

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/04/12

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 新型コロナウイルス後の世界に備える - Bracing for an Economy Changed by Coronavirus [カバーストーリー]
P.2
経済はウイルスの感染拡大前と同じにはならない
2. 「潮目が変わった」ソフトバンク、次の問題はウーバーか - How SoftBank Lost Its Vision [フィーチャー]
P.6
ウーバーなどの配車サービス企業が新型コロナウイルスの世界的流行で苦境に
3. バフェット氏が格好の相場環境で沈黙を守る理由は？ - This Market Is Made For Warren Buffett. Why Has He Gone Quiet? [フィーチャー]
P.8
お膳立てはできているが...
4. 新型コロナウイルス以降のディズニーについてアイガー会長に聞く - Bob Iger on Disney After Coronavirus [ディズニー]
P.10
ディズニーランドで体温チェック？
5. 景気の最悪の状態とその後の回復ペースを推定する - How Bad the Economy Will Get — and How Quickly It Could Revive [コラム]
P.12
新型コロナウイルス感染の動向次第だが、先行きはいずれにせよ不透明
6. 株式市場は1週間の上昇率としては過去数十年で最高を記録 - Stocks Just Had Their Best Week in Decades [米国株式市場]
P.14
ただし、この先に控える経済の昏睡状態には注意
7. ディズニーワールドの「上手な回り方」が必要になる日は戻って来るのか - Will I Ever Need My Disney World Crowd Strategies Again? [フィーチャー]
P.17
新型コロナウイルスがメディア・エンターテインメント業界に及ぼす影響
8. 宇宙から観測すると、中国経済の回復はまだ始まっていない - The View From Space: China Hasn't Started to Rebound [世界経済]
P.19
人工衛星で中国からの赤外線データ解析、オゾンやメタン濃度測定から分かること
9. 経営統合後のTモバイルUSがもたらす携帯通信業界の大きな変化とは？ - A New Era Kicks Off for the Wireless Industry [ハイテク]
P.21
低い料金体系と高品質・高速な5Gネットワークによる差別化で市場シェア拡大へ
10. 今週の予定 - In the Face of a “Rare Mispricing,” an Oil-Services Bear Turns Bull [経済関連スケジュール]
P.22
まれに見るミスプライシングで、石油サービス関連銘柄は弱気から強気へ

※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. 新型コロナウイルス後の世界に備える - Bracing for an Economy Changed by Coronavirus [カバーストーリー]

経済はウイルスの感染拡大前と同じにはならない

■ 新型コロナ後の世界では「慎重さ」が有力なテーマ



Illustration by Shout

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）が封じ込められた後の世界を想像してほしい。現在の緊迫した状況では難しいことだろう。しかし、危機はいつか終わる。その時に待っている世界は、われわれが新型コロナウイルスを知らなかった頃とは違うものになるはずだ。

パンデミックは消費者、企業、政府の行動を既に変えつつある。景気安定のために数兆ドル規模の財政支出を決定するに当たり、財政緊縮派はほとんど反対しなかった。国民皆保険や社会のセーフ

ティーネットは、以前であればあまりにも急進的だとみなされていたが、今や広く注目を集めている。負債は忌み嫌われるようになり、重要物資の不足によってサプライチェーンのグローバル分散のメリットに疑問が生じている。

インベスコ・オッペンハイマー・デベロップینگ・マーケット・ファンドのマネジャー、ジャスティン・レベレンツ氏は語る。「新型コロナウイルスは、予測不能な点と、極めて大きな影響をもたらしたという点で真のブラックスワン（予測不能だが起きると衝撃が大きい事象）だと言える。ブラックスワンは歴史の行方を決める存在だ。なぜなら、国、社会、個人が大きな壁にぶつかり、根本的に変わらなければならない状況を生むのはブラックスワンだけだからだ。ブラックスワンは、国と市場の関係や医療・教育といった公共財の性質など、あらゆるものを変える」。

新型コロナウイルス後の世界を読み解くヒントはアジアに現れ始めている。中国のロックダウン（都市封鎖）から2カ月半を経て、人々は外へと繰り出しつつある。中国のショッピングモールの売上高は昨年約半分の水準まで回復し、住宅販売も反発している。このことは、たとえばマスクの着用と検温が必要だとしても、人々は再び外出するようになるということを示している。

もちろん、新型コロナウイルス後の世界へと移行する道筋は不透明だ。米国が危機を乗り切るのがいつ頃になるかもはっきりしない。世界では約140の治療薬やワクチンの開発が進んでいるが、ワクチンの完成には12～18カ月かかる可能性がある。米国立アレルギー・感染症研究所のアンソニー・ファウチ所長は先週、「社会の正常な機能は徐々に回復するだろう」と述べた。しかし、「普通」の状態に戻るということは、新型コロナウイルス前とは違う意味になるだろうと付け加えた。

今後は広範囲にわたる検査と監視や、人々に規制を守らせることが必要となるだろう。こうした取り組みと周到な医療制度によって、ドイツ、韓国、台湾は正常な状態へと徐々に近づいている。しかし、米国では検査が弱点となっている。カウエン・リサーチによれば、米国の人口に対する検査率は0.6%で、人口500万人以上の国・地域の中では香港、スペイン、イタリアを下回る。包括的な規制が存在しないことも、香港と同様に感染拡大が再発する恐れを生み出している。

心理的な要素もある。パンデミックによって人々のコントロール幻想（実際は自分が制御できない事柄も制御できるように感じる）が破壊されると、恐怖によって活性化した脳内の扁桃（へん

とう) 体がアドレナリンを急速に分泌し、人々の気分が高揚する。しかし、サンタクララ大学で行動ファイナンスを研究する経済学者ハーシュ・シェフリン氏によれば、脅威が続くとコルチゾールが分泌されるようになり、それが理性的な思考能力を低下させ、パニックを生み出すと言う。

消費者、企業、政府が新型コロナウイルス後の世界に向けて変わろうとする中、「慎重さ」は有力なテーマとなる可能性がある。以下ではそのテーマがどのように実現する可能性があるかを見てみよう。

■ 消費者の変化

On the Side of Caution

Economic crises tend to make Americans more cautious in their aftermath, increasing the savings rate.

Personal Saving as a % of Disposable Personal Income



Source: Bureau of Economic Analysis

こうした動きはさまざまな形で表れている。例えば、企業は地域社会や労働者を支援するための取り組みを強化している。消費者の安全を守るため、食料品店のカートを消毒したり、レジに仕切りを設置したりする様子も見られる。

パンデミックによって、人々は新たな習慣を身に着けることを余儀なくされている。オンラインで食料品を買うことは必須となり、ティーンエイジャーだけでなく比較的高齢の人々もソーシャルネットワークワーキングサービス (SNS) で交流している。またテレワークが広がり、コンピューター上で顧客や取引先に対応するようになっている。

こうした動きにより、迅速で安全なデジタルネットワークの構築を支援する技術インフラ企業への需要が高まると、UBSグローバル・ウェルス・マネジメントのローラ・ケーン氏は指摘する。同社は今後6~12カ月のハイテクセクターの投資判断を「アンダーウエート」としているが、次世代通信規格「5G」、ワイヤレス技術、クラウドコンピューティングの関連インフラには長期的な投資機会があるとケーン氏は考えている。

一方、商業用不動産業界と旅行業界は打撃を受ける可能性がある。企業が実店舗の必要性を見直し

消費者の行動は景気回復の大きさを決める。ドイツ銀行のチーフエコノミストであるトルステン・スロク氏は、パンデミックのショック、市場の急落、失業が相まって、消費者（失業者以外も含む）の貯蓄率が上昇する可能性があるとは指摘する。米国の消費者は既に節約を始めている。調査会社アレクサンダー・バベッジのデータによれば、パンデミックにより収入を失った消費者の約40%は、たとえ生活必需品であっても支出を減らしている。オンライン融資マーケットプレイスのレンドエデュが先週公表した調査では、回答者の半数以上は貯蓄や緊急資金を取り崩し、63%は資金が尽きることを懸念していた。

消費者が支出先を決める上では信頼感が大きな役割を果たす。アレクサンダー・バベッジのアラン・マケオン最高経営責任者 (CEO) は「同時多発テロ (9.11) 後、政府は飛行機の乗客の検査によって信頼を生み出したが、現在はそうした動きが見られない。人々は個人や企業にリーダーシップと目に見える解決策を求めている」と指摘する。こう

