

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/04/05

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIMI PRESS



DOW JONES

1. ニューヨークのウイルスとの戦いが米国全体の先行きを暗示 - New York's War Foreshadows What's Next for the Rest of the U.S. [カバーストーリー] P.2
米国経済を待ち受ける苦難についてニューヨークから学ぶこと
2. グーグルもフェイスブックも広告業界を救えない - Google and Facebook Can't Save the Advertising Industry This Time [フィーチャー] P.4
広告費は前年同期比30%減のペースで推移
3. ニューヨーク経済は危機のつばに - New York City's Economy Is in the Crucible of the Crisis. [フィーチャー] P.6
市の財政、市民、企業活動に対する多大な影響と課題
4. 新型コロナウイルス流行後の世界で買うバイオテクノロジー株7銘柄 - 7 Biotech Stocks to Buy for a Post-Pandemic World [推奨銘柄] P.9
高薬価の悪役から救世主へ、バイオテクノロジー銘柄の再評価
5. 苦戦している債券ファンドの現状を分析 - Most Bond Funds Have Been Beaten Up. It's Time for a Gut Check. [債券] P.11
現時点でファンドマネジャーを評価するのは拙速
6. 在宅勤務がハイテク株に与える影響 - Why You Don't Have to Worry About the Internet's Health [ハイテク] P.14
ネット接続サービスはデータ通信量の急増を吸収、ソフトウェア企業への打撃は不可避
7. ダウ平均は先週584ドル下落したが、明るい兆しとの見方も - The Dow Dropped 584 Points This Week. That's Good News. [米国株式市場] P.16
指数の表面上の数値でなく各構成銘柄の動きを探るべき時期か
8. 消費が戻った時に小売りの勝ち組、負け組になるのは誰か - Retail Winners and Losers for When We Can Spend Again [小売り] P.19
株価下落で買い時の今、混乱収束後の経済を予測し勝者を見極める
9. 新型コロナの感染拡大は米雇用市場の転機となるか - The U.S. Job Market Is Primed to Adapt. [米国経済] P.21
経済構造の変化に伴い、雇用市場も大きく変わる可能性
10. 今週の予定 - A Simple Blood Test May Be the Answer to Getting America Back to Work [経済関連スケジュール] P.23
簡単な血液検査で米国を再稼働できるか

※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。

1. ニューヨークのウイルスとの戦いが米国全体の先行きを暗示 - New York's War Foreshadows What's Next for the Rest of the U.S. [カバーストーリー]

米国経済を待ち受ける苦難についてニューヨークから学ぶこと

■ ニューヨークからの教訓



Illustration by Glenn Harvey

アンディー・ヘンダーソン氏（24）は3月後半、念願だったブロードウェイの写真家の仕事に就くことができた。妻（23）と共にテキサス州の小都市からハーレムの小さなアパートに引っ越してきて数カ月後のことだった。しかし、仕事に就いてわずか2日後、たった1度の撮影をただけで失業してしまった。ニューヨークが新型コロナウイルス危機に陥り、ニューヨーク州のクオモ知事が生活に最低限必要とされる業種を除いて全ての企業活動を休止するよう命令したからだ。ヘンダーソン氏はブロードウェイでの仕事だけでなく、フォトスタジオ運営の仕事も失い、フリーランスの仕

事も全くなくなった。妻もリハースタジオの仕事を失った。「1週間で何もかもが砕け散った。収入がゼロになり、どうやって家賃を払えばよいのか」と同氏は述べた。夫婦は車を借りてテキサス州の家族のところに向かった。戻れると期待しているが、いつになるのか、しかも何に戻るのか定かではない。「ようやく夢をつかんだのだから手放したくないが、どうなるか全く分からない」と同氏は述べる。

ニューヨークは1カ月で米国の新型コロナウイルス感染の震源地となった。米国経済の10分の1を担う同市はほぼ全てが凍り付いた状態だ。街路の両側のレストランや店舗は閉まっており、タクシーに客は乗っておらず、ブロードウェイの明かりも消えている。米国の財力の象徴でもあるニューヨーク証券取引所さえ、取引フロアを閉鎖した。ニューヨークの5つの区や郊外で起きていることは、ひそかにまん延していくウイルスに身構える米国の他の都市にとって参考になるだけでなく、米国経済が広範にわたる企業の活動停止をどう乗り越えていくかに関しても示唆に富むものだ。

事業用不動産サービスのジョーンズ・ラング・ラサールのチーフエコノミスト、ライアン・セベリーノ氏は、米国経済の大都市集中の度合いはしばしば過小評価されているとし、「ニューヨークにロサンゼルスやシカゴなどの主要都市を加えていくと、すぐに米国経済の大半に達する」と述べている。その点については、アメリカン・エンタープライズ公共政策研究所が12月に、米国の六大都市圏の2018年の経済は米国全体の国内総生産（GDP）の4分の1を占め、それだけでも世界第3位の経済大国になると述べている。

ニューヨークの経済的損失を推定するには時期尚早だが、これまでの状況を見れば、断固とした措置の実施を遅らせて感染拡大を長く放置することのリスクが高いことは明らかだ。カリフォルニア州やテキサス州などでは、自宅待機命令を出すタイミングがより早く、内容もより厳しくなっている。

セベリーノ氏は、ニューヨークでは感染拡大が比較的早く始まったため、他の地域よりも回復の時期が早くなる可能性がある」と述べる。しかし、それも封鎖措置がどの程度うまく行くかにかかっており、現時点で終わりは見えない。さらに同氏は、規模は小さいものの似た特色を持つ他の都市はニューヨークの教訓を生かすことができるとし、「最前線で痛みを受け止めながら奮闘することは、

長期的に見れば役立つ可能性もある」と述べている。ニューヨークには、9.11やハリケーン・サンディ襲来時など、逆境の中での回復力を見せてきた歴史があるものの、医療面でも経済面でもことさらにウイルスの被害を悪化させる都市生活に特有の要因がある。人口密度が高く、国内の他の都市と比べて公共の交通機関への依存度が高く、マンハッタンの貧富の差は他の都市圏より大きい。シンクタンクの経済政策研究所（EPI）によると、所得上位1%の人はその他99%の平均の113倍稼ぐ。

非常に深刻な危機が続き先を見通せない中、人間の決意の持続にも限界がある。危機でも生き残る企業の数や、失職しても異なった業界で仕事を見つげられる労働者の数は、まだ分からない。セベリーノ氏によると、「機会は常にある」が、再訓練や転居の可能性などのコストもあるため、「変化に対応する能力があるかどうかの問題だ」。

■ あまりに速い危機の進行により一部政府機関に混乱も



Photograph by Jeenah Moon/Bloomberg

ニューヨーク市内に5店舗あるレストランのオーナー、ルカ・ディ・ピエトロ氏は、3月16日にレストランの営業停止命令が下った時に従業員のほとんど全員に相当する95人を解雇した。その後同氏と妻は病院で働く人に配る食事のため寄付を集め始めた。今や30人を雇い戻し、1日1000人分の食事を提供している。同氏は、「これは必要から生じたことだ。店の灯を消さずに済み、生き残る機会だ」と述べつつ、各レストランの家賃は1カ月当たり1万3000～3万5000ドル掛かり、「これが数カ月続いても意外ではない。その後どんな世界が待つのか分からない」と述べている。

州会計監査官が発表した直近のデータによると、金融危機後2018年までの期間にニューヨークの雇用は毎年他の都市より速いペースで増加してきた。そのブームの裏側を見ると、最速で成長したセクターはレジャーとホスピタリティ関連で、同期間に増えた雇用の約5分の1を占めている。これらの雇用は通常、給与水準が低く、新型コロナウイルスによる痛手を受けるのも最も速く、しかも最も激しかった。そして、痛みは急速に広まっている。最近の数週間で1000万以上の米国人が一時解雇されたが、州の事務所での処理が追いつかないため失業保険申請ができない人も多くいる。ニューヨーク州の失業保険申請用ウェブサイトがダウンした後、先ほどの写真家のヘンダーソン氏は96回も電話してようやく支援を受けることができたという。2月にイベントのキャンセルが相次ぐようになり、マーケティングの仕事を失った28歳のある女性は、失業保険の給付金を受け取るまでに1カ月かかったという。

■ 4月末までに2000万人が一時解雇されるとの予想も



Photograph by Angela Weiss/AFP/Getty Images

エコノミストらは、4月末までに少なくとも2000万人が新型コロナウイルスに関連して一時解雇されると予想している。これほどの数値は過去に参考になる例もなく、ウイルスが消えた後も多くの米国人は失業したままになることは確実だ。連邦政府も支援に動き始め、先月には企業や労働者向けに2兆ドルの支援策が議会で可決された。しかし、実施は混乱を極めている。コロナウイルス支援・救済・経済安全保障（CARES）法には従業員500人未満の小規模事業者向けの2年間の融資のために約3500億ドルが盛り込まれているが、ある小規模事業主は、条文の詳細を読み解き、実際に資金を利用するのは困難だと述べている。レストラ

