

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/02/09

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 米国で最もサステナブルな企業の上位100社 - The 100 Most Sustainable Companies in America [カバーストーリー]
持続可能な企業は市場をアウトパフォーム P.2
2. ウォール街の「ポーン・スター」 - Wall Street Has Its Own Brand of Pawn Stars [注目銘柄]
景気逆行型の質屋銘柄ファースト・キャッシュ株は景気減速前の購入がおすすめ P.4
3. エネルギー株はついに底打ちか - Energy Stocks Might Finally Have Hit Bottom [エネルギー]
新感染症危機でさらに株価が下落した石油・ガス株に投資妙味 P.6
4. 新型コロナウイルスのヘルスケア企業への影響 - Health-Care Companies Try to Gauge the Costs of the Coronavirus [フィーチャー]
ヘルスケア企業にどの程度の悪影響が及ぶのかを推測 P.8
5. クラフト・ハインツ、買いの好機到来か - Kraft Heinz Could Have Bad News. It's Time to Buy [推奨銘柄]
減配リスクは株価に織り込み済み、資産売却とマーケティングの強化がカギ P.9
6. 新型コロナウイルスのもう一つのリスクはサプライチェーン - Here's One More Coronavirus Risk—Tech Supply Chains [ハイテク]
アップルの生産体制に影響、ハイテク銘柄の業績見通し引き下げが相次ぐ P.11
7. バブル期を想起、人々の関心の高まり - Investors, Beware: Crazy Things Are Happening Again [コラム]
リスクが高い取引も復活 財政赤字は時限爆弾 P.13
8. コロナウイルスも成長減速も押しのけて大幅上昇 - Coronavirus? Slower Growth? The Dow Just Had a Spectacular Week [米国株式市場]
主要3指数は木曜日にそろって史上最高値を更新 P.15
9. GM株はもっとテスラのように評価されてよい - The Case for General Motors Stock [自動車]
フリーキャッシュフロー利回りとクルーズ部門を評価すると割安との結論 P.18
10. 今週の予定 - Under Armour Works on Its Comeback [経済関連スケジュール]
アンダーアーマーは復活するか P.19

※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. 米国で最もサステナブルな企業の上位100社 - The 100 Most Sustainable Companies in America

持続可能な企業は市場をアウトパフォーム

[カバーストーリー]

■ 人材の定着、環境関連のコスト削減、顧客のサステナブル志向が業績に寄与



本誌は第3回の米国企業サステナビリティ（持続可能性）ランキングを発表する。上位100社の2019年の平均リターンは34.3%で、S&P500指数の31.5%を上回った。ランキングを作成したカルバート・リサーチ・アンド・マネジメントによれば、環境と職場慣行に関して野心的な目標を採用している企業は、継続的にアウトパフォームすると予想される。

Lizzie Gill; Source photos: Ben Stansall/AFP via Getty Images; Getty Images; Santi Visalli/Getty Images

7位のネットワーク機器大手シスコシステムズ（CSCO）のチャック・ロビンス最高経営責任者（CEO）は、昨年米主要企業で構成する経営トップで構成する経済団体「ビジネス・ラウンドテーブル」の新たな声明の採用を推進した。この声明は、「株主至上主義」を見直し、顧客、従業員、サプライヤー、コミュニティや株主などの利害関係者の利益のために企業を主導することを目的とする。1位の化学分析機器メーカー、アジレント・テクノロジーズ（A）のマイク・マクマレンCEOは、「利害関係者の分析は必須だ」と語る。

その他の上位10位以内の企業は、半導体大手テキサス・インスツルメンツ（TXN）、保険会社ボヤ・ファイナンシャル（VOYA）、宝飾品大手ティファニー（TIF）、家電小売り大手ベストバイ（BBY）、コンピューター機器大手HPインク（HPQ）、資材メーカーのWWグレンジャー（GWW）、技術商社のアヴネット（AVT）、設計用ソフトウェア開発会社オートデスク（ADSK）である。

サステナブルな企業はどのようにアウトパフォームするのか。第一の要因は人材の定着だ。研究によれば、これらの企業の離職率は他社よりも25～50%低い。さらに、環境関連の優れた方針はコスト削減に役立つ。サステナブルな慣行は顧客も引き付ける。顧客はパートナーに対して、環境、労働者やその他の利害関係者を適切に取り扱うよう求める傾向を強めている。

カルバートのジョン・ストラウアーCEOによれば、環境・社会・ガバナンス（ESG）に関するさまざまな指標から見て、2019年は「転換点」となる年だった。同氏は「情報と開示の量が大きく向上した」と語る。

カルバートはランキングの作成に当たり、株主、従業員、顧客、コミュニティ、地球の五つのカテゴリーに基づき、時価総額上位1000社の上場企業をランク付けした。さらに、ESGに関連する230以上の指標をチェックし、この指標に基づいてカテゴリーごとに0～100点を付与した。その後、各業界におけるカテゴリーの財務上の重要性を考慮して、企業ごとに点数を加重平均した。同社アナリストのクリス・マッデン氏によれば、今年の上位100社のうち、昨年のリストに入っていなかった企業は28社である。

■ サステナビリティは企業の信用維持に役立ち、魅力を高める



BARRON'S 100 MOST SUSTAINABLE COMPANIES

現在の状況が続けば、ほぼ全ての米国企業がサステナビリティ上の優位性を追求するようになるまで、あまり時間はかからないだろう。マッデン氏は「企業は自社の事業範囲を超えて、顧客がサステナビリティを守ることを支援している。これは大きな変化だ」と語る。

カルバートの親会社である資産運用大手イトン・バンス<EV>のエディー・パーキン最高株式投資責任者は、同社ファンドの運用にカルバートのリサーチを使用していると話す。特に、サステナビリティが改善している企業は見通しが良好な場合が多い。

本誌ランキングにおいて特に優れたパフォーマンスを挙げた銘柄には、多くの半導体製造装置メーカーが含まれる。例えば、ラム・リサーチ<LCRX>（2019年のリターンは118%）、KLA

<KLAC>（同103%）、アプライド・マテリアルズ<AMAT>（同89%）などである。これはメモリー半導体の需要回復への期待を反映している。

サステナビリティは市場の変動から企業を完全に守ってくれるわけではない。例として、シスコシステムズの株価上昇率は14%にとどまった。主な理由は、通信会社などからの需要が予想を下回ったことや、中国の売上高が貿易紛争によって低迷したことである。同社はネットワーク事業を刷新するために新商品を展開しており、次世代通信規格「5G」の恩恵を受ける見込みだ。

また、サステナビリティは、問題あるビジネスモデルの成功を保証するものでもない。百貨店大手メーシーズ<M>と衣料小売り大手ギャップ<GPS>は、本誌ランキングの中でパフォーマンスが特に悪い銘柄だ。とはいえ、小売り大手ターゲット<TGT>のように、アマゾン・ドット・コム<AMZN>の脅威を回避する方法を発見できた企業の株価は上昇した。

慣行がしっかりしている企業は、問題が起きても信用を維持できる場合がある。5位のベストバイのコーリー・バリー新CEOは、同僚の経営幹部との不適切な恋愛関係が疑われた。通常ならば同社に打撃となるが、取締役会主導の調査が実施され、バリー氏はCEOの職にとどまった。ストラウアー氏は「取締役会が行動を起こし、CEOは完全に協力的である。これこそガバナンスが堅固な企業だ」と語る。

サステナビリティは大口投資家や買収者にとっても魅力的だ。昨年、ビル・アックマン氏率いるパーシング・スクエア・キャピタル・マネジメントはアジレントの持ち分10%を取得した。ティファニーは、フランスの高級品大手LVMH<MC.フランス>に162億ドルで買収されることに同意した。HPインクは事務機器大手ゼロックス・ホールディングス<XRX>から買収提案を受けている。

■ 上位企業の動向

アジレントは3位から1位に上昇した。これは同社が長期的な価値創造のカギとなるESG要因について検討し、水消費、廃棄物、温室効果ガスの排出量に関する削減目標を設定したためである。同社

は新型コロナウイルスを分析し、中国の顧客を支援するため、分析機器を中国政府に寄付している。マクマレンCEOは「サステナビリティの面から見て、企業がコミュニティにおいて果たす役割は社会的な部分が多い。これは企業がコミュニティへのコミットメントを示す機会だ」と語る。

