

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/04/26

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 次は何が株価を急落させるか、注目すべきこと - In This Stock Market, Anything Could Cause the Next Panic [カバーストーリー] P.2
誰が勝つか分からない時間との競争
2. 外食産業への投資は時期尚早 - Time to Chow Down on Restaurant Stocks? The Risks May Be Too Great. [フィーチャー] P.3
2021年の業績回復は極めて楽観的な予想
3. 打ちのめされた原油市場で、注目される4銘柄 - Four Stocks Worth a Look In a Battered Oil Market [エネルギー] P.6
増産に加え、新型コロナの需要減で相場急落
4. ビッグ・マネー調査：株価は来年15%上昇する可能性あり - Stocks Could Gain 15% in the Next Year, Experts Say [ファンドマネジャー調査] P.8
ほとんどの資産運用マネジャーが2021年の米国株に強気
5. キャッシュバーン状態のクルーズ会社は生き残れるか？ - Cruise Lines Are Burning Through Cash. Can They Survive? [フィーチャー] P.11
存続は顧客を取り戻せるかどうかにかかっている
6. 拙速な経済活動再開ならウイルス感染第2波の早期到来も - Open the Economy Slowly, or Second Coronavirus Wave Will Come Too Soon [米国経済] P.14
新型コロナ禍の長期化は必至、デフレリスクと投資戦略に注意が必要
7. 売上高急増のフードデリバリー銘柄、投資家は慎重姿勢 - Food Delivery Is Soaring. Investors Remain Wary. [ハイテク] P.16
過当競争の中、未上場のドアダッシュがシェアを拡大
8. 財政金融政策の拡大は将来のインフレリスクを高める - Today's Stimulus Spending Will Lead to Tomorrow's Inflation [米国経済] P.17
グローバリゼーションの後退もインフレ率の上昇要因に
9. 原油市場で起こっている奇妙なことを理解しよう - The Oil Market Has Gotten Weird. How Investors Can Make Sense of It. [世界経済] P.19
原油先物が史上初めてマイナス価格となった意味
10. 今週の予定 - Without Sports, Investors Bet on Diamond Eagles' Merger With DraftKings [経済関連スケジュール] P.21
注目集めるオンラインギャンブル、ドラフトキングズが上場

※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. 次は何が株価を急落させるか、注目すべきこと - In This Stock Market, [カバーストーリー] Anything Could Cause the Next Panic 誰が勝つか分からない時間との競争

■ 市場の奇妙な反応



Alamy

新型コロナウイルス危機が始まった時、すぐに未曾有の危機であることが明らかになった。米国民を家に閉じ込めビジネスを閉鎖に追い込み、S&P500指数は史上最高値から記録的な速さで弱気相場に転じた。政策担当者や政府首脳たちは、状況がいかに切迫しているかを悟ったようで、何兆ドルもの金融・財政面からの対策をとった。初めのうちはそれでよかった。しかし、全てがうまくいっている訳ではない。投入された対策資金で時間は稼げる。ただそれだけのものだ。日々の生活が遠ざかれば遠ざかるほど、金融市場では不安が大きくなる。

先週原油の先物価格がマイナスに転じた時、不安の兆候が現れた。価格がマイナスになったのは1限月だけであることや、先物契約の期日到来と受け渡される原油の貯蔵能力の不足というテクニカルな要因によって引き起こされたことなど、今は語りただけ語ることができる。しかし、この事態がどれだけ奇妙か考えてほしい。もし原油を持っていたら、それを誰かに引き取ってもらうためにお金を払わなければならなかったのだ。

株式市場はもっとおかしい反応を示した。株価は2日間にわたって急落した。初日は原油エクスポージャーが大きい銘柄、続いてその他全て。そこから今度は反転し始めた。週末までにエネルギーセクターは週間では上昇に転じ、先物騒動はほとんど後講釈になった。これは警告である。アリー・インベストのチーフ投資ストラテジスト、リンゼイ・ベル氏は、「原油のように相場が粗い動きを見せる時は注意している」と言う。

われわれも注意が必要だ。石油業界は新型コロナウイルス危機の前から幾つか大きい問題を抱えていた。しかし、やり玉に挙げられるのは石油に限らない。ウイルス危機が長引くことで世界中の国で供給・生産能力の一部しか稼働しない状態が続くとなれば、もっと多くの問題が不意に顕在化するだろう。エバーコアISIのストラテジストであるデニス・デブシャー氏は、「景気後退が加速し今週の原油市場のように個別市場に異常な圧力がかけられれば、下振れリスクが増加する」と言う。

■ 潜在的リスクの在りか

一部では明らかな火種が見られる。共和党のミッチ・マコネル上院院内総務（ケンタッキー州選出）は、「各州が破綻手続きをとることに賛成」と語り、火種の一つを指摘した。経済活動が停止し税収が減少すれば、州予算は段々と絞られる。問題を抱えるのは州財政に限らない。州・郡・市であろうと財政規模にも関係なく、全ての地方政府に広がるのである。

欧州もまた混乱している。欧州連合（EU）が財政力の弱い加盟国向け対応で合意を模索する時、ドイツは自国経済を支えようと巨額の資金を投じる。一方でイタリアの債券利回りは上がり続けている。先週の会合でEUは金融支援を貸付金とするか援助金とするかで揉め、結論を出せずに終わった。

新興国市場は明らかに圧力にさらされている。トルコのリラが今年14%以上下がる一方、ブラジル・レアルは27%、メキシコ・ペソは24%下落し、ロシア・ルーブルは17%沈んだままである。いずれも大幅な通貨下落であり、通常であれば少なくとも輸出価格が低下するだろう。しかし輸出の機会が少ないため、今できることは国家予算の緊縮しかない。バンク・オブ・アメリカのストラテジスト、クラウド・イリゴエン氏は、最大の問題になる可能性がある地域としてラテンアメリカを挙げる。「新型コロナウイルスがもたらす世界、地域への影響は、原油価格の崩壊とともにラテンアメリカ全体に嵐を呼び込んだ」と述べる。

さらに続ければジャンク債、潜在的な食糧不足、中小企業の破綻、その他おびただしい数の問題をリストアップできる。新型コロナウイルスが経済活動をより長く制約することになれば、次の要因が火を噴く可能性はより大きくなる。次はどこが破裂しそうかという本誌の質問に、デブシャー氏は「第一候補は新興国だろうが、その他は誰にも分からない」と語った。

そのような背景にもかかわらず、今週S&P500指数が2836.74まで1.3%下げたものの、3月23日の安値からは依然として27%高いのは理屈では説明できない。一方ダウ工業株30種平均（NYダウ）は467ドル22セント、または1.9%下げて2万3775.27ドル、ナスダック総合指数は0.2%下がり8634.52で引けた。

■ 負けられない戦い

木曜日に世界保健機関（WHO）は、ギリアド・サイエンシズ<GILD>の新型コロナウイルス治療薬候補レムデシビル期待外れともいえる治験結果を誤って公表し、NYダウの400ドルの上げを一瞬で吹き飛ばした。金曜日は、ギリアドの治験結果は5月中旬までに公表されると思われ、流出した治験結果の評価はおそらく間違いという報告を受けてNYダウは反発し高値で引けた。臨床試験のニュースでこのように株価が動くのは毎日のことではない。経済を早期に復活させられれば大きな変化が生まれるということを市場は分かっているようだ。これは負けられない戦いである。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

2. 外食産業への投資は時期尚早 - Time to Chow Down on Restaurant Stocks?

[フィーチャー]

The Risks May Be Too Great.

