

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/05/10

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 住宅価格は堅調維持へ - Home Prices Are Likely to Hold Up Just Fine [カバーストーリー]
専門家に今と未来を聞く P.2
2. 価値ある不動産銘柄 - Where to Find Value in Real Estate Stocks [不動産]
景気回復の恩恵受ける11の投信 P.6
3. 住宅建設株に再び人気も - Battered Builder Stocks Could Be Hot Properties Again [インタビュー]
住宅バブル崩壊当てたゼルマン氏は強気 P.9
4. 資源ゴミから分かる巣ごもり消費動向 - Lessons From the Pandemic Recycle Bin [食品]
ハードセルツァーやピザが大人気 P.12
5. 株価は高過ぎない - Stock Are Pricey — but They Aren' t Too Expensive [米国株式市場]
バリュエーション、ハイテクバブル時に近い P.14
6. FRB、ハイイールド債ETF購入も - The Fed May Buy Junk-Bond ETFs. That Could Reward the Worst Issuers. [ファンド]
低信用力の企業を救済? P.16
7. ナスダック上昇も、特定銘柄に集中 - As the Nasdaq Soars, the Tech Trade Is Getting Crowded [ハイテク]
ハイテク投資家の銘柄選びとは P.18
8. リターン期待のバリュー9銘柄 - 9 Value Stocks That Could Pay Off Big-Time [コラム]
3人のマネジャーが選好 P.20
9. 安定配当3社にもコロナ危機の打撃 - 3 Long-Running Dividend Payouts Upended by Coronavirus [インカム投資]
サウスウエスト、エクソンモービル、ペンスキー P.22
10. 今週の予定 - A Volatile Market Sets the Stage for an Atypical Proxy Season [経済関連スケジュール]
不安定な相場で様相異なる株主総会 P.24

※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. 住宅価格は堅調維持へ - Home Prices Are Likely to Hold Up Just Fine 専門家に今と未来を聞く

[カバーストーリー]

■ 景気後退で価格下げるとは限らない



Illustration by Nicolas Ortega

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）が経済にとって大きな脅威となっているにもかかわらず、住宅市場は多くの住宅所有者や購入希望者の予想よりも底堅く推移する可能性がある。

実は、リセッション（景気後退）は常に住宅価格が急落する前兆であるとは限らない。住宅情報サイトのジローによれば、1997年以降、ある月にいずれかの州がリセッション状態にあった事例はグレート・リセッション（大不況）を除くと1039例ある。そのうち81%で住宅価格が上昇しており、平均上昇率は4%だった。そして今年、住宅価格は持ちこたえている。ジローに掲載されている売り家の表示価格の中央値は、4月末時点で前年同期を1%上回っていた。

現在の住宅市場には買い手も売り手も少なく、実質的に休止状態にある。取引がなければ価格は動きようがない。以前に不動産ブローカーのレッドフィンでチーフエコノミストを務め、現在は投資会社エドワード・ジョーンズの投資ストラテジストであるネラ・リチャードソン氏は、「パンデミックによって値下がりしているわけではない」と語る。しかし、政府が連邦保証の住宅ローンの返済猶予オプションを提供することで、差し押さえによって住宅価格の下落がドミノ倒しのように波及する影響は最小限に抑えられるだろう。

他にも楽観的になる理由はある。住宅供給は過去数十年で最もひっ迫しており、パンデミックの開始時点でほとんどの住宅所有者の住宅資産は健全な水準にあった。ムーディーズ・アナリティクスのチーフエコノミストであるマーク・ザンディ氏は、「住宅価格は前回の危機時のように過大評価されてはいない。投機もなく、変動金利サブプライムローンも多くないためだ」と語る。

しかし、良いニュースばかりではない。あなたが住宅の売買を考えているかどうかにかかわらず、今後数カ月間、数年間の状況は厳しいものとなるだろう。本誌はエコノミスト、住宅アナリスト、不動産の専門家に住宅市場の現在と今後について聞いた。

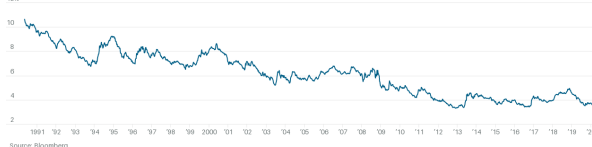
■ 第1段階：現在起きていること

全米不動産協会（NAR）が会員を対象に4月上旬に実施した調査によれば、買い手が住宅購入を数カ月遅らせたという回答は59%、買い手の関心が低下したという回答は90%に上った。ジローでは3月後半に売り家のページ閲覧回数が大幅に減少しただけでなく、新規掲載物件も乏しい。3月上旬、ジローの新規物件数は前年同期を17%上回っていたが、4月26日時点では40%減だった。

Mortgage Rates Offer A Reason For Optimism

The housing market is closely tied to mortgage rates, which are expected to remain near historic lows.

30-Year fixed-rate mortgage



Source: Bloomberg

ザンディ氏によれば、現在動く必要がない売り手は、価格が下落する前に物件を引き上げるだろう。その一因は、ソーシャル・ディスタンシング

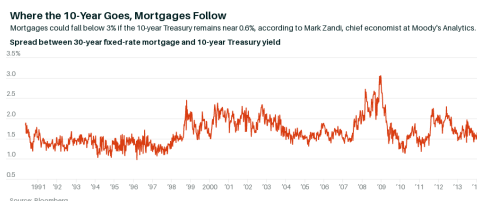
（社会的距離の確保）が住宅の内見に適さないことだ。同氏は「売り手は危険がなくなったと感じるまで取引をしないだろうが、それには1～2年かかるかもしれない」と話す。

2007年に始まった金融危機の時とは異なり、ほとんどの住宅所有者は待つことができる。現在の危機が始まった時点で、「住宅ローンの質はかつてないほど良好だった」とザンディ氏は語る。さらに、大半の所有者は価格の下落に耐えられるだけの十分な住宅資産を保有している。つまり、住宅の資産価値がローン残高を下回るリスクがある住宅所有者がはるかに少ないのだ。そのため、金融危機時のように住宅を売ってローンを銀行に返済するという決定をしなくても良い。

連邦政府も10年前とは異なる方法で住宅所有者の支援に踏み切った。3月に可決されたコロナウイルス支援・救済・経済安全保障（CARES）法により、ほとんどの住宅所有者は最大180日間まで住宅ローンの返済猶予の権利を得る。さらに、手数料、違約金、追加利息なしで180日間延長することもできる。不動産データプロバイダーのアトム・データ・ソリューションズで最高商品責任者を務めるトッド・テータ氏は、「返済猶予は差し押さえの急増リスクを低下させる非常に有効なツールだ」と語る。

とはいえ、市場が代償を支払わないわけではない。返済猶予は現在の返済額を将来に回すことを意味する。ジローのシニアプリンシパルエコノミストであるスカイラー・オルセン氏は、「返済猶予は免除ではない。都市部の高額な住宅を最近買った場合、通常の返済額に猶予分を上乗せして支払うのは非常に辛い」と話す。

■ 第2段階：市場の緩和



市場が再び上向くのがいつになるかは、新型コロナウイルスの感染率の動向とソーシャル・ディスタンス措置に左右される。現在の経済再開に関するコンセンサスに基づき、エコノミストは夏に住宅建設活動が緩やかに増加する可能性があるとみている。最高のシナリオでは、「住宅購入シーズンの中心は春から秋にずれる」とリチャードソン氏は語る。ただし、感染者数が再び増加し、ソーシャル・ディスタンスが強化された場合、秋の住宅購入シーズンの妨げとなり得る。

買い手は住宅の表示価格よりも毎月のローン支払額を重視する傾向がある。そのため、住宅市場は金利と密接に関連している。30年固定の住宅ローン金利が最近3.3%付近で推移しているのは良いニュースだ。ザンディ氏によれば、10年物米国債利回りが現在の0.6%付近を維持すれば、固定金利は史上初めて3%を下回る可能性がある。

あまり良くないニュースは、住宅ローンを借りるのが難しくなるかもしれないことだ。住宅ローンの借りやすさを示す米抵当銀行協会（MBA）のクレジットアベイラビリティ指数は、過去数週間で2014年12月以来の最低水準に落ち込んだ。ファニーメイ（連邦住宅抵当金庫）、フレディマック（連邦住宅貸付抵当公社）や民間の住宅ローンの貸し手は引き受け基準を厳格化している。

需要だけでなく供給も重要な要素だ。ザンディ氏は「特に低・中価格帯の供給が非常に乏しい」と語る。実際、新型コロナウイルスの危機が広がる前から、手頃な住宅は不足の危機にあった。一戸建て住宅の着工件数は2008年の住宅市場の崩壊によって急減しており、過去20年間の平均件数を最近上

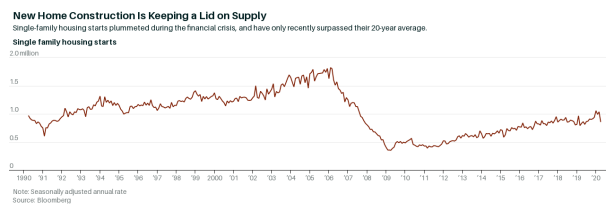
回ったばかりだった。ソーシャル・ディスタンシングによって着工件数は再び減少するとみられる。