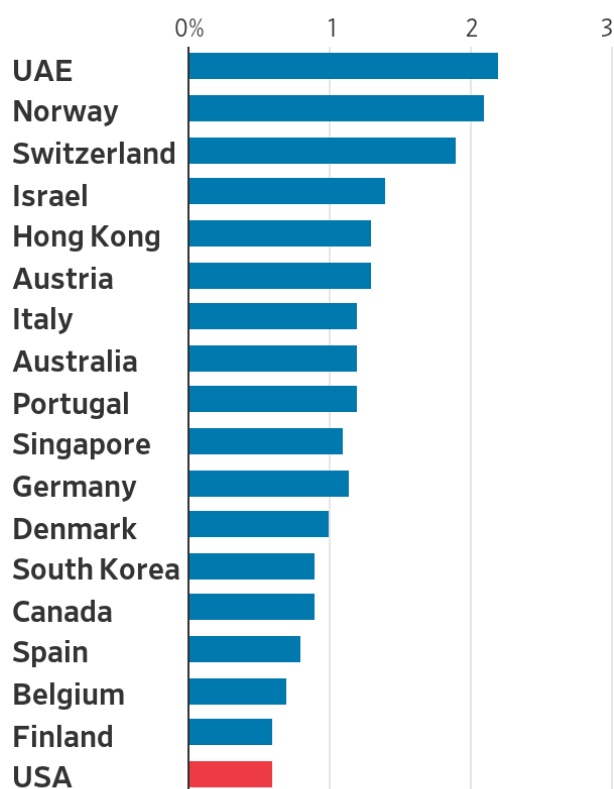
たり、出張の代わりにビデオ会議を活用したりするため。さらに、面倒な旅行制限や外国人差別を避けるため、旅行者が海外旅行をやめて国内にとどまる可能性が高いことも、旅行業界にとっては痛手とみられる。

■ 企業の変化

The Testing Gap

How the U.S. ranks among countries in Covid-19 testing in terms of percentage of the population.

Percentage of Population Tested for Covid-19



Sources: Cowen & Co.; Worldometers.info

企業は長年にわたって低金利で負債を調達してきたが、現在は現金を好む傾向にある。レベレンツ氏は「企業は営業レバレッジや財務レバレッジについて考え、バランスシートや回復力が収益性指標と同等に重要であることを認識し始めるだろう」と語る。強い企業は一段と力を増す見込みだ。脆弱（ぜいじゃく）なライバルが撤退したり、資金不足によってイノベーションを進められなくなったりする中、堅固なバランスシートと地位を有する企業は、他社から市場シェアを奪い、収益性を改善することができると同氏は指摘する。

パンデミックは事業に大きな課題をもたらした。サプライチェーンが広範囲にわたるため、重要部品が調達できなくなっているのだ。経営幹部はグローバルゼーションではなく、リージョナライゼーション（地域化）や地域ごとの生産ハブの設立を検討している。ケーン氏によれば、労働者の年齢が高い北米に生産拠点を戻す企業が増えることは、製造業者の効率化を支援するオートメーション、ロボティクス、デジタルツール関連企業の株価が上昇するきっかけになる。

さらに、パンデミックが米国内の格差を浮き彫りにしたことで、企業に対する社会・経済的な圧力も生じるだろう。中小企業で働く高卒未満の低賃金労働者は真っ先に仕事を失う。こうした労働者は通常、有給休暇や確定拠出年金（401k）の恩恵を受けられない。投資会社ロック・クリーク・

グループの創設者アフサネ・マシュアイエヒ・ベシユロス氏はこう指摘する。「危機によって明らかになったのは、米国の経済は非常に強力だったが、社会構造と労働者はそうではなかったということだ。社会と経済はリセットされるだろう。問題はリセット後のバランスが向上しているかどうかだ」。

パンデミックは、企業が株主だけではなく地域社会や従業員も重視すべきであるという風潮を加速させる可能性がある。従業員の給与水準や、政府の救済を受けた際に幹部報酬や自社株買いを削減しているかに対する監視の目が強まるだろう。レベレンツ氏は、現在の危機は、排他的でない包括的な成長を重視する方向へと資本主義を再定義する転換点になり得ると語る。

大恐慌によって高齢者が家を失い、貧困に陥ったことは、社会保障制度が生まれるきっかけとなった。今回の危機も、医療と病気休暇の提供や、広範囲にわたる医療制度改革を求める圧力となる可

能性がある。こうした論点は次の選挙で徹底的な議論の対象となり得る。投資家にとっては不透明感が高まることになるだろう。

■ 政府の変化

Twice Shy?

American investors were scared off stocks by the financial crisis. The pandemic may make them turn cautious again.

U.S. Stock Ownership



Source: Deutsche Bank Securities

に見えると書いた。多くのエコノミストは数カ月にわたりMMTを痛烈に批判していた。同氏は「これは長期的に見て健全な経済政策ではないが、今は誰も気にしていない。特にあと7カ月弱で選挙を迎える政治家はなおさらだ」と述べる。

規制に対する見方も変わりつつある。近年は規制緩和の連続が市場を支えていたが、パンデミックによって規制が急増するかもしれない。ドイツ銀行のスロク氏は、例えば養護施設の安全措置の強化、医療制度の強化、医薬品などの戦略的物資に関して他国への依存度を低下させる取り組みが考えられると述べている。

各国がパンデミック対策のために協力せず、内向きになって責任を押し付け合うならば、新型コロナウイルスは貿易戦争以上にグローバリゼーションを巻き戻す可能性がある。現時点では、どちらの方向に向かうかは不明確である。

上記のような潜在的な変化は、全て市場の期待や投資家のセンチメントに影響を及ぼす。サンフランシスコ連銀のオスカー・ヨルダ氏らのワーキングペーパーによれば、14世紀以降の15回の主要なパンデミックと武力紛争を検証したところ、パンデミックの主な影響は約40年にわたって続き、その間の実質成長率は「大幅に低下」した。バリュエーションも見直しが必要かもしれない。ブリッツ氏は「米国企業は現金残高を増やし、債務比率を下げるだろう。これは市場の株価収益率（PER）の構造的な低下を意味する」と述べる。

それでも多くの投資家は、ドットコム・バブルの崩壊、9.11、世界金融危機、そして今回のパンデ

パンデミックに対応して、政府は前例のない措置を次々に打ち出している。インドは13億人を対象に3週間のロックダウンを実行し、米国では人口の約96%が何らかの制限を課されている。他国ではほとんど反発なく国境が封鎖された。世界の政策当局は数兆ドル規模の財政支出に着手している上、米国のインフラ投資法案や中小企業支援策など、さらなる財政刺激策も検討されている。

調査会社TSロンバードのチーフ米国エコノミストであるスティーブン・ブリッツ氏は、「リスクと貯蓄率が上昇すれば、景気が長期停滞する可能性は確実に高まる。そのため、政府が景気を維持するために連邦政府支出を増やす責任は高まっている」と語る。現時点で米国の金融・財政刺激策は国内総生産（GDP）の4分の1以上に相当する。それでも、低金利や危機回避といった理由で、財政緊縮派すらあまり反対していない。

ウルフ・リサーチのクリス・セニエク氏は、財政支出は現代貨幣理論（MMT）に非常に近いよう

ミックに耐えてきた。そう話すのは、カリフォルニア大学バークレー校で投資家行動を研究するテランス・オディーン教授である。同氏は「投資家がより現実的になること」は好ましいと語る。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

2. 「潮目が変わった」ソフトバンク、次の問題はウーバーか - How SoftBank

[フィーチャー]

Lost Its Vision

ウーバーなどの配車サービス企業が新型コロナウイルスの世界的流行で苦境に

■ ソフトバンクグループをめぐる悪いニュースは続く



Chris Mihal Illustration; Alessandro Di Ciommo/NurPhoto via Getty Images

ソフトバンクグループ（SBG）＜9984＞に関する問題は山積だ。今後数週間から数カ月の間に同社が運用するベンチャーファンドのソフトバンク・ビジョン・ファンドでさらなる評価損が発生したり、悪いニュースが出てきたりする可能性がある。新型コロナウイルスの世界的流行を受けて、ウーバー・テクノロジーズ＜UBER＞のような配車サービス企業の業績が次の問題となるだろう。一方で、ビジョン・ファンドのポートフォリオに占めるクラウドやヘルスケア関連などの新型コロナウイルスの影響を受けにくい業種へのエクスポージャーの比率は小さい。

SBGの最高経営責任者（CEO）である孫正義氏も同ファンドの投資対象に押し寄せる破綻の波を予期している。同氏は先日、同ファンドの投資先88社のうち15社が破綻する可能性があるとして米経済誌フォーブスに語った。SBGはより規模の大きな後続ファンドであるビジョン・ファンド2の計画を一時停止しているが、同社とその投資先企業にとっての苦難は今後も続く可能性が高い。

