンのベテラン通信業界アナリストであるクレイグ・モフエット氏は言う。

もしTモバイルによるスプリント買収が認められるなら、事業規模の拡大、新たな無線周波数帯の保有、さらにはコストの相乗効果により、同社は次世代通信規格「5G」時代に成功できるだろう。しかし、もし買収が失敗しても、TモバイルはTモバイルであり続け、加入者数、利益、フリーキャッシュフローの面で業界を上回る成長を遂げるだろう。さらには、スプリントの買収に数十億ドルを費やすのではなく、自社株買いを再開して株価を押し上げることもできる。いずれにせよ、長期にわたる取引の不確実性を取り除くことは、株価にとってプラスの要因となる。

Tモバイルが、通信大手のAT&T<T>やベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>に対して過去に

付けていたプレミアムを回復するだけで、同社の株価には12%の上昇余地がある。今後2年間は毎年20%の利益成長が見込まれており、同社の株価はさらに上昇する可能性がある。

米司法省、連邦取引委員会（FTC）、連邦通信委員会（FCC）は、スプリントに代わって実質的にディッシュ・ネットワーク＜DISH＞を4番目の携帯電話事業者にするという譲歩のおかげで、合併に合意した。連邦規制当局は、合併後も存続可能な国内企業4社体制を維持するとしている。

■ 投資家の注目点

買収が成立しなければ、スプリントは破綻に向かう可能性が高い、とモフェット氏は言う。同社は5四半期連続で赤字を出している。時価総額200億ドルに対して、341億ドルの純負債を抱えており、より優れたネットワークに投資する柔軟性は限られている。破綻の恐れについてスプリントの広報担当者は、「一般目的に利用可能な50億ドル以上の十分な流動性を依然として持っている」とする、1月27日に公表された同社の財務諸表を引き合いにした。

一方、Tモバイルは緊急時対応計画を策定しており、マイク・シバート最高執行責任者（COO）は昨年12月に投資家に次のように述べた。「われわれはすぐに、いつもの戦略に戻るだろう。それは例えば、自社株買いや、他の周波数帯に獲得機会があるかどうかの市場調査や、成長と収益性のバランスを取ることに重点を置いて会社を成長させることだ」。

Tモバイルは、時価総額690億ドルに対して、承認された自社株買い額が90億ドル残っている。Tモバイルとスプリントの株価は、昨年夏に連邦当局が両社の合併を承認して以来、それぞれ3%と41%下落している。S&P500指数は、同じ期間に9%のリターンを上げている。Tモバイルの事業は合併問題の試練を通じて成長を続けており、成功するためにスプリントを必要としないことを示している。投資家は覚えておくべきだろう。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

3. 新型コロナウイルス感染の深刻化でついにダウも733ドルの下落 - The Dow Finally Took the Coronavirus Seriously and Dropped 733 Points 経済および株価への影響拡大が懸念されるものの、過去データは買い場到来を示唆

[米国株式市場]

■ 今後さらに影響が拡大する可能性も

Dow Jones Industrial Average



Source: FactSet

新型コロナウイルス問題が報道されるようになってしばらく経つが、問題は長期化の様相を見せている。ダウ工業株30種平均（NYダウ）が先週月曜日に1.6%下落した後は、企業業績などの重要テーマへ市場の関心も移ると思われた。しかし金曜日になり、市場は凄まじい売りに見舞われた。結局先週のダウ終値は2万8256ドル3セントとなり、1週間で733ドル70セント（2.53%）下げ、S&P500指数も2.1%下げて3225.52となり、ともに1週間の下げ幅としては2019年8月2日金曜日以降で最大のものとなった。

驚くのは、全てが急激に変化したことだ。市場への影響は、金曜日までは感染源となった地域の周辺や、直接影響を受ける業界に限られていた。中国の株式市場は旧正月で休場となっていたが、米国で上場されている中国株の上場投資信託（ETF）は取引が行われており、確かにそのパフォーマンスは良くなかった。例えば、iシェアーズ中国大型株ETF<FXI>は1月に8.9%下落している。大手航空会社ユナイテッド・エアラインズ・ホール

ディングス<UAL>、豪華客船を運航するカーニバル<CCL>、マカオでカジノを運営するウィン・リゾーツ<WYNN>の株価も大幅に下げている。

しかし、週末が近付くにつれ、新型コロナウイルスが深刻な問題に発展する可能性があると感じると、それまで持ちこたえていた業種も大幅な下げに見舞われた。木曜日まで株価を上げていたテクノロジー株も金曜日には2.7%下落した。前週末比で株価を上げたのは公益企業（0.8%）、一般消費財・サービス（0.1%）のみだった。インドなど世界各地で新しい感染者が発見されたことで市場が動揺したのかもしれない。あるいは感染の拡大を抑え込むのに時間がかかれば、グローバルなサプライチェーンに対する影響も拡大するなど、世界的な景気回復が台無しにはならないまでも、遅れてしまうといった懸念が原因となったのかもしれない。

JPモルガンでストラテジストを務めるジョン・ノーマンド氏は、「投資家が注視しているのは第2四半期から第4四半期でリフレーションに転換するかどうかであるため、経済への影響が四半期末までに収束すれば、市場への影響は短期的、局所的なものに終わるかもしれない。しかし、もし2月9日以降も工場が再開されない場合、現在の短期的、地域的な需要ショックから、深刻な世界的供給ショックへと発展する可能性もある」と語った。

■ 過去のデータは買い場到来を示唆

S&P 500 Index



Source: FactSet

しかし、こうした混乱にも良い面はある。まず、株式市場がもはや買われ過ぎではなくなったことだ。株価が50日移動平均線を上回る企業は、1月17日時点でS&P500指数構成企業の80%以上に達したが、これは2019年半ば以来の水準だ。この数値は金曜日に45%まで下落している。冬眠状態にあったボラティリティも突然目覚め、シカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティ指数（VIX指数）よりも歴史の長いCBOE S&P 100ボラティリティ指数（VXO）は金曜日、76日ぶりに21.60まで上昇した。

ありがたいことに、市場心理を応用した投資分析を行うサンディアル・キャピタル・リサーチによれば、市場が長期にわたり平穏に推移した後ボラティリティが急上昇した場合は、その後数カ月で株価が上昇している。例えば、6カ月後のS&P500指数の中央値はプラス8.5%で、90%以上のケースでプラスとなっている。