2021年の業績回復は極めて楽観的な予想

■ 早くも大幅反発



Illustration by Jonathan Carlson

レストランに予約を入れるのはまだ早い、一部の投資家は年末から来年にかけて外食産業の業績が回復することに、早くも期待し始めている。

業界を代表する銘柄の株価は、急落後に大きく回復した。年初来で見ると大半はまだマイナス圏内だが、マクドナルド<MCD>、スターバックス<SBUX>、チポトレ・メキシカン・グリル<CMG>、ヤム・ブランズ<YUM>、ダーデン・レストランツ<DRI>は、3月の底値から50~125%反発した。

これら大手チェーンの買い材料となっているのは、配達やドライブスルーといったサービスやIT能力を欠く独立系のレストランが経営難に追い込まれ、その穴を埋める形でシェアを高めるというシナリオだ。外出自粛が1カ月以上続いた末の「自炊疲れ」も、追い風になるとみられている。

しかし、この見方はあまりに楽観的と言えるかもしれない。テイクアウトや配達が伸びていても、レストランにとっては店内飲食が最重要であることに変わりはない。営業再開後も、客同士の間でのソーシャル・ディスタンス（社会的距離の確保）を当面求められる公算が大きく、だとすれば店内飲食の急回復は妨げられる。店側は限定メニュー、席数制限、店内でなく駐車場で待機といった制約を付けた上で、ディナータイムを混雑緩和のために午後4時から10時まで拡大することになり、客は体温検査を求められるかもしれない。

「特効薬や有効なワクチンが超特急で開発されない限り、レストランで飲食する体験は、これまでと大きく違うものになる」と、スタイフェルのアナリストであるクリス・オカル氏は警鐘を鳴らす。投資家にとって問題になるのは、以前と異なるレストラン体験が一般に受け入れられるか、そして店に十分な利益をもたらすかどうかだ。

「幾つかの州で関係者から聞いた話によると、当初2週間は同時に店に入れられる人数を10人までとし、新型コロナウイルスの感染者が増えなければ制限を50人、続いて100人と増やしていくことになる」と同氏は説明する。150人や200人を収容できるレストランに50人のみでは、採算が取れるかどうか疑わしい。

失業率が高水準で推移するという見通しや、雇用不安や株取引での損失に伴う財布のひもの引き締めもマイナスに働くはずだ。コロナ危機以前は、米国の世帯は食費の半分以上を外食に使っていた。

調査会社ヘッジアイ・リスク・マネジメントのレストランアナリストであるハワード・ペニー氏は、「投資家は業界がこれから経験する痛みを理解していない。回復には、考えられているより長い時間が必要になる」と指摘する。大方のアナリストは、外食産業の利益が昨年水準に戻る時期を2021年と予想しているが、同氏は2022年になるとみている。

■ 個別銘柄の分析

現状は厳しい。外食業界の今年の売上高は全体で9000億ドルと当初予想されていたが、全米レストラン協会（NRA）の推定では、業界で働く人のほぼ半分に当たる800万人が解雇されるか休職を命じられた。

大手チェーンの大半が自社株買いをやめ、イタリア料理レストランのオリーブ・ガーデンを運営するガーデン・レストランツやテキサス・ロードハウス<TXRH>など、ダメージの大きいファミリーレストランチェーンは配当支払いも停止した。チーズケーキ・ファクトリー<CAKE>やメキシカンファストフードチェーンのチポトレは、テナント料の減免を求めている。

そんな外食業界で、ペニー氏が優位な立場にある銘柄として挙げるのは、IT能力の高いウイングストップ<WING>や、テイクアウトと配達に特化したドミノ・ピザ<DPZ>とパパ・ジョンズ・インターナショナル<PZZA>だ。ドミノ・ピザとウイングストップは年初来で25%と、業界最高水準のリターンを上げている。ドミノは過去10年間で株価を20倍以上に高めた。

店内飲食への依存度が大きいファミリーレストランと比べると、ファストフードチェーンは有利だが、株価に割安感が無い。その多くがフランチャイズモデルを採用しており、加盟店が苦境に陥れ

ば業績は悪化する。マクドナルドの株価は年初来で8%しか下落しておらず、楽観的に思える2021年度の1株当たり利益（EPS）予想（2019年度の実績を上回る8.15ドル）に基づく株価収益率（PER）は23倍となっている。

このPERは、バーガーキングとティム・ホートンズを傘下に持つレストラン・ブランド・インターナショナル<QSR>や、ケンタッキーフライドチキン、タコベル、ピザハットを抱えるヤム・ブランドと比べて高い。オカル氏いわく、国際色が強く、多くの国で店舗が完全閉鎖しているマクドナルドは、フランチャイズ支援を迫られるリスクが特に高い。また、米国で加盟店が国から支援を受けると、高配当を続けることが立場上難しくなる可能性がある。

チポトレは決算発表が予想を上回ったことで、この1週間で10%高となった。EPSを年に20~30%伸ばし、業界屈指のグロース株という見方もされているが、ペニー氏は「狂気の真ただ中」にある銘柄だと切り捨てる。楽観的な2021年度EPS予想（18ドル強）に基づくPERは40倍を超えており、売上高を押し上げている配達料無料キャンペーンは5月末で終わると、同氏は指摘する。

中国と米国での逆風に見舞われながらも粘り強さを見せているスターバックスの株価は75ドル前後で、年初来の下落率は15%にとどまる。2021年度EPSのコンセンサス予想は2019年度と同等レベルの2.87ドルで、ペニー氏はやはり懐疑的だ。同氏は弱気材料として、3月下旬の米国既存店売上高が前年同期比で60~70%減になったこと、そしてダンキン・ブランド・グループ<DNKN>と同じく、売上高と失業保険申請件数の逆相関が高いことを挙げている。

UBSのアナリストであるデニス・ガイガー氏は、完全フランチャイズ制に近いヤム・ブランドとレストラン・ブランドに対して強気だ。株価約46ドルのレストラン・ブランドは、2021年度予想EPS（2.78ドル）に基づくPERが17倍と、業界最低水準にある。「割安な上、経営陣にも期待でき、業界の勝者になりそうだ」とガイガー氏はみている。

株価約85ドルのヤム・ブランドの2021年度予想EPS（3.81ドル）に基づくPERは22倍前後だが、国際展開するフランチャイズ網は2016年に中国事業をスピンオフした後も依然として魅力的だと、ガイガー氏は主張する。選好する両社のリスクとして同氏が指摘するのは、加盟店の健全性が外からは見えにくいことだ。

一方、ハンバーガーチェーンのシェイク・シャック<SHAK>の株価は2021年度予想EPSの約200倍に当たる49ドル前後で、かなり割高に見える。ニューヨークをはじめ、コロナ対応でレストランが大きな打撃を受けている州へのエクスポージャーが特に大きい点も懸念される。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

3. 打ちのめされた原油市場で、注目される4銘柄 - Four Stocks Worth a Look In a Battered Oil Market [エネルギー] 増産に加え、新型コロナの需要減で相場急落

■ 原油先物価格が一時マイナスに



Reuters/Drone Base, caption: Cushing, Okla., is a critical hub for the U.S. energy industry, wit

米国の過去10年間のエネルギー・ブームは、ほぼ無限の可能性を示していた。しかしここ2週間は、原油先物価格が暴落して瞬間的にマイナスになり、ブームの限界を示している。原油価格はマイナス圏からは反発したものの、ウエスト・テキサス・インターメディアート（WTI）先物は1バレル当たり17ドル近辺、ブレント原油先物は21ドル前後と、数十年来の安値水準にとどまっている。

向こう数カ月間は米国の原油産業の先行きを占うことになる。石油・天然ガス開発にかかわる技術、プロジェクト管理、ITサービスを提供するシュルンベルジェ<SLB>の最高経営責任者（CEO）で

あるオリビエ・ル・プッシュ氏は最近、北米では、「掘削および油井完成が、特定の四半期としては過去数十年間で最も落ち込む可能性がある」と投資家に語っている。小規模掘削会社は短期的には生き残る可能性があるが、業界が縮小する中では破綻や合併が必要になる公算が大きい。

■ 受け渡しの限定的な能力と、限られた金融商品

石油産業の限界には、有限の貯蔵能力と、投資家が原油を取引するために利用できる金融商品の限界の顕在化などがある。

WTI先物では毎月、契約（コントラクト）の99%において、そのほとんどが翌月限月へのロールオーバーによって満期前に精算される。しかし、契約満期日において未決済の先物契約1枚に対しては、オクラホマ州クッシングにおける1000バレルの原油の受け渡しによって現物決済される。ちなみにブレント原油先物は現金決済だ。

通常であれば、先物価格は月末に向けて現物のスポット価格に収束する。買い手は現物の受け渡しを受け入れ、原油を精製会社または貯蔵タンクへ移動させる。しかし、最近満期を迎えた5月限月では、現物が受け渡された場合に十分な貯蔵能力がないとトレーダーが認識したために、最後の2日間の取引で価格が暴落して、スポット価格さえ下回った。瞬間的にはマイナス40ドルを記録した。

WTI先物の取引が拡大するにつれ、クッシングの貯蔵能力は初期の約600万バレルから、現在では9000万バレルへ拡大している（実質的な有効貯蔵能力は約7000万バレル）。通常であれば、トレーダーはクッシングを短い間しか利用しない。

