

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/05/03

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIJIPRESS



DOW JONES

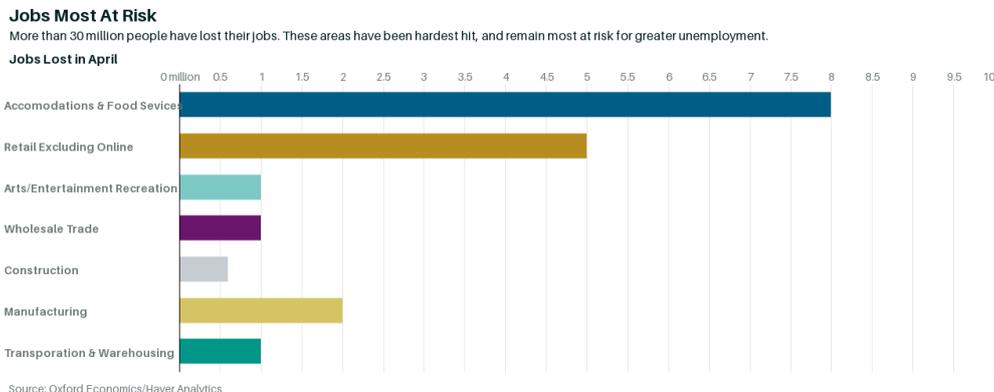
1. 経済復活のカギは個人消費 - The Economic Recovery Rests on Consumers. It Won't Be Easy. [カバーストーリー]
P.2
平坦でない道のり、利益回復に遅れも
2. 本誌エネルギー・ラウンドテーブルのメンバーが選ぶ推奨銘柄 - Stocks to Buy Now, According to Energy Roundtable Panelists [ラウンドテーブル]
P.5
原油価格は今後1~2年間で2倍に上昇する可能性も
3. 規制当局、新薬開発でプレッシャー - Virus Drug Efforts Put Pressure on Regulators [ヘルスケア]
P.10
安全性を確保しつつ新薬承認への期待に応えるには
4. 買物リストに載せるべき小売り銘柄 - Retail Stocks to Put on Your Shopping List [インタビュー]
P.12
コロナ後の世界で繁栄する小売りブランドはどこか
5. 大いなる断絶 - 株式だけが好調 - The Great Disconnect: Stocks and Just About Everything Else [コラム]
P.15
経済情勢は悲惨、エネルギー銘柄に投資機会
6. S&P500指数は記録的な上昇の後、混乱期に突入か - The S&P 500 Had a Rally for the Ages. Now It Gets Messy. [米国株式市場]
P.17
今後2カ月は方向性なく激しい値動きを予想
7. 大手ハイテク企業決算のポイント - Big Tech's Big Week: 5 Earnings Takeaways [ハイテク]
P.20
1-3月期は懸念ほど悪くなかったが、4-6月期には警戒が必要
8. 経済見通しは暗く、株価は高い。それでも株を売らない理由 - The Economy Looks Grim and Stocks Look High. Why I'm Not Selling. [コラム]
P.22
足元のバリュエーションは高く見えるが、ハイテク企業は成長継続
9. 無配・減配時代でも健闘する配当成長ファンド - Dividend Growth Funds Hold Their Own [ファンド]
P.24
低金利下で、配当は特に貴重
10. 今週の予定 - Activision Blizzard's Play for a Pandemic Premium [経済関連スケジュール]
P.26
アクティビジョン、外出禁止令が好機に

※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. 経済復活のカギは個人消費 - The Economic Recovery Rests on Consumers. It Won't Be Easy. [カバーストーリー]

平坦でない道のり、利益回復に遅れも

■ 新型コロナウイルス危機が消費を直撃



米商務省は4月30日、3月の個人消費が前月比7.5%減少したと発表した。これは1959年に統計を取り始めて以来、単月の減少率としては最大である。個人消費は米国の国内総生産（GDP）22兆ドルの70%を占め、米国経済を支えている。今後いつ、どこで、どのように米国民がお金を使うかは、企業活動の再開計画に大きく影響し、景気回復を告げる前触れになるだろう。世界的にも経済は個人消費抜きには回復できない。

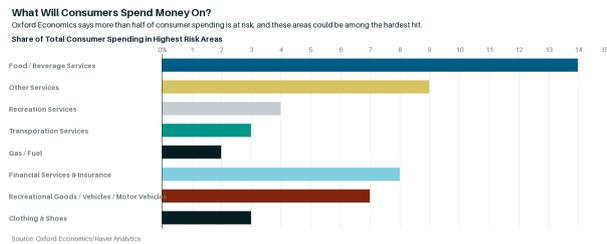
過去の不況はエネルギーや金融などから始まり、失業率が上昇して個人消費が落ちるのが通例だった。しかし、今回は個人消費がまず影響を受けた。新型コロナウイルスの感染拡大を封じ込めるために政府が経済活動を中断し、旅行、レジャー、小売り、外食など消費支出に依存するセクターが打ちのめされた。再開は容易ではない。政府、企業は流行の第二波を避けるため、ぎりぎりの判断を迫られる。コーヒーチェーン大手のスターバックス<SBUX>や百貨店メーシーズ<M>のように来週の再開を計画するところもあるが、営業は通常の状態にほど遠い。小売店もまた消費者の変貌に直面するだろう。

過去6週間で約3000万人の米国民が職を失い、家計に大きな打撃となった。リスクにさらされる業種として宿泊施設、外食、小売り、建設、製造業が思い浮かぶだろうが、影響はより広範囲に及ぶ。非営利調査会社ジャスト・キャピタルが米国の大企業100社を調べたところ、一時帰休あるいは自主休暇により給与が低額または無しとなっている労働者は、4月21日時点で3月24日の4倍となった。オックスフォード・エコノミクスの米国チーフエコノミストであるグレゴリー・デーコ氏は、「在宅勤務のホワイトカラーも給与カットや繰り延べに遭っている。これは危機がさまざまな所得層の消費支出を直撃したことを示唆する異例の出来事」と語る。

さらに半数以上の家計は、危機を乗り切るための貯蓄を持たない。年収15万ドル以上の家計の4分の1でさえも貯蓄を欠く。ボストン大学退職研究センターの研究員ジェフリー・サンゼンベイカー氏によれば、クレジットカードの残高はパンデミック前の2月に既に1兆1000億ドルに達し、中間

所得層の純財産に対する債務比率は他のグループよりも高かった。そして彼らは今、給与収入を失っている。クレジットカード会社は次に備えており、アメリカン・エキスプレス<AXP>は貸倒引当金を3倍に増やした。

■ 消費行動が大きく変わる



「心理的な影響もある。店舗やレストランが再開する際、新型コロナウイルス対策の経験が外出のリスク許容度に影響するだろう」と、テルジー・アドバイザリー・グループのヘッドで小売りアナリストのダナ・テルジー氏は語る。65歳超の年代層が消費支出の5分の1を占めるが、ウイルスに最も弱い世代であるため、外出には慎重になるだろう。

新型コロナウイルスによる危機下で、米国民は貯蓄を強いられている。全国規模の信用組合業務受託組織PSCUによれば、カリフォルニア、ニューヨーク、ニュージャージー、イリノイ、ルイジアナをはじめとする感染の深刻な州では、4月12日までの1週間にクレジットカード払いは34.4%減少し、デビットカード払いも14.6%減った。在宅命令が出なかった8州でも、クレジットカード払いは29.5%の減少、デビットカード払いは11.7%の減少となった。ギャラップの調べでは、「すぐに通常の生活を再開する」と答えた米国民はわずか5分の1で、70%が「再開する前に何が起こるか様子を見る」、残りは「無期限で社会との接触を限定する」という。

新型コロナウイルスによる危機下で、米国民は貯蓄を強いられている。全国規模の信用組合業務受託組

ドイツ銀行によれば、4月21日時点でフランス、ドイツ、イタリア、スペイン、英国、米国の消費者は新型コロナウイルス危機前より25~30%支出を減らした。

中国では多くの経済活動が再開されているが、消費支出や小売売上高は、政府が外出や家計支出を増やそうと各家庭にバウチャーを配っても沈んだままである。マッキンゼーの調査では、中国の消費者の30%がスキンケア用品の消費量とアルコールの購入量を減らし、半数を超える消費者が化粧品の使用を減らした。しかし大都市の富裕層は、新型コロナウイルス流行前よりもスキンケア用品の購入を30%増やした。健康やウェルネスといった方向へのトレンドであり、米国でも加速すると予想されている。消費者の中でも特にベビーブーム世代は、社会とのかかわりの再開により慎重となることが考えられ、旅行を減らし、家庭あるいは健康・フィットネスにもっとお金をかけるかもしれない。

■ 消費関連企業に試練

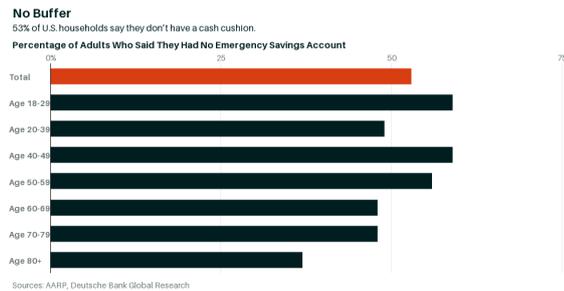


全米小売業協会 (NRF) のチーフエコノミスト、ジャック・クラインヘンツ氏は「ワクチンや治療法が確立されるまで外出を控えれば、消費関連企業やその労働力の存続可能性に打撃となるだろう」と語る。オックスフォードのデーコ氏は、米国の消費支出の半分が影響を受ける恐れがあると推測する。12~18カ月で経済が安定した時、個人消費が経済に占める割合は数%ポイント低くなっているだろう。

しかし、米国民は消費を愛する根っからの楽観主義者だ。ビスポーク・インベストメントのアナリ

ストは、米民間調査会社コンファレンス・ボードの消費者信頼感指数に一条の光を見出す。同指数は2014年半ば以降の最低まで悪化したが、驚くべきことに今後6カ月間の消費者の期待感が高まっており、消費意欲が積み積もっていることを示唆すると、ビスポークのアナリストは指摘した。ただ、どんなに多くの国民がかつての過剰消費に戻りたいと願っても（あるいは依然としてそれが可能だとしても）、企業側は消費者への対応を変えざるを得ない。消費者を呼び戻すには、低い搭乗率でのフライトやレストラン、劇場の座席数削減など、利益を減少させるような変化が必要だろう。クレディ・スイスの米国株チーフストラテジスト、ジョナサン・ゴラブ氏は「利益の戻り方を注視している。消費者が元に戻るとしても利益が通常に戻るには3年かかるだろう」としている。