だからといって、まだ痛みが終わったわけではない。S&P500指数は1月17日の史上最高値から、まだ3.1%下落したにすぎない。しかし、投資顧問会社キャピタル・ウェルス・プランニングで投資戦略責任者を務めるジェフ・ソート氏は、「投資家は、新型コロナウイルスに対する恐怖が治まり始めれば買い場が来ると心得ておくべきだ。後で振り返ってみれば株価は底を打ち、そして反発しているだろう。どこで底を打つか正確に知るすべはないが、とにかく買いになる」と語った。

ただ、今はまだその時が来ていないようだ。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

4. 腕利きの債券ファンドマネジャーに聞く - How a Winning Bond-Fund Manager Delivers Results 株式市場高騰の中でも結果を出す債券投資家の投資方法

[債券投資]

■ 2019年の債券ファンドのパフォーマンスは好調



Photograph by Tracy Nguyen

熟達した債券投資家ならば、11年も続く株式市場の高騰も懸念材料とはならない。ドリュー・ザガー氏はザガー・フィックス・インカム・マネジメントを率いる熟練のファイナンシャル・アドバイザーで、モルガン・スタンレー・プライベート・ウェルス・マネジメントの顧客資産を運用している。2019年にS&P500指数は29%上昇したが、昨年後半に同指数が過去最高値を更新する中でもザガー氏は債券投資の魅力を伝えるのが困難と感じることはなかった。それどころか昨年1年間で同氏が率いるチームが運用する一任勘定には約7億8500万ドルが託された。同氏の債券ファンドの昨年の実績も素晴らしかった。米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げと、その結果として上場投資信託（ETF）のバンガード・トータル・ボンド・マーケットETF<BND>やiシェアーズ・コア米国アグリゲート・ボンドETF<AGG>などの中核的な債券ファンドが約9%上昇したことも助けとなった。投資先は、投資適格米ドル建て債券（米国債、社債、地方債、住宅ローン担保証券（MBS））のみで、ジャンク債や外債は含まない。

本誌：昨年、米国債は多くのセクターで素晴らしいリターンだったが、今年の見通しは？

ザガー氏：2020年は昨年のような債券価格の上昇はなく、基本的に債券の利回り分だけになるだろう。

■ さまざまな債券に投資

Q：FRBは昨年3度利下げした。今年は据え置きと投資家は予想している。この状況にどう対応するか？

A：多くの投資家がFRBの利下げが継続すると信じているため、変動金利債は現在人気がない。従って今変動金利債を購入するとかなり良い利回りが得られる。もっともなるべくデュレーションは短くした方がよい。シングルA格の課税対象の変動利付債の利回りは2.40~2.50%だ。非課税のシングルA格の変動利付債なら無税で2.05~2.20%が得られる。これはカリフォルニア州のように税金が高い州の人にとっては課税対象ベースで4.40~4.79%の利回りと同じ価値がある。

Q：債券の中ではほかにどのセクターに強気か？

A：公共性がある民間企業が実施するプロジェクトの資金調達として地方自治体や州政府が発行する非課税の民間活動支援地方債を選好している。2017年12月の税制改革で、代替ミニマム税（AMT）を支払う人が減った。民間活動支援地方債はAMTの対象者の場合は課税されるが、そうでなければ無税だ。AMTについての理解が混乱しているために生じるリスクのため、今なら普通の地方債より良い利回りが得られる。信用力の高いセクターで最も選好しているのは、空港と港湾だ。

Q：ほかに選好する債券は？

A：金融会社が発行する社債だ。以前見られたような高いレバレッジは低下してきており、一部の銀行では格上げされている。10年物米国債との利回り差は95～100ベースポイント（bp）ある。

Q：どんな種類の債券を避けているか？

A：地方自治体の発行する債券に懸念を持っている。年金債務に絡む問題や自治体経営の失敗などのため、これらの問題は将来も継続するだろう。また、われわれが買いたくないセグメントの債券でもある。地方債は三つの部分に分かれ、第一は地方自治体債、第二は州の一般債、第三が特定財源債（レベニュー債）だ。われわれは第一の地方自治体債は選好しない。去年は不動産税や売上税が増えたためパフォーマンスは良かったが、景気の拡大が終わると影響を受けるのがこのセクターだ。地方自治体はリスクが詰まったブラックボックスのようだ。

Q：ブルームバーグ・バークレイズ米国アグリゲート債券インデックスのデュレーションは約5.7年だが、一部の債券マネジャーはリターンを増やすためリスクを高め、デュレーションを20年と長期化しているが。

A：われわれは2018年12月よりもデュレーション・リスクを下げている。

Q：デュレーションの数値を教えてください。

A：クライアントによって5種類の戦略を用意している。長いデュレーションを望むクライアントもいるが、20年までいかず12年にしている。どの戦略もデュレーションを短期化しており、中短期的戦略では最大6年としている。全体として現在は4.5年程度だ。

Q：債券投資家として過去1～2年で最大の成功例は何か、最大の後悔は何か？

A：当社はリターンのコンポジット指標が8指標あり、全てベンチマークを上回っている。後悔といえば、もっとデュレーションのエクスポージャーを取っていればよかったと思う。

■ 結局米国の債券が一番

Q：会社のマンドートにより外債に投資していないが、機会を逃していると感じないか？

A：世界を見回すと、米国より利回りが高い先進国は多くない。10年債の利回りは英国が0.56%、カナダは1.36%、ニュージーランドは1.45%、シンガポールは1.65%。米国はシンガポールと同じくらいだ。他の先進国の債券の動きも見るが、結局米国が一番だ。

Q：来る大統領選挙は債券市場にどのような影響を与えるか？

A：米国の財政赤字は当面なくなりそうもなく、連邦税は下がらない公算が大きく、引き上げは簡単に起こり得る。民主党の大統領候補が勝利する場合は、所得税が引き上げられる可能性がある。もっとリベラルな政権が誕生した場合、地方債の免税措置を撤回する可能性もある。結局地方債を大量に保有しているのは富裕層だからだ。リベラルあるいは進歩的政権が地方債にも課税する可能性があるため、割高になったら地方債は買わない方が良い。

Q：大学入学前の子供が1～2人いる50歳の個人投資家が投資可能資産を数百万ドル持っているとする。退職まであと15～20年。どの割合で債券に投資すべきか？退職勘定の中での債券の割合はどうすればよいか？

A：資産配分の指南はわれわれの仕事ではない。われわれは元本を守り、税引き後のパフォーマンスや利回りを最大化することだ。しかし、答えなければいけないのなら、15～20年も課税されないまま複利効果が得られるのだから株式への配分を多くすると良い。途中でインカムの必要がないなら、60%を株式に、40%を債券とする。今後5年以内に景気や市場の調整があれば、さらに20%を