ビジョン・ファンドは公開会社であるSBGの傘下にあるため、他のベンチャーキャピタルとは違い、詳細な開示を行っている。今後、同ファンドの出資先の評価損が注目される可能性がある。2019年12月末から2020年3月末までにウーバーの株価が約6%下落したことを考えると、同ファンドは2020年3月期の通期決算でウーバーの株式に関して4億ドルの評価損を計上する必要がある。ウーバーは新型コロナウイルスの世界的流行の影響により、配車サービスの利用数が40～60%減少したと述べているが、他の配車サービス企業もおそらく同程度の影響を受けている。

これは配車サービス企業へのエクスポージャーが大きい同ファンドにとって問題だ。同ファンドはウーバーに77億ドル、中国のディディ（滴滴出行）に118億ドル、シンガポールのGrabに30億ドル、インドのオラに2億5000万ドルを投資している。同ファンドの投資先の約40%は輸送・物流関連で総投資額は330億ドルに上り、新型コロナウイルスが世界的に流行する状況下では破滅的な賭けとなってしまった。

SBGは5月に予定されている2020年3月期の通期決算発表の際に、配車サービス企業への投資に関して評価損を計上する可能性がある。ビジョン・ファンドは現在までに、輸送・物流関連の投資先について14億ドルの評価損を計上している。ウーバーと同様の業績の低迷が他の配車サービス企業

でも見られると仮定すると、5月の決算発表での配車サービス企業への投資に関する評価損は合計で20億ドルに達する可能性がある。

■ IPO市場の弱さも痛手

フードデリバリー企業のドアダッシュはビジョン・ファンドの輸送・物流関連の投資先の1社だ。同社はライバルのグラブハブ<GRUB>、ポストメイツ、ウーバーイーツと市場シェア獲得のため激戦を繰り広げている。ドアダッシュは非公表で新規株式公開（IPO）を申請したが、足元の市場環境でIPOできる可能性はほとんどない。

新型コロナウイルスの世界的流行が発生する前から、IPO市場の弱さは同ファンドの計画の大きな障害となっていた。上場前の会社の途方もなく高い評価額は、公開市場の投資家はその会社にさらに高い評価をつけるという想定に基づいて正当化されていた。しかし、11カ月前に行われたウーバーのIPOは計画通りにはいかなかった。株価は上場直後から下落し、足元では公開価格を40%下回る水準にある。IPO市場は今年2月以降機能しておらず、回復の見込みもない。

2019年後半以降、ビジョン・ファンドの雲行きは怪しくなり始めたが、それに拍車を掛けたのはシェアオフィス大手ウィークワークの親会社ウィーカンパニーのIPO失敗だ。SBGと同ファンドは合わせて142億5000万ドルをウィーカンパニーに投資したが、2019年8月に同社がIPOの目論見書を提出して以降、同社の財務とコーポレートガバナンスに対する懸念が高まり、最終的にIPO計画は撤回された。SBGは救済策を講じ現在同社の株式の過半数を保有している。これは同ファンドのポートフォリオの約5%を占める。

■ ビジョン・ファンドの投資先を精査する

ビジョン・ファンドは不動産仲介会社のコンパスや、住宅の短期転売会社のオープンドアなど、ウィーカンパニー以外の不動産関連企業にも投資している。ただ、コンパスは最近15%のスタッフを解雇しており、オープンドアは足元の市場環境を考慮して住宅の購入を一時停止した。同ファンドの不動産関連の総投資額は101億ドルに達しているが、現在の評価額は79億ドルでポートフォリオの10%を占める。

同ファンドのポートフォリオの約19%は消費者向けビジネス関連だ。ホテル予約サービスを手掛けるオヨ・ルームズは新型コロナウイルスの世界的流行によるホテル業界の苦境で逆風を受けているが、23億ドルを出資しているモバイル向け動画投稿プラットフォーム「TikTok」を開発運営するバイトダンスや、25億ドルを出資している韓国のeコマース企業クーパンは有望だ。

これまでに同ファンドはIPOにより8社の投資先をエグジットしたが、うち半分はヘルスケア企業だった。ウィル・バイオテクノロジー<VIR>、テンエックス・ゲノミクス<TXG>、ガーダント・ヘルス<GH>、およびピン・アン・ヘルスケア・アンド・テクノロジー（平安健康医療科技有限公司）<PANHF>だ。このため、足元で世界的な公衆衛生上の危機に投資家の注目が集まる中、同ファンドのポートフォリオに占めるヘルスケア関連のエクスポージャーは6%にすぎない。今振り返れば、SBGにとっては機会損失だったと言える。

同ファンドのポートフォリオに占める企業向けIT・クラウド関連のエクスポージャーはわずか4%しかない。人工知能とビッグデータに対する孫氏の思い入れの強さからすると意外感がある。同ファンドはビジネス・チャットツール大手のスラック・テクノロジーズ<WORK>、ソフトウェア企業のオートメーション・エニウェアとコヒシティに出資しているが、そのエクスポージャーは小さい。新型コロナウイルスの世界的流行の影響を受けにくいとみられるクラウド関連への注目が高まって

いる中、これは大きなミスだ。

孫氏は中国のeコマース大手アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）＜BABA＞に投資した2000万ドルを1380億ドルにした優れた投資家だが、同氏が率いるSBGとビジョン・ファンドをめぐる潮目は変わり始めた。ベンチャーキャピタル史上最大のメルtdownを防ぐため、同氏は対応を迫られている。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

3. バフェット氏が格好の相場環境で沈黙を守る理由は？ - This Market Is Made For Warren Buffett. Why Has He Gone Quiet? [フィーチャー] お膳立てはできているが…

■ 黙して語らず



Photograph by Subir Halder/The India Today Group
via Getty Images

バークシャー・ハサウェイ＜BRK. A＞の最高経営責任者（CEO）であるウォーレン・バフェット氏は昨年、自社株買いの拡大、配当金の支払い、積極的な投資を求める声に耳を貸さなかった。それどころか、同社の現金残高は増えるがままとなっていた。今年3月に市場が急落した時の手元資金は現金と現金同等物からなる1280億ドル。これを投資に振り向ける準備はできている。

89歳のバフェット氏は何を考えているのだろうか。メディアなどへの発言がないためよく分からないが、同氏はゴールドマン・サックス＜GS＞やゼネラル・エレクトリック＜GE＞を支援した金融

危機の時のような華々しい投資にはまだ着手していない。

「バフェット氏は株式の取引から手を引いたのか、トッドとテッドの手綱を緩めたのか、この二つが大きな疑問だ」と語るのは投資運用会社ウェッジウッド・パートナーズのデービッド・ロルフ最高投資責任者（CIO）だ。トッドとテッドとはバフェット氏の後継者候補のトッド・コムズ氏とテッド・ウェシュラー氏のことである。両氏はバークシャーでそれぞれ約150億ドルの株式ポートフォリオを運用しており、それ以外の資産をバフェット氏が運用している。スーパーマーケットと薬局チェーン大手のクローガー＜KR＞へのタイムリーな投資（2019年）に代表されるように、両氏の運用成績はバフェット氏を上回る。5月2日に予定されているバークシャーの年次株主総会（オンラインでの開催）まで、二つの疑問は解消されそうにない。

一方、バークシャーのファンたちは株価を割安と見て、バフェット氏がバークシャーの自社株と下げ相場で下落した銘柄を購入することを望んでいる。バークシャーのA株は1株当たり約24万ドルと推定される純資産価値の約1.2倍に当たる約29万500ドル、B株は194ドルで取引されている。

最近のバークシャーのバリュエーションは近年に比べて低い水準で推移している。2019年末の純資産価値は1株当たり26万1417ドルだったが、株式ポートフォリオが2019年末の約2500億ドルから

下落したため、現在はその水準を下回っている。ポートフォリオにはアップル<APPL>を筆頭に、バンク・オブ・アメリカ<BAC>、コカ・コーラ<KO>、ウェルズ・ファーゴ<WFC>、アメリカン・エクスプレス<AXP>などが含まれる。

「バークシャー株は割安だ。当社は最大の保有銘柄であるバークシャーへのエクスポージャーを3月に大幅に追加した」と語るのはグッドヘイブ・ファンドのマネジャーであるラリー・ピトカウスキー氏だ。同氏は「株価純資産倍率（PBR）はわずか1.2倍で、投資ポートフォリオは過小評価されている。そのうえ、同社の資金運用能力は極めて高い」と指摘する。

バークシャーの2020年予想利益に基づく株価収益率（PER）は19倍と割安ではない。だが、このバリュエーションは過大評価となっている。同社は多額の低利回りのキャッシュを保有しており、株式ポートフォリオからの配当のみを計算に入れているからだ。バークシャーは昨年、240億ドルの営業利益を上げたが、株価は今年に入って14.5%下落した。これはS&P500指数の下落率を1%ポイント上回る。保有現金の大きさと多様な収益源を背景として、同社が景気動向に最も左右されにくい大型株の一つと長年見られてきたことを考えると、今回の下落は残念だ。