■ 三つのシナリオと投資家の選択肢



投資家には強気のレベルに応じて選択肢がある。バンク・オブ・アメリカの消費財アナリストであるロバート・オームズ氏は、三つのシナリオを想定する。まず、新型コロナウイルス流行の第二波により店舗やレストランの閉鎖が夏をすぎて年末まで続くようなら、生活必需品販売で店を開ける企業がアウトパフォームすると予想する。手元流動性が潤沢で、オンライン販売を増やせる自由度の高い企業も同様だ。この中には大手量販店のウォルマート<WMT

>、ターゲット<TGT>、コストコ・ホールセール<COST>、スポーツ用品大手ナイキ<NKE>、アパレルのアーバン・アウトフィッターズ<URBN>、ホームセンター大手のロウズ<LOW>、ディスカウント店のダラー・ジェネラル<DG>が含まれる。反対に避けるのはショッピングセンターをベースにする小売業で、手元流動性が試されるとする。メーシーズ、アパレル大手のギャップ<GPS>、ジュエリー小売りのシグネット・ジュエラーズ<SIG>、百貨店チェーンのノードストローム<JWN>や、オンラインショッピングで実績のない企業が該当する。

店舗を再開してもソーシャル・ディスタンス（社会的距離の確保）を厳格に順守するのであれば、パフォーマンスにはばらつきが出るとオームズ氏は予想する。最も影響が小さい企業が力強く反転するだろうとし、生活必需品のプロクター&ギャンブル（P&G）<PG>、キンバリー・クラーク<KMB>、食品・飲料メーカーの Mondelez International<MDLZ>を挙げる。またワンストップで、単純に入って出てくるような形態の店舗を持つ企業も好位置という。このシナリオの注目企業はスポーツアパレルのルルレモン・アスレティカ<LULU>、化粧品大手のエスティ・ローダー<EL>、自動車部品小売り大手のアドバンス・オート・パーツ<AAP>、ファストフードチェーンのドミノ・ピザ<DPZ>、ウェンディーズ<WEN>、ジャック・イン・ザ・ボックス<JACK>、ディスカウント店のダラー・ジェネラル、オーリーズ・バーゲン・アウトレット・ホールディングス<OLLI>、建材販売持ち株会社のフロア・アンド・デコア・ホールディングス<FND>などだ。

店舗を再開しても深刻な不況に襲われる場合、オームズ氏は2008～2009年の景気後退をうまく切り抜けた企業に目を向ける。消費者が景気刺激策による給付を受ければ恩恵を享受する可能性があるからだ。これにはマクドナルド<MCD>のようなファストフードチェーン、自動車部品のオートゾーン<AZO>とアドバンス・オート・パーツ、1ドルショップのダラー・ツリー<DLTR>と在庫処分品を販売する小売業者のビッグ・ロット<BIG>、そしてウォルマート、加工食品大手のJMス

マッカー<SJM>、消費財メーカー大手のスペクトラム・プランズ・ホールディングス<SPB>などが該当する。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

2. 本誌エネルギー・ラウンドテーブルのメンバーが選ぶ推奨銘柄 - Stocks to Buy Now, According to Energy Roundtable Panelists [ラウンドテーブル] 原油価格は今後1~2年間で2倍に上昇する可能性も

■ 生き残った企業は以前より強くなる



Illustration by Denise Nestor, caption: J.P. Morgan's Phil Gresh

今年のエネルギーセクターは、新型コロナウイルスによって世界の原油需要が急減したことで大きな打撃を受けている。しかし、本誌の2020年エネルギー・ラウンドテーブルのメンバーは、かすかな希望を見いだしている。エネルギー企業が痛みに耐えて供給を削減し、キャッシュを保持することで、今後2年間で原油と天然ガスの価格は上昇し、生き残った企業の事業とバランスシートは強化される公算が大きい。

ラウンドテーブルのメンバーは、JPモルガンのエネルギー担当アナリストであるフィル・グレッシュ氏、エネルギー業界のデータ・分析プロバイダー企業エンベラスでバイスプレジデントを務めるバーナデット・ジョンソン氏、資産運用会社ブランディワイン・グローバルの大型バリュー株ポートフォリオマネジャーであるパトリック・ケーザー氏、エネルギー業界の「中流」（輸送・保管など）企業に投資する資産運用会社トータスでシニアポートフォリオマネジャーを務めるロバート・サメル氏である。

今年のラウンドテーブルは4月中旬にズームを使って開催された。その後、本誌は変わり続ける市場環境に関してメンバーに電話で見解を聞いた。例えば先週、原油価格は急上昇した。ウエスト・テキサス・インターメディアート（WTI）原油先物の6月物は4月30日に25%上昇し、多くのエネルギー株は3月下旬の安値から40%以上反発している。それでもメンバーは、総合石油会社シェブロン<CVX>、同業のコノコフィリップス<COP>、石油精製・販売会社バレロ・エナジー<VLO>、エネルギーインフラ企業ウィリアムズ<WMB>などの銘柄が現在の価格でも魅力的だと述べている。

■ 長期的には業況が回復



本誌：単刀直入に言って、エネルギーセクターへの投資を続ける理由はあるか？

ケーザー氏：エネルギー株、特に石油株に投資しようとする人間は愚かだと思われる（笑）。しかし、それは後知恵で判断した場合の話だ。当社は業界がいずれ1月時点の良好な状態に戻ると考えているが、タイミングは不透明。生き残った企業はより強くなっているだろう。現在の株価は非常に魅力的だ。

Illustration by Denise Nestor, caption: グレッシュ氏：時計の針を12月に戻すと、適切なコスト構造の企業は、ブレント原油先物価格が1バレル60ドルでも十分だった。こうした企業は配当を全額カバーすることが可能で、余ったキャッシュフローで自社株買いを実施していた。現在の原油価格では、こうした状況は成り立たない。企業の原油生産が黒字であるためには、ブレント原油先物価格が約50ドルになる必要がある。需要は改善し始めており、米国の探査・生産会社は積極的に生産を停止している。そのため、新型コロナウイルスの感染拡大の大規模な再発がなければ、原油価格の底は近いだろう。

ケーザー氏：シェールオイルの生産会社は、ブレント価格50ドルやWTI価格40ドルでは生産が成り立たない。石油メジャーが配当をカバーするには50ドル強のブレント価格が必要だ。国家財政を原油に頼っている国は、原油価格が50ドルでは財政赤字となる。銀行の融資は止まり、プライベートエクイティも業界に戻ってこない。

サメル氏：私もそう思うが、エネルギーは不可欠だというマクロ的視点を忘れてはならない。現在の需要は低調でも、いずれはより多くのエネルギーが必要になる。

ジョンソン氏：原油価格は過去6～7年間で2回急落している。つまり、価格の急落は再び起こる可能性が高い。事業会社と投資家は、リスクが大きい分、従来に比べて高いリターンを要求するだろう。そのため、需要が戻って原油価格が回復する時は、以前よりもやや高い価格となるかもしれない。60～65ドルになる可能性もある。

Q：WTI原油先物の5月物は4月に一時マイナス価格を付けた。投資家はどうか警戒すべきか。また、再びマイナス価格となる可能性はあるか？

ケーザー氏：投資家は特に警戒すべきではないし、再びマイナス価格になったとしても驚くべきではない。実際はオクラホマ州クッシングでの貯蔵コストが高くなったのが要因だ。さらに、空と思われる貯蔵施設も契約済みとなっている。

グレッシュ氏：原油価格がマイナスとなったのは、需要減少のペースと供給削減のペースが合わなかったことや、反対売買できないと現物の受け渡しが必要というWTI原油先物固有の要因によるものだ。これらの問題はいずれも解消に向かっている。

サメル氏：先物契約の保有者は、期日に履行できない契約を保有すべきではないという教訓を学んだ。従って、私は原油が再びマイナス価格になることはないと考えている。5月19日の期日が近いので、投資家は期近物である6月物の建玉の水準に注目すべきだ。期日が近づいても建玉が高水準である場合、原油価格は再びマイナスとなる可能性がある。しかし、これは全てテクニカルな要因によるものだ。

Q：最近、石油輸出国機構（OPEC）加盟国と非加盟の主要産油国で構成する「OPECプラス」とロシアは、5月から1日当たり約1000万バレルの減産を開始することで合意した。これは市場がバランスを取り戻すことに貢献するか？

ジョンソン氏：短期的には、減産量が少な過ぎるし、タイミングも遅過ぎる。下半期から2022年4月までの減産の方が重要かもしれない。先物ストリップ（連続する限月の先物取引）の価格は減産合意の発表後に上昇した。

ケーザー氏：減産合意が短期的には原油価格を押し上げないという見方に賛成だが、それで構わないと考えている。一部の企業が消えることで、市場がバランスを取り戻し、価格上昇につながる。

ジョンソン氏：天然ガスについてまだ話していなかった。原油の掘削が行われなくなり、それに伴って天然ガスも生産されなくなるのは、天然ガス価格にとっては良いことだ。ガス火力発電所の需要減少幅は、ニューヨーク州卸売電力市場（NYISO）で約10～15%で、他の市場ではもっと小さい。産業用需要は急減しておらず、家庭用需要も依然として堅調だ。

■ 今年末の予想原油価格は30～40ドル



Illustration by Denise Nestor, caption:
Brandywine Global's Patrick Kaser

Q：2020年末と2021年末の原油価格と天然ガス価格の予想を教えてください。

グレッシュ氏：ブレント価格は今年末まで40ドルに向けて苦しい推移が続くとみる。年末の価格は30ドル台になると思う。しかし、今後2～3年間で50ドルに近づくだろう。

サメル氏：WTI価格は年末までに35ドル（ブレント価格40ドルと同等）に達すると予想している。天然ガス価格は千立方フィート当たり3ドルとなるだろう。来年は原油価格が50ドル台に戻り、国内のガス価格は2.5～3ドルを維持する可能性がある。

ジョンソン氏：2020年末はWTI価格が約35ドル、ブレント価格が40ドル付近になるだろう。天然ガス価格は初冬の11月頃に約4ドルになるとみている。2021年は、天然ガスの平均価格が4ドル、ブレント原油価格が55ドル付近になると予想している。

ケーザー氏：天然ガス価格は年末までにやや上昇するだろう。今年のブレント価格についてはやや弱気で、2020年末時点で35ドルとみる。2年後には60ドル台後半に上昇する可能性がある。

Q：現在の原油価格に基づく、企業は損益分岐点に達するほど十分にコストを削減できているか？

グレッシュ氏：2014年、原油価格が100ドルから50ドルに下落する前、多くの企業にとって配当をカバーできる損益分岐点は約100ドルだった。その後、企業は損益分岐点を50ドルに引き下げた。最近、損益分岐点はさらに小幅に低下したが、企業には以前ほどの柔軟性はない。設備投資を6～9カ月先送りすることはできても、損益分岐点を50ドルから30ドルへ引き下げることが難しい。