テキサス・インスツルメンツは5位から2位へと順位を上げた。同社は真水の年間使用量の削減目標を設定しており、水のリサイクルなどに取り組んでいる。また、サプライチェーンにおいて、戦闘地域で（多くの場合は違法に）採掘・売買される紛争鉱物のデューデリジェンスを実施している。取締役の40%は女性、90%は独立取締役である。

ボヤ・ファイナンシャルは昨年の6位から3位に上がった。同社はコーポレート・ガバナンス関連の指標で高得点を得ており、取締役の44%は女性である。また、ファイナンシャル・ウェルネス（金銭的健康）に関する無料教育ツールを提供していることから、金融商品の安全性の得点も高い。同社は障害者などを支援する取り組みでも有名である。

ティファニーは16位から4位に急上昇した。同社は研磨済みダイヤモンドの80~90%の産地を追跡することができる。昨年より、顧客は店舗でダイヤモンドの採掘地（ボツワナ、南アフリカなど）を確認することが可能になった。同社の消費エネルギーのうち82%を再生可能エネルギーが占める。取締役の50%は女性である。

5位のベストバイ、6位のHPインク、7位のシスコシステムズについては、いずれも既に言及した。8位のWWグレンジャーでは、売上高の約5%が環境に優しいグリーン製品によるものだ。また、注文をまとめて同時に発送することにより、輸送コストを削減している。同社は今年、新たな排出量目標を採用する予定である。9位のアヴネットは昨年の97位から一気に上昇した。同社は過去1年でダイバーシティへの注力を強め、サステナビリティ会計基準審議会のベストプラクティスを採用した。廃棄物削減も重視しており、重要部品の交換プログラムを提供している。

10位のオートデスクは21位から順位を上げた。同社のソフトウェアは建築家やエンジニアなどに利用されている。建設業界では費用と資材の約3分の1が無駄になっているという。この点に関して、大きな成長が見込めるのがビル情報管理（BIM）である。BIMは建設に関わる全ての重要人物とプロセスをつなぎ、単一のデジタルなスプレッドシートでリアルタイムに情報を管理する。ブラウン・アドバイザー・サステナブル・グロース・ファンド<BIAXW>の共同マネジャーであるデービッド・パウエル氏は、「BIMは建設プロセスにおける廃棄物を非常に大きく削減できる。膨大な付加価値がある」と語る。

By Leslie P. Norton
(Source: Dow Jones)

2. ウォール街の「ポーン・スター」 - Wall Street Has Its Own Brand of Pawn Stars

[注目銘柄]

景気逆行型の質屋銘柄ファースト・キャッシュ株は景気減速前の購入がおすすめ

■ 景気逆行型の質屋株ファースト・キャッシュ

ウォール街では融資において創造性が重視されるが、シンプルな方がうまくいくこともある。ファースト・キャッシュ<FCFS>は、米国および中南

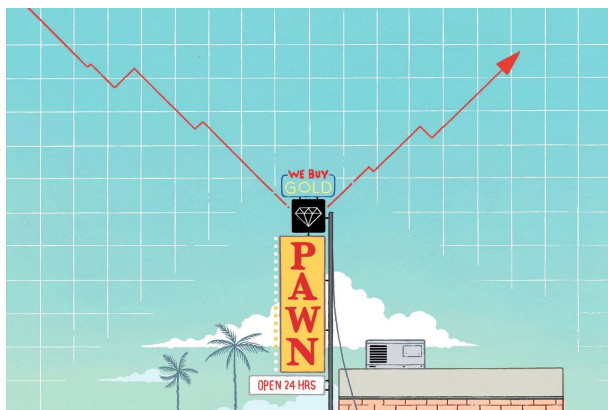


Illustration by Jasper Rietman

米の2679カ所で質屋を運営しており、昨年の売り上げは18億6000万ドルだった。銀行業界で同社は「オルタナティブ・レンダー」（代替的貸し手）と呼ばれているが、所持品と引き換えにお金を工面しようという消費者にとって、他に現実的な選択肢はない。

こうした消費者ローンは、景気が悪くなり銀行が融資を絞ると、より一層存在感を発揮する。同社のリック・ウェッセル最高経営責任者（CEO）は「景気が悪いともうかるし、良くなればさらにもうかる」と語る。投資銀行ジェフリーズのアナリ

スト、ジョン・ヘクト氏は、こうした景気循環に逆行する性質が、次に景気が減速する前に同社の株を買う理由だと指摘する。

しかし現時点で投資家はリスクオフ取引に興味があるわけではない。このため、株式市場全体としては好調だったが、ファースト・キャッシュの株価は昨年7月の高値から20%下落している。ヘクト氏は同社の株価は昨年夏の高値まで戻す、すなわち現在の株価86ドルから20%超上昇し得ると考えている。

アナリストは、同社の売り上げは今年4%増加し19億4000万ドル、1株当たり利益（EPS）は7%増の4.18ドルになると予想している。利益は2021年には、15%程度上昇すると予測されている。株価収益率（PER）は20倍で、ほぼ市場並みだ。

■ 質屋のビジネスモデルとファースト・キャッシュの特色

質屋がもうけを出す方法は2通りある。一つ目は融資だ。現金を必要とする顧客が物品（質草）を担保として質入れし、短期の融資を得る。融資額は質草の業者間価格を基準に決定される。金利は1カ月で12%だ。融資を返済すれば、顧客は質草を取り戻せる。返済期限（30日＋猶予期間が多い）までに返済しない場合、質屋は質草を返却せず売りに出す。そして、これがもう一つの収益源となる。質屋は小売価格よりも安く品物を入手できるため、これを売却することで利益を手にする。ファースト・キャッシュの昨年の質流れ品処分による利益率は37%だった。同社の昨年の売り上げのうち63%はこうした質流れ品販売によるもので、残りの大部分は融資手数料によるものだった。

事業規模も大きくプロの経営者が運営するファースト・キャッシュは、零細事業が中心の質屋業界では異色の存在だ。同社によれば、全米1万4000カ所の質屋の大半は保有店舗数5軒以下の零細事業主が所有しているという。同社は米国内の24州およびコロンビア特別区、そして中南米4カ国に店舗を展開することで、地域的なリスクを分散し、また適切な価格設定を可能としている。同社は、主に買収で店舗網の拡大を続けており、昨年は米国および中南米で279店舗増やした。

この数カ月、投資家は売り上げの36%を占める同社の中南米事業に懸念を持っている。メキシコ事業は、政府が福祉面で支出を増やしたため、第3四半期に減速した。しかし、同社のダグ・オア最高財務責任者（CFO）は、メキシコ政府のセーフティーネット支出は対象が限定されているため、影響は「かなり一時的」である可能性が高いと語った。同社が発表した第4四半期決算によれば、メキシコの福祉支出の影響は既に「緩和」がみられ、今年下半期にはメキシコ事業の回復が見込まれる。

■ 景気減速が恩恵となる構造とこれまでの実績

同社のビジネスモデルの主なターゲットは、食料やガソリン、家賃の支払いなど日々お金のやり繰りに苦労している低所得者層だ。しかし、景気が減速すると顧客層も拡大する。消費者の信用状態が全体として悪化し始めると、クレジットカードや無担保ローンに頼っていた消費者も借り入れができなくなり、質屋に向かうようになるのだ。こうした「ウォーターフォール効果」は、顧客基盤を拡大できるだけでなく、新規顧客の方が信用力に優れている可能性も高く、ファースト・キャッシュにとっては恩恵となる。

同社の株価はここ数カ月低迷しているが、金融危機以降で見ればそのパフォーマンスは傑出しており、2009年3月以降、697%のリターンを上げている。S&P500指数の同期間のリターンは520%だ。金融危機の直後、同社ビジネスモデルはその回復力を遺憾なく発揮した。市場が底を打ってから3年で、同社株のリターンは301%に達したが、S&P500金融株指数のリターンは150%だった。同期間のS&P500指数の上昇率は115%だった。同社はこうした実績から、質屋のビジネスモデルに気付いていなかったアナリストやポートフォリオマネジャーの注目を浴びるようになったとヘクト氏は語る。