不動産市場はローカルな性質を持ち、住宅価格の方向性はさまざまな要因によって決まる。一部の市場では、買い手が物件を再び探し始めている。ジローでは3月31日以降、ロサンゼルスページのアクセス数が毎日前年を上回っている。一方、ニューヨークなど依然として新型コロナウイルスが猛威を振るっている都市では、検案件数はまだ増えていない。

重要な要因の一つは失業率だ。雇用に占める娯楽、ホスピタリティー、小売りセクターの割合が大きく、世帯所得の中央値に比べて住宅価格が高い市場は、簡単には立ち直れないかもしれない。UBSグローバル・ウェルス・マネジメント米国不動産部門の責任者であるジョナサン・ウォロシン氏は、こうした都市は景気が安定するまで住宅価格下落のリスクが高いと語る。

■ 第3段階：長期的な影響の評価

住宅は長期的な投資だ。そのため、新型コロナウイルスとソーシャル・ディスタンシングの広がりによって、事業、社会、住宅に対する選好に継続的な変化が生じるかが問題となる。オルセン氏は、「私たちは非常に大規模な社会実験の最中にあるのかもしれない。この実験によって、従来の米国企業とは異なる方法での在宅勤務が受け入れられるようになるだろう」と語る。



2010年代は都市の時代と考えられており、多く

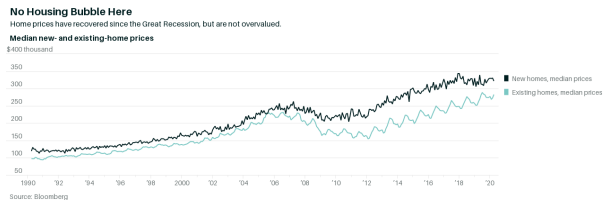
の識者やエコノミストは郊外から都市への人口の大量流出を指摘した。しかし、実際にはパンデミックが広がる前から米国の都市の成長は停滞していた。ブルッキングス研究所の都市政策プログラムでシニアフェローを務めるウィリアム・フレイ氏は、「都市は危険過ぎるので引っ越すという話がはやっているが、そのような傾向は4～5年前からあった」と語る。

フレイ氏が直近の国勢調査データを分析した結果によれば、人口100万人以上の都市圏とその中核都市では過去4年間で人口の成長率が最も大幅に低下している。一部では人口が減少したケースもあると言う。第1の理由として、移民のペースが過去2～3年間で減速したと同氏は語る。しかし、より大きな要因は、ミレニアル世代が結婚して子どもを生み、小規模な都市や郊外で家を買うために都市を離れていることだ。フレイ氏は「伝統的なライフサイクルによる移住パターンだ」と述べる。

スミード・キャピタル・マネジメントのビル・スミード最高投資責任者（CIO）は、長年にわたって住宅建設に強気である。同氏は、小さなアパートで泣き続ける赤ん坊と一緒に住んでいれば、シェアエコノミーは色あせて見えると指摘する。さらに、新型コロナウイルスに加え、リモートワークによって働き方の柔軟性が高まる可能性があることで、住宅価格があまり高くない都市や郊外への大量移住が起きると予想する。

一方、フレイ氏は都市が繁栄し続けるとみている。その一因は、現在の子どもや20歳前後を指す「Z世代」が成人となることだ。同氏は、金融危機後のミレニアル世代と同様に、Z世代はパンデミック後に都市へ移住する公算が大きいと語る。

■引っ越しを考えている人へ



住宅をめぐる決断の最も大きな要素は、どこで、どのように生きたいかである。特に景気が厳しい時には、不動産は長期的な投資になる。リチャードソン氏は「投資の目標ではなく、人生の目標として考えてほしい」と語る。ソーシャル・ディスタンスを理由に思い切った引っ越しを考えている場合、自分の感情や、今の住居の狭さに決断を左右されないようにすべきだろう。

ただし、引っ越しを既に決めている場合は以下に

留意してほしい。

・今すぐ引っ越し場合

現在の住宅市場は休止状態にある。在庫が乏しく、多くの市場では価格が安定しているため、売り手にとっては悪い時期ではない。買い手は掘り出し物を期待すべきではない。

・近いうちに引っ越し場合

夏から秋にかけて売買は増える可能性があるが、価格は軟化するかもしれない。ジローは今年、2～3%の価格下落を予想している。売り手は、厳しい市場での経験があり、バーチャル内見などに対応可能な技術に強い代理店を探すと良い。買い手側は住宅ローン審査基準の厳格化が予想される。

・いずれは引っ越しという場合

7200万人のミレニアル世代が住宅購入のピークを迎えつつある。売り手はリフォームにおいて将来の買い手の好みを考慮すべきだ。買い手は現地の雇用者数、建設活動、人口動態に注目しつつ、大局的な見方に基づく行動を取ることが必要になる。

By Sarah Max
(Source: Dow Jones)

2. 価値ある不動産銘柄 - Where to Find Value in Real Estate Stocks 景気回復の恩恵を受ける11の投信

[不動産]

■ 全般的に厳しい状況

新型コロナウイルスによって米国全体がインターネットに依存した引きこもり状態となり、多くの不動産銘柄の株価は3分の2へ下落した。オフィスやモールに人がいないため、テナントは賃料支払いに苦慮している。最近では3300万人が失業しており、アパート、ホテルおよびその他不動産の家主は賃料収入減少に備える一方、開発計画を縮小または撤回している。

S&P500指数不動産セクターの年初来のトータルリターンは、3月23日の直近の底ではマイナス34%だったが、経済活動の再開に対する楽観的な見方によってマイナス15%まで回復した。同セクターは市場をアンダーパフォームしているが、その他の景気敏感セクターや金利に非常に敏感なセクターと共に最近上昇した。金利低下は不動産にとって恩恵となってきており、バランスシートに対する重圧を緩和する可能性がある。



Illustration by Nicolas Ortega

来年も生き残りに向けた試練の年になるだろう。ショッピングセンターの一部の家主は、賃料消滅を理由に配当を停止した。多くの不動産投資信託（REIT）は2020年のガイダンスを撤回し、新型コロナウイルスをめぐる不透明感を理由に挙げている。ホテル・リゾートのREITは生き残りに必死だ。多くのヘルスケアREITも苦しんでいる。新型コロナウイルスのワクチンまたは治療薬が登場しなければ高齢者施設では入居者が戻らないだろうし、高度看護施設は手術件数が正常化するまで空き部屋と低成長に直面しよう。

商業施設REITは、新型コロナウイルスによって問題が悪化している。以前からインターネットショッピングがモールの資産価値を損ねており、ウイルス危機によってその傾向は加速した。グリーン・ストリート・アドバイザーズによれば、モールをベースにした百貨店の半分以上が2021年までに営業を停止することで、モールの中核店舗がなくなり、モールの再開発は圧力にさらされる見込みである。実際、百貨店のニーマン・マーカスは先週破綻している。

モールやショッピングセンターは、レストラン、映画館、ジムおよびゲームセンターを取り込むことで、フィットネス・娯楽センターへの変革を望んでいたが、そのような計画は今や断念されたか先送りされた可能性がある。そして、消費者の外出機会が減り、ソーシャル・ディスタンス（社会的距離）が維持されれば、単位面積当たりの売り上げと賃料が低下することになり、モールの新たなコンセプトでは利益が上がらない可能性がある。

モルガン・スタンレー・ウェルス・マネジメントの市場調査および戦略を担うダン・スケリー氏は、これらのトレンドに加え、今後3～5年で金利が上昇する懸念も踏まえ、不動産セクターのアンダーウエートを推奨する。

とはいえ一部の銘柄は、その成長性やバリューの特性を鑑みると投資を検討する価値がある。実際、不動産セクターに対する現在の一つの考え方は、基調的な力強い長期的傾向を備えるグロース

型REITと、売り込まれたが回復に伴って株価が反発するバリュー型REITに分類することだ。ベレンバーク・キャピタル・マーケットのアナリストであるネイト・クロセット氏は、「高いリターンを達成する最良の手段は、バリューとグロースの組み合わせだ」と語る。

ウイルス危機以前は、データセンター、携帯電話サービス用無線塔、物流倉庫が、最も力強いグローストレンドを示していた。全ての分野がデジタルエコノミー拡大の恩恵を受けており、こうしたREITは年初来の上昇率でも高い部類に属する。バリュエーションは高く配当利回りは低いものの、アナリストはそれらREITの価値が維持され、株価も上昇するとみている。

■ 産業施設

クロセット氏によると、データセンター関連の注目REITは、エクィニクス<EQIX>とQTSリアルティ・トラスト<QTS>だ。エクィニクスは、主要な都心部に近い優良な「沿岸部の資産」を持つ「ベスト・イン・クラス」のオペレーターだ。QTSリアルティは、事業を展開する地域で多大なシェアを獲得し、アトランタやリッチモンドのような2番手クラスの市場でデータセンターを必要とするクラウド・プロバイダーによる需要の恩恵を受ける見込みだ。

