

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/05/17

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIJI PRESS



DOW JONES

1. コロナワクチン、開発競争の内幕 - How the Race for a Covid-19 Vaccine Affects Investors [カバーストーリー]
2通りの開発戦略 P.2
2. 5Gめぐる米中の闘い - The U.S. and China's New Battle: 5G [テクノロジー]
ハイテク分野で新たな冷戦 P.4
3. 危機は世界成長の「体制変革」にー著名エコノミスト - This Wall Street Economist Sees a 'Regime Change' in Global Growth [インタビュー]
変化の恩恵を受ける銘柄に注目を P.6
4. 次のアマゾンやアリババは中南米から? - Next Amazon or Alibaba May Be in Latin America [新興国市場]
新進気鋭の中南米ハイテク企業 P.9
5. 経済指標悪化と米中緊迫化で株価の勢い止まる - Stocks Were Stopped in Their Tracks Last Week. [米国株式市場]
追加財政支援なければ二番底探る可能性も P.10
6. 決算発表の教訓: シスコシステムズが依然重要 - Earnings Lesson: Cisco Still Matters [ハイテク]
経営多角化と5Gが業績を下支え、自社株買いが投資家を誘引 P.13
7. 格下げ相次ぐエネルギー関連社債をどう評価すべきか - How Investors Should Evaluate Energy Bonds [債券]
企業ごとETFごとに投資機会は異なる P.14
8. コロナ危機が経済学入門を書き換え中 - Covid-19 Is Rewriting Economics 101 [コラム]
非標準的な金融政策に進化 P.16
9. 本誌が着目する配当株8銘柄 - 8 Dividend Stocks That Split the Difference Between Yield and Safety [インカム投資]
安定性と利回りの妥協策 P.19
10. 今週の予定 - Can Amazon Solve the Covid-19 Testing Challenge? [経済関連スケジュール]
アマゾンは新型コロナ検査の課題を解決できるか? P.20

※当誌は、株式会社時事通信社がライセンスに基づき Dow Jones & Company, Inc. の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。

※当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等により作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

Copyright © 2020 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. コロナワクチン、開発競争の内幕 - How the Race for a Covid-19 Vaccine Affects Investors 2通りの開発戦略

[カバーストーリー]

■ ワクチン開発が株価を左右

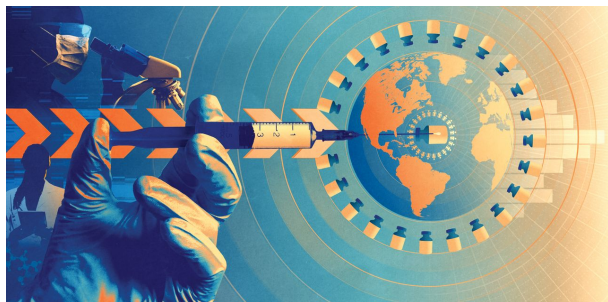


Illustration by Andy Potts

のプログラムが最も有望かを把握することが不可欠だ。

米国の一部の州ではロックダウン（都市封鎖）の解除に向けて動いているが、新型コロナウイルスのワクチンが広く利用できるようにならないと通常の生活へ安全に戻るのには難しいように見える。韓国とドイツは初期の感染拡大を最もうまく抑えていた国々だが、ロックダウンの解除後に感染が再燃した。新型コロナウイルスのワクチン開発に向けて100以上の異なるプログラムが実施される中、今後数年間の社会・経済生活を予測するには、ど

投資家は新型コロナウイルスをめぐる動向に対して非常に敏感になっている。4月には、製薬会社ギリアド・サイエンシズ<GILD>の抗ウイルス薬「レムデシビル」が回復を早めたという発表を受け、実際の効果がわずかだったにもかかわらずS&P500指数は2.7%上昇した。今後1年間、ワクチン開発のニュースは、場合によっては合理的な水準以上に市場を動かす要因となるだろう。

ワクチン開発プログラムの中で勝ち組と負け組を分けるのは時期尚早だ。現時点では、一部のプログラムで動物を対象としたデータが判明しているにすぎない。さらに、多くの大手製薬会社は、パンデミック（世界的流行）の間は新型コロナウイルスのワクチンによる利益を追求しないと表明している。