同氏は、ヒストリーチャンネルの長寿リアリティー番組である「ポーン・スターズ」（米国版お宝鑑定団）の人気の影響もあると言う。この番組で「多くの人が質屋のビジネスを理解するようになった」とヘクト氏は言う。番組のオープニングは、質屋のオーナーであるリック・ハリソン氏の「ここでは、全てのものに物語と値段がある」というセリフだ。投資家にとって、ファースト・キャッシュの物語はまだ始まったばかりだが、学習が進むにつれ、株価は上昇するはずだ。

By Ben Walsh
(Source: Dow Jones)

3. エネルギー株はついに底打ちか - Energy Stocks Might Finally Have Hit Bottom

[エネルギー]

新感染症危機でさらに株価が下落した石油・ガス株に投資妙味

■ 大手も軒並み高配当



Illustration by Glenn Harvey

ウォール街に見放されたエネルギーセクターに、今こそ注目すべきかもしれない。

低迷するこのセクターの状況は、この1カ月でさらに悪化。第4四半期の業績はさえず、エクソンモービル<XOM>に至っては営業利益が7割近く減少し、資産売却を迫られた。生産、精製、化学製品の全主要分野で各社が不振にあえいでいる。

今四半期はさらに厳しくなりそうだ。米国で基準となるWTI原油価格は、今年に入って16%下落。新型コロナウイルスの流行による中国の需要や世界経済への影響が懸念され、1バレル51ドルの水準まで落ち込んだ。米国の天然ガス価格も、この1年で26%下落。暖房需要がピークの冬にもかかわらず最低水準で推移し、100万英国熱量単位（BTU）当たり2ドルを割っている。

米国株式市場が新型コロナウイルスの終息後を見越して最高値を更新しているのと対照的に、株価下落によりエネルギーセクターの相対的な魅力は高まった。例えば欧米主要エネルギー銘柄の配当利回りは、最も高いロイヤル・ダッチ・シェル＜B＞を筆頭にエクソン、シェブロン＜CVX＞、BP＜BP＞とも4.7～7.2%の高水準にある。

「大型エネルギー株は、現在の市場で特に魅力的なグループ」。こう語るのはコロンビア・フレキシブル・キャピタル・インカム・ファンド＜CFIAX＞のマネジャーであるデービッド・キング氏だ。株価が大して上がらなくても、配当で十分なリターンが得られるというわけだ。

エネルギーセクターは過去8年のうち7年でS&P500指数をアンダーパフォームし、全体の時価総額はアップル＜AAPL＞1社の1兆4000億ドルを大きく下回る。そんなエネルギー株に投資するなら、上場投資信託（ETF）であるエネルギー・セレクト・セクターSPDRファンド＜XLE＞を買うのも一つの方法だ。このETFはS&P500指数採用エネルギー銘柄で構成され、エクソンとシェブロンが約4割を占める。先週1週間で52週最安値を記録し、7日現在で約54ドル、配当利回り4.3%となっている。

これよりハイリスクなSPDR S&P石油ガス探索・生産ETF＜XOP＞もある。こちらは先週に過去最安値をマークし、約19ドルで配当利回り2%。独立系のアパッチ＜APA＞、オキシデンタル・ペトロリアム＜OXY＞、EOGリソースズ＜EOG＞などを保有する。

■ シェブロンに注目

石油メジャーやエネルギー生産米国最大手のコノコフィリップス＜COP＞も買い時かもしれない。キング氏が選好するのはシェブロンとBPだ。株価110ドル前後のシェブロンは財務状況が業界で最も良く、フリーキャッシュフローも堅調だ。最近の増配で配当利回りは4.7%となった。BPは10年前のメキシコ湾原油流出事故から業務改善に成功し、こちらも配当を小幅ながら増やし、利回りは6.7%に達した。

BPとロイヤル・ダッチは、気候変動問題への関心が高い欧州で投資家に敬遠されていることもあり、株価収益率（PER）が米国勢より低い。一方、コノコフィリップスは配当と自社株買いをうまく組み合わせ、株価約58ドル、配当利回り2.9%となっている。

エクソンは株価が10年ぶりの水準まで落ち込んで約62ドル、配当利回り5.6%前後だが、最も魅力が小さい。配当支払いの財源は、資産売却や負債によって確保した。37年連続している年間配当の引き上げは意地でも続けそうだ。

「それでもエクソンよりシェブロンを選好する」とJPモルガンのアナリスト、フィル・グレスユ氏は語る。「シェブロンは財務状況が健全で、資本配分にも規律がある。配当支払いをカバーするための原油価格の損益分岐点も、エクソンよりずっと低い」。同氏はシェブロンに対する投資判断をオーバーウエート、目標株価を135ドルとし、エクソンはニュートラル、72ドルとしている。

コロンビアのキング氏は、シェブロンの配当利回りは10年物社債利回りの倍の水準であり、この利回り差は大手企業で最大だと指摘する。「シェブロンの配当は安全で、非常に魅力的だ」。

近年、底打ち期待を裏切り続けて来たエネルギーセクターだが、今回こそは夜明けを見越して買っておくべきかもしれない。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

4. 新型コロナウイルスのヘルスケア企業への影響 - Health-Care Companies Try to Gauge the Costs of the Coronavirus [フィーチャー] ヘルスケア企業にどの程度の悪影響が及ぶのかを推測

■ 影響は主にサプライチェーンの混乱と一部中国市場の停滞



Photograph by Feature China/Barcroft Media via
Getty Images

医療機器メーカーのボストン・サイエンティフィック<BSX>は2月初めに、新型コロナウイルスによる中国での肺炎流行が売上高に及ぼす影響は1000万~4000万ドルとの試算を発表した。同社の今年の予想売上高は120億ドルもあるため、致命的な影響ではない。だが、流行が拡大するにつれ、世界経済の中でじわじわとその影響が感じられ始めている。例えてみれば航空会社や石油会社への影響は飛んできたレンガと衝突したようなものである一方、その他の企業への影響は、徐々に長くなる渋滞に似ていると言えるだろう。多くのグローバル企業が直面するリスクを典型的に示す例がヘルスケア関連企業だ。ボストン・サイエ

ンティフィックは病院などに医療用機器を販売しているため、ウイルスの影響が大きい地域で中止される外科手術やサプライチェーンの混乱による悪影響は否めないものの、吸収できると予想している。「現時点で中国の医療システムはウイルス感染の封じ込めに集中しており、緊急性のない場合の医療機器の使用は減ると予想している」と同社は述べている。

このような問題はヘルスケア業界全般で起きているようだ。医薬品のサプライチェーンは中国の工場への依存度が高い。医療機器や製薬会社、高度なライフサイエンス向けの分析機器メーカーなどの販売で中国が占める割合は高まっている。ヘルスケア企業は全般的に2月初めの決算発表で、新型コロナウイルスの業績への影響を知るには時期尚早と述べた。しかし、これは大きな問題で、簡単に消えてなくなる問題ではない可能性もあるため、投資家は注視すべきだ。

レイモンド・ジェームズのアナリスト、クリス・ミーキンズ氏は、米国保健福祉省で健康危機管理担当の副次官補を務めた経験があり、「中国でこの問題がどれほど悪化するかについて投資家は過小評価している」と述べている。新型コロナウイルスは、2月1日から7日の間に感染者数が2.5倍に増えた。中国以外の地域での感染者数は同期間に132人から300人程度に増えたにとどまった。

■ 感染拡大防止策に伴う代償

感染拡大を防ぐ取り組みは非常な代償も伴っている。感染拡大のいわば震源地だった武漢とその周りの湖北省全体が実質的に封鎖された。中国のその他の省でも旧正月の休暇期間を延長し、諸外国は渡航制限を実施した。米国も特定の旅行者の渡航や入国を禁止し、検疫を課したりしている。コロンビア大学医療センターで疫学を研究するスティーブン・モース教授は、「感染力の強さにもかかわらず、世界の大半での感染は低い水準にとどまっている。堤防がいつまで持ちこたえるのか分からない。それを知る方法はない」と述べている。

