

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/03/22

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 米政府は超党派で財政支援に取り組むべきだ - Washington Must Go All In Now on Fiscal Aid, or America Will Pay Later [カバーストーリー]
今を逃せば、後で代償を支払うことになる P.2
2. 医療におけるニューディール政策 - A New Deal for Health Care [ヘルスケア]
新型コロナは連邦政府が非常時権限を発動し国の総力で戦うべき相手 P.4
3. 大手銀行が新型コロナウイルスによる危機を乗り切れる理由 - The Big Banks Are Getting a Real-Life Stress Test [銀行]
過去10年間にわたって大手銀行は危機に備えてきた P.6
4. テクニカル分析の観点からの株価見通し - 3 Market Technicians Size Up the Outlook for Stocks [フィーチャー]
S&P500指数は2300近辺で下げ止まりか P.9
5. リジェネロンは新型コロナ治療薬の「速やかな」開発に自信 - Regeneron's CEO Says We Could Have a Covid-19 Treatment 'Quickly' [ヘルスケア]
リジェネロンの抗体技術に期待 P.11
6. 景気見通しの悪化に伴い2008年と同様の底値を探る動きも - Stocks Revisit 2008 Lows as Economy Looks Even Grimmer [米国株式市場]
株式相場の底値を見極めるには時間が必要 P.13
7. アップル向けアプリ開発企業の反乱 - An Army of App Developers Pushes Back on Apple [テクノロジー]
規制当局も支配的企業の独占的慣行に厳しい目を注ぐ P.16
8. マネーベルトを締めよ。行く手はすぐには平坦にならず。 - Buckle Up Your Money Belts: The Ride Won't Get Smoother Soon [コラム]
かつて聖書に描かれた天災に思いを致す P.18
9. 株価下落で巨大ハイテク株を割安で購入するチャンス到来 - Big Tech — the Growth Play — Is Now a Defensive Stalwar [ハイテク]
現金に着目すると財務の健全性は明白であり、景気悪化を無傷で乗り切る可能性が高い P.20
10. 今週の予定 - Boeing Is Too Big to Fail. But Saving It will be Costly for Everyone. [経済関連スケジュール]
ボーイングは大きすぎてつぶせないが、政府の支援を受ける犠牲も大きい 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. 米政府は超党派で財政支援に取り組むべきだ - Washington Must Go All In [カバーストーリー] Now on Fiscal Aid, or America Will Pay Later 今を逃せば、後で代償を支払うことになる

■ 金融・財政両面で新型コロナウイルス対策が打ち出されている



Illustration by Bill Butcher

新型コロナウイルスは消費者だけでなく投資家、中央銀行、政治家と、全ての人を恐怖に落とし入れているが、本当に十分に恐れているかという大きな疑問が浮かび上がる。危機への対応策は取られているが、十分でないかもしれない。深く長い景気後退、あるいは一部で恐れられている恐慌を回避するためには財政的対応が必要不可欠だ。新型コロナウイルスは究極のブラックスワンの（予想不可能ながら起きると衝撃が大きい）事象で、1918年のスペイン風邪以降経験したこともない脅威だ。人から人へ感染する病気であり、金融システムの混乱を招き、ウイルスが向かうところ

る経済はストップしてしまう。医療的な危機と経済的な危機の両方に備えなければならない。この戦いに勝利するには、政府は党派的争いや外国人嫌い、責任のなすり付け合いをやめて、まずは応急措置を施し、その後に患者や企業の治癒（ちゆ）を支援しなければならない。11月の大統領選挙は、初期の財政的取り組みがどの程度成功したかの試金石となるだろう。

ダウ工業株30種平均（NYダウ）は最高値から約35%下落した。しかし、痛みを感じているのは株式だけではない。通常安全資産とされる地方債や米国長期債まで巻き込み、2008年の金融危機以降見たこともない強烈な恐怖がうかがえる。米国での健康と金融への被害はまだ初期段階で、最優先すべきは病人を助け、感染の広がりを把握し、当面の生活に支障をきたす人を援助することだ。経済全般の生存を脅かされる脅威に直面しており、一時解雇、企業の破産、労働者の痛みの悪循環が引き起こされる可能性がある。被害が数カ月以内に収まるか長期化するかは政策対応にかかっている。金融政策面では米連邦準備制度理事会（FRB）がゼロ金利への逆戻りと7000億ドル相当以上の米国債と住宅ローン担保証券（MBS）の買い入れを発表し、順調な短期金融市場の流れと世界中のドルの流動性を維持しようと努めている。しかし、FRBの責務により買い入れ可能な資産や実行できる刺激策に限界がある。これは変える必要がある。

次に、政治家の果たす役割は大きい。財政政策面では、議会とトランプ大統領はワクチン開発や州・地方政府の予防策のための83億ドルの緊急対策を可決し、次に可決された第2弾となる無料の検査や有休の傷病休暇を含む政策の規模は1000億ドル以上となる可能性がある。さらに、米国人への現金給付、給与税減税、航空業界などの産業を救済するための信用供与、小規模企業の負債の保証などを含む措置にも取り組んでいる。

ムニューシン財務長官は、政権が支持する刺激策の規模は総額1兆3000億ドルと述べており、うち5000億ドルが米国民への現金給付に充てられるとみられる。追加の1兆ドル規模の刺激策の議論が続いている。同長官は、小規模企業が従業員の給与を払い続けられるよう、「病気を確実に終息させる経済の一部を閉鎖しているが、必要な経済的支援を実施する予定だ」と述べた。これらの数字でさえも十分ではない可能性がある。学校は休校となり、在宅勤務が当たり前となりつつあり、飲食店は営業中止され、大半の人が自宅とその近辺で1日を過ごしている。新型コロナウイルスによるこれまでの被害は決して小さくない。ウイルスとの戦いが米国より1カ月以上早く始まった中

国では、1～2月の鉱工業生産は前年同期比13.5%減、小売売上高は20.5%減だったと発表された。同国のデータは問題が低く見積もられる傾向があるのにこの数字だ。

■ 経済的影響は大きい

新型コロナウイルスの影響が米国経済指標にも表れ始めている。直近週の新規失業保険申請件数は前週比約33%の急増となる約7万人増の28万1000件だった。来週は爆発的な増え方になると予想する向きもある。申請件数急増のため報告できないと申告した州もある。ニューヨーク連銀が発表するエンパイア・ステート製造業指数は2月のプラス12.9から3月はマイナス21.5に低下し、過去最高の月間下落を記録した。

9.11米同時多発テロの事例は新型コロナウイルスの影響や対策を考える上での出発点になる。シーラス・リサーチのサティア・プラドゥマン氏は、航空業界、小規模企業などへの影響に類似点があると見ており、「9.11後12～18カ月経った後もマンハッタンはひどい状況だった。大半の主要都市全般に次々と集団感染が起きていくとすると、2～3四半期はマイナス成長が続き、底を打つまでに金融政策や財政支援が数度にわたり発表されるだろう」と述べている。

経済への悪影響は、金融危機も含めてこれまでのわれわれの経験以上のものになるだろう。JPモルガン・チェース<JPM>は、その間の米国の国内総生産（GDP）が14%減少すると予想しており、ゴールドマン・サックス<GS>は24%減少、ドイツ証券のチーフエコノミストのトルステン・スロック氏は12.9%減少と予想している。同氏は、「予想をめぐる不確実性はいくら強調しても足りないくらいだ。過去と比べようにも適切な例がない。ウイルス自体の進化もまた非常に不透明な点だ。米国ではウイルスの封じ込めは中国よりも困難で、金融市場の動きが連鎖反応を誘発し、経済活動のより急激で大幅な後退につながる可能性がある。イタリアで死者数が中国を超えたことを見ても、危機悪化の兆候がうかがえる」と述べている。

■ 創造的取り組みが必要

政治家は早急に財政措置策定に創造的に取り組む必要がある。キャピタル・エコノミクスのチーフエコノミストのニール・シャーリング氏は、「医療へのアクセスの拡大、政府補助付きの傷病休暇、企業の減税、家庭への1回限りの給付金、影響の大きい会社への低利融資に政府保証を付けたり、あるいは民間企業の債務の引き受けなどがある」と列挙している。カリフォルニア大学バークレー校のエマニュエル・サエズ教授とガブリエル・ザックマン教授は、政府による最良の経済支援方法は、減少した需要の肩代わりをすることだとし、例えば需要が40%減少した場合、その穴埋めに支払う金額は米国の20兆ドルのGDPの約10%だと述べている。また、今回の伝染病の流行を保険の対象とし、保険会社が保険金を支払うよう政府が決定すべきだとの意見もある。今や景気後退は避けがたい状態だが、一層の悪化を防ぐためには柔軟で創造的な対応が重要だ。ジェフリーズの主な顧客は商業への悪影響をまともに受けた中規模企業のため、失業の急増を食い止め、繁栄に戻るまでの間の閉鎖や破産を防ぐために必要なことは何でも政府が実施するようにと同社の経営陣は求めている。同社のリッチ・ハンドラー最高経営責任者（CEO）とブライアン・フリードマン社長は、「経済が必要としているのは、時間稼ぎをしながら、従業員に給与を支払い続け、生産能力や技術を維持し、何とか向こう岸に到達するための資金だ」と書簡で述べている。

