

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/04/19

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 新型コロナが医療にもたらすデジタル革命 - Coronavirus Has Ushered in the Digital Revolution in Medicine [カバーストーリー]
遠隔医療の注目銘柄を紹介 P.2
2. アクティブ運用の株式ETF、ブームとなるか - New Active ETFs May Look a Lot Like Existing Mutual Funds. [ETF]
「透明性」要件緩和でアクティブ運用の株式ETF増加 P.5
3. パンデミックで製薬株堅調 - In a Pandemic, Pharma's Strengths Emerge: Pipelines With Essential Drugs [ヘルスケア]
重要な治療薬の開発パイプラインの太さが決め手 P.7
4. 医療保険会社、再び政治的試練に直面も - Health Insurers Could Face Another Political Test [ヘルスケア]
新型コロナが明らかにしたアメリカ医療システムの弱点 P.9
5. 伝説のバートン・マルキール氏「今は株の買い時」 - Buy Stocks Now, Investing Legend Burton Malkiel Says. [インタビュー]
『ウォール街のランダム・ウォーカー』の著者推奨銘柄 P.11
6. 大きな政府存続の可能性。それが問題だ。 - Big Government Could Be Here to Stay. Why That's a Problem. [コラム]
民間セクターへの関与拡大がニューノーマルになるかもしれない P.14
7. ズームより割安感のある在宅関連7銘柄 - There's Life Beyond Zoom-7 Overlooked Stay-at-Home Stocks [ハイテク]
ズームだけが有望ではない P.16
8. 株式市場、表面的には大きく続伸 - The Market Had a Breakout Week — Unless You Were a Small-Cap Stock [米国株式市場]
大型株上昇の一方で小型株が下落した意味を考える P.18
9. 自動車業界、パンデミックでどう変わる？ - The Car Business Is in a Serious Ditch. Bailouts, Anyone? [自動車]
自動車メーカーからレンタカーまで、ビジネスへの影響と危機後の展望 P.20
10. 今週の予定 - Big Steel Has Many Woes, And Only One Is Covid-19 [経済関連スケジュール]
鉄鋼業界は、新型コロナウイルス以外にも多くの懸念を抱えている 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。

1. 新型コロナが医療にもたらすデジタル革命 - Coronavirus Has Ushered in the Digital Revolution in Medicine [カバーストーリー]

遠隔医療の注目銘柄を紹介

■ 遠隔医療利用増も、「革命」ペース緩やかに



Illustration by Kotryna Zukauskaite

新型コロナウイルスの感染拡大は、医療界における遠隔医療の地位を押し上げている。危機によって多くの米国人がバーチャル医療を初体験することは、オンライン治療が主流化するきっかけとなるかもしれない。デジタル医療の波に乗るための銘柄には幾つかの選択肢がある。最も恩恵を受ける企業の一つは、遠隔医療を手掛ける最大の上場企業であるテラドック・ヘルス<TDOC>だ。リボンゴ・ヘルス<LVGO>、マシモ<MASI>、アイリズム・テクノロジーズ<IRTC>などの医療テクノロジー企業も恩恵を受ける可能性がある。

潜在的な市場規模は非常に大きく見える。調査会社IBISワールドによれば、米国の遠隔医療市場（ソフトウェア、医療機器、ハードウェアを含む）は2015年から2020年にかけて年平均25%のペースで成長し、市場全体の売上高は26億ドルに達する。

テラドックは米国の遠隔医療市場の規模が300億ドルになると予測している。

クリーブランド・クリニックのマシュー・ファイマン医師によれば、同クリニックの月間のバーチャル診療件数は3000件から6万件に急増した。同氏は「業務を見直せば、バーチャル診療は『ニューノーマル』になるだろう」と語る。大手地方医療機関のサンフォード・ヘルスでは、遠隔医療の1日当たり利用者数が2月の平均50人から1600人以上に増加した。サンフォードの医師兼シニアバイスプレジデントのジェレミー・コーウェルズ氏は、「人々は対面診療が必ずしも必要ではないことに気が付き始めた」と述べる。

しかし、デジタル革命が起きるとしても、そのペースは緩やかなものになるだろう。障害の一つは、連邦や州の規制が寄せ集めのパッチワーク状態であることだ。メディケア（高齢者向け医療保険制度）では、従来は患者が地方や医療機関で受ける遠隔医療サービスにしか保険金が支払われなかった。こうした制限は緊急措置によって解除され、現在は幅広いケースが対象となっている。一部の州は、州外の医師が遠隔医療を実施する要件を撤廃した。連邦議会や多くの州は、こうした変更を恒久化する必要がある。

遠隔医療が主に利用される領域は、皮膚病、行動医療、基礎診断などにとどまっている。遠隔医療の普及によって不正請求詐欺や医療過誤訴訟が増える懸念もある。さらに、消費者はオンライン医療を通じて病気が良くなるとは考えていない。調査会社JDパワーが2019年に1000人の消費者を対象に実施した調査では、49%の回答者が、オンライン診療は直接診療よりも質が低いと回答した。

主な障害になるのは経済的な事情かもしれない。医療機関では通常、患者が診療を受けるたびに請求を行う。請求コードはオンライン診療にも拡大されているが、直接診療に使用される無数の細かいコードのほんの一部にとどまっている。オンライン医療サービス会社プラッシュケアの内科医で

あるヒラリー・リン氏は、「通常は治療の複雑性が高まるにつれて、保険会社から受け取る保険金は増える。しかし、遠隔医療ではそうならないことが普通だ」と語る。

■ 注目銘柄：テラドック、リボンゴ

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）が収まった後、デジタル医療の波に乗ることができる企業は少数だろう。しかし、株価には既に大きな期待が織り込まれており、割安な銘柄は存在しない。

テラドックは、4月のバーチャル診療件数が3月第1週に比べて100%増加したと発表した。第1四半期の診療件数は前年同期比70%増の180万件超、四半期売上高は40%増の1億8000万ドルになる見込みだという。テラドックは、同社のサービスを提供する企業医療保険から利用料を徴収している。対象企業にはフォーチュン500企業の40%以上が含まれる。同社は医師や病院グループに対するプラットフォームのライセンス事業も手掛ける。

テラドックの昨年の売上高は5億5300万ドル、営業キャッシュフローは3200万ドルだった。しかし、同社は事業に投資しているため、今後2～3年は赤字の可能性が高い。売上高に対する費用の比率が低下し、事業が拡大すれば黒字に近づくだろう。テラドックによれば、同社のプラットフォームが1日に処理できる診療件数は2019年の1万件から現在は5万件に増加しており、対応可能な会員数は2019年の3670万人から1億人に増えた。

投資銀行カナコード・ジェニユイティのアナリストであるリチャード・クロース氏によれば、テラドックの現在のバリュエーションは、会員数の伸び、システムの稼働率、営業利益率に基づいている。直近の株価は173.27ドルと目標株価の130ドルを大幅に超えるにもかかわらず、同氏は投資判断を「買い」としている。同氏は「現在の状況は遠隔医療の導入と認知度を加速させている。これにより利用率が上昇する可能性が高い」と述べる。ただし、失業率の上昇により、オンライン診療は減少するかもしれない。

リボンゴは最近、第1四半期の売上高ガイダンスを6000万～6200万ドルから6550万～6650万ドルへと引き上げた。同社によれば、同四半期のクライアント（企業医療保険など）の純増数は過去最高の620件で、個人会員数は22万人に達した。同社はメス、試験紙などが入った糖尿病モニタリングキットを会員に提供し、血糖値をチェックさせている。会員はオンラインでコーチングを受け、体調が変わるとスマートフォンに警告が通知される。同社は糖尿病治療以外にも事業を拡大し、高血圧、体重、行動医療の管理にも進出している。

クロース氏は「リボンゴの新規クライアントは大幅に増加している」と述べる。同氏の投資判断は「買い」で、目標株価は直近の水準を約20%上回る46ドルである。現在の株価は2020年予想売上高の12倍となっている。リボンゴも雇用状況に左右されることは変わらない。雇用統計における就業者数の減少は、従業員数と有料会員の減少を意味する可能性がある。

■ 注目銘柄：マシモ、アイリズム

マシモは呼吸と脈拍のモニタリング機器を製造し、主に病院と診療所に販売している。しかし、同社は血中酸素濃度と脈拍をモニタリングする家庭用ウェアラブル機器の導入も進めている。規制当局は記録的な短期間でこの機器の販売を承認した。同社のジョー・キアニ最高経営責任者（CEO）は、「新型コロナウイルス感染症は呼吸器疾患であるため、当社の事業にとっては大きな追い風になっている」と述べる。

キアニ氏は、入院患者は退院後も血中酸素濃度モニタリングが必要だと語る。遠隔モニタリングは売上高の5%にすぎないが、「当社事業の主要な部分を占めるようになる可能性がある」と同氏は話す。直近の株価は205ドル、予想株価収益率（PER）は52倍で、過去5年間の平均である34倍を大幅に上回る。不急の手術を受ける患者数の減少により、売上高は短期的に減少する可能性がある。