ミーキンズ氏は、米国で重大な大流行が起きる確率は5%とみており、「米国政府は非常に適切に

対応している」と話している。決算発表会でアナリストたちは、ヘルスケア企業の幹部にウイルスに関する質問を向けた。製薬会社にとっての懸念はサプライチェーンに関わるものだ。処方薬に使われる医薬品有効成分に関して中国は世界で最大の製造国の一つだ。製薬大手メルク<MRK>のケン・フレーザー最高経営責任者（CEO）は2月5日に本誌に対し、「現時点でサプライチェーンの混乱はない」とコメントした。同じく製薬大手のサノフィ<SNY>のポール・ハドソンCEOは、減収であれサプライチェーンの問題であれ、会社の業績への影響は新型コロナウイルスによる肺炎の流行が継続する期間次第だと述べている。

中国市場への依存度の高い企業にとってはもっと差し迫った問題かもしれない。中国市場は特にアジレント・テクノロジー<A>などのライフサイエンス向けの分析機器メーカーにとって重要度が高まっている。UBSのアナリスト、ダン・ブレナン氏によると、「分析ツール業界平均で中国は売上高の約10%を占めるが、大型銘柄ではその比率がより高い。中国経済が必要とする内容に適合した製品を販売しているが、新型コロナウイルスにより科学者が研究のために職場で働くことができなければ、機器メーカーにも悪影響が及ぶ」という。アジレント・テクノロジーの場合は、2019年10月31日までの1年間の売上高に占める中国の割合は19%だったが、2月18日の決算発表前の自粛期間のためコメントは差し控えられた。

その他の企業も詳細についてはほとんど明らかにしていない。機器メーカーのダナハー<DHR>は、決算発表後の説明で、売上高への影響はあるものの、年の後半に相殺できるよう努める意向で、「最終的に最善の結果を出したい」とトーマス・ジョイスCEOは述べた。

希望通りになるか否かはウイルス拡散を抑制する中国の能力に懸かっている。中国政府は、伝染のリスクと閉鎖を継続するコストとをてんびんに掛け、大きな決断に迫られている。ミーキンズ氏は、「伝染を食い止めるには湖北省の封鎖を少なくとも2月中くらいは続ける必要がある。病気が広がる可能性よりも国民を閉じ込めておくことの経済的コストの方が重いのか、経済的決断を下すことになるだろう」と述べている。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

5. クラフト・ハインツ、買いの好機到来か - Kraft Heinz Could Have Bad News.

[推奨銘柄]

It's Time to Buy

減配リスクは株価に織り込み済み、資産売却とマーケティングの強化がカギ

■ 合併後から株価は60%下落



Illustration by Mario Wagner

食品大手のクラフト・ハインツ<KHC>は、人により好みの差はあるだろうが、世界で一番おいしいケチャップを作っている会社だ。同社はクラフト・フーズ・グループとハインツが合併して生まれたが、この合併は投資家の口には合わなかったようだ。しかしながら、足元で減配の可能性が表面化しているとはいえ、昨年7月の最高経営責任者（CEO）の交代を機にクラフト・ハインツの株式を買うべき時が来ているかもしれない。

2015年のクラフト・ハインツの誕生は、ウォーレン・バ

フェット氏が率いる大手投資会社バークシャー・ハサウェイ<BRK.B>とブラジルの投資会社3Gキャピタルが主導したものだ。当時は、一流の食品会社2社が経験豊富な投資会社2社により統合されるという完璧な組み合わせに思えた。しかし、今のところ当初の想定ほどうまくいっていない。同社の株価は合併後から約60%下落しており、ここ3年間は毎年2桁の株価下落が続いている。

■ 業績不振の中、新CEOの戦略に注目集まる

大きな問題は売上高の減少で、ピーク時から約7%減少している。このことは2018年にのれん代の減損損失として154億ドルを計上した理由の一つでもある。

しかし、まだ希望はある。昨年7月にミゲル・パトリシオ氏が新CEOに就任した。同氏は2012年から2018年までビール大手アンハイザー・ブッシュ・インベプ<BUD>でマーケティングの責任者を務めていた。2月13日に行われる2019年第4四半期の決算説明会でパトリシオ氏が戦略的なビジョンを提示することを投資家は期待している。新CEOにより説得力のある見通しが示されれば、同社の株価は跳ね上がるだろう。同社の2020年の予想利益に対する株価収益率（PER）は約11.5倍であり、同業他社の約20倍と比較してリスク・リターン観点から魅力的だ。

クラフト・ハインツの利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）は2017年の1四半期当たり約20億ドルから減少傾向にある。2019年第1四半期のEBITDAは13億ドルにまで落ち込んだ。13日に発表される2019年第4四半期決算の市場予想は売上高66億ドル、EBITDAは約15億ドルとなっている。

売上高利益率の水準は健全だ。コスト削減が功を奏してここ数年20%を上回っており、同業他社より約7%ポイント高い水準にある。実のところ、売上高利益率が高過ぎることが問題なのかもしれない。売上高が減少している要因の一つはブランディング関連投資の少なさだろう。

同社の負債総額は約300億ドルであり、売上高とEBITDAの減少と相まって、投資家は1株当たり年間1.60ドルの配当が維持されるかどうかを懸念している。

■ 資産の売却、マーケティングコストの増加がカギ

こうした中、新CEOによる改革が待ち望まれているが、同社は決算発表前のパトリシオ氏への取材などを許可しておらず、情報が得られない状況だ。しかしながら、クラフト・ハインツと同様に業績不振に苦む米国の一流企業である大手複合企業のゼネラル・エレクトリック<GE>の事例から予想を立てることはできる。GEの新CEOは資産を売却し、負債を返済し、減配を実施し、現金を留保するという一連の改革を行った。投資家はこれを歓迎し、同社の株価は2019年に50%以上上昇した。

クラフト・ハインツもほぼ確実に資産を売却するだろう。「ハインツ・ケチャップ」、「クラフト・マカロニ&チーズ」、「オスカー・マイヤー」、「ジェロ」、「フィラデルフィア・クリームチーズ」など、数々の一流ブランドを保有している。

足元の株価は同社の減配リスクを織り込んだ水準にあるが、資産を売却すれば、大幅な減配を行う必要はない可能性もある。同社は毎年20億～30億ドルを設備投資と利払いに充てており、約20億ドルを配当として支払っている。フリーキャッシュフローは不振にあえいでいた過去12カ月間でさえ約30億ドルあったことを考慮すれば、無配になる可能性は低い。同社の配当利回りは依然として5.5%で、ダウ工業株30種平均（NYダウ）の2.2%、S&P500指数の1.8%と比べてかなり高い。

GEはコスト削減により不採算部門を収益部門に変えたが、クラフト・ハインツは長年コスト削減を

続けてきており、むしろ支出を増加させることが必要だろう。実際、投資家は売上高の増加と市場シェアの獲得につながる形のコスト増加を歓迎するだろう。

■ 目標株価、リスク

同社の1株当たり利益（EPS）は直近4四半期合計で約3ドルだった。パトリシオ新CEOの下でマーケティングの強化や資産の売却などを実行することで、同社のPERが現状の約11.5倍から17倍に上昇し、かつ2021年のEPSが2.50ドルの水準を保てれば、株価は43ドル程度まで上昇するだろう。足元の29ドルから40%以上の上値余地がある。

仮に資産を売却しても十分な現金が得られず、同社の株価が割安な水準に放置され続ければ、株価は今後12カ月で26ドルまで下落する可能性があるが、現在の株価からの下落率は10%にすぎない。リスク・リターンは約1対4（10%の損失の可能性に対し、40%の利益の可能性）であり、多少の株価の変動を許容できるならば魅力的な投資機会だろう。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

6. 新型コロナウイルスのもう一つのリスクはサプライチェーン - Here's One More Coronavirus Risk—Tech Supply Chains アップルの生産体制に影響、ハイテク銘柄の業績見通し引き下げが相次ぐ

[ハイテク]

■ 比較すべき対象は2011年の東日本大震災とタイの大洪水



Photograph by China out/AFP via Getty Images

新型コロナウイルスは数百人の死者と数千人の感染者を出しただけでなく、ハイテクセクターのグローバルなサプライチェーンを混乱させつつあり、携帯電話、パソコン（PC）、自動車の供給を脅かしている。こうした動向は2020年第1四半期決算をめぐる懸念を引き起こし、世界経済が下降局面入りする可能性への不安をあおっている。