本誌も同感だ。他の点では健全だった会社が破綻すると、感染流行が終息しても労働者が戻る場所がなくなる。検疫強化や社会的隔離の期間が長引いた場合に必要な金銭的支援がなければ、ウイルスが静まるまで経済の回復力を十分に維持できない可能性がある。本誌は最悪のシナリオとして恐慌を考えるまでには至っていないが、多くの識者の脳裏をよぎっていることだろう。恐慌の明確な定義はないが、サンフランシスコ連銀は1973～1975年の景気悪化を1929～1933年の大恐慌の初

期の景気悪化と比較することで大局的にとらえようとしたことがある。1973年の景気後退の際のGDPは3.4%減少し、失業率は4%から9%へ悪化した。大恐慌の初期にGDPは約30%減少し、失業率は3%から25%に大幅に悪化し、後半になると多くの企業や個人が破産した。銀行も破綻し、経済が回復までに10年以上かかった上、株価が1929年のピークに戻るまでに25年を要した。2020年の嵐も独特だ。パンデミック、ゼロ金利、原油価格戦争、米国大統領選挙が同時に起きたことはこれまでにない。これらは大恐慌に至る要因だろうか？現時点では誰も分らない。今や大詰めと政治家が気づき、できれば破局を食い止める行動を取るのが早ければ早いほど良い。

By Ben Levisohn and Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

2. 医療におけるニューディール政策 - A New Deal for Health Care

[ヘルスケア]

新型コロナは連邦政府が非常時権限を発動し国の総力で戦うべき相手

■ ニューヨーク市などの支援要請と連邦政府の対応



Photograph by Al Diaz/Miami Herald/Tribune News Service/Getty Images

先週、米国政府は臨戦態勢に入り、新型コロナウイルス対策として総額1兆ドルに上る経済対策が打ち出されたが、現在危機に直面している医療システムはその焦点とはなっていない。

3月19日にニューヨークのデブラシオ市長が蒼ざめた表情で会見を行い、N95マスク300万個、人工呼吸器1万5000台など、計1億3000万点に及ぶ医療機器や装備が不足しているとして支援を求めた。これはニューヨーク市単体の数字だ。同市長は、「医療品の生産に転換が可能な全ての工場に、フル生産を行うよう指示すべきだ」と語った。こ

れまで複数の州知事や、市長、議員がトランプ政権に対して病院のベッド数や医療従事者のための装備の確保、そして軍による現場医師の支援など医療システムへの支援を要請している。

トランプ大統領は、州が必要とする医療機器の調達には連邦政府の役割ではないと反論しているが、専門家によれば、大統領には資源配分と経済運営の組み替えを行う強大な権限があるという。クリントン政権下で行政管理予算局の副局長を務めたブルッキングズ研究所のロバート・ライタン氏は、大統領には防衛生産法で旧ソ連のような巨大な権限が与えられており、必要な防護装備を生産するよう産業界に指示することが可能だと言う。トランプ大統領も同法に基づいて対応を加速していると語ったが、詳細は明らかにしていない。

■ 軍による支援

ほかにも大統領にできることはある。軍の医師や看護師を派遣し、新型コロナウイルスで崩壊しかけている医療の現場を支えることが可能だと言う専門家もいる。

国防総省は病院船をニューヨークへ1隻、西海岸へ1隻派遣すると発表した。ニューヨークへ向かう船は船歴44年の元オイルタンカーで、すぐに展開するのは困難であり、感染症患者を受け入れる用意もない。

米保健福祉省で緊急時対応部門の次長補を務めたことがある投資銀行レイモンド・ジェームズのアナリスト、クリス・ミーキンズ氏は、「政府は、軍の医師、看護師、医療従事者および国家災害医療システムのメンバーを、医療の崩壊を防ぐため必要とされる現場へ数時間で展開できるように、即応体制に置くべきだ」と語る。

しかし、ことはそう単純ではない。そうした対応を取れば、ほかの医療施設から医師を引き抜くことになりかねないため、国防総省は州の医療サポートには州兵や予備役の投入を検討している。マーク・エスパー国防長官は、「借金返済のために借金をすることにならないよう、注意が必要だ」と語った。

■ メディケイドによる支援

一方、病院関係者や医療関係者は直接的な支援も必要としている。一部の病院については、医療保険制度改革の結果、メディケイド（低所得者医療保険制度）の支払いは5月22日に終了することになっているが、連邦議会が期限を延長するのは簡単だ。また、米国病院協会はメディケイドの支出額を、最近承認された経済刺激策に盛り込まれている増加額よりさらに増額するよう求めている。

■ ウイルス検査体制の強化

今年の初め、米国で新しいウイルスに対する検査の開発を担う疾病対策予防センター（CDC）が新型コロナウイルス用検査の準備に失敗したことが、最初の大きなつまずきとなった。CDCは2月初めになって新型コロナウイルス用の検査キットを配布したが、重大な欠陥があると判明し、その後修正されたものの、時間がかかり過ぎた。ミーキング氏は、「数週間前、CDCの最初の検査方法が失敗と分かった時点で民間の研究室を通じて病院や大学の研究室を動員すべきだったが、政府はCDCに任せ過ぎたため、対応が遅れた」と言う。

新型肺炎の診断に使用するのはリアルタイムPCR（ポリメラーゼ連鎖反応）分析と呼ばれる方法だが、処理に数時間を要する。民間の検査機器企業であれば数百の検査を同時に行うことができる機器を製造できるが、米食品医薬品局（FDA）の承認が必要だ。FDAは緊急策として、新型肺炎の検査用にロシュ・ホールディング＜RO.スイス＞、サーモ・フィッシャー・サイエンティフィック＜TMO＞およびホロジック＜HOLX＞の検査機器を承認した。ヘルスケア分野に特化した投資銀行SVBリーリンクのアナリスト、プニート・サウダ氏は、これで「1日に50万件の検査を行うことが可能になるだろう」と言う。

検査機器が揃っても、検査に使用する化学品や物質が不足している。サーモ・フィッシャーが買収を発表したオランダの試薬・分析機器メーカー、キアゲン＜QGEN＞は本誌に、週に7日、1日3交代で生産を行っているが、CDCの新型肺炎検査に使用されるRNA抽出キットの需要に応えるのは困難だと語った。一方、ロシュは検査機器の搬送に支障をきたしていると言う。

とはいえ、専門家は、検査能力が近いうちに大幅に増強されると見ている。しかし、3月18日までには30万人の検査を終え、新規感染者数も安定し始めた韓国のような効果を期待するには、もう遅過ぎるだろう。

■ 人工呼吸器や防護用品の生産

全米で感染者が急増するのは避けられないだろう。既にニューヨークでは感染者が救急治療室や集中治療室に押し寄せている。極めて重篤な患者が増えたため、人工呼吸器の不足が深刻になりつつある。製造しているのはメドトロニック＜MDT＞、コーニンクレッカ・フィリップス＜PHG＞、ゼネラル・エレクトリック＜GE＞、およびベクトン・ディッキンソン＜BDX＞の事業部門であっ

た非上場の医療機器メーカー、バイエア・メディカルなど数社だけだ。不足台数はニューヨーク市だけで数万台に上る。製造各社は3月18日および19日に、生産ラインやシフトを増やし増産に努めていると発表した。今すぐに大幅な台数増を期待することはできない。バイエアの広報担当者によれば、1台の人工呼吸器を製造するには40日が必要だ。

人工呼吸器は複雑な機器であり、専門業者に任せておくしかないが、ほかの不足物資には製造が容易なものもある。ライタン氏は、トランプ政権が持てる権限を発動すべきなのは、そうした分野だと言う。防衛生産法によれば、大統領は民間企業に必要な物資の優先や、生産設備の設置すら要請することができる。同氏は、「週に7日、1日24時間の生産を命じることも可能だ。既存業者には週に7日、1日24時間の生産を命じ、そのほかの企業にもマスク、手術着、手袋など供給不足が著しい物資の製造を命じるべきだ」と言う。

連邦政府もマスクの供給を増やすべく動いてはいる。3月18日、トランプ大統領は産業用のN95マスクを医療現場へ供給できるようにする法案に署名した。保健福祉省も5億枚の医療用マスクを調達する予定だ。

大統領は、防衛生産法は将来最悪の事態が起きた場合に発動するとしているが、最も影響を受けている地域にとっては、既に最悪の事態になっている。メリーランド大学ロースクールの教授で、衛生・国土安全保障センターの所長を務めるマイケル・グリーンバーガー氏は、「これは国家の問題だ」と語る。国家の問題には連邦政府の対応が必要だ。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

3. 大手銀行が新型コロナウイルスによる危機を乗り切れる理由 - The Big Banks Are Getting a Real-Life Stress Test 過去10年間にわたって大手銀行は危機に備えてきた