BTIGのアナリストであるマリー・チボー氏は、バリュエーションを理由にマシモの投資判断を「中立」としているが、長期的には同社が勝者になると考えている。「呼吸器疾患による入院患者の増加が引き続き追い風になるとともに、手術件数の回復による恩恵も受けるだろう」と同氏は述べる。

チボー氏はマシモよりもアイリズムに前向きな見方を取る。同社の心臓モニタリングプラットフォームには、不整脈（脳卒中や心臓発作の危険信号）を検知するパッチ式のウェアラブル機器が含まれている。この機器は旧来の機器よりも身体への侵襲性が低く、14日間の装着により継続的なデータ取得や分析が可能となる。同社は最近、家庭向けプログラムの加入件数が「大幅に増加した」と発表した。ただし、同社は入院患者の減少などを理由に通期ガイダンスを撤回している。

チボー氏は同社の投資判断を「買い」としている。同社機器の「遠隔モニタリング機能は現在の状況に適している」と同氏は語る。パンデミックが収まれば入院患者のモニタリング需要は増えるだろう。同社は2021年にキャッシュフローベースで損益分岐点に達する可能性がある。懸念材料は、アイリズムの機器が保険会社による保険金の支払い対象に含まれるか不明な点である。連邦政府は7月に決定を下す予定だ。また、モニタリングによって経過が改善するかどうかを調べる大規模試験も実施中で、結果は11月に発表される。

パンデミックが終わり、人々が予防接種を受け終わったり、免疫を獲得した状態になったりした時、米国人が健康や予防医療を現在以上に重視するかは不明だ。上記の銘柄の株価上昇が続くかは、私たちの仕事や生活が平常に戻るかどうかによって決まるだろう。

By Daren Fonda
(Source: Dow Jones)

2. アクティブ運用の株式ETF、ブームとなるか - New Active ETFs May Look a Lot Like Existing Mutual Funds. [ETF]

「透明性」要件緩和でアクティブ運用の株式ETF増加

■ 大手資産運用会社、続々とアクティブ運用の株式ETF立ち上げへ乗り出す



Illustration by Dan Page

ストックピッカー（銘柄選択者）とインデックスファンドの戦いは上場投資信託（ETF）の世界に移行している。資産運用会社のアメリカン・センチュリー・インベストメンツは、4月上旬に大型のグロース株とバリュー株に焦点を当てた2本のアクティブ運用の株式ETFを立ち上げた。レグ・メイソン<LM>も傘下のクリアブリッジを通じてアクティブ運用ETFを立ち上げる予定だ。T.ロウ・プライス<TROW>は、ブルー・チップ・グロース<TRBCX>とグロース・ストック<PRGFX>という同社の有名なミューチュアルファンド2本を含む計4本の大型株ミューチュアルファンドのETF版の暫定承認を獲得した。フィデリティ、JPモルガン・チェース<JPM>、ナティクシス<KN.フランス>なども同様の動きを見せている。

アクティブ運用ETFは主に債券やクオンツ戦略の分野で何年も前から存在しているが、2019年末の規制の変更と新しいストラクチャーの開発により、「非透明」あるいは「半透明」のアクティブ運用株式ETFが次々と誕生している。新しいETFは「透明性」の要件が緩和されており、保有資産を日次で開示する必要がない。保有資産を日次で見られるのはマーケットメーカーだけだ。

規制の変更により、一部の大手運用会社はETFの世界に乗り出そうとしている。株価が下落している時にアクティブ運用の株式ファンドを立ち上げれば、将来の高いリターンが見込める。「今こそ、アクティブ運用が力を発揮できる時だ」とアメリカン・センチュリーのETF責任者エド・ローゼンバーグ氏は語る。業界大手の進出が今後も見込まれる中で、アクティブ運用株式ETFが定番となる可能性がある。現状、ETFに投じられる資金の97%がインデックス運用のファンドに向かっているが、その潮目が変わるかもしれない。

現時点で75本以上のアクティブ運用ETFが市場で取引されているが、純資産は合計で1000億ドルにすぎず、総額3兆7000億ドルに達するETF業界における存在感は小さい。アクティブ運用ETFで現在主力なのは、債券、クオンツ戦略、ファクター投資関連のものだ。3本の債券ファンド、JPモルガン・ウルトラショート・インカム<JPST>、ピムコ・エンハンスト・ショート・マチュリティ・アクティブ<MINT>、iシェアーズ・ショートマチュリティ・ボンド<NEAR>の合計純資産額は280億ドルで、アクティブ運用ETFの総純資産の4分の1以上を占める。

■ 「透明性」緩和でフロントランニングを防ぐ

アクティブ運用の株式ETFは従来の株式ミューチュアルファンドと同じように設計されている。例えば、アメリカン・センチュリー・フォーカスト・ダイナミック・グロース<FDG>、アメリカン・センチュリー・フォーカスト・ラージキャップ・バリュー<FLV>は、それぞれアメリカン・センチュリーの大型グロース株、大型バリュー株のマネジャーによって運用されている。幾つか違いはあるものの、それらのETFは同種のミューチュアルファンドとほぼ同じ銘柄を同じように取引し、保有する。

運用会社がアクティブ運用の株式ETFを立ち上げ始めたのは、ETFの透明性に関する規制が緩和さ

れたことによる。これは「フロントランニング」（ETFが取引しようとする株式を他社が先回りして取引すること）を長年懸念してきたストックピッカーにとって重要だ。透明性の要件のために、他社のトレーダーがそのETFの戦略を容易に真似したり、先回りしたりすることができたからだ。

ほとんどのETFはポートフォリオを日次で開示する必要がある。一方で、ミューチュアルファンドの開示は四半期ごとだ。インデックス運用ETFは指数のリバランスに合わせて、通常は年に1~2回、ポートフォリオを変更する。この場合、フロントランニングを過剰に心配する必要はない。債券ETFは日次でポートフォリオを開示してもあまり不都合がない。債券は店頭で取引され、本質的にフロントランニングが困難なためだ。また、債券には多くの種類の満期、クーポン、その他の特性がある点で株式よりも多様性が高く、取引を模倣される心配が少ない。

透明性に関して重要な変更点の一つは、ETFの保有資産と完全には一致しない「プロキシバスケット」を使用できるようになったことだ。プロキシバスケットはマーケットメーカーがETFの裏付けとなる原資産価格をETFの市場価格に一致させるためのシグナルとして使用する。また、ETFの受益証券の組成および償還のプロセスにおいても使用される。

運用会社はストックピッカーが手の内を明かさずに取引する環境を整えるために、新しい透明性の要件に対してさまざまなアプローチを取っている。アメリカン・センチュリーは運用会社のプレジデント・インベストメントが開発したテクノロジーを使用して、ETFの日々のポートフォリオを市場の目から覆い隠している。実際のポートフォリオは、ETFの市場価格をその裏付けとなる原資産価格と市場での需給に合わせて調整する「承認された参加者」だけが知ることができる。T.ロウ・プライスは、ETFのポートフォリオを四半期ごとに15日遅れで公開する予定だ。プロキシバスケットは日次で公開されるものの、実際のポートフォリオの80%程度しか反映せず、残りの部分はランダムな表示にするという。ETFをフロントランニングしようとするトレーダーは、実際の保有資産とそうでないものを区別できない。

■ アクティブ運用ETFの利点とは

アクティブ運用株式ETFの利点の一つは、個人投資家にとってコスト負担が軽くなることだ。T.ロウ・プライスのブルー・チップ・グロースETFの経費率は0.57%、グロース・ストックETFは0.52%だ。これは同種のミューチュアルファンドの機関投資家向けシェアクラスと同じだが、個人投資家向けシェアクラスの経費率はそれぞれ0.7%と0.65%であり、ETFと比較して高い。

ETFはミューチュアルファンドよりも課税上有利だ。ETFは（ミューチュアルファンドのように）公開市場で証券を売買するのではなく、マーケットメーカーとの間で証券の「現物」とETFの受益証券を交換する。これにより、ETFはキャピタルゲインの発生を回避でき、受益証券の保有者に分配を行う必要がなくなる。一方で、ミューチュアルファンドは実現したキャピタルゲインを分配する必要がある。さらに、ミューチュアルファンドは投資家の解約に備えてファンド内にいくらか現金を持っておく必要があり、それがリターンを引き下げる。相場が急落して、投資家の解約請求が殺到した時には、ミューチュアルファンドは保有証券を（キャピタルゲインを出しながら）投げ売りしなくてはならない可能性もある。

フィデリティやT.ロウ・プライスは運用業界で有名で、ETFの世界においても優位に立つ可能性がある。これらの運用会社のアクティブ運用株式ETFは、ブランド力と大規模な販売網を背景に、ファイナンシャルアドバイザーと投資家を引き付けるだろう。

By Daren Fonda

(Source: Dow Jones)

3. パンデミックで製薬株堅調 - In a Pandemic, Pharma's Strengths Emerge:

[ヘルスケア]