携帯電話サービスの無線塔のREITであるアメリカン・タワー<AMT>やSBAコミュニケーションズ<SBAC>は、無線データの成長と、次世代通信規格「5G」の展開から恩恵を受けている。無線塔の借り手は長期契約を結び、契約には平均で年間2~3%の値上げが含まれている。無線塔の建設には資金が必要で規制のハードルもあるため、既存事業者には価格設定力がある。さらに、あまり費用をかけずに無線塔当たりの顧客や設備を増やせるため、投下資本利益率は高く、得られるキャッシュフローも多い。

物流施設REITのプロロジス<PLD>は、新型ウイルス経済の後押しを受けていると述べる。同REITは4月に、新規賃貸契約の40%が電子商取引需要に関連しており、その割合がウイルス危機以前の2倍近くになったと述べた。各企業は安全対策として物資を貯め込んでいるため、世界的に在庫水準が上昇し、物流用資産の需要も増加している。4月の賃料収入は約1%減少したが、最近の新規契約は面積ベースで前年比21%増加している。同REITは2020年のFFO（ファンズ・フロム・オペレーション）が10%増加すると予想する。配当利回りは2.6%だ。

■ ヘルスケア

ヘルスケアREITのアレクサンドリア・リアル・エステート・エクイティーズ<ARE>も検討すべき銘柄だ。同REITは、ライフサイエンスとバイオテックに関連するテナント向けに賃貸を手掛けており、4月は回収予定の賃料の98%を回収した。新型ウイルスに関連した賃料滞納やその他損失による影響は軽微と同REITは予想する。ライフサイエンスやバイオテック企業向けの政府による資金提供は今後も加速する一方となる可能性がある。アナリストは今年のFFOを5%増と予想する。配当利回りは2.7%だ。

■ オフィス

オフィスREITのダグラス・エメット<DEI>はバリュー銘柄だ。株価は年初来で35%下落しており、4月の賃料回収率はわずか87%だ。一方で一部のアナリストは同REITを、営業地域とテナントを理由にオフィスREITの中で強力な銘柄の一つとみている。ダグラス・エメットは、ハワイやロサンゼルスの一等地にオフィスを保有している。厳格な土地利用規制によって新規建設が制限されており、占有率や賃料上昇を下支えしている。同REITの第1四半期の1株当たりFFOは55セントで、1株当たり配当は約2倍の28セントへ引き上げられた。アナリストは今年のFFOを5%増と予想する。配当利回りは3.9%だ。

■ 住宅

住宅REITにとっての今後数カ月の見通しは暗い。賃料コントロール規制がカリフォルニア州などで勢いを増しており、賃料に関する抗議活動も主要都市で計画されている。失業者の急激な増加も、賃貸需要を減少させる公算が大きい。BTIGのREITアナリストであるジェームズ・サリバン氏は、住宅REITの今年の既存不動産による純営業利益が前年比16.8%減少すると予想する。とはいえ同氏は、アバロンベイ・コミュニティーズ<AVB>とエクイティ・レジデンシャル<EQR>の2大住宅REITの投資判断を買いとしている。

アバロンベイは、ボストン、ニューヨーク、ロサンゼルスなどの市場に住宅を持つ、都市部のマンションの大手所有者の一つだ。4月の賃料およびその他収入は、過去12カ月平均の96%へ低下した。とはいえ同REITは、新型コロナウイルスによって中断した建設プロジェクトを再開している。同REITが開発しているのは、ウイルス危機終息後に価値が上昇する可能性のある郊外型不動産である。

エクイティ・レジデンシャルの不動産は沿岸部の都市市場に集中している。同REITは占有率、賃料回収および賃料水準が圧力を受けていると公表している。しかし、4月の新規賃貸件数は急増して前年同月並みの水準となった。また、4月に回収した賃料は3月の水準の97%だった。サリバン氏は、1株当たりFFOが今年は2.80ドルと、20%減少するが、来年は3.05ドルへ回復すると予想する。

■ 商業施設

商業施設REITへの投資を望む投資家は、健全で多様なテナントを擁するREITを検討すべきだ。クロセット氏は、アグリー・リアルティー<ADC>とフォー・コーナース・プロパティ・トラスト<FCPT>を好んでいる。

アグリー・リアルティーの約60%のテナントは、大手小売りのウォルマート<WMT>やホームセンターのホーム・デポ<HD>といった、投資適格の信用格付けを持つ企業であり、賃料支払いに問題はないだろう。賃貸契約期間は、平均すると10年残っている。株価は純資産価値（NAV）に対して大幅なプレミアムとなっており、株価上昇を頭打ちにする可能性がある一方で、保有資産の価値が持続することに対する投資家の信頼感の表れでもある。配当利回りは3.7%だ。

フォー・コーナース・プロパティ・トラストはレストラン・チェーンのダーデン・レストランズ<DRI>からスピンオフされたREITで、ダーデン・レストランズがテナントの71%を占めている。賃料回収率は4月が89%で、5月5日期限分では83%となっており、クロセット氏によると外食機会の大幅な減少を考慮すると悪くない。クロセット氏は、同REITが配当支払いを賄える利益を上げられると予想する。配当利回りは5.8%だ。さらに同氏は、人々が外食を再開すれば売上高も回復すると語る。

By Daren Fonda
(Source: Dow Jones)

3. 住宅建設株に再び人気も - Battered Builder Stocks Could Be Hot Properties

[インタビュー]

Again

住宅バブル崩壊当てたゼルマン氏は強気

■ 市場は4月後半にかなり回復



Photograph by Peter Larson

アイビー・ゼルマン氏は、クレディスイスのアナリストだった2006年に当時大ブームの住宅関連銘柄に対して弱気判断を示して注目された。その後退社し、ゼルマン・アソシエイツを設立した。今や非常に影響力の強い調査会社の一つに成長し、10人以上のアナリストを含む30人のスタッフを擁し、住宅や住宅ローン市場のマクロ面のトレンドや住宅関連銘柄の調査を行っている。住宅業界での人脈を活用して、上場企業に影響を与えそうな動向に常にアンテナを張っている。同氏は現在、住宅建設会社や住宅ローン信用保険会社に強気だ。

本誌：新型コロナウイルス危機が始まって以降の住宅市場はどのような状況か？

ゼルマン氏：4月は前半と後半で全く異なっている。前半は非常に困難な状況だった。キャンセル件数が急増しただけでなく、大半の住宅建設会社で前年同期比50～75%も受注が減少した。4月の後半になってウイルスに関する恐怖心も若干和らぎ、住宅ローンの状況も安定し、経済再開に向けて動き出した州もあったことから、事態が改善した。4月の後半2週間の受注は前年同月比20～30%減に回復し、月末には昨年並みに近いペースの会社もあった。意外な底堅さは、30年固定で3.25%程度という過去最低水準の住宅ローン金利のおかげもある。

Q：住宅価格はどうか？

A：最近2週間の住宅需要は心強いものの、経済の受けた打撃の大きさや失業に注目が集まるにつれ、今後数カ月は困難な状況が予想される。一方で中古住宅の在庫が過去最低水準になっており、大幅な価格下落を免れると予想している。とはいえ、新築住宅では、住宅建設会社が販売のペースを維持するためにインセンティブを増やす公算が大きく、住宅価格はパンデミック（世界的流行）前の高値から3～4%下落すると見込んでいる。中古住宅では、第1四半期末の急速な価格上昇ペースと比べると鈍化するが、2020年末の価格は前年比で若干の上昇と予想する。

Q：地域差はあるか？

A：ホテル、レストラン、各種アートやエンターテインメント、娯楽、小売り、エネルギーなどの雇用リスクが高いセクターと関連が強い市場は、より強い影響を受けるだろう。地域的には、ラスベガスやフロリダ州のオーランド、フロリダ州の南西部、テキサス州の一部などだ。一方、ワシントンDC、サクラメント、シアトルは、リスクが低い政府、ハイテク、軍事、公益企業の仕事が多い。長期的にみると、例えばカリフォルニア州や北東部などの生活コストが高く、税金が高い地域では人口の純流出となり、南東部やテキサス州、南西部など手頃な地域への移動が起きるといった過去数年の傾向が継続すると予想する。

Q：住宅関連の雇用はどうか？

A：住宅は必要不可欠な事業とみなされている。住宅建設会社は住宅の建設や販売が可能で、不動産会社は住宅の案内や販売ができる。大半の住宅は予約を入れた場合に限り、案内しており、時にはバーチャル見学となっている。

Q：中古住宅と新築住宅を比較すると？

A：過去数年間は、住宅建設会社が低価格帯の住宅を供給してきたため、新築住宅が中古住宅のシェアを奪う形になっている。2019年の住宅販売に占める新築住宅のシェアは13%と、2011年の7%から上昇した。短期的には、中古住宅売買に伴う内見に健康上の懸念があるため、住宅所有者が売りに出すのを控えており、新築住宅のシェアはさらに高まると考えられる。パンデミックの終息後も、斬新な間取りや自動化などのハイテク設備が好まれるここ数年の傾向ゆえに、ますます新築住宅の人気の高まるとわれわれは予想している。