[銀行]

■ 株価が急落しており、バリュエーションは割安

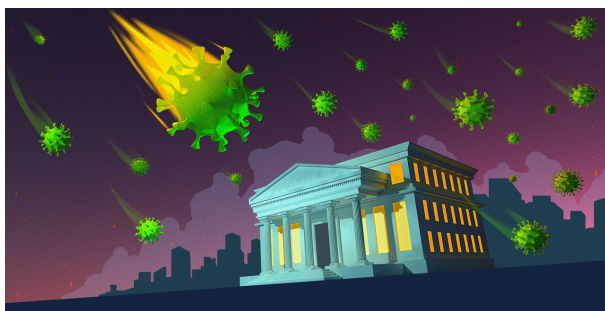


Illustration by Daniel Downey

現在は米国の大手銀行にとって試練の時だ。大手銀行は、過去10年間にわたって小規模の銀行から市場シェアを着実に奪い、記録的な業績を挙げ厚い資本バッファを築いてきたが、今や前例のない経済的ストレスに直面している。大きな打撃を受けた企業や消費者にサービスを提供し、今後の返済条件についても検討しなければならない。銀行は、これ以上ないほど準備万端だと言う。しかし、投資家は、銀行が不良債権の泥沼にはまらず危機を乗り越えられるかを懸念している。

銀行セクターの株価は急落している。上位6行のバンク・オブ・アメリカ<BAC>、シティグループ<C>、ゴールドマン・サックス・グループ<GS>、JPモルガン・チェース<JPM>、モルガン・スタンレー<MS>、ウェルズ・ファーゴ<WFC>の株価は、先週に平均15%、年初来で40%下落した。銀行は実体経済の動揺の影響を受けやすいため、相場の下落は理解できる。

銀行には多くのリスクが存在する。政府や銀行が借り手を支援するためにどのような施策（利息や手数料の免除、返済の猶予）を取るか、その施策が利益にどのような影響を与えるかは不透明だ。2008～2009年の世界金融危機は住宅市場が中心だったが、現在の危機はほぼあらゆる分野に同時に打撃を与えているようだ。多くの投資家は、ハイテク（多数の企業が豊富な手元現金を保有している）、製薬、生活必需品、電力といった比較的安全なセクターの保有を続けることを望むだろう。

こうした状況にもかかわらず、大手銀行株は魅力的に見える。ウェルズ・ファーゴの銀行セクターアナリストであるマイク・メイヨー氏は、「銀行は過去10年間にわたり、今回のような事態に備えてきた。そのため、経済の力の源としての役割を果たすことが可能だ」と語る。

銀行を評価するには、株価収益率（PER）ではなく、株価有形純資産倍率（PTBV）という昔ながらのバリュエーション指標に頼る必要があるだろう。20日の株価は、JPモルガンがPTBV（以下同）1.4倍の86ドル、バンク・オブ・アメリカが1.1倍の21ドルだった。他の4行のPTBVは1倍を下回っており、株価はゴールドマンが0.7倍の142ドル、シティグループが0.55倍の39ドルとなった。有形純資産価額はのれんなどの無形資産を除いた保守的な自己資本指標であり、銀行株の底値を形成する場合が多い。

メイヨー氏は、投資家は銀行株に対する慎重姿勢を横に置いて考える必要があると言う。同氏は「今回の危機と金融危機では昼と夜ほどの違いがある。当時の銀行のバランスシートは脆弱（ぜいじゃく）だったが、今は堅固だ。銀行の底堅さは過小評価されている。上位10行のうち1行でも増資や減配が必要になったら驚きだ」と語る。

メイヨー氏の選好銘柄は、JPモルガン、バンク・オブ・アメリカ、地方銀行のUSバンコプ<USB>、同じく地銀のPNCファイナンシャル・サービスズ・グループ<PNC>だ。JPモルガンは、消費者・企業向け貸し出し、富裕層向けのウェルスマネジメント、投資銀行業務という多角的な基盤を有する。同行は業界最高クラスのリターンを創出しており、ジェイミー・ダイモン最高経営責任者（CEO）率いるトップレベルの経営陣を擁する。

バンク・オブ・アメリカは、「責任ある成長」を掲げるブライアン・モイニハンCEOの下で、過去10年間に米国トップの個人向け銀行および商業銀行へと変わった。同行は顧客確認に基づく個人向け貸出戦略によって優良な借り手の割合を高めており、競合他行の中で貸倒損失が最も小さい。

地銀は大手銀行以上の打撃を受けており、株価の下落率が年初来で50%を上回る銀行もある。その理由は、大きな悪影響を受けている中小企業やエネルギー業界へのエクスポージャーを有するためだ。しかし、USバンコプとPNCは競合他行に比べてエネルギー業界へのエクスポージャーが小さい。メイヨー氏はPNCについて、「リスク特性が比較的低く、2008年の金融危機の際と同様に、困難な時期に投資すべき銀行となっている」と述べた。PNCは資産運用大手ブラックロック<BLK>の貴重な持ち分を所有しており、この持ち分はPNCの時価総額の約35%に相当する。

USバンコプは多角的なビジネスモデルを有する。伝統的な銀行業務による利益の割合は約50%にすぎず、残りの50%は決済処理やウェルスマネジメントなどの事業から得ている。同行は以前から最も優良な大手地銀とみなされていた。

大手銀行の平均配当性向は約30%で、業績が悪化しても減配を避けられる可能性がある。バンク・オブ・アメリカは大手銀行の中で配当性向が最も保守的な銀行の一つで、昨年は約25%だった。最も積極的なウェルズ・ファーゴは50%近くだった。配当性向の差は配当利回りにも表れており、バ

ンク・オブ・アメリカは3.4%、ウェルズ・ファーゴはトップの7.2%だ。残りの4行は3.3~5.2%で、JPモルガンは4.2%だ。

■ バランスシートは堅固、ストレステストの結果は良好

Withdrawals

Bank stocks have been hit hard over the past month, as reflected in the KBE (SPDR S&P Bank ETF).



Source: FactSet

米連邦準備制度理事会（FRB）は銀行が堅固であることを強調しており、先週は大手銀行が1兆3000億ドルの自己資本と2兆9000億ドルの質の高い流動資産を保有していると述べた。銀行は現金や国債などの低リスクの流動資産を非常に多く保有しているため、従来の自己資本比率だけを見ると過小評価することになる。例えば、JPモルガンの場合、年末時点の有形自己資本1880億ドルに対して資産は2兆6000億ドルだが、そのうち貸し出しは9480億ドルにすぎない。

JPモルガンは15日に、「たとえ状況が劇的に悪化しても、当社には金融システムと全てのお客様を支えられる能力とバランスシートがある。どんな方法でも可能な範囲で政府を支える用意ができている」と発表した。こうしたシナリオは十分に考えられる。ホテル、自動車、エネルギー、外食といったあらゆる業界がストレスを受けているためだ。原油価格の急落によってエネルギー業界向け貸し出しは問題となっている。

大手銀行に関して言えば、このような貸し出しの問題は対処が可能だろう。メイヨー氏は、シティグループ、バンク・オブ・アメリカ、JPモルガン、ウェルズ・ファーゴそれぞれのエネルギー業界向けエクスポージャーの範囲を136億~199億ドルと推定している。これは貸し出し全体の1~3%、自己資本の6~11%に相当する。銀行の貸し出しはエネルギー企業の負債の中で最も返済順位が高い傾向があるため、債権はある程度保護されている。

投資家は、FRBが大手銀行にストレステストを毎年課してきたという事実を安心材料にできるかもしれない。テストのシナリオには、米国の国内総生産（GDP）が8%減、失業率が10%、株価が50%下落という厳しい想定も含まれる。しかし、銀行は潤沢な資本を保有しているため、上記のモデルにおいても健全性を維持できる。しかも、このシナリオでは配当や自社株買いを通じて株主還元を行うと想定している。

この「非常に厳しい」シナリオにおいて、銀行の主要な自己資本比率である普通株式等Tier1比率を見ると、上位18行の平均比率は1年以上かけて12.3%から6.6%に低下するが、それでも最低要件の4.5%を上回っている。大手銀行は第2四半期末まで自社株買いを停止することを決定したため、新規貸し出しを支える資本は増加するだろう。自社株買いの再開は早くても2021年になるとみられる。

バークレイズの銀行セクターアナリストであるジェイソン・ゴールドバーグ氏は、「銀行は非常に良い状態で今回の事態を迎えた」と話す。同氏によれば、有形自己資本は1940年以来の高水準で、預貸率から見た流動性は1980年代前半以来の高さ、不良債権から見た与信の質は2006年以降で最

も優れていると言う。同氏は「銀行は今回の経済的混乱を乗り切るため、企業や個人の借り手と積極的に協力する見込みだ。次の数四半期を耐えられれば問題ないだろう」と語る。