原油のトレーダーは、サウジアラビアが減産で合意せず、新型コロナウイルスの悪影響が明確になってから、3月中旬にはその後の状況が分かり始めていた。1000バレル当たりの貯蔵費用は、7セントからその後数日で5～7倍へ急騰した。

20日になると、契約満期を翌日に控えて、買い持ちとしていたトレーダーは売却先を見つけられず途方に暮れた。一部のトレーダーは、貯蔵場所を確保できない一方で、6月限月へのロールオーバー

を望まなかったために、下落する価格での精算を余儀なくされた。

余波は取引市場全体に及んだ。原油価格投資で最も人気のある上場投資信託（ETF）のユナイテッド・ステーツ・オイル・ファンド<USO>の価格も暴落し、そのスポンサーであるユナイテッド・ステーツ・コモディティ・ファンド（USCF）は同ETFを構成する資産を変更した。また、新規受益証券の発行も停止されており、今やクローズドエンド型ファンドのように取引されている。

USOの株価は、それが追随する商品の純資産価値を上回っており、原油投資を模索する投資家にとって新たなリスクとなっている。また、原油先物市場がコンタンゴ（期先の先物価格が期近の価格より高い状態）のため、限月を乗り換えるたびに同ファンドは安い原油を売って高い先物に乗り換えなければならない。

■ 大幅な供給過剰

原油市場の直近のショックは、取引する商品や貯蔵タンクなどのインフラストラクチャーが原因だ。しかし、マイナスの原油価格を短期的な異常事態として片付けるのは目先のことしか見ていないことを意味する。原油市場は混乱しており、供給は依然として需要を日量約2000万バレル（需要の20%超）上回っている。原油価格が安定するためには、大幅な減産が実現するか、需要が現在の7500万バレルから9000万バレルへ急増しなければならない。

石油会社の株価も年初来で暴落している。SPDR S&P石油・ガス探鉱生産ETF<XOP>の株価は年初から50%下落している。しかし、原油価格が来年上昇すると考えている人々にとってさえ、現状の株価では企業に魅力はない。

サントラスト・ロビンソン・ハンフリーで石油会社をカバーしているニール・ディングマン氏は、カバーしているいずれの企業も買う価値がないと考えている。「原油価格が40ドルを下回っている限り、黒字になる企業はない」と同氏は言う。石油銘柄が「買い」の対象となるためには、石油精製会社が原油を処理する必要性が出てくるのが必須であり、「さらには、ガソリン需要が一時的にではなく持続的に回復すると精製会社が判断する必要がある」とハンフリー氏は語る。

■ 注目する価値のある4銘柄

石油精製会社全般は厳しい状況にあるが、アナリストは特殊要因からアウトパフォームする銘柄があると考えている。例えば大手エネルギー会社のフィリップス66<PSX>は、パイプラインとガソリンスタンドを保有している。バンク・オブ・アメリカのアナリストであるダグ・レグゲート氏は、同社が営業キャッシュフローで設備投資と配当を賄え、調整後営業利益に対する債務の割合が低いことから、現在の株価水準では買いと考えている。同氏は80ドルを目標にしている。

総合石油会社の状況はまちまちだが、その中でも総合エネルギー企業のシェブロン<CVX>は、配当と増産を維持する能力において主要競争相手のエクソンモービル<XOM>より良い状況にある。

原油生産へのエクスポージャーを望む場合、独立系調査会社のCRFAのアナリストであるスチュワート・グリックマン氏は、大手石油会社のコノコフィリップス<COP>の状況が比較的良好な可能性があると述べる。債務水準は競合他社の半分程度で、海外事業の規模も大きいことから、業績はWTIではなく比較的高いブレント原油に連動する部分が比較的大きい。

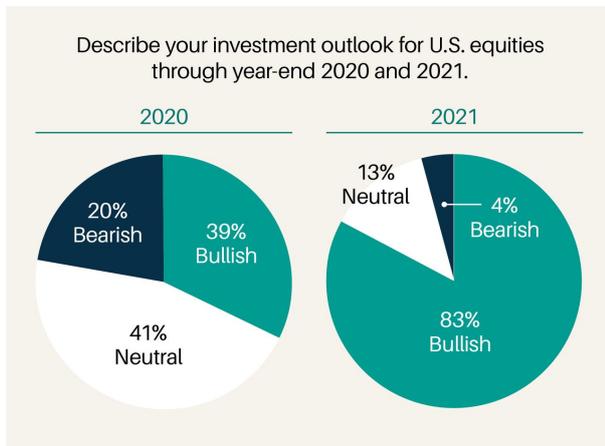
非常に嫌気されている銘柄に対する逆張りという意味ではシュルンベルジェだ。同社は今月に入って、配当を75%引き下げた。バーンスタインのアナリストであるニコラス・グリーン氏は、配当に

必要だった27億ドルを75%削減することで、バランスシートの急速なレバレッジ解消が可能になるとレポートしている。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

4. ビッグ・マネー調査：株価は来年15%上昇する可能性あり - Stocks Could Gain 15% in the Next Year, Experts Say [ファンドマネジャー調査]
ほとんどの資産運用マネジャーが2021年の米国株に強気

■ 今年の米国株に対する強気派は39%



本誌は米国の資産運用マネジャー107社を対象に恒例のビッグ・マネー調査を実施した。資産運用マネジャーには市場、経済、政治の動向について予想してもらった。

ほとんどの資産運用マネジャーは当面の状況を懸念しているが、2021年の見通しに関してはおおむね強気である。彼らは2021年には米国が正常な状態に戻り、経済が再び成長すると予想している。今年の米国株については、強気派は39%にとどまり、20%が弱気、41%が中立と回答している。しかし、2021年の米国株については強気派

が83%に上り、弱気派はわずか4%だ。

強気派はダウ工業株30種平均（NYダウ）が金曜終値の2万3775ドルから年末までに3.7%上昇して2万4658ドルになると予想している。来年の半ばには2万7246ドルとなり、合計で15%弱の値上がりになると言う。一方、弱気派はNYダウが年末までに約19%下落して1万9298ドルとなり、来年6月になっても2万267ドルまでしか回復しないとみている。

資産運用マネジャーは、長期の見通しについては楽観的だが、2020年は厳しいリセッション（景気後退）が待っているとみる。約半数の回答者は、今年の米国の実質国内総生産（GDP）成長率が少なくともマイナス10%の落ち込みになると予想する。しかし、GDP成長率がプラスに戻る時期については意見が分かれており、37%は第3四半期、46%は第4四半期と回答している。多くの資産運用マネジャーは2021年の米国のGDP成長率を2~4%と予想するが、25%の回答者は5%以上としている。

最も予測不能な要因は、新型コロナウイルスの感染拡大が最終的にどの程度まで深刻化し、いつまで続くかだ。米国の毎日の感染率は安定の兆しを見せているものの、依然として1日当たり新規感染者数は数万人に上り、感染者の死亡率は5%を超える。さらに、ワクチンや治療法の開発には1年以上かかるかもしれない。回答者の35%は、市場が直面している最大のリスクとしてパンデミック（世界的大流行）の拡大を挙げた。

■ 株価は3月下旬が底となる可能性も

米国の株価は2月半ばから3月下旬にかけて34%

What is the biggest risk to the U.S. stock market in the next 12 months?

Coronavirus pandemic spreads	35%
U.S. recession	24
U.S. depression	14
Collapse in corporate profits	8
Debt defaults	7
Other	12

急落したが、そこから主要指数は急反発し、25%上昇した。流れを変える一因となったのは、米国などの各国政府による大規模な財政・金融刺激策だった。

しかし、全ての資産運用マネジャーが景気回復を予想しているわけではない。A.G.ピセット・アソシエイツのアルフ・リンダール最高経営責任者（CEO）によれば、観光業界は世界のGDPの11%を占め、3億2000万人を雇用する「世界経済のアキレス腱」である。同氏は経済の大部分が正常な

状態に戻った後も、観光業界が長期にわたって低迷する可能性を懸念している。「お金がない消費者や企業はすぐに旅行には行かない。観光産業が復活するにはあと2年かかるかも知れない。その間、業界の失業率は高止まりするだろう」。

エポック・インベストメント・パートナーズの執行役員会長兼共同最高投資責任者（CIO）であるビル・プリースト氏も、景気回復までの道のりは長く険しいものになり得るとみる。同氏は「景気がV字回復することはあり得ない。可能性が一番高いのは、ナイキのチェックマークのように、急落してから緩やかに回復するパターンだ」と語る。ただし、株式市場は先を見越して動くため、同氏は株価が景気よりもはるかに早く底打ちすると予想している。感染拡大の第2波がなければ、3月下旬が底になるかも知れないと言う。