目下の危機の比較の対象として、2002年に起きた重症急性呼吸器症候群（SARS）の大流行と1918年のスペイン風邪の世界的流行が引き合いに出されているが、世界経済に関してはよりふ

さわしい比較対象がある。それは、ドイツのコンサルティング会社であるレジリエンス360のリスク・インテリジェンス・エキスパートであるミルコ・ボイツジック氏によると、自動車産業のサプライチェーンを混乱させた2011年の東日本大震災とそれに伴う津波、そして同じ年に起きたタイの大洪水だ。

タイは2011年の洪水のとき、全世界のハードディスクドライブ（HDD）生産量の40%を生産していた。洪水で多くの工場が浸水し、部品不足が発生してPCの生産量が数カ月にわたり減少し、ひいてはメモリ半導体など他の部品の需要不足を招いた。国連防災機関によると、タイの2011年の洪水は世界の鉱工業生産を2.5%押し下げた。

■ 中国全土に敷かれた規制がアップルのサプライチェーンに影響

新型コロナウイルスのリスクを現時点で測定するのは不可能だ。そこで、部品と生産および販売における中国への依存度が他の非中国系ハイテク企業よりも高いアップル<AAPL>が最近開示したデータを検討してみよう。同社の大中華圏における2019年10-12月期の売上高は136億ドルで、総売上高の15%を占めた。だが、同社が受けた影響は売上高だけではない。

アップルは1月28日の四半期決算電話説明会で、ウイルスの影響が最も深刻な武漢地域に所在するサプライヤーは数社にすぎないと述べた。だが、2月3日までに同社のスタンスは変化し、「念には念を入れ、さらに主要な医療専門家による最新のアドバイスに基づき、中国本土の全てのオフィスと公式ストアおよびコンタクトセンターを2月9日まで閉鎖する」と発表した。

エバーコアISIのアナリスト、アミット・ダーヤナニ氏は最近、アップルのグローバル・サプライチェーンに含まれる775カ所の製造・供給拠点のうち381カ所が中国に存在すると指摘している。武漢地域のサプライヤーは実際には2社にすぎないが、これはもはや問題ではない。中国全土で輸送が規制され、中国行きの航空機は減便されている。ロシア、モンゴル、ベトナムとの国境は封鎖され、多くの国が中国からの入国者に対して検疫を行っているか、単純に入国を禁止している。アップルの主要な製造委託先である台湾のフォックスコンは先週、2020年通期の増収率の見通しを従来の3~5%から1~3%に引き下げ、その理由をウイルスの影響だと説明した。

日本経済新聞の報道によると、アップルの人気の高いワイヤレスイヤホン、AirPods（エアポズ）を生産する中国の受託製造業者は生産を停止しており、材料と部品の在庫は最大2週間分だという。

■ スマートフォン関連銘柄の業績予想引き下げが相次ぐ

リスクに直面しているのはアップルだけではない。PC大手のデル・テクノロジー<DELL>の広報担当者は筆者に「当社のサプライチェーンの確実な業務継続に役立つあらゆる選択肢とリスク軽減策を評価し、当社は顧客のニーズに応えようとしている」と述べた。HP<HPQ>の状況もほぼ同じで、「念には念を入れ、HPの従業員によるアジア太平洋地域との往来、アジア太平洋地域内の移動を制限している」とコメントしている。

通信向け半導体大手のクアルコム<QCOM>の最高財務責任者（CFO）、アカーシュ・パルキワラ氏は先週の決算説明電話会議で、「新型コロナウイルスによる携帯電話需要とサプライチェーンへの影響をめぐる不透明感は大い」と言及し、利益予想を引き下げた。

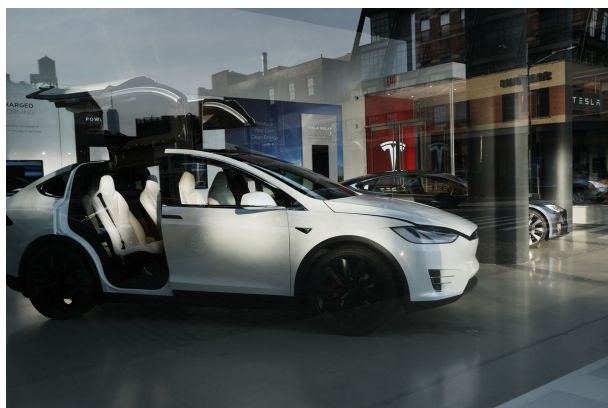
シティの半導体業界アナリスト、アティフ・マリク氏は、サプライチェーンの混乱を理由に、携帯電話市場との結び付きが強い無線通信半導体のクオルボ<QRVO>およびスカイワークス・ソリューションズ<SWKS>、液晶ディスプレイ向け半導体のマグナチップ・セミコンダクター<MX>、半導体製造装置のアムコー・テクノロジー<AMKR>の2020年第1四半期業績予想と目標株価を引き下げた。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

7. バブル期を想起、人々の関心の高まり - Investors, Beware: Crazy Things Are Happening Again リスクが高い取引も復活 財政赤字は時限爆弾

[コラム]

■ バブル期のような関心の高まり



Photograph by Spencer Platt/Getty Images

普段は金融市場の動向を気にしない人々がそれに関心に向けた時は注意すべきと市場の経験則は語る。ケネディ大統領の父親は1929年に、靴磨きの少年から株に関するアドバイスを聞いた時に市場から撤退するタイミングと判断して、大恐慌による損失を免れたと言われている。最近では、バーバラ・ストライサンドのようなセレブが、ハイテクバブルのピークで新規株式公開（IPO）の株式の割当を求めた。

だから、ジェネレーションZに属する私の息子が、電気自動車メーカーのテスラ＜TSLA＞の株価

チャートをインスタグラムで受け取って、どうなっているのか私に質問してきた時に、当然ながら警報が鳴った。私達夫婦は、息子のクローゼットの中にある大手スポーツ用品メーカーのナイキ＜NKE＞や衣料品企業のアンダーアーマー＜UAA＞などの製品の運命を対比させながら投資への関心をかき立てようと試みたが、失敗に終わっていた。しかし、テスラの株価変動は何か違っており、ここ数年のビットコインのバブルや、1980年の銀価格の大変動に似たものがある。

確かに、報道されないところで常軌をさらに逸したことが起こっている。長期志向の現金が投資され、熱狂的なデイトレーダーが1日1回またはそれ以上の頻度で取引している。ジャンク債市場では、世界の金融危機以降に放棄されたと思われるリスクの高い行為の一部が復活している。

ここで注目するのは、特に投機的な現物支払有価証券（PIK債）の復活だ。借り手は、金利分として現金を支払うのではなく、追加で有価証券を発行する。金融危機につながった住宅ローンバブルの狂気じみた時代に、住宅購入者は普段なら手が出せない住宅を購入するために金利だけを支払うインタレストオンリーの住宅ローンで資金を借りた。PIK債では、企業の発行体は金利さえも支払わず、有価証券を追加発行して泥沼にさらにはまり込むことになる。

プライベート・エクイティのプラチナム・エクイティが支援する機械メーカーのハスキー・インジェクション・モールドینگ・システムズの持ち株会社であるハスキーIIIは、4億5000万ドルの5年物PIK債発行を予定している。同債券の信用格付けは、スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）がCCC、ムーディーズがCaa2で、それに何の魅力があるのだろうか。市場でうわさされている利回りは12%で、上場投資信託（ETF）のiシェアーズiボックス\$ハイ・イールド・コーポレート・ボンド（HYG）やSPDRブルームバーグ・バークレイズ・ハイ・イールド（JNK）の約5%の2倍以上だ。債券で調達した資金は、ハスキーに出資したプライベート・エクイティへの配当に充当される。

PIK債の復活は、低金利環境における投資家の利回りに対する渴望を反映している。マスミューチュアルのグローバル投資ストラテジーを率いるクリフ・ノリーン氏は、「私は投資家として、PIK債は債券投資家ではなく発行体にとって素晴らしいものと考えている」と電子メールに書いている。基本的に、投資家はプライベート・エクイティのようなリスクにもかかわらず債券のようなリターンを獲得する。また、債券が事業会社ではなく持ち株会社によって発行されていることもリスクで