ゴールドバーグ氏は、最近のレポートで貸倒引当金の増加や利ざや縮小などを含むネガティブシナリオを検証した。その結果、同氏がカバーする24行の業績予想において、中央値は42%の減益となった（いずれの銀行も黒字）。メイヨー氏は、銀行の業績が短期的に悪化する可能性がある」と指摘し、「1~2四半期にわたり、銀行の利益は『病氣休暇』状態になるだろう」と語る。

それでも、投資家には低迷する銀行セクターに投資する心強い仲間がいる。有名投資家のウォーレン・バフェット氏だ。同氏は昨年末時点で750億ドル以上を銀行セクターに投資しており、単独の投資家としては銀行株への投資額が最大である可能性がある。同氏が率いる投資会社バークシャー・ハサウェイ<BRK.A>は、2019年末時点でシティグループとモルガン・スタンレーを除くほぼ全ての大手銀行株を保有していた。投資家は現在、バークシャーによる取得価額を下回る株価でJPモルガンとUSバンコープに投資できる。

バフェット氏は銀行株の割安なバリュエーションと高リターンの組み合わせを気に入っている。同氏もミス犯すことはあるものの（例えば、バークシャーは空運株の最大の投資家）、大きな失敗はめったにしない。

By a
(Source: Dow Jones)

4. テクニカル分析の観点からの株価見通し - 3 Market Technicians Size Up the Outlook for Stocks S&P500指数は2300近辺で下げ止まりか

[フィーチャー]

■ テクニカル分析の達人に株式相場の見通しを聞く



Illustration by Mario Wagner

多くの投資家は、新型コロナウイルスの感染拡大を受けた株式市場の暴落を目の当たりにして、ファンダメンタルズ分析への疑念を抱いているのではないだろうか。企業活動が停止しつつあり、売上高や利益の合理的な予想ができない状況では、株価収益率（PER）や株価売上高倍率（PSR）のような従来のバリュエーション指標は役に立たない。

ファンダメンタルズ分析により株価の適正水準が判断できない足元の相場では、過去の値動きや出来高などの統計的な指標に基づいて株価の方向性を予測するテクニカル分析に優位性があるかもしれない。

テクニカル分析では値動きは過去のパターンを繰り返すとの想定の下、チャート分析により理想的な買いおよび売りの水準を特定できると考える。

テクニカル分析の観点からの相場見通しについて、アンディ・アディソン氏、ロバート・スライマー氏、ケイティ・ストックトン氏の3人に話を聞いた。

■ アンディ・アディソン氏（インスティテューショナル・ビューの創設者）

値動き、移動平均線、出来高、株価指数と個別株の相対パフォーマンスなどを用いた同氏のテクニカル分析によると、今年の1月初旬に原油市場と銅市場で売りシグナルが点灯した。その後、小型株と中型株でも売りシグナルが点灯した。1月26日にはシカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティ指数（VIX指数）に買いシグナルが点灯した。VIX指数はその時の15近辺から一時85.47まで上昇した。「その時には、相場の下落を引き起こす要因が何なのかは分からなかったが、非常に悪いことが起こりそうだということは分かった」と同氏は語る。今となっては明らかだが、中国で昨年末に発生した新型コロナウイルスは米国にまで及び、医療システム、経済、金融市場に大きな損害を与えている。

同氏によれば、S&P500指数の急落は「1929年の大恐慌以来で最悪」であり、200週移動平均線などの下値支持線で反発することなく下落を続けたという点では史上最悪かもしれないと言う。S&P500指数は2018年12月に付けた終値ベースの安値である2351まで一直線に下落した。同氏は、S&P500指数が2300近辺で下げ止まれば、2650～2800まで反発の余地があるとみている。ただ、2300を明確に下抜ければ2000～2100まで有意な下値支持線が見当たらないという。「銀行株の下落の様子を見ると、2000～2100でもS&P500指数が下げ止まるかどうか分からない」と話す。同氏は「新安値を付ける銘柄数が減少し、より多くの銘柄がさまざまな期間の移動平均線を上回るまでは、相場が底を打ったと判断できない」との見解を示した。

10年物米国債利回りは上昇に転じ、米国債のイールドカーブはスティープ化しており、銀行株には追い風のはずだ。それにもかかわらず、KBW銀行株指数の月足チャートは過去9年間のレンジを下抜けしている。「銀行株の弱さは、今後大規模な貸し倒れが発生することを示唆しており、経済全般の機能停止を考えればそれは十分あり得ることだ」と同氏は語る。

同氏はヘルスケアセクターに投資機会があるとみている。バイオ医薬品のアムジェン＜AMGN＞、製薬会社のイーライリリー＜LLY＞やメルク＜MRK＞などに注目している。下落局面において株価指数に対する下落が小さな銘柄やセクターが反発局面を先導する可能性が高いという。

■ ロバート・スライマー氏（ファンドストラット・グローバル・アドバイザーズのテクニカル・ストラテジスト）

株価の週間変動率に基づく指標から、同氏は昨年後半の時点で株式市場は今年の2月中旬から下旬にピークを付けると判断していた。「当時は、S&P500指数は高値から5～8%下落して、第2四半期の半ばに底打ちすると想定していた」と語る。現時点で同氏は、S&P500指数は今年4～5月の間に2346（2018年12月26日のザラバ安値）近辺で底打ちするとみている。「S&P500指数は18日に2346を下回ったが反発しており、この近辺は2016年の安値から2020年の高値までの62%戻しの水準でもある」と語り、市場は往々にして直近の変動の50～62%を巻き戻すと付け加える。同氏は「S&P500指数の2346はテクニカルに重要な水準で、この近辺でもみ合えば、底を打ったと判断していいだろう」と話した。

スライマー氏はS&P500指数の2640近辺にある200週移動平均線にも注目している。過去の強気相場を振り返ると、調整局面において指数は200週移動平均線の近辺で底を打つことが多かった。ただ、1957～1962年の相場では今回と同様、株価は直近高値から約30%下落、つまりそれまでの上昇の62%戻しの水準まで調整し、200週移動平均線を下回ったという。「足元のS&P500指数が200週移動平均線を下回っていることには注意が必要だが、1962年の相場のようにそこから反発した例もある」と同氏は語る。とはいえ、「銀行株、エネルギー株、新興国株のチャートはテクニカル分析の観点からは非常に悪い形」という。MSCI EAFE（欧州、豪州および極東）指数

は1975年以来の上昇トレンドが崩れている。

一方で、小売り大手ウォルマート<WMT>や製紙・衛生用品大手キンバリークラーク<KMB>、産業用機器やソフトウェアを開発するローパー・テクノロジーズ<ROP>、一部の製薬会社などはS&P500指数をアウトパフォームしている。「個人投資家とは違い、機関投資家はポジションを全額現金化するという選択肢を取れないため、特にロングオンリーの機関投資家がディフェンシブ銘柄を買うのは理にかなっている」と同氏は指摘する。

■ ケイティ・ストックトン氏（フェアリード・ストラテジーズの創設者でありマネージングパートナー）

同氏はフィボナッチ・リトレースメントや一目均衡表などを用いて、下値支持帯と上値抵抗帯の水準を探ろうとしている。同氏はS&P500指数で2305~2350を下値めどとみている。短期的にはS&P500指数に対して「中立から弱気」だが、今後数週間で反発すると予想している。反発の時期を探るためにストキャスティクスなどのさまざまな指標を使用している。ストキャスティクスはある日の終値が一定期間の高値から安値の値幅の中でどの水準に位置するかを示す指標だ。0%から100%の値を取り、20%以下は売られ過ぎ、80%以上は買われ過ぎを示す。「ストキャスティクスはこの数週間継続して20%以下となっている」と同氏は語る。

同氏は原油相場に対しては一段と弱気だ。ウエスト・テキサス・インターミディエート（WTI）原油先物相場は1月に三角保合いを下抜けして下落基調を強め、20日には1バレル23ドル近辺で推移している。同氏はこの先2週間で原油価格の一段安を見込んでおり、2001年の安値である1バレル17ドル近辺まで下落するとみている。

同氏もヘルスケアセクターが足元の相場における資金の退避先になるとみており、上場投資信託（ETF）のヘルスケア・セレクト・セクターSPDRファンド<XLV>の下落基調に終わりの兆候が見られたと語った。

By Lauren R. Rublin
(Source: Dow Jones)

5. リジェネロンは新型コロナ治療薬の「速やかな」開発に自信 - Regeneron's CEO Says We Could Have a Covid-19 Treatment 'Quickly' [ヘルスケア] リジェネロンの抗体技術に期待

■ 新型コロナウイルスの治療薬開発に向けて大きく前進



Photograph by Nathaniel Brooks/The New

米国のバイオ医薬品大手リジェネロン・ファーマシューティカルズ<REGN>は17日、混合薬として使える可能性のある、新型コロナウイルスを中和する多くの抗体を特定したと発表した。投資銀行SVBリーリンクのアナリストのジェフリー・ポーギ氏は「中東呼吸器症候群（MERS）コロナウイルスやエボラウイルスに対するアプローチと同様に、リジェネロンの混合抗体は新型コロナウイルスの感染予防と治療に効力がある可能性があると考え」と主張している。