債券から株式に移すと良い。

Q：株式の好調さに目がくらんで、債券よりも株式のウェートを高めたい富裕層をどのように勧誘するか？

A：2019年にわれわれが預かる資金が増えた理由は多くの投資家が資金を株式から引き揚げていたからだ。株式に集中していたポジションの一部を売却していた。

Q：御社の顧客のような人たちに債券を勧めるのは難しいということか？

A：この水準の株価で株式へ多くのエクスポージャーを取りたくないと言う顧客が多い。

By John Kimelman
(Source: Dow Jones)

5. ペロトン株は売るか、買いか、議論の決着は決算発表で - Peloton's Earnings Could Settle the Debate

[注目銘柄]

空売り残高は積み上がっているが、第2四半期は好決算となる可能性あり

■ シトロ・リサーチの空売り推奨と空売り残高の増加



Photograph Courtesy Peloton

フィットネス事業を展開するペロトン・インタラクティブ<PTON>の株価は、2月5日の取引終了後に予定されている同社の決算発表で正念場を迎える。同社はサブスクリプション方式によるオンライントレーニングの機能を組み込んだ家庭用エクササイズ機器を販売する企業で、2019年に上場した時価総額数十億ドル規模の企業の中では、業績が優れている企業の一つだ。先週末の終値は32.36ドルで新規株式公開（IPO）時の公募価格29ドルを上回っており、9月26日の取引初日の終値25.76ドルも大きく上回っている。

配車サービス大手のリフト<LYFT>やウーバー・テクノロジーズ<UBER>の株価がIPO時公募価格を下回っていることを考えれば、極めて堅調な株価だと言える。

しかし、ペロトンの株にもつまずきはあった。とりわけ空売りで有名なシトロ・リサーチのアナリストであるアンドリュー・レフト氏が、同社株をウェアラブルカメラメーカーのゴープロ<GPRO>の株式になぞらえて、ペロトンの株価下落に賭ければ大儲けできると主張したことは注目に値する（ゴープロの株価は2014年の最高値から95%下落している）。現在、ペロトン株の空売り残高は浮動株の80%まで積み上がっている。ブルームバーグの調査によると、ラッセル3000指数構成企業のうち、ペロトンより空売り残高の膨らんでいる銘柄は、ゲーム販売会社のゲームストップ<GME>とウェブベースで医療保険を展開するヘルス・インシュアランス・イノベーションズ<HIIQ>の2社のみである。

こうした空売り残高の増加は、2月5日に発表されるペロトンの決算内容が良好であれば、同社株を買い持ちにした投資家の追い風となる可能性もある。空売りをした投資家が損切りのため株を買い戻す必要に迫られて株価が上昇する「踏み上げ相場」になりかねないからだ。そうした相場展開となれば、株価の上昇に弾みがつく可能性もある。去年は食品会社のビヨンド・ミート<BYND>や電気自動車メーカーのテスラ<TSLA>でそうした踏み上げが起きている。

■ ロックアップ期間の終了

もう一つの要因として、IPO時のペロトン関係者が株式を売却できる時期がある。想定されているロックアップ期間はIPOから180日後の3月25日までだが、JPモルガンでアナリストを務めるダグ・アンマス氏は、3月25日は第3四半期決算の前の沈黙期間に該当するため、ロックアップは2月24日に解除されると考えている。「内部情報保有者（インサイダー）と従業員の保有株は、沈黙期間前の2週間の間売却可能となり、その後第3四半期の決算発表後、恐らく5月に再度売却可能になると考えている。他の既存株主の保有株は2月24日頃に売却可能となり、その後一切の制約はなくなるだろう」と同氏は語る。この件に関してペロトンのコメントは得られなかった。アンマス氏は、第2四半期は好決算を予想しており、多額の空売り残高とロックアップ期間の終了にもかかわらず、同社の株価に関しては強気だ。

■ 強気のアナリストが多い

強気なのはアンマス氏だけではない。ブルームバーグの調査によれば、ペロトン株をフォローするアナリストは、一人を除き全員が「買い」を推奨している。キーバンク・キャピタル・マーケットのアナリストは、ペロトンのホリデーシーズン向け広告がネットで物笑いのタネになり株価が下落した際、同社のネット検索数が増加したと指摘した。トレンドリーなエクササイズ機器にとって、どのような形であれメディアの注目を浴びることが良いことなのかどうか、それはこの四半期決算で分かるかもしれない。

投資銀行カウエンのアナリストであるジョン・ブラックレッジ氏は、ブランド力、垂直統合されたビジネスモデル、対象とする市場の潜在力の大きさから、ペロトンの事業拡大には大きな期待が持てるとし、現在の株価は魅力的だと言う。同氏は水曜日のレポートで、目標株価を34ドルから36ドルに引き上げ、投資評価を引き続き「アウトパフォーム」としている。

投資銀行スタイフェルのアナリストであるスコット・デビット氏は投資評価を「買い」、目標株価を37ドルに維持した。同氏は、第2四半期は期中に重要なホリデーシーズンもあり、売り上げもサブスクリプションも健全な伸びを示すと見ており、売り上げは前年同期比約60%増の4億1920万ドルになると予想している（コンセンサスは4億2150万ドル）。同氏はまた、ペロトンは11月20日からドイツでも営業を開始しており、主要6都市にショールームを設け、同社初のドイツ語クラスを開始したと付け加えた。

念のため付け加えるなら、決算内容が思わしくなければ、とりわけ強気のアナリストが多いこともあり、空売りが正解となる可能性もある。

By Connor Smith
(Source: Dow Jones)

6. 株価が予想通り下落したが、その理由は想定外 - The Stock Market Is Falling, as We Predicted.

利回り低下にもかかわらず株価下落 五つのブラック・スワン

[コラム]

■ 株価下落



Photograph by David Dee Delgado/Getty Images

株式市場はダウ工業株30種平均（NYダウ）の3万ドルの大台目前で下落に転じ、NYダウとS&P500指数は先週1週間で2%超下落し、1月のリターンはマイナスとなった。しかし下落の理由は、本誌が数週間前に指摘したものとは真逆だった。

中国に対する新型コロナウイルスの影響に関する懸念が高まる中で、銅や原油などの景気に敏感なコモディティの価格が急落し、株価も追随した。一方で債券は高騰し、利回りがマイナスとなっている世界の債券総額は年初から約2兆ドル増加して13兆ドル以上となった。

本誌は1月19日号で、債券価格下落に対して株式が脆弱（せいじゃく）な可能性があるとし唆した。当時、債券利回りは非合理的とも思える水準まで低下しており、債券利回りと同様またはそれ以上の配当利回りを提供する株式が好感されていた。しかし本誌は、債券利回りが上昇すれば、低利回り環境で米国株式以外に選択肢がないという魅力を低下させると警告した。それから2週間が経過し、債券利回りのさらなる低下にもかかわらず、株価は下落している。