Pipelines With Essential Drugs

重要な治療薬の開発パイプラインの太さが決め手

■ 製薬株、市場をアウトパフォーム



Illustration by Kotryna Zukauskaitė,
caption: Artist: Kotryna Zukauskaitė
IG: kataillustration

先月、全米で都市封鎖が実施され、製薬会社の株価も市場に連れ安となった。しかし、新型コロナウイルスの感染拡大で経済が疲弊する中、製薬業界は資金の避難先として最適な場所の一つになるかもしれない。巨大製薬企業のがんなど命に関わる病気の治療薬はなくてはならないものだ。また、新型コロナウイルスのワクチンを開発し、われわれに普通の生活を取り戻してくれるに違いない。2019年はアンダーパフォームしたが、新型コロナウイルスによる混乱が始まって以降、メルク<MRK>、ファイザー<PFE>、イーライ・リリー<LLY>などの株価はS&P500指数をアウトパフォームしている。

■ RBCキャピタル・マーケットのアナリスト、ランドール・スタニッキー氏の見方

RBCキャピタル・マーケットのアナリスト、ランドール・スタニッキー氏の見方

製薬業界も無傷というわけにはいかない。投資銀行RBCキャピタル・マーケットのアナリスト、ランドール・スタニッキー氏は、失業者が数百万人単位で増えているため、民間の医療保険からメディケイド（低所得者医療保険制度）など公的な保険へ大規模なシフトが発生し、支払われる価格が下がると予想する。さらに、新型コロナウイルス救済プログラムが優先され、ほかのあらゆる医療分野で予算が縮小されるだろう。同氏はまた、新薬治験の被験者募集が困難になれば、製薬業界成長の足かせになりかねないと懸念する。医学会議は中止され、営業部隊も活動を停止しているため、新たに承認を受けた医薬品の発売にも遅れが生じるだろう。

そうした逆風の中、同氏が気に入っているディフェンシブ銘柄がファイザーだ。同社は現在、アップジョン部門の古い医薬品を後発医薬品（ジェネリック）大手のマイラン<MYL>へ売却する手続きを進めており、同取引後は、米国内の民間売り上げは、ファイザーのグローバルなポートフォリオの約20%になるという。同社のポートフォリオには、業界トップの売り上げを誇る肺炎球菌ワクチンのプレバナーとがん治療薬のイブランスが含まれる。同社の直近株価は35ドルだが、同氏は44ドルまで上昇すると考えている。

もう1社、同氏が気に入っているディフェンシブ銘柄がアイルランドの製薬会社ペリゴ<PRGO>だ。主に市販薬を販売しているほか、米国プライベートブランド市場における主要サプライヤーでもある。売り上げの約80%は現金販売によるものだ。同氏は、景気後退になれば同社の売り上げが伸び、株価も直近の50ドルから58ドルまで上昇する可能性があると考えている。同社最高経営責任者（CEO）のマレー・ケスラー氏によれば、米国のアセトアミノフェン（タイレノールの成分）の半分以上を同社が供給している。新型コロナウイルスの鎮痛解熱剤としての需要が高く、また同社の咳止めシロップやぜんそく薬も需要が増加している。小売大手のウォルマート<WMT>など提携企業の要請で、ペリゴは生産ラインを発毛剤のミノキシジルなど必要性の低いものから、アセトアミ

ノフェンなど消費者が備蓄をしている製品へと切り替えた。

■ モルガン・スタンレーのアナリスト、デービッド・ライジンガー氏の見方

こうした備蓄の動きは処方薬でも起きているため、投資銀行モルガン・スタンレーのアナリスト、デービッド・ライジンガー氏は、業界の第1四半期の売り上げ予測を引き上げた。一方、第2四半期は在庫調整による反動があるだろう。同氏はまた、緊急性の低い手術や、医師の往診、自費による美容治療に関連した薬の売り上げに大きな影響が出ると見ているが、影響度を見積もるのは困難だ。

ライジンガー氏はメルクが気に入っており、その堅実な成長力が依然として過小評価されていると考えている。ニューモバックスなどのワクチンやヒトパピローマウイルス予防薬ガーダシルからの株価収益率（PER）を30倍、動物薬のPERを25倍としてメルク製薬部門の価値を計算してからPERを逆算すると1桁になる。同部門には、アッヴィ<ABBV>のヒュミラに次ぐ世界第2位の免疫療法薬キイトルーダや糖尿病のベストセラー治療薬ジャヌビアがある。ライジンガー氏は、メルクの株価は直近の83ドルから89ドルまで上昇する可能性があると言う。

同氏は大手バイオ医薬品メーカーであるブリストル・マイヤーズ・スクイブ<BMY>の投資評価を、最近オーバーウエートに引き上げた。同社の関節炎治療薬オレンシアとがん免疫療法薬オプジーボは強い需要が見込める。同社は昨年セルジーンを買収し、抗がん用の大型新薬レブラミドを手に入れた。同氏は、ブリストル・マイヤーズは「確かな将来性のある、大手製薬会社で最も割安な1社」で、現在株価は59ドルだが、少なくとも64ドルの価値があると考えている。

■ カウエンのアナリスト、スティーブ・スカラ氏の見方

投資銀行カウエンの製薬業界担当アナリスト、スティーブ・スカラ氏のお気に入りには英国のアストラゼネカ<AZN>だ。同社には収益力強化に貢献するような重要な薬剤、例えばがん治療薬のタグリッソなどが開発パイプラインにあるからだ。同社は、タグリッソが第3相臨床試験で肺癌患者に「圧倒的な有効性」を示したと最近発表した。同氏は、同薬の売り上げが2019年の32億ドルから2025年までに80億ドルを超えると考えている。同社のがん治療薬にはほかに、免疫療法薬イムフィンジや分子標的治療薬リムパーザがある。さらに、紅斑性狼瘡、貧血、ぜんそくなどの治療薬が臨床試験段階にある。同氏は、同社のADR（米国預託証券）株価は、直近の49ドルから今後の増益で55ドルまで上昇するとみている。

スイスのノバルティス<NVS>も同氏のお気に入り銘柄だ。同社は、乾癬や心不全の治療薬のほか、さまざまながん治療薬に強みがある。直近のADR株価は87ドルだが、カウエンは最近、目標株価を110ドルに引き上げている。スイスの巨大製薬企業のもう1社、ロシュ・ホールディング<RHHBY>も、同氏の推奨銘柄だ。同社のジェネンテック部門は、莫大（ばくだい）な売り上げを誇るがん治療薬アバスチン、リツキサン、およびハーセプチンを製造してきた。同氏は、腎臓がん、肺癌、乳がん、子宮がんの治療薬に関するデータが揃えば、承認薬が増えるの見込んでいる。米国預託証券（ADR）株価は42ドルから50ドルに上昇すると期待する。

アッヴィには、スカラ氏にとって他社とは違った魅力がある。同社の売り上げと利益は、関節炎や乾癬、クローン病などの自己免疫疾患治療薬として世界最大の売り上げを誇るヒュミラがけん引している。ヒュミラの特許満了の期限が近づき、直近の株価は82ドルまで下がったが、それでも同氏の2021年度予想利益に対するPERは7倍を下回っている。配当利回りは5.8%まで上昇している。

イーライ・リリーは株価が最近急伸しているが、同社は引き続きスカラ氏のお気に入りだ。直近株価は154ドルだが、同氏は160ドルまで上昇する可能性があると考えている。

By Bill Alpert
(Source: Dow Jones)

4. 医療保険会社、再び政治的試練に直面も - Health Insurers Could Face Another Political Test 新型コロナが明らかにしたアメリカ医療システムの弱点

[ヘルスケア]

■ 市場をアウトパフォームする医療保険株



Illustration by Kotryna Zukauskaite, caption: Artist: Kotryna Zukauskaite IG: kataillustration

ちょうど1年前、アメリカの医療保険会社は破滅を迎えるかに見えた。当時民主党の有力大統領候補だったバーニー・サンダース上院議員は、民間保険を政府が支援する大規模な保険に切り替える新たな取り組みを発表し、保険会社の株価は急落した。1年後、サンダース上院議員の大統領選への期待は打ち砕かれ、国民皆保険制度（メディケア・フォー・オール）に対する投資家の懸念は薄れた。しかし、米国を圧倒した新型コロナウイルスの流行は、医療保険業界自体の存在意義を問う問題を再び提起しており、投資家が見逃しているかもしれないリスクをもたらしている。

マネージドケア銘柄は、今回の危機を通じて市場をアウトパフォームしている。S&P500指数は今年に入って16日までに13.3%下落しているが、最大の医療保険会社であるユナイテッドヘルス・グループ<UNH>は1.5%上昇、メディケア・アドバンテージ（高齢者向け医療保険）のスペシャリストであるヒューマナ<HUM>は2.9%上昇、メディケイド（低所得者向け医療保険）市場の主要プレーヤーであるセンチン<CNC>は15.9%上昇している。