York Times

リジェネロンは16日、新型コロナウイルス感染症の患者に既存の関節リウマチ治療薬のケブザラを投与する臨床試験を開始したと発表した。ケブザラは新型コロナウイルスが引き起こす肺炎の治療に使用できる可能性がある。本誌は17日、リジェネロンの最高経営責任者（CEO）であるレオナルド・シュライファー氏に新型コロナウイルスとの闘いについてインタビューを行い、同社の技術基盤が治療薬開発のスピードをどのように向上させているか、世界的な流行病の治療の経済的な側面についてどのように考えているかについて質問した。以下は同CEOのコメントを編集したものである。

■ 新型コロナ治療薬を求めて

治療薬の開発には3方面からのアプローチがある。第1は、他の目的のために開発された既存の薬を試して、新型コロナウイルスの患者に有効かを確認する、第2はワクチンが出回るまで、感染を防ぐ可能性があるヒト抗体を用いる、第3はこのような抗体を自ら作り出せるようにワクチンを接種する、というものだ。

既存の治療薬は大きく2つに分類できる。1つは抗ウイルス薬で、医薬品大手のギリアド・サイエンシズ<GILD>が開発したエボラ出血熱の治療薬レムデシビルは既に新型コロナウイルス患者への治療が始まっている。この薬はウイルスの機能を阻害する効果を持つ。もう1つは、ウイルスが人体に大きな被害を与えることを防ぐものだ。ウイルスは肺に達すると重度の炎症を引き起こす。もし炎症をコントロールできれば、患者は人工呼吸器を装着せずにすみ、熱も下がるかもしれない。リジェネロンのケブザラはこのタイプで、フランスの製薬会社サノフィ<SNY>と共同開発された関節リウマチ治療薬である。人が持つサイトカインと呼ばれる炎症性メディエーターのうち、炎症に関わっているのはインターロイキン-6で、これが肺の炎症の一部を引き起こしている可能性がある。中国で新型コロナ感染が拡大し始めた時、ロシュ・ホールディング<ROG.スイス>が開発したアクテムラが使われた。これはインターロイキン-6受容体の機能を阻害する。この薬の投与の結果を示すデータはますます興味深い。この薬が投与された患者21人は、全員呼吸機能が改善し、熱が下がって退院した。この薬はイタリアでも試験的に用いられており、成果を挙げていると報道されている。

このクラスの薬で現在使用可能なのはロシュ製の薬と当社のケブザラの2種類だけだ。当社は速やかに治験の準備を整えた。食品医薬品局（FDA）や生物医学先端研究開発局（BARDA）と協力し、アンドリュー・クオモ・ニューヨーク州知事の援助を受けて、炎症を食い止めるというアプローチが実際に有効かを確認するために、記録的な速さで治験を行った。

■ 治療薬はいつから使用できるのか

入院患者に効果があればケブザラへの需要が増すだろうが、当社はケブザラを豊富に保有しており、量産も可能である。一番望ましいのは、患者が人工呼吸器を必要とする状態に陥らないことだ。人々が一斉に感染すると、集中治療用のベッドが足りなくなる。ケブザラは呼吸に関する集中治療が必要な患者数を速やかに減らすことができるだろう。

人体が感染症と戦うシステムの1つは抗体を作り出すことだ。ワクチンを接種して感染に備える方法が好まれるが、マウスを使って抗体を作ることもできる。遺伝子工学の成果により、少量のウイルスをマウスに注射すると、マウスがヒト抗体を産生する。それを大量に製造して患者に投与することができる。当社は最近、エボラの治療薬の開発にこのアプローチを用いた。エボラウイルスの免疫性を与えたマウスから抗体を取り出して大量生産し、コンゴの患者に投与した。ギリアド・サイエンシズのレムデシビルなどと比較した結果、当社の薬は極めて大きな効果があることが分かった。今回もこの手法を用いる計画だ。当社は既に、新型コロナウイルスを中和する多くの抗体の特定に成功している。その中から最も有力な抗体を選定し、混合抗体を生産する。患者への治験を6

月に開始して、夏の終わりまでに大量生産を目指す。

リジェネロンの新薬開発のスピードを速めている技術基盤は、ヒトモノクローナル抗体を生産するマウスだ。これはジョージ・ヤンコプロス氏によって考案された。35年前にこの技術について論文を書いた後、同氏はリジェネロンに参加し、遺伝子工学を用いてヒトの抗体を生産するマウスを生み出した。さらに、当社の技術はウイルスの新たな配列から大量生産可能な抗体までをシームレスにつなげるエンドツーエンド技術だ。したがって、社外への業務委託の必要がなく、スムーズで速やかな工程が当社の強みである。

■ 新型コロナウイルス治療薬開発の経済的側面

このウイルスがもたらす不幸を利用して、当社が利益を得ようとしていると示唆する人々がいるが、これは全くの見当違いだ。自分や家族の健康を危険にさらして研究室や製造施設で働いているスタッフは、当社がどれだけ早く治療薬を生産し、人々に届けることができるかを考えている。私を含め多くの人が他人との接触を避けている時期に、これが簡単な仕事であると誤解されるのは腹立たしい。仕事のためになお多くの人々が通勤している。彼らは英雄だ。

このような重大な病気の治療に向けて産業界の奮起を促したければ、また、株主にリスクを取ってほしければ、商業的な観点を持つべきであることをBARDAの関係者は認識している。エボラのような病気では薬の戦略的備蓄が有効で、医薬品業界は競って新薬を開発するだろう。政府による薬の購入は株主への正当なリターンを可能にする1つの方法だ。株主へのリターンは重要だが、われわれの原動力にはならない。成果をあげれば、他のことはうまくいくものだ。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

6. 景気見通しの悪化に伴い2008年と同様の底値を探る動きも - Stocks Revisit

[米国株式市場]

2008 Lows as Economy Looks Even Grimmer

株式相場の底値を見極めるには時間が必要

■ 急激な景気悪化

店は閉められ、レストランから客がいなくなり、旅行とイベントはキャンセルされ、製造現場や生産施設が閉鎖された。現時点でゴールドマン・サックスは、新型コロナウイルスの大流行とそれに対する前例のない社会における隔離の取り組みによって、米国の第2四半期の国内総生産（GDP）成長率がマイナス24%（前期比年率換算）という記録的な落ち込みになると予想している。

景気の急激な悪化が既にここで起きているとの事実は疑う余地がない。

市場は光速並みの速さでこれを織り込む動きとなった。ダウ工業株30種平均（NYダウ）はこの1カ月で約35%となる1万ドル以上の下落を記録し、その中には一日の下落としては1987年のブラックマンデー以来となる先週の月曜日の約3000ドル（12.9%）の急落もあった。S&P500指数とナスダック総合指数も同様の急落となったほか、景気動向に対する反応がより大きな小型株のラッセル2000指数の下落率はそれを上回った。

先週だけでNYダウは17.3%急落して1万9173.98ドルとなり、S&P500指数は15.0%安の2304.92、ナスダック総合指数は12.6%安の6879.52となった。各指数ともに一週間の下落率としては2008

年10月10日までの週以降で最悪だった。ラッセル2000指数は16.2%安の1013.89で週末を迎えた。

Dow Jones Industrial Average



■ FRBによる矢継ぎ早の施策

S&P 500 Index



値動きが非常に大きかったこと以外にも、世界的な金融危機の期間と同様の現象が見られた。投資家が自身のモデルや投資方針に織り込もうとしている悲惨な予測を超えて現金を手にしようとする動きが強まり、これが日々の値動きを悪化させ、熱狂的な売りの圧力を免れた資産はなかった。

ステート・ストリートで北米のマクロ戦略責任者を務めるリー・フェリッジ氏は「この全体の動きの中で慌てて流動性を求める動きはまだ続いている。米ドルの流動性を高める動きだが、その背景には解約、追加証拠金の請求、担保要件、その他理由は何であれ短期的に米ドル資金が必要な状況があり、そのために見境なく資産が売られている」と語る。

過去数週間に何回も、米ドルは下落を示す赤ランプが埋め尽くす中で上昇を示す緑ランプが点灯する唯一の資産となった。ブラウン・ブラザーズ・ハリマンのチーフ投資ストラテジストであるスコット・クレモンズ氏は、こうした動きを「安全な資

金逃避先はなく、あらゆるリスクを回避し、タンス預金と缶詰製品を買いだめする日だ」と呼んだ。他の通貨のバスケットに対する米ドルの価値を測定する米ドル指数は、2週間で8%の上昇と大きな動きを示した。

米連邦準備制度理事会（FRB）はストレスのかかった市場に対応して市場を円滑なものとするため

に最大限の努力を行い、2008年の金融危機時の施策全てを基本的に2週間強の期間で実施した。プライマリーディーラーとMMF（マネー・マーケット・ファンド）向けの資金供給を発表し、オーバーナイトレポ市場の規模も拡大した。また、FRBは世界の準備通貨である米ドルへのアクセスを容易にするために、世界中の12以上の中央銀行とドルスワップラインを開設した。