■ バフェット氏の最近の実績

バフェット氏の投資実績はこのところ精彩を欠いている。航空業界への巨額の投資は失敗だった。バークシャーはデルタ航空<DAL>、ユナイテッド・コンチネンタル・ホールディングス<UAL>、サウスウエスト航空<LUV>、アメリカン航空グループ<AAL>の株式を約10%保有している。石油・ガス採掘企業のオキシデンタル・ペトロリウム<OXY>の優先株式に100億ドル投資したが、原油価格とオキシデンタルの株価が低調なため、高いリターンは当てにできない。また、バークシャーは大手加工食品メーカーのクラフト・ハインツ<KHC>の株式を25%以上保有しているが、ハインツは近年最も低迷している食品大手銘柄だ。一方で、アップルはバフェット氏が成功した投資の一つであり、取得コストの2倍近い約300億ドルの利益をバークシャーにもたらしている。

バフェット氏は「並みの企業を手頃な値段で買うよりも、優良な企業を正当な価格で買う」と述べており、株価が低迷している銘柄を買う投資家から優良企業を重視する投資家へと転身した。バークシャーはアップル以外のハイテク株やヘルスケア関連株にはほとんど投資しておらず、金融銘柄へのエクスポージャーが多い。

投資家であるビル・アックマン氏は「市場の下落によって、バークシャーは保有現金の大半を投資に向けることができるようになり、本源的価値の長期的な成長が加速されるだろう。その結果、同社は危機を乗り越えて、より価値の高い企業として浮上する」と指摘している。バフェット氏は近年の実績こそ振るわないが、バークシャーが足元の下落相場を乗り切って、投資機会を捉えられるように準備を整えた。バークシャーの現在の株価はそれを反映していない。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

4. 新型コロナウイルス以降のディズニーについてアイガー会長に聞く - Bob Iger on Disney After Coronavirus ディズニーランドで体温チェック？

[ディズニー]

■ ボブ・アイガー氏に聞く



Photograph by Qilai Shen/Bloomberg

ウォルト・ディズニー<DIS>はパンデミックの影響を強く受けた。テーマパークや映画館、クルーズの休業により、ほんの数カ月前には過去最高益を享受していた各事業は雌伏を余儀なくされた。ESPNを例に取れば、スタジアムは空っぽで、テレビ業界全般に広告減少の兆候もある。ディズニープラスは明るい点だが、新規ストーリーミングサービスがひしめき合う中、会社は利益よりも加入者獲得を重視している。

アナリストらは、ディズニーは景気低迷を乗り切る財務力があると言う。同社は最近幅広い従業員の一時的帰休を発表し、上級幹部の報酬カットを実施した。最近、ボブ・チャベック氏が最高経営責任者（CEO）に就任し、取締役会長兼会長となったボブ・アイガー氏は無給で働く予定だ。アイガー氏に新型コロナウイルスのもたらす困難やエンターテインメント業界の変化などについて話を聞いた。

■ ディズニーのムードについて

われわれは楽天的だ。もっとも現実主義者でもあるが。会社やブランドの長期的見通しについて信念を持っているから楽天的でいられる。映画やテーマパーク、ESPNなどは人々が人生を楽しみ、日々直面する難題から一歩離れるための場所を提供している。問題をないがしろにするわけではないが、われわれの提供するものは、これまでもそうだし今後も長期にわたり非常に高く評価され魅力的な存在であり続ける。今回は自分たちの経験の中で最大の混乱であることは明白だが、終息した後には人々に楽しみや気晴らしを提供できるし、それが今まで以上に評価される可能性もある。

■ これまで直面してきた困難との比較、対処方法

課題の困難さという点で今回は最大の難局だ。ただし、他の難局と同様の方法で対処していく。まず自分自身に対して、そして一緒に働く人たちや一般の人たちに対して正直に向き合う必要がある。困難の規模やその影響に関しては現実主義的になる必要がある。最終的には解決できるという希望を持たねばならないし、長い道のりだと思うが、ある時点で解決した時は、これまで通りの事業への復帰について模索するようになるだろう。もっと重要なことに、顧客だけでなく従業員など、全ての人が今体験しつつあることに共感する必要がある。

■ ウイルスが過ぎ去った後のテーマパーク再開について

われわれが既に話し合った内容の一つは、平常通りに近いところまで戻るには、人々が安全性に関して安心感を持つ必要があるということだ。結局はワクチンと言う形で安心感を得られる可能性がある。ワクチンがなければ、基本的にはもっと厳しい制限や検査を加えることで安心を得ようとするかもしれない。テーマパークの入場者に対してこれまでも手荷物検査はしていたが、例えば体温測定を加えることも可能性の一つだ。中国で通常の生活に戻るため何に取り組んだかを調べているが、明白なことの一つは、他人の健康を監視するために多数の人を動員していることだ。体温を測らなければエレベーターや地下鉄・電車に乗れず、高層ビルに入ることができないし、恐らく学校

が再開してもこれが続くと思う。

■ 既に制作された映画についてどうするか

ディズニープラスで配信すると決めたものもある。映画館で放映される予定だった『アルテミスと妖精の身代金』についての発表は既に済ませた。劇場公開後に通常より早期にディズニープラスで配信し始めた作品もある。『アナと雪の女王2』も一例だが、『2分の1の魔法』が最も好例と言えるかもしれない。既に劇場公開が始まっていたが、新型コロナウイルスとの戦いを受けてペイ・パー・ビューで2週間配信してからディズニープラスでの配信を開始した。アルテミス以外にも、劇場公開なしで直接ディズニープラスでの配信になる作品も複数あるかもしれない。しかし、劇場公開用のディズニー映画の多くについては上映可能になるのを待つことになるだろう。既に予告を発表済みの新作映画もあるが、まだ先の予定だ。

■ ディズニーの財務的強さと切り返す能力について

幸運なことに、利用可能な資金があるためかなり長い期間にわたって十二分な支払い能力を維持できる。もちろん永遠と言う意味ではない。それならどんな会社でも無理だ。そうは言っても、今の状況に鑑み、必要なコストを抑制するため一時帰休も実施する。まず、上級幹部から手を付けたが、それはコスト削減だけでなくシグナルを発するという意味でも必要なことだった。

元通りの事業に戻るとも思えない。ディズニーはこの機会を利用して、再開できた時により効率良く事業が行える方法を模索するつもりだ。そのため、今は考えを練っている。事態が通常に戻り始めた時、まずはお客様に安心してもらうため何に対処すべきかだが、その次には、事業環境に合わせてもっと効率よく経営するにはどう対処すべきかが重要だ。

■ ストリーミングについて

幸か不幸か、非常にうまく行っている。欧州では好調な滑り出しだ。フランスは帯域幅で懸念があったため少し遅れた。インドでも始まったばかりだ。中南米での開始も控えている。結局、ディズニープラスはいずれにしても人気が出ると見込まれていた。現在のような状況で、いろいろと制約が多い中で息抜きとして歓迎され、利用できなくなったエンターテインメントの代用品としても優れているため、われわれが想像した以上に人気がある。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

5. 景気の最悪の状態とその後の回復ペースを推定する - How Bad the Economy

[コラム]

Will Get — and How Quickly It Could Revive

新型コロナウイルス感染の動向次第だが、先行きはいずれにせよ不透明

■ 景気後退度合いの予想



Photograph by JOHANNES EISELE/AFP via Getty Images

再開の意欲がどの程度あるかにもよる。

新型コロナウイルス感染とその悲惨な影響を表現することも重要だが、それよりも、感染が終息し、経済が回復を始めるのはいつになるのかという疑問の方が重要である。金融市場では、米連邦準備制度理事会（FRB）の行動の結果、株式とリスクの高い社債が過去1週間で力強く上昇しており、回復が近いことを楽観視しているようだ。

景気後退の理由が主として人為的要因であるならば、状況の逆転は比較的簡単なはずである。しかしそれは、健康に対するウイルスの影響の低下次第であり、そのタイミングは不明だ。景気の反発は、危機が去った際に、企業や労働者による活動

先週のS&P500指数は1週間で12.1%上昇した。それは、それ以前のピークから45%下落した弱気相場から脱した際の、1974年10月11日に終わった週以来最高の上昇率だった。同指数は3月23日の直近の底値から約25%反発しており、景気回復が目前にあることを示唆している。