しかし、投資家にとって、ワクチン開発競争はグローバルなワクチン事業の未来を予想する機会となる。製薬会社サノフィ<SNY>のインフルエンザワクチンや、同業のグラクソ・スミスクライン（GSK）<GSK>の帯状疱疹ワクチンは大規模で安定した収益源となっている。新型コロナウイルスのワクチンを最初に普及させれば、自社の科学力、製造能力、技術の卓越性を世界に証明できる。

しかし、深刻なリスクも存在する。モデルナ<MRNA>、ノババックス<NVAX>、イノビオ・ファーマシューティカルズ<INO>などの小規模なバイオ製薬会社は、まだ市場で販売されている商品がないにもかかわらず、新型コロナウイルスのワクチン開発プログラムをめぐる熱狂によって株価が急上昇している。ワクチン開発が失敗した場合、これらの企業の株価は急落するだろう。

新型コロナウイルスのワクチン開発プログラムは通常、大きく分けて二つの戦略のどちらか一つを取っている。一つは比較的実績が乏しい新技術だが、極めて迅速な方法だ。この方法を選ぶ「ウサギ」型企業は、モデルナ、大手製薬会社ファイザー<PFE>、製薬・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>などである。モデルナとファイザーは、少数の救急医療従事者や高リスクグループ向けに、早ければ今年秋にはワクチンを提供できる可能性があると言う。J&Jは来年初めを目指す。

もう一方は、実績はあるが発売まで比較的時間がかかる方法だ。この方法を選ぶ「カメ」型企業は、提携を結んでいるサノフィとGSKである。両社は定評ある技術を採用しているが、実用化には来年夏までかかる見込みだ。新技術を利用するプログラムは、ハードルは高いかもしれないが、強力なワイルドカードであるのは確かだ。9カ月の差によって何十万人もの命が救われる可能性がある。

ただし、全ての専門家が、新型コロナウイルスのワクチンがすぐに開発されると考えているわけではない。これまで米食品医薬品局（FDA）が承認したワクチンは約85種類にすぎない。世界の感染症の中で、ワクチンで予防可能と考えられるのは25種類だ。ワクチンの試験には平均10年かかるが、そんなに長くは待てない。

■ 「ウサギ」型企業

ワクチンは、無害化した病原体やその一部を身体に投与することで、身体其自然免疫機能が実際の病原体と戦えるようにする。モデルナやファイザーなどは、メッセンジャーRNA（mRNA）と呼ばれる分子を利用して、新型コロナウイルスを体内で構成することに取り組んでいる。J&Jなどは、通常のかぜの原因に類似したウイルスを使って、新型コロナウイルスのDNAを体内の細胞に輸送する。

両者ともに、体内の細胞にウイルスのタンパク質を製造させ、免疫システムがウイルスと戦えるようにする仕組みだ。この技術は長年開発が続いており、一部では大規模な製造段階に入っている。しかし、これらの技術に基づくワクチンはまだ1件もFDAに承認されていない。

mRNAによるアプローチは最も迅速に結果を出せるように見える。モデルナの株価は、開発中のワクチンをめぐる熱狂によって年初来で約220%上昇している。同社はFDAへの承認申請を2021年に提出する予定である。しかし、ステファン・バンセル最高経営責任者（CEO）は、今年夏に前向きなデータが出れば、秋の発売に向けて緊急使用の認可を目指す可能性があると言う。FDAは公衆衛生上の危機において未承認の製品の緊急使用を認可する権限があり、5月にギリアドのレムデシビルを認可している。

ファイザーも今年秋を目指す。同社は、ワクチンの緊急使用認可か加速審査承認の準備が10月までに整う可能性があるとして述べており、ドイツのバイオンテック＜BNTX＞と提携してmRNAワクチンを開発中だ。モデルナのワクチン候補は一つだが、ファイザーは四つの異なるバージョンで臨床試験を実施している。同社のミカエル・ドルステン最高科学責任者は、mRNAワクチンを採用した理由として、秋に感染の第2波が来る場合に備えたかったと語る。