プリースト氏は、市場の健全性を左右する別の要因として、クレジット市場の新たな大規模ショックを阻止できるかどうかを挙げる。そのような事態を防ぐため、米連邦準備制度理事会（FRB）は3月初めからあらゆる手段を講じてきた。圧力にさらされた貸出市場に流動性を供給すべく、金利をゼロ付近に引き下げ、さまざまな貸出制度を速やかに公表した。

約90%の資産運用マネジャーはFRBによる新型コロナウイルス対応を評価している。公衆衛生当局の対応についても、ほぼ同じ割合の資産運用マネジャーが好意的に見ている。対照的に、トランプ大統領と議会による対応への支持は48%と45%にとどまった。一部の資産運用マネジャーは、FRBの素早い対応を称賛する一方で、長期的な影響を懸念している。金融危機から10年以上を経ても、金利は超低水準のままで危機前の水準に戻っておらず、FRBのバランスシートは膨張したままだ。

約50%の資産運用マネジャーは、現在の金融危機に対するトランプ大統領の対応を「A」（最高評価）または「B」と評価している。トランプ大統領が11月の大統領選で再選されると考える資産運用マネジャーは56%である。共和党が上院の支配を維持するとみる回答者の割合は89%、民主党が下院の支配を維持するとみる回答者の割合は75%だった。

大統領選候補者の比較では、バイデン前副大統領よりもトランプ大統領の方が市場に優しいとみる回答者の方が圧倒的に多い。しかし、市場が最も危険視していたバーニー・サンダース上院議員が撤退したため、大統領選に対する投資家の関心は他の問題よりも小さくなっている。

■ 人気銘柄はハイテク、不人気はエネルギーと一般消費財

最近の株式、債券、コモディティーの価格の急激な変動により、ハイテクセクターを中心とするグロース株が10年間支配していた市場に新たな投資

Which S&P 500 industry sector is most attractive now, and which is least attractive?

Most attractive		Least attractive	
Technology	39%	Energy	32%
Energy	12	Real estate	19
Consumer staples	11	Consumer discr.	14
Financials	11	Utilities	11
Health care	11	Financials	9

機会が生まれた。とはいえ、39%の資産運用マネジャーは依然としてハイテクセクターが最も魅力的だと考えている。最も選好度が低いセクターは、景気循環の影響を受けやすいエネルギーや一般消費財などである。石油企業には原油の過剰供給、実店舗の小売企業には休業という固有のマイナス要因もある。

個別銘柄では、マイクロソフト<MSFT>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、著名投資家ウォーレン・バフェット氏率いる投資会社バークシャー・ハサウェイ<BRK.A>、石油企業シェブロン<CVX>、金融大手JPモルガン・チェース<JPM>などが特に選好されている。最も過大評価されている銘柄には、アマゾン、動画配信大手ネットフリックス<NFLX>、ビデオ会議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>といったソーシャル・ディスタンス（社会的距離の確保）の恩恵を受ける企業が挙げられた（それぞれ年初来で30%、31%、133%上昇）。

プリースト氏は「本当の投資機会は現在低調な銘柄にある。娯楽・メディア大手ウォルト・ディズニー<DIS>は新型コロナウイルスによって大きな打撃を受けているが、長期的に見れば急落したばかりなので魅力的だ」と語る。同氏はディズニーがネットフリックスのような直接配信型のストリーミング事業に転換したことを好感している。こうした業態は巣ごもり消費の恩恵を受ける。

製薬大手メルク<MRK>、診断機器大手アボット・ラボラトリーズ<ABT>、ヘルスケア製品大手ジョンソン・エンド・ジョンソン（J&J）<JNJ>などのヘルスケア銘柄や、最近アウトパフォームしているその他の銘柄も、依然として多くの資産運用マネジャーに好まれている。

逆張り派の投資家は、娯楽・ホスピタリティ業界などの特に下落している銘柄のバーゲンハンティングに乗り出している。バーンズ・キャピタル・アドバイザーズのケビン・バーンズット会長兼CEOは「人々は再び飛行機で旅行に出かけたり、レストランで外食したりするようになる。ホスピタリティ産業は再度繁栄するだろう」と語る。

エネルギーセクターでは、ピナクル・インベストメント・アドバイザーズのブレット・クレーマーCIOが割安な中流（輸送）サービス企業に注目している。同氏が特に着目するのは、債務比率が低く、原油よりも天然ガスへのエクスポージャーが大きい企業だ。供給過剰と需要の消失に直面して、原油先物価格は先週、一時的にマイナス価格を付けた。しかし、天然ガスは原油よりも持ちこたえている。

資産運用マネジャーの65%は、現在最も魅力的な資産は株式だと回答したが、一部の資産運用マネジャーはクレジット市場にも魅力的な分野があるとしている。米国債を選好する資産運用マネジャーはわずか1%にとどまった。3分の2は、10年物米国債利回りについて、直近の過去最低付近の0.594%から1年以内に1.0~1.5%へ上昇するとみている。

国債よりもリスクが高い社債と地方債のボラティリティはかつてないほど上昇している。3月に高格付けの投資適格社債が大幅に割安となったのは明らかな投資機会だったが、チャンスは既に去った可能性が高い。今後1年で債券を選好すると回答した資産運用マネジャーのうち、半数以上は地方債を好んでいる。こうした債券は、たとえ絶対利回りが低くても米国債との利回り格差（スプレッド）が依然として大きく、FRBの下支えを受けている。

社債にも圧力がかかっており、S&Pグローバル・レーティングは4月初めにロイヤル・カリビアン
の格付けをBB（投機的水準）に、その後ノルウェー・クルーズ・ラインも一層低いBBマイナスに
格下げした。カーニバルは投資適格の格付けを維持しているものの、BBBマイナスと投資適格の最
低水準にある。カーニバルの広報担当者は、同社のブランドには忠誠度の高い顧客がおり、航海再
開が許可されれば、人々は社交的な集まりに快く参加し、クルーズ業界は繰り延べ需要の恩恵を受
けることができるとコメントした。他の2社はコメントを差し控えた。

■ 三大クルーズ会社の現状



Mark Ralston/AFP/Getty Images, caption: Carnival
and the other cruise operators are under no-sai

三大クルーズ会社はまだ沈没したわけではない。
米国籍の企業ではないため、連邦政府の新型コロナ
ウイルス関連の支援の対象ではないが、クルー
ズ航海が中止されていてもキャッシュならびに借
り入れ能力は十分で、秋まで、あるいはもっと先
までも生き延びられる。顧客の予約が入っている
今年後半まで設備投資を抑制し、債務返済の延期
を試みるなどキャッシュの保全に動いている。

後回復して耐久力を実証した。しかし、今回は時間との戦いだ。合理的な期間内で営業再開可能と
の想定で、流動性をかき集めている。連邦政府は運航禁止命令を出し、新型コロナウイルスの脅威
に対応するため包括的な計画を策定するよう求めている。医療施設あるいは医療用の人員などに追
加の投資が必要となる可能性がある。既にキャッシュフローがひっ迫する中何とか捻出する必要が
生じるだろう。

クルーズ会社は、2001年の景気後退時や2012年
のイタリア沖で死亡者も出したカーニバルのコス
タ・コンコルディア号の座礁転覆事故などの際の
予約減少や価格低下などの困難を受けても、その

ウォロンカ氏は、投資家は「正常化した利益を基にしたクルーズ会社に対する市場の評価」を見定
めようとしていると述べているが、同氏自身は2023年まで利益が正常化しないと予想している。実
際、今回の危機により、利益予想は極端に悪化した。カーニバルの11月30日までの通期の利益予想
は、1月末時点では1株当たり4.51ドルだったが、今や0.79ドルの赤字となっている。ロイヤル・カ
リビアンのアナリスト平均予想は10.46ドルから0.37ドルの赤字、ノルウェー・クルーズ・ライン
は5.58ドルから0.77ドルの赤字に転じた。

夏はクルーズ会社にとって最も重要な季節で、通常7-9月期の売上高と利益は1年で最高だ。7月半
ばに全面的な運航禁止が解除され、クルーズがある程度再開されたとしても、今年は平常通りには
ならないことも投資家は考慮しなければならない。長年クルーズ旅行を取り扱ってきた旅行代理店
のジャッキー・チェレン氏は、「誰もが秋以降に目を向けている」と述べている。しかし、その時
になっても、すぐにクルーズ船の全てが稼働できるわけではないだろう。JPモルガン証券のアナリ
スト、ブランド・モンツァー氏は、最低限の人員しかいない船もあり、乗員を呼び戻す必要もある
と述べている。