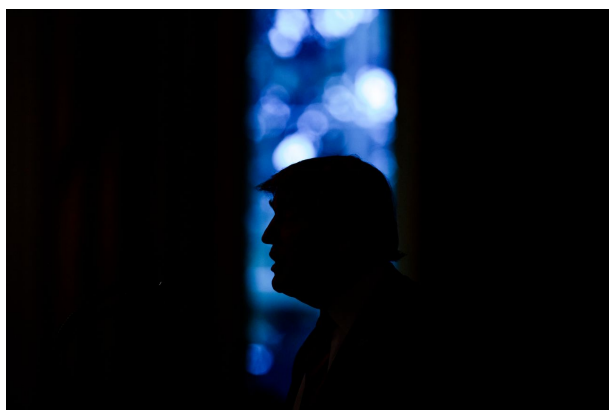
ある、と同氏は指摘する。

これら全ては、新型コロナウイルスの感染拡大がもたらそうとしているリスクとその世界経済への影響と矛盾するだろう。さまざまなニュースにもかかわらず、ダウ工業株30種平均（NYダウ）とS&P500指数は先週約3%上昇して、1週間としては2019年6月3日に始まる週以来の上昇率となり、先々週の下落からは急反発となった。なお、ナスダック総合指数は4%超上昇して、2018年11月26日に始まる週以来の上昇率となった。

しかも、この上昇率は7日の下落にもかかわらず達成された。1月の雇用統計は、非農業部門就業者数の前月比22万5000人増が示唆するほど素晴らしいものではない。暖冬によって建設労働者が4万4000人増加しており、それは季節調整後で昨年の平均の4倍に相当すると、TLRアナリティックスはTLRオン・ザ・エコノミーで指摘する。失業率は3.6%へ0.1%ポイント上昇したが、求職者数が増えたという前向きな理由による。

市場は引き続き、新型コロナウイルスの感染と、今週ニューハンプシャー州で行われる予備選のニュースに注目するだろう。一方で、高バリュエーションの銘柄への愛着や投機的な債務に対する需要に反映されるように、投資家のリスク志向は強い。

■ 増え続ける政府債務



Photograph by Saul Loeb/AFP via Getty Images

トランプ大統領の一般教書演説による経済的成果を聞いていると、テレビ番組の主人公のアーチャー・バンカーが米国の国民総生産（GNP）は世界最大だと誇らしげに言っていた時代を思い出す。その一方で、低失業率や過去最高の株価以外では、財政赤字に言及されなかったことは注目に値する。

トランプ大統領の勝ち誇った態度の中で、財政赤字が年間1兆ドルのペースで推移していることは、ほぼ忘れられているように思える。さらに、表面上の数字よりも、11年目の景気拡大の末にこの水準に達したことの方が重要だ。ちなみに、2012

年の赤字も1兆ドルだったが、当時の経済は大不況からの回復の初期段階にあった。また、オバマ政権初期の財政赤字は、財政赤字に対するタカ派の反感を買ったが、そのようなタカ派は今ではほぼ絶滅している。

その他、トランプ大統領が共和党の大統領候補指名を争っていた2016年にワシントン・ポスト紙に対して、当時19兆ドルだった政府債務を8年以内に解消できる、と語ったことも忘れられているようだ。現状の予測によると、トランプ政権は8年間で政府債務を9兆ドル増やすと予想されている。

ソシエテ・ジェネラルのストラテジストであるアルバート・エドワーズ氏によると、米議会予算局（CBO）が今年度の財政赤字の対国内総生産（GDP）比が4.6%で、2030年まで同水準の赤字が続くと予想していることは悲慘な状況だ。CBOは、第二次世界大戦中と直後の6年間を除き、「財政赤字のGDP比が5年連続で4.0%を超えたことは、過去100年間になかった」と指摘している。

エドワーズ氏は、「この時限爆弾は、公的セクターの赤字を縮小するか、将来に約束された給付を撤回するという、積極的かつ即座の施策を必要としている」と続ける。しかし、米国の現状はそれ

には程遠い。実際、バーニー・サンダース上院議員が提唱する国民皆保険には32兆ドルが必要と推計されており、その額は現在の財政赤字予想には明らかに含まれていない。同氏は、富裕税によって10年間で4兆3500億ドルの税収増を図るとしているが、国民皆保険を導入した場合の財政赤字拡大予想を食い止められるとは思えない。責任ある連邦予算委員会は、サンダース上院議員の計画が財政赤字を、10年間で13兆4000億ドル拡大させると推計している。

国民皆保険のような歳出を劇的に拡大する施策がなくとも、現在の道筋では、米国の財政赤字の対GDP比は、1992年以降で初めて日本の同比率を上回ることになる。エドワーズ氏は、「米国は、財政赤字の対GDP比を歴史的にみて通常の水準まで真剣に引き下げる努力を諦めることで、日本と同じ状態に陥ると私は予想する」と主張する。

■ ヘリコプターマネーが解決策

唯一の出口は、いわゆるヘリコプターマネーだ。経済学者のミルトン・フリードマンが提唱し、バーナンキ米連邦準備制度理事会（FRB）元議長が議長を務める前に広めた概念で、中央銀行が紙幣発行によって財政赤字を賄うことを意味する。経済学者のステファニー・ケルトン教授らが提唱する現代貨幣理論は、その変形だ。

ヘリコプターマネーは機能するだろう。量的緩和（QE）によってリスク資産の価格を押し上げて経済を間接的に刺激するよりも、FRBが財政赤字を直接賄うことで流動性を供給する方が効果的だろう。エドワーズ氏は、「私は、ヘリコプターマネーが成功して、消費者物価指数（CPI）が昔のように大幅に上昇することに、少しの疑いもない」と語る。

一方の日本は、多額の財政赤字が日銀の国債買い入れによって賄われているにもかかわらず、低過ぎるインフレ率に悩まされている。実際、FRB、欧州中央銀行（ECB）および先進国のその他中央銀行の主な課題は、インフレ率を押し上げることとなってきた。エドワーズ氏は、デフレ的な不況では米国債10年物利回りがマイナス1%程度まで低下し、最終的にはヘリコプターマネーにつながると見ている。

米財務省は現状、過去最低水準の金利コストによって望むだけ借り入れられる。しかしニクソン大統領の大統領経済諮問委員会委員長だったハーブ・スタイン氏は、持続不可能なものは持続しないと述べた。それは、米国債の入札が十分な応札を集められないというような、考えられないことが起こった時の話だ。次に聞く音は、ヘリコプターのローターの音だろう。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

8. コロナウイルスも成長減速も押しのけて大幅上昇 - Coronavirus? Slower Growth? The Dow Just Had a Spectacular Week 主要3指数は木曜日にそろって史上最高値を更新

[米国株式市場]

■ 悪材料をものともせず

良い攻撃は最大の防御と言われるが、米国株式市場は両方とも実現した。

先週、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は3%上昇し

Dow Jones Industrial Average



て2万9102ドル51セント、S&P500指数は3.2%高の3327.71となった。ナスダック総合指数は4%高の9520.51となったが、週間でのこれほどの上昇は2018年11月以来だ。3指数とも金曜日に下落する前日に史上最高値を更新した。小型株のラッセル2000指数は2.6%高の1656.78で週末を迎えた。

金曜日にNYダウは277ドル余り下落したものの、一部の投資家は、この大幅な上昇を慢心の証拠のように感じている。コロナウイルスの症例数は増加が続き、中国の経済成長率の予想が低下し続けるなど、多くの悪材料が見られた。JPモルガンのエコノミストは、中国の2020年の第1四半期の実質GDP（国内総生産）の伸び率がわずかに1%にとどまるとみている。一方、ドイツの鉱工業生産は12月に3.5%低下し、金融危機後で最大の低下となった。

■ 強気の見方

S&P 500 Index



米国株の投資が正しい動きと見方もある。世界で問題が起ると、米国市場が実際により魅力的になる可能性があるからだ。原油価格は1月に63.27ドルの高値を付けた後に20%下落し、10年物米国債利回りは1.58%に低下した。いずれも経済的な混乱の兆候とも考えられるが、ゲイブカル・リサーチのウィル・デニヤー氏は、原油価格と金利の低下はガソリンやその他の必需品に費やす金額の減少を意味し、他の消費に回る現金が増えることになる」と書いている。