ンオーナーのピエトロ氏は、中小企業庁のコロナウイルス救済プログラムについて助言できる税理士を見つけられないため、「もらえるかどうか分からない政府の金を待つよりも仕事をする方が良い」と述べている。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

2. グーグルもフェイスブックも広告業界を救えない - Google and Facebook [フィーチャー] Can't Save the Advertising Industry This Time 広告費は前年同期比30%減のペースで推移

■ 広告の急激な減少



Illustration by Matthew Chase

メディア全般にわたって広告が消滅しつつあり、新技術も救いにならないだろう。広告主は予算を急速に削り、広告をキャンセルまたは削減しており、メディア各社の広告収入を大幅に減少させて業界の将来を危険にさらしている。

理由は単純だ。有名な広告主でさえ広告を出す理由がない。世界的に旅行が手控えられており、航空会社、ホテル、クルーズ船運航会社、カジノ運営会社、レンタカー会社はサービスを宣伝する必要がない。自動車会社の工場は生産を停止している。映画館も閉鎖されており、映画の予告編もない。オンライン広告を買う多くの中小企業は、破

綻回避のために苦慮している。

過去との比較はあまり役に立たない。1918年のスペイン風邪は、商業的テレビ放送開始の20年以上前だ。金融危機の際には、デジタル広告はまだ立ち上がったばかりだった。JPモルガンのアナリストであるダグ・アンマス氏によれば、2008年の広告全体に対するデジタルの割合は約12%で、シェア上昇によって広告全般の軟調を相殺できた。今や、デジタルの割合は55%に上昇している。

広告業界は、今後のヒントを模索している。広告代理店であるマグナは、2020年の従来型テレビ放送の広告について、上半期が20%減、下半期が2.5%減で、通年で12%減少するとみている。一方で急反発も予想しており、2021年を4%増と予想する。

オンライン広告業界団体であるインタラクティブ・アドバタイジング・ビューロー（IAB）は、広告業界の現状について、400社弱の調査を行った。調査した企業の4分の3近くが、広告の現在の局面が2008年の金融危機よりも悪いと回答した。今年の第2四半期については、約4分の1の企業が全ての出稿を取りやめ、46%は広告費を削減した。この調査によると、3月から6月にかけてのデジタル広告費は33%、従来型の広告費は39%減少する見込みだ。

投資家は実際の数字を待たずに広告関連企業を売っている。本誌がオンライン・メディア・サイト、広告代理店、出版社、ラジオ局、テレビ局、ケーブルTV会社など20数社を調査した結果、2月19日の市場の高値から4月2日までで株価は平均46%下落しており、下落率はS&P500指数の約2倍となっ

ている。

広告の各セクターへの影響は以下の通り。

■ オンライン広告

ピボタル・リサーチのアナリストであるマイケル・レビン氏は、経済活動の停止が小規模企業に及ぼす影響を特に懸念している。広告収入に占める小規模企業の割合を、フェイスブック<FB>で40~45%、アルファベット<GOOGL>のグーグルで50~55%と、同氏が推定しているためだ。ロックダウン（都市封鎖）が2カ月続いた場合、小規模企業の最大30%が破綻する可能性があると同氏は考えている。

フェイスブックとツイッター<TWTR>は景気後退の影響を受けると警告している。グーグルでも間違いなく同様の影響が見られているはずだが、影響を公表していない。

フェイスブックの開示はあいまいだ。同社はブログで、「新型コロナウイルス感染を抑えるために積極的な行動を取っている国々で、当社の広告事業が軟化している」と述べた。トラフィックは毎日のように過去最高を記録している一方で、メッセージやワッツアップのようなプラットフォームにおけるトラフィック増加を収益に結び付けられていない。

ツイッターの発表はより具体的で、他の企業の指標になる可能性がある。同社は当初、第1四半期の売上高を前年同期比10.5%増の8億2500万~8億8500万ドルと予想していたが、今や若干の減少を見込んでいる。同社ではフェイスブック同様にトラフィックが急増しているが、それが増収に直結していない。

ツイッターの予想未達分が3月に発生したと仮定すると、同社の3月の広告収入がウイルス感染拡大前と比較して30%減少したことを示唆しており、IABの報告とも大きくは違わない。

ツイッターとフェイスブックのコメントは、アルファベットや、ソーシャル・ネットワーキング・サービスのスナップ<SNAP>とピンタレスト<PINS>が同様の問題に直面することを示唆している。地域の広告消滅は、情報サイト企業のイエल्प<YELP>にとって特に問題だ。

■ ケーブルTV

ケーブルTV持ち株会社のAMCネットワークス<AMCX>傘下にあるような放送局やケーブルTV会社にとっては、三重苦となっている。既に述べたように広告費は枯渇しつつあり、サブスクリプション型のオンライン動画配信サービスの視聴者は急増しており、スポーツ番組の欠如が長期的なケーブルTV解約傾向を加速させる可能性がある。

大手メディアであるケーブルTVのコムキャスト<CMCSA>、通信大手のAT&T<T>およびウォルト・ディズニー<DIS>は、比較的持ちこたえている。3社共に現状のままで危機を乗り切れる公算が大きい。3社は、広告主が予算を削減した場合に打撃を受けるケーブルTV事業を持っている。スポーツ放送チャンネルとしてAT&TはTBSとTNT、ウォルト・ディズニーはESPNを持つが、プロおよび学生のスポーツが中止されているため苦境にある。コムキャストはピーコック、AT&TはHBOマックスという新たなストリーミングサービスの開始準備を進めているが、環境は想定と大きく異なっている。コムキャストは、2020年オリンピックの放送を加入者獲得のスプリングボードにしたいと考えていた。

コムキャストとAT&Tは、膨大な規模のブロードバンド・ネットワークを保有しており、それは自宅待機を強いられる人々のライフラインとなっている。自宅待機は、ウォルト・ディズニーが開始するストリーミングサービスのディズニープラスにとっても恩恵だ。

■ その他メディア

新聞各社も広告減少で圧迫されており、各社の株価はニューヨーク・タイムズ<NYT>が27%、本誌の親会社であるニュース・コーポレーション<NWSA>が43%下落。雑誌出版ではメレディス<MDP>が66%、ガネット<GCI>が85%下落している。

ラジオ関連の株価は、アイハートメディア<IHRT>とキュムラス・メディア<CMLS>が共に69%下落している。

屋外広告は、通勤禁止によって壊滅的影響を被っており、株価はクリア・チャンネル・アウトドア・ホールディングス<CCO>が77%、アウトフロント・メディア<OUT>が65%下落している。

■ 好調銘柄

メディアの中で株価パフォーマンスが最良の銘柄は、広告にあまり依存していない企業だ。動画配信大手のネットフリックス<NFLX>の株価の下落はわずか4%だ。同社は広告枠を販売したことがなく、加入者を増やして危機を脱する公算が大きい。

ブロードバンド専業ともいえるチャーター・コミュニケーションズ<CHTR>やアルティスUSA<ATUS>も勝ち組かもしれない。今年発売予定のソニー<6758>とマイクロソフト<MSFT>の新型ゲーム機も、多くの人々が自宅に縛られて娯楽に飢えている中で絶好のタイミングの発売となる。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

3.

ニューヨーク経済は危機のつばに - New York City's Economy Is in the Crucible of the Crisis.

[フィーチャー]

市の財政、市民、企業活動に対する多大な影響と課題

■ 新型コロナウイルスがニューヨーク経済に与える打撃



Illustration by Alvaro Dominguez

米国における新型コロナウイルス感染の震源地となったニューヨーク市は、病気との戦いだけではなく、経済の急激な減速にも対応を迫られている。

この全米最大の都市の運営規模は巨大だ。年間予算は950億ドルで、ほとんどの州の予算規模を上回っている。人口は840万人、雇用者数は470万人、公立学校の就学者数は110万人、市の職員数は32万7000人、退職者数は30万人弱で、916億ドルの借り入れがある。景気減速により市の歳入は急速に減少しているため、より一層の緊縮財政を行い、強力な市職員組合と厳しい交渉をする必

要が恐らく出てくるだろう。

■ ニューヨーク市が発行した債券の安全性

危機が始まる直前のニューヨークの経済は力強く、ムーディーズ、スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）、フィッチ・レーティングスのいずれもが、ニューヨーク市の信用格付けをダブルAとしていた。地方自治体の財政に詳しい専門家は、同市が格付けに大きな影響を受けることなく危機を乗り切れると考えている。

ニューヨーク市暫定金融公社（TFA）の2044年満期、利率4%の債券の利回りは約3.25%だ。TFAのトリプルAの債券は、市の借り入れの半分を占めている。他の地域の同種のトリプルA債券の利回りは2.5%弱である。TFAの格付けが市本体の一般財源債の格付け（ダブルA）よりも高いのは、所得税などの市の歳入から優先的に支払いを受ける権利が設定されているからだ。税引き後で同等の利回りを確保するには、トリプルBマイナスか投資不適格のダブルBの社債（利回り6%程度）を購入する必要がある。