■ 景気回復の形状

NASDAQ Composite Index



Source: FactSet

これらの取り組みの効果が表れるまでには時間がかかりそうだが、市場が通常のような取引にいったん戻れば、投資家は現在の危機からの脱却がどのようなものになるかに焦点を当てられるようになりそうだ。コメンテーターは回復の形状に関してアルファベットを当てはめようとしている。急激なV字回復、ゆっくりと底値を打つU字型、次のインフルエンザシーズンに新型コロナウイルスが再び流行して二番底を打つ可能性を示唆するW字型、それとも景気悪化よりも回復にかなりの時間を要する、少し左に傾いたL字型だろうか。

これに対する答えの大部分は、社会における隔離の取り組みの効果や、多くの医学研究者が行っている取り組みの回答がいつ出るにかかっており、これらはFRB、議会もしくはホワイトハウスの手の届かないものだ。経済的な影響がウイルスより長引くことは確実だ。クレモンズ氏は「市長や知事の命令でレストランを閉鎖することはできるものの、再び営業が許可されても全ての店が再開されるわけではない。すべてが再開するまでには数年ではなくとも数四半期はかかりそうだ」と述べる。

金融政策と財政政策の立案者が存在感を示せるのはそこであり、その点でFRBは議会に先んじている。FRBは3月15日の日曜日に、数千億ドルの債券購入とフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標をほぼゼロに引き下げることを発表した。「政策金利が既に非常に低かったため、FRBが实体经济に影響を与えるほどの施策を持っていないことは分かっていた」とステート・ストリートのフェリッジ氏は述べ、「FRBが今すぐできることをすべて行ったので、次は本当に財政政策と同時に議会がまとめる対策ということになる」と指摘する。

議会は新型コロナウイルス救済法案を18日に可決した。これにより、有給の疾病休暇と大流行の影響を受けた労働者の失業手当が拡大され、同時に新型コロナウイルスの無料検査に対する資金提供も行われることになった。次の一手は1兆ドル規模の財政刺激法案の可能性だ。ワシントンでは、個人への直接の現金支給、航空会社など大きな打撃を受けた産業の救済、および中小企業への低利融資が検討されている。

これらはすべて、短期的な経済指標の大幅な悪化を止めるものではない。26日に発表される新規失業保険申請件数は、2週間前の約7万件から数百万件増加する可能性がある。

市場に関して指摘しておきたいのは、実際のイベントよりも先に動く傾向がある点だ。米国におけ

る日次の新規症例数の減少が転換点となる可能性はあるものの、中国または韓国と同様の傾向であれば4～6週間先になるかもしれない。もしくは広範囲の検査によって消費者信頼感が回復しているとの証拠も転換点になるかもしれない。いずれにせよ、実体経済で混乱が感じられる前にウォール街でパニックが始まったので、景気が底打ちする前に株価は底打ちするはずだが、それがいつかと言うにはまだ早すぎるようだ。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

7. アップル向けアプリ開発企業の反乱 - An Army of App Developers Pushes

[テクノロジー]

Back on Apple

規制当局も支配的企業の独占的慣行に厳しい目を注ぐ

■ アップルに対するアプリ開発企業の不満



Illustration by Curt Merlo

電子メール用アプリ開発企業のブリックスの共同創業者であるベン・ボラック氏は、昨年6月にアップル<AAPL>が主催した年次開発企業コンファレンスでショックを受けた。「われわれのテクノロジーをアップルがコピーして発表したのだ。さらに数日後には、マック向けにわれわれが開発したアプリ（ブルーメール）が、アップストアから除外された」。

ブリックスは特許侵害で提訴し、アップルが競争相手を虐げるためにアップストアの管理権限を行使したと主張した。アップルは、独占という考え方を一蹴し、セキュリティおよび信頼性の理由からフィルタリングを実施したと述べた。8カ月後、アップルはブルーメールをアップストアに復活させ、同アプリがアップルのガイドラインに準拠していると述べた。

アップストアに不満を抱いている開発企業は増加しており、ブリックスはアップストアに対する反乱を主導するために戦いを継続する意向だ。同社の特許侵害訴訟はデラウェア州連邦裁判所で係争中である。

欧州、英国および米国の政府関係者も問題を意識している。フェイスブック<FB>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>およびアルファベット<GOOGL>のグーグルが規制当局の関心を集めている一方で、アップルも視野に入っていると政府関係者は明らかにしている。

世界が新型コロナウイルスに対処している中でも、プレッシャーは弱まっていない。3月16日にフランスは、アップルに対して12億ドルの制裁金を科した。理由は、iPad（アイパッド）やアップルのその他製品の販売手法における反競争的行為だ。ボラック氏などの開発企業が反旗を翻しているため、アップストアに対する規制当局の監視が強まる公算が大きい。

不満を持つ顧客や開発企業は、アップルが自社製品を優遇するために評価を引き上げ、社外製品に極めて高い手数料を課し、開発企業によるアプリの配信手法およびタイミングを制限し、開発企業の顧客に関する価値ある情報を収集・蓄積しているという。

欧米の開発企業は訴訟を起こし、国会で証言し、欧州連合（EU）欧州委員会に対するロビー活動を行い、規制当局に対してアップルを実質的な独占者とみなすよう強く求めている。

アップストアの前期の年間売上高は約150億ドルで、前年比20%増加しており、同社の中でも急速に成長している事業の一つだ。テクノロジー中心のベンチャー・キャピタルであるループ・ベンチャーのパートナー、ジーン・マンスター氏は、アップストア単独で1500億～2000億ドルの価値があると推定する。アップルの時価総額は、新型コロナウイルスによる株価下落を考慮しても約1兆1000億ドルだ。

アップルにとってのアップストアの重要性は、売上高にとどまらない。同社のハードウェアおよびソフトウェア全体のエコシステムにおける、ユーザーロイヤリティの原動力になっているのだ。ウェドブッシュのアナリストであるダニエル・アイブス氏は、「アップストアに対する監視が一層強まれば、ビジネスモデルへの影響や売上高に対する逆風が明らかになるだろう」と語る。

■ アプリ開発会社の不満実例

音楽ストーリーミング・プロバイダーであるスポティファイ・テクノロジー<SPOT>は、アップストア経由のサブスクリプションに対する手数料率が30%と異常に高いとして、欧州委員会に訴えている。昨年5月には、アップストアが不公正な料金を設定しているとの訴訟に関して米国最高裁判所が、アップルの望みに反して集団訴訟を認めた。2022年3月に提訴される予定だが早まる可能性もある。アップルは声明で、「われわれは、事実が提示された際に勝訴すること、およびアップストアがいかなる指標によっても独占的ではないことを確信している」と述べた。

ブルートゥースを利用した位置情報追跡機器メーカーのタイルは、アップルの権力に直面したと述べる。同社は1月に、製品がアップルの直営店で販売されなくなることを知った。それは、アップルがファインド・マイiPhone（アイフォーン）というアプリのバージョンアップという形で、自社製品で同様の機能を提供開始するタイミングと一致していた。また、アップルはiPhoneの基本ソフトウェア（OS）であるiOS 13発表の前に、タイルの主要エンジニアの1人を採用しており、タイルのクルステン・ダルー氏は、アップルが競争上の優位性を獲得した、と語る。ダルー氏は1月に議会に対して同様の発言をしており、アップルはその際、「プライバシー保護の強化は事業上の皆の利益ではないかもしれないが、スマートフォンを利用する全員の利益になる」と述べた。

キッズロックスやクストディオを含む十数件の保護者用アプリ開発企業は、アップルが同様のアプリを導入した際にアップストアから排除されて以来、復帰をかけて2年間争った。昨年9月に欧州委員会の独占禁止問題担当者が保護者用アプリのために介入して初めて、それらアプリはようやく復帰できた。アップルは声明で、消費者を保護するために行動したもので、「子供向け広告の監視または最適化において、全てのアプリがデータ提供企業を助けることが良いとは考えていない」と述べた。

プロジェクト管理ソフトウェアを提供するベースキャンプの最高技術責任者であるデービッド・ハイネマイヤー・ハンソン氏は、アップルがグーグルと共に複占状態を享受している証左がアップストアの手数料だと主張する。同氏は1月に議会の反トラスト小委員会で、アップルによる30%の手数料は、同社の市場支配力の明確な証左であると述べた。ベースキャンプは現在、自社アプリをアップストア上で無料提供して手数料支払いを回避する一方、インターネットで販売しようと試している。アップルは委員会に対して、手数料はアップストアのさまざまな役割にふさわしいと述べている。

アプリ開発企業の発言は、米国における19世紀末の反鉄道運動に似ている。当時は反カルテル政党の結成やカルテル解消を伴う全国的な動きにつながった。今日のアプリ開発企業の反乱は、1890年のシャーマン（反トラスト）法制定と同様の結果を今のところまだ生み出していない。