UBSのロビン・ファーレー氏は、「カリブ海での短期クルーズなどは年内に再開されるかもしれな
いが、ワクチンや検査、あるいは治療法に大きな変化でもない限り、本格的なクルーズの再開は来
年になると予想する」と最近のレポートで述べている。同氏の見通しが正しいなら、事業が正常化
するまでのクルーズ会社の流動性が十分かどうか、疑念が生じる。もし十分でないなら、一層の資

本注入でもしない限り継続企業の前提も厳しくなるが、生き延びるために負債を増やす中で資本注入もますます難しくなる。連邦政府の支援を得られる見通しも現時点では明るくない。

モンツアー氏は、カーニバルは全く収入がないとの前提でも業界最高の9カ月分の流動性があり、1カ月に8億3000万ドルのキャッシュが消えていくと試算しているが、流動性の推定はアナリストによって異なる。投資銀行のスタイフェルやウェルズ・ファーゴは、ロイヤル・カリビアン¹の態勢が最高としている。カーニバルは4月に主に負債で64億ドルの資金調達を行った。負債のうち40億ドルの表面利率は11.5%、償還期限は2023年だ。高い金利はかなり長期にわたって利益を希薄化し、負債比率も上昇する。3月にはサウジアラビアの政府系ファンド（SWF）がカーニバルの約8%の株式を取得し、必要としていた支援が得られた。

モンツアー氏の推定によると、営業が再開され負債がほぼ一定との仮定で、2022年末のカーニバルの純負債の利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）に対する比率は4.2倍で、前期末の約2倍から大幅に上昇する。さらに同氏は、ロイヤル・カリビアン¹の月間のキャッシュバーンは4億4000万ドル、純負債比率は4.9倍、ノルウェー・クルーズ・ラインのキャッシュバーンは2億5000万ドル、純負債比率は5倍と推定している。

最良シナリオとして営業再開できた場合でも、負債の重荷が増え、利益を下押しすることになるだろう。最悪シナリオは今のところ見込みは薄いものの、破産法による保護の下で事業再編するかあるいは買収されることになり、プライベートエクイティの資金の助けも借りるかもしれない。

カーニバルのアーノルド・ドナルド最高経営責任者（CEO）は4月16日に記者に対し、「流動性の追加的選択肢を模索中」で、「本格的な収入がなくとも」流動性は今年中、もしかするとそれより長く持つと述べた。同社は9ブランドの下で105隻の船を保有する世界最大のクルーズ会社だ。「それほど長くはかからないと思うが、最悪シナリオに備えている」とのことだった。同CEOはさらに、既存の負債の返済期限の延長や、イタリアやドイツなどの船を建造している国の景気刺激策を利用することも考えていると述べた。米国のクルーズ会社は外国籍で税金を米国にほとんど支払っていないため、同国のコロナウイルス支援・救済・経済安全保障（CARES）法の適用からは除外されている。

キャッシュ保全の動きの一つとして、カーニバルは無配を決定した。ロイヤル・カリビアンも同様の動きを取る公算が大きい。ノルウェー・クルーズ・ラインは元から無配だ。キャンセルされたクルーズ代金の払い戻しもキャッシュ流出の原因の一つだ。顧客の前払い金は負債として計上されており、カーニバルの場合は2月末の合計が47億ドルあり、返金のため毎月2億5000万ドルのキャッシュが消えている。ロイヤル・カリビアン¹の場合は毎月1億ドル、ノルウェー・クルーズ・ラインは5000万ドル返金している。

クルーズ会社は前払い金の返金を抑制するよう努力しており、キャンセルせずに別の旅行に日程変更した場合は、時には元の金額の125%ものクレジットを提供していると、チェレン氏は述べている。カーニバルは最近の報告書で、3月の最初の2週間に、45%の顧客が中止になった旅行代金の返却ではなく将来の旅行で利用できるクレジットを受け入れたと記載している。他の2社はコメントしなかった。

■ クルーズ船の顧客は戻ってくるか

クルーズ会社が直面する最大の困難の一つは風評被害だ。新型コロナウイルス患者を乗せた船が行き場を失ったり、隔離されたりといった暗いニュース報道のため、クルーズ営業再開後になっても

多数の人が参加するクルーズを予約すべきか人々は疑問を感じている。需要の約3分の1はクルーズが初めての人たちだが、モンツァー氏は、「この顧客層は、現在予約していないだろうし、かなりの期間需要が完全に戻らないと思う。一方、リピーターの需要は減少しにくいいため、かなりの顧客が戻ってくるだろうが、どの程度まで回復するか分からない」と述べている。

カーニバルのドンナルドCEOは、クルーズ業界を擁護し、不当な報道をされているとの業界の思いを伝え、「クルーズ業界はホテルやレストランより早く自主的に休業を決めた。クルーズ船はウイルスの原因ではないし、社会に感染が広まった原因でもない。またクルーズ船は標準化した手順を決めている」と報道陣に述べた。4月14日のメモで、カーニバルのブランドの一つプリンセスでの体温チェックや衛生の強化などの手順の追加が発表された。危機コミュニケーションなどPR担当重役のエリオット・スローン氏は、「多くの人が愛するクルーズ体験を台無しにしたり希薄化したりせずにこれらの変更を行うことは難しい」と述べている。クルーズ会社への投資の見通しを評価する投資家にとっても困難が伴う。

By Lawrence C. Strauss
(Source: Dow Jones)

6. 拙速な経済活動再開ならウイルス感染第2波の早期到来も - Open the Economy Slowly, or Second Coronavirus Wave Will Come Too Soon 新型コロナ禍の長期化は必至、デフレリスクと投資戦略に注意が必要

[米国経済]

■ 拙速な活動再開による事態悪化の懸念



Photograph by Angela Weiss/AFP via Getty Images

今年後半の気候が涼しくなり通常型インフルエンザの季節が到来する頃に、新型コロナウイルス感染の第2波が来るのはほぼ確実だ。問題は、経済活動の再開時期を誤れば、この第2波の到来が早まりかねないことだ。

米国では、新型コロナウイルス封じ込めのための経済活動停止をいつまで続けるべきか議論が沸騰しているが、ソーシャル・ディスタンス（社会的距離の確保）を求める要請が企業や消費者に与える経済的な影響を考えれば当然だ。3月中旬以降の新規失業保険申請件数は累計で2600万人以上に膨れ上がり、中小企業は生き残りに奔走し、企業収益は厳しく、耐久財受注や住宅販売戸数といった経済指標も大幅に悪化している。

しかし多くのエコノミストは、公衆衛生を犠牲にして現在の経済的打撃を食い止めようとするれば、感染面でも経済面でも第2波を悪化させ、さらに次々と波が押し寄せて被害が続く状況になりかねないと言う。会計事務所グラントソントンのチーフエコノミスト、ダイアン・スウォンク氏は、「秋に第2波が来るのは分かっている。現在私たちが行っているのは、将来の波に対処できるように態勢を整えることだ。経済活動の再開が早過ぎると、これまでの努力が無駄になり、秋よりも前に次の波を発生させてしまう可能性がある」と語る。ジョンズ・ホプキンス大学のデータによれば、ロックダウン（都市封鎖）の解除を開始し、何らかの形で経済活動を再開した中国、ドイツ、スペインでは、既に新型コロナウイルスの感染者数が再度増加し始めている。

■ 2つの再開シナリオが経済に与える影響の違い

スウォンク氏が理想とするシナリオでは、米国の経済活動再開は緩やかに実施する必要がある。それには店内に滞在できる顧客数の制限など、ソーシャル・ディスタンスに関する現在のガイドラインは維持し、ロックダウンによる制限の緩和は隣接する州の間で調整のうえ、実施する必要がある。拙速に経済活動を再開すれば、新たな感染拡大と死者の増加で経済活動の停止に再度追い込まれると同氏は言う。そうなれば、既に厳しい状況にある企業に追い打ちをかけ、また既に逼迫している州や自治体の財政状況をさらに悪化させるだろう。

さらに重要なのは国民の恐怖を和らげることだ。一時解雇された従業員の復職が中小企業向けに導入された給与保護プログラムで債務免除を受ける条件だが、従業員側が感染を怖がるため容易ではないという。「ゆっくりと活動を再開することで、労働者も安心して復帰できるようになる」とスウォンク氏は語る。