潜在的により問題となりそうなのは、利用客が大幅に減少して大きな打撃を受けているニューヨーク都市交通局（MTA）などの市関連機関の方だ。MTA発行債の利回りは約5%（新型コロナウイルス危機の前は2%未満）で、MTAの借り入れ総額は450億ドルだ。地下鉄や通勤電車の利用客は約90%減少しており、景気刺激策の一環として連邦政府から40億ドルを受け取る見込みだ。

MTAの責任者はラジオ番組のインタビューで、同局は「緊急資金計画」を策定しており、「全ての元利金を支払う。返済条件の緩和を求めるつもりはない」と語ったが、フィッチ・レーティングスはMTAの格付けをダブルAマイナスからシングルAプラスに格下げした。

投資会社ソーンバーグ・インベストメント・マネジメントの地方債ポートフォリオマネジャー、ニック・ベンディッティ氏は、「MTAの収支不均衡はすさまじい。MTAは地域にとって欠かせない存在であり、ニューヨーク市も州も連邦政府も財政的に支援せざるを得ない」と言う。

市の財政そのものも注視する必要があるかもしれない。ニューヨーク市の会計監査官スコット・ストリンガー氏が最近発表した推定によると、市の税収は今会計年度（6月まで）で前年比15億ドル、翌年度は46億ドル減少する可能性がある。少なくとも6月か7月まで非常事態が続き、その後経済活動がゆっくりと回復するシナリオが前提で、危機が早く収束すれば市財政への影響も減るが、長引く可能性の方が高そうだ。

■ 市民や企業への影響

ニュー・スクール大学の経済学者ジェームズ・パロット氏は、失業者数は75万人、失業率は約15%に達すると予測している。最も影響を受けるのは飲食店（22万5000人）、タクシーや空港などの輸送関連（12万人）、および文化・レクリエーション関係（8万5000人）だ。小売業界やホテル業界への影響も大きい。

将来に向けての不確定要因は多い。最大の不確定要因はいつになれば通常の生活に戻れるかだ。これは、どれくらい速やかに新型コロナウイルスに対するワクチンが手に入るかにかかっている。感染に対する恐怖が払拭（ふっしょく）できない限り、通常の生活には戻れない。

ほとんどの職員が在宅勤務となっても立派に企業運営ができていることから、将来もニューヨークに大きなオフィスを構える必要があるか見直す動きが企業側に出てくるかもしれない。例えば、ゴー

ルドマン・サックス・グループ<GS>では、ニューヨークを拠点とするスタッフの約98%が在宅勤務を行っている。アルファベット<GOOGL>のグーグル部門やフェイスブック<FB>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>などが引き続き大都市におけるプレゼンスを拡大するかどうかは不透明だ。ニューヨークのオフィス市場に対する懸念から、マンハッタンの2大地主であるボルネード・リアルティ・トラスト<VNO>とSLグリーン・リアルティ<SLG>の株価は急落しており、いずれも今年に入り50%以上下落している。

ニューヨークの巨大な観光産業も凍り付いている。危機が峠を越えた後もソーシャル・ディスタンス（社会的距離戦略）が長引くようであれば、ブロードウェイにまた明かりがともり、バー、クラブ、レストランが再び顧客であふれるのはいつになるか分からない。

■ ニューヨークが取り組むべき財政上の課題

安心材料の一つは、ニューヨークの固定資産税収入が比較的安定していることだ。年間300億ドルの税収があり、今年度の税収予算640億ドルのほぼ半分に相当する。

問題は、所得税（年間約140億ドル）と消費税（80億ドル）の方だ。所得税は富裕層からの税収に依存している。所得が100万ドルを超える上位1%前後の納税者が所得税収の約40%を占め、そのうち30%がキャピタルゲインに対する課税だ。都市部失業者のほとんどは恐らく低所得者と思われ、所得税収が富裕層に依存しているのは不幸中の幸いかもしれない。しかし、株式市場が回復しなければ、過去10年間のようなキャピタルゲインは期待できず、その部分の税収が剥落するだろう。

市民による監視機関「市民予算委員会」の会長を務めるアンドリュー・レイン氏は、過去の景気後退の際の経験から、歳入不足は今年度から来年度にかけて70億~80億ドルに達し、ニューヨーク市会計監査官の最悪シナリオを上回る可能性があると予想する。同氏は聖域を設けず、総支出額の55%を占める人件費の削減も検討すべきだとする。職員を一時解雇する代わりに賃金の凍結を組合に要請することも選択肢だ。

他の多くの都市と同様に、ニューヨーク市の年金基金は毎年100億ドルの拠出があるにもかかわらず積立不足に陥っている。2019年6月30日時点の不足額は、想定運用利回りを年7%として433億ドルだったが、株式市場の低迷で事態は悪化するだろう。最近、市の独立予算室は、株式運用の多い基金1530億ドルの今年の運用利回りがゼロになると仮定すると、市が埋め合わせしなければならない不足額が107億ドルに達すると推定している。市はまた、退職者の医療保障として1078億ドルを超える債務を負っている。

さらに、総額1260億ドルの設備投資10年計画がある。ニューヨークが長期的な景気減速に陥る中、これら全てを縮小する必要があるかもしれない。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

4.

新型コロナウイルス流行後の世界で買うバイオテクノロジー株7銘柄 - 7

[推奨銘柄]

Biotech Stocks to Buy for a Post-Pandemic World

高薬価の悪役から救世主へ、バイオテクノロジー銘柄の再評価

■ バイオテクノロジー銘柄の再評価



Photograph by Guerin Blask

革新的な研究や、かつて不治の病とされた病気に対する新しい治療法の登場にもかかわらず、バイオテクノロジー株はここ数年、ウォール街で人気がなかった。ところが、新型コロナウイルスの破局的な流行をきっかけに、たとえ実行可能な治療法やワクチンの登場がまだ遠いとしても、同セクターが再評価され始めている。

確かにバイオテクノロジー株も先月急落したが、上場投資信託（ETF）のiシェアーズNASDAQバイオテクノロジーETF<IBB>やその他の業界ベンチマークは、市場全体をアウトパフォームしている。

ニューヨークを拠点に、生命科学分野への投資に特化したヘッジファンドのキャスディン・キャピタルの創設者で最高投資責任者（CIO）を務めるイーライ・キャスディン氏にとって、この業界の人気逆転は驚くことではない。本誌の2019年バイオテック・ラウンドテーブルのパネリストであった同氏は、バイオテクノロジーを含む生命科学は、次の10年の最大の成長物語になる

だろうと考えている。

同氏は、「このセクターから多くの価値が失われた。大きな成長が将来見込めるような業界では、旧来型の経済と同様の混乱は続かないと投資家は認識すべきで、強いバランスシートと優れた経営陣を持つ企業が難局を乗り越えて成功する」と言う。

以下の本誌とのインタビューで、同氏は幾つかの企業を紹介し、バイオテクノロジー投資の見通しについて語っている。

Q：新型コロナウイルスは、ライフサイエンス業界にどのような影響を与えているか？

A：キャスディン氏：業界の多くの人々が最前線に立ち、患者の治療に当たっている。また、経済の他部門と同様に、この業界も深刻な混乱に陥っている。病院は急患の対応に追われ、必須でない治療は中断されている。新薬、医療機器、診断器具を販売する人々は顧客を訪問できずにいる。そして臨床試験参加者の募集は遅れたり止まったりだ。その理由は、病院は混乱にのみ込まれており、患者が治療を受けに病院へ行くのはリスクが高過ぎること、そして治療には調整やリソースが必要であり、今はそれができないからだ。

Q：このような遅れは、科学やバイオテクノロジー企業にどの程度悪影響を及ぼすか？

A：遅延は数年ではなく数カ月だろうが、遅れであることに違いない。そして、一部の企業では、臨床試験のデータが資金調達に不可欠である。資金不足の企業にとって、遅延がそのまま永遠になってしまう可能性もある。しかし、全ての試験の場が閉まっているわけではない。企業は中国など、

目の前の危機の反対側にある地域に目を向け始めている。

Q：新型コロナウイルスに対する有望な治療薬は？

A：われわれが最も期待しているのは、エボラ出血熱とマールブルグ病の治療薬として開発されたギリアド・サイエンシズ<GILD>のレムデシビルだ。同薬は、新型コロナウイルスの治療薬として適合されつつある。試験管内でのデータは有望であり、4~6週間でより多くの知見が得られるだろう。

Q：今回の危機は投資家の長期的な見通しを変えたのか？

A：今回の危機は、この業界を悪役から希望の星へと変えた。少し前まで、ギリアド・サイエンシズは、C型肝炎治療薬の価格設定が高過ぎると批判されていた。それが今では救世主のような存在とされている。バイオテクノロジー企業やライフサイエンス企業によって開発される、暮らしを一変させる薬や診断法は非常に重要である。高価値で持続可能なビジネスを求めるグロース投資家にとって、この業界はさらに魅力的なものになるだろう。