Q：配当の維持は最近困難になってきている。英蘭系石油大手ロイヤル・ダッチ・シェル＜RDS.B＞は第二次世界大戦以降で初めて四半期配当の減配を発表した。

ケーザー氏：市場はエネルギー株の配当の安全性に懸念があると告げている。英国の石油大手BP＜BP＞やシェルの配当利回りは10%を上回っており、不信感が表れている。配当の行方は低調なエネルギー価格がいつまで続くかに懸かっている。シェブロンやコノコフィリップスなど、ほとんどの石油メジャーは、減配に踏み切るまで相当の期間にわたり耐えることができるだろう。

グレッシュ氏：2020年のブレント価格が40ドルとなった場合、総合石油会社エクソンモービル＜XOM＞のフリーキャッシュフローは20億ドルのマイナスになると当社は推定している。一方、同社は150億ドルの配当を支払わなくてはならない。同社は最近、180億ドルの債券を発行しており、不足分をカバーすることができる。エクソンの課題は、過去2年間にわたって下流（精製・石油化学品）事業が正常化していないことだ。以前の下流事業は、配当の大部分の資金源となる多額のキャッシュフローを生み出していた。

Q：エネルギーセクターが二度と「正常化」しない可能性は？

ケーザー氏：状況が元に戻らない恐れは常にある。探査・生産企業が失った資本の大きさを考えればなおさらだ。中東を始めとする地域の地政学的変動は可能性の一つだ。技術革新により、電気自動車や自動運転車をめぐる長期的な動向が変わるというブラックスワン（予測不能だが起きると衝撃が大きい事象）も発生し得る。

サメル氏：エネルギー企業は近年、コスト面の規律を強化し、投資家を引きつけようとしている。生き残った企業が規律を維持し、フリーキャッシュフロー利回りがS&P500指数の他のセクターと同等に近づけば、投資家にとって魅力的だろう。

ケーザー氏：バリュー投資の古いことわざに、「皆に嫌われなければ割安な銘柄にはならないが、保有者も嫌いな銘柄でなければ真に割安とは言えない」というものがある。現在のエネルギー株はまさにそのような状態だ。エネルギーセクターは過去9年間のうち8年間にわたってアンダーパフォームしてきた。投資センチメントがこれ以上悪化するとは考えにくく、上値余地があるとみられる。

ジョンソン氏：世界はまだ化石燃料に依存している。再生可能エネルギーの成長にもかかわらず、石油と天然ガスの長期的な需要は加速している。シェールオイルなどの従来とは異なる手法で生産される原油は、世界の原油供給において重要な位置を占める。シェールオイル生産企業の破綻は増えるだろうが、シェールオイル自体は死んでいない。

■ メンバーの選好銘柄



Illustration by Denise Nestor, caption:

Robert Thummel of Tortoise

Q：ケーザー氏は一部の総合石油メジャーを選好しているが、強気の理由は？

ケーザー氏：多くの石油生産企業は、危機を乗り越えた時に強くなっていると私は予想している。当社が探している企業の条件は、ブレント価格が50～60ドルに戻った時に魅力的なフリーキャッシュフローを生み出すこと、経営陣が優れていること、未完成のプロジェクトに支出する必要がないこと、あるいは資産を常に入れ替える必要がないことだ。

選好銘柄の一つは石油・天然ガス生産会社カナディアン・ナチュラル・リソースズ<CNQ>だ。同社はコストが低く、寿命の長い資産を保有しており、業界最高クラスの経営陣を擁する。環境・社会・ガバナンス（ESG）の観点で考えても、同社のオイルサンドからの採掘手法は過去10年間にわたって環境面で改善されている。株価は6ドル台後半で底打ちし、13ドル付近で推移している（金曜終値は15.6ドル）が、今後2～3年間で2倍になる可能性がある。シナリオによっては3倍になるかもしれない。

BPも上記の条件に当てはまる。同社は2010年のメキシコ湾原油流出事故を受けて、投資を制限することを強いられた。その結果、何年間も愚かな支出を避けることができた。同社は多角的な事業を有し、当面は大規模なプロジェクトも少なく、同業他社に比べて損益分岐点も非常に魅力的だ。配当をカバーすることもできる。他の大手石油企業に比べて、BPは安定性が高く、業界の環境変化にも強い。

Q：環境が正常化した場合の業績は？

ケーザー氏：非常に良いシナリオなら1株当たり利益（EPS）は4ドルに達するだろう。しかし、これには多くの条件が必要だ。昨年のEPSは2.95ドルだった。当社はエネルギー株の中でBPとカナディ

アンを最大の保有銘柄としており、コノコフィリップスとシェブロンも保有している。

Q：グレッシュ氏は石油メジャーと精製企業を選好しているが、どちらの方が気に入っているのか？

グレッシュ氏：精製企業だ。石油メジャーよりも精製企業の方が割安に見える。バレロとフィリップス66<PSX>は、当社による正常化後の2022年業績予想に基づくフリーキャッシュフロー利回りが約10%で、利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）に対する純負債の倍率は2倍未満だ。石油メジャーは、2022年のブレント価格を50ドルとすると、純負債／EBITDA倍率が精製企業と同様でフリーキャッシュフロー利回りは約6%となる。

バレロは業界最高クラスの精製専門企業だ。バランスシートの守りとキャッシュフロー創出の攻めのバランスが良い。フィリップス66はより多角的な企業だが、上流（石油・ガスの採掘）活動への直接的なエクスポージャーはない。

Q：これらの企業の予想利益は？

グレッシュ氏：より正常化した環境を想定すると、バレロの2022年のEPSは5.5ドルとなる可能性がある。最近の株価に基づく予想株価収益率（PER）は12倍未満だ。フィリップス66の2022年予想EPSは6.25ドルで、やはり予想PERは12倍未満となる。今年の業績については、バレロは設備稼働率の低下により1株当たり2ドルの赤字、フィリップス66はEPS1.45ドルの黒字を予想している。

Q：今年、マスターリミテッドパートナーシップ（MLP）は大きな打撃を受けており、トータスの一部のファンドに大幅な損失が出ている。一体何が起きたのか。MLPに未来はあるのだろうか？

サメル氏：トータスがMLP投資に重点を置いたクローズドエンドファンドを設定したのは2004年のことだ。これらのファンドは、法律上の要件に基づき、レバレッジ比率に対して一定額の資産を維持しなければならない。維持できない場合、選択肢の一つは資産売却だ。当社のファンドは、他のファンドと同様に、資産価格が急落する中で中流事業銘柄を売却しなければならなかった。

中流事業は、石油とガスを生産地から消費地に運ぶという不可欠な役割を果たす。ウィリアムズなどの大規模な総合中流企業は、レバレッジ比率を過度に高めることなく、キャッシュフローから配当を支払い続けることができるだろう。ウィリアムズのEBITDAの大部分は、天然ガスとその関連製品の輸送によるものだ。配当利回りは約9%である。今年のキャッシュフローは減少する見込みだが、減少率は株価の下落率よりもはるかに小さい。

天然ガス関連会社のシェニエール・エナジー<LNG>も選好する。投資家は液化天然ガスの世界的な需要が続くかどうかを懸念しており、同社の株価は大幅に下落している。しかし、中国とインドをはじめとする世界各国では、二酸化炭素の排出量を削減するため、石炭の消費量を減らす一方で天然ガスの消費量を増やしている。

MLPの中では、大規模で多角的な中流企業のエンタープライズ・プロダクツ・パートナーズ<EPD>も選好する。配当利回りは10%である。ガソリン、原油、航空燃料の輸送を手掛けるマゼラン・ミッドストリーム・パートナーズ<MMP>も好んでいる。当社のストレステストによれば配当は安全である。約10%の配当利回りは投資家にとって魅力的だろう。

By Lauren R. Rublin
(Source: Dow Jones)

3.

規制当局、新薬開発でプレッシャー - Virus Drug Efforts Put Pressure on Regulators

[ヘルスケア]

安全性を確保しつつ新薬承認への期待に応えるには

■ レムデシビルの緊急認可と今後の課題



Illustration by Pete Ryan

米食品医薬品局（FDA）は5月1日遅くにギリアド・サイエンシズ<GILD>が開発した抗ウイルス薬レムデシビルに新型コロナウイルス患者を対象とした緊急使用の認可を与えた。これで重症の新型コロナウイルス入院患者を治療することが可能となるが、レムデシビルで新型コロナウイルス問題を解決するのは難しい。重要な臨床試験において、患者が回復に要する期間を平均で約3分の1短縮したものの、ほかに明確な有効性を示すデータはない。また供給量は極めて限定的であり、静脈内投与しかできない。

レムデシビルの使用認可は新型コロナウイルスの治療薬としては2番目で、相応の臨床試験で確認された有効性に基づく最初の使用認可となる。FDA長官のステイブン・ハーン博士は声明で、「新型コロナウイルス治療薬を切望する声が多く、FDAは持てる全ての手段を投入し、24時間体制で作業を行った」と語った。今回の認可は驚くほど迅速な対応の結果であり、パンデミック（世界的大流行）を乗り越えられるというかすかな希望の光となった。しかし、問題はまだまだこれからだ。最大の難問は、次に登場する新型コロナウイルスワクチン・治療薬について、使用の認可を期待する巨大な圧力に対し、FDAは米国民を有害な薬物から守るという役割をどのように果たしていくかという問題だ。

米シンクタンクのミルケン研究所によると、新型コロナウイルスについて、現在200近い治療薬と100近いワクチンが開発中であり、米国立衛生研究所（NIH）の臨床試験登録サイトClinicalTrials.govには1000件以上の研究が登録されている。FDAは、次々と登場する治療薬やワクチンに対し、有効性や安全性について、どのようなエビデンスを求め、いかに迅速にそれを入手するか、難しい決断を迫られている。生命倫理学者で、オバマ政権でホワイトハウス特別顧問を務めたジーク・エマヌエル博士は、「FDAは極度のプレッシャーにさらされている。タフで妥協しない人物が必要だ」と語る。

■ 意図的な暴露によるワクチン開発の促進「チャレンジ試験」

ワクチンも治療薬も通常は開発に10年以上を要する。このため、企業や政府職員、研究者は、治療薬やワクチンを早く世に出すための戦略を練っている。風疹ワクチンの開発につながる研究を行った87歳のウイルス学者、スタンリー・プロトキン博士は、被験者に新型コロナウイルスを意図的に与えてはどうかという。このいわゆる「チャレンジ試験」は、ハーバード大学公衆衛生学部のマーク・リップシッチ教授が3月下旬に学会誌に発表したもので、プロトキン博士も4月に発表された別の論文の共同執筆者となっている。