米司法省反トラスト局の元首席法律顧問であるジーン・キンメルマン氏は、「アップルに関連した近い将来の措置については、欧州の方が積極的になると予想する」と語る。マルグレーテ・ベステアー欧州委員（競争政策担当）は、「われわれは、プラットフォーム企業の権力や、それが企業および個人としてのアクセスを管理する手段についての懸念を常に聞いている。プラットフォーム企業は、アクセス条件を管理することでデジタル社会におけるその勢力を拡大している」と、1年前に述べている。欧州委員会は2月に、「データに関する欧州の戦略」を公表し、その中で市場の力に不均衡があると述べ、ベステアー氏の以前の発言を強調している。

■ グーグルも規制当局の標的に

欧州委員会はグーグルに対して、アンドロイド向けアプリに関するEU競争法（独占禁止法）違反を理由として、43億4000万ユーロの制裁金を科した。欧州委員会は、グーグルのプレイストアとアップルのアップストアはそれぞれ別の市場として運営されていると述べ、アップルが自社のプラットフォームにおいて市場支配権を保有していると特徴付けられるお膳立てをした。この認定によって、アップルがその地位を乱用しているという苦情に対して、欧州の規制当局がより積極的に対応できるようになる可能性がある。

英国もこの件に関しては積極的で、昨年3月に公表された報告書は、独占的なデジタル・プラットフォームに対抗するための明確な規則を施行するよう強く求めている。米国では、下院司法委員会の反トラスト小委員会が、アプリ開発企業からの不満を受けて文書提出要請の書簡を送った。

それとは別に、米司法省と連邦取引委員会（FTC）はハイテク業界の審査を行っている。それ以外にも、インターネットのプラットフォーム企業がその支配的地位を利用して競争を制限しているという懸念に対応するという8州の発表を受けて、各州の司法長官がインターネット技術を精査している。

By Matt Smith
(Source: Dow Jones)

8. マネーベルトを締めよ。行く手はすぐには平坦にならず。 - Buckle Up Your Money Belts: The Ride Won't Get Smoother Soon [コラム] かつて聖書に描かれた天災に思いを致す

■ 前例のない公衆衛生危機の1週間

ほぼ全てのアメリカ人が家にいるように言われ、ビジネス、旅行、娯楽、教育がほぼ停止となった前例のない公衆衛生危機から1週間が経って思う。このような破局がもし事前に警告されていたら、どんなに素晴らしいことだったろう。

もし事前に分かっていたら、手の除菌液やトイレットペーパーが店頭から消える前に買えただろう。過去1カ月間に12兆ドルもの富が株式市場から消えたウィルシャー・アソシエーツ社は推計するが、少なくともその一部は回避できたかもしれない。先週だけで4兆3000億ドルが消え、これは金融危機の最中の2008年10月以来最悪の額である。

15日の日曜日遅くに米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は、フェデラルファンド（FF）金利誘導目標を1%引き下げ、前回の危機時の最低水準である0～0.25%として、世界市場を驚かせた。さらに、FRBは危機時代の幾つかの措置、特にコマーシャルペーパー（CP）市場の支援策を復活させた。FRBによる直接の証券買い入れと買い戻しの総額は時間とともに増加した。FRBはまた、銀行に対し、18日時点で280億ドルを超える連銀貸出による借り入れを促した。



Spencer Platt / Getty Images

■ 債券市場の大混乱

こうした努力にもかかわらず、社債、住宅ローン、地方債の各市場は大混乱した。追加証拠金が必要となり現金を手配する必要のある投資家、あるいは単に全ての市場から身を守ろうという投資家が、債券の売却を試みた、あるいは売却の必要が生じたためだ。

大手保険会社のマスミューチュアルで35年の投資プロ経歴を持ち、グローバル投資戦略責任者を務めるクリフ・ノリー氏氏は、たった1週間で、社債市場がこれほどのボラティリティに見舞われるのは、これまで経験したことがないと言う。

ノリー氏は、著名な米国企業の中で大手複合企業ゼネラル・エレクトリック<GE>の2035年11月満期、利率4.418%の社債を例に挙げている。同社債は、ムーディーズ・インベスターズ・サービスがBaa1、スタンダード・アンド・プアーズがBBB+と格付けし、投機的格付けのジャンク債よりも3段階高い。その社債が20日には84.07の価格（額面1000ドルに対して840.7ドル）で取引されたが、2週間前には110のプレミアム価格だった。

ハイイールド債では、電気自動車のテスラ<TSLA>の2025年満期、利率5.30%の社債が20日に81.50の価格で取引されたが、少し前まで100を超える価格で取引されていた。テスラは賢明にも、株価が52週高値の968.99ドル近くに達した2月に、23億ドルの株式を発行し、信用リスクを減らした。これは20日の終値427.53ドルの倍以上の水準である。

FHNフィナンシャルの住宅ローン戦略担当シニアバイスプレジデントを務めるウォルター・シュミット氏によると、住宅ローン証券市場も「激動」しているが、これは「レバレッジを利用したプレーヤー」がポジションの巻き戻しを強いられているためだという。シュミット氏は銘柄を明かさなかったが、普通株と優先株の両方を含む、モーゲージ不動産投資信託（REIT）の株式は、これまで1カ月と同様に、先週も非常に大きな圧力を受けたという。上場投資信託（ETF）のiシェアーズ・モーゲージ不動産キャップドETF<REM>は、最近のピークから58.6%下落した。

地方債市場でも、長期のミューチュアルファンドや非課税ファンドによる換金で、大量の売りが出た。ここでもFRBが救済に出て、短期地方債を下支えした。とはいえ、iシェアーズ国内地方債ETF

＜MUB＞は20日に、3月初めの水準を13%超下回って取引を終えた。クローズド・エンド型地方債ファンドは25%超の下落となった。

■ 聖書に描かれた天災に思いを致す

こうした市場の発作は、始まったばかりの大規模な経済の縮小を反映している。先週の本コラムでは、米国の国内総生産（GDP）成長率が、2008年の金融危機や1980年の信用規制の際のマイナス約8%を超えて、歴史上最も大幅なマイナス成長になる可能性があるという指摘した。20日までに大手銀行はGDP成長率予想を引き下げており、ゴールドマン・サックスは、第2四半期のGDP成長率は年率換算でマイナス24%になる可能性があるという予想している。

この危機を数字で表すよりも、かつて聖書に描かれた天災について思いを致す方がいいかもしれない。ノアが遭遇した洪水のように、危機が40日40晩続くのではないかという推測が最も妥当だろう。われわれは、おのこの箱舟で隔離され始めたばかりだ、水が引き始める頃には、誰かがハトを飛ばすかもしれない。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

9. 株価下落で巨大ハイテク株を割安で購入するチャンス到来 - Big Tech — the Growth Play — Is Now a Defensive Stalwar [ハイテク]

現金に着目すると財務の健全性は明白であり、景気悪化を無傷で乗り切る可能性が高い

■ 危機を乗り切れるだけの現金を持つことが重要



Photograph by Lynne Sladky/AP

配車サービスのウーバー・テクノロジーズ＜UBER＞の株価は2月11日から3月18日までの1カ月余りで64%下落した。背景には、新型コロナウイルスの流行によって人々の外出機会が減る中、同社が生き残れるかどうかを投資家が懸念していたことがあった。

最高経営責任者（CEO）のダラ・コスロシャヒ氏は3月19日、状況がどれだけ深刻化したとしてもウーバーが目下の危機を乗り切り、さらに強力になることが十分に可能であることを投資家に伝えようと急きょ電話会議を開いた。同氏は、同社には自由に引き出すことのできる100億ドルの銀行預金があり、20億ドルの回転信用枠は未使用のままであること、さらに2023年までに償還期限を迎える長期社債はないことを説明し、配車事業の売上高が現在から2020年末にかけて80%減少したとしても年末時点で40億ドル以上の手元現金が残ると指摘した。

この電話会議を受けてウーバーの株価は40%近く上昇し、ライバルのリフト＜LYFT＞もつられて29%上昇した。

この事例は投資家に一つの教訓を示している。それは、今や最も重要なのは現金であり、現金のポ

この事例は投資家に一つの教訓を示している。それは、今や最も重要なのは現金であり、現金のポ

ジションに関してはハイテク株が他のどのセクターよりもはるかに良好である、ということだ。

■ 大手ハイテク5社は潤沢な現金により景気後退を無傷で乗り切る可能性が高い

市場に再び飛び込もうとしている投資家にとって、ハイテク業界のビッグファイブ、すなわちアルファベット<GOOGL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アップル<AAPL>、マイクロソフト<MSFT>、フェイスブック<FB>の株式を安値で買うまたとない好機が訪れている。新型コロナウイルスの問題はこれら5社の業績に影響を与えると考えられるものの、各社は事業そのものに打撃を受けることなく景気悪化を乗り切る可能性が高い。

ビッグファイブのバランスシートはいずれも極めて健全だ。5社合計で手元現金が5870億ドルに上る一方で、長期債務は2000億ドルにとどまる。現金を最も多く抱えているのはアップルで、2019年末時点で2070億ドルを保有していた（借入金は1080億ドル）。一方、5社の株価は3月18日までに高値から平均25%下落している。