ドイツ銀行のマクロ・ストラテジストであるアラン・ラスキン氏は、株価と米国経済の過去の間接関係を調べ、最近の株価の動向が歴史的規模の景気後退ではなく、短期的で底の浅い景気後退の後の急速な回復を示唆していると判断した。しかし、米国経済が経験しているのは間違いなく歴史的規模の景気後退である。過去3週間の新規失業保険申請件数が約1700万人に及んでおり、エコノミストらは景気後退ペースの推計を始めている。

最も恐ろしい数字はJPモルガンのエコノミストによるもので、国内総生産（GDP）の成長率を年率換算でマイナス40%と推定している。これは従来のマイナス25%から下方修正されている。同社エコノミストは、「経済および労働市場の当面の道筋を決める最も重要な要因は、ウイルス感染の動向と、それを封じ込めるために実施されている経済活動制限の期間である」と述べた。しかし、状況が今後どうなるかは未知数だ。

とはいえ、何らかの想定を立てなければならない。JPモルガンは、経済活動の制限と自宅待機が5月末まで続き、6月から回復が始まるとみている。その後のGDP成長率を、第3四半期は年率23%、第4四半期は同13%と見込んでいる。素晴らしい成長率に見えるが、現在われわれがいるどん底から脱した後で、第4四半期GDPの水準を前年同期と比較すると6.9%低い。

コーナーストーン・マクロのナンシー・ラザー氏は、さらに懐疑的だ。同氏はGDP成長率が、第2四半期のマイナス20%の後で、第3四半期も2%のマイナス成長が続くと見込んでいる。

■ 景気回復のタイプ別の可能性

RBCキャピタル・マーケットのエコノミストであるトム・ポーセリ氏とヤコブ・オウビーナ氏は、今後の見通しが非常に不確実であることを踏まえ、新型コロナウイルスによる死亡者カーブが横ばいになる時期などの変数に応じて、五つのシナリオを想定している。横ばいになる時期は、ワシントン大学保健指標評価研究所（IHME）のクリストファー・マレー教授のモデルによれば6月初頭の可能性があるが、それよりも早い可能性も遅い可能性もある。

RBCキャピタル・マーケットは、V字回復の可能性を35%としている。ここでは、ウイルスが封じ込められ、死亡率が予想を下回り、経済成長率が第3四半期末までに過去の傾向に回帰すると想定している。

秋に感染が再燃して、二番底を付ける可能性も同程度ある。この場合、第4四半期もマイナス成長となるが、ソーシャル・ディスタンス（社会的距離戦略）実施の準備が整っており、医療システムも一層充実していると思込まれるために、マイナス幅は第2四半期より小幅になるとエコノミストは推定する。

景気後退局面が短く、回復が緩やかで長期にわたる「チェックマーク（☒）型回復」の確率は20%だ。このシナリオでは、感染者数と死亡率が高止まりするが、来月開始される抗体検査によって経済活動が緩やかに再開すると想定している。

EKG型（心電図のパルス波形型）は最善のシナリオで、死亡率が低下し、景気刺激策によって景気がすさまじい回復を遂げる。確率は5%だ。

感染リスクが衰えない長いU字型回復というのものもある。この場合は、金融危機後のように、低成長が長引くことになる。

■ 新型コロナウイルス感染の動向次第だが、先行きはいずれにせよ不透明

自宅待機が解除されて事業再開が許された時に、人々がどのように反応するかは見極めが難しい。ジェローム・レビー・フォーキャスティング・センターを率いるデービッド・レビー氏は、健康リスクに鑑み、退職したベビーブーマーのどの程度が意欲的に旅行するかについて考えあぐねている。家計の富が脅かされたため、資金がある人々でさえ、この夏は行動を恐れる可能性があると同氏は予想する。とはいえ、「米国がこの危機を乗り越えることを、私は楽観視している。政府は、経済に資金を投入するという正しい行動を取った」と付け加えた。

米国政府が打ち出した多額の財政パッケージが、米国の回復に寄与することになる一方、米国外ではうまくいかない可能性もある。特に新興国は大きな痛手を被るだろう。前回の景気後退によって輸出ブームが冷え込んでから、外国からの借入れによって持ちこたえてきたためだ。

今回の不況は新型コロナウイルス対策のための政策によって引き起こされたものだが、それが容易に反転し得ることにはならない。政策対応は前例のない規模で行われているものの、それは米国経済の大半の活動停止によって生じた溝を埋めようとするものだ。さらに、米国政府のような無制限の借入れが不可能で、財政均衡を維持しなければならない州や地方自治体など、今回の危機で傷ついた地域が困難を乗り越えるためには、さらなる刺激策が必要になる。

これまでのところ、議会、トランプ政権およびFRBの行動は、株式と債券の市場に対して力強い景気回復という希望を抱かせてきた。しかし、新型コロナウイルスの状況次第で方向が変わるため、

今後の景気見通しは確実からは程遠い。そして、その方向性も予見できない。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

6. 株式市場は1週間の上昇率としては過去数十年で最高を記録 - Stocks Just Had Their Best Week in Decades ただし、この先に控える経済の昏睡状態には注意

[米国株式市場]

■ 大幅上昇の後にくるもの

Dow Jones Industrial Average



Source: FactSet

新型コロナウイルス危機の真ただ中で投資家に対して、株を今売ると言うことは、混雑した部屋で「火事だ」と叫ぶのと同じように感じる（混雑した部屋はもうないかもしれないが）。それでも、それは正しいことのように思われる。

弱気のために弱気になっているわけではなく、実際、本コラムは本質的に楽天的だ。結局、時間をかければ市場は上昇するものだし、過去を振り返ると、特に長期投資用の退職金口座の場合は信念を貫けば報われることが示されている。しかし新型コロナウイルス危機に関する事実の一つとして、物事の発生速度が指摘される。息をのむほどの速さであり、投資家は以前の不況よりも早く下落に備えなければならない。

先週の主要株価指数を見ると、S&P500指数は12.1%高の2789.82となった。この1週間の上昇率は1974年以降で最も高く、3月の安値からは25%高の水準で引けた。ダウ工業株30種平均は12.7%高の2万3719ドル37セントとなり、3月安値からは27.8%上昇した。ナスダック総合指数は10.6%上昇して8153.58となり、安値からは23%の上昇となった。小型株のラッセル2000指数は18.5%高の1246.73で週末を迎えた。

これらは全て、S&P500指数がわずか33日間で最高値から34%下落した後の上昇であり、前例のない速さだ。金融危機の間でも、市場が20%下落するのに約10カ月かかった。底値を付けてから6週間の反発があった後再び売り圧力が高まり、2008年11月に安値を試す展開となった。新型コロナウイルスに対する市場の速さと比較すると、当時の動きは良い意味で歩行者のように見えるが、投資家は2020年も2008年と同様に安値を再度試す展開になる、それもより速いスピードで試すことに備える必要があるようだ。

ウルフ・リサーチのアナリストであるナイジェル・コー氏は本誌に「これは、全て非常に典型的な景気後退期における株価の動きであり、この経済の昏睡（こんすい）状態の影響を市場が織り込み始めているため、戦術的に慎重になっている。センチメントと株価の短期間の急激な変動は深刻な景気後退の際に必ず起きるもので、2008～2009年に底値を形成するプロセスでも実際に特徴とし

て見られた」と語った。

直近の反発は必ずしも見当違いというわけではない。米連邦準備制度理事会（FRB）が大々的に市場を支えたほか、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）が3月18日に高値を付けた後に低下していることから、投資家の新型コロナウイルスに対する懸念はピークを打ったように思われる。懸念が少なくなれば売り圧力が弱まり、株式市場は下落が止まっただけでなく、上昇を開始した。しかし、これから備えなければならないのはコー氏が指摘した経済の昏睡状態だ。最終的に投資家は、財政政策やパンデミックのピークについての心配をやめ、企業の業績動向を心配し始める必要がある。

■ 弱気と強気

S&P 500 Index



新型コロナウイルスが経済に与えた損害の程度は誰にも分からないものの、回復に関しては、V字型、チェックマーク型、U字型など、多くの文字を使って議論されている。最悪のシナリオはL字型で、経済がまったく立ち直らないことになる。経済指標の発表が始まれば答えがよりはっきりするかもしれないが、それらは満足できるものではないかもしれない。

現時点でS&P500指数採用企業の2020年の予想利益は約15%引き下げられているが、業績発表が進むにつれて下方修正が加速しそうだ。セクター別の修正幅の差は非常に大きく、エネルギーセクターの利益はなくなると予想される一方、生活必需品セクターからは下方修正はほとんど出されていない。

この状況で予想を信頼するのは良い考えではないが、たとえ信頼したとしても、株式市場は決して割安に見えない。現在のS&P500指数の2020年予想株価収益率（PER）は約15倍の水準にある。