■ キャスディン氏の推奨7銘柄

Q：ということは、今が買い時ということか？

A：株式市場に大量の流動性があふれているわけではなく、安値を再び試す可能性はある。しかし、強固なバランスシート、成熟した供給網、そして販売されている製品あるいは程無く販売される製品を持つ企業はある。また、パンデミック（世界的大流行）のような状況では、生物製剤や細胞療法よりも低分子薬剤の方が有利だろう。低分子薬は薬局で買えるし、摂取も容易だ。低分子標的治療薬を作る企業は特に魅力的に見える。われわれは長期保有銘柄としてブループリント・メディソンズ<BPMS>に興味がある。同社は、遺伝的要因による希少がんの標的治療薬を開発している。18カ月以内に3種類の製品を発売する予定だ。新型コロナウイルスが流行する前に資金調達していたので、資金の蓄えは十分だ。株価は2019年7月の最高値から42%下落して57ドルとなっている。同社は短期的には混乱するかも知れないが、患者は薬を必要とするので、いずれビジネスは回復する。

新型コロナウイルスの前から、中国のバイオテクノロジーに対する関心を高めていた。この危機はアウトソーシングされた研究開発と製造における中国の努力を加速させる。ウーシー・バイオリジクス<2269.香港>とウーシー・アップテック<2359.香港>を保有している。ウーシー・バイオリジクスは生物製剤アウトソーシング世界市場の5%を占め、中国では78%のシェアを占めている。ウーシー・アップテックは、主要な受託研究機関だ。

Q：他にどの会社が魅力的か？

A：インビティ<NVTA>の株価は不安定になった。2月19日の28ドルをピークに、現在は12ドル前後で取引されている。われわれは同社株を買い増している。インビティは発達障害のある子供たちに遺伝子検査を提供している。同社は破綻することはないだろう。同社は昨年、仮想医療の実践を可能にする一連の買収を行ったため、ある意味では、現在起きていることに備えていた。

われわれは細胞治療の分野の銘柄も好んでいる。標的細胞療法のリーダーであるブルーバード・バイオ<BLUE>は、製品が承認されているか、承認間近だ。売り上げの増加は遅れているが、遅れがずっと続くわけではない。株価は2月中旬から50%下落し、42ドルとなった。フェイト・セラピューティクス<FATE>とクリスパ・セラピューティクス<CRSP>も、われわれのお気に入りの細胞治療会社だ。両社が十分に資金を調達しているのも良い。この市場環境での資金調達は出来ればやりたくないものだ。

By Lauren R. Rublin
(Source: Dow Jones)

5. 苦戦している債券ファンドの現状を分析 - Most Bond Funds Have Been Beaten Up. It's Time for a Gut Check.
現時点でファンドマネジャーを評価するのは拙速

[債券]

■ 最高のアドバイスは「その場で守りを固める」

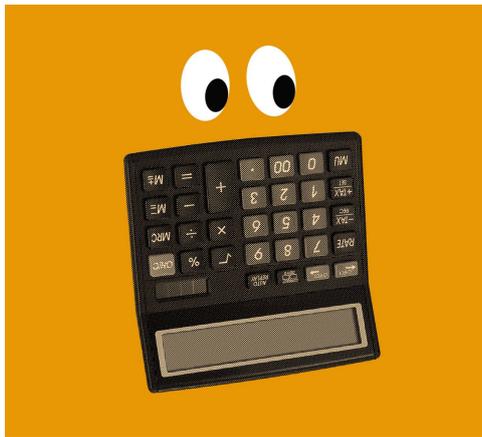


Illustration by Miguel Porlan

英語の「hindsight is 20/20」（後知恵ならば誤らない）ということわざは2020年にぴったりだ。現状を以前から予期できていれば、年初来で最も好調な資産の一つである米国債への投資割合を高めていたはずだ。モーニングスターによれば、長期米国債ファンドは年初来で平均20%上昇した。2019年のリターンは14%である。ピムコ・エクステンデッド・デュレーション<PEDIX>の過去12カ月の上昇率は45%だ。

投資家は債券をひとくくりにして語りがちだが、過去数週間の世界の債券市場の状況は全く同一ではない。モーニングスターが追跡している19の課税債券ファンドカテゴリーのうち、4種類（短・中・長期米国債と中期コア債券）を除く全てのカテゴリーが年初来で下落している。

ほとんどの債券投資家にとって、最高のアドバイスは「その場で守りを固める」ことだろう。市場が極端な状況にあるときは、ポートフォリオを劇的に変えるのには向かない。しかし、現在の資産配分が今後の予想に反する場合や、現金のクッションを蓄積したいと考えている場合は、戦略を見直しても良いだろう。

調査会社CFRAのトッド・ローゼンブルース氏は、「第一に、なぜ債券を保有するのか考える必要がある」と語る。一世代前ならば答えは簡単だった。すなわち、分散効果と予測可能なインカム収入を得ることだ。しかし、現在のように慢性的な低金利が続き、ボラティリティが非常に高い時代には、投資家は戦う場所を選ぶ必要がある。

高リスクの債券は最も大きな打撃を受けている。ハイイールド債と新興国債券のファンドは第1四半期にそれぞれ12.6%と14.3%下落した。社債の価格は米国債価格の上昇分だけ下落している。社債の信用スプレッド（社債と同等の米国債の利回りの差）は、過去20年間で金融危機に次ぐ2番目の水準まで拡大した。

モーニングスターのミリアム・シェーブレン氏は「非常に優良な企業の社債が急落している。ポートフォリオが相当に保守的ならば、ほとんどの場合、根気よく耐えることに価値があるのは間違いない」と語る。言い換えれば、最近のほぼ勝ち目がないシナリオに基づいて、債券ファンドマネジャーを拙速に評価すべきではないということだ。その代わりに、この機会を現状分析に活用すべきだろう。ポートフォリオにおける債券ファンドのさまざまな役割を評価し、必要に応じてリバランスするのだ。

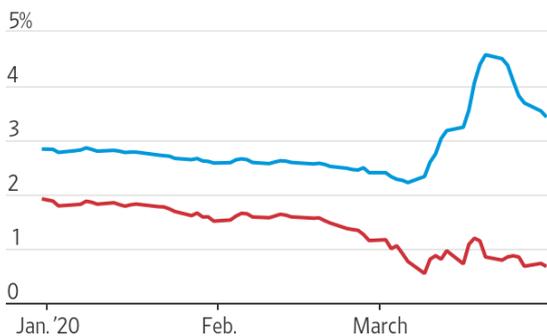
■ 最優先すべきは安全性

The Corona Spread

The spread, or difference, between the yield on the 10-year Treasury and the average corporate bond has widened to the second-largest in 20 years.

10-year Treasury vs. Corporate Bonds

- 10-Yr Treasury Note Yield
- Bloomberg Barclays U.S. Corporate Bond Index Yield



Source: Bloomberg

リスクがない投資は存在しない。しかし、投資家が「無リスク」債券という場合は米国債を指す。米国債は政府の裏付けがあるため、（少なくとも理論上は）信用リスクがない。ローゼンバーグ・リサーチのデービッド・ローゼンバーグ氏は「米国債を保有する理由は簡単で、激動の時期に備えた保険のためだ」と語る。長年にわたって債券に強気な同氏は、当面は世界の投資家が安全性を求め続けると予想する。

安全性には対価が必要だ。現在の10年物米国債利回りは1%を下回っている。1カ月物と3カ月物の利回りは、3月26日に一時的にマイナス圏に入り、現在はゼロを辛うじて上回る水準にある。つまり、リターンの余地は小さく、金利リスクに対する脆弱性（ぜいじゃくせい）は高い。

アドバイザーは債券ファンドを投資期間に合わせることを推奨する。例えば、今後3年間の費用や所得をカバーするために必要な資金なら、現金か短期国債ファンドで保有すべきだ。ただし、利回りとりターンが低いため、経費率に注意することが不可欠となる。

長期国債ファンドは株式と相関性が低い傾向にあるが、ボラティリティと無縁ではない。例えば、ピムコ・エクステンデッド・デュレーション・ファンドは、米連邦準備制度理事会（FRB）が量的緩和を間もなく終了することを示したことで2013年に21%下落した。とはいえ、その翌年には金利が再び低下したことで45%上昇している。

シェーブレン氏は、長期米国債の変動は非常に大きい場合があるため、個人投資家にとっては中期債ファンドの方が分散投資に適している傾向があると述べる。これらのファンドは、株価の下落時に長期債ほどは上昇しないが、長期債よりも変動が小さい。

インフレも債券（特に国債）の価格変動に影響する大きな要素だ。金利リスクが「チャンス（もっと高い利回り）を見逃す恐怖」を反映している一方、インフレリスクは「購買力を失う恐怖」を反映している。この場合はインフレ指数連動国債（TIPS）に投資すると良いだろう。

インフレは現在のリセッション（景気後退）時にはリスクにならない。しかし、ルーソルド・グループのジム・ポールセン氏は「景気回復が定着してくると、インフレ率は上振れるかもしれない。なぜなら、現在の危機時に導入した大規模な景気刺激策は、次の景気拡大局面で速やかに相殺することが難しい可能性があるためだ」と語る。

■ 安全性を求めているも、一定のインカムは必要

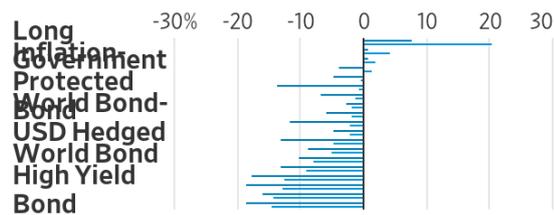
多くの投資家は、安全性とインカムの中に明確な線を引こうとしない。そのため、多くの債券ポートフォリオには中期コア債券ファンドが必須である。こうしたファンドの運用資産額は1兆ドルを超え、債券ファン

Flight to Safety, Flee from Credit

In the first quarter of the year, all but four of Morningstar's 19 taxable bond fund categories lost money. Feb. 20 through March 20 marked big losses for most funds, and dramatic gains for long-term government bonds.