■ トップピックはレナー、パルト、M/Iホームズ、トール・ブラザーズ

Q：3月に住宅建設会社の株価は急落した後、幾分戻しているが、どう見るか？

A：トップピックは住宅建設大手のレナー<LEN>とパルトグループ<PHM>。両銘柄とも業界最良の企業で、株価有形純資産倍率はレナーが約1.25倍、パルトが約1.4倍と、2月のピークに比べ大幅に低下している。中西部や南東部を地盤とする小型株のM/Iホームズ<MHO>も選好する。株価純資産倍率（PBR）は0.7倍だ。大手住宅建設会社は今年を黒字で終わるとわれわれは予想している。レナーの1株当たり利益（EPS）は2020年こそ2.79ドルと前年比52%減少するものの、2021年には同64%増の4.57ドルになると予想する。パルトの場合は2020年が同48%減の1.94ドル、2021年は同54%増の2.98ドルと予想する。

Q：高級住宅建設でトップのトール・ブラザーズ<TOL>はどうか？

A：3月後半にトールの投資判断を引き上げたが、現在のPBRは0.7倍程度だ。トールの今年のEPSは前年比72%減の1.15ドル、2021年は2.63ドルと予想している。今回の急落以前にPBRが1倍未満だったことはほとんどないため、長期的なリスク対リターンは非常に魅力的だ。ただし、高級住宅市場は低価格帯市場よりは長く困難な状況が続くだろう。新型コロナウイルス前の住宅市場は二分されていた。大都市郊外のさらに外側のエクサードと呼ばれる地域に手頃な価格帯の商品を供給していたため、低価格帯住宅は非常に好調だった。一方で高級住宅は、特にトールの存在感の大きいカリフォルニア州や北東部では、かなり困難な状況だった。一次取得層は必要に迫られて買うものだが、トールの顧客ベースは比較的年齢が高く、より裕福な層のため、ウイルスの影響を懸念し、裁量性の高い大きな買い物をしばらく控える可能性がある。その上、トールはパンデミックの前に既に、相対的に軟調な高級住宅市場や2018年1月からのSALT控除（連邦税における州・地方税の控除）の減額による逆風を受けていた。さらに、トールはファニーメイ（連邦住宅抵当金庫）やフレディマック（連邦住宅貸付抵当公社）の買い取り上限（高コスト地域で76万5600ドル）を超えるジャンボローン市場へのエクスポージャーが大きく、ジャンボローン市場はこの数週間ひっ迫し、混乱が深まっている。しばらくは業績が同業他社に劣る可能性があり、過去最低の株価有形純資産倍率となっている。とはいえ、トールは強いバランスシートと魅力的な土地を保有しているため嵐を乗り切り、忍耐強い投資家は報われる公算が大きい。

Q：トール・ブラザーズの住宅の平均価格は？

A：トールの平均は80万ドル、一方でレナーの場合は40万ドルだ。

■ 資力ある住宅ローン信用保険会社も選好

Q：住宅関連でその他選好する銘柄は？

A：現在のバリュエーションなら住宅ローン信用保険会社を選好する。自己資本の水準が高いため、返済免除の波を乗り切る備えはあると考えている。ファニーメイやフレディマックが要求する20%の頭金がない場合は住宅ローン信用保険に入る必要がある。

Q：業界内で選好する銘柄は？

A：エッセント・グループ<ESNT>は業界最高の事業者で、盤石なバランスシートを持ち、ポートフォリオの90%以上を再保険の対象としているため、損失のリスクを大幅に緩和できる。PBRはわずか0.9倍だ。また、ラディアン・グループ<RDN>のPBRは0.7倍だが、返済免除の波を乗り切るに十分な資力を有していると思われる他、不動産サービスも手掛けており、一定の多角化ができています。

Q：ラディアンは第1四半期決算発表を済ませただけだが、どう見るか？

A：決算報告書はわれわれの建設的な見方を裏付けるものだった。ポートフォリオの70%近くをカバーする再保険契約の恩恵を受け、かなりの資本バッファを備えていた。

■ 内陸部へのエクスポージャー高い不動産投資会社に慎重

Q：住宅関連で慎重な銘柄は？

A：高級アパートに特化したUDR<UDR>、不動産投資信託（REIT）のミッドアメリカ・アパートメント・コミュニティーズ<MAA>、同じくカムデン・プロパティ・トラスト<CPT>には慎重だ。雇用ベースが不安定な内陸部の市場へのエクスポージャーが高く、沿岸地域中心の集合住宅のREITと比較してバリュエーションが不釣り合いに高い。

Q：今は住宅を売るのが大変か？

A：人気の地域で、学区が良く、物件の状態が良ければ住宅は迅速に売れる。高い価格帯よりも低価格帯の物件数に制約があるため、シアトルでは40万～50万ドルの価格帯の家には複数の入札が入る。ニューヨークでは既にコロナ前から困難な状況だったが、例えば2人目の子供が生まれそうな既婚者にとっては今回の危機は郊外でもっと広い家を手に入れるきっかけになるだろう。ニューヨークから人が逃げ出すとは思わないが、特に400万ドル以上の市場は今後も圧力を受け続けるだろう。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

4. 資源ゴミから分かる巣ごもり消費動向 - Lessons From the Pandemic Recycle

[食品]

Bin

ハードセルツァーやピザが大人気

■ アルコール消費増えた？

資源ゴミの回収日、空きびん用のカゴがスピリッツやワインの空きびんやビールの空き缶であふれているという話を聞いた。在宅勤務のストレスから、ビデオ会議システムZoomを使って飲み会を開き、「クアランティーニ」（隔離を意味するquarantineにマティーニをかけた造語）をガブ飲みするのだと言う。スマートフォンと接続できる呼気分析器メーカーのバックトラックは、各州で外出禁止令が出されると、その直後、とりわけ平日に、アルコール消費量が増えたことが同社のデータから分かると言う。世界保健機関（WHO）は、「アルコールを飲んでも新型コロナウイルスの予防にはならない」という警告まで出している。



Photograph by Joe Raedle/Getty Images

過度の飲酒が健康に与える影響については他に譲るとして、以下、投資の観点から検討してみたい。

まず、先週発表された情報によれば、当初言われていたほどアルコール消費量は増えていない。調査会社ニールセンによると、店舗販売が22%の伸びを維持しなければ、レストランやバーにおけるアルコール消費量の落ち込みは埋められない。3月の第3週、ちょうど外出禁止令が出される頃、店舗販売は55%増加したが、投資銀行カウエンのアナリスト、ビビアン・エイザー氏によると、これは巣ごもりのための買い置きが原因だと言う。4月25日までの5週間の店舗売り上げ増加率は平均23%で、全体の消費量は増加したとしてもわずかなだろう。

次に、消費のトレンドだが、前述の5週間の平均でハードリカー類の店舗売り上げは32%、ワインは28%増加した。しかし、ビールの伸びは18%にとどまったため、レストランやバーの落ち込みを相殺できていないだろう。

そして、ハードセルツァー（アルコール入り炭酸飲料）が大変なことになっている。同じ5週間の売り上げは優に300%を超える伸びを示した。昨年の平均成長率は238%だった。セルツァーはビールに分類されているため、ビールそのものの伸び率は18%よりさらに低いことになる。

面白い話を二つ。ニールセンによれば、箱ワインの売上増加率は、パンデミック（世界的流行）前は5%だったが、パンデミックになって以降44%に上昇している。また、持ち手の付いた1.75リットルびんに入ったリカー類の売上増加率は2%から47%に急伸している。

■ アルコール飲料各社の動向

ビール会社のアンハイザー・ブッシュ・インベブ<BUD>は5月7日に決算発表を行ったが、第1四半期の販売量は世界全体で9.3%、中国を除いては3.6%の減少だった。第2四半期がさらに悪くなるのは確実だ。4月の販売量は32%減少している。

リカー類については、6月上旬に発表されるブラウン・フォアマン<BF.B>の決算内容をみればもっ

と良く分かるはずだ。エイザー氏はブラウン・フォアマンも気に入っているが、アルコール関連ではボストン・ビール＜SAM＞の方が好みだと言う。本誌は2月の本コラムで、サミュエル・アダムス・ビールの製造会社であるボストン・ビールでは、トゥルーリー・ハード・セルツァーが爆発的に売り上げを伸ばしていると報告した。同商品はハードセルツァーでは、非上場企業マーク・アンソニー・グループのホワイト・クロウに次ぐ2位の位置につけている。

ハードセルツァーは一時的な流行などではないとエイザー氏は言う。愛飲者は、この10年、フレーバー付きセルツァーがトレンドとなる中で育った健康志向の若者たちだ。「ラクロワを飲んで育つと、味覚がハードセルツァー嗜好になってしまう」と同氏は語る。同氏は、トゥルーリーは女性や高所得層に人気があり、競合が増えつつある市場で差別化に役立つと言う。ボストン・ビールは4月22日の決算発表で、ほかのブランドは1月初旬にバドライト・セルツァーが発売されて以降、市場シェアを下げたが、トゥルーリーはシェアを維持していると述べている。