米国10年物国債利回りは約1.80%の水準から2%へ上昇するのではなく1.50%をわずかに上回る水準へ低下し、3カ月物財務省短期証券（TB）の1.55%をも下回っている。米国債イールドカーブの中間部と短期金利先物市場は、米連邦準備制度理事会（FRB）による早ければ6月の利下げを織り込み始めている。秋の選挙まで金利を据え置くとの予想からは大きな変化である。

しかし市場は、JPモルガンのストラテジーチームによると二重のリスクに直面している。つまり、新型コロナウイルスの感染拡大と予備選挙である。株式市場は割高で、投資家の買い持ち額は十分に大きいため、中国の工場が予想通り2月9日に再稼働しなければ、市場は悪影響を受ける可能性がある。

また、民主党の大統領候補予備選挙も2月3日のアイオワ州党員集会を皮切りに始まる。大統領候補の支持率に関しては、ウォール・ストリート・ジャーナルとNBCニュースによる最新の世論調査によると、市場にとって最も厳しいバーニー・サンダース上院議員が27%で、ジョー・バイデン前副大統領の26%を僅差でリードしているが、まだ形勢は不明だ。予備選挙は3月3日のスーパーチューズデーまで続き、新型コロナウイルスの影響で既に崖っぷちにある株式市場をさらに揺さぶる可能性がある。

JPモルガンのストラテジストによる最悪のシナリオは、サンダース上院議員またはエリザベス・ウォーレン上院議員が大統領に当選し、民主党が上下院の両方で過半数を占めることだ。最善のシナリオは、バイデン前副大統領が当選し、共和党が上院で引き続き過半数を占めること。次善のシナリオは、トランプ大統領の再選で、その場合には外交政策が一層積極的になるだろう。

今週は、サプライ管理協会（ISM）による製造業景気指数や1月の雇用統計といった、普段であれば

重要とみなされる経済指標が発表される予定だが、政治と感染に関するニュースへの関心の方が上回るだろう。当面は、感染者数が市場の主なけん引役になる公算が大きい。しかし、コーナーストーン・マクロはウイルス感染が下火になれば、2019年の世界的な利下げによる景気刺激効果の方がより重要になると考えている。

■ 五つのブラック・スワン



Photograph by Brendan Smialowski/AFP/Getty Images

新型コロナウイルスは世界の投資家の間に、それが金融市場の足をすくうことになるブラック・スワン（予想ができず、起きた時の衝撃が大きい事象）ではないかとの懸念をかき立てた。また一部の米国人の間では、2月2日のスーパーボウルで最高潮に達するイベントでウイルスがまん延する可能性に対する懸念も高まった。

市場はブラック・スワンを予想できない。一方、バンク・クレディット・アナリスト（BCA）誌2月号では、同誌の地政学的戦略チームが五つのブラック・スワンを提示している。ちなみに、コロナウイルスはそこに含まれていない。

最大の危険はトランプ米大統領または習近平中国国家主席によるミスの可能性だ。習近平国家主席は、数四半期にわたって予想されてきた中国の金融危機のきっかけとなる政策ミスに犯す可能性がある。また両者は、軍事衝突に引きずり込まれる可能性もあるとBCAは推測する。

中国のシステミック・リスクは景気安定化を目的とした金融緩和で軽減されてきたが、習近平国家主席の対応によっては、債務で膨れ上がった中国のバブルが崩壊しかねない。米国との貿易に関する第一段階の合意締結により、中国政府はレバレッジを過剰に解消する一方で、中国が通貨切り下げ競争に関与していないことを示すために人民元高の行き過ぎを容認する可能性がある。習近平政権は、2021年の中国共産党創立100周年や2022年の中国共産党全国代表大会という2大政治イベントを控えていても、景気刺激策を我慢するかもしれない。また、中国経済に対する圧力を過小評価して、世界経済に対して相当のネガティブ・サプライズをもたらす可能性も考えられる。

より悪いシナリオは、2大国の軍事衝突だ。BCAは2013年から、これは人々が考える以上に発生可能性が高いと警告している。米国における反中感情は悪化している。このことは、米国議員が、ウイグル族の扱いに対する懸念や香港の民主主義を掲げる抗議活動への支持を超党派で合意していることから明らかだ。貿易交渉の第一段階合意によって中国は、今後2年間に2000億ドル相当の財やサービスの輸入を拡大するが、それを達成するために米中両政府は、国民の批判を和らげなければならないだろうとBCAは述べている。

台湾も衝突の引き金となる可能性を秘めている。蔡英文総統の、「私は、中華民国台湾と呼ぶ独立国家を率いる」という宣言が最も挑発的だった。政治的イデオロギーが貿易、国家安全保障およびその他の違いと融合し、小競り合いが単なるリスクオフのイベント以上のものになる可能性がある」とBCAは結論付けている。

BCAは、イランの影響下にある地域の混乱拡大を理由とする移民増加によって、欧州の難民危機が再燃する可能性があると考えている。トランプ大統領がアフガニスタン駐留米軍の大半を撤退すると決断したため、欧州への最大の移民源である同国の問題も再燃し得る。リビア内戦は、サハラ以南のアフリカからの移民を促す可能性がある。中東紛争に起因する200万～400万人の難民を抱え

るトルコは、彼らを北へ送り出し、ひいては欧州のトルコからの輸入禁止措置につながってトルコ経済を崩壊させるかもしれない。

ロシアは内情不安に直面する可能性がある。プーチン大統領は、金融・財政引き締め政策によって国内の支持率低下に直面している。昨年の抗議活動は警察によって抑え込まれたが、原因は解消されていない。ロシア株式は上昇しているが、政治リスクは過小評価されている。

米国の社会不安もリスクであるとBCAは警告する。不満を抱えたミレニアル世代や、学生ローンなどの負担に苦しむZ世代が反旗を翻す可能性がある。特に、中道派のバイデン前副大統領が民主党の大統領候補となった場合はなおさらだ。民主党の大統領候補を選出する党大会が7月にミルウォーキーで開催されるが、どの候補者も過半数の代議員を獲得できなければ、暴動・流血騒ぎとなった1968年のシカゴ党大会が想起される可能性もある。