ドルステン氏は、これまでmRNAワクチンが規制当局に承認されていないことを認める。しかし、モデルナやバイオンテックなどの企業は、長年にわたってmRNAに取り組んできたと言う。さらに、このアプローチは柔軟かつ迅速で、ウイルスが変異した場合にはワクチンを速やかに微修正できるため、パンデミックにおいては従来型のアプローチよりも優れていると主張する。

J&Jの取り組みは、ファイザーよりもやや遅いものの、ウサギ型のプログラムの中では恐らく最も信頼性が高い。同社の技術はAd26と呼ばれるかぜウイルスの変種を利用しており、試験的なエボラ出血熱ワクチンにも採用されている。このワクチンは既に5万人に投与された実績がある。規制当局にはまだ承認されていないが、同社は200万回分を製造した。これはmRNAワクチンの開発企業にはない重要な経験だ。

J&Jはジカ熱、ヒト免疫不全ウイルス（HIV）、RSウイルスなどについても試験的なAd26ワクチンを開発している。同社によれば、Ad26に基づく試験的ワクチンの投与人数は全体で6万5000人を超える。Ad26ウイルスベクター（ウイルスを利用した遺伝子治療ツール）を初めて作成し、現在は新型コロナウイルスワクチンの開発でJ&Jと提携するラゴン研究所のダン・バルーチ博士は、「他の（新型コロナウイルスの）ワクチン形態は、医療の現場や大規模臨床試験での実績がAd26よりも乏しい」と話す。

J&Jは9月までに新型コロナウイルスワクチン臨床試験の第1相試験（フェーズ1）を開始する予定だ。2021年初めに緊急使用認可を受けることを目指しており、認可時点で医療従事者や高リスク患者向けに数千万回分を提供できる可能性がある。同社は2021年第2四半期までに数億回分、同年末までに10億回分以上の生産を目標としている。

こうしたワクチンの開発が成功するかは依然としてギャンブルである。幸いなことに、上記の企業が失敗しても「カメ」型企業が後ろに控えている。

■ 「カメ」型企業

サノフィとGSKは合計で年間約20億回分のワクチンを販売している。両社は多くの人に大量のワクチンを迅速に投与する方法を世界で最もよく知る組織と言える。両社の提携は、サノフィがインフルエンザワクチン「フルブロック」の製造に使用する技術を中心とする。この技術は、昆虫の細胞を利用して標的ウイルスの表面に存在するタンパク質を発現させ、そのタンパク質を注射して身体の免疫反応を引き起こすものだ。

サノフィはGSKと提携する前、米国生物医学先端研究開発局（BARDA）という政府機関と協力していた。この機関はワクチン開発の資金を提供している。サノフィのポール・ハドソンCEOは、「BARDAが当社と提携したのは、当社がmRNAなどにやや遅れているものの、恐らく成功確率が高く、大量生産の能力があると考えたからだ」と話す。

サノフィとGSKは、今年後半に第1相臨床試験を実施予定であり、来年半ばにはワクチンの完全承認を申請できるとしている。サノフィのワクチン開発部門でシニアバイスプレジデントを務めるジョン・シバー氏は、来年半ばまでに1億～6億回分を用意できると言う。同氏は「実際の製品の製造実績がある技術は強みになる。この種の製造能力はすぐには生み出せない」と語る。

どの企業が最初にワクチンを発売したとしても、恐らく最初で最後にはならないだろう。ワクチン開発競争に関係する多くの経営幹部や科学者は、たとえ最大級の製薬会社であっても、世界全体での予防接種に足りるほどワクチンを製造することはできないと述べている。バルーチ氏は「前に進むには複数のワクチンが必要だ。なぜなら、現時点ではどのワクチンの安全性、有効性、持続性、利用しやすさが最も優れているか分からないからだ」と語る。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

2. 5Gめぐる米中の闘い - The U.S. and China's New Battle: 5G ハイテク分野で新たな冷戦

[テクノロジー]

■ 優位に立つ中国

新型コロナウイルスの影響で米中関係は貿易摩擦時よりも緊張が高まっている。今回の不満のはけ口は関税ではなく、ハイテクだ。5月15日、米国は、現在世界最大の通信機器メーカーであり、次世代通信規格「5G」関連機器の供給で首位に立つ中国の非上場企業ファーウェイ・テクノロジーズ（華為技術）に狙いを定め、5Gにおける中国の発展を阻止するための取り組みを強化した。