ボストン・ビールの第1四半期の小売店向け販売量は、昨年買収したドッグフィッシュ・ヘッド・クラフト・ブリュワリーを除いて30%増加した。株価は今年に入って26%上昇しており、予想株価収益率（PER）は38倍だ。5月8日、エイザー氏は目標株価を570ドルに引き上げ、19%の上値余地ありとした。

■ テイクアウト用ピザ

ハードセルツァーがパンデミック中の人気アルコール飲料だとすれば、テイクアウトで人気があるのはピザのようだ。ピザのフランチャイズを展開するパパ・ジョンズ・インターナショナル＜PZZA＞は先週、第1四半期の既存店売り上げが世界全体で前年同期比4.3%増加したと発表した。1年前は減少だった。

同社は、アクティビスト（物言う投資家）のスターボード・バリューから昨年出資を受け、経営再建を果たしたレストラングループのアービーズで社長を務めたロブ・リンチ氏を昨年8月に最高経営責任者（CEO）として迎え入れ、現在は経営再建の途上にある。

投資銀行BTIGのアナリスト、ピーター・サレー氏は、レストラン分野ではピザがお気に入り、パパ・ジョンズとドミノピザ＜DPZ＞は、売り上げが増加している珍しい例だと指摘する。同氏は、パンデミックが終わった後も両社の市場シェアは揺るがないとみる。ピザ業界が非常に細分化されていて、20%以上のシェアのある業者がいないこともその理由の一つだ。大手ピザチェーンの注文は約3分の2がオンライン注文だ。フランチャイズ店は注文20ドルにつき約25セントを本部へ支払うのに対し、独立系のピザ店は第三者に恐らく2～3ドルを支払う。

ドミノの株主はこの10年間に累積で3000%を超えるリターンを得ているのに対し、パパ・ジョンズのリターンは600%弱だ。サレー氏は、近年経営がつまずいたことで改善の余地があるがゆえに、パパ・ジョンズの方を選好すると言う。同社の株価は今年25%上昇しており、予想PERは42倍だ。CEOのリンチ氏に同社がどこまで成長できるか聞いたところ、同氏はドミノの1万7000店舗に対し、パパ・ジョンズは昨年末で5400店舗しかないと指摘した。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

5. 株価は高過ぎない - Stock Are Pricey — but They Aren't Too Expensive

[米国株式市場]

バリュエーション、ハイテクバブル時に近い

■ 天にも昇る勢い



史上最も割高な株式市場へようこそ。ありがたいことに、今のバリュエーションは問題とならない。先週は低調な経済指標と平凡な決算にあふれていたが、株式市場は上昇を続けた。ダウ工業株30種平均は608ドル（2.6%）高の2万4331.32ドル、S&P500指数は3.5%高の2929.80で引けた。ナスダック総合指数は6%高の9121.32と、再び9000の大台を突破した。驚くべきことに、ナスダックは3月の安値から約2500ポイント（38%）上昇した。新型コロナウイルスが経済に

与えたダメージを考えると悪くない。小型株のラッセル2000指数は5.5%高の1329.64で週末を迎えた。

しかし、株価が上昇する中で、利益予想は低下している。S&P500指数の2020年予想1株当たり利益（EPS）は今や128ドルとなり、年初の152ドルから低下。利益予想の下方修正と驚異的な株価上昇の組み合わせにより、予想株価収益率（PER）は23倍近くと、過去最高近辺となっている。1999年には予想PERが約26倍だったため、現状は過去最高ではないが、2020年の予想利益がさらに引き下げられれば、PERは30倍に近づく可能性がある。

高いバリュエーションは気掛かりかもしれないが、米連邦準備制度理事会（FRB）によって何兆ドルもの資金が経済に注ぎ込まれており、心配する必要はない。RBCキャピタル・マーケットの株式戦略責任者ロリ・カルバシナ氏は、「過去にも金融刺激策が取られた時期には、PERが大幅に再評価された」と言う。バリュエーションが相場に天井を形成しないとみている同氏は、「PERがさらに上昇するとは言い難いが、今の水準なら問題ないだろう」と語る。

■ 投資家が安心して眠れる理由

それでもなお、リスクが潜んでいる。市場の集中度がその一つだ。ナスダック総合指数は年初来で上昇しているが、指数構成銘柄の約75%の株価は年初を下回ったままだ。ナスダック総合指数はS&P500指数と同様、時価総額で加重されており、大企業ほど影響力が大きい。最近では、アップル<AAPL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、マイクロソフト<MSFT>を含む上位10銘柄が、2700銘柄で構成される同指数の全時価総額の約44%を占めている。そして、これらの10大銘柄は割安ではなく、2020年の平均予想PERは47倍となっているのだ。



2000年代初めのハイテクバブル崩壊時のバリュエーションは今と同じくらい高かったが、今の市場は当時とは異なっている。実際、今回はナスダック総合指数の上昇こそが、投資家が夜に安心して眠れるような状況をつくり出している。

まず、今のハイテク業界はかなり稼いでおり、ビジネスは活況を呈している。マイクロソフトのサティア・ナデラ最高経営責任者（CEO）は最近の決算説明会で、新型コロナウイルスが企業のデジタルトランスフォーメーション計画を加速させ、同社のクラウド事業を後押ししていると語った。また、大手ハイテク企業は、はるか昔に市場の巨人だったエネルギーや資本財の企業ほどには景気に敏感ではないように見える。

今起きているのは、非論理的な株価上昇ではないと、カルバシナ氏は言う。投資家は、2020年第2四半期に景気は底打ちすると予想している。それを踏まえると、株価は今上昇すべきだ。

覚えておくべきは、株価上昇が終わるのは、投資家が一齐に目を覚ましてバリュエーションが高過ぎると判断する時ではなく、何かが起きる時だということだ。新型コロナウイルス危機の行方と経済について、今の仮定が有効である限りは、市場は上昇を続けていくだろう。

■ 現時点での勝者と敗者



アップルとマイクロソフトの株価は先週、それぞれ約6%、7%上昇した。しかし、幾つかの新興企業と比べると、この上昇率はわずかなものに見える。植物由来の代替肉メーカー、ビヨンド・ミート<BYND>と、フィットネス事業を展開するペロトン・インタラクティブ<PTON>の決算は、いずれも予想を上回った。ビヨンド・ミートの株価は1週間で46%上昇し、ペロトンは約34%上昇した。新型コロナウイルスが登場する前には、両社はバリュエーションに関する問題に悩まされていた。

今では長期的な勝者になりつつあるが、株価が大幅に上昇しているため、バリュエーションについての懸念は残る。

パークシャー・ハサウェイ<BRK.B>が開いた5月2日の年次株主総会で、ウォーレン・バフェット氏は、同社が航空会社の保有株を全て売却したことを明らかにし、投資家心理を揺さぶった。株式市場が急騰した中で、ユナイテッド航空<UAL>、サウスウエスト航空<LUV>、デルタ航空<DAL>、アメリカン航空<AAL>は、先週4~7%下落した。新型コロナウイルスが航空旅行需要を激減させたため、4社の株価は2020年に平均で60%超下落している。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

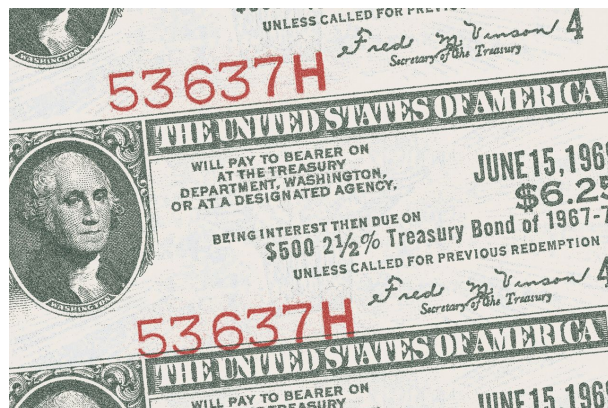
6. FRB、ハイイールド債ETF購入も - The Fed May Buy Junk-Bond ETFs. That Could Reward the Worst Issuers. 低信用力の企業を救済？

[ファンド]

■ 宣言だけで価格上昇

2008年の金融危機の際、連邦政府は「大きすぎてつぶせない」銀行を救済した。足元の経済危機においても政府は信用力に疑義のある企業を実質的に救済することを決定した。

連邦準備制度理事会（FRB）は最近、上場投資信託（ETF）を含む、投資適格債とハイイールド債を最大7500億ドル相当購入する二つの新しい基金を創設した。FRBのセカンダリーマーケット・コーポレートクレジットファシリティ（SMCCF）は、今月からETFの購入を開始する予定だ。FRBはまだ何も購入していないが、購入するという宣言だけでも経済危機が金融危機に発展すること、つまり資金の流れが滞り、社債市場の流動性が低下し、金融システムが崩壊することを防ぐという目的を達成したようだ。



一方で、FRBの社債買い入れは、一部のハイイールド債の価格をつり上げる可能性がある。MEGエナジー<MEGEF>はカナダにある従業員451人の小さな石油企業だ。MEGの2019年と2018年の利益はマイナスで、株価は直近5年間で年平均33%下落した。ムーディーズによる無担保債格付けはB3だ。これは「投機的とみなされ、信用リスクが高いと判断される」ことを意味する。テキサスの石油企業コムストック・リソーシズ<CRK>の従業員は207人で、直近15年間の年率リターンはマイナス15%だ。その大株主であるジェリー・ジョーンズ氏は、ナショナル・フットボール・リーグ（NFL）のダラス・カウボーイズのオーナーで億万長者だ。ムーディーズによる社債格付けはCaaとさらに低い。