その他、バイデン前副大統領が支持獲得のために左派寄りになるか、サンダース上院議員やウォーレン上院議員といった革新派の一人が勝利することも考えられる。これは、トランプ大統領支持者によって、存続にかかわる脅威とみなされよう。BCAは、トランプ大統領が民主党革新派に負ければ、1860年のエイブラハム・リンカーンの大統領当選後のアメリカ連合国による離脱のような激しい反応を引き起こす可能性があるとし唆する。しかしこの意見は極端で、とっぴにみえる。

世界は危険な場所で、バリュエーションが十分に上昇した金融市場にとってリスクは満ちあふれている。しかし筆者は、論争が耐えない政治の年でさえ、米国株式市場の暴落よりも、新型コロナウイルスをコロナビール由来と考えるような勘違いの方を懸念する。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. 好調な決算発表シーズン - This Earnings Season Is Better Than You Think 予想を上回る企業利益が次々に発表される

[フィーチャー]

■ 決算発表



Photograph by Mike Simons/Getty Images

決算発表シーズンも後半に入った。これまでに発表された業績は企業見通しを上回っている。つまり、市場の予想通り、ということだ。

第4四半期の業績発表を終えたS&P500指数構成企業の3分の2が利益予想を上回った。これは決算発表シーズンの数週間前に、企業とアナリストが故意に低い業績見通しを示したり予想を引き下げたりするため、その結果、決算発表当日には最高経営責任者（CEO）がコンセンサス予想を上回る業績を意気揚々と報告するのが常である。

サプライズは利益ではなく、相場の動きから判断する方が良い。四半期決算発表後に値上がりした銘柄数が値下がりした銘柄数を小幅に下回っていることは、朗報とは言えないまでも悲観的ではない。株価の上げ下げにかかわらず、一連の利益の上振れが第4四半期の成長予測を押し上げている。昨年末には、S&P500指数構成企業の第4四半期利益は前年同期比1%減と予想されていたが、減少

幅は0.3%に改善している。このペースでいけば、前期比横ばいとなるのは不可能ではなく、その後はさらに改善しそうだ。

■ 2020年の見通し

2020年の業績に関して、今の早い段階での利益予想は9%増と強気である。この数字をうのみにはできないが、第1四半期に4%増を見込む予想は実現の可能性がありそうだ。その理由は、昨年の利益の伸び悩みは景気の低迷や貿易摩擦によるものではないからだ、とクレディ・スイスのアナリストのジョナサン・ゴラブ氏は言う。利益の伸び悩みの大半は、エネルギー銘柄全般とフェイスブック<FB>のような特定のハイテク銘柄の課題が要因であった。

ゴラブ氏は2020年にはエネルギーやハイテクなどの景気に敏感な産業では利益が再び増加し、景気の影響を受けにくい産業ではそれほど大幅に悪化することはない、と予想している。全てが順調に進み、新型コロナウイルス感染症のアウトブレイクを抑え込むことができれば、S&P500指数構成企業は利益の増加によって、昨年のような株価上昇を望めるかもしれない。同指数は最近の下落の前に、予想株価収益率（PER）が一時、2002年以降の最高を記録した。

一部の景気指標も景気改善を裏付けている。ただ、ボーイング<BA>とエクソンモービル<XOM>など一部企業の低迷や減益は、アップル<AAPL>とマイクロソフト<MSFT>の大幅な利益増加を上回り、S&P500指数構成企業全体の第4四半期の利益を押し下げる見通しだ。一方で、S&P500指数構成銘柄は第4四半期に平均（中央値）で前期比4%の増益となる見通しで、筆者はそのような“平均的な会社”の株の購入を推奨する。

■ 第4四半期の業績発表

昨年株価が53%上昇したゼネラル・エレクトリック<GE>は1月29日、フリーキャッシュフローが予想を上回り、今年の見通しも引き上げたことを発表した。それを受けて、同社の株価は10%高となった。一方で、米半導体大手ザイリンクス<XLNX>株は同日に10%下落した。前日の発表で、利益は予想を上回ったものの、軟調な業績見通しと人員削減が示されたためだ。経営陣はその理由として、データセンターと次世代通信規格「5G」顧客の投資が低迷したことを挙げたが、過去1年間の業績発表後に同社の株価が下落したのは今回だけではない。

29日午後に決算発表を行った電気自動車メーカーのテスラ<TSLA>は利益が予想を上回り、翌日には株価が10%上昇した。アナリストの1人は、テスラの株価は好業績によって最近の635ドルから1000ドルに上昇する可能性もあると述べた一方で、投資判断をニュートラルとしている。同社のイーロン・マスクCEOは決算説明会で、「個人投資家は「多くのアナリストよりも確かな目を持っている」と思う、と述べた。

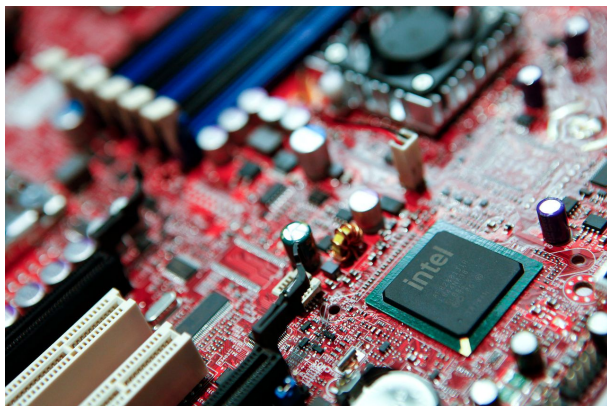
アップル<APPL>とアマゾン・ドット・コム<AMZN>の業績は予想を上回り、株価は急伸した。フェイスブックの利益は予想を上回ったが、株価は下落した。売上高は25%増、費用はそれを上回る34%増となった。同社の共同創業者マーク・ザッカーバーグCEOは決算説明会で「次の10年間の目標は好かれることではなく、理解されるようにすることだ」と語った。同氏らしくないこの目標は達成されそうだ。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

8. 株価高騰が裏目に出るか、AMDに新たな試練の予感 - Are You Ready for the Chip Wars? 価格競争激化でCPU1位のインテルも本気で抗戦

[ハイテク]

■ インテル1強にAMDが参戦



Photograph by Aaron m Sprecher/Bloomberg

先週は大手ハイテク企業の決算発表が続き、アップル<AAPL>、マイクロソフト<MSFT>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>などが市場の期待を上回る結果を示した。また、ハイテクセクターではプラットフォーム企業が話題の中心になりがちだが、半導体チップの分野で競争が新たな時代に突入したことも示された。

これまでインテル<INTC>の独り勝ちだったコンピュータの中央演算処理装置（CPU）市場に、アドバンスト・マイクロ・デバイス（AMD）<AMD>が強力なライバルとして参戦している。