同氏の基本シナリオでは、米国の国内総生産（GDP）は第2四半期に大幅なマイナス成長に陥り、第3四半期に前年同期並み、あるいはこれを少し下回る水準まで回復する見込みだ。通年の成長率はマイナス7%となり、1946年以降で最悪の数字となる。

一方、経済活動の再開を急げば、再度活動停止を余儀なくされ、企業活動や消費への影響が拡大し、2020年度のマイナス成長幅は10%を簡単に超えてしまう可能性もあると言う。この点で、消費者の貯蓄率は既に上昇し始めており、生活必需品以外の支出も抑えられている。不要不急の支出機会が乏しいこともあるが、消費者信頼感調査によれば、支出減少の原因として大きいのはロックダウンよりも失業に対する警戒感の方だ。

■ デフレ発生リスクと投資戦略

ここに、再開論争をめぐるもう一つの重要な論点がある。米国が既にデスインフレに入っているのは明らかで、デフレスパイラルに陥る可能性もある。今月発表された3月の消費者物価は、この5年以上で最大の下落を記録した。同じ週に原油先物価格が初めてマイナスに転じたのも、テクニカルな要因はあったにしても、米国経済全体の需要不足を明確に反映したものだ。

多くのエコノミストが新型コロナウイルスによる需要への大打撃でしばらくデフレが続くと予想している。経済活動を再開しても少なくとも当面の間はこの流れを変えることはできないだろう。投資環境を調査するローゼンバーグ・リサーチのチーフエコノミスト、デービッド・ローゼンバーグ氏は、例えば中国は、経済活動を再開し8割まで稼働率を戻したが、消費は前年同期を約15%下回ったままだと指摘する。同氏は、米国の失業率が年末までに10%を超える可能性が高いこと、新型コロナウイルス用のワクチンを手入手できる時期が不透明なことを考慮すると、需要不足による不況が今後数年は続くだろうと語る。救済目的の財政出動で需要が回復し、供給を上回ることによってインフレが発生するまでこの状態は続く。「インフレがすぐに起きるとは思えない。いずれインフレに戻るだろうし、多分想像以上のインフレが起きると思うが、今はまだ、前菜が出ている時にデザートの話をするようなものだ」と同氏は言う。

同氏は長年、債券市場の強気派として知られ、本誌の2月のインタビューでデフレの発生を警告していた。新型コロナウイルスの感染が拡大する前のことだったが、投資家は大きな安全と大きな利回りを組み合わせたバーベル型の運用をすべきだという同氏のアドバイスは今も変わっていない。安定した継続的なキャッシュフローがある水道会社やテナントの質が高い住宅の不動産投資信託（REIT）を選ぶべきだと同氏は言う。同氏は生活必需品企業や、電気通信会社も気に入っており、バイオテクノロジー企業や製薬会社についてはこれまで以上に強気だ。年金債務問題を抱える州や

自治体に注意すれば、地方債も良い。米国長期国債は、同氏にとって何かあった時の保険の位置付けであり、金の現物はインフレやデフレに対するヘッジとなる。

新型コロナウイルス感染第2波の深刻さや発生時期が不透明なことを考えれば、安全で適度な利回りのある資産を保有するのが堅実なようだ。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

7. 売上高急増のフードデリバリー銘柄、投資家は慎重姿勢 - Food Delivery Is Soaring. Investors Remain Wary. [ハイテク]

過当競争の中、未上場のドアダッシュがシェアを拡大

■ フードデリバリー支出の大幅増加でも株価は冴えない



Photograph Jeenah Moon/Bloomberg, caption: Shares of Grubhub have fallen 14% this year and 37% o

かつてはぜいたくに見なされていたフードデリバリーは、新型コロナウイルスの流行を契機に、レストランにとっては生命線、多くの人にとっては食品の重要な調達元となっている。困難な状況に陥っている労働者にとって、フードデリバリー企業は最後の雇用主だ。

調査会社セカンドメジャーのクレジットカード利用データによると、フードデリバリーサービスへの支出は2020年3月の最終週に前年同期比70%増を記録した。注文の頻度だけでなく1回の注文当たりの金額も増えており、3月30日までの1週間の平均注文額は前年同期比24%増加した。これは今年になってから最大の増加率で、2桁増はこれで3週連続となった。

ところが、投資家は、ズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>、ネットフリックス<NFLX>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>などの企業に対する在宅需要の恩恵にはいち早く反応したのに対し、フードデリバリー企業に対してはそうではない。フードデリバリー専門のグラブハブ<GRUB>の株価は依然として年初来で14%下落している。

■ 過当競争で収益構造が悪化

本誌が以前から指摘しているように、フードデリバリーは厳しいビジネスだ。競争が激しく、差別化されておらず、持続可能な利益確保への道筋は険しい。グラブハブの株価は過去12カ月で38%下落している。

グラブハブ、配車アプリ大手のウーバー・テクノロジーズ (UBER) の1部門であるウーバーイーツ、そして未上場のドアダッシュとポストメイツは、全米のレストランや食堂にとって重要なサービスを提供しているものの、事業の見通しはあまり改善していない。

その理由の一つは、これらの企業が顧客であるレストランの生き残りのために多くの施策を実行しているからだ。いずれの企業も特に小さなレストランの配達料金を引き下げている。グラブハブは

個人経営のレストランの手数料の徴収を保留しており、ポストメイツはニューヨーク、サンフランシスコ、ロサンゼルス、デトロイトなど一部の都市で手数料を免除している。ドアダッシュは個人経営のレストランの配達料金を引き下げた。ウーバーイーツも同様の措置を取った。

その一方で、ポストメイツとドアダッシュは加盟する薬局とコンビニエンスストアから預かった製品を配達する「必需品配達サービス」を拡大している。ドアダッシュの最高経営責任者（CEO）であるトニー・シュー氏は最近のブログ記事で、配達を担う運転手の1稼働時間当たりの平均収入は1年前と比べて5ドル跳ね上がり、22ドルを超えたと述べている。

■ グラブハブからシェアを奪いつつあるドアダッシュ

フードデリバリー業界の健全性に関して次に明らかになるデータは、グラブハブとウーバーが5月7日に発表する第1四半期決算だ。グラブハブは最近、第1四半期の売上高と調整済み利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）が従来ガイダンスをやや上回る見通しで、プラットフォーム上の活動は3月下旬に減少した後に4月は持ち直したと述べた。同社の売上高は新型コロナウイルスによって大きな打撃を受けたニューヨーク市に大きなエクスポージャーを持つ。その影響は同四半期後半に現れているはずだ。

現在の環境では、2019年11月の直近の資金調達で130億ドルと評価されたドアダッシュの成長がライバルを上回っていることを示す兆候がある。セカンドメジャーのデータは、3月30日までの週の同社の市場シェアが45%となり、4週間前の39%から増加したことを示している。

ドアダッシュのこうした躍進は、シェアを30%から約25%に落としたグラブハブを犠牲にしているようだ（ウーバーイーツのシェアは21%、ポストメイツは8%）。ドアダッシュの業績改善は上場の追い風となる可能性があるものの、新規株式公開（IPO）にとって市場が最悪の状況にあることを考えると、上場までには時間を要するだろう。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

8. 財政金融政策の拡大は将来のインフレリスクを高める - Today's Stimulus Spending Will Lead to Tomorrow's Inflation

[米国経済]

グローバリゼーションの後退もインフレ率の上昇要因に

■ 不況とデフレの最中、将来のインフレの萌芽も



足元の経済において、不況とデフレが最大の関心事となっていることは疑いようもない。過去5週間で2600万人以上が失業保険を申請したが、新型コロナウイルスの感染拡大のさなか、州の窓口の処理能力に限りがあることを考えれば、潜在的な申請件数はさらに多いと思われる。失業率は今年2月に3.5%と半世紀ぶりの低水準を記録したが、わずか2カ月後の4月には10%台半ばまで上昇し、第二次世界大戦後で最悪となる可能性がある。時を同じくして、先週の米原油先物価格は一時マイナスとなった。取引所で売買される金融商品特有

Photograph by Jeenah Moon/Bloomberg の問題によるものではあったが、大幅な供給過剰となっている原油は、米国の多くの生産者が長期的に存続可能な水準をはるかに下回る価格で取引されている。