Morningstar Category

- 1-Month Return through March 20
- YTD return through March 31



Source: Morningstar Direct

重要なものと不要なものを分けてくれる人を必要としている」と語る。

■ 妥当な範囲でトータルリターンを目標とすべし

債券ファンドで2番目に大きいカテゴリーは中期コアプラス債券ファンドである。このカテゴリーに該当するファンドは、コア債券ファンドと同様に米国の投資適格債券に主な重点を置いているが、資産額の35%まであらゆるセクターの投資不適格の債券を保有できる。シェーブレン氏は、「これらのファンドは柔軟性が高い。ハイイールド債スプレッドが魅力的になったら、乗り換えて利益を得ることが可能だ」と話す。

ベンチマークから逸脱できるという性質は、投資家にとって有利に働いてきた。しかし、それも最近までの話だ。2月20日から3月20日までの間に、中期コアプラス債券ファンドは平均で6.5%下落した。恐れを知らない債券投資家にとっても大きな下落率だ。全体として、ハイイールド債へのエクスポージャーが高いほど下落率も大きかった。

PGIMトータル・リターン・ボンド・ファンド<PDBAX>のシニアポートフォリオマネジャー、マイク・コリンズ氏は「最近の急落と極端な流動性需要は、あらゆるクレジットセクターにとって打撃となっている」と語る。新型コロナウイルスによるパニック売りの前、同ファンドは中期コアプラス債券ファンドのカテゴリーにおいて、あらゆる主要期間で上位10位以内に入っていた。しかし、今や年初来で約3%下落しており、競合ファンドの中で最下位付近にある。これは主に、国債への投資割合が比較的低いためだ。

市場でパニック売りが止まれば、多くの保有銘柄の価格は回復するだろう。コリンズ氏は「ほとんどの信用スプレッドは極めて魅力的であり、発行者は過小評価されている可能性がある」と当社に考えている」と語る。同氏とそのチームは、エネルギー、コモディティ、旅行、レジャー、娯楽業界など、最も大きな打撃を受けたセクターのハイイールド債を安値で買い入れるつもりはない。しかし、金融、公益、一部のヘルスケア、通信、ハイテク企業には注目していると言う。

ドの中で圧倒的に大きいカテゴリーとなっている。

中期コア債券ファンドは、全体としては新型コロナウイルスによる当初の急落の中で比較的良好に持ちこたえており、年初から3月31日までに1.5%上昇している。しかし、国債とそれ以外（特に社債）へのエクスポージャーによって、運用成績には大きな差がある。それでも、過去数週間で持ちこたえられなかったファンドに審判を下すのは早計だ。ローゼンブルース氏は「多くのアクティブ運用マネジャーは、信用リスクを取ることでアウトパフォームしてきた。現在はそれがパフォーマンスを押し下げている」と指摘する。

しかし、今後はリターンが大幅に向上する余地が残っている。GMアドバイザリー・グループのスティーブ・ラネリ氏は「現在のクレジット市場は大惨事だが、機動的な投資家にとっては投資機会となっている。市場が急速に動き、多くの混乱が生じているときには、勝者と敗者が生まれる。投資家は、投資先を選別し、重

■ 全ての選択肢を検討

海外債券市場は、海外株式市場に比べて大規模なだけでなく、極めて微妙かつ複雑である。発行者の業界、地域、信用力はさまざまだが、そうした差異は表面的なものだ。マネジャーは、返済の優先順位、金利リスク、通貨リスクを考慮しなければならない。さらに、伝統的な債券とは全く異なる資産も数多く存在する。

それでも、こうした複雑性は投資機会となり得る。特に債券市場のあらゆるセクターや、場合によっては債券市場以外にも投資できるマネジャーにとってはその傾向が強い。マルチセクター債券ファンドでは通常、ポートフォリオのうち最大で3分の2の割合を投資不適格か未格付の債券として保有している。

こうしたファンドはトータルリターンを重視しているが、トレードオフも存在する。シェーブレン氏は「株式に比べて分散投資の効果が薄い」と語る。同氏によれば、長期的なリターンに重点を置いている投資家は、マルチセクター債券ファンドによって中核的な保有銘柄を補うことが有効かもしれない。

全体としてマルチセクター債券ファンドは苦戦しており、2月20日から3月20日の間に13%下落した。平均で同カテゴリーのファンドの40%ほどを占めているハイイールド債が、新型コロナウイルスと原油価格戦争による二重の打撃を受けたことを考えれば驚きはない。運用会社アドバイザー・インベストメンツのジェフ・デマソ氏によれば、ハイイールド債スプレッドはある時点で10%超だった。これはハイイールド債発行企業の半分以上が、今後5年以内にデフォルト（債務不履行）に陥ると市場が織り込んでいたことを意味する。

確かにハイイールド債スプレッドは一段と拡大する（価格は下落する）可能性がある。しかし、デマソ氏は「今後12カ月について考えると、大きな変動と不確実性を受け入れられるならば投資機会がある」と話す。

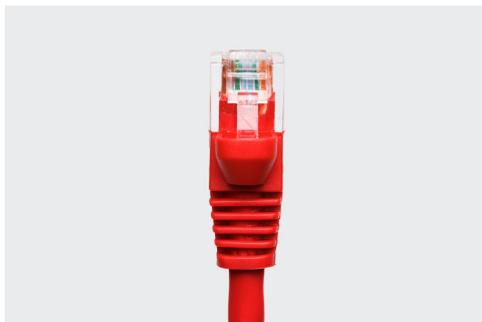
By Sarah Max
(Source: Dow Jones)

6. 在宅勤務がハイテク株に与える影響 - Why You Don't Have to Worry About the Internet's Health

[ハイテク]

ネット接続サービスはデータ通信量の急増を吸収、ソフトウェア企業への打撃は不可避

■ データ通信量の増加を受けて欧州では画質制限を導入



Getty Images

誰もが自宅にとどまって仕事や勉強をするようになったため、米国人はインターネット回線速度の低下に関するニュースに敏感になっている。ビデオ会議やストリーミング動画が現在の生活の中で正常な感覚を維持するための唯一の手段となっており、消費する帯域幅は増加している。したがって、回線速度低下への不安は理解できる。

先月、欧州連合（EU）の欧州委員を務めるティエリー・ブルトン氏がツイッターで、「あらゆる人がインターネット

「利用できるようにする」ためには全てのストリーミング動画を高画質ではなく低画質で視聴すべきだとつぶやき、懸念の口火を切った。すると、これに呼応する形でアップル<AAPL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、ネットフリックス<NFLX>、グーグルのYouTube（ユーチューブ）がいずれも欧州でのストリーミング動画の画質を低下させると発表した。実際、欧州では多くの人が自宅で働く中、ブロードバンドの回線速度が低下していることを示す証拠がある。

■ 米国のサービスプロバイダーでは異常なし

良いニュースは、米国のネットワークが大きな障害を起こすことなくトラフィックの急増に対処していることだ。先週、米国最大のインターネットサービスプロバイダーであるコムキャスト<CMCSA>は、ネットワークは順調に機能しており、顧客のモデムを通じて実施したテスト結果から回線速度が平均して契約回線速度の110~115%で推移していることが分かったと述べた。同社のネットワーク全体のピーク・トラフィックは32%増加し、特にロックダウン（都市封鎖）が発令されたシアトルやサンフランシスコ湾岸地域などの一部地域では60%増加したという。

コムキャストによると、ビデオ会議とIP音声通話のトラフィックは212%、ゲームのダウンロード件数は50~80%、ストリーミングビデオは38%、それぞれ増加している。技術およびサービスの責任者であるトニー・ヴェルナー氏によれば、同社は予想されるピークより12~18カ月前にネットワーク容量を拡大するという長期的な戦略を立てており、このアプローチがトラフィックの増加をスムーズに吸収するための余裕をもたらしている。

米国第2のインターネットサービスプロバイダーであるAT&T<T>も同様に、同社のネットワークはパンデミック（世界的大流行）の間も「非常に順調に稼働している」と主張している。同社は4月1日、企業および家庭向けブロードバンドやワイヤレス通信などのコアトラフィックが、前月同日比で18%増加したと述べた。また、この3週間にわたりモバイルネットワーク上で新しい使用パターンが見られているという。具体的には、音声通話が33%、インスタントメッセージングが63%増加した一方、ウェブブラウジングは5%、電子メールは18%減少した。