■ この危機は医療保険会社にどう影響するか

ユナイテッドヘルスの株価は15日、ウォール街の予想を上回る第1四半期の決算発表を受けて4.1%上昇した。同社は、他の大手ヘルスケア企業が今週、業績見通しを下方修正したり、延期したりしたにもかかわらず、パンデミック（世界的な大流行）が始まる前の業績見通しを据え置き、投資家を驚かせた。

しかし同時にその頃、膨大な数の米国人が医療保険を失っていた。2200万人を超える米国の労働者が新たに失業したが、その家族を含めた数百万人が、おそらく以前の雇用主を通じて医療保険に加入していたからだ。医療保険を失うのに良い時期などないが、今より悪い時期を想像するのは難しい。

現在のパンデミックを乗り切るには、マネージドケア銘柄に賭けるのが妥当だろう。とはいえ、サンダース上院議員が提案した国民皆保険制度がもたらした政治的リスクがなくなったわけではない。新柄コロナウイルスは、以前よりもさらに深刻に、同様な政治的リスクを浮かび上がらせる可能性がある。「新型コロナウイルスは米国の医療システムの多くの弱点を明らかにした」と、医療政策の専門家でカイザー・ファミリー財団の副会長であるシンシア・コックス氏は言う。

短期的にはパンデミックによって保険会社のコストは下がるかもしれない。人工膝関節置換術のよ

うな待機的手術は、米国の多くの病院で中断されているが、これらの手術は通常なら医療費のかなりの部分を占めている。ユナイテッドヘルスの第1四半期決算は、新型コロナウイルスによる危機が保険会社にどう影響するかという大きな疑問を解明するにはあまり役に立たなかった。

失業はユナイテッドヘルスの事業に打撃を与える可能性があるが、オバマケア（医療保険制度改革法）にあるような政府支援プランへの加入を促進するかもしれない。みずほ証券のアナリストであるアン・ハインズ氏は、「ユナイテッドヘルスは収益源の多様性によって、新型コロナウイルスの嵐を乗り切ることができる」と話す。

規模が小さく、多様性に乏しい保険会社にとっては話は別だ。アナリストらは、第2四半期のコストは低いとみているが、その後については疑問が残るとしている。センチンのマイケル・ネイドフ最高経営責任者（CEO）は「コストは年末にかけて重くのしかかるだろう。向こう2〜3カ月は保険の利用が減るだろうが、今年下半期には繰延需要による反動増が見込まれる」と語る。

■ 保険料の大幅な引き上げ

新型コロナウイルスが米国に上陸する前の数カ月間、医療の状況は大きく異なっていた。雇用主が、労働者の保険料負担を徐々に増やしていくという数十年前からの戦略を打ち破ろうとしている兆候があった。今では新型コロナウイルスにより保険料が大幅に引き上げられる恐れがあり、従業員の支払いが増え続けるかもしれない、コスト危機を引き起こしている。パンデミックの影響に関する不確実性は、来年の保険料に波及するだろう。

待機的手術がいつ復活するのか、新型コロナウイルス検査やその他の関連治療にはどの程度の費用がかかるのかといった未解決の問題があるため、保険会社は保険料を高く設定し、労働者と雇用主のコストを押し上げる可能性がある。カリフォルニア州の医療保険市場であるカバード・カリフォルニアは、3月末の分析で、商業保険市場の保険料引き上げ率は40%にも達すると指摘した。カイザー・ファミリー財団によると、平均保険料は2018年から2019年にかけて4%増加したという。

巨大な経済混乱の中で保険料が大幅に引き上げられれば、過去10年間で急増した労働者の保険コストはさらに上昇するだろう。同財団によると、平均的な被保険者は、2019年に自分自身と家族の保険料として6015ドルを拠出したが、これは2009年から71%増加している。全ての医療保険の自己負担分平均は、2009年の533ドルから上昇して2019年には1396ドルとなっている。

雇用主は、労働者が重い病気になるまで医師の診察を受けずにいると、長期的には負担額が増えるのではないかと懸念し、近年は異なる戦略に取り組んできた。しかし、新型コロナウイルスが医療費の大幅な増加をもたらす一方で、雇用主自身が苦戦している状況では、これらの計画は延期される可能性がある。企業の福利厚生プランについて助言するコンサルティング会社、ウィリス・タワーズ・ワトソンのチーフ・アクチュアリー（保険数理人）であるトレビス・パーソン氏は、「率直に言って、保険コストを転嫁しない余裕が雇用主にあるだろうか」と問い掛ける。

■ 再び政治問題となるのか

そうなれば、負担しきれない保険料がマネージドケアの政治問題となる可能性がある。大量の失業者が出ていることから、政策面での緊急性が高まっている。USCブルッキングス・シェフアー・イニシアティブのポール・ギンズバーグ氏は、今回の危機で、国民皆保険制度をめぐる議論が抑えられ、より達成可能な医療保険政策目標に向かうだろうと言う。

この結果は、保険会社にとってはマイナスではないかもしれない。ただ、雇用主ベースの保険会社

に対して厳しく見る流れの中で、保険の将来をめぐる政治的議論は、投資家にとってリスクとなる可能性がある。当面の間、政策の専門家たちは、緊急ニーズを満たすために対象を拡大しようとしている。

投資家にとっては、センチンやヒューマナのようにメディケア（高齢者向け医療保険）やメディケイド（低所得者向け医療保険）の市場にいる保険会社の方が、新型コロナウイルス危機の結果として生じる保険制度改革をうまく乗り切ることができる、より安全な投資対象であり続けるかもしれない。

「医療保険に加入していない人がまだ何千万人もいるという事実に取り組む必要がある。現在のよように圧力が極度に高まった状況に置かれれば、実際に議論をせざる得なくなる」と、リベラルなシンクタンクであるアメリカン・プログレス・センターのコリン・シーバーガー氏は指摘する。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

5. 伝説のバートン・マルキール氏「今は株の買い時」 - Buy Stocks Now, [インタビュー]
Investing Legend Burton Malkiel Says.
『ウォール街のランダム・ウォーカー』の著者推奨銘柄

■ 短期的な株式市場の動きはランダム



Photograph by Peter Foley/Bloomberg

1973年の出版以降12版を重ねている『ウォール街のランダム・ウォーカー』の著者として知られるバートン・マルキール氏は、株式市場は本質的に予測不可能で、体系的に市場に打ち勝とうとする投資家の試みを阻むと述べている。同著は、バンガード・グループ設立者のジャック・ボークル氏をはじめ多くのパッシブ運用支持者に影響を与えた。マルキール氏によると、予測不能性は短期に限られている。実際、今回の相場急落で起きた株式バリュエーションの急低下などは将来の成長の前触れになり得る。

本誌：人は市場の動きをいちいち意味付けしようとする。例えば、トランプ大統領の発言で相場が上昇したとか、失業率が発表されたためだなどと言う。ランダムウォーク理論との兼ね合いはどうか？

マルキール氏：それは、記者がもっともらしい説明を付け加える必要があるからだ。もちろん確実に市場を動かす事象は存在するが、大抵の場合は日々の動きの原因を明確に説明することはできない。

Q：「ランダムウォーク」の意味は？

A：日々の株価の変動は、数学者がランダムウォークと呼ぶ動きに近い。そうは言っても100%ではない。モメンタムに基づく戦略が時には成功する。それでもモメンタムは再び崩れる。一般に、道

を外れずに買い持ちを続ける投資家の方がかなり有利だ。

■ 長期的には投資時のバリュエーションとリターンは関連が強い

Q：ランダムウォークは短期的な現象のように聞こえるが。

A：日々の値動きや1取引ごとの値動きに非ランダム性はほとんどない。しかし、ランダムでない現象の主なものとしては、長期的リターンと当初のバリュエーションとの関連性の高さが挙げられる。

Q：著書でさまざまなバブルの記述に多くの時間を割いているが、今回は新型コロナウイルスのパンデミックによる低下なのか、バブル崩壊の瀬戸際なのか？

A：2020年の株式市場が非常に高いバリュエーションで始まったことは間違いない。ある企業の収益力を見るには、長期的に良い時も悪い時も合わせて見る方が良い。CAPEレシオ（現在の株価を過去10年間の景気循環調整後平均利益で割った株価収益率）は長期的なリターンのばらつきの約40%を説明できる。1月と2月のCAPEレシオは、2000年や1929年ほどではないが、過去最高水準で、何か起きれば高みから落ちる確率は相当高かった。深刻なパンデミックは明らかに過去最悪水準の急落の合理的理由だった。

Q：今や強気か？

A：CAPEレシオは依然として平均をやや上回るもののすっかり妥当な範囲内だ。市場のタイミングを計れるとは思わないが、それに一番近いのがリバランスだと思う。CAPEレシオは将来妥当なリターンが得られることを示唆している。また、金利の劇的な変化も確実に高いリターンを得られる好機だった。第三に、今回は過去に例を見ない莫大（ばくだい）な資金がばらまかれている。「現代貨幣理論（MMT）」に非常に近い。政府は小切手を送付し、国債を発行してその資金を調達し、連邦準備制度理事会（FRB）がそれを買っている。