人々は都市封鎖が終わり、経済の回復が始まるその日を期待しているが、その傍らで頭をもたげるものがある。そう、インフレだ。今年や来年はそれほど問題とはならないだろう。失業率は高水準で推移することが想定され、インフレ低下圧力がかかるためだ。ただ、不況が収まればそうした圧力は徐々に弱まっていく。前例のない規模の財政出動と金融緩和に加え、グローバル化の後退により、インフレ率は連邦準備制度理事会（FRB）がこれまで達成することが困難だった2%の目標を超えて上昇する可能性がある。

■ グローバリゼーションの後退がインフレをもたらす可能性

RBCキャピタルマーケットのエコノミストであるトム・ポルセリ氏とジェイコブ・オウビナ氏は、顧客向けのレポートで次のように述べている。「今後数年間、持続的な財価格のインフレが生じる可能性がある。それは過去数十年の間に米国内で目にしてきた水準をはるかに超えるものだ。貿易戦争によりその可能性が現実味を帯び始めた。そして新型コロナウイルスの感染拡大により一層差し迫ったものになりつつあるようだ。問題はサプライチェーンだ」。

JPモルガンのストラテジストであるジャン・ロイス氏とシャイニー・クンドゥ氏も同様に、「気候変動による自然災害や、新型コロナウイルスによって明らかになった感染症の流行の頻度および深刻さ」を考慮し、企業が生産地を消費市場に近づける可能性がある」と主張する。企業は生産拠点の一本化にまでは踏み切らずとも、部品の在庫を増やすことで、危機への耐性を高めようとするかもしれない。これは、コスト削減をもたらしたジャストインタイムの慣行とは対照的だ。

RBCのポルセリ氏とオウビナ氏によると、新型コロナウイルスによる危機の中で、医薬品やマスクなどの個人用防護具の生産について、中国への過度の依存から脱しようとする動きが強まっている。生産の国内回帰は広く受け入れられる可能性が高いが、価格は上がる可能性がある。「過去20年間、米国のインフレ率の上昇が緩やかだった主因は、間違いなくグローバル化だった。過去20年間の消費者物価指数（CPI）は平均2.7%（2020年はこれまでのところ3%以上）だが、コアインフレ率（食品とエネルギーを除く）は平均0.0%だ。世界的な生産関係の再調整により、後者は前者に向けて上昇する可能性がある」と同氏らは指摘する。

■ 財政規律の緩みで、インフレは急上昇へ

一方で、突然の経済危機への対応として、米国を含むほぼ全ての国や地域においてかつてない規模の財政出動および金融政策が行われている。著名な経済学者のミルトン・フリードマンの理論を信じるマネタリストにとって、インフレはいついかなる場合も貨幣的現象だ。しかし、金融危機とそれによる景気後退の際に実際に起こったことは彼らの理論とは異なっていた。量的緩和（QE）と財政赤字の拡大は、マネタリストが恐れるような消費者物価の上昇をもたらすことはなかった。

「今回の金融政策および財政出動の拡大は前回までとは異なる」。資産運用会社リサーチ・アフィリエイツのクリス・ブライトマン氏は本誌にそう語った。米財務省は国民に直接お金を配っている。これは新型コロナウイルスの危機に対する人道的措置ではあるが、フリードマンが言う「ヘリコプターマネー」に相当する。この政策の資金調達のために発行した5兆ドルの国債を最終的にFRBが購入することで、インフレ率は上昇するだろう。同氏によると、これはこの10年間では見られなかったことだ。QEによる証券の購入は同じ規模のマネーサプライの増加にはつながらなかったためだ。

ブライマン氏は金融政策よりも財政政策について懸念している。完全雇用の経済における1兆ドルの財政赤字はインフレを引き起こさなかった。赤字幅が3倍となっても、2020年から2021年のデフレ不況下ではインフレを引き起こす可能性は低い。しかし、ある時点で、歳入を超える財政支出はインフレ率を押し上げるだろう。だが、いったん連邦政府が数兆ドル規模の赤字に慣れてしまえば、歯止めが効かなくなる可能性が高いと同氏は指摘する。現代貨幣理論（政府は自国通貨建てならば無制限に借入れが可能との主張）は、インフレ率が上昇したら政府が財政政策を引き締めるということを前提の一つとしているが、同氏は連邦政府がその通りに動くとは全く信じていないと明言する。

失業とデフレは明白で差し迫った問題だ。しかし、経済の回復後、おそらく2021年か2022年にインフレ率は急上昇する可能性がある。ブライマン氏はインフレ・ヘッジ資産（不動産投資信託、小型株、コモディティ、新興国株など、足元ではパフォーマンスの悪い投資対象）を購入することを提案する。いずれにせよ、インフレは新型コロナウイルス以降の世界がこれまでと異なる点の一つかもしれない。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

9. 原油市場で起こっている奇妙なことを理解しよう - The Oil Market Has Gotten Weird. How Investors Can Make Sense of It.

[世界経済]

原油先物が史上初めてマイナス価格となった意味

■ 史上初のマイナス価格



AFP via Getty Images

原油先物が4月20日に史上初のマイナス価格に落ち込み、マイナス37ドルとなった。大幅に下落したのは、ウエスト・テキサス・インターミディエート（WTI）の5月限だ。WTIは、ニューヨーク・マーカンタイル取引所（NYMEX）において、ライト・スイート原油とも呼ばれ、軽質で硫黄分の少ない米国産標準油種であり、現物の受け渡しはオクラホマ州クッシングにある原油貯蔵施設で行われる。

「WTI現物を貯蔵施設に持ち込むにはパイプライン会社との契約が必要で、事前の承認が必要となる」と、JPモルガン・プライベート・バンクのスコット・シュニッパ氏に説明する。WTI先物の買い手の多くは、期日までに利益を出して売却を狙う。今回の5月限の場合は、4月21日が期日だった。しかしクッシングの貯蔵タンクが満杯のため、貯蔵施設の当てがない5月限は4月20日の取引終盤に投げ売りされた。

6月限の期日が迫ったら、また同じことが起こるだろうか。「もちろん、そうなる可能性はあるが、それは私の基本シナリオではない。コモディティトレーダーには、貯蔵スペース確保に向かう強い動機がある」とシュニッパ氏は言う。

■ 貯蔵を目的にタンカーを使う

これで恩恵を受けるのは原油タンカーを60隻以上保有するティーケイ・タンカーズ<TNK>だ。同

社を経営するケニス・ビッド氏は、「昔から、原油を貯蔵するため時々タンカーが使われてきた。原油市場で、将来の価格が現在よりも高い、いわゆるコンタンゴの状況だと、一般的にタンカーを使った原油貯蔵が増加する。原油を貯蔵しておいて、後で受け渡すのは理にかなっているからだ」と指摘する。

ビッド氏によると、通常の場合では世界のタンカーの5%が貯蔵用に使われているが、現在は約30%であり、料金は上昇している。新型コロナウイルスの世界的流行は経済に打撃を与え、それに伴って原油需要も打撃を受けたが、ウイルスの大流行はいずれ収まるだろう。そのため、WTIの6月限は最近15ドル前後で取引されたものの、9月限は26ドルだった。貯蔵ビジネスにより、ティーケイ・タンカーズの年間フリーキャッシュフローは、第4四半期の約4億ドルから、今では6億5000万ドルになっている。

同社の最近の時価総額は8億2200万ドルで、2019年末時点の純負債は8億4400万ドルだった。

「多くのタンカー株が割安だ。タンカーのビジネスは、運用コストと財務コストをカバーするだけの状況から、余剰キャッシュフローを生み出す状況へと突然に変化した。この状況を評価する方法を市場が完全に理解するには、時間がかかる」とビッド氏は指摘する。ティーケイ・タンカーズの株価は年初に24ドルだったが、12ドルまで下落し、今また24ドルまで回復した。唯一タンカー業界だけが、エネルギーセクターの中で下落していない。

■ 原油の需給見通し

投資家は、石油掘削業者のような大幅に下落した銘柄に逆張り投資を始める前に、需給見通しを慎重に検討すべきだ。ドイツ銀行のチーフエコノミストであるトルステン・スロック氏は、原油の40%が乗用車やトラックの燃料に使われるので、相場回復には交通量の増加が必要だと言う。ガソリン価格は原油価格と連動して下落しているため、ひとたび車の運転が再開されるなら、消費者にとってはお金の節約につながる。「米国経済が多様化していることを考慮すると、原油価格の下落は全体としてプラスの影響を与え続けるだろう」と同氏は指摘する。