■ クラウド企業の業績に影響が表れるのは第2四半期

現在の特異な局面から分かることは、企業のコンピューティングがクラウドに移行したことの妥当性が明確に示されているということだ。本誌のスタッフは、スラック・テクノロジーズ<WORK>のビジネス・チャットツールや、オクタ<OKTA>のアクセス権限管理サービスなどの様々なアプリのおかげで在宅勤務を行っている。とはいえ、企業向けクラウドソフトウェア企業が景気後退の影響から免れるわけではない。数週間後に第1四半期決算発表シーズンが始まると、われわれはそうした企業の脆弱性を鮮明に思い起こすことになるだろう。

カナコード・ジェニユイティのソフトウェアアナリスト、リチャード・デービス氏は、第1四半期の業績は問題ないと考えている。クラウドベースのソフトウェアを手掛ける大半の企業は経常収益型のビジネスモデルを構築しており、この3月は景気の急激な悪化がまだ始まっていなかったからだ。だが同氏は、新しいビジネス活動に急ブレーキがかかる中でクラウド企業が通期ガイダンスを撤回し、また、取扱高が大幅に減少する可能性があると考えている。同氏の予想では、一部の企業で第2四半期の受注が予想を90%下回る可能性がある。

■ 年後半に企業買収の波が起きる可能性がある

デービス氏はさらに、荒れ模様の第2四半期が過ぎ去った年後半に企業買収の波が起きると予想している。アマゾン、マイクロソフト<MSFT>、アルファベット<GOOGL>、オラクル<ORCL>、

アドビ<ADBE>、セールスフォース・ドット・コム<CRM>などの大企業が割安な企業の買収に着手する可能性があるという。考えられる買収ターゲットは、企業向けクラウドプラットフォームのサービスナウ<NOW>、企業向けソフトウェアのアトラシアン<TEAM>、スラック、オンラインストレージサービスのドロップボックス<DBX>、クラウド型税務コンプライアンス・ソフトウェアのアバララ<AVLR>、クラウド型コミュニケーションプラットフォームのトウィリオ<TWLO>、オクタ、オープンソースソフトウェア開発のエラスティック <ESTC>、マーケティング統合管理ソフトウェアのハブスポット<HUBS>、クラウド型カスタマーサービスプラットフォームのゼンデスク<ZEN>、コラボレーションソフトウェアのスマートシート<SMAR>、ビジネス向けソーシャルメディアのスプラウト・ソーシャル<SPT>などだ。

同氏は先週のレポートで、「戦略的な買い手は、今回の景気後退の深刻さが判明した段階で、早ければ夏場の終盤にも企業買収を強化する可能性がある。こうした買い手は優良企業を割安に買うだろう」と書いている。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

7. ダウ平均は先週584ドル下落したが、明るい兆しとの見方も - The Dow
Dropped 584 Points This Week. That's Good News.
指数の表面上の数値でなく各構成銘柄の動きを探るべき時期か

[米国株式市場]

■ 指数下落の水面下

Dow Jones Industrial Average



先週、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は3%近くの下落となったが、これでも一步前進ということかもしれない。

新型コロナウイルス危機の第一波では、企業の個別の見通しをほとんど考えずに、投資家が流動性のあるものなら何でも売る動きが見られた。人々の健康と経済に対するウイルスの脅威は非常に現実的かつ非常に速くなり、ある程度の流動性の確保が最も重要な目的であるように思われた。

その後、金融面と財政面からの刺激策と平均回帰の動きが急速に働いて、少なくとも急落の動きは止まった。楽観的な見方がやや広がったことを受けて、先々週のわずか3日間でNYダウは21%上昇した。

現時点で投資家は、勝者と敗者の選択という新型コロナウイルス相場の次の段階に進んでいるようだ。S&P500指数における銘柄間の相関関係は最近の記録的な高水準から低下した。これは、投資家が各銘柄の個別の投資メリットを検討している可能性があることを示している。また、NYダウの3日間の急騰以降、株価指数の日次ボラティリティは大幅に低下した。

今後の指数の動きに対する投資家の見通しも落ち着いてきた。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）は先週29%下落して、3月上旬以来初めて50を下回って引けた。間違いなくまだ高い水準ではあるものの、ここ数週間で見られた70台や80台の終値からは遠くなっ

ている。

結局、先週NYダウは2.7%安の2万1052ドル53セントとなったが、3月6日に終えた週以降で最も穏やかな一週間となった。S&P500指数は2.1%下落して2488.65、ナスダック総合指数は1.7%下落して7373.08となった。投資家が2月中旬以降に直面していた状況と比較すると、全てが相対的に小さな動きだった。小型株は相対的に下落率が大きくなり、ラッセル2000指数は7.1%安の1052.05で週末を迎えた。

■ 決算発表シーズンに銘柄を見分ける

S&P 500 Index



Source: FactSet

しかし、個別のセクターや銘柄を見ると依然として多くの動きがあり、パフォーマンスの違いは非常に大きくなっている。新型コロナウイルスによる打撃を最も受ける銘柄は先週急落した。例えば、クルーズ船運航大手のカーニバル<CCL>は41.1%、アメリカン航空グループ<AAL>は33.1%、そしてイベントプロモーターのライブ・ネーション・エンターテインメント<LYV>は28.8%下落した。旅行や対面での業務に依存している企業の株価は軒並み下落し、中でも多額の負債を抱える銘柄の下落がさらに大きかった。

それでも買いの動きも一部で急増しており、注目されたのは混乱に耐えられる銘柄、つまり2020年の景気後退が企業価値にほとんど影響しないと考えられた企業だった。例えば、生活必需品セクターの銘柄である、ディスカウント小売りチェーンのダラー・ゼネラル<DG>、調味料大手のマコーミック<MKC>、および大手食品メーカーのゼネラル・ミルズ<GIS>の上昇率は全て9.7%超となった。

サントラスト・アドバイザー・サービスズでチーフ・マーケット・ストラテジストを務めるキース・ラーナー氏によると、これは株式市場が既に「内在的安値」に達した兆候かもしれない。同氏は先週、「売り圧力の強さと恐怖、そして見境ない売りが最高潮に達した時点で市場は「内在的安値」を付ける。全体の株価指数の低下が続く可能性はあるが、指数内の銘柄の動きがそろわなくなり、「内在的安値」を付けた後に市場における銘柄間格差は大きくなる傾向がある。つまり投資家が小麦ともみ殻を選別し始めたということだ」と記した。

NYダウもしくはS&P500指数の底打ちを確実に予測していると自負する人は自信過剰の可能性のあるものの、多くの個別銘柄が既に底打ちしていると考えるのは賭けとしては妥当なようだ。金融危機の際の弱気相場では、S&P500指数は2009年3月に666ポイントに下落するまで底打ちしなかったものの、多くの個別銘柄は、無差別的に株式が売られた2008年11月の状況が和らいだ後、その安値を下回らなかった。ドットコムバブルが崩壊した後でも、同じパターンが起きていた。どの銘柄も下落して安全な避難場所のない損失の海だという心配な状況が後退すれば、投資家は個別銘柄の投資機会を探し続ける必要がある。

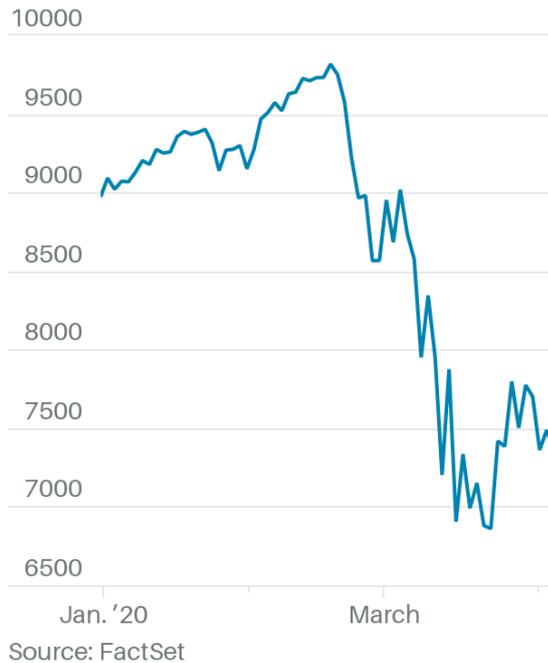
また、木曜日に発表された新規失業保険申請件数は市場予想の2倍の660万件となったが、投資家にとってサプライズでなかったのであれば、サプライズのためには一層の悪化が必要だったというこ

とになる。既に市場は、厳しい経済ニュースが数ヵ月でなくとも数週間は続くと織り込んでいると考えても過言ではない。

第1四半期の業績発表シーズンが間近に迫っており、新型コロナウイルスが席卷する市場の次のフェーズにおいて、業績発表は勝者が敗者と差別化するチャンスになりそうだ。ちょうど今週の金曜日（10日）はイースター休暇で株式市場と債券市場が休場となるため、投資家は業績発表に備える3日間の週末を迎えることになる。準備万端としたい。