る。2020年は失われた年のように見え、2021年の利益予想を使うほうが適切であるかもしれないが、それでも約12倍の水準にある。どちらも、金融危機の底値近くで付けた10倍よりも割高な水準にある。

もちろんバリュエーションが全てではない。ファンドストラットでグローバル・ポートフォリオ戦略とアセットアロケーションの責任者を務めるブライアン・ラウシャー氏はもっと強気だ。同氏は買いシグナルを特定するために多くのテクニカル指標を見ており、その中の幾つかは金融危機以降に見られなかった極端な水準に達したものと述べる。

同社は底値に近い3月20日に買いシグナルが出ていると判断した。ラウシャー氏は今後のバリュエーションの低下が必然的なものとは考えておらず、「バリュエーション指標が劇的に低下するはずだとの弱気派の主張には敬意を払うものの、同意はしない。既に数週間前に金融政策と財政刺激策が出されており、今回のシナリオはこれまでとは異なる」と述べる。

ただし同氏は、株価は現在の水準まで既に上昇しているため、第1四半期の業績発表が始まる時点で下振れリスクがあることも認識している。業績見通しの下方修正は非常に大きくなると考えられ、株価の反発が止まる可能性があるからだ。それでもラウシャー氏はV字型の景気回復を念頭に置いており、第2四半期の終わりまでに米国の職場に人が戻るとの想定通りになれば、その後の下方修正は小さくなるとみている。

同氏は「予想利益の下方修正は最初のラウンドが最も厳しいはずだが、株式市場の関係者には変化の速度に注目する習性がある」と指摘する。ゆっくりとした下落は、最終的には株価にとって強気シグナルであり、避けられない売りの局面が来たとしても、ウォール街の格言に沿って「下値で売る」のではなく「安値を拾う」ことになるという。楽天的な本コラムとしては同意せざるを得ないところだ。

■ 個別材料

NASDAQ Composite Index



Source: FactSet

以下は先週の株式市場で注目された動き。

上昇銘柄。投資家が新型コロナウイルスに対して慎重ながらも楽観的になったため、暴落した銘柄の一部に買いが入った。百貨店チェーンのコールズ＜KSS＞は73%の大幅高となったが、それでも同社株は年初から60%の下落となっている。同様にクルーズ船運航大手のカーニバル＜CCL＞も65%上昇したが、2020年は75%の下落となっている。小売りと旅行の両セクターは最も売られていたため、最も上昇したとしても当然の状況だ。現時点でこれらの銘柄は「ホールド」とする必要がある。

一方の値下がり銘柄。キャンベル・スープ＜CPB＞と食料品販売チェーンのクローガー＜KR＞はそれぞれ3.6%と3.8%の下落となり、S&P500指数採用銘柄の中で最も値下がりした。旅行関連株の上昇と同様の理由によるもので、3月に米国民が家にとどまり始めてから食品株や生活必需品銘柄の人気の高まっていた。キャンベル・スープの

下落率は年初からわずか3%で、クローガーは約7%上昇している。また、ビデオ会議用ソフトウェア企業のズーム・ビデオ・コミュニケーションズ＜ZM＞は週初に11%下落して、これまで上昇していた銘柄と同様の運命にあるように見えたものの、結局は約10%の上昇で週を終えた。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

7. ディズニーワールドの「上手な回り方」が必要になる日は戻って来るのか - [フィーチャー] Will I Ever Need My Disney World Crowd Strategies Again? 新型コロナウイルスがメディア・エンターテインメント業界に及ぼす影響

■ 新型コロナウイルスのウォルト・ディズニーへの影響



Photograph by David McNew/AFP/Getty Images

私は6年かけてディズニーワールドで列に並ばずに済む方法をマスターしたが、もはや何の役にも立たない。テーマパークは閉鎖され、順番待ちは不要になった。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的な大流行）が終わった時、テーマパークや、そのほかのエンターテインメント業界はどんな姿になっているのだろうか。

ウォルト・ディズニー<DIS>をトップピックと位置付けるJPモルガンのアナリスト、アレクシア・クアドラニ氏は、業績予想では営業再開を6月と仮定している。同社が予約を受け付けている最も

早い月だからだ。しかし、遠方からのゲストは飛行機に乗りたくはないだろうし、経済的に苦しかった人たちもいる。「また来たいと思う人は多いだろうが、かなりの期間、本来の来園者数に戻るとは思えない」と同氏は言う。

パンデミックが始まる前までは、大盛況のテーマパーク部門（クルーズ船を含む）がディズニー最大の稼ぎ頭になるはずだったが、今会計年度（9月末まで）は同部門が最も大きな打撃を受ける事業となるだろう。売り上げが消えしまう一方で、多くのコストが残ったままだ。従業員は解雇されつつあるが、警備は必要だ。ディズニーワールドのアニマルキングダムには250種を超える動物たちがいて、飼育係も必要だ。映画部門は、去年は興行記録を塗り替えたが、現在は映画館が閉鎖されている。ケーブルテレビ部門には雨が降り注ぐように収入の入るESPNスポーツネットワークがあるが、競技場に観客はおらず、広告収入は干上がりつつある。

それでもクアドラニ氏は、同社は今年度減益にはなるものの、黒字は確保すると予想する。同氏は、映画事業の利益の多くは川下で出るようになってしていると指摘する。劇場公開済の映画は家庭に配信され、利益を上げ続ける。劇場公開できなければ、公開を延期するかそのまま動画配信する。いずれにせよ、かなりの金額のマーケティング費用が浮く。映画館には損害が出るだろうが、ディズニーは映画館を所有していない。一方で、同社の動画配信サービスであるディズニープラスは登録者数が5000万人に達している。

ケーブルテレビ部門の売り上げの多くは、ESPNのバンドル料金など配信料からのものだ。配信料は長期間固定されている。試合が開催されなければ視聴率が下がる可能性はあるが、スポーツ放映権は高額であり、ディズニーは支払額で譲歩を得られる可能性が高い。広告収入は減少するだろうが、映画事業やケーブルテレビ事業の健全な利益で、テーマパーク事業の損失を穴埋めできる可能性はある。いずれ分かるだろう。ディズニーの直近の株価は104.50ドルで、去年の感謝祭の頃に150ドル以上をつけてから下落している。

■ 他のメディア・エンターテインメント企業への影響は？

調査会社ライトシェッド・パートナーズのリッチ・グリーンフィールド氏は、そこまで楽観的ではない。「初めて秋の新番組がなくなり」、従来型テレビの衰退が早まるかもしれないと言う。動画

配信の需要が高まっているほか、番組制作が停止すればコストが下がるため、動画配信サービスのネットフリックス<NFLX>の方が同氏のお気に入りだ。同氏は、「映画会社は何か抜本的な手を打ち、ビジネスモデルを再考する必要がある。ただ、少なくとも方向転換のしようはある。テーマパークの方はそうはいかない」と語る。

同氏はまた、ケーブルテレビ大手のコムキャスト<CMCSA>はテレビ事業よりブロードバンド事業の方が売り上げが大きいと、比較的安全だと言う。一方、クアドラニ氏は、ニュースへの関心が高まっているためメディア大手のニューヨーク・タイムズ<NYT>や21世紀フォックス<FOXA>を気に入っている。

投資会社ウェドブッシュのレジャー業界担当アナリスト、ジェームズ・ハーディマン氏は、シックス・フラッグス・エンターテインメント<SIX>、シーワールド・エンターテインメント<SEAS>、シダー・フェア<FUN>などの規模の小さいテーマパークは、今年の夏までに融資の財務制限条項に抵触する可能性があるが、債権者の側も「テーマパークの所有者にはなりたくないため」、交渉に応じるだろうと語る。同氏はシダー・フェアが気に入っている。同社の株価は、年初は50ドルを超えていたが、最近18ドルまで下げた。

クルーズ会社はさらに良くないと同氏は語る。売り上げが消え経費だけが残ったことに加え、「クルーズといえば人は新型コロナウイルスを連想する」からだ。とはいえ、ロイヤル・カリビアン・クルーズ<RCL>とノルウェージャン・クルーズ・ライン・ホールディングス<NCLH>は同氏のお気に入りだ。株価は大幅に下落し、リスクはこれまでにないほど高まっているが、もし生き残れば、株価は何倍にも跳ね上がるだろう。

一方、ディズニーではテーマパークの専門家であるボブ・チャベック氏が最高経営責任者（CEO）に任命されたが、CEOを退き取締役会長に就任したボブ・アイガー氏は、同社は楽観的であると同時に現実的だと言う。現在、同氏のキャリアで最大の困難に直面しているが、危機が去れば、人々はまたテーマパークを訪れたいと思うだろうし、「恐らく今まで以上にその有り難みをかみしめることになるだろう」と同氏は語る。