今後の数十年は、通信、人工知能、そしてデータで決まる。そして米中いずれも勝ちを譲る気はない。ちょうど、米国とソ連が宇宙への、そして月への進出でしのぎを削っていた頃に似ている。中

国側は真剣だ。5G関連の幅広い投資やインフラ整備の面で中国は群を抜いており、5Gネットワーク構築のため、今後5年間で1兆2000億元（約1700億ドル）の支出を予定している。最先端の5G対応基地局の数は、2020年末には62万カ所に達すると予想されている。5Gの速度と低遅滞性は、次世代送電網、自動運転車、自律型兵器、ロボット手術に極めて適している。新型コロナウイルスの感染拡大に際し、中国は5Gインフラを活用して、患者用のロボット超音波診断や無人車両による武漢市街の清掃を行っている。

米国では、5Gの展開は主に都市やスポーツスタジアムに限定されており、投資のほとんどは民間部門によるものだ。しかし、米国では5Gの展開が進まない別の原因があるという。それは、5G専用の周波数帯がないことだ。中国では周波数の再割り当てが迅速に決定されたが、米国では軍と連邦政府関連機関が分配を争っているため調整がついていない。米連邦通信委員会（FCC）がこのボトルネックを解消するには、あと1年はかかる可能性がある。その間は、移動体通信事業者やモバイル機器メーカーが新しい5G携帯の販売を始めたとしても、米国における5Gサービスにはむらが出る可能性がある。政治リスク専門のコンサルティング会社ユーラシアグループでテクノロジー地政学の責任者を務めるポール・トリオロ氏は、米国は「これまでのところ、投資で中国には遠く及ばない」と言う。

5Gで米国が後れをとっていることはトランプ政権も懸念している。バー司法長官は今年初め、5G通信網における中国の優勢は、米国にとって国家安全保障上および経済上の脅威の一つだとし、「米国が次世代テクノロジーの先頭に立っていないのは史上初めてのことで」と語った。

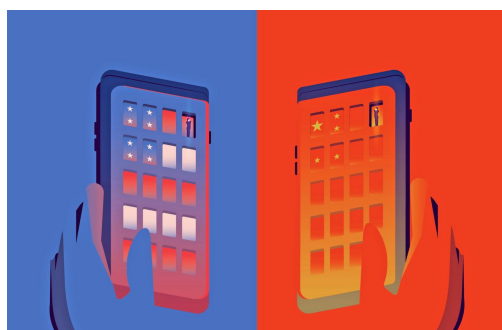


Illustration by Marcus Marritt

■ 米国のこれまでの対抗策

5Gで中国に追い付こうとする米国と、当然これに反発する中国との間で起きるハイテクをめぐる冷戦で、他の国々はいずれの陣営につくか、選択を迫られることになるだろう。米当局は企業に対し、ファーウェイ製の機器は中国の諜報活動に利用される可能性があるという警告している。エスパー国防長官は2月に欧州諸国に対し、各国がファーウェイ製機器を国内の5Gネットワークで使用すれば、欧米の同盟を危険にさらす可能性があるという警告をした。オーストラリアなど、米国の警告に注意を払う国もあるが、英国やサウジアラビアなど、ファーウェイとの協力関係を維持する国もある。ファーウェイは、スパイ活動に関する嫌疑については、繰り返し否定している。同社は本誌のコメント要請には応じなかった。

米国は昨年、半導体大手のインテル<INTC>、ブロードコム<AVGO>、ザイリンクス<XLNX>や、移動体通信技術大手のクアルコム<QCOM>などの米国企業が製造する幾つかの部品について、ファーウェイ向け輸出を制限した。現状、こうしたルールの実用は緩く、ファーウェイ向けに輸出許可を取得している企業も幾つかある。ファーウェイの2019年度の売り上げは、伸び率はやや鈍化したものの、過去最高となる1200億ドルに達している。同社は、アップルを抜き、サムスン電子に次ぐ世界第2位のスマートフォンメーカーとなった。

米国は、フィンランドのノキア<NOK>やスウェーデンのエリクソン<ERIC>など、欧州の通信機器メーカーをファーウェイに代わる選択肢として後押しすることを検討している。