この3年間で市場シェアを伸ばしており、サーバー用CPUでは特に躍進している。

インテルのボブ・スワン最高経営責任者（CEO）は、1月23日の業績に関するコンファレンスコールで、競争は激化しており、現在の地位を守るために今年は精力的に戦うと語り、AMDに対しアグレッシブなスタンスで臨むことを示唆した。マーキュリー・リサーチの調べでは、インテルはデスクトップ型PC向けCPUシェアの82%を握る。AMDのリサ・スーCEOも先週のコンファレンスコールで、競争力のある価格戦略で同社は現在の地位を得ており、競争がアグレッシブなものになると予想していると述べた。

価格競争は既にCPU市場に広がっているようだ。AMDの主要な半導体チップである「ライゼン（Ryzen）5 3600」の価格は先週、アマゾン、ニューエッグ、マイクロセンターなどの主要通販サイトでこれまでの最低価格を記録した。バーンスタインのアナリストであるステーシー・ラスゴン氏は、「価格競争は誰にも利益をもたらさない」と警告する。

これまでの状況はAMDとその株主にとって好ましいものだった。本誌は2018年後半という早い段階から、同社製品が市場で台頭することを予測していた。多くのアナリストが懐疑的である中、本誌はAMDが昨年7月にリリースした7ナノメートル（nm）プロセスの「Zen2」プロセッサシリーズにより同社が勝ち組になると書いていた。

AMDの7nm技術やモジュラー設計への投資は実を結び、AMDの株価は昨年148%上昇し、S&P500指数構成銘柄の中でトップを記録した。

■ 業績は順調、しかし高い期待が足かせに

先週の決算発表では、AMDの2019年第4四半期売上高は前年同期比50%増、営業利益は約4倍増だった。調整後1株当たり利益（EPS）は、ウォール街の予想の31セントを上回る32セントだった。しかし株価は翌日に6%下落した。これは、前四半期の決算発表以降に株価が既に50%近く上がっていたこともあり、市場の高い期待に対しわずか1セント差の結果はもの足りなかったことを示した。

AMDは2020年の増収率を、市場のコンセンサスとほぼ同水準の28~30%と予測している。高い数

字ではあるものの、第4四半期の50%の伸びに比べると見劣りする。過去の例からすると、ハイテク銘柄の場合、株価は増収率が加速している間は好調で、逆に増収率が減速すると軟調に転じる場合が多い。予想を上回る結果を出せば株価に有利に働くので、保守的に見積もった数字なのかもしれないが、投資家はAMDに関して、ここで一息つく時なのかもしれない。

■ 2020年は試練の予感

価格競争以外にも、半導体チップを取り巻く環境は今年厳しいものになりそうだ。

調査会社ガートナーによると、グローバルのパソコン出荷数は2019年には前年比0.6%増と、2011年以降で初めて増加に転じた。ガートナーだけでなくマイクロソフトとインテルも、これはマイクロソフトの基本ソフト（OS）であるウィンドウズ7のサポートが今年1月14日で終了する影響で企業のPC買い替えが進んだことによる、一時的なものだとしている。インテルとAMDは決算発表の中で、今年のPC市場の伸びは横ばいか、わずかに下降するとの見方を示している。

半導体チップの供給もAMDの2020年の成長の制約要因になり得る。筆者は過去の記事でも述べているが、AMD、アップル、エヌビディア<NVDA>、クアルコム<QCOM>などが使用する高性能チップの多くは台湾の半導体ファウンドリメーカーの台湾積体電路製造（TSMC）<TSMC>が製造している。TSMCへの高い依存度はすなわち、業界として増産を考える度に制約が存在することを意味する。

こうしたリスクを勘案すると、AMDの現在の株価水準である47ドルが問題になってくる。同社の2020年予想株価収益率（PER）は、S&P500指数全体の18倍に対し、41倍となっている。バーンスタインのラスゴン氏は、これまでのAMDの成長を驚異的としながらも、「株価が30ドルならこの業績予想も納得いくが、現在の株価では厳しいものがある」と指摘する。一方のインテルの予想PERは13倍だが、今年の売上高と利益成長のアナリスト予想が3%未満であることを考えると割安ともいえない。

AMDのチップを搭載したマイクロソフトとソニー<6758>の新ゲーム機発売も今年控えており、AMDの製品の強さは今後も続くと思われるが、株価は行き過ぎている。

By Tae Kim
(Source: Dow Jones)

9.

新型コロナウイルスは景気にも株価にも影響を及ぼさない - Recession?

[米国経済]

Correction? Coronavirus Isn't Likely to Cause Either.

悲観論は時期尚早。米国経済の成長は続く。

■ 感染拡大の景気への影響は



Getty Images

新型コロナウイルスの感染拡大によって、米国経済がいよいよ景気後退に陥り、株式市場も調整局面を迎えるかもしれない。株式市場の弱気派の中にはそう考える人もいるだろう。

1月30日に米商務省が発表した2019年10~12月期の実質GDP（国内総生産）速報値は年率換算で前期2.1%増となった。個人消費と設備投資は弱かったものの、米中貿易戦争の影響により輸入が落ち込んだことがプラスに寄与した。輸入の落ち込みがなかった場合、GDP成長率は0.6%に留まり、2015年初以来の弱さとなった。

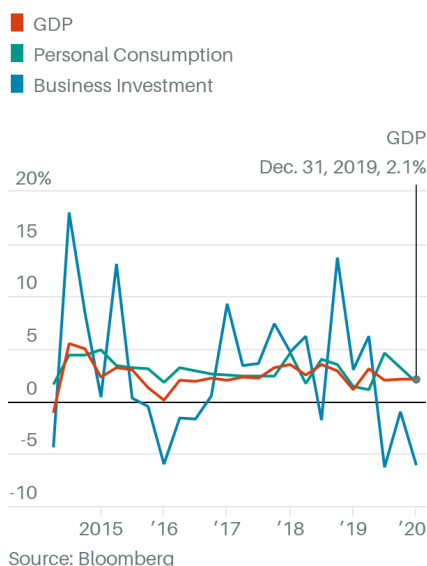
コロナウイルスの感染拡大は米国経済を有意に下押しし、今年の株価は下落するだろうと予言者かのごとく言い続けている人もいる。感染者の増加ペースは急速で、30日には世界保健機構（WHO）が国際的な緊急事態宣言を行った。しかし、これによって経済が成長軌道を外れ、11年続いた強気相場が終わると考えるのはあまりに時期尚早であるばかりか、恐らく間違いだ。

■ 不安要素は逆イールド、中国経済の低迷

Vital Signs

While coronavirus is a wild card for the U.S., it isn't likely to spark a recession. Still, the economy isn't a picture of perfect health as overall growth continues to plog along and there are emerging signs of softer household and business spending.