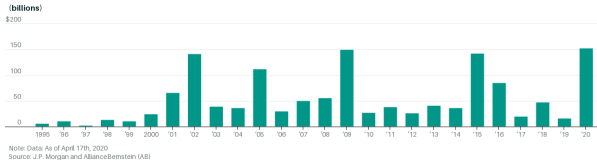
新型コロナウイルス感染拡大以前から既に業績が悪かったこれらの企業は米国政府の支援を受けるに値するのだろうか。しかも、片方はカナダの企業だ。両社の社債は、純資産194億ドルでハイイールド債ETFとしては最大の規模を誇るiシェアーズiBoxx米ドル建てハイイールド社債ETF<HYG>で保有されているが、HYGはFRBの買い入れ対象となる可能性がある。FRBがETFを購入しても、これらの企業に直接資金がわたるわけではないが、ETFの買い入れで社債の価格が上がれば社債利回りは下がるため、借り換えや返済が容易になる。ETFを保有する投資家にとっても追い風だ。FRBが4月9日にSMCCFを発表した際、ETFの市場価格は6.5%上昇した。これは2007年のETF設立以来、日次の上昇率としては最大だ。

■ 市場歪める可能性

金持ちなETF投資家を支援することに対してリベラルな議論が巻き起こることは明白だが、FRBの社債買い入れが悪いことだと考えるハイイールド債マネジャーも多い。オスターワイズ・ストラテジック・インカム・ファンド<OSTIX>のマネジャーであるカール・カウフマン氏は「市場は資本を配分するために存在するが、FRBがそのプロ

Fallen Angels At Record Levels in 2020

The number of companies whose debt has been downgraded from investment grade to junk has never been higher, on a global level. The Federal Reserve has said it will buy high-yield bonds to backstop these companies.



Note: Data As of April 17th, 2020.

Source: J.P. Morgan and BloombergBarron's (ABI)

セスを歪めることはモラルハザードを引き起こす」と懸念を示す。

「モラルハザード」とは政府による学生ローンの返済免除や喫煙者への公営医療制度の提供を政治家が批判するとき使用する用語だ。このような支援は、政府ひいては納税者の負担のもとに、受益者が過剰なリスクを取り続けることを可能にする。言い換えれば、悪い行動に報いるということだ。

カウフマン氏は2017年にイタリア国債利回りが米国債利回りを下回った時を引き合いに出し、ETF買い入れのリスクを指摘する。当時、イタリア経済は酷い状態であったにもかかわらず、イタリアの中央銀行はイタリア国債利回りが非常に低い水準になっても買い続けた。「どんな価格でも買う、価格に敏感でない買い手の存在はリスクと資本配分を歪める。市場での需要と供給によって価格が決まるという経済学の原則が通用しない状況になってしまう」と同氏は言う。

FRBがハイイールド債の「価格に敏感でない買い手」になるとすれば、カウフマン氏のような社債の発行体が財務的に健全であるか否かを調査することにキャリアを捧げてきたアクティブなマネジャーに平手打ちを食らわせるに等しい。ETFの買い入れにより、社債を発行する企業の経営の良し悪しに関係なく、ETFで保有される社債の価格は上がる。カウフマン氏が「ゾンビ産業」と呼ぶ水圧破砕によるシェールガス採掘業者もETF買い入れの恩恵を受ける企業の一つだ。シェールガス企業は原油価格が大幅に上昇しなければ利益を上げられないにも関わらず、社債市場から資金を調達し続けることで延命している。

■ 正当化できるか

FRBは新型コロナウイルス危機の前から投資適格以下となっていた企業と、危機後に格下げされて投資適格でなくなった「墮天使」を区別している。発行市場および流通市場での個別のハイイールド債の購入は全て「墮天使」のものが対象となる。FRBのクラリダ副議長は最近、「過去の状況におけるモラルハザードについては十分に議論されるべきだが、今回の危機は完全に外因性のものだ」と述べた。

そうだとすると、長年苦境にあった石油企業のものを含め、ハイイールド債を何でも区別なく保有するETFの買い入れを正当化する理由はあるのだろうか。ハイイールド債の運用を手掛けるシェンクマン・キャピタルの共同最高投資責任者のジャスティン・スラットキー氏は「政府が特定の業種をひいきしていると思われなくようにするためだろう」と指摘する。「仮に、米国経済にとって重要だと言う理由で航空会社を救済の対象に選んだとしよう。一方で、エネルギー自給の必要性については長年議論されている。個人的にはエネルギー会社が救済されるべきだとは思わないものの、いったん勝ち組と負け組を選び始めたら、エネルギー自給は重要だという議論になりそうだ」と同氏は語る。

政府がハイイールド債を購入すると、アクティブなマネジャーが不利になる可能性がある。テリー・スパス氏は、他のハイイールド債ファンドに投資する「ファンド・オブ・ファンズ」であるシエラ・タクティカル・ボンド・ファンド<STBKX>を運用している。FRBの発表後、「社内の議論では『どうせデフォルトしないから、最も危険なものを買おう』という人さえいる」と同氏は語る。

現在のところ、スパス氏は保守的であり、深いクレジット分析を行い守りの運用を得意とするチームとともにピムコ・ハイイールド・ファンド<PHDAX>などのアクティブファンドを購入している。しかしFRBがなんでも買うならば、調査の必要などなくなってしまう。

By Lewis Braham
(Source: Dow Jones)

7. ナスダック上昇も、特定銘柄に集中 - As the Nasdaq Soars, the Tech Trade Is Getting Crowded ハイテク投資家の銘柄選びとは

[ハイテク]

■ 電子商取引、クラウドが絶好調

ナスダック総合指数はこの6週間で30%上昇し、年初からのパフォーマンスがプラスに転じた。この上昇には、新型コロナウイルスが経済の形を持続的な方法で変容させ、それが広範なハイテク銘柄に恩恵をもたらすことへの確信の高まりが反映されている。先週の本コラムで取り上げたように、その恩恵を最初に受けるのは巨大インターネット企業である、マイクロソフト<MSFT>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アップル<AAPL>、フェイスブック<FB>、アルファベット<GOOGL>だが、話はそれで終わりではない。



Photograph by Sean Gallup/Getty Images, caption: Uber Technologies, which operates food delivery

例えば電子商取引の分野では、アマゾン以外の銘柄も非常に好調だ。オンライン家具販売のウェイフェア<W>、ハンドメイドの作品などをネット上で販売するエッツィ<ETSY>、電子店舗構築・運営サービスを提供するショッピファイ<SHOP>、ペット用品オンライン販売のチューイ<CHWY>はいずれも年初来で大幅に上昇している。

クラウドコンピューティング銘柄も絶好調だ。マイクロソフトの最高経営責任者（CEO）、サティア・ナデラ氏は最近、「この2カ月で2年分のデジタルトランスフォーメーションが起きている」と述べている。この分野の勝者には、年初来で128%上昇しているビデオ会議システムのズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>の他に、先週過去最高値を付けた認証サービスのオクタ<OKTA>と電子署名ソフトウエアのドキュサイン<DOCU>、コンテンツ配信ネットワークのファストリー<FSLY>と企業向けコミュニケーション・プラットフォームのトゥイリオ<TWLO>などがある。決算が予想を上回ったことを受けてファストリーの株価は46%、トゥイリオは40%上昇した。

巣ごもり需要の恩恵は多岐にわたっている。オンライン学習プラットフォーム運営のチェグ<CHGG>は家庭学習のトレンドの恩恵を受け、料理食材キット配送サービスのブルー・エプロン・ホールディングス<APRN>では需要が急増している。動画ストリーミングサービスのネットフリックス<NFLX>が発表した純新規加入者数は当初ガイダンスの2倍を超えた。自宅で運動する人が増えているため、フィットネスサービスのペロトン・インタラクティブ<PTON>の売上高は急増している。

ライドシェアリングのウーバー・テクノロジーズ<UBER>とリフト<LYFT>は、配車需要が大幅に縮小したことが原因でナスダック総合指数をアンダーパフォームしていた。ところが先週、配車需要のトレンドが安定する兆しが見えたことから、両社の株価は急騰した。ウーバーによると、米国での配車予約件数は、前年同期比80%減に落ち込んでいるとはいえ4週間連続で改善しているという。

■ 割高市場に三つのアプローチ

投資家にとって目下の問題は、多くのハイテク株が既に上昇していることだ。本誌は数人のハイテク投資家に、まだ買う価値のある銘柄について尋ねた。

ハイテクセクターに特化したヘッジファンド、サトリ・ファンドの創業者兼ポートフォリオマネージャーであるダン・ナイルズ氏は、同氏が割高と考えている現在の市場に以下の三つのアプローチで臨んでいる。