大まかに言えば、被験者に実験用のワクチンか偽薬を投与し、その後ウイルスに曝露する対照臨床試験を行う。被験者は試験中に隔離され、感染した場合は最高水準の医療ケアを受ける。理論的には、こうした研究は、薬物の有効性を証明するために通常行われる第3相臨床試験よりもはるかに迅速に、はるかに多くのエビデンスを提供できる。リップシッチ博士の論文は、第1相および第2相臨床試験で安全性と免疫原性を計測した後、比較的小規模のチャレンジ試験を実施できれば、拡大

第2相試験を短期間行って安全性を確認することで、第3相試験が不要になると主張する。「ワクチンの承認が数カ月早まり、多くの命を救えるのなら、検討に値する」とリプシッチ博士は言うが、こうした戦略は物議を醸すと思われる。被験者は死亡する可能性があり、危険な病気で採用されるのは今日ではまれだ。しかしプロトキン氏は、「このままでは、ワクチンが承認される前に大勢の人が亡くなる。今はリスクを取るべき時だ」と言う。同博士は、新型コロナウイルスのワクチンを開発している製薬会社の顧問を務めている。

■ サノフィとグラクソの開発、FDAと協力

一方FDA側は、チャレンジ試験は、動物試験を行えば「回避可能な倫理的な問題や実行可能性の問題が生じる可能性がある。動物を使ってワクチンの開発を加速することは可能であり、そうした多くの開発設計を検討しているところだ」と主張している。

例えば、英製薬大手グラクソ・スミスクライン<GSK>と共同で新型コロナウイルス用のワクチン開発を行っている仏製薬大手サノフィ<SNY>の最高経営責任者（CEO）ポール・ハドソン氏によれば、ワクチン開発の資金を提供している米国生物医学先端研究開発局（BARDA）との取引の一環として、「BARDAの協力を得つつ、安全性を確保しながら簡略化できる方法をFDAと検討しながら開発を進めている」という。

同氏は、サノフィが開発した組換えDNAプラットフォームや、グラクソが開発した薬物の効果を高める補助剤などのワクチン構成要素は、承認済みのほかの製品で既に使用されているため、第1相および第2相試験は小規模で済むはずだという。サノフィとグラクソのワクチンはまだ被験者に投与されてはいないが、同氏によれば、「通常は9～12カ月かかる手続きが3日で承認されるなど、既に大きな変化が起きている。質を下げているわけではなく、最優先事項のため、とにかく対応が早い」という。

■ 緊急認可で浮上した懸念

治療薬の場合は、時間軸が大きく変わる。治験に数カ月かかるワクチンと違い、新型ウイルス治療薬の治験は数週間で済む。ただ専門家は、厳密な治験デザインが不可欠であり、既に間違いが起きていると指摘する。

メモリアル・スローン・ケッタリングがんセンターの保健政策責任者ピーター・バッハ博士は、ギリアドが実施したレムデシビルの最大の臨床試験が、有効性を評価するカギとなる対照群なしで行われたのは、大きな誤りだと非難する。ギリアドの臨床試験は、二つの異なる治療期間で有効性の差を調べたが、対照群がないため、データの解釈には困難が伴う。なお、ギリアドは同研究結果の発表と同時に、国立アレルギー感染症研究所が実施した別の対照群を設けた臨床試験の結果も発表している。FDAは、両臨床試験のデータに基づいて緊急使用の認可の決定をしたと説明している。

新型コロナウイルスに関しては、FDAはレムデシビル以前に既につまづきを経験している。3月下旬、トランプ大統領の発言など政治的な圧力が高まる中、FDAは無作為化比較対照試験による有効性を示すデータがないにもかかわらず、硫酸ヒドロキシクロロキンに緊急使用の認可を与えるミスを行った。4月になり、FDAは、同薬剤は心臓に重篤な障害を引き起こす可能性があるという警告を出した。FDA側の説明によれば、FDAの担当者は、NIH、疾病管理予防センター、BARDAの専門家と協議の上、当時入手できたエビデンスから有効性があると判断する合理的な理由があり、他に治療薬がないためリスクを上回る利益があると判断し、使用の認可を与えたという。

この件をきっかけとする一部の専門家の懸念は解消されていないが、レムデシビルの使用認可

でFDAは態勢を立て直すことができるかもしれない。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

4. 買物リストに載せるべき小売り銘柄 - Retail Stocks to Put on Your Shopping List [インタビュー] コロナ後の世界で繁栄する小売りブランドはどこか

■ 2020年は失われた1年



Photograph by Matt Furman, caption: Dana Telsey, CEO and chief research officer of Telsey Adviso

買物客が自宅待機を余儀なくされる中、小売業は今後も価値を提供し、商品を売るための新たな方法を見つけ出す必要に迫られている。制限を緩和し始めた州もあるが、いつ、どのように消費者が戻ってくるのかは依然として不透明だ。本誌の「米国金融界で最も影響力のある女性」の一人でもあるダナ・テルジー氏は、小売業界のアナリストや資産運用マネジャーとして長い経験を積んだ後に、自らのテルジー・アドバイザー・グループを設立した。母親や祖母が小売業界で働き、家族がマジソン街の本屋を所有していた生い立ちの中からも小売業界の浮沈の繰り返し

しについて身をもって学んできた。

本誌：小売業の幹部らのムードは？

テルジー氏：最強の企業でも、この先の地図もなく、事態が時間単位で変化すると言っている。企業は、キャッシュの状態を監視し、コスト構造を評価し、店舗ベースを点検している。固定費と変動費という考え方をすれば、ほとんど全てが変動費になっている。

Q：このような不透明感の中で、どのように予想するのか？

A：2020年は失われた1年だ。何もかもが混乱しているため、企業ごとのバリュエーションや投資テーマは意味がない。店舗が再開して新たな世界が見えてから、今後行くべき新たな水準の設定が始まる。成長や新規性、設備投資が回帰する水準は、2021年の見通しに基づく。現在は利益ではなくキャッシュの保全こそが最も重要だ。

Q：既存店売り上げなども意味がないようだ。投資家はどんな指標を注視すればよいか？

A：在庫水準、信用格付け、さらにキャッシュや負債、回転信用枠、財務制限条項などの状況だ。

■ 生き残れない恐れがある小売企業

Q：このセクターの中で生き抜く力があるのはどの部分か？

A：負債が多い企業は切羽詰まっている。プライベートエクイティの投資を受け、アンダーパフォームし、利払いができない企業は消え去る可能性がある。パーティー用品専門店のパーティー・シ

ティー〈PRTY〉、アパレル大手のギャップ〈GPS〉やエル・ブランズ〈LB〉、百貨店大手のメーシーズ〈M〉などはこの部類に入る。その一方で、顧客を引き付けるブランド力、オンラインと実店舗の両方、そして豊富なキャッシュを持つことが重要だ。また、店舗再開の際は、休業前と季節が変わっている。在庫を調整しなくてはならない。

Q：ホリデーシーズンは2008～2009年と比べるとどうなるか？

A：今の失業率の水準では、2020年のホリデーシーズンはもっと悪くなる可能性がある。消費者が元通り働き、可処分所得で消費する余裕や自信、安心感、安全が戻る必要がある。

Q：小売業はどうすればよいか？

A：接客にマスクや手袋を着用し、顧客にも利用できるようにし、店舗に入る人数を制限し、顧客に見えやすい形で試着室を消毒したり清掃したりする人員を配置し、支払いもクレジットカードをかざすだけで済むよう設備を整えることだ。営業時間も短くなるだろう。最初は1週間に20時間からかもしれない。

■ 生き残り条件はキャッシュ、ブランド、販売チャネル

Q：封鎖が解かれつつある中国の事例からどう学ぶか？

A：H&Mのヘネス・アンド・マウリッツ〈HM.B.スウェーデン〉について興味深い数字がある。H&Mは感染症の大流行が始まった第1週には休業店舗はなく、売上高は16%増だった。第7週には64%の店舗が休業し、売上高は89%減少した。第10週は、休業店舗は11%にすぎなかったが売上高は79%減だった。第14週になり、休業店舗は1%で、売上高は23%減と改善はしたが、人々が外出や消費に積極的ではないことが分かる。差別化も顕著だ。LVMHモエ・ヘネシー・ルイ・ヴィトン〈MC.フランス〉やエルメスでは消費が戻ってきている。エルメスのある店舗では、営業再開の初日に270万ドルも売り上げた。失業率の水準を考慮すると、米国民が一般消費財にお金を使う余裕を感じるにはしばらく時間がかかるだろう。シャネルやLVMH、エルメスでは値引きしないうだろうが、ニーマン・マーカスのような瀬戸際の会社を見ると、高級品でも2008～2009年以降見たこともないような値引きを目にすることになるだろう。

Q：中間層の小売りやブランドは生き残れるのか？

A：エル・ブランズやギャップなど、以前はアパレル業界の王様とされた企業も、今や対応に苦慮し、ブランド持ち株会社のカプリ・ホールディングス〈CPRI〉やタペストリー〈TPR〉も同様だ。ジーンズのリーバイ・ストラウス（リーバイス）〈LEVI〉、有力ブランドを多数抱えるアパレル大手VFコーポレーション〈VFC〉、フットウエアのデッキーズ・アウトドア〈DECK〉などは、ブランド力で違いを見せつけている。盤石なバランスシートによって自分自身の運命をコントロールできる企業は混乱が終息するまで生き抜ける。

Q：不動産所有者にとって朗報ではないようだが。

A：新型コロナウイルスの混乱前は、体験が重要視された。将来のショッピングモールは今までとは異なる場所になるだろう。コミュニティセンター化していくにはどうすべきか。スポーツジムなら、エアロバイク同士の間隔、レストランならテーブルの間隔も考えねばならない。オーナー側と入居者が協力し合う必要が生じるだろう。賃貸店舗の規模や店舗の外見も変わるだろう。

Q：今回の危機で人々はウォルマート〈WMT〉やターゲット〈TGT〉などの小売チェーンを利用している。

A：現在のところは生活必需品が強い。失業率がこれほど高い場合は、生活必需品が重視されるため、コストコ・ホールセール〈COST〉、ウォルマート、ターゲット、クローガー〈KR〉、アマゾ

ン・ドット・コム<AMZN>あるいは、1ドルショップなどが勝者となっている。ウォルマートやターゲットは、ロイヤルティプログラムをはじめ、データを活用した商品の推奨や再注文の簡単さなどで顧客に親身な買い物体験を提供する能力があり、サプライチェーンや生活必需品重視の姿勢で、「なくてはならない」存在になっている。

Q：好調だったディスカウントショップの現在の状況はどうか？

A：店舗は休業中で、オンラインの売り上げは多くない。しかし、この業態の会社は危機を乗り切る資本力があり、買い入れ可能な在庫が豊富なため恩恵を受ける。

Q：生き残りへの道筋は？

A：ウイルスがぶり返して再び都市封鎖に陥るなら、デジタルの普及が加速するばかりだ。物理的な実店舗に対してはより細かい監視の目が向けられ、最も生産性の高い店舗のみが必要とされる。バランスシートの重要性がより高まり、在庫をキャッシュに変換できることも重要だ。実店舗は、パーソナライズとロイヤルティプログラムに力を入れるだろう。創造的なデジタル広告も増えている。