■ ファーウェイに対する輸出制限拡大

5月15日、米商務省は輸出規制の内容を改定し、米国の技術を使用する世界中の半導体メーカーのファーウェイ向け輸出に制限を課した。この措置は主に、5G対応スマートフォン向けに最先端の半導体を製造するTSMC（台湾積体電路製造）<TSM>に大きな影響を与える。ファーウェイは同社最大の顧客だ。トリオロ氏は、今回の動きは「ファーウェイと、5Gに関する中国の野心、この両方にとって大きな打撃であり、短期的には今後の米中関係にも影響を与える」と語り、中国は対抗措置として少数の米国企業を「信頼できないエンティティリスト」に載せると予想する。

独立系調査会社TSロンバードのアナリスト、ロリー・グリーン氏は、TSMCのような外国企業に対しては、米国内への投資や雇用創出を条件に輸出許可を取得できるといった類の修正の余地はあるとみる。TSMCは先週、120億ドルをかけアリゾナ州に半導体工場を建設すると発表した、生産開始は2024年以降だ。

米中の分断は、結局両国をより自給自足できる方向へと向かわせ、世界的に技術革新を遅らせる原因となる。長年アジア戦略に携わってきた調査会社シュルト・リサーチのポール・シュルト氏は、「問題は効率の悪さだ。われわれには米国と中国のどちらも必要だ」と言う。

投資家は、去年は米中貿易戦争の日々の動きに反応したが、ハイテク株は新型ウイルスが原因で大きく売り込まれた後は、5Gをめぐる戦いが発生した後も急激な反発が続いている。5月15日、米国側の対中措置強化にもかかわらず、上場投資信託（ETF）の<SOXX>は2%下落するにとどまった。投資会社PGIMフィクスト・インカムのチーフエコノミスト、ネイサン・シーツ氏は、「こうした措置は専門的に見え、気付かない人が多いかもしれないが、長期的な構造変化を意味する」と語る。ハイテクをめぐる冷戦を無視するかどうかは、投資家の自己責任だ。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

3. 危機は世界成長の「体制変革」に一著名エコノミスト - This Wall Street Economist Sees a 'Regime Change' in Global Growth 変化の恩恵を受ける銘柄に注目を

[インタビュー]

■ ウォール街のトップと目されるエコノミストに聞く



Photograph by Philip Vukelich

ナンシー・ラザー氏はウォール街でも最も広く意見を求められるエコノミストの1人で、米経済誌インスティテューショナル・インベスターによるウォール街のエコノミスト年次ランキングで常時1位か2位にランクされる。本誌の「米国金融界で最も影響力のある100人の女性」の1人でもある。同氏は危機の初期では経済への悪影響の深刻さを見誤っていたと認め、経済予想を修正し、今の危機により米国中部が新興市場となるとの同氏の長年のテーマの重要性が強まったと述べている。

本誌：ナスダック総合指数は過去最高に近い水準で、失業率は大恐慌の頃に匹敵する高さだ。この二つの兼ね合いについてどう思うか？

ラザー氏：政策立案者らは危機への対応で素晴らしい仕事をした。そうはいっても、政策によってウイルスを止めることはできず、休業やロックダウン（都市封鎖）も防げない。経済への影響と雇用状況との間にはずれがあるものだが、今回は通常よりさらに大きなずれが生じる見込みだ。1960年代から1970年代に有名だったエコノミストのベリル・スプリンケル氏の1964年の著書

（『Money and Stock Prices』）によると、政策の経済に及ぼす影響を見る前に金融市場での影響を見なければならぬとある。今回は、信用市場は一時的悪化から立ち直り、債券利回りが低下し、高格付け債券の信用スプレッドは縮小し、住宅ローン金利も危機前の低い水準に戻った。経済活動の回復前に整っているべき状態だ。政策のおかげで実体経済の中に回復の芽生えも見られる。しかし、政策が経済を下支えする効果を十分に実感できるまでには長くかかる可能性がある。

■ 今回の危機からの回復は波状

Q：再感染のリスクも依然として高い。

A：第4四半期は大きな疑問が残る。秋になり感染率が上昇した場合、また街を閉鎖する必要がある。各州が徐々に、慎重に経済再開を行ってくれると良いと思う。われわれは「波状回復」と呼んでいるのだが、各州が違う時期に再開に動いていくこともあり、また経済指標も大きく上昇しては感染の再度の増加でまた大きく落ち込んだりする可能性があるためでもある。波状という言葉は今後の経験を表現するにぴったりだ。