一つは、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）の中、持続的な勝者とみられる株式を保有するアプローチ。この観点からナイルズ氏はアマゾン、ビデオゲーム制作会社のアクティビジョン・ブリザード<ATVI>、遠隔医療プラットフォームのテラドック・ヘルス<TDOC>などを買っている。

もう一つは、大幅に下落した銘柄を物色するアプローチだ。具体的には、長期的には業績が回復し、短期的には動画ストリーミングサービス事業の後押しを受けるとの予想に基づき、ウォルト・ディズニー<DIS>とバイアコムCBS<VIAC>を選択している。

ナイルズ氏はファンタジースポーツ事業を展開するドラフトキングス<DKNG>にも強気だ。米国の各州が景気悪化後の収益源としてスポーツギャンブルに目を向ける中、同社がその恩恵を受けると考えているからだ。非常に割高となっている企業向けソフトウェア銘柄にはショート・ポジションを取っており、最近アップルもショートとしている。同氏は次世代通信規格「5G」対応iPhone（アイフォーン）がもたらすとされるスーパーサイクルの信奉者ではない。

■ 半導体、製造装置に強気な見方

コミュニケーションおよび情報関連企業に投資する投資信託、コロンビア・セリグマン・コミュニケーションズ・アンド・インフォメーション・ファンドを30年にわたり運用してきたポール・ウィック氏は、半導体製造装置銘柄に対し強気な見方をしている。同氏は、中国への輸出制限に関する最近の懸念は行き過ぎだと考えており、ラムリサーチ<LRCX>、アプライドマテリアルズ<AMAT>、テラダイン<TER>の買いを推奨している。

ウィック氏は半導体銘柄にも強気な見方を維持している。マイクロン・テクノロジー<MU>はフラッシュメモリーの価格上昇の恩恵を受けており、3-5月期の1株当たり利益（EPS）はコンセンサス予想の0.56ドルを優に上回る1ドルに達する可能性があると考えている。

同氏はウェスタン・デジタル<WDC>も選好している。同社が「過酷なモバイル機器向けNANDフラッシュメモリー事業を手掛けておらず、より安定的な企業向けソリッドステートドライブ（SSD）に軸足を置いている」からだ。同社は最近、配当を停止して浮いた現金を負債の返済に充てると発表した。同氏は2021年のEPSが7~9ドルに達する可能性があると考えている。これは、現在の株価に基づく株価収益率（PER）がわずか5倍となり、過去5年間の平均である9倍を大きく下回ることを示唆している。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

8. リターン期待のバリュー9銘柄 - 9 Value Stocks That Could Pay Off Big-Time 3人のマネジャーが選好

[コラム]

■ 新型コロナウイルスの影響ないポートフォリオ



Photograph by Sergi Alexander/Getty Images For SOBEWFF, caption: Keuring Dr Pepper is a rare com
大幅なプレミアムを見込んだことが理由では、と指摘する。

5月2日に開かれたバークシャー・ハサウェイ<BRK.A>の年次株主総会で、ウォーレン・バフェット氏は投資したくなるような株が見つからないと語った。1370億ドルの手元流動性を持って構えているようだ。バークシャーは昨年、石油・ガス大手のオキシデンタル・ペトロリアム<OXY>に100億ドルの資本注入を行っているが、このような案件が今ないのは、米連邦準備制度理事会(FRB)が巨額の流動性を供給し、前例のない社債市場の下支えに動いたことが理由であろう。しかしアドバイザーズ・キャピタル・マネジメントの最高投資責任者(CIO)のチャールズ・リーバーマン氏は、売り手がバフェット氏の言い値よりも

新型コロナウイルス感染拡大で将来が見通せない中、バリュー投資家は有望株を見つけている。それは、バフェット氏が2000億ドル近いポートフォリオの長期運用に必要とするような大型株ではない。

サンドヒル・インベストメント・マネジメントを率いるエドウィン・ティム・ジョンストン三世は、新型コロナウイルスに影響されないポートフォリオを組成したという。同氏は売り上げ、利益が成長を続ける数少ない企業の一つとして、飲料大手のキューリグ・ドクター・ペッパー<KDP>を組み入れている。カプセルコーヒー市場でキューリグのKカップは80%のシェアを持ち、特にスターバックス<SBUX>ブランドでの販売が成長を支える。同氏は「現在、同社は格好の投資対象と言える。より多くの消費者が家庭でコーヒーを楽しみ、コーヒーショップが再開しても利用者は大幅に減るだろう」と語る。

対照的に、悪材料出尽くした銘柄として床材大手のモホーク・インダストリーズ<MHK>を住宅関連に挙げる。景気が回復すれば、消費者は改築やリフォームなどの住宅関連に最初にお金をかけるだろうと予想する。

寡占状態にある信用調査会社の中でジョンストン氏が最も優れているとみなすのがトランスユニオン<TRU>である。目先の業績は極めて低調となろうが、世界的に景気が回復すれば自動車ローンの信用調査も復活し、同社の立ち直りも容易とみる。

■ 金融機関の経営力に注目

もう一人のバリュー投資家は、自身の名を冠したデービス・ファンドを率いるクリストファー・デービス氏である。同氏は金融株を長期間保有する銀行株ファンである。銀行が経営危機に直面した金

融危機時とは異なり、現在のバランスシートは格段に強く、深刻な不況が3年にわたり続く世界恐慌シナリオを想定したストレステストにも耐え得る。

デービス氏は、最も深刻な危機を経験した銀行大手のウェルズ・ファーゴ＜WFC＞と総合金融のキャピタル・ワン・ファイナンシャル＜COF＞に注目する。同業他社よりも割安という。ウェルズ・ファーゴは3年ほど前のバンク・オブ・アメリカ＜BAC＞のように、「最近指名したチャールズ・シャープ最高経営責任者（CEO）の下で経営改革と監督当局の信用回復に注力し、業界平均以上にビジネスを展開するだろうと予想する。

キャピタル・ワンは主力のクレジットカード事業が、失業の急増による影響に直面する。デービス氏は、「短期的には貸し倒れが増えるだろうが、吸収できるだろう。創業者でCEOのリッチ・フェアバンクス氏の下で同社は最も革新的な銀行であり、データに基づいた厳格な経営を行っている」と語る。

■ 手を出しにくいリスク銘柄

長期的視点を重視する見方がある一方で、リーバーマン氏は配当収入を優先するという。他のポートフォリオマネージャーが手を出せない分野でもある。一例は不動産投資信託（REIT）のLTC・プロパティーズ＜LTC＞だろう。同REITは高齢者向け住宅や介護施設に投資する。6.8%の利回りは新型コロナウイルス対策として、今後の費用増加や規制強化といったリスクを反映している。

リーバーマン氏は、天然ガスパイプラインのオペレーターであるウィリアムズ・カンパニーズ＜WMB＞にも注目する。天然ガスの需要の落ち込みは、ガソリンや燃料油に使われる原油よりも小さいにもかかわらず、他のエネルギー株と同じように大きく下げた。同社株の配当利回りは8.3%とiシェアーズiBoxx米ドル建てハイイールド社債ETF＜HYG＞の利回りの半分程度である。

企業の信用リスクに関わる分野では、リーバーマン氏は中小企業金融大手のアレス・キャピタル＜ARCC＞を取り上げる。中小企業に融資するノンバンクは大きい貸し倒れリスクに直面するが、同社の実績は業界トップクラスだという。リスクを拭い切れないため、配当利回りは12.1%である。

最後にリーバーマン氏は、厳しい時にこそ買われるべき景気循環株として、汎用化学品大手のダウ＜DOW＞を挙げる。同氏は26億ドルの年間フリーキャッシュフローに照らして、8.5%の配当利回りは安心できるという。

S&P500指数が3月の安値から33%上げただけに、3人のバリュー投資家が指摘する株は、もちろん反落するかもしれない。しかし現在の不透明な環境下でも、彼らはこの低迷期の先の見通しに自信を見せている。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

9. 安定配当3社にもコロナ危機の打撃 - 3 Long-Running Dividend Payouts Upended by Coronavirus サウスウエスト、エクソンモービル、ペンスキー

[インカム投資]

■ 多くが減配や無配に

魅力的な株式配当の条件はいくつかあるが、その中でもとりわけ重要なのは安定性だ。配当小切手は、通常、年に4回来る。新型コロナウイルス危機の渦中にある現在、多数の企業が減配や無配に踏み切り、配当の安定性が危ぶまれている。これまで安定配当を続けてきた企業のうち、配当方針を変更した2銘柄、そして維持するか不透明な1銘柄を紹介する



Photograph by MARK RALSTON/AFP via Getty Images

■ 44年続けた配当を停止

サウスウエスト航空<LUV>は、1月29日に174四半期連続の配当支払いを発表した。破産申請や完全な倒産など、多くの動乱を経験した航空業界において、他の米国航空会社が達成し得なかった偉業だ。1976年以降、一貫して四半期配当を出し続けてきた同社だが、それも終わることになる。米財務省から受けた33億ドルの給与支援プログラムの一環として、来年9月30日まで配当の支払いや自社株買いが禁止されるからだ。