Percent change, annualized pace



30日には長期金利が短期金利を下回ったことにより、昨年10月以降初めて米国債市場で長短金利が逆転する逆イールドが生じた。これは歴史的には景気後退の前兆だとされている。ドイツ証券のチーフエコノミストであるトルステン・スローク氏によれば、「逆イールドは偶然生じたわけではなく、投資家が新型コロナウイルス関連のニュースに反応し、安全資産である米国債に殺到した結果だ」とのことだ。

中国経済は新型コロナウイルスの感染拡大から確実に影響を受けるだろう。オックスフォード・エコノミクスのエコノミストであるベン・メイ氏は、「コロナウイルスによる肺炎の患者数、それによる死亡者数は増加を続けており、ウイルスの感染拡大は公衆衛生上の問題だけではなく、経済上の問題でもあるということが急速に明らかになりつつある」と語る。中国のGDPに対する短期的な影響は大きく、同氏は2020年のGDP成長率予想を6%から5.6%に下方修正した。波及効果を考慮すると、中国経済の落ち込みは今年の世界経済の成長率を0.2%ポイント押し下げると同氏は述べた。

中国で事業を展開している米国企業は新型コロナウイルスの感染拡大に対応している。アップル<AAPL>は店舗の営業時間を短縮した。航空会社大手アメリカン航空<AAL>は3月末まで中国本土への発着便の運航停止を発表した。コーヒーチェーン大手スターバックス<SBUX>は中国

にある約4300の店舗の半分以上を閉店とした。中国は同社にとって2番目に大きい市場だ。ファストフード・チェーン大手マクドナルド<MCD>とヤム・チャイナ・ホールディングス<YUMC>も一部の店舗を閉店とした。

■ 米国経済への影響は軽微。株価とFRBの動向には注目

こうした感染拡大を防ぐための迅速な措置により一部の企業の第1四半期の利益が減少する可能性があるが、米国経済全体に対する影響はごくわずかだ。具体的な数値で考えると、米国のGDPの0.1%に相当するのは220億ドル分の経済活動である。一方で、資産運用会社ウィリアム・ブレア&カンパニーのアナリストによれば、今回のスターバックスの閉店により一週間で約2500万ドルの売上高が減少するとのことだ。つまり、スターバックスの中国での店舗閉鎖が880週間続いてようやく米国のGDPを0.1%低下させるに過ぎない。

スローク氏はコロナウイルスが米国経済に影響を与えるとすれば、それは恐らく株式市場を通してだと言う。仮に株価がここから大幅に下落して個人消費の低迷につながれば、「逆資産効果は実体経済に大きな影響を与えるだろう」と語る。

しかしながら、現時点では株式市場の下げ幅は限定的であり、実体経済に影響を与えるほどではない。S&P500指数は先週1.7%低下し、ダウ工業株30種平均は1.5%低下したが、両指数とも月間ではほぼ横ばいだ。また、一部のアナリストはeコマース企業やヘルスケア企業の売上高の増加が運輸業や伝統的な小売企業の弱さを相殺する可能性があるとも指摘している。

米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は29日の連邦公開市場委員会（FOMC）後の記者会見で、新型コロナウイルスによるものを含め、先行きの見通しに関する不確実性があると述べた。パウエル議長は中国経済及び世界経済に何らかの混乱が生じる可能性があるとして述べたが、米国経済の85%が内需であることも指摘した。

コロナウイルスの影響が短期的なものにとどまらず、より広範な経済的懸念へ発展しうる要因が一つある。大手会計事務所のグラントソントン・インターナショナルのダイアン・スウォンク氏は、中国は巨額の負債を抱えているが、2003年の重症急性呼吸器症候群（SARS）流行時には中国の負債総額は今よりずっと少なかったにもかかわらず、アジアの経済と市場は大きく揺さぶられたと指摘する。「既に経済が脆弱（ぜいじゃく）な中国においてコロナウイルスの感染拡大が何を引き起こすかを、人々は考えている」と同氏は言う。

ただし、現時点ではスウォンク氏もコロナウイルスの影響で第1四半期の経済は短期的には混乱するが、その後は徐々に回復していくと考えている。同氏は米国経済が成長軌道を外れると考えるのは時期尚早であるが、FRBの利下げの可能性はあると述べた。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - Preview

Netflix作品が、アカデミー賞のノミネート数でトップに

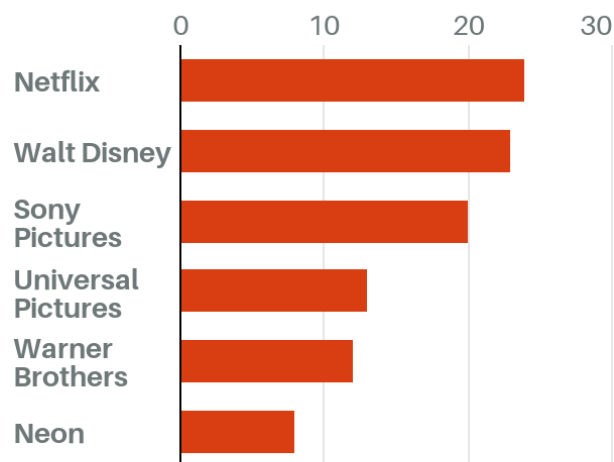
[経済関連スケジュール]

■ 視聴者を引き付ける上ではプラス

Taking the Lead

This year's Oscars marks the first time that Netflix has earned more nominations than any traditional studio.

2020 Oscars nominations



Source: Academy of Motion Picture Arts and Sciences

第92回アカデミー賞が2月9日に発表される。わずか7年前には名前すら上がっていなかったNetflixが、同社が制作した作品の今年の合計ノミネート数はトップの24部門に上る。オンラインのストリーミング会社が、史上初めて大手スタジオを上回ったことになる。20世紀フォックスとサーチライト・ピクチャーズを傘下に持つウォルト・ディズニー<DIS>のノミネート数は23部門、ソニー・ピクチャーズが20部門と続いている。

Netflixがアカデミー賞に初めてノミネートされたのは2014年、初の受賞は2017年だ。昨年は、オリジナル作品「ROMA／ローマ」が初めて作品賞にノミネートされた。同社は近年、オリジナル作品に巨額の投資を行っている。今年度のノミネート数は、マーティン・スコセッシ監督の「アイリッシュマン」が10部門、スカーレット・ヨハンソン主演の「マリッジ・ストーリー」が6部門となり、どちらも作品賞にノミネートされている。