Q：何か悪い結果が伴うか？

A：現在誰もがインフレはもはや存在しないと確信しきっている。私はさほど確信していない。投資家は刺激策に使われる莫大な資金について少なくとも懸念を持つべきだ。恐らく今後もっと投入される。長期的に株式はインフレのヘッジになると私は常に信じてきた。金融当局が思いのままに金をばらまいて、「今回の量的緩和（QE）は無制限」などと言っているのなら、ひどい結末になる可能性もあると心配すべきだ。

Q：今後12カ月以内にインフレショックが起きる確率はどの程度か？

A：近々起きる公算は非常に小さい。経済の専門家は景気後退やデフレの予測が下手だが、今後6カ月について聞くのなら、石油在庫が有り余っている中での減産はあまり意味がない。危機が終わり通常の生活に戻った時、巨大な製造能力のエンジンがかかって生産が始まる。あまりに多くの資金が出回っていると、たとえ生産がうまくいっていてもインフレが起きる可能性はある。ミルトン・フリードマンは、インフレは常にどこでも金融的な現象だと言った。世界中で過去に例のない金融政策が実施されている。

Q：以前に、スマートベータと資産配分を専門とする運用会社リサーチ・アフィリエイトの顧問団の1人だったが、スマートベータについてどう思うか？

A：まだ分からない。バリュー株はグロース株を長い年月の間にはアウトパフォームするという、いわゆるバリュー効果は学術的に大いにもてはやされたことがあった。バリュー株や小型株のパフォーマンスが高いことを示す実証的研究もある。しかし、こういうものには懐疑的になるべきだ。過去数年間のバリュー株のパフォーマンスは悪く、小型株効果は全くなかった。

■ 自分の孫のためにEMQQを購入

Q：現在は上場投資信託（ETF）のエマージング・マーケット・インターネット・アンド・イーコマースETF<EMQQ>のアドバイザーを務めているが。

A：私の主張は非常に簡明だ。経済成長は人口増加と生産性向上から成る。日本や西欧では人口は増加していない。生産性の向上は世界中で失速しているようだ。新興国は若い人が多く、経済成長が高い地域になる見込みだ。CAPEレシオは非常に低く、大半の新興国市場の株価指数では1桁だ。今回のような危機は新興国市場により厳しい影響を及ぼすため、来年どうなるかは私も分からない。しかし、危機を乗り越えた後は、新興国市場の方がもうかるだろう。EMQQの投資先は国営企業ではなく民間企業で、世界中の買い物の仕方の根本的变化に乗じる企業に集中的に投資している。長期的に見れば非常に理にかなっている。私は自分の孫たちのためにこのETFを買った。

Q：株式市場と景気に関連性はあるか？

A：長期的に見れば、景気が良くなったから株式市場も上昇した。幅広いポートフォリオに投資する場合、国内総生産（GDP）を生み出す企業に投資している。しかし、短期的にはそう言えない。今年は経済が崖から転げ落ちる寸前と言えそうなのだから。

Q：市場の観察者として、何を注視しているか？

A：誰もが気を付けなければいけないポイントは、まず変曲点を過ぎたかどうか、つまり新型コロナウイルスの感染者数の峠を越えたかどうかだ。経済の再開の鍵の一つは広範な検査だ。明日にでも誰でも検査が可能で、抗体のある人が分かると発表されれば素晴らしい。

■ 下落時に指数ファンドと高配当銘柄を購入

Q：個人の口座ではどう行動したか？

A：2019年に株式市場が大幅に上昇するにつれキャッシュを増やしていた。20%と30%下落した時に買いを入れた。既に20%以上上昇したので、その後は何もしていない。インデックス・ファンドを買ったが、私はS&P500指数のETFよりバンガード・トータル・ストック・マーケット・インデックス<VTSMXまたはVTI>を愛好する。バンガード・トータル・ボンド・マーケット・インデックス<VBMFXまたはBND>は利回りがほぼゼロの国債が3分の2を占めるため心配している。驚くかもしれないが個別銘柄も買う。配当が厚く、できる限り安全な普通株式でポートフォリオを組めば債券の代わりになると考えている。通信大手のAT&T<T>はその一つで利回り6.9%だ。その他、通信大手のベライゾン・コミュニケーションズ<VZN>、電力大手のデューク・エナジー<DUK>。さらにIBM<IBM>は一時利回りが7.5%だった。新経営陣がクラウドにてこ入れする可能性がある上、バランスシートは盤石だ。同社は配当を支払うだろう。

By Leslie P. Norton
(Source: Dow Jones)

6. 大きな政府存続の可能性。それが問題だ。 - Big Government Could Be Here to Stay. Why That's a Problem. [コラム]

民間セクターへの関与拡大がニューノーマルになるかもしれない

■ 大きな政府



Photograph by OLIVIER DOULIERY/AFP via Getty Images

政治はときとして奇妙な同盟関係を生み出し、最近では皮肉な結果も創造している。民主党は最近、医療保険制度への関与を通じて大きな政府を実現する可能性のあった2人の大統領候補を排除した。一方、保守的なはずの共和党政権が、両党の支持を得て民間セクターに対するかつてない規模の介入を実施した。

危機がその元凶だ。現状、米国および世界の経済情勢は新型コロナウイルス封じ込めのために前代未聞の下降スパイラルの中にあり、連邦政府は支出を増やして財政赤字を大幅に拡大させている。米連邦準備制度理事会（FRB）による国債買入れにも支えられて、財政赤字は3兆ドルを超えてさらに増加傾向にある。

政府は、金融危機の際にも見られなかった規模で民間セクターに介入している。さらに、FRBの紙幣発行によって歳出が賄われる限り、将来において介入規模が拡大する公算が大きい。

政府は、金融危機の際にも見られなかった規模で民間セクターに介入している。さらに、FRBの紙幣発行によって歳出が賄われる限り、将来において介入規模が拡大する公算が大きい。

現在の政策は、国民に現金をばらまくという意味で、以前は危険なほど過激と見なされてきた。コロナウイルス支援・救済・経済安全保障（CARES）法による2兆3000億ドルの経済支援策も、大まかに言ってかつては過激と考えられた国民の最低限度の生活を保障するユニバーサル・ベーシック・インカムと同じだ。

米国経済に対するこれまでで最も直接的な介入は恐らく、特に社債の買入れといった、民間セクターに対するFRBによる資金提供の大幅な拡大だろう。中央銀行にとって、格付けが最高水準の国債以外を保有することは原理原則に背くことだ。中央銀行は紙幣の発行体として、バランスシートに国債だけを保有すると想定されていた。中央銀行が債権者としてでさえ、民間セクターに関与することを禁止する暗黙の規則があった。

しかし、金融危機によって一線を越えてしまい、米国政府は、大き過ぎてつぶせない米国の大手銀行およびその他企業を救済した。

今回、航空業界で旅客数が90%減少したことを受けて、財務省は250億ドルの救済資金を提供する。住宅ローン破綻の元凶となった金融機関向けの不良資産救済プログラム（TARP）との違いは、航空会社は現在の苦境に責任がないことだ。とはいえ、航空業界は景気に敏感にもかかわらず、確実に訪れる悪い状態のために余剰資金を蓄えるのではなく自社株買いに使ってしまい、下降局面への備えを怠ったとは言える。

現在の危機が訪れてから、自社株買いに対する反感が高まったことは、あまり驚くには当たらない。昨年、S&P500指数採用企業は8060億ドルを自社株買いに費やし、同指数の33%のトータルリターンの重要な要因となった。資金の大半はほぼ間違いなく、2017年の法人税減税によるものだ。

税制上の恩恵を受けられる債務の低利での借り入れによって企業が自社株買いを実施できることは、民間セクターを優遇する政策の別の事例だ。しかし、FRBによる社債、特に投資不適格の社債の買い入れは、資本市場において最大の非難の声を引き起こした。FRBは特定企業の社債買い入れによって、実質的にその特定の企業に対して資本を提供することになる。賢明な投資という意見もあれば、えこひいきという見方もある。

■ 市場機能を歪ませるか

一方で、投資不適格債の上場投資信託（ETF）の買い入れは、クレジットに対する受動的な投資を意味する。ETFの中では、最大の債務者の構成比が最高となる。同時に、格付けが最低の一部の社債も組み入れられており、FRBは最終的には公的資金で危ない債務者を支えていることになる。

クイル・インテリジェンスの最高経営責任者（CEO）兼チーフ・ストラテジストであるダニエル・ディマルティノ・ブース氏は、債券市場における資産配分という機能を、FRBの施策がむしろ損なっていると主張する。一方で、ルーミス・セイレスのダン・ファス氏は、市場が機能し続けるためには、FRBの債券市場への介入が必要だったと語る。

バンク・オブ・アメリカによると、FRBが社債買い入れを始めてから投資適格債のファンドおよびETFに65億ドルの資金が流入し、先週はハイイールド債ファンドに78億ドルが流入した。一般投資家がFRBに続いたため、ファス氏が求める割安な投資対象は消滅したが、それでも同氏は、FRBが社債市場に秩序を取り戻したと主張する。