■ 個別材料

NASDAQ Composite Index



以下は先週の株式市場で注目された動き。

AT&T<T>はかつてマザーベルとも呼ばれ、唯一の電話会社だった。新型コロナウイルス危機が40年前に起きていたら、誰かに連絡を取り、語り合う唯一の選択肢がAT&Tの電話だったため、この危機の最中に保有すべき銘柄となっていたのだが、現在は既に状況が変わっている。最近では、ズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>がウェブ会議サービス、マイクロソフト<MSFT>のスカイプ、アルファベット<GOOGL>のグーグル・ハングアウトなどが使われている。AT&Tは現在、主要通信会社3社のうちの1社にすぎず、通信事業と同様にエンターテインメント事業の比率が大きい。先週、JPモルガンのアナリストであるフィリップ・キューシック氏が同社株の評価をオーバーウエートからニュートラルに引き下げた理由の一つが、エンターテインメント事業の比率の大きさだ。AT&Tの株価は今年に入ってから30%下落しているが、まだ下げ切っていない可能性がある。

バフェット氏の試練。空運会社の株はクルーズ船会社と同様に新型コロナウイルスによる最も大きな打撃を受けているが、今後の数日でさらに打撃を受ける可能性があるように見える。金曜日の取引終了後、デルタ航空<DAL>は、第2四半期の売り上げが90%減少すると発表した。加えて、ウォーレン・バフェット氏のバークシャー・ハサウェイ<BRK.B>がデルタ航空とサウスウエスト航空<LUV>という、空運会社で最もバランスシートが強固な会社の株式を大量に売却したとの報道が流れた。これを受けて両銘柄とも引け後の取引で急落した。バフェット氏が売るのであれば、誰が買うというのだろうか。

By Nicholas Jasinski & Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

8. 消費が戻った時に小売りの勝ち組、負け組になるのは誰か - Retail Winners and Losers for When We Can Spend Again

株価下落で買い時の今、混乱収束後の経済を予測し勝者を見極める

[小売り]

■ 混乱収束後の消費は以前と同じか



Photograph by Spencer Platt/Getty Images

パンデミック（世界的大流行）が過ぎ去れば通常の経済活動が再開し、需要や成長が急激に戻ると言われているが、本当にそうなるだろうか。筆者自身について言えば、隔離した生活を強いられる中、以前ほど消費欲を感じなくなっている。

ジェフリーズの小売りセクターのアナリストであるランダル・コニク氏は、「新型コロナウイルスの影響で制約の多い生活を送る中で、消費者は幾つかの事に慣れざるを得ない。その一つ目が自宅で長い時間を過ごすこと、二つ目がネットで買い物をする事、そして三つ目が以前ほどは買わない

ということだ」と説明する。

先週の本誌記事の中で筆者は、長期的なリターン獲得を目指す投資家にとって、今は分散しつつ株を買うタイミングだと書いたが、この楽観的意見には読者からの賛否両論がある。

ゴールドマン・サックスによれば、過去の弱気相場において、ピークから底値までに要した時間の中央値は17カ月だ。今が底値だとすれば、今回の弱気相場は取引日ベースで23日間しか続かなかったことになる。急落の幅や新規失業保険申請件数の記録的な上昇を考えれば、あり得ない短さだと言わざるを得ない。

底がいつになるかは誰も断言できない。しかし、株価が買いやすい水準であるかの判断はできるし、今はそうした状況にある。投資信託ではなく個別銘柄を買いたい投資家は、今回の混乱が落ち着いた後に経済がどのように変容しているかを見越して熟考する必要がある。それでは小売りセクターの現状を見ていきたい。

■ 店舗閉鎖は加速の様相

現在休業中の店舗の中には、このまま閉店に追い込まれるケースも少なくないだろう。昨年夏の本誌の特集記事で、筆者は個人消費が強さを示す中でも、小売りの実店舗の閉店が加速していることを伝えた。その背景には、買い物のオンラインへのシフトに加えて、米国の消費者1人当たりの店舗面積が他国に比べて非常に大きいことも挙げられる。例えば2018年末時点では、英国の4倍、ドイツの10倍の広さだった。既に状況は変わりつつあったが、今回の危機的状況で変化はさらに加速している。

コニク氏は、小売りの中でもモール内の店舗や百貨店を展開する企業に特に弱気である。その中でも上位に挙げられるのがアパレルのエル・ブランズ<LB>で、同社は傘下の女性用下着ブランドのピクトリアズシークレットの経営権の過半数を今年2月に売却したが、ボディケア商品を展開するバスアンドボディワークスは維持している。

同氏はまた、株価が下がったことで配当利回りが上昇している小売り銘柄には注意すべきと警告す

る。キャッシュ確保のために減配される可能性が高い。また、行き過ぎた債務には注意が必要な一方で、借金がある銘柄全てを敬遠すべきではないとも言う。

コニク氏は、不況下でも生活に欠かせない生鮮品を含む食料品等を扱うグローサリー・アウトレット・ホールディング<GO>を推奨している。同様に、スポーツジムが再開できるようになれば、低価格の会員料金を強みにフリーキャッシュフローとシェアを伸ばす可能性があるとして、ジム運営持ち株会社のプラネットフィットネス<PLNT>を挙げる。

■ 老舗プレーヤーの退場もあり得る

20年間小売りセクターをカバーするゴードン・ハスケットのアナリストであるチャック・グロム氏は、今のような状況を初めて経験すると言う。また、特にウイルスの感染拡大が今年秋に再度起きるようなことがあれば、消費の持ち直しには2年はかかると読んでいる。

グロム氏は、会員制の大型量販店チェーンのコストコ・ホールセール<COST>、ディスカウントストアを展開するTJX<TJX>やロス・ストアーズ<ROST>など、消費者の儉約を助けるような銘柄を推奨する。ホームセンターのホーム・デポ<HD>も推すが、消費者は当面、より低価格のリフォームを好むだろうとする。

同氏は、自身がカバーする小売り銘柄の中では特に大手百貨店チェーンのJ.C.ペニー<JCP>に強い懸念を持っており、次にメーシーズ<M>、そしてコールズ<KSS>とノードストローム<JWN>の順に続く。「そんなことは起きてほしくないが、もしJ.C.ペニーとメーシーズが消え去るようなことがあれば、350億ドル相当の売り上げが他社に流れることになるだろう」と言う。ウォルマート・ストアーズ<WMT>やターゲット<TGT>、ディスカウントストアは恩恵を受ける可能性がある。

グロム氏は、小売りセクターの投資家はバーベル型の戦略、つまり、下落局面で存在感を示すような銘柄と、回復局面で強さを示す銘柄の両構えの戦略を取るべきだと主張する。回復局面で期待できる銘柄として、インテリア雑貨小売りのウィリアムズ・ソノマ<WSM>、家具や小物を展開するウェイフェア<W>、工具、農業機器、園芸用品等販売のトラクター・サプライ<TSCO>などを挙げている。

筆者はJ.C.ペニーについては昨年夏に、メーシーズについては年末商戦の時期に、否定的な見解を書いている。チェーンのスーパーを運営するクローガー<KR>については今年2月に、S&P500指数が24%の下げを記録する中4%上昇していることで推奨した。グローサリー・アウトレットについては、株価が高水準だった昨年8月に、期待感の高さから「ポジションを低く維持し、株価下落のタイミングを待つべき」と書いた。株価は当時から26%下がった。言うまでもないが、誰が今のようなパンデミックを予想したのだろうか。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

9.

新型コロナの感染拡大は米雇用市場の転機となるか - The U.S. Job Market Is

[米国経済]

Primed to Adapt.

経済構造の変化に伴い、雇用市場も大きく変わる可能性

■ 新型コロナによる米国経済の変化



Photograph by Chip Somodevilla/Getty Images

2020年に最も注目を集める商品が除菌ハンドジェルと除菌ウェットティッシュだと誰が予想しただろうか。石鹸、洗剤、トイレトペーパーの生産量は2007年の半ばに比べ、今年の初めまでに24%減少していた。足元で新型コロナウイルスの世界的大流行により需要が急激に高まる一方、供給は追い付いていない。突然の事態に対応できず、米国経済は生活必需品の深刻な供給不足と、外食や旅客輸送などの供給過剰という二重苦に陥っている。

こうした状況は、1世紀に一度の公衆衛生上の危機による一時的なものなのか、それとも市場による資源配分の持続的な変化の始まりなのだろうか。連邦政府の現在の最良のシナリオでさえ新型コロナウイルスによる米国内の死者数が10万人超に達する可能性があるとしているように感染が破壊的な場合、将来の世界的大流行に対する恐怖は、ビジネスのありようと多くの米国人の生活を永遠に変えてしまうだろう。昨年までは感染症を心配する米国人はほとんどいなかったが、手洗いの重要性や重大な病気にかかっている恐れのある人に近づく危険性が今後は意識されるだろう。人混みや対面でのやり取りを行う仕事は困難になる可能性があるが、衛生維持や巣ごもり関連の業界は活況となる可能性がある。

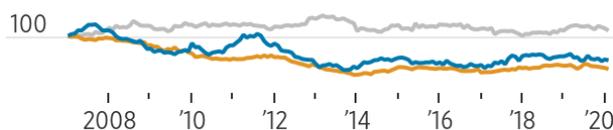
■ 感染拡大の影響を受ける業界とは

Unprepared for Trouble

Today's shortages of essential medical equipment and cleaning supplies can be blamed on falling or stagnant production since before the Great Recession.