私の家の水仙とレンギョウは、何ごともなかったかのごとく花を咲かせた。心が痛む日々が続く中、良い知らせも出始めている。ニューヨークの新型コロナウイルスによる入院者数は頭打ちになりつつあるようだ。近所の子供たちが外に出て、歩道にチョークで、「頑張ろう」「いつか晴れる日が来る」と書いた。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

8. 宇宙から観測すると、中国経済の回復はまだ始まっていない - The View

[世界経済]

From Space: China Hasn't Started to Rebound

人工衛星で中国からの赤外線データ解析、オゾンやメタン濃度測定から分かること

■ 中国政府発表の経済指標は回復中



Photograph by STR/AFP via Getty Images

新型コロナウイルスの拡散が鈍化して都市封鎖が解除された後、世界経済、特に米国経済がどう回復するだろうかと、投資家は手掛かりを求めて中国を注視している。しかし、投資家は用心すべきだ。

中国政府が発表した購買担当者景況指数（PMI）によると、中国の製造業とサービス業の活動は、2月に史上最悪の落ち込みとなった後、3月には予想外に拡大した。投資家やエコノミストの中には、ウイルスの脅威が消滅した後、世界経済が急速に回復する可能性を楽観視している人もいる。

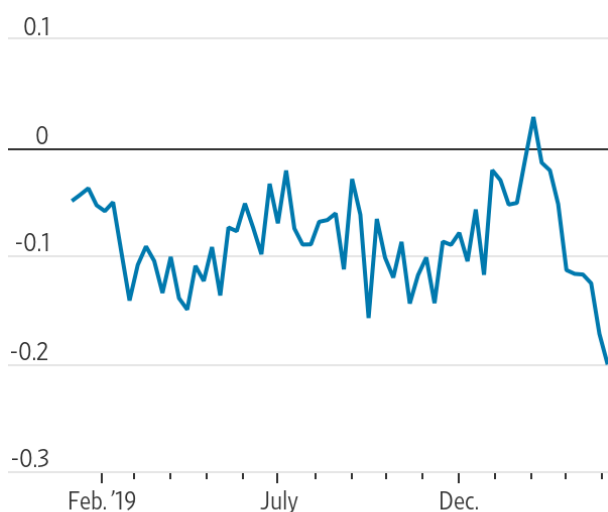
もちろん、この楽観主義には、データが正確であるという前提が必要だ。中国の経済指標は常に疑わしいものであり、新型コロナウイルス関連数値の報告に関する疑問は言うまでもない。

■ 人工衛星から中国の経済活動を観測すると

Eye in the Sky

SpaceKnow's three satellites have captured infrared images from across China's supply chain that suggest the economy is still slowing, in some part due to lack of global demand.

Broad Activity Index



Source: SpaceKnow

中国経済の回復が進行しているという考えに疑問を投げかける大きな理由がある。スペースノー（「宇宙から知る」の意）は、ニューヨークに拠点を置き、宇宙から世界中の経済を監視している会社で、3基の人工衛星を使って中国からの赤外線データを収集する。中国のサプライチェーン5000拠点以上からの赤外線データに基づく同社のブロード・アクティビティ・インデックス（広範活動指数）は、深刻かつ今なお進行中の落ち込みを示している。4月5日に更新された最新の同指数はマイナス0.2で、これは武漢で新型コロナウイルスが報告されてから最低の数値となった。

スペースノーのデータは、中国の公式データに反して中国経済の減速が続いていることを示唆していると、同社の最高経営責任者（CEO）、ジェレミー・ファンド氏は言う。

人工衛星を使って中国上空のメタンやオゾンなどを測定して観測されたスペースノーの大気汚染データも、新型コロナウイルス発生前と比べて、経済活動が停滞していることを示唆している。3月30日に更新された直近の同指数は、2月末から変わらずであった。

だからといって、中国がビジネス復帰を始めていないとは言い切れない。光度、つまり「夜間照明」データは、中国が暗くなっていないことを示している。しかし、ファンド氏は、パンデミック（世界的な大流行）の間に中国が実際に暗くなったことは一度もなかったと付け加えている。工場は閉鎖されても病院が開設され、一部の工場はマスクや人工呼吸器などを作るように改装されただろう。むしろ、世界の多くの国々がパンデミックに取り組む中で、中国は自国製品に対する需要の減退に直面しているのではないかと、同氏は言う。

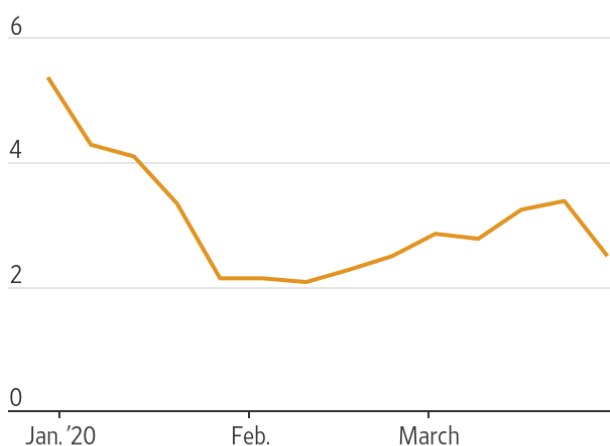
中国の経済活動が公式に報告されたものより低調である理由が何であろうと、重要なのは中国がまだ回復し始めていないということである。

■ 中国の公式データは懐疑的に

The Skies Are Clear, the Coast Is Not

Satellite measurements of methane and ozone, among other things, suggest China's economic activity remains depressed compared with previrus levels.

China Pollution Index



Source: SpaceKnow

ゲイブカル・リサーチの中国アナリストによれば、大手電力会社の石炭消費量と、主要都市における不動産販売は、依然として新型コロナウイルス発生前の水準を大きく下回っている。しかし、中国の100都市の交通渋滞は、都市封鎖が緩和されるにつれて、通常のレベルに戻り始めた。

現在の中国経済の状況は、米国その他の購買力への依存度を反映しており、米国の景気回復はU字型というよりV字型に近い可能性があるという楽観論を損なっている。一たび米国経済が回復を始めれば、力強い回復になると信じるに足る十分な理由は幾つかあり、その中でもかつてない規模の財政・金融面での刺激策が重要な理由ではあるものの、中国がいう見せかけの回復は、まだその理由の一つとはなっていない。

新型コロナウイルスがいつ終息するのか、経済はどれほど深手を負うのか、そしてどのように回復していくのか、誰にも分からない。中国に手掛かりを求めている投資家は、中国の公式データを懐

疑的に見るべきで、回復の兆しを過剰に解釈してはならない。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

9. 経営統合後のTモバイルUSがもたらす携帯通信業界の大きな変化とは？ - A

[ハイテク]

New Era Kicks Off for the Wireless Industry

低い料金体系と高品質・高速な5Gネットワークによる差別化で市場シェア拡大へ

■ 合併後も料金の優位性を維持



Photographs by Daniel Acker/Bloomberg

TモバイルUS<TMUS>とスプリントの合併手続きが4月1日ようやく終了したが、このニュースに気付いた人は少なかったようだ。これは、われわれにとってM&A（合併・買収）の優先順位が大きく低下していることを示唆している。

とはいえ、この合併は依然として重要であり、新型コロナウイルスが終息した後の米国の携帯通信業界に大きな変化をもたらすだろう。規制当局と消費者保護団体が業界第3位と第4位の携帯通信会社を組み合わせることに尻込みしたため、合併は2年近く先送りされた。TモバイルがUS何年も

かけて業界全体に料金引き下げと厄介な契約条件の見直しへの圧力をかけてきたため、当局と消費者の懸念が正当化されていたのである。

こうした異端児的な企業がなくなると、長期的に見て競争が損なわれる可能性がある。だが実際には、携帯電話加入者に今後数年にわたり恩恵をもたらすはずだ。というのも、TモバイルUSは3年契約プランの料金は引き上げないと約束しており、しかも追加料金なしで次世代通信規格「5G」接続を提供するからだ。通信大手のベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>とAT&T<T>の同等の5Gプランには条件が付けられており、より上位のプランへの加入や追加料金が必要となる。

■ 規模でベライゾンおよびAT&Tと肩を並べ、5Gの通信品質は上回る可能性がある

JPモルガンのアナリスト、フィリップ・クシック氏によると、TモバイルUSの料金はライバル企業よりもおおむね10~20%低い。さらに同氏は、TモバイルUSがスプリントと合併したことにより、AT&Tやベライゾン並みのネットワーク品質を提供し、「やがて顧客により多くの相対的価値を提供する」ことが可能になると指摘している。