一方で、民間社債市場における介入による、危険な先行きを懸念する声もある。次の必然的な一歩はFRBによる株式の買い入れで、それは、政府が民間企業の所有者になることを意味する。これは海外に豊富な先例がある。日本銀行による株式ETFの買い入れは、経済停滞とデフレに対処する金融政策の、理にかなった延長線上にあるとみられる。しかし、日本の株価を押し上げることで、ゾンビ企業を存続させ、競争力のある企業への資本配分を阻止してきたという批判もある。

米国政府による民間セクターへの関与は、危機への対処で歳出が増加する一方で税収が減少して財政赤字が拡大している、州や地方政府への支援要請を喚起した。ニューヨーク州のクオモ知事は、連邦政府が航空会社を救済できるならば、新型コロナウイルス感染の「震源地」であるニューヨーク州も支援すべきと語った。財政圧力は、その他の公的機関にも及んでいる。ニューヨーク州都市交通局は乗客数の急減を理由に、連邦政府に対して39億ドルの支援を求めている。

州や地方政府による年金の積立不足額はそんなものではない。保険数理会社のミリマンによると、公的機関の規模上位100位までの年金基金において、第1四半期末の充足率は66%で2019年末の74.9%から低下した。3月末の積立不足額は5兆3550億ドルに達している。

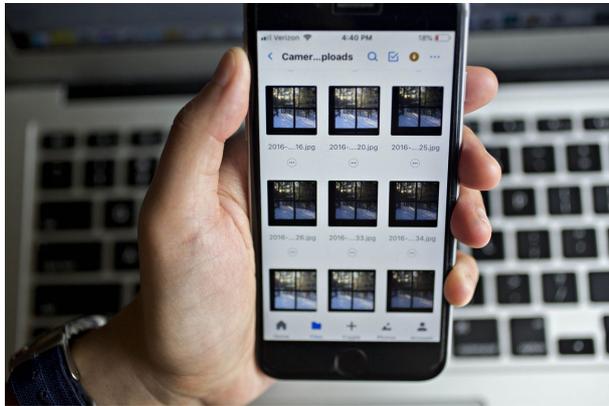
FRBと連邦政府の支援は、どこまで広がるのだろうか。なぜ、航空会社の従業員や小規模企業のオーナーは、退職した教師、警察官または消防士よりも優先的に救済される価値があるのだろうか。また、FRBから実質的に無制限に資金を借りられる連邦政府が支出を抑制する理由はあるのだろうか。FRBが連邦政府に資金を提供するだけでなく、民間セクターにも信用を供与しているという状況は、危機が過ぎ去った後に正常に戻るのだろうか。米国の経済的問題の広さに鑑み、現状がニューノーマルになるかもしれない。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. ズームより割安感のある在宅関連7銘柄 - There's Life Beyond Zoom-7 Overlooked Stay-at-Home Stocks ズームだけが有望ではない

[ハイテク]

■ CDNに最も注目



Photograph by Andrew Harrer/Bloomberg, caption:
Cloud storage companies like Dropbox have become
かに低いバリュエーションの在宅関連企業への投資が可能である。

ズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>は在宅関連市場の代表になった。わが家も例外ではない。妻はズームを使って授業を教え、毎週友人たちとのハッピーアワーを主催している。娘はズームで大学の講義を受ける。残念なことに私は数週間前にズームで追悼集会に参加しなかった。

ズームは今や動詞になった。同時に途方もなく高価な株にもなった。直近の株価は150.06ドル、時価総額は420億ドルで、今年の予想売上高の45倍にもなる。このバリュエーションは投機的ポートフォリオにしか正当化できない。幸いにもはる

特に有望と見るのはコンテンツデリバリーネットワーク（CDN）である。コンテンツ企業やeコマース事業者にセキュリティーサービスを提供しながらインターネット上の負荷をバランスさせる企業群である。CDNは一般には知られていないが、インターネットの円滑な運営には不可欠である。

最大の上場企業はアカマイ<AKAM>である。今年株価は22%上昇した。先週は過去最高値を付けたが、ズームに比べバリュエーションは控えめである。今年の株価/予想売上高倍率は6倍を下回っており、見通しも明るい。同社の最高経営責任者（CEO）トム・レイトン氏は、バーチャルな顧客イベントにおいて3月の通信量は前月比30%増加し、ピークでは倍増して過去最大になったと語る。先週RBCキャピタルのマーク・マハニー氏はアカマイの業績見通しを上方修正した。インターネット通信量とリモートアクセス導入をより強気にみたが、アカマイはダイレクトに恩恵を受取るだろうとしている。

クラウドフレア<NET>は最も新しくCDNセクターに加わった。昨年9月に公開価格15ドルで上場、以後40%上昇し同様に先週最高値を付けた。本誌とのインタビューでマシュー・プリンスCEOは、同社は新規顧客のオンボーディングプロセスを容易にする方法を講じてきたと語る。同社や他のインフラ提供会社は、在宅勤務への移行を円滑に進め顧客のオンライン業務に支障が出ないよう手助けした。「今回の危機でのヒーローは医療従事者や科学者だが、クラウドは忠実な仲間のようなものだ。もし10年前に同じことが起きていたら、もっと悲惨なことになっていただろう」とプリンス氏は語る。

文書ストレージ企業は在宅勤務関連としては注目されていなかった。ボックス<BOX>やドロップボックス<DBX>の2020年予想株価/売上高倍率は3倍程度となってきた。しかし在宅勤務関連として文書ストレージサービスの価値は注目できる。

■ ズームの影に隠れた関連企業

ところでズームのあまりの成功によって、新たな関連企業が隠れていた。リングセントラル<RNG

>はインターネット・ベースの電話会社だが、同社がライセンス販売していたズーム製品に代わる独自のビデオ会議サービスを最近発表した。

リングセントラルの競争相手であるボネージ・ホールディングス<VG>やエイトバイ・エイト(8x8)<EGHT>も自社のビデオサービスを強力に推進している。インターネット通信の台頭については2004年5月に本誌のカバーストーリーで記事にしたのだが、ともに中心企業であった。両社ともズームのような成長はないが、バリュエーションもズームほどではない。ボネージの総売上高は今年ズームを上回ると予想されているが、時価総額はズームの20分の1である。

ボネージは3月のピーク時、ビデオ通信量は前月比435%急伸したと指摘。8x8のCEOビック・バーマ氏は本誌に対し、「月次のアクティブユーザーは新型コロナウイルス危機前の約15万件から現在は1300万件に急増した。在宅勤務の導入は畏る（おそる）べき称賛と同時に悲劇的でもあった」と同社のプラットフォームを使ったインタビューで語った。

■ 会社の定義が変わる

バーマ氏は今回の危機が企業のコミュニケーション手段の地殻変動を起こすトリガーになると考え、「企業の取締役会レベルの議題になった」と言う。数年前は企業を狙った高度なネットワーク不正侵入が相次ぎ、セキュリティが最も注目された。同じ考え方で、今は実物オフィスの重要性が消え、会社はコミュニケーションの基幹部分として定義される時代に向かっているという。「通信プラットフォームを持っていれば業務を行うことができる。ビルを持つのは素晴らしいが、必要ではない」と付け加える。

動画配信大手のネットフリックス<NFLX>は火曜日の取引終了後に第1四半期決算を発表する。これほど決算が注目されることはこれまでなかった。S&P500指数が年初来12%下落したのに対し、同社の株価は30%上昇している。先週株価が過去最高値を付けたのは、投資家が新型コロナウイルスに関連して会員数が大幅に増えると予想したためである。1月に同社は3月までの四半期に世界で700万人の会員を獲得すると見込んだが、コンセンサスは10%上回ると予想。さらに1000万人に届くという見方もある。

最近の四半期決算では会員の増加分はほとんどが海外だった。投資家は国際的な需要増とともに、おそらくアメリカ国内での成長の再加速を求めるだろう。他の主な関心事は、ネットフリックスがいつコンテンツの制作を再開するのか、新たな競争による影響を目の当たりにしているのか、そしてもちろん「タイガーキング」をどのくらい多くの人が見たか、である。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

8. 株式市場、表面的には大きく続伸 - The Market Had a Breakout Week — Unless You Were a Small-Cap Stock 大型株上昇の一方で小型株が下落した意味を考える

[米国株式市場]

■ 大型株は上昇、小型株下落



Photograph by Spencer Platt/Getty Images

小型株は諦めるしかないのだろうか。

米国では、不利なオッズをひっくり返して勝利を手にすることがある腰の据わった弱者の物語が愛されることがある。ただし、お気に入りの物も愛されており、最近の銘柄選択では規模だけが重要だ。つまり、大型株であるほど良いことになっている。