供給面では、水圧破碎ブームが米国の生産を押し上げ、米国は昨年サウジアラビアを抜いて世界最大の原油輸出国になった。しかし、原油の過剰生産の責任は、サウジアとロシアにある。RBCキャピタル・マーケットの商品戦略グローバルヘッドであるヘリマ・クロフト氏は、サウジは減産を望んでいたが、ロシアは渋った、と言う。

そこでサウジは販売価格を引き下げ、生産を拡大した。ロシアを交渉のテーブルに戻すというサウジの狙いは成功し、両国は4月12日に日量約1000万バレルの減産で合意した。問題はその減産幅が少な過ぎ、そして遅過ぎたことだと同氏は指摘する。

米国は国家レベルで生産を決定していないため、生産削減には時間がかかる。つまり、市場は長期にわたって供給過剰の状態が続く可能性がある。

モルガン・スタンレーのコモディティ・ストラテジストであるデビン・マクダーモット氏は、原油価格の下落で誘惑にかられる株式購入者に対して、資産の質、バランスシートの強さ、そして会社規模に焦点を当てたディフェンシブな株式購入アプローチを推奨している。

石油メジャー中では、今年に入って株価が30%下落したシェブロン<CVX>の投資判断をオーバーウェイトとして推奨している。探査と生産により重点を置く企業の中では、46%下落したコノコフィリップス<COP>、71%下落したノーブル・エナジー<NBL>、41%下落したヘス<HES>を推

奨めている。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - Without Sports, Investors Bet on Diamond Eagles' Merger With DraftKings [経済関連スケジュール] 注目集めるオンラインギャンブル、ドラフトキングズが上場

■ カジノなどからオンラインギャンブルに利用者が流入



Illustration by Elias Stein

カジノは休業し、スポーツ賭博は瀕死の状態にある中、オンラインでカジノを行う、オンラインギャンブルが注目を集めている。ニュージャージー州によると、同州おける3月のオンラインギャンブル（スポーツ賭博を除く）の収益は66%上昇し、6500万ドルとなった。オンラインギャンブルにはスロットやブラックジャックなどのテーブルゲームなどがあり、同州はその先駆者的存在となっている。

ニュージャージー、ペンシルベニアやネバダなど、オンラインギャンブルを合法化している州はわずかだ。しかし、15州以上がオンラインスポーツ賭博を認めており、さらに多くの州が実店舗カジノでのスポーツ賭博を認可している。モルガン・スタンレーのアナリスト、トーマス・アレン氏は、「ニュージャージー州におけるオンラインギャンブルの2020年の収益（スポーツ賭博を除く）は、2019年の4億8300万ドルから上昇して7億ドルに

なるだろう。これはカジノやオンラインスポーツ賭博から人が流れて来ているためだ」と語る。さらに、「新型コロナウイルスにより、オンライン・カジノやオンラインスポーツ賭博を合法化する州が増える可能性がある」とも記している。

投資家らは、特別買収目的会社（SPAC）であるダイヤモンド・イーグル・アクイジションがオンラインの仮想スポーツ運営会社のドラフトキングズ<DKNG>を買収後、ドラフトキングズに社名を変更して4月24日から取引開始されたことを好感した。ドラフトキングズと、同業のファンデュエルは、ネット上で仮想スポーツチームの成績を競う「ファンタジー・スポーツ」での成功を利用し、米国でのオンラインスポーツ賭博を席卷してきた。ファンデュエルは、英国のスポーツギャンブル運営会社フラッター・エンターテインメント<FLTR.英国>の傘下にある。新生ドラフトキングズの株価は24日、1.72ドル上昇して19.25ドルとなった。ダイヤモンド・イーグルと旧ドラフトキングズが合併して上場することに合意した2019年暮れに付けた10ドルからは、90%上昇している。

ドラフトキングズは、2019年度の売り上げが3億2300万ドル、営業利益は1億4700万ドルの赤字だったにもかかわらず、成長の可能性や希少性が織り込まれて、時価総額は64億ドルとなっている。

これは、ギャンブル施設運営会社ペン・ナショナル・ゲーミング<PENN>やホテル持ち株会社でカジノなどを経営するエルドラド・リゾート<ERI>の10億ドルから20億ドル、カジノリゾート運営会社シーザーズ・エンターテインメント<CZR>の50億ドルを上回るものだ

■ 今週の予定

4月27日（月）

- ・ エネルギー会社CMSエナジー<CMS>、半導体メーカーのNXPセミコンダクターズ<NXPI>が四半期決算発表。
- ・ ダラス連銀が、4月のテキサス州製造業景況指数を発表。コンセンサス予想はマイナス67.5と、3月のマイナス70から上昇。3月の指数は、2004年の調査開始以降で最も低いものだった。

4月28日（火）

- ・ 化学・電気素材メーカー大手3M<MMM>、半導体大手アドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>、グーグルの親会社であるアルファベット<GOOGL>、建設機械メーカー大手キャタピラー<CAT>、自動車大手フォード・モーター<F>、医薬品大手メルク<MRK>、飲食品メーカーのモンデリーズ・インターナショナル<MDLZ>、飲料大手ペプシコ<PEP>、製薬大手ファイザー<PFE>、コーヒーチェーン大手スターバックス<SBUX>、貨物運送大手ユニテッド・パーセル・サービス<UPS>が決算発表。
- ・ 日銀が政策金利を発表。現状のマイナス0.1%を維持すると予想される。
- ・ 4月のコンファレンス・ボード消費者信頼感指数発表。コンセンサス予想は80と、3月の120から急激に低下。同指数が80以下となるのは、2014年初頭以来のこと。
- ・ 2月のS&Pケース・シラー住宅価格指数発表。主要20都市圏の価格指数は、1月とほぼ同水準の前年同月比3%上昇を予想。

4月29日（水）

- ・ 米国の2020年第1四半期国内総生産（GDP）速報値発表。成長率は、2019年第4四半期の年率換算2.1%からマイナス4%になると予想される。
- ・ 大手医療保険会社アンテム<ANTM>、給与計算代行大手オートマティック・データ・プロセッシング<ADP>、航空機大手ボーイング<BA>、先物取引所グループの持ち株会社CMEグループ<CME>、フェイスブック<FB>、大手複合企業ゼネラル・エレクトリック<GE>、クレジットカード大手マスターカード<MA>、IT大手マイクロソフト<MSFT>、防衛大手のノースロップ・グラマン<NOC>、電気自動車（EV）メーカーのテスラ<TSLA>、ファストフードチェーン運営ヤマ・ブランズ<YUM>が四半期決算発表。
- ・ 米連邦準備制度理事会（FRB）が連邦公開市場委員会（FOMC）の金融政策決定を発表。FRBは緊急対策として、フェデラルファンド（FF）の実質ゼロ金利への引き下げを行ない、債務保証や一般事業会社・地方政府の債券買い上げなどに数兆ドルを投じるとしている。
- ・ 全米不動産協会（NAR）が3月の中古住宅販売戸数を発表。エコノミストは、前月比7.5%減を予想（2月は2.4%増）。

4月30日（木）

- ・ たばこ・ワイン製造持ち株会社アルトリア・グループ<MO>、オンライン小売大手アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アップル<AAPL>、ケーブルテレビ大手コムキャスト<CMCSA>、総合石油エネルギー企業コノコフィリップス<COP>、バイオ製薬会社ギリアド・サイエンシズ<GILD>、証券取引所運営会社インターコンチネンタル・エクスチェンジ<ICE>、加工食品メーカーのクラフト・ハイツ<KHC>、ファストフードチェーン大手マクドナルド<MCD>、ソーシャルメディア企業ツイッター<TWTR>、クレジットカード大手ビザ<V>が決算発表。

- ・米商務省経済分析局が、3月の個人所得・消費支出統計を公表。個人所得は1.4%減（2月は0.6%増）、消費支出は5.3%減（2月は0.2%増）と予想。

5月1日（金）

- ・バイオ医薬品企業アッヴィ<ABBV>、ケーブルテレビ・携帯電話サービスのチャーター・コミュニケーションズ<CHTR>、シカゴ・オプション取引所を運営するCBOEグローバル・マーケット<CBOE>、石油大手シェブロン<CVX>、消費財メーカーのコレット・パルモリブ<CL>、化粧品大手エスティローダー<EL>、石油大手エクソンモービル<XOM>、総合テクノロジー企業ハネウェル・インターナショナル<HON>、大手エネルギー会社フィリップス66<PSX> が決算コンファレンスコールを開催。
- ・4月の製造業購買担当者景気指数（PMI）発表。3月（49.1）から低下の36.1と予想。

By Andrew Bary
(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』 2020/04/26

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