その他にも、同社は先日、新型コロナウイルス支援・救済・経済安全保障（CARES）法の別のプログラムに基づく融資を申請した。この融資が実現すれば、配当の支払い制限はさらに期限が延長されることになる。4月下旬、最高経営責任者（CEO）のゲーリー・ケリー氏は、第1四半期決算説明会のコンファレンスコールで、「返済を終えてから1年後まで、配当を支払うことができない」と述べた。

■ 恒例の4月増配せず

エネルギー大手のエクソンモービル<XOM>は、2007年以来、毎年4月に欠かさず増配を行ってきた。しかし、この流れもまた止まってしまった。4月29日、同社は四半期配当をこれまでと同額の87セントに維持すると発表した。設備投資の増額が響き、フリーキャッシュフローで配当をカバーできていない状況を考慮すると、投資家は一定の勝利を収めたと言える。とはいえ、4月恒例の増配は停止した。

また、今まで通りS&P500配当貴族指数の構成銘柄に残ることができるのかも疑問だ。この指数は、最低でも25年連続で増配を行っている企業で構成されるもので、S&Pダウ・ジョーンズ・インディーズによると、エクソンモービルは2019年4月時点で37年連続の増配を達成していた。

今年の後半に増配する可能性も残されてはいるが、パンデミック（世界的流行）による経済的な混沌で見通しが不透明であることに加え、原油の世界的な供給過剰を受けて原油価格も落ち込んでい

る。ただし現状では、このまま年末まで減配せずに配当を維持すれば、2020年の配当額が前年を上回るため、配当貴族指数から除外されずに済む。

■ ペンスキーは不透明

自動車および商用トラックの大手ディーラーであるペンスキー・オートモーティブ・グループ<PAG>は、2月に1株当たり41セントから42セントへの四半期配当の増配を発表した。ほとんどの企業が年に1度増配を行うのに対し、同社は35四半期連続で1セントずつ増配するという珍しい手法をとっている。これが始まったのは2011年からだが、新型コロナウイルスが立ちはだかる中、今後も継続するかは不明である。同社は今後の配当方針に関するコメントを避けている。

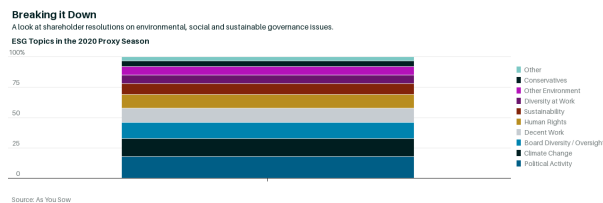
同社は6日、第1四半期の売り上げが約10%減の約50億ドルだったと発表した。会長兼CEOのロジャー・ペンスキー氏は、第1四半期決算説明会のコンファレンスコールでアナリストに向けて、パンデミックにより「事業が大打撃を受けた」と語った。資金を温存するため、同社はコストの削減、約1億5000万ドルの設備投資の先送り、全世界の従業員の57%に当たる1万5000人の一時帰休などの手を打った。決算報告書に第2四半期の配当についての記載はなく、決算説明会でも言及されていない。5月13日には年次株主総会が予定されている。その時には、四半期に1セントずつ増配する方針が維持されるか、それともパンデミックの犠牲となるか、はっきりするだろう。

By Lawrence C. Strauss
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - A Volatile Market Sets the Stage for an Atypical Proxy Season [経済関連スケジュール]

不安定な相場で様相異なる株主総会

■ 新型コロナウイルス、株主心理に影響も



株主が議決権の行使を行う場である株主総会は、今年はバーチャルな環境で開催されている。各企業は新型コロナウイルス感染拡大の中で思いやりを見せ、以前は物静かだった株主は、企業の説明責任を問う発言を行なっている。マンハッタン政策研究所のシニア・フェロー、ジェームズ・コーブランド氏は、これは株主提案に対する賛成が比較的得られやすい状況だと述べる。

年次株主総会は通常春に開催され、取締役の選任議案やその他の議案に対して株主が議決権を行使する。マンハッタン政策研究所によると、4月30日までに、フォーチュン250社のうち76社が株主総会を開催した。これらの企業のうち40社が、79件の株主提案について決議を行なった。「一般的に株価が軟調な局面では、株主提案に係る議案について、株主は経営陣を支持することが少ない傾向にある」とコーブランド氏は語る。また今回は、新型コロナウイルスの大流行も株主のセンチメントに影響している可能性がある」と述べる。

株主提案の多くは、2月以前に提出される。株価が下落するにつれ、多くの企業が自社株買いや配当の凍結、従業員の賃金引き上げなどの以前であれば株主に歓迎されないような措置を取っている。議決権行使助言会社のインスティテューショナル・シェアホルダー・サービス（ISS）は、人員削減を行う一方で自社株買いをするようなことがあれば、取締役会が「激しい批判や評判の失墜にさらされる可能性がある」と記している。

今後注目される株主総会が幾つかある。5月19日、金融大手JPモルガン・チェース＜JPM＞：株主の要請により新たな独立取締役を選任予定。5月21日、ファストフードチェーン大手マクドナルド＜MCD＞：株主が職場でのウイルス感染防止対策が不十分だと批判。5月27日、アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞：社外取締役の選任議案などの12件の株主提案を付議。6月3日、グーグルの親会社アルファベット＜GOOGL＞：人権問題の専門家を取締役を選任する議案を付議。

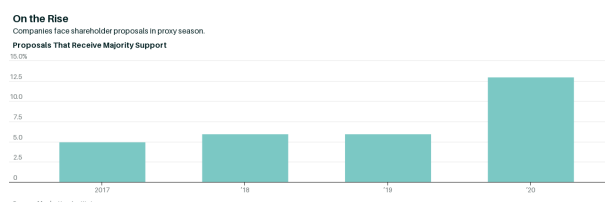
■ 今週の予定

5月11日（月）

・ 医薬品流通会社カーディナル・ヘルス＜CAH＞、ホテルチェーン大手のマリオット・インターナショナル＜MAR＞、ジェネリック医薬品メーカーのマイラン＜MYL＞、自社管理型不動産投資信託（REIT）サイモン・プロパティ・グループ＜SPG＞、スポーツ用品メーカーのアンダーアーマー＜UAA＞が四半期決算発表。

5月12日（火）

・ 電力大手のデューク・エナジー＜DUK＞、ホンダ＜7267＞、産業機器メーカーのインガソール・ランド＜IR＞、トヨタ自動車＜7203＞、通信大手ボーダフォン・グループ＜VOD＞が決算発表。
・ 化学・電気素材メーカー大手3M＜MMM＞、証券ブローカー大手チャールズ・シュワブ



＜SCHW＞、総合石油エネルギー大手コノコフィリップス＜COP＞が年次株主総会開催。

- ・ 全米独立企業連盟（NFIB）が、4月の中小企業楽観度指数を発表。コンセンサス予想は86.5と3月の96.4から低下。3月は8.1ポイント低下し、同統計開始以来の下落幅となった。また、指標が100を下回ったのは2016年12月以来。

- ・ 4月の消費者物価指数（CPI）発表。コンセンサス予想は前年同期比0.4%上昇（3月は1.5%上昇）。食品とエネルギーを除くコアCPIは、1.7%上昇を予想（3月は2.1%上昇）。

5月13日（水）

- ・ 大手ネットワーク機器メーカーのシスコシステムズ＜CSCO＞、ソニー＜6758＞が決算発表。

- ・ 4月の卸売物価指数（PPI）発表。予想は前年同期比0.2%低下（3月は0.7%上昇）、食品とエネルギーを除くコア指数は0.8%上昇（3月は1.5%上昇）。

5月14日（木）

- ・ 半導体製造装置大手アプライドマテリアルズ＜AMAT＞、資産運用会社ブルックフィールド・アセット・マネジメント＜BAM＞が決算発表。

- ・ たばこ・ワイン製造持ち株会社アルトリア・グループ＜MO＞、自動車メーカーのフォード・モーター＜F＞、半導体大手インテル＜INTC＞、貨物運送大手ユナイテッド・パーセル・サービス＜UPS＞が年次株主総会開催。

- ・ 5月9日までの週の新規失業保険申請件数発表。申請件数は、3月28日までの1週間の660万件がピークとなったが、以降も前例のない高い水準が続いている。

5月15日（金）

- ・ 4月の小売売上高発表。前月比10.6%減を予想。3月は同8.4%減で、前月比の減少幅としては過去最大だったが、それ以上の落ち込みとなる見通し。

- ・ オンラインゲーム会社ドラフトキングズ＜DKNG＞、電子商取引大手JDドット・コム＜JD＞、国際的アパレル企業VFコーポレーション＜VFC＞が決算コンファレンスコールを開催。

- ・ ニューヨーク連銀が5月の製造業景気指数を発表。エコノミスト予想はマイナス70（4月はマイナス78.2で、2位以下を大きく引き離して過去最低となった）。

- ・ 5月のミシガン大学消費者信頼感指数発表。コンセンサス予想は68で、4月の71.8から低下。指数が70を下回るのは2011年以来のこと。

- ・ 3月の求人離職統計（JOLTS）発表。コンセンサス予想では、3月末日の求人件数は590万件（2月は690万件）。

By Leslie P. Norton
(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』 2020/05/10

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

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