先週の株式市場の状況を見るとよくわか

る。S&P500指数は3.0%上昇して2874.56となり、ダウ工業株30種平均は2.2%高の2万4242ドル49

セントで引けた。ナスダック総合指数は6.1%と大きく上昇して8650.14となった。これだけ見ると、新型コロナウイルスによる景気後退にもかかわらず順調なことが示唆されたようだ。しかし、小型株のラッセル2000指数は1.4%安の1229.10となり、万事OKというわけではない。S&P500指数とラッセル2000指数の週間パフォーマンスの違いがこれほど大きくなるのは3月13日以降で3回目だが、こうした事態が前回起きたのは2002年までさかのぼる必要がある。

先週の経済ニュースを勘案すれば、小型株の方が正しい反応だと考えるべきだろう。小売売上高は過去最大の落ち込みを記録し、ニューヨーク製造業景況感指数は過去最低水準まで低下した。鉱工業生産の減少は1946年以降で最も大きくなった。JPモルガン・チェース<JPM>やバンク・オブ・アメリカ<BAC>などの銀行は、正常な債権の不良債権化に備えて大量の貸倒引当金の積み増しを発表した。

先週の本当に良いニュースは、経済活動を再開するための暫定的な措置や、ギリアド・サイエンシズ<GILD>の抗ウイルス薬であるレムデシビルが新型コロナウイルスに対するシカゴ大学での小規模な試験投与で機能したようだとの報道など、ヘルスケア関連のものだった。

■ 小型株の下落が意味するもの

それでも、S&P500指数とラッセル2000指数の反応は劇的に異なり、まるで違う二つの世界のもののようだったが、ある意味ではその通りだ。

RBCキャピタル・マーケッツのストラテジストであるロリ・カルバシナ氏は、ラッセル2000指数に採用されている企業の規模が小さいため、S&P500指数採用企業よりもはるかに経済成長率の動向に敏感であると説明する。小型株は概して、サプライ管理協会（ISM）の製造業景況感指数が低下する前に大型株に対してアンダーパフォームとなると同氏は指摘し、「既に先週、経済的な損失がいかに深刻かという厳しい現実と直面した」と述べる。小型株のアンダーパフォームは景気悪化を示唆するというわけだ。

これは先週だけの傾向ではないほか、S&P500指数の中でも同様の傾向がみられる。同指数が2月19日に天井を付けてから、その日の時価総額による上位100銘柄の下落率は平均16%だったが、

次の五分位（101～200）の銘柄の平均よりも6ポイント下落率が小さかった。最も下位の100銘柄の平均下落率は35%で、最大の100銘柄のほぼ2倍の下落率だった。世界は本当に持てる者と持たざる者に分かれており、経済が悪化してもその傾向は続くのかもしれない。

グッドヘブン・キャピタル・マネジメントのラリー・ピトコフスキー氏は「困難な環境で強者がより強くなることに何らかのルールがある理由ははっきりとしない。今後の状況次第だろう」と述べる。

■ 一層の政策対応が必要とされるか

S&P500指数内の銘柄ごとのパフォーマンスを掘り下げて大型株が強く、小型株が弱くなる状況を確認する必要はなく、個別銘柄の動きを見ればよいだろう。電子商取引大手のアマゾン・ドット・コム<AMZN>とストリーミング配信大手のネットフリックス<NFLX>はそれぞれ異なる理由で今回の危機から恩恵を受けているが、両銘柄とも投資家がいつもと同様の大型ハイテク株に集中した流れを受けて、過去最高値を付けた。また、大手消費財メーカーのプロクター・アンド・ギャンブル（P&G）<PG>、ヘルスケア大手のジョンソン・エンド・ジョンソン（J&J）<JNJ>、および会員制大型量販店のコストコ・ホールセール<COST>は全て増配を発表して、先週の株価はそれぞれ5%以上の上昇となった。その一方、油田サービス会社のヘルマリック・アンド・ペイン<HP>やアパレル小売りのエル・ブランズ<LB>などのS&P500指数の中の小型株は配当の停止を発表した。

こうなるとは予想されていなかった。企業が閉鎖と再開の間の橋渡しをできるように米連邦準備制度理事会（FRB）と米国政府が何兆ドルもの資金を経済に注入しても、パフォーマンスの格差が生じている。雇用の確保はこの政策の目標の一部だが、中小企業が嵐を乗り切る手助けも目指していた。市場が何らかの兆候を示すのであれば、計画は失敗したことになる。

いや、そうではないかもしれない。観察眼の鋭い投資家なら、これらの傾向は現在の危機が始まる前にほぼ顔をのぞかせていたと分かるだろう。アマゾンの台頭で他の小売業者は数年前に落ち込んでいたし、新型コロナウイルスが原油需要を急減させるずっと前に、エネルギーセクターは圧力を受けていた。大型ハイテク株は、新型コロナウイルスという単語が人口に膾炙（かいしゃ）するずっと前から主要投資対象だった。こうした現象は、低成長の世界、そして独自の成長が可能な大企業の株式がアウトパフォームする世界を反映している。中小企業が最終的にアウトパフォームするためには、危機が収束するまでのギャップを埋めるためだけでなく、経済を再び前進させるための刺激が必要となる。

ジェフリーズのアナリストであるスティーブン・デサンクティス氏は「政府のプログラムはセーフティーネットであり、中小企業はセーフティーネットを必要としている。そして経済活性化のためにも政府を必要としている」と語る。

そうした状況になった時に、ようやく弱者にも戦うチャンスが巡ってくるのかもしれない。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

9.

自動車業界、パンデミックでどう変わる？ - The Car Business Is in a Serious Ditch. Bailouts, Anyone?

自動車メーカーからレンタカーまで、ビジネスへの影響と危機後の展望

[自動車]

■ 自動車関連業界への大打撃



AFP via Getty Images

外出の自粛が自動車業界にとって意味することを考えるのはなかなか憂鬱（ゆううつ）だ。米商務省の先週の発表によると、3月の自動車販売台数は27%減少した。3月中旬以降に各種事業停止が広まったことを踏まえると、ほとんどの自動車ディーラーが閉まっている4月の減少幅はさらに拡大する可能性が高い。

これがゼネラル・モーターズ<GM>、フォード・モーター<F>、フィアット・クライスラー・オートモービルズ<FCAU>などの自動車メーカーに

とって悪い知らせなのは明白で、いつものように痛み連鎖が生じるだろう。自動車販売の落ち込みは、ボルグワーナー<BWA>やアプティブ<APTIV>などの部品メーカーも傷つける。リース期間が終了した車は増え続けており、中古車の在庫が今後膨らむことから、中古車価格は既に落ち始めている。オートネーション<AN>やカーマックス<KMX>などの大手ディーラーは、価値を失いつつある在庫を抱える羽目になるが、オンライン販売の知見や資本へのアクセスがある分、個人経営のディーラーよりは恵まれた状況にある。

ハーツ・グローバル・ホールディングス<HTZ>やエイビス・バジェット・グループ<CAR>などのレンタカー企業は、需要の軟化により車両の売却を迫られる可能性がある。オートゾーン<AZO>やオライリー・オートモーティブ<ORLY>などの部品チェーンは、金銭的余裕を失った消費者が古い車をより長く修理する環境の恩恵を受けるが、走行距離数がほとんど伸びない中で店舗の閉鎖に直面している。さらに大きな問題は、米国の自動車・部品製造業界は100万人近く、自動車・部品販売業界が200万人の労働者を雇用していることだ。こうした労働者は自動車やスマートフォンやスニーカーを購入し、より幸運な時期には外食や旅行を楽しむ人々である。レイオフと一時帰休の動きは既に始まっている。

ノースカロライナ州シャーロット郊外の修理工場ボールズ・オートモーティブのマーク・ボールズ氏は、「キャンセルの連絡をしてくる人は少数いる。その理由が職を失ったことだと聞くと心が痛む。このような電話がもっと頻繁に来るようになったら、本格的に心配し始めるだろう」と語る。

■ 自動車メーカーに想定される政府支援

フォードは先週、第1四半期は大幅な赤字になると警告したが、同時に自動車事業を再開せずとも第3四半期末まで持続できるだけの現金があると明らかにした。筆者はフォードのジム・ハケット最高経営責任者（CEO）に連絡を取り、2008年の世界金融危機から学んだ教訓を聞いた。「フォードはバイルアウト資金を受け取らなかったことで、顧客から多くの称賛を得た。これにより、当社は次の不況に十分に備える決意を固めた。実際その準備はできている」と同氏は述べる。

調査会社CFRAで自動車関連業界を担当するギャレット・ネルソン氏は、今回の不況は2008年の金融危機よりも深刻なものになると考え、裁量的支出の回復により長い時間がかかることを恐れている。同氏は救済の可能性を否定しない。「恐らく、政府が航空会社に対して行っているように、何

らかの形で納税者の資金を使うことになるだろう。企業を存続させるために税金を用いて株式を取得するようなことだ」と同氏は述べる。ネルソン氏はフォードの評価をホールド、GMを売り推奨としている。フォードが既に配当支払いを中断している一方、同氏はGMに減配が迫っていると予想する。フィアット・クライスラーについては、バランスシートがはるかに良い状態にあること、新しいピックアップトラックRam 1500が工場閉鎖前に好調であったことから買い推奨としている。