TモバイルUSとスプリントの加入者数は2019年末時点で1億4000万人を超えていた。AT&Tとベライゾンの加入者数はそれぞれ1億6600万人、1億2000万人である。合併後のTモバイルUSはこれらと肩を並べることになる。TモバイルUSとスプリントの2019年の売上高の合計は775億ドルだったが、スプリントの損益が19億ドルの赤字となったことが足かせとなり、利益は15億ドルにとどまった。今回の合併によるコスト削減額は最終的に年間60億ドルとなる可能性がある。

新しいTモバイルUSの業績は短期的には統合費用とスプリント事業のトレンドの悪化により多少混乱するかもしれない。しかし、TモバイルUSの価値重視の考え方は、同社が迫り来る不況の中で市場シェアを獲得するのに役立つはずだ。

また、業界が5Gに移行する中で、TモバイルUSのネットワークの通信品質が大きく向上する可能性がある。5Gの通信サービスは、電波の到達範囲と伝送容量の高いレベルでのトレードオフを実現する中周波数帯域で使用するのが最も効率的だ。より高い周波数はより多くのトラフィックを処理できるが、電波が遠くまで届かない。

ウェルズ・ファーゴのアナリスト、ジェニファー・フリッチェ氏によると、新しいTモバイルUSは低中周波数帯で300MHz以上を保有することになる。これに対してAT&Tとベライゾンが保有するのはそれぞれ176MHz、117MHzだ。同氏は顧客向けのレポートで、「TモバイルUSがこうした周波数帯域を持つことへの見通しが明確になったため、同社がベライゾンやAT&Tよりも高速の5Gネットワークを持つことが可能になったと考えられる」と書いている。

■ 今後の低料金化のけん引役は衛星テレビ大手のディッシュか？

TモバイルUSとスプリントの合併が終了した後の不確定要素は、衛星テレビ会社のディッシュ・ネットワーク<DISH>だ。ディッシュは合併後のTモバイルUSから携帯電話事業免許やスプリントのプリペイド携帯電話ブランドであるブースト・モバイルなどの資産を買収しようとしている。これらの取引は、全米規模で携帯電話事業を展開する企業の数に4社に維持したい規制当局から促されたものだ。ディッシュは独自のネットワークを持たないが、数年後に自前の5Gシステムを構築する計画だ。

ディッシュはTモバイルとUSの間で、TモバイルUSの携帯電話ネットワークを7年にわたり使用する回線再販契約を結んでいる。ディッシュの目標が、加入者を自前の5Gネットワークに移行させる前に急いで獲得することだとすると、競合他社より低い料金を設定することへの強い動機があることになる。ディッシュは業界の異端児という役割をTモバイルUSから引き継ぎ、消費者に恩恵をもたらす可能性がある。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - In the Face of a “Rare Mispricing,” an Oil-Services Bear Turns Bull [経済関連スケジュール]

まれに見るミスプライシングで、石油サービス関連銘柄は弱気から強気へ

■ 石油サービス関連銘柄の株価は底を打ったか？



Illustration by Elias Stein

今年、石油サービス関連銘柄は70%近く下落した。産油国が大幅に予算削減したことで、油田サービス会社の事業は行き詰まっている。そんな中、株価は底を打ったと考えるアナリストもいる。

バーンスタインのアナリスト、ニコラス・グリーン氏と彼のチームは、2014年から同セクターをカバーしているが、「買い」推奨は考えたことがなかったという。ところが現在、1バレル当たり30ドルの原油価格を想定してストレステストを行っている。同氏はこの原油価格であっても、多くの銘柄は少なくとも60%上昇すると考える。より現実的な1バレル当たり40ドルでは、平均して80%上昇する可能性があるという。

グリーン氏は、各国が原油産出に関する合意に達する前に、投資家は行動すべきだと語る。米国を含めた産油国は、価格上昇を狙って減産する可能性がある。同氏は「チャンスをつかむべき」だとし、「われわれは筋金入りの弱気派であり、むやみにアップグレードすることはない。今回の株価

低迷は、市場でのミスプライシングをチャンスに変える、またとない機会だ」と指摘する。

グリーン氏の推奨銘柄は、米国では油田サービス大手ベーカー・ヒューズ<BHGE>、石油・ガスの採掘・生産機器メーカーのナショナル・オイルウェル・バーコ<NOV>、シームレス鋼管メーカーのテナリス<TS>だ。さらに欧州では、海上での原油や天然ガス等の掘削に用いる石油プラットフォームの販売およびサービスを提供するSBMオフショア<SBMO.オランダ>、オフショア油田サービス会社サブシー7<SUBC.ノルウェー>、採掘サービス会社のサイペン<SPM.イタリア>を挙げる。同氏はこれら6銘柄の他に、英国のハンティング<HTG.英国>など12銘柄を「買い」とする。さらに、少なくとも2020年中は減配することを条件に、現在の価格で「買い」とする銘柄として、油田サービス開発会社シュルンベルジェ<SLB>、同業のテクニップFMC<FTI>、油田・ガス田の採掘請負業社ヘルマリック・アンド・ペイン<HP>、石油・ガス生産設備会社ペトロファク<PEC.英国>などを挙げる。一方、英油田サービス大手ジョン・ウッド・グループ<WG.英国>は「リスクー・バイ」としている。

通常、減配は株価下落につながるが、グリーン氏は、「財務状況が完璧でないのなら、どの銘柄であっても配当を出すことに懸念を抱く。減配の正式な発表で、株価はさらに下落するのではと見ています。その時こそ買いの好機だろう」と指摘する。

■ 今週の予定

4月13日（月）

- ・ イースター休暇で英国、ドイツなど各国の市場が休場。

4月14日（火）

- ・ 大手金融持ち株会社JPモルガン・チェース<JPM>、同業のウェルズ・ファーゴ<WFC>が第1四半期の業績発表。3月の経済活動減少が、企業利益に及ぼす影響を見る初の機会。
- ・ 建設用ファスナーの販売を行うファステナル<FAST>、金融サービス会社のファースト・リパブリック・バンク<FRC>、物流大手JBハント・トランスポート・サービスズ<JBHT>、医薬品・ヘルスケア製品のジョンソン・エンド・ジョンソン<J&J>が決算発表。
- ・ 国際通貨基金（IMF）が2020年4月の「世界経済見通し」を発表。1月に発表された前回のアップデートでは、世界経済の成長率（GDP伸び率）見通しについて、2020年は3.3%、2021年は3.4%としていた。

4月15日（水）

- ・ オランダの半導体製造装置メーカーASMLホールディング<ASML>、金融大手バンク・オブ・アメリカ<BAC>、金融大手シティグループ<C>、金融大手ゴールドマン・サックス・グループ<GS>、金融持ち株会社のPNCファイナンシャル・サービスズ・グループ<PNC>、医療保険会社ユニテッドヘルス・グループ<UNH>、銀行持ち株会社U.S.バンコプ<USB>が四半期決算発表。
- ・ 3月の小売売上高発表。前月比マイナス6.4%を予想（2月はマイナス0.5%）。車を除いた数値はマイナス5%の予想（2月はマイナス0.4%）。前月比4%以上の落ち込みは、世界金融危機時よりも大きいもの。
- ・ 全米住宅建設業協会（NAHB）が4月の住宅市場指数を発表。コンセンサス予想は52.5（3月は72）で、2015年以来の低水準。
- ・ ニューヨーク連銀が4月の製造業景気指数を発表。コンセンサス予想はマイナス32（3月はマイナス21.5）。

4月16日（木）

・ 製薬大手アボット・ラボラトリーズ＜ABT＞、大手金融サービス会社バンク・オブ・ニューヨーク・メロン＜BK＞、資産運用大手ブラックロック＜BLK＞、医療ロボットメーカーのインチュイティブ・サージカル＜ISRG＞、台湾の半導体製造会社である台湾積体電路製造＜TSM＞がカンファレンス・コールで業績発表。

・ 3月の住宅建設関連指標発表。住宅着工件数は、季節調整済み年率換算で130万件と予想。2月の160万件から大幅な減少。住宅着工許可件数は134万件（2月は145万件）と予想。

・ 4月11日の週末までの新規失業保険申請件数発表。ここ3週間での申請件数は、合計で1670万となっている。

4月17日（金）

・ 大手鉄道持ち株会社カンザス・シティ・サザン鉄道＜KSU＞、大手石油開発支援企業シュルンベルジェ＜SLB＞、金融サービス会社ステート・ストリート＜STT＞が四半期決算発表。

カンファレンス・ボードが3月の景気先行指数発表。コンセンサス予想は105.1と前月比マイナス6.2%。これまでで最大のマイナスは、世界金融危機のピークだった2008年10月のマイナス3.4%。

By Avi Salzman
(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』 2020/04/12

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