Industrial production indices, January 2007 = 100

- Soaps, cleaning compounds, and toilet preparations
- Pharmaceuticals and medicine
- Medical equipment and supplies



Sources: Federal Reserve Board; Barron's calculations

新型コロナウイルスの感染拡大により悪影響を受ける可能性のある業界で働く米国人は約2500万人と推計される。その内訳は、食料品店やドラッグストア以外の実店舗を持つ小売業で1130万人、外食業界で560万人、旅行業界で330万人、芸術や娯楽業界で250万人などだ。実店舗を持つ小売業は新型コロナウイルスの感染拡大以前から既に衰退傾向にあったが、外食、旅行、芸術、娯楽業界の成長率は経済全体よりも高かった。これらの業界が長期的な被害を受けることなく景気後退から脱したとしても、将来的に他の業界と同じペースで雇用を創出できないかもしれない。

ただ、そうした業界で働く労働者が転職する先が多いことは救いだ。現時点で約1300万人の米国人が新型コロナウイルスの感染拡大による混乱が追い風となるとみられる業界や職種で働いている。その内訳は、商品輸送、倉庫、配達サービスで400万人、食料品店で310万人、清掃で110万人、医薬品や医療機器の製造開発で100万人だ。これらの業界の中には現在の危機以前から大きく

雇用者数を伸ばしていたものもある。2007年の初めから今年の初めにかけて倉庫で働く人の数はほぼ倍増した。バイオテクノロジーの研究開発の仕事は同期間に70%増加した。配達サービス業の雇用者数は同期間に約50%増加しており、最近の食料品配達の普及により直近さらに増加している可能性がある。

■ これからの米雇用市場で重要性の高まる業界

An Unprecedented Collapse

More Americans are likely filing continued claims for unemployment insurance benefits than at any point since 2009

Millions of People



Note: Week ended March 28 estimated based on historical relationship between level of initial claims and changes in continuing claims
Sources: U.S. Employment and Training Administration; Barron's calculations

では約30万人まで落ち込んでいる。

その他に、これまでの雇用者数の増加率が全体の増加率よりも低い職業がある。具体的には、清掃員、生活必需品の卸売業、食料品店の従業員、医薬品や洗浄用品のメーカーなどだ。雇用者数の増加率が低いことを反映して、米国の生活必需品の生産量は2007年以降横ばいか落ち込んでいるものが多い。輸入により需要と供給のギャップを埋めてきたが、最も必要とされている今、輸入には頼れない。生活必需品がこの先不足するのを防ぎ、衛生的な生活・職場環境を維持するために、より多くの人がかような職に就く必要がある。食料品チェーン店の中には、感染症の危険が増した職場に従業員をとどめるために給料を引き上げたところもあるが、更なる引き上げが必要かもしれない。今年1月時点で清掃員や食料品店の従業員の平均収入は1時間あたり14ドルだったが、民間の平均は約24ドルだった。

今後の米国の雇用市場で最も雇用者数を増やす可能性の高い業界は意外なことに恐らく繊維とアパレルだろう。マスクと医療用ガウンは、世界的な需要の急増と海外の主要な生産国の輸出管理により、現在不足している必需品の一つだ。かつては米国内にもマスクや医療用ガウンの生産工場があったが、2000年代にほとんど姿を消した。1990年代には約200万人が同業界で働いていたが、今日

新型コロナウイルスの前の経済から世界的大流行以降の経済への移行は、大きな痛みを伴うようだ。労働者の解雇は前例のない水準に急増しており、この2週間でほぼ1000万人の米国人が新規に失業保険を申請した。求人情報専門の検索エンジンを運営するインディードのチーフエコノミスト、ジェド・コルコ氏によると、3月末の米国のオンライン求人数は長期的な趨勢を15%下回っており、さらに低下する可能性がある。こうした状況下で政策立案者が優先すべきことは、労働者の収入を安定させ、新型コロナウイルスの感染拡大がなければうまくいっていたはずのビジネスを保護することだ。感染拡大が収束すれば、労働者には新しい職に適応する時間が十分にあるだろう。

By Matthew C. Klein
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - A Simple Blood Test May Be the Answer to Getting America Back to Work [経済関連スケジュール] 簡単な血液検査で米国を再稼働できるか

■ 分子検査に代わる、短時間で結果の出る抗体検査

Henry Schein Inc.

HSIC / Nasdaq

Daily, Feb. 1 - April. 3



Source: FactSet

可能性がある。抗体検査については、すでに実施している国もあり、米国でも行われ始めたところだ。米食品医薬品局（FDA）は、事前の認可なしでの抗体検査キットの販売を認めている。

シティは、検査の製造元に関して詳しく触れていない。分子検査による検査体制で失敗した米国にとっては、重要な点だ。現在数社がCovid-19の血清検査キットを製造している。たとえば医療診断製品メーカーのバイオメリカ<BMRA>は3月中旬にサンプルを出荷しており、ヘルスケア製品供給会社ヘンリー・シャイン<HSIC>は、3月末までに少なくとも数十万の検査を用意すると語っていた。

バウム氏は、当局は検査の精度を認めたわけではないとしている。Covid-19ウイルス抗体を持つ人が、必ずしも再感染に対する免疫があるとは限らない。これは、ワクチンができるまでの暫定的な解決策かもしれない。

■ 今週の予定

新型コロナウイルスの治療薬やワクチンが開発されるまでにはかなり時間がかかる可能性がある。しかしシティグループのアナリストは先週、血液を採取して短時間でウイルス抗体の有無を調べる検査を紹介し、これが米国を少しでも早く正常に戻すことに一役買うかもしれないとした。

シティのアンドリュー・バウム氏らは、米国の勤労者の60%が4月末までに、5月末までには95%が、診療現場で即座に血清検査を受けることができると主張した。陽性結果が出れば、すでに罹患して治療した最大40万人（7月までには900万人）が職場復帰できる可能性がある。

米国で、診断は下っていないが実際は罹患している患者数はどのくらいだろうか。抗体検査が普及するまでは分からない。バウム氏は16万人から320万人と見積もる。

抗体検査で陽性結果が出た人は、まだ立証はされていないが、Covid-19に対して免疫ができてい

4月6日（月）

・ 石油輸出国機構（OPEC）がロシアなど主要非加盟国とともに緊急会合を行い、市場安定について話し合う。WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）原油価格は年初来、3月末まで70%近く下落した。

Biomerica

BRMA / Nasdaq

Daily, Feb. 1 - April 3



Source: FactSet

・ バイオ医薬品企業インサイト<INCY>がウェブキャストで、白斑患者を対象としたルキシソリチニブ・クリームの臨床試験データについて説明を行う。

4月7日（火）

- ・ 衣料品メーカーのリーバイ・ストラウス<LEVI>が四半期決算発表。
- ・ 米労働統計局が、2月の求人離職統計（JOLTS）を発表。コンセンサス予想では、2月末日の求人数は680万件（1月は700万件）。
- ・ 米連邦準備制度理事会（FRB）が2月の消費者信用残高を発表。2019年の残高はほぼ4兆2000億ドルで4.5%増となったが、5年平均の5.6%増は下回った。
- ・ オーストラリア準備銀行が政策金利発表。3月19日には、キャッシュ・レート誘導目標を過去最低の0.25%に引き下げ、1991年以来初となる景気後退を阻止する構えをとっている。

4月8日（水）

- ・ 会員制量販店チェーンのコストコ・ホールセール<COST>が3月の売り上げを発表。

4月9日（木）

- ・ 文書・画像処理ソフト大手アドビ<ADBE>と総合化学品メーカーのダウ・インク<DOW>が年次株主総会を開催
- ・ 3月の卸売物価指数（PPI）発表。予想は0.3%低下（2月は0.6%低下）、食品とエネルギーを除くコア指数は0.1%上昇（2月は0.3%低下）。
- ・ 4月4日の週末までの新規失業保険申請件数発表。3月28日までの週は660万件と、2週連続で過去最多となっている。

4月10日（金）

- ・ 米国の株式・債券市場はグッド・フライデーの祝日で休場。
- ・ 3月の消費者物価指数発表。コンセンサス予想は前年同期比1.3%上昇（2月は2.3%上昇）。食品とエネルギーを除くコアCPIは、2月とほぼ同水準の2.4%上昇。
- ・ 米財務省が3月の財政収支を発表。1500億ドルの財政赤字となる見込み。新型コロナウイルス対策予算を除いた2020年度（2020年9月に終了）の財政赤字は、1兆ドルを超えると見られていた。2020年度の赤字額は、2009年度の1兆4000億ドルを超えて過去最大となる可能性がある。

By Josh Nathan-Kazis
(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』 2020/04/05

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