モルガン・スタンレーでアナリストを務めるアダム・ジョナス氏は、自動車メーカーに対する政府の支援を予想しているが、ベイルアウトは見込んでいない。「メーカーが2008年や2009年のように破綻することはないと考えている。しかし、業界には支援が必要であり、今回は消費刺激という形で、ボトムアップで行われるだろう」と同氏は述べる。米国政府による最初の自動車買い替えプログラムでは、政府が実質的に中古車を新車と交換するための資金支援を行い、30億ドルのパッケージを通して140億ドル相当の購入を促進した。今回、同氏は100億ドルのパッケージが500億ドル相当の購入を後押しすると予想している。

■ パンデミック後を見越した期待

ジョナス氏は最近、電気自動車大手テスラ<TSLA>の評価をアンダーウエートからイコールウエートに引き上げた。「テスラは電気自動車業界を相対的にリードしており、景気後退を受けて他社が必須でないと思えず経費を削減する中、その立場が強化される可能性があると考えている」と同氏は述べる。

投資会社ウェドブッシュで自動車ディーラーや部品チェーンをカバーするセス・バシヤム氏は、選好する銘柄としてオートゾーンを挙げる。同社の強固なバランスシートと、DIY顧客に重点を置いていることがその理由だ。同氏は、部品チェーン全体としては、今年の終わりから来年にかけて好調な販売が見込まれると付け加える。カーマックスについても、「この危機を通して多くの競合他社が弱体化するか廃業に至る可能性がある中で、同社はより強力な企業として浮上するだろう」と評価を高めている。

フォードのハケットCEOは、ウーバー・テクノロジー<UBER>やリフト<LYFT>のような配車サービスは自動車保有に対する長期的な脅威であると指摘されるものの、フォードのビジネスが奪われてはいないと述べる。同氏は、ドライバーがパンデミック（世界的な大流行）を受けて自動車を含む空間の共有に対してより慎重に考えるようになる可能性があり、フォードは接触時にウイルスを殺すことができるナノサーフェスの自動車の内装への導入に取り組んでいると付け加える。

モルガン・スタンレーのジョナス氏は、パンデミック後に想定される変化として、通勤の減少、レンタカーの減少、より新しい自動車への移行、ディーラーの減少、デジタルやタッチレスのディーラーサービスの増加を挙げる。「自動車ディーラービジネスには透明性の欠如、異なる価格設定など非常に多くの難点がある。業界は変わらなければならない。今回の状況を受けて、顧客体験の改善が加速されることを期待している」と同氏は述べる。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - Big Steel Has Many Woes, And Only One Is Covid-19 鉄鋼業界は、新型コロナウイルス以外にも多くの懸念を抱えている

[経済関連スケジュール]

■ 需要落ち込みの一方、生産能力は拡大



Illustration by Elias Stein

クレディ・スイスは先週、鉄鋼業界は“最悪の状況”にあると警告したが、これは決して誇張ではない。新型コロナウイルス感染拡大の影響により車の需要は落ち込み（車には多くの鉄鋼が使われている）、原油価格は67%下落し（石油生産には多くの鉄鋼が使われる）、一方で生産能力は拡大予定である。クレディ・スイスのアナリストのカート・ウッドウォース氏は鉄鋼メーカーのニューコア<NUE>を「ホールド」相当に引き下げ、目標株価を9ドル引き下げて1株当たり45ドルとした。

ウォール街は軒並み鉄鋼業界に対して弱気で、鉄鋼関連銘柄を「買い」とするアナリストはわずか40%だ（一方でダウ工業株30種平均構成銘柄の格付けは、55%が「買い」となっている）。鉄鋼をカバーするアナリストは、セクターから勝ち銘柄と負け銘柄を選ぶことになっているが、現在勝ち銘柄を選べる状況にないということだ。

ウッドウォース氏は、米国産車で使用する鉄鋼量は、第2四半期に70~90%減少すると考えている。指標となる鉄鋼価格は年初来11%下落して1トン当たり520ドルであり、米中貿易戦争での関税引き上げにより、価格が900ドルを超えた2018年には遠く及ばない。鉄鋼銘柄の株価は、年初来平均で40%以上下落している。

ニューコアおよび同業のスチール・ダイナミクス<STLD>、コマーシャル・メタルズ<CMC>、シュニッアースチール・インダストリーズ<SCHN>は約35%値を下げている。USスチール<X>やアルセロール・ミタル<MT>、鉱山・資源会社のクリーブランド・クリフス<CLF>といった溶鉱炉を基盤とする銘柄は50%近く下落している。

さらなる懸念材料がある。米国の鉄鋼メーカーの時価総額合計は約300億ドルで、生産能力1トン当たり約200ドルということになる。一方、新たな鉄鋼所の建設には、生産能力1トン当たり1000ドルから2000ドルかかる。ウッドウォース氏は、2021年に生産能力が800万トン拡大するとみている。2019年の全米の生産量が9500万トンだったことを考えれば、これは大きな数字だ。この生産能力拡大により、たとえ景気が回復したとしても利益を出すことは難しくなるはずだ。

■ 今週の予定

4月20日（月）

- ・ 半導体開発用ソフトウエアのケイデンス・デザイン・システムズ<CDNS>、信用調査会社大手エクイファクス<EFX>、油田開発サービス会社ハリバートン<HAL>、IT大手IBM<IBM>、銀行持ち株会社トゥルイスト・ファイナンシャル<TFC>、銀行持ち株会社ザイオンズ・バンコープ<ZION>が四半期決算発表。

- ・ シカゴ連銀が3月の全米活動指数を発表。エコノミスト予想はマイナス0.56と、2月の0.16から

低下。

4月21日（火）

・ 動画配信大手ネットフリックス<NFLX>が第1四半期業績発表。同社はS&P500指数構成銘柄の中で、今年最も好調なパフォーマンスをあげている銘柄の一つであり、ここ数週間の「ソーシャル・ディスタンス（社会的距離）」要請の恩恵を大きく受けている。

・ ファストフード・チェーンのチポトレ・メキシカン・グリル<CMG>、損害保険会社のチャブ<CB>、飲料大手コカ・コーラ<KO>、電機メーカーのエマーソン・エレクトリック<EMR>、病院運営持ち株会社HCAヘルスケア<HCA>、軍事用航空機・宇宙関連機器大手のロッキード・マーチン<LMT>、タバコ製造・販売のフィリップ・モリス・インターナショナル<PM>、不動産投資会社プロロジス<PLD>、半導体大手テキサス・インスツルメンツ<TXN>が決算発表。

・ 証券ブローカー大手チャールズ・シュワブ<SCHW>がウェブキャストで説明会を開催。ウォルト・ベッティンガー最高経営責任者（CEO）が戦略的目標について語る。

・ 全米不動産協会（NAR）が3月の中古住宅販売戸数を発表。コンセンサス予想は547万戸と、2月の577万戸から5.2%減少。

4月22日（水）

・ 通信大手AT&T<T>、油田サービス大手ベーカー・ヒューズ<BHGE>、バイオ医薬品のバイオジェン<BIIB>、大手鉄道貨物輸送会社のCSX<CSX>、航空会社大手デルタ航空<DAL>、日用品メーカーのキンバリークラーク<KMB>、再生可能エネルギー大手のネクステラ・エナジー<NEE>、不動産投資信託（REIT）のSLグリーン・リアルティ<SLG>、科学関連サービス企業サーモ・フィッシャー・サイエンティフィック<TMO>が四半期決算発表。

・ 2月の住宅価格指数発表。予想は0.4%上昇で、1月とほぼ同水準。

4月23日（木）

・ 金融サービス持ち株会社キャピタル・ワン・ファイナンシャル<COF>、ネットワーク機器関連のシトリックス・システムズ<CTXS>、製薬大手イーライ・リリー<LLY>、半導体大手インテル<INTC>、上場投資信託（ETF）運用大手インベスコ<IVZ>、小口トラック輸送のオールド・ドミニオン・フレート・ライン<ODFL>、航空会社サウスウエスト・エアラインズ<LUV>、鉄道貨物大手ユニオン・パシフィック<UNP>が決算発表。

・ 3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66万戸と、2月の76万5000件から13.7%の減少。

・ 調査会社IHSマークイットが4月の購買担当者景気指数（PMI）を発表。製造業PMIのエコノミスト予想は36と、3月の48.5から低下。サービス業PMIの予想は40で、3月とほぼ同水準。

・ 4月18日までの週の新規失業保険申請件数発表。ここ一カ月での申請件数は2200万件で、2019年の合計申請件数のほぼ2倍となっている。

4月24日（金）

・ 金融総合サービス大手アメリカン・エクスプレス<AXP>、仏製薬会社サノフィ<SNY>、通信大手ベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>がコンファレンス・コールで四半期決算発表。

・ 3月の耐久財受注発表。コンセンサス予想はマイナス11%と、2014年8月のマイナス18.4%以来の下落率。輸送用機器を除く新規受注はマイナス6%（2月はマイナス0.6%）。

By Al Root
(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』 2020/04/19

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