Netflixは、この他にも良質なオリジナル作品を多数制作している。BMOキャピタル・マーケットスは、2019年の同社の制作費は150億ドルに上り、2020年には170億ドルになると予想する。

多くのユーザーがNetflixを契約するきっかけとなったのは、ライセンス契約された「フレンズ」、「ジ・オフィス」、「グレイズ・アナトミー」といった、過去の人気のテレビシリーズを見るためだ。現在、ディズニー・プラスやワーナー・メディアのHBOマックス、NBCユニバーサルの子会社といった競合がストリーミングに参入してきたため、Netflixでのライセンス配信が終了するシリーズも出てくるだろう。例えば今年1月から「フレンズ」は視聴できなくなり、「ジ・オフィス」も年末で配信が終了する。

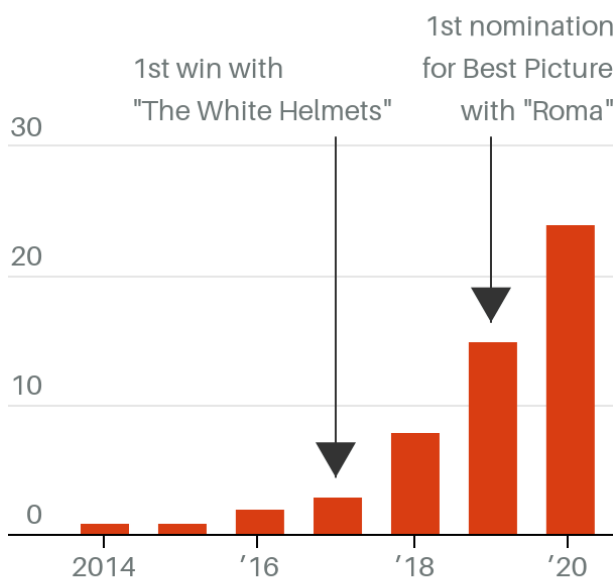
従って、Netflixはオリジナル作品で視聴者を引き付ける必要がある。アカデミー賞は明らかにポジティブな兆候を示すものだろう。

■ 今週の予定

Journey to the Red Carpet

Since receiving its first Oscar nod in 2014, Netflix has racked up more nominations and wins every year.

Netflix's Oscars nominations



Source: Academy of Motion Picture Arts and Sciences

2月3日（月）

・ 全米のトップを切って、アイオワ州で党员集会開催。民主党は、11月の大統領選でトランプ大統領に対抗する候補者選をを開始する。

・ 食品流通大手シスコ<SYN>、技術サービス企業のエイコム<ACM>、グーグルの親会社アルファベット<GOOGL>が決算発表。

・ 1月の米サプライ管理協会（ISM）製造業景況指数発表。予想は48.5（12月実績は47.2）。50以下は、経済活動がおおむね縮小していることを示す。

2月4日（火）

・ トランプ大統領が議会で一般教書演説を行う。
・ 複合マネージドケア組織を運営するセンチーン<CNC>、ファストフードチェーンのチポトレ・メキシカン・グリル<CMG>、総合石油エネルギー企業コノコフィリップス<COP>、大手家庭用品メーカーのクロロックス<CLX>、バイオ製薬会社ギリアド・サイエンス<GILD>、自社管理型不動産投資信託（REIT）サイモン・プロパティ・グループ<SPG>、衣料品メーカーのラルフ・ローレン<RL>、自動車大手フォード・モーター<F>、娯楽・メディア大手ウォルト・

ディズニー<DIS>、ディーゼルエンジン・メーカーのカミンズ<CMI>、衛星放送会社シリウスXMホールディングス<SIRI>、化学コングロマリットのW.R.グレース・アンド・カンパニー<GRA>が決算コンファレンスコールを開催。

2月5日（水）

・ 1月の米ISM非製造業景況指数発表。予想は、12月からほぼ横ばいの55.2。

・ 給与計算代行のオートマティック・データ・プロセッシング<ADP>が1月の米民間雇用者数を発表。15万3000人増が予想される（12月は20万2000人増）。

・ 製薬大手メルク<MRK>、自動車大手ゼネラル・モーターズ<GM>、オーディオ機器メーカーのソノス<SONO>、健康保険会社ヒューマナ<HUM>、フードデリバリー企業グラブハブ<GRUB>、音楽ストーリーミング会社スポティファイ・テクノロジー<SPOT>、半導体大手クアルコム<QCOM>、プライベート・エクイティ・ファンドのカーライル・グループ<CG>、乾電池・懐中電灯メーカーのエネジャイザー・ホールディングス<ENR>、フィットネス・サービス企業ペロトン・インタラクティブ<PTON>、メディア・エンターテインメント大手フォックス・コーポレーション<FOX>が決算発表。

2月6日（木）

・ 米労働統計局が、2019年第4四半期の単位労働コストおよび非農業部門労働生産性指数を発表。単位労働コストは0.95%の上昇（2019年第3四半期は2.5%上昇）、非農業部門の労働生産性は1.1%の上昇（同0.2%の低下）を予想。

・ ライドシェアサービスのウーバー・テクノロジーズ<UBER>、ソーシャルメディア企業ツイッ

ター<TWTR>、大手バイオ医薬品会社のリジェネロン・ファーマシューティカルズ<REGN>、化粧品大手エスティローダー<EL>、出版・メディア企業ニューズ・コーポレーション<NWSA>、製薬大手ブリistol・マイヤーズ・スクイブ<BMY>、医療保険大手シグナ<CI>、証券取引所運営会社インターコンチネンタル・エクスチェンジ<ICE>、ゲームソフト会社大手アクティビジョン・ブリザード<ATVI>、ゲームソフト大手テイクツー・インタラクティブ・ソフトウェア<TTWO>、自動車メーカーのフィアット・クライスラー・オートモービルズ<FCAU>、ドーナツチェーン大手ダンキン・ブランズ・グループ<DNKN>が決算コンファレンスコールを開催。

2月7日（金）

- ・米労働省が1月の雇用統計を発表。非農業部門就業者数は15万7000人増、失業率は横ばいの3.5%を予想。平均時給は前月比0.3%上昇の予想（12月は0.1%上昇）。
- ・米連邦準備制度理事会（FRB）が12月の消費者信用残高を発表。エコノミストは、前月から165億ドルの増加を予想（11月は125億ドル増）。
- ・シカゴ・オプション取引所を運営するCBOEグローバル・マーケットズ<CBOE>、食品持ち株会社ポスト・ホールディングス<POST>、バイオ製薬大手アッヴィ<ABBV>が決算発表。

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』 2020/02/02

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