ウルフ・リサーチのストラテジストで1980年代からハイテク株をカバーしているスティーブ・ミルノビッチ氏はビッグファイブになお確信を持っており、中でも在宅勤務を可能にするクラウドコンピューティングの成長に関して引き続き強気な見方をしていると言う。さらに同氏は、市場の関心が成長力の回復に向けられる中で、政府がハイテク業界に対する規制の手を緩める可能性があると考えている。

■ アマゾン、マイクロソフト、アップルには好材料がそろっている

以下、ビッグファイブの状況を詳しく見てみよう。

市場が暴落する中でアマゾンの株価は持ちこたえており、年初来ではやや上昇している。家に閉じ込められた消費者が生活必需品にも電子商取引を利用するようになっているため、同社の小売事業で需要が急増している。JPモルガンのアナリスト、ダグ・アンマス氏は先週のレポートで、「実店舗が閉鎖される中、アマゾンは食品、清掃用品などの生活必需品の重要な供給源となっている」と指摘した。

同社はフルフィルメントセンターと配送ネットワークで働く新たな労働者として10万人を雇用する計画だ。

ミルノビッチ氏がマイクロソフトを選好する理由は幾つかある。同社はPC向けソフトウェアの需要の短期的な弱さについて警告しており、法人向けソフトウェアの需要も軟化する可能性があるものの、同社のクラウド事業Azure（アジュール）は引き続き急成長しており、Xboxゲーム機の新世代モデルの発売が年内に予定されている。さらに同社は先週、職場コミュニケーションツールTeams（チームズ）のデイリーアクティブユーザー数が4400万人に達し、過去1週間で1200万人の新規ユーザーが登録したと発表した。

アップルは2月17日、大手ハイテク企業の中で初めて新型コロナウイルスによる業績と店舗運営およびサプライチェーンへの影響を警告した。だが、中国のサプライチェーンは改善しつつあり、iPhone（アイフォーン）の組み立てを請け負う鴻海精密工業の工場は生産を再開した。また、閉鎖していた中国国内の42の直営店はすべて営業を再開した。現在は中国以外の国・地域の店舗を閉鎖しているものの、今秋の発売が予想される次世代通信規格「5G」対応iPhoneの発売に間に合うタイミングで営業を再開する可能性がある。また、同社はここ数年をサービス事業の底上げに費やしており、音楽、ストーリーミング動画、アプリの売上高が消費者の巣ごもり需要によって押し上

げられる可能性がある。

■ アルファベットとフェイスブックではユーザーの利用頻度が急増

RBCキャピタル・マーケットのアナリスト、マーク・マハニー氏は、流動性への懸念が高まる中でアルファベットとフェイスブックの安定感が際立つと指摘する。両社ともに2000億ドルを超える現金を持ち、しかも負債はほぼゼロであるからだ。目下の危機の影響を受けるのは確実だが、フリーキャッシュフローが赤字に陥ることは考えにくいと同氏は述べている。

アルファベット傘下のグーグルの場合、売上高の約10～15%が旅行関連広告によるもので、この広告収入が干上がった状態が今後数カ月にわたり続くことは間違いない。フェイスブックの方が旅行への依存度は小さいものの、ブランド関連広告の落ち込みに対しては脆弱かもしれない。一方、今回の危機はユーザーアクティビティの急増を引き起こしており、フェイスブックは先週、メッセージアプリWhatsApp（ワッツアップ）とMessenger（メッセンジャー）の通話件数が通常レベルの2倍となっていると述べた。

マハニー氏は、景気悪化が投資家にポートフォリオの質をアップグレードする機会を提供していると主張する。「グーグルやフェイスブック、アマゾンにポートフォリオに加えたいとずっと考えてきた投資家に、最高の質を持つこれらの企業の株を25%安く購入する好機が訪れている。株式を再び購入すると決断した投資家は、ビッグファイブの株を買うところからスタートできる」。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - Boeing Is Too Big to Fail. But Saving It will be Costly for Everyone.

[経済関連スケジュール]

ボーイングは大きすぎてつぶせないが、政府の支援を受ける犠牲も大きい

■ ボーイング、政府に資金支援を要請

Losing Altitude

Boeing has lost over 60% of its value since the coronavirus emerged as a global threat in mid-February.



Source: FactSet

新型コロナウイルスの感染が拡大する中、航空機製造大手ボーイング<BA>は事業継続のために、政府に資金支援を要請し、株価下落が続いている。しかし同社が破綻することは許されない。ダウ工業株30種平均（NYダウ）の構成銘柄である同社は、米航空業界の中心的存在であり、重要な輸出企業であり、さらに防衛・航空宇宙産業でも重要な役割を担っている。現在同社は、航空会社による新規受注や部品のキャンセルが相次ぎ、2度の墜落事故を起こした737 MAXが生産停止状態にあるなど、窮地に陥っている。

同社は政府に対し、600億ドルの資金支援を要請している。UBSのアナリスト、マイルズ・ウォルトン氏は、この金額で、ボーイングは向こう6カ月は乗り切れると予想する。ウォルトン氏は、同社の民間航空機部門は月に40億ドルの資金が必要で、今後発注が回復して買い手からの出来高部分の支払いが再開されるまでに、250億ドルの製造コストが必要と試算する。一方、ブラジルの航空機メーカーであるエ

ンブラエル<ERJ>と設立する新会社への資金提供などで、債務負担は今年、400億ドルに達すると見られる。

しかし同社が政府の支援を受けるとしたら、高い代償を払うことになるだろう。たとえば配当や自社株買いへの制限、報酬や労務管理に対する規制、さらにストレステストなどによる政府の監督強化といったことが考えられる。さらに増資が求められ、それによる株主資本利益率（ROE）の低下や、重圧の下での株価維持などが迫られる可能性がある。

同社の株価が70%急落したことで、2020年の予想株価収益率（PER）は3.8倍、配当利回りは8.5%となっている。同社の時価総額は、2月14日以来1300億ドル以上下落し、現在570億ドルだ。同社は生き残るだろうが、規模の縮小、収益率の低下、配当減額などの可能性もある。

■ 今週の予定

Demand Shock

Part of Boeing's problem is the 737 MAX. But the pandemic also grounded many of its airline customers, which also fell as a group over 60%.

NYSE ARCA Airlines Index



Source: FactSet

3月23日（月）

- ・ シカゴ連銀が2月の全米活動指数を発表。コンセンサス予想はマイナス0.43と、1月からほぼ横ばい。マイナスの指標は、経済成長率が平均以下であることを示している。ニューヨーク連銀が16日に発表した、製造業景気指数の前月からの下げ幅が想定以上の過去最大となったことで、予想の下振れの可能性もある。

3月24日（火）

- ・ ディスカウント・スーパー・マーケットチェーンのグローサリー・アウトレット・ホールディングス<GO>、イギリスの金融情報サービス企業IHSマークイット<INFO>、大手スポーツ用品メーカーのナイキ<NKE>が決算発表。
- ・ 2月の新築住宅販売戸数発表。エコノミスト予想は、季節調整済み年率換算で74万件と、1月の76万4000件から3.1%減。
- ・ IHSマークイットが3月の購買担当者景気指数（PMI）を発表。予想は49（2月は49.6）。
- ・ 電力会社センブラ・エネルギー<SRE>とモバイル決済企業スクエア<SQ>が、ウェブキャストで投資家向け説明会を開催。

3月25日（水）

- ・ 半導体大手マイクロン・テクノロジー<MU>、中小企業向けアウトソーシング・サービスのペイチェックス<PAYX>が決算発表。
- ・ 2月の耐久財受注発表。コンセンサス予想は0.3%減（1月は0.2%減）。輸送用機器を除く新規受注は0.6%減の予想（1月は0.8%増）
- ・ 1月の住宅価格指数発表。昨年の住宅価格の上昇率は5.1%で、最大の伸び率はアイダホ州の12%。

3月26日（木）

- ・ イングランド銀行（英中央銀行、BOE）が政策金利発表。今月に入ってすでに2度の緊急利下げ

を行っており、政策金利は過去最低の0.1%となっている。

- ・ ゲームソフト小売大手ゲームストップ<GME>、カナダのスポーツウェアメーカー、ルルレモン・アスレティカ<LULU>が決算発表。
- ・ 米国の2019年第4四半期の国内総生産（GDP）確定値が発表。予想成長率は年率換算2.1%と、2月末に発表された改定値と変わらず。
- ・ 3月21日までの週の新規失業保険申請件数発表。先週の申請件数は28万1000件と、2017年にテキサス州を襲ったハリケーン・ハービー直後の2017年9月以来、最高となった。

3月27日（金）

- ・ 米商務省経済分析局が、2月の個人所得・消費支出統計を公表。個人所得は0.3%増（1月は0.6%増）、消費支出は0.3%増（1月は0.2%増）と予想。

By Darren Fonda
(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』 2020/03/22

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