■ 今はまだ買物リストを作る時期

Q：株式市場で多くの銘柄が叩きのめされたが、まだ買い時ではないか？

A：現在ほどの企業が生き抜くかを見極め、買物リストを準備すべき時だ。第2四半期は休業が広がったため第1四半期よりも悪いはずだ。利益が分からないから、バリュエーションを決められない。2019年の売上高に戻るのには2022年になるかもしれないが、それはまだ株価に織り込まれていない。

Q：買物リストに書き入れるべき銘柄は？

A：健康やウエルネスに関するものが重要だ。スポーツウエアメーカーのルルレモン・アスレティカ<LULU>、化粧品小売りチェーンのアルタ・ビューティ<ULTA>、化粧品大手エスティローダー<EL>、スポーツ用品のナイキ<NKE>、アディダス<ADS.ドイツ>などがある。生活必需品を手に入れるため、アマゾン、ウォルマート、ターゲット、コストコ、またディスカウントストアなども全部恩恵を受けるだろう。ディスカウント小売り大手TJX<TJX>は最も多角化している。事態が安定して、一般消費財に顧客が戻ってくると、LVMHが恩恵を受けるだろう。

■ トップピックはエスティローダー、ルルレモン、アルタ、リーバイス

Q：トップピックは？

A：化粧品大手エスティローダー<EL>は危機を乗り切る流動性があり、過去数年にコスト構造の調整も行い、多角化の恩恵も受ける。消耗品的商品を提供しているため、店舗が再開されればすぐに消費者が戻るはずだ。また、売上高の約30%はオンライン販売だ。

ルルレモンは忠誠度の高い顧客に恵まれ、11億ドルのキャッシュを擁し、しかも負債がない。スポーツウエアを普段着に使ったり仕事で着用したりするアスレジャーや服装のカジュアル化の傾向は今後加速するばかりと思われる。また利益率が高く成長率の高い中国では店舗再開に伴い、前四半期比改善が見られている。

アルタは、バランスシートも盤石だ。顧客は、オンラインも含め複数の販売ルートの利用が増えており、実店舗のみ利用する顧客の3~4倍消費する。店舗が再開され次第、健康やウエルネスの傾向は加速し、消耗品の場合は持続的な需要が見込める。

リーバイスは象徴的ブランドで、季節を問わない幅広い中核的商品を提供している。流動資産は約18億ドルと財務状況は強い耐久力がある。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

5. 大いなる断絶—株式だけが好調 - The Great Disconnect: Stocks and Just About Everything Else 経済情勢は悲惨、エネルギー銘柄に投資機会

[コラム]

■ 株式市場だけが好調



Photograph by Chung Sung-Jun/Getty Images

新型コロナウイルスによる米国経済の落ち込みは底が知れない一方、株価は、4月に月間としては久方ぶりの大幅な上昇となった。数字の上では整合性がとれない。過去5週間の新規失業保険申請件数は3000万件を超え、各州のシステムの処理能力を超えている。第1四半期の実質国内総生産（GDP）成長率（前期比年率換算）はマイナス4.8%となり、2009年半ばに始まった景気拡大に終止符が打たれた。

第1四半期のマイナス成長は、人々が新型コロナウイルス感染を恐れて不要不急の治療を回避したことによる、医療関連を中心としたサービス支出の減少が要因となった。しかし、感染が広がって経済活動が実質的に停止した影響は第2四半期に本格的に反映される。エコノミストは影響の程度を想像するしかないが、第2四半期のGDP成長率は最悪で年率マイナス40%とも予想されている。

一方で、ダウ工業株30種平均（NYダウ）とS&P500指数の4月の上昇率は1987年1月以来、ナスダック総合指数の上昇率は2000年6月以降で最高となった。さらに、NYダウ、S&P500指数、ナスダック総合指数はそろって3月23日の直近の底から約30%上昇している。

経済と株式市場の動向の大幅な乖離（かいり）は、ブラウン・ブラザーズ・ハリマンのチーフ・ストラテジストであるスコット・クレモンス氏が顧客から最も質問を受ける「コナンドラム（謎）」だ。株式市場好調の一因は、市場が将来の改善を見通していることかもしれない。全国ベースのソーシャル・ディスタンス（社会的距離の確保）は5月1日で終わり、一部の州は制限を緩和している。さらに、製薬会社のギリアド・サイエンシズ<GILD>のエボラ出血熱治療薬のレムデシビルが新型コロナウイルス治療に効果があり、ワクチンも年内に準備が整う可能性があるというニュースもあった。

クレモンス氏は、活動再開に最も積極的なジョージア、サウスカロライナおよびテネシーの各州における今後数週間の動向に注目すると語る。これらの州で感染者数が再度増加しなければ、他の州は経済活動のより急速な再開に前向きになる可能性がある、と同氏は言う。

■ FRBと政府がお膳立て

株式市場の反発の立役者は何よりも、非戦時下で最も積極的な金融・財政政策を協力して実施した

米連邦準備制度理事会（FRB）と米国政府だ。FRBは3月にゼロ近辺まで利下げしたのみならず、米国債や政府機関系住宅ローン担保証券（MBS）の買い入れ額を拡大した。資産買い入れの結果、FRBのバランスシートは5割以上膨らみ、6兆ドルを突破。エコノミストは、最終的に10兆ドルに達するとみている。さらに、社債に加えて、ジャンク債に投資する上場投資信託（ETF）の買い入れを含む新たな一連の融資制度や投資ファシリティを開始したことも同様に重要な役割を果たした。FRBが社債市場を実質的に支えたために、4月には2850億ドルの投資適格社債が発行された。

4月には、大手航空機メーカーのボーイング<BA>が250億ドルの社債発行を発表した。航空会社が運航を停止する中、同社は年間で200億ドルのキャッシュが消失すると推定されている。その他、航空会社のデルタ航空<DAL>は社債発行に加えて私募市場での借入れで50億ドルを調達した。アメリカン航空グループ<AAL>は、新型コロナウイルス支援・救済・経済安全保障（CARES）法の下で政府から106億ドルの支援を受けた。クルーズ船運営大手のカーニバル<CCL>は60億ドルを調達し、衣料品小売店のギャップ<GPS>は22億5000万ドルの社債を発行した。

FRBと財務省による、前例のない規模での民間市場への介入は懸念すべきと、筆者は警告してきた。とはいえ、これらの行動が流動性の枯渇による企業破綻を阻止したことは認めなければならない。株式市場の回復にとって、大量破綻の回避は重要な要因となってきた。

■ 悲惨な経済指標が待ち受ける

株式市場は、経済の悲惨な現実を反映して調整するのだろうか。あるいは、経済はこれから底打ちして回復を始め、株式市場の楽観的な見方を裏付けるのだろうか。両方の可能性がある。

投資家はどこかの時点で、経済指標に反応しなくなる可能性がある。8日に発表される予定の4月の雇用統計が好例になるだろう。非農業部門就業者数は2200万人の減少が予想されている。これは、第二次世界大戦後の1945年に記録された過去最大の減少の10倍以上となる。失業率は16%へ急上昇すると予想されており、これは、2カ月前の3.5%と比較すると4.5倍になる。

サプライ管理協会（ISM）の製造業景況感指数は3月の49.1から4月は41.5へ悪化した。しかしコーナーストーン・マクロのチーフ投資ストラテジストであるマイケル・カントロウィッツ氏によると、景況感指数は納品の減速に下支えされており、通常であれば景気の力強さの兆候であるが、現在は活動停止を反映している。さらに新規受注は底割れしている。

バンク・クレジット・アナリスト（BCA）は、どん底まで落ち込んでいる一連のリアルタイム経済指標を挙げている。それらは、主要都市における交通量、航空便運行状況、レストランでの夕食件数、ニューヨーク市の地下鉄乗客数などだ。

とはいえ、中長期的にみて、債券の超低金利を考慮すると債券よりも株式の方が魅力的だ。株式の相対バリュエーションと超緩和的な金融政策の組み合わせは株式にとって好材料で、S&P500指数が強気相場に突入した2009年3月よりも状況は良い。

■ エネルギー株に長期的投資の機会

大幅に売られたエネルギー株は、長期的にみた場合に投資機会を提供している。石油輸出国機構（OPEC）プラスに加えてカナダや米国が減産しており、原油市場の供給過剰状態はいずれ解消されるだろう。

BCAによると、エネルギー銘柄の相対バリュエーションは過去最低となっている。S&P500指数に

おけるエネルギーの構成比は3%で最低だ。とはいえ、投資を急ぐ必要はないかもしれない。上場投資信託（ETF）であるエナジー・セレクト・セクターSPDRファンド<XLE>は金曜日にも5.7%下落した。

もう一つの変化は、配当だ。英蘭系石油大手のロイヤル・ダッチ・シェル<RDS.A>は先週、第二次大戦後で初めて減配し、四半期当たり配当を47セントから16.25セントに引き下げた。ゴールドマン・サックスのマイケル・デラ・ビーン氏率いるアナリストらは、大手石油会社が業績連動の配当政策を採用すると示唆する。

■ 季節性を考慮

当面は、市場全体は季節性を主因として逆風に直面する可能性がある。「5月に売れ」という格言が当てはまる可能性がある。ルネッサンス・マクロ・リサーチのジェフ・デグラーフ氏は1954年から2018年を調査して、相場が1月と2月に下がった場合、第3四半期は軟調で、第4四半期に反発する傾向にあることを見いだした。

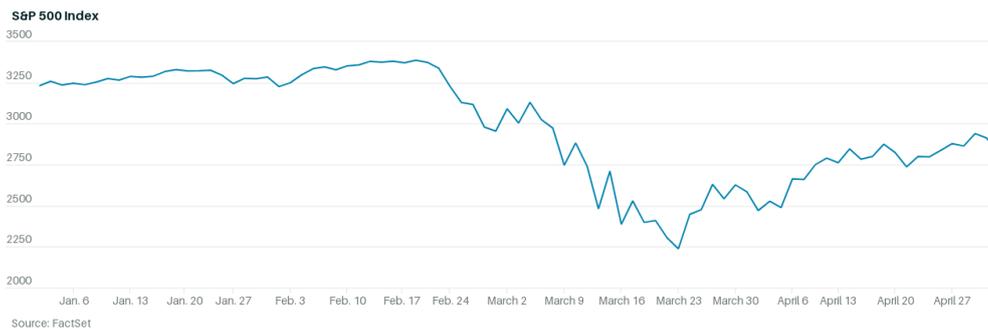
ストック・トレーダーズ・アルマナックのジェフリー・ヒルシュ氏の所見によると、11月から4月にかけての最良の時期に相場が下がった場合、その後6カ月のパフォーマンスも冴えない傾向にある。例外は、1966年まで遡る弱気相場が終わった1982年と、直近の強気相場が始まった2009年だ。しかし、これらの過去の上昇事例は、現状では新たな強気相場の予兆になるようには見えない。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