同氏は「現状の成長に関する全ての不確実性の中で一つ確実だと思われるのは、住宅投資と消費がもたらす米国の経済成長へのプラスの寄与だ」と説明する。

世界的な混乱の中で同氏だけが上振れを予想しているのではない。ファンドストラットの創設者であるトーマス・リー氏は市場が下落するとの見方を撤回する中で、世界の投資家が景気を心配し始めた時に米国株は避難場所を提供すると指摘した。その理由の一つは、

米国市場の57%が、経済成長が鈍化しても成長が続く企業が発行している成長株である点だ。また、米国市場の流動性が高市場よりも高く、資産の売買が容易な点も挙げられる。

これらの特性から米国株は魅力的になっているものの、需要を満たすのに十分な供給がない。S&P500指数採用銘柄の時価総額の合計は25兆ドルだが、世界の家計資産は世界中で約300兆ドルだとリー氏は書いており、「世界のその他の部分が危険に見えるとき、米国株市場は最も安全なのだが、S&P500指数の株式数は十分でない」としている。

■ テクニカル指標に弱気の兆候

NASDAQ Composite Index



Source: FactSet

本誌も楽観的な見方を採るが、特に短期的にはリー氏ほど楽観してはいない。先週の上昇では中央銀行の役割がやや強過ぎると感じた。中国はコロナウイルスに苦しむ経済に数十億ドルを投入し、一方で投資家は、前週の水曜日の米連邦公開市場委員会（FOMC）を受けて金利低下の確率が上昇したと感じたようだ。しかし、1月の米雇用統計が予想を上回ったため、緩和マネーが枯渇するのではないかとの恐れから市場は売り込まれた。

金曜日の前にも悪い兆候が出ていた。市場全体で株価指数が高値を更新したにもかかわらず、上昇銘柄数と下落銘柄数の累積指標であるニューヨーク証券取引所の騰落線が1月16日に付けた高値を超えることがなかった。さらに悪いことには、高値と安値がともに前回の値から下落しており、これは市場が見た目ほど強くないかもしれないという別の兆候となっている。

マクロ・リスク・アドバイザーズのジョン・コロボス氏は、アップル<AAPL>やアマゾン・ドット・コム<AMZN>のような企業が市場を先導しているにもかかわらず、平均的な銘柄が出遅れていることを意味する可能性があるとしている。こうした状態はどの程度続くのだろうか。

■ 個別銘柄

Barron's 400 Index



Source: FactSet

以下は先週の株式市場で注目された個別株の動き。

・アマゾン・ドット・コムは3.5%高となり、過去最高の2079ドル28セントを付けたが、一方で百貨店・小売企業株であるメーシーズ<M>、ノードストロム<JWN>、ギャップ<GPS>、コールズ<KSS>などは金曜日に大幅に下落した。その結果、上場投資信託（ETF）のSPDR S&P小売りETF<XRT>は、アマゾンに対して相対的に下落した。つまり、短期的な休息の後、「アマゾンによる死」のトレードは非常に有効なようだ。

・大手複合企業ゼネラル・エレクトリック<GE>の株価は先週3%以上上昇して12.83ドルを付け、ゴードン・ハスケットのアナリストで長年の弱気派だったジョン・インチ氏は、同社株を嫌々ながら「売り」から「ホールド」に格上げした。GE株は2018年の安値から約2倍となったが、2000年8月の上場来高値である58.16ドルからは依然として78%安の水準にあり、長期投資家が資金を回収するまでにはまだ長い道のりがある。

・バイオ医薬品大手のバイオジェン<BIIB>は、多発性硬化症薬であるテクフィデラの特許を2028年まで延長できる訴訟で勝訴したことを受け、24%上昇した。ただ、市場は同社のアルツハイマー治療薬アデュカヌマブに関するいちかばちかの賭けをセットしているように見える。バイオジェンはこの治療薬の治験に2019年3月に失敗して株価の急落を招いたが、今年も米食品医薬品局（FDA）に承認を申請する予定だ。FDAの決定がいかなるものであれ、先週の動きが小さく見えるようになるかもしれない。

・先週の本コラムで、フィットネスサービス企業であるペロトン・インタラクティブ<PTON>の業績発表前の買いを推奨した。それから株価は14%下落しており、後悔している。それでも、この下落は第3四半期の期待外れのガイダンスと予想よりも早いロックアップ期間解除の懸念に対する過剰反応のように思われる。今のところ、同社株に対する強気を維持する。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

9. GM株はもっとテスラのように評価されてよい - The Case for General Motors Stock

フリーキャッシュフロー利回りとクルーズ部門を評価すると割安との結論

[自動車]

■ テスラよりもGM



Photograph by Justin Sullivan/Getty Images

電気自動車のテスラ<TSLA>ではなく、100年以上の歴史を有するゼネラル・モーターズ<GM>の方が1500億ドル以上の時価総額に匹敵すると書いたら、正気を疑われるだろうか。それでも、財務データとその他の経営指標を幾つか見ると、この結論が導かれる。

まず財務面から。投資家はGMが生み出す莫大（ばくだい）なキャッシュにほとんど信頼を置いていない。GMのキャッシュフローは変動が激しく、自動車販売台数が減少すると劇的に低下すると一般的に考えられている。しかし、倒産を経て再建された金融危機の時期以降、そうしたことは

起きていない。

過去9年間で、GMのフリーキャッシュフローは平均で約54億ドルに達した。2020年に関しては、同社は2月5日の決算発表の際に約70億ドルになるとの見通しを示した。その場合、33.57ドルの株価でGM株のフリーキャッシュフロー利回りを計算するとおよそ14%となる。S&P500指数のフリーキャッシュフロー利回りは約3.7%で、ダウ工業株30種平均だと約2.5%だ。自動車メーカーとしてトヨタ自動車<7203>に次ぐ時価総額のテスラは約0.8%だ。

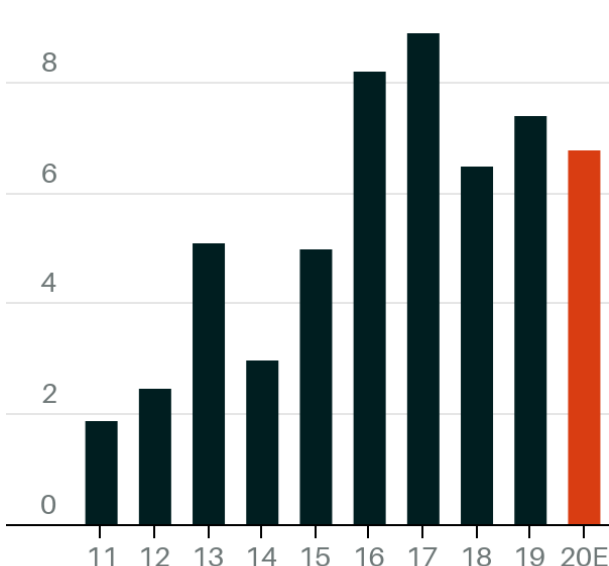
急成長する電気自動車の先端企業ほどではないにしても、市場全般と同様のバリュエーションとなれば、GMの時価総額は2000億ドルと、現在の4倍近くとなる。しかし市場はこの分析に否定的で、株価は予想1株当たり利益（EPS）の6倍未満にすぎない。つまり、投資家はGMを問題のある従来の自動車会社のように扱っていることになる。

■ クルーズ部門の価値

Cash Machine

General Motors Annual Free Cash Flow

\$10 billion



Sources: Bloomberg, company guidance

議論の残りはここから始まる。GMは多くの読者の理解よりも技術的に先を進んでいる。先端技術を集めたクルーズ部門を通じて、テスラのように自動運転技術に多額の投資をしている。

クルーズ部門は、他社からの投資を受けた際に約190億ドルと評価されている。これはフリーキャッシュフロー分析の一部ではない。クルーズにそれだけの価値があるのなら、まさに垂涎（すいぜん）ものだ。レビン・イースターリー・パートナーズのポートフォリオマネージャーであるクリストファー・スサニン氏は本誌に、「水曜日の投資家向け説明会におけるクルーズの部分は非常に魅力的で、同部門がサンフランシスコで自動運転のタクシーを運行する日は近い」と語った。