6. S&P500指数は記録的な上昇の後、混迷期に突入か - The S&P 500 Had a Rally for the Ages. Now It Gets Messy. [米国株式市場]

今後2カ月は方向性なく激しい値動きを予想

■ コロナ禍に翻弄される株式市場



この2カ月間、S&P500指数は新型コロナウイルスの感染拡大状況の変化を追って分かりやすい動き

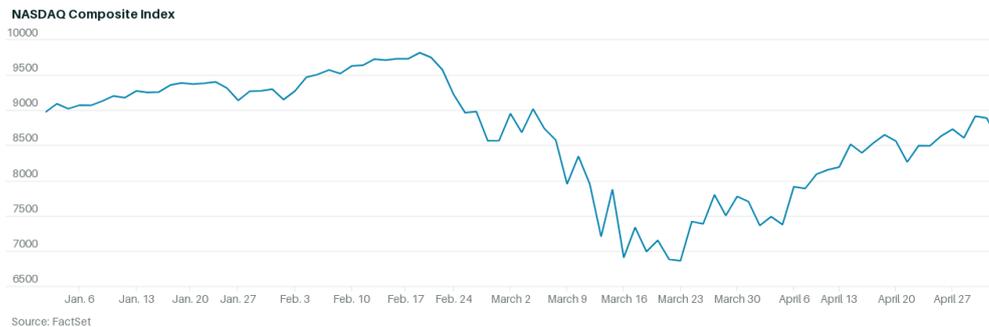
をしてきた。

3月には、米国経済が完全に停止し深いリセッション（景気後退）入りするとの見方から、同月最安値まで34%の下げを演じた。その後、金融政策や財政刺激策に加えて今後の治療薬の可能性に進展が見られたこと、また、米国経済の再開の可能性が示されたことで、当初心配されたような国家的悪夢に匹敵するレベルではないようだとの印象が広がると、4月には単月では1987年4月以来最大となる上昇を示した。

しかしその後、事態は混乱の様相を強めていく。経済再開のタイミングについて各州が異なる見解を示し、米国として一斉の再開とはならなかった。南部のジョージア州は先週、経済活動の一部再開を果たしたが、ニューヨーク州は6月までは再開は難しそうだ。

都市部と地方では感染被害の程度が異なることから、同じ州の中でも経済再開を一括りに判断することは最良ではない。こうした状況は理解できるものの、株式市場にとっては混乱の材料でしかない。

■ パンデミックで米中間の緊張が再燃



それでも、米中間の緊張が目に見えて再燃するようなことがなければ、市場は何とかこの混乱をやりすごすことができただろう。米国側は新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の責任は中国にあるとし、報復措置を匂わせている。中国の国営メディアは、米国民や世界を守れなかった非は米国にあると報じた。米商務省は、中国企業へのハイテク輸出の規制強化をひっそりと打ち出している。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、「週後半の緊張の高まりは（明らかに）大きかった」と語る。

S&P500指数は先週月曜から水曜の3日間で3.6%上昇したが、週後半の2日間で3.7%下落した。週間では0.2%下落し2830.71で週を終えた。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は51ドル58セント（0.2%）下落し、2万3723.69ドルで、ナスダック総合指数は0.3%下げて8604.95でそれぞれ週を終えた。小型株のラッセル2000指数だけが週間で上昇を示し（2.2%）、1260.48で引けた。

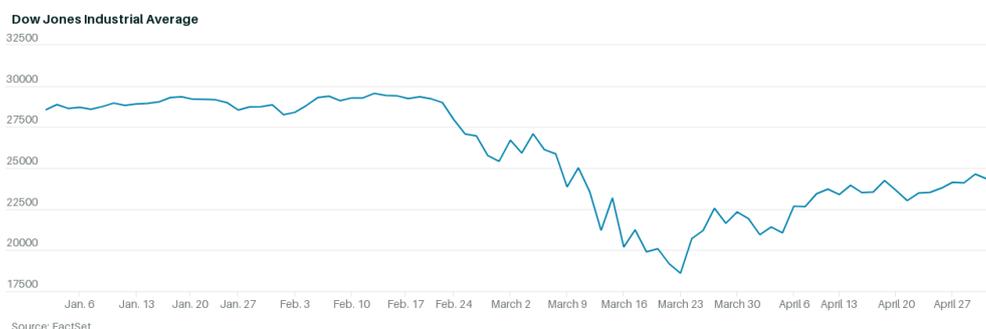
「市場は繊細なバランスで保たれている。羽毛のように軽い何かが片方に加わるだけで状況はそち

らに傾いてしまう」と、アンダーセン・キャピタル・マネジメントのピーター・アンダーセン氏は言う。

その傾きは、S&P500指数がテクニカルとファンダメンタル、どちらのアナリストにとっても重要な水準である2954.86まで上昇している中で起きた。この値は、テクニカル分析では大きな下落から株価がリバウンドしているときにしばしば上値抵抗線となるフィボナッチリトレースメントの基準となる61.8%近辺の水準にあり、また、多くのストラテジストがバリュエーションの観点から潜在的高値と見る水準にも近い。

例えば、ウェルズ・ファーゴ・セキュリティーズのストラテジスト、クリストファー・ハーベイ氏は、S&P500指数の一時的な特別損益などを考慮して「正常化」した1株当たり利益（EPS）を150ドル、予想株価収益率（PER）を20倍とすれば株価は3000近辺だが、EPSの値は同じでPERが17倍なら2500に近い水準になると説明する。ハーベイ氏は「すべて微妙な差の範囲内だ」とするが、自身は今後、株価は上昇すると考えている。

■ 楽観と悲観は紙一重



ソーシャル・ディスタンス（社会的距離の確保）が今後も6か月から1年は続くと考えた場合、想定されるシナリオは変わってくる。米国が経済活動の再開に二の足を踏み、消費者も消費に消極的な状況が続けば、通常の経済成長と呼べるような状況まで戻るには長く苦しい時間を要するだろう。感染拡大の第二波が来るようなことがあれば、事態は更に悪化してしまう。MKMパートナーズのストラテジストであるマイケル・ダーダ氏は、「第二波が来て経済活動が凍結すれば、市場には悪影響を及ぼす」と言う。

しかし同氏は、強気相場に転じるシナリオもあると言う。各州で経済活動の再開が進み、企業が解雇した時と同じスピード感で雇用を再開し、距離を保つ経済が消え去り、代わりに米連邦準備制度理事会（FRB）や議会による対策が景気回復を助けるというものだ。自身を楽観論者の一人だとするダーダ氏は、「景気は広く考えられているより速く回復する可能性がある」と言う。

今後2カ月間、株価が上下し方向性が定まらない状況は想定内であるし、そう予想する向きはわれわれだけではない。アンダーセン氏は、「今後60日間は、株価は上昇と下落の振り幅の激しいパター

ンを示すだろう」と言う。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

7. 大手ハイテク企業決算のポイント - Big Tech's Big Week: 5 Earnings

[ハイテク]

Takeaways

1-3月期は懸念ほど悪くなかったが、4-6月期には警戒が必要

■ 大手の優位性、危機でさらに高まる



Photograph by Alexander Koerner/Getty Images,
caption: Facebook was among the five big tech comp

4月末のわずか3日間で大手ハイテク企業5社、すなわちマイクロソフト<MSFT>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アップル<AAPL>、アルファベット<GOOGL>、フェイスブック<FB>が決算を発表した。多くの問題が積み残されているとはいえ、発表された内容は懸念されていたよりも良好だった。以下、5社の決算発表から読み取れる重要な点を説明したい。

4月末のわずか3日間で大手ハイテク企業5社、すなわちマイクロソフト<MSFT>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アップル<AAPL>、アルファベット<GOOGL>、フェイスブック<FB>が決算を発表した。多くの問題が積み残されているとはいえ、発表された内容は懸念されていたよりも良好だった。以下、5社の決算発表から読み取れる重要な点を説明したい。

S&P500指数は4月に12%上昇したものの、年初来では依然として10%下落となっている。これに対し、ナスダック総合指数は年初来で概ね横ばいの水準に回復している。この回復の大半は大手ハイテク企業によるもので、4月にフェイスブックは23%、アマゾンは27%上昇した。5社のいずれもが、強固なバランスシート、市場における支配的地位、優れた経営陣を有しており、危機を脱するときには危機が始まったときよりも強くなっているだろう。今回の危機は5社の優位性をさらに高めている。

アップルが提供する様々なサービスの加入者数は合計5億5000万人に上る。マイクロソフトのクラウドサービス「アジュール」の前年同期比増収率は60%に近い。アマゾンはわずか数週間で17万5000人を新たに雇用した。フェイスブックのユーザー数は世界の全人口の40%に近い30億人に達している。

■ 底堅いデジタル広告

インターネット業界が決算発表シーズンを迎える中で、懸念されていたことの一つはデジタル広告だった。航空会社、ホテル、小売店、レストラン、映画製作会社など、あらゆる大口広告主にとって宣伝する理由がほぼなくなっており、中小企業は現金支出の節約に躍起となっている。今回の決算発表シーズンの最大の驚きは、4月になって広告需要が落ち着きを取り戻したとアルファベットおよびフェイスブックが発表したことだ。

フェイスブックに関してかなり弱気な見方をしていたピボタル・リサーチのアナリスト、マイケル・レバイン氏はこの発表に衝撃を受け、投資判断を「セル」から「ホールド」に引き上げた。同氏は、旅行業界や中小企業部門などの弱さが消費者直販型の小売ブランド、ハイテク、ゲームの強さによって相殺されたと述べている。フェイスブックとアルファベットはいずれも、リスクは残っており、4-6月期は厳しくなると警告した。だが今のところ、オンライン広告は予想以上に底堅いことが

証明されている。

■ 自社株買いに依然前向き

現在、多くの企業が自社株買いを停止している。だが大手ハイテク企業は別だ。1-3月期にアルファベットは85億ドル、マイクロソフトは60億ドルの自社株買い、アップルは186億ドルの自社株買いと6%の増配を実施した。しかもアップルは、既存の400億ドルの自社株買い枠に加え、500億ドルの追加プログラムを発表した。投資家は自社株買いを望んでおり、筆者は企業が自社株買いを実施する権利を擁護したい。ハイテク大手は依然として雇用を継続し、研究開発に潤沢な資金を投じ、十分なキャッシュを保有し、それをさらに増やし続けている。