テスラは米国で他社よりもはるかに多くの電気自動車を製造しているが、GMも電気自動車に多額の投資を行っている。GMは2月2日に開催されたスーパーボウルで、全電動化したピックアップトラック「ハマー」の広告を出し、巨大なデトロイト・ハムトラミックス工場を電気自動車専用に改造している。

■ アナリストの評価

RBCのアナリストのジョセフ・スパク氏は、GMの株式を「買い」として目標株価を49ドルに設定した。自動車ファイナンス部門と年金の赤字を調整してもGMの価値を約700億ドルと評価していることになり、最近の株価から40%以上高い水準だ。4倍まではいかないものの悪い数字ではない。

スパク氏は、GMが新たなピックアップトラックを売り出したこと、売却したために欧州連合（EU）での事業がないこと、そして魅力的なフリーキャッシュフロー利回りであることから、自動車株の中でGMが最も高いパフォーマンスになると主張する。

それでもテスラ株のパフォーマンスに追いつくのは難しい注文だ。テスラ株は年初から75%以上上昇しており、時価総額は約1350億ドルだ。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - Under Armour Works on Its Comeback アンダーアーマーは復活するか

[経済関連スケジュール]

■ アンダーアーマーと不屈の忍耐

スポーツ用品メーカーのアンダーアーマー<UAA>は、復活について、多少のことは知っているはずだ。米プロバス

Dropping the Ball

The company's stock has been volatile and generally declining

Under Armour Class A Stock



Source: FactSet

ケットボールリーグ（NBA）のステフィン・カリー、米プロアメリカンフットボール（NFL）のトム・ブレイディといったスター選手とスポンサー契約を結んでいる同社は、不屈の忍耐がもたらすメリットを中心に据えた企業哲学を持っている。苦境に立たされている同社が2019年第4四半期決算を発表する2月11日に、これが試されることは間違いない。

アンダーアーマーの株価は昨年11月、米司法省と証券取引委員会（SEC）が同社の会計慣行を調査しているというニュースが流れた際に19%急落した。同社は北米での販売が低迷し、通期の業績見通しを下方修正した。株価は2019年に22%上昇し、今年に入ってから約4%下落している。

より広範な市場圧力も同社を圧迫している。スポーツ用品小売りのスポーツ・オーソリティーとスポーツ・シャレーは、2016年に倒産した。また、ナイキ<NKE>や、スポーツアパレル小売りのルルレモン・アスレティカ<LULU>などの競合企業とは異なり、アンダーアーマーは、アスレジャー（スポーツウエアと普段着を兼ねたファッション）の流行を追うことには消極的だ。

その代わりに同社は、競技者指向のアプローチを取っているが、トレーナーやレギンスがファッションの定番となっている世の中では、目先のことしか見えていない結果となった。

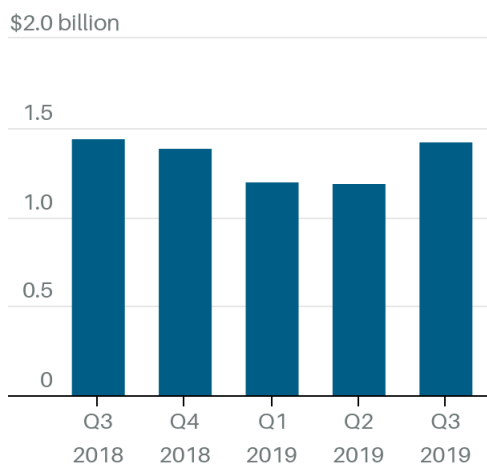
ファクトセットによると、アナリストらは第4四半期の売上高を14億6000万ドル、1株当たり利益（EPS）を10セントと予想している。同社は最近、リストラを実施し、コストを削減し、在庫を縮小した。1月に新たな最高経営責任者（CEO）が就任し、既に主要ポストを埋めた。同社の返り咲きが待たれる。

■ 今週の予定

Going Nowhere Fast

Sales have been flat

Under Armour Revenue



Source: FactSet

2月10日（月）

・製薬大手アラガン<AGN>、インフラ資産管理のブルックフィールド・インフラストラクチャー・パートナーズ<BIP>、医療サービスのダビータ<DVA>、複合企業ロウズ<L>が決算発表。

・複合企業ユナイテッド・テクノロジーズ<UTX>が、同社の暖房、換気、空調設備製造子会社キャリアの、懸案となっているスピンオフについてアナリスト説明会を開催。11日には傘下のエレベーター大手オーチスが、アナリスト説明会を開催。ユナイテッド・テクノロジーズは、今年前半に2件のスピンオフを完了する予定。

・給与計算代行大手オートマテック・データ・プロセッシング<ADP>が、ニューヨークでイノベーションデーを開催。

2月11日（火）

・大手電力会社ドミニオン・エナジー<D>、公益事業持ち株会社のエクセロン<EXC>、玩具メーカーのハズブロ<HAS>、ホテルチェーン経営大手ヒルトン・ワールドワイド・ホールディングス<HLT>、ライドシェア・サービス大手のリフト<LYFT>、住宅内装・建築用品メーカーのマスコ<MAS>、スポーツ用品メーカーのアンダーアーマー<UAA>が決算発表。

- ・クレジットカード大手ビザ<V>が、サンフランシスコで2020年投資家向け説明会を開催。
- ・全米独立企業連盟（NFIB）が、1月の中小企業楽観度指数を発表。コンセンサス予想は103.5で、12月の102.7から上昇。
- ・米労働統計局が、12月の求人労働移動調査（JOLTS）発表。12月末日の求人件数は、11月とほぼ同水準の678万件とみられる。

2月12日（水）

・半導体製造装置大手アプライドマテリアルズ<AMAT>、カナダの金鉱大手バリック・ゴールド<GOLD>、半導体開発用ソフトウェアのケイデンス・デザイン・システムズ<CDNS>、ネットワーク機器メーカー大手シスコシステムズ<CSCO>、先物取引所グループの持ち株会社CMEグループ<CME>、ドラッグストアチェーン大手CVSヘルス<CVS>、世界各国でデータセンターを展開するエクイニクス<EQIX>、統合型リゾート運営大手MGMリゾート・インターナショナル<MGM>、ビール醸造持ち株会社のモルソン・クアーズ・ブリューイング<TAP>、不動産投資信託（REIT）のウェルタワース<WELL>が決算発表。

2月13日（木）

・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>、保険大手アメリカン・インターナショナル・グループ<AIG>、自動車部品大手のボルグワーナー<BWA>、電力大手デューク・エナジー<DUK>、オンライン旅行サービス会社のエクスペディア・グループ<EXPE>、加工食品メーカーのクラフト・ハイツ<KHC>、産業ガスメーカーのリンデ<LIN>、床材メーカーのモホーク・インダストリーズ<MHK>、半導体メーカーのエヌビディア<NVDA>、飲料・食品大手のペプシコ<PEP>、廃棄物処理サービスのウェイスト・マネジメント<WM>、動物用医薬品メーカーのゾエティス<ZTS>が決算発表。

- ・1月の消費者物価指数（CPI）発表。前年同月比2.5%の上昇が予想される（12月は2.3%上昇）。食品とエネルギーを除くコアCPIは2.2%上昇するとみられる。
- ・電気・電子機器大手エマソン・エレクトリック<EMR>がニューヨーク証券取引所で年次投資家向け説明会を開催。

2月14日（金）

- ・製薬大手のアストラゼネカ<AZN>、カナダの石油・ガス輸送企業エンブリッジ<ENB>、消費財大手のニューウェル・ブランズ<NWL>が決算発表。
- ・2月のミシガン大学消費者信頼感指数発表。エコノミスト予想は99.2で、1月の99.8から下落。
- ・1月の小売売上高発表。前月比0.3%増を予想（12月は0.3%増）。自動車とガソリンを除いた数値は0.4%増の予想（12月は0.5%増）。

By Alistair Bates
(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・ダイジェスト』 2020/02/09

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 : エグゼトラスト

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