■ 現状ではガイダンス公表は無意味

一部の企業が依然として業績ガイダンスを提供している理由が筆者にはよく分からない。

アップルは2020年2月に業績予想を引き下げたところ、全てのアナリストが予想を過度に下方修正した。最終的に、1-3月期の売上高はコンセンサス予想を約40億ドル上回った。

一方、マイクロソフトはPC部門の当初の業績見通しが高過ぎると警告していたが、その警告は不要だったことが判明した。PC部門の売上高は当初の予測並みとなった。

今のところ、ガイダンスに関しては何をやっても投資家に評価されない。インテル<INTC>は2020年通期ガイダンスを撤回し、株価は下落した。アドバンスト・マイクロ・デバイス<AMD>は果敢に通期ガイダンスを発表したものの、前回予想を下回る内容だったため株価は下落した。アップルは先週、4-6月期ガイダンスの提示を見送った。投資家はそれを気に入らなかったかもしれないが、業績が実際にどうなるかは誰にも分からない。

■ 4-6月期、さらなる警戒が必要

大手ハイテク企業の1-3月期決算が予想を上回ったことは朗報だが、様々なロックダウン（都市封鎖）が実際に始まったのは3月中旬以降だったことを忘れてはならない。経済への打撃が本格化したのは今四半期に入ってからだ。

アマゾンやアップルは2020年4-6月期について、新型コロナウイルス関連支出を急増させるため損益がゼロまたは赤字になる可能性があるとして述べている。アップルは、iPhone（アイフォーン）の販売が大幅に悪化するとコメントした。フェイスブックとアルファベットの広告収入の回復は目覚ましいものの、4-6月期の前年同期比の伸びは1-3月期の前年同期比の数字より悪い見通しだ。マイクロソフトのクラウドビジネスは好調に見えるとはいえ、深刻な景気後退と無縁ではない。

つまり投資家は引き続き警戒すべきだ。危機はまだ終わっていない。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

8. 経済見通しは暗く、株価は高い。それでも株を売らない理由 - The Economy

[コラム]

Looks Grim and Stocks Look High. Why I'm Not Selling.

足元のバリュエーションは高く見えるが、ハイテク企業は成長継続

■ 株価の上昇をもたらす好材料



Photograph by Olia Nayda

S&P500指数の史上最高値更新と、米商務省が7月30日に国内総生産（GDP）の大恐慌以来最大のマイナス成長率を発表するのとは、どちらが先だろうか。足元の失業率の急上昇にもかかわらず、S&P500指数は3月の安値から1カ月半弱で約30%上昇した。熱狂的な株価の上昇と不安の高まりが併存する中、資産配分は困難を極めている。現在の筆者のポートフォリオは株価指数連動型ファンドが60%、頭痛薬のアルカセルツアーが40%だ。とはいえ、筆者は株を売るつもりはない。バリュエーションは高いが、直ちに売らなければならないほどではない。足元では良いニュースも出

始めている。

新型コロナウイルスの米国での新規感染者数は減少傾向にある。ジョージア州などではロックダウン（都市封鎖）を解除し始めている。ニューヨーク州などでも5月中旬の解除を計画している。4月29日、大手製薬会社のギリアド・サイエンシズ<GILD>は臨床試験において、新型コロナウイルス感染症の患者に同社のレムデシビルを投与したところ平均11日間で回復したと発表した。一方、偽薬群では平均15日間だった。レムデシビルの投与を受けた患者は死亡率も低下した。専門家に言わせれば統計学的に有意ではないとのことだが、患者にとっては良い知らせだ。

加えて、米連邦準備制度理事会（FRB）は先週の連邦公開市場委員会（FOMC）で継続的に経済を下支えすると約束した。既にフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標をゼロ近辺にまで引き下げているため、FRBの景気刺激策は非伝統的なものにならざるを得ない。ハイイールド債の購入は投資家のリスク回避姿勢を後退させた。株式市場が再び急落した場合、FRBは株式の購入に踏み切る可能性もある。そのうち、米国内のガレージセールの商品全てを値札も見ないで買い上げてしまうかもしれない。サイモン&ガーファングルのCDを捨てなければよかった。

■ 株価は上がり過ぎなのか

良いニュースが多いとはいえ、株価は上がり過ぎているように思える。S&P500指数の実績株価収益率（PER）は18倍の水準となっているが、筆者は来年に企業の利益がその水準に戻るとはみていない。第2四半期のGDPのマイナス成長率は非常に大きいと予想され、予測機関は小数点以下の数字を出していない。モルガン・スタンレーは年率換算でマイナス38%を見込んでおり、JPモルガンの予想はマイナス40%だ。GDPは第3四半期に回復する見込みとなっているが、店舗を再開しても客が戻るとは限らない。パンデミック（世界的大流行）により3000万人の米国人が失業した。全員がすぐに職を見つけられるわけではない。そもそも個人消費の20%は、新型コロナウイルス感染症で死亡するリスクが高く、外出自粛を続ける可能性が高い65歳以上によるものだ。

バリュエーションの高さへの不安で押しつぶされそうだったため、カウンセリングが必要だと考え、バンクオブアメリカ・メリルリンチの米国株のトップストラテジストであるサビタ・スプラマニアン氏に電話した。同氏によると、PERと向こう1~2年間のリターンの間に統計的な関係性はほとん

どないという。PERは短期ではなく、長期的なリターンの予測因子としてはるかに有用とのことだ。同氏の計算によれば、足元の株価水準はS&P500指数が今後10年間配当込みで年平均6%のリターンを上げることが示唆している。10年物米国債利回りと比較すると、宝くじに当たったうえ同じ日に二枚重ねのトイレットペーパーを確保できるほどの大盤振る舞いに思える。

ほんの一握りの巨大ハイテク企業がS&P500指数を押し上げてきたという指摘もある。一部の銘柄だけが上昇するのは悪い兆候だというストラテジストもいる。しかし、スブラマニアン氏は過去を振り返るとそうでないこともあると指摘する。近年のテクノロジー株の上昇は、数十年に及ぶハイテク業界の構造変化を反映している。そうした中、株価指数はエネルギーや鉱業のような景気循環型の産業よりもクラウドコンピューティングのような長期的な成長テーマの影響をより大きく受けるようになっていると同氏は語る。

スブラマニアン氏と話して、株価が高過ぎるのではないかという不安は和らいだ。ただ、「株式は不安の壁を登る」という相場格言を思い出し、不安が足りなかったのではないかとまた不安になった。

■ 新型コロナウイルスはクラウド企業に追い風

筆者は最近、新型コロナウイルスの感染拡大による在宅勤務推進の追い風を受けている急成長中のクラウド企業、オクタ<OKTA>とスラック・テクノロジーズ<WORK>の最高経営責任者（CEO）に話を聞いた。

オクタはさまざまなクラウドサービスについて、個別にユーザーIDとパスワードを入力することなく、一度のアカウント認証でのログインを可能にするサービスを提供しており、時価総額は足元で180億ドルに達している。CEOのトッド・マッキノン氏は新型コロナウイルスの感染拡大により、働き方をより柔軟にするテクノロジーへの移行が加速したと語る。同氏は企業向けソフトウェアのクラウド化比率は現在10~15%にすぎず、オクタにとっては大きな成長機会が広がっていると言う。

スラックは職場におけるメールの代替手段としてのチャットサービスを提供する。チャットは部署やプロジェクト、イベントなどで分類される。CEOのスチュワート・バターフィールド氏は、電子メールを「本質的に個人重視の情報伝達手段」だと言い、対してスラックチャンネルは「組織やチーム重視の情報伝達手段」だと言う。同氏も、外出制限によってデジタルツールの採用が加速し、スラックの価値が高まると考えている。スラックの有料版の利用者は現在11万人だが、米国だけでも5人以上の従業員を抱える企業は250万社あり、同社の成長余地は大きい。

両社ともサブスクリプション型のビジネスモデルであり、長期的にはフリーキャッシュフローは急速に拡大する見込みだ。筆者が電子メールと膨大な数のパスワードをリストラする日も近いだろう。

By a
(Source: Dow Jones)

9. 無配・減配時代でも健闘する配当成長ファンド - Dividend Growth Funds

[ファンド]

Hold Their Own

低金利下で、配当は特に貴重

■ 直感に反するパフォーマンス



Photograph by Francesco Gallarotti

新型コロナウイルス危機の最中に、配当成長に投資するファンドが市場をアウトパフォームしている。多くの有名米国企業が無配や減配に陥る中で、一見したところ直感に反するパフォーマンスだ。例えば、バンガード配当グロス・ファンド・インベスター・シェアーズ<VDIGX>は、2月19日にS&P500指数がピークに達して以降に約13%下落しているが、市場のパフォーマンスを約2ポイント上回っている。

平時であれば、企業が減配や配当の停止を示唆するだけでも、売りの十分な理由となるが、今はそ

うした決定に対して、もう少しゆったり構えておきたいと、バンガード配当グロス・ファンドで長年マネジャーを務めるドナルド・キルブライド氏は言う。3月31日現在、ポートフォリオの保有上位銘柄はマクドナルド<MCD>と、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>である。最大の構成セクターはヘルスケアであり、資本財と生活必需品がそれに続く。同ファンドの長期的なパフォーマンスは良好だ。過去15年の年率リターンは9.4%で、モーニングスターの同種のほぼ全てのファンドを上回っている。J&Jは4月中旬、四半期配当の6%増配を発表し、パンデミック（世界的流行）の中で配当停止や減配のトレンドを打ち破る数少ない企業の一つとなった。

■ 配当成長戦略の方が今の時点では安全

配当志向の株式ファンドは、比較的配当利回りの高い銘柄を重視するタイプか、あるいは相対的に配当利回りは低いが高配当の伸びが高い銘柄に投資をするタイプに分類される。モーニングスターのパッシブ戦略アナリストであるダン・ソティロフ氏は、「配当戦略をとるのであれば、配当成長戦略の方が今の時点では安全であり、予測可能な将来においてもそうだろう。配当成長率が高く配当利回りが相対的に低い企業ほど、事業やキャッシュフローが安定しており、市場の下降局面では、市場全体と比べてはるかに上手くやりすごすことが可能だ」と言う。

このような銘柄を重視するもう一つのファンドであるT.ロウ・プライス・ディビデンド・グロス・ファンド<PRDGX>のパフォーマンスは、2月19日以降、S&P500指数とほぼ同水準だ。3月31日現在、テクノロジーとヘルスケアが同ファンドの2大セクターであり、資産の約3分の1を占めている。上位保有銘柄には、マイクロソフト<MSFT>、アップル<AAPL>、および医療機器メーカーのベクトン・ディッキンソン<BDX>が含まれる。ベクトンは4月28日、1株当たり79セントの四半期配当を発表した。強力なバランスシートを持つマイクロソフトとアップルは、少なくとも配当を維持すると予想されている。

同ファンドで長年マネジャーを務めるトム・フーバー氏は、「配当支払額が大きいテクノロジーと金融の二大セクターは安定しており、配当性向が低く、十分な資本を確保できている。ただし、パンデミックとその影響が長引けば長引くほど、また深刻化するほど、銀行は脆弱性が増す」と指摘する。同氏によれば、5月1日の時点で、同ファンドの保有銘柄のうち5社が配当を減額または停止

したという。また、ホテル大手のマリオット・インターナショナル<MAR>とヒルトン・ワールドワイド・ホールディングス<HLT>を最近保有銘柄に追加したが、どちらもパンデミックの影響で配当を停止している。

■ 時価総額でのウェイト付けも重要

株式時価総額でのウェイト付けも、配当ファンドで考慮すべき重要な要素である。ウィズダムツリー米国配当指数は約1370銘柄から構成されるが、全体の配当は昨年末以来2%減少している。だが、同指数の大型株の配当の落ち込みは0.7%にとどまるのに対して、中型株では9%、そして小型株は12%近くの落ち込みとなっている。

例えば、多くの大型株を保有するウィズダムツリー米国大型株配当ファンド<DLN>は、市場が2月に史上最高値を付けて以降、約17%下落している。しかし、ウィズダムツリー米国中型株配当ファンド<DON>は、この期間に30%下落した。

2月19日以降約13%の下落にとどまるウィズダムツリー米国株クオリティ配当成長ファンド<DGRW>は、自社の米国配当株指数から約280銘柄を組み入れている。同ファンドは大型株を中心に構成されており、長期的な利益の伸びが期待できるかどうかという基準で投資先を選定する一方で、配当総額の大きい企業の保有割合を高くしている。上位保有銘柄には、通信大手ベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>と、4月14日に四半期配当を6%増配すると発表し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>が含まれる。

■ 投資家も寛容であることが予想される

配当成長ファンドについて考えられる一つの懸念は、多くの企業が配当を減らしたり停止したりすると、潜在的な投資対象の候補が縮小していくことだ。しかし、キルブライド氏は、「株価が下がってきたので、注目すべき銘柄が増えた。配当が減るからと言って必ずしも売りに回るわけではないが、その根本的な理由は知りたい」と言う。

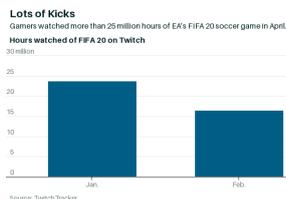
フーバー氏は、投資家が今後は寛容な態度を取ると予想する。「現下の金利環境を考えると、その裏返しとして、利回りの追求が続くだろう。投資家の関心はどのように元本を保全するかから、いずれは適切なリターンをどう得ていくかに代わっていく。健全で安全な成長を遂げる配当はとても貴重なものだ」と同氏は述べる。

By Lawrence C. Strauss
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - Activision Blizzard's Play for a Pandemic Premium アクティビジョン、外出禁止令が好機に

[経済関連スケジュール]

■ 勢いづいているのは、ストリーミング配信だけではない



米国で、新型コロナウイルスの感染拡大防止のため人々が在宅を余儀なくされる中、アナリストはビデオゲームとビデオストリーミング配信が勢いづいていると推測していた。先ごろ行われた動画配信大手ネットフリックス<NFLX>の第1四半期の業績発表で、契約者数の大幅増が明らかになり、ストリーミング配信については確証が得られた。ゲームに関しては、5月5日にビデオゲーム大手のアクティビジョン・ブリザード<ATVI>とエレクトロニック・アーツ<EA>が業績発表を

控えている。

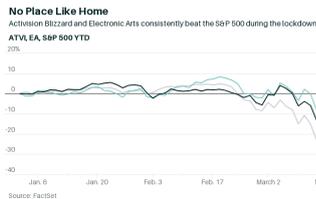
年初来で見ると、S&P500指数が9%下落しているのに対し、アクティビジョン・ブリザードの株価は9%以上上昇し、エレクトロニック・アーツも5%上昇している。インターネット・プロバイダーによると、3月に外出禁止令が発令されてから、オンラインゲームの利用が急増していることが分かっている。スポーツ選手は、エレクトロニック・アーツのアメリカンフットボール・ゲーム・シリーズ「マッデンNFL 20」などのゲームをプレーする姿をライブ配信している（スポーツ専門チャンネルESPNは、ナショナル・フットボール・リーグ（NFL）選手やセレブなどによるマッデン・トーナメントを放送している）。一方、アクティビジョンはゲーム・シリーズの「コール・オブ・デューティ：ウォー・ゾーン」を無料提供し、プレーヤー数は1カ月で5000万を突破している。

投資家は、両社の決算が予想を上回ると見ている。米投資銀行ジェフリーズのアナリスト、アレックス・ジャイモ氏は、ゲーム開発者が在宅勤務であることで作業に遅れが出るリスクや、利用者の支出が鈍化する可能性があることから、業績見通しは保守的になるだろうと考える。ジャイモ氏は、アクティビジョンによるリリース予定の作品と、同社に大型のモバイル・ゲーム部門があることを挙げて、アクティビジョンを選好する。また同氏は、「アクティビジョン・ブリザードは、『コール・オブ・デューティ』シリーズと、先ごろリリースされた同シリーズで無料の『ウォー・ゾーン』が焦点」と語り、「エレクトロニック・アーツについては、スポーツ・ゲーム関連の動向と共に、各スポーツのシーズン開幕延期が、ゲーム利用にどう影響するか注視する」ともしている。

eスポーツの上場投資信託（ETF）を手がけるラウンドヒル・インベストメントのウィル・ハーシー最高経営責任者（CEO）は、「『マッデン 20』やサッカー・ゲームの『FIFA 20』といったエレクトロニック・アーツのスポーツ・ゲームについては、ライブストリーミング配信プラットフォームのTwitch.TV（ツイッチ）でのライブ配信が増えており、利用者の関心が高まっている事が分かる。どちらのゲームも仮想トレーディングカードのセットを販売しており、自分でチームを作ることができる仕組みだ」。一方、アクティビジョンの『コール・オブ・デューティ』はゲーム内で使用できる課金アイテムがある。両社の売り上げが注目される」と記している。

■ 今週の予定

5月4日（月）
・ 農業用肥料・飼料メーカーのモザイク<MOS>、公益事業持ち株会社パブリック・サービス・



エンタープライズ・グループ<PEG>、電力会社センプラ・エナジー<SRE>、食品企業大手タイソン・フーズ<TSN>、不動産投資信託 (REIT) のボルネード・リアルティ・トラスト<VNO>、鉄道関連機器メーカーのウェスティングハウス・エア・ブレーキ・テクノロジーズ<WAB>が四半期決算発表。

5月5日 (火)

- ・ アクティビジョン・ブリザード<ATVI>、娯楽・メディア大手のウォルト・ディズニー<DIS>、独立系エネルギー会社デボン・エナジー<DVN>、化学品メーカー大手デュポン・ドゥ・ヌムール<DD>、エレクトロニック・アーツ<EA>、バイオ医薬品企業インサイト<INCY>、大手エネルギー会社マラソン・ペトロリアム<MPC>、建設用骨材メーカーのマーチン・マリエッタ・マテリアルズ<MLM>、鉱山会社のニューモント<NEM>、大手バイオ医薬品会社のリジェネロン・ファーマシューティカルズ<REGN>が決算発表。
- ・ 金融総合サービス大手アメリカン・エクスプレス<AXP>、大手複合企業ゼネラル・エレクトリック<GE>が年次株主総会を開催。
- ・ 4月のISM非製造業景況指数発表。コンセンサス予想は36で、3月の52.5から大幅に低下。好・不況の分かれ目となる50を下回るのは、2009年末以来。

5月6日 (水)

- ・ 給与計算代行のオートマティック・データ・プロセッシング<ADP>が4月の米民間雇用者数を発表。前月比2000万人減が予想される。統計開始以来最大の下げ幅。
- ・ バイオ医薬品メーカーのアレクシオン・ファーマシューティカルズ<ALXN>、金融サービスのアメリカン・ファイナンシャル<AMP>、自動車部品大手のボルグワーナー<BWA>、ドラッグストアチェーン大手CVSヘルス<CVS>、自動車大手ゼネラル・モーターズ<GM>、オンライン決済サービス会社ペイパル・ホールディングス<PYPL>、通信大手TモバイルUS<TMUS>、動物用医薬品メーカーのゾエティス<ZTS>が四半期決算発表。
- ・ 会員制量販店チェーンのコストコ・ホールセール<COST>が4月の売り上げを発表。

5月7日 (木)

- ・ 医療機器大手ベクトン・ディッキンソン<BDX>、製薬大手ブリistol・マイヤーズ・スクイブ<BMY>、エネルギー事業持ち株会社のコンソリデーテッド・エジソン<ED>、計測装置と医療機器メーカーのダナハー<DHR>、独立系エネルギー会社大手ヘス<HES>、ホテルチェーン経営大手ヒルトン・ワールドワイド・ホールディングス<HLT>、電力大手のNRGエナジー<NRG>、エレベーター・メーカーのオーチス・ワールドワイド<OTIS-W>、航空機関連機器メーカーのレイセオン・テクノロジーズ<RTX>、メディア大手バイアコムCBS<VIAC>が決算発表。
- ・ 米労働統計局が、2020年第1四半期の非農業部門労働生産性指数および単位労働コストの速報値を発表。非農業部門の労働生産性は季節調整済み年率換算5.5%低下（2019年第4四半期は1.2%上昇）、単位労働コストは4%上昇（2019年第4四半期は0.9%上昇）を予想。
- ・ 5月2日までの週の新規失業保険申請件数発表。ここ6週間での申請件数は3000万件を超えた。これは労働者全体のおよそ18%にあたる。
- ・ 米連邦準備制度理事会 (FRB) が3月の消費者信用残高を発表。前月から210億ドル増加し、4兆2500億ドルとなる予想。

5月 8日 (金)

- ・ 金融取引処理サービス会社ブロードリッジ・ファイナンシャル・ソリューションズ
、空調設備メーカーのキャリア・グローバル・コーポレーション<CARR>、石油および天然ガスの開発・探査を行うEOGリソースズ<EOG>、独立系の石油、ガス探掘・開発会社ノーブル・エナジー<NBL>が決算コンファレンス・コールを開催。
- ・ 食品・飲料大手 Mondelez International <MDLZ> が投資家向けイベントを開催。ダーク・バン・デ・プット最高経営責任者（CEO）が同社のサステナビリティ・イニシアチブに関して説明を行う予定。
- ・ 4月の雇用統計発表。非農業部門就業者数のコンセンサス予想は前月比2100万減（3月は70万1000人減）。失業率は3月の4.4%から16%超となる見込み。

By Connor Smith
(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』 2020/05/03

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