Q：このような状況で国内総生産（GDP）予想はどうするのか？

A：脚注を付け、通常より修正の可能性が高いと強調する。私は危機の初期に米国経済への悪影響の強さを分かっておらず、誤った判断をしていた。外出制限が始まり、第2四半期の私のGDP成長率予想（前期に年率換算）をマイナス25%に下方修正した。第3四半期はプラス10%、第4四半期はプラス5%としている。通年は前年比マイナス4.7%と予想している。2021年は4%のプラス成長と予想する。

Q：米連邦準備制度理事会（FRB）や政府は莫大な資金を経済に投入したが、どんな波及効果があるか？

A：もし、迅速な対応がなかったら今頃経済はどうなっていただろうか。もっと破滅的な状態で、長期的なコストはより高くなっていたのではないだろうか。従って、良い面も悪い面もある。もっと強く、もっと早期に回復できる可能性があるが、政府の債務は非常に重い負担になる。負債への対処が悪いと、スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）が米国の信用格付けを引き下げるだろう。そうすると、政府も行動を取らざるを得なくなる。長期的な成長を下支えし、逆風を和らげることが同時にできる政策ができるというのが。

Q：インフレが問題視されるか？

A：FRBはデフレを食い止めようとしている。

■ 世界の経済成長の体制が変化する

Q：コモディティー（商品）価格はどうなるか？

A：過去20年間の商品価格は中国をはじめとする新興国の好況によって先導されてきた。中国経済が第1四半期に受けた打撃は大きく、約7%のマイナス成長だった。われわれが石油を含む商品価格の下落を予想した理由の一つだ。サウジアラビアとロシアの生産競争が原油価格下落を悪化させた。今や中国の状況は大きく改善し、経済を再開させつつある。中国の経済活動や米国経済改善の兆しなどを反映して石油価格も幾分持ち直してきた。カウボーイと資本主義者なのだからそのうち窮地

を切り抜けるだろうが、長期的に見た場合中国は過去20年のペースよりはかなり緩やかな成長になる見込みだ。従って、商品価格の上昇も抑制されるだろう。

Q：中国に関する予想は？

A：中国の2019年の公式なGDP成長率は約6%だった。今年は2%とわれわれは予想している。中国の高度経済成長時代は終わった。中国と関連の深い新興国諸国にとっても痛手となるだろう。新興国全般の成長率は2~3%に低下するが、これは商品価格の急騰を防ぎ、世界にとってはより健全なことだ。

Q：米国の消費は危機前にGDPの70%を占めていたが、今後も変わらないか？

A：2008~2009年の危機時に貯蓄がほとんどなく負債が多過ぎた消費者が、2010~2019年の景気拡大期により賢明な新しい消費者に変容した。貯蓄率は2007年から2019年までに4%から8%に上昇した。貯蓄率が上昇するのは1960年代以降初めてのことであった。消費者は自分たちの雇用の安定や健康、さらに政府が最後の守り手となる能力に関して以前よりもっと懐疑的にならざるを得ない。これら三つの理由のため、次の景気拡大期には貯蓄率が11%に上昇するとわれわれは予想している。第1四半期の貯蓄率は10%近かった。3月は13%だった。リセッション（景気後退）の際に起きる典型的な動きだ。リセッションから抜け出した時も貯蓄率は高止まりしているだろう。貯蓄率の傾向は30年周期のサイクルとなる傾向がある。

■ 米製造業の本国への回帰は重要な投資テーマ

Q：製造業の米国への回帰をテーマとして選好しているようだが、なぜか？

A：われわれは約10年間も米国製造業の再興を重視してきた。過去5年間にますますその考えは強まった。前回の景気拡大期の初期に、中国がもはや競争力のある場所ではなくなり、米国こそ競争力が最高となったため米国製造業の再興に関して強気になった。第二に、過去4~5年に法人税減税などの事由により、米国への企業の回帰が下支えされた。ついに歴史上初めて米国の法人税が中国並みになった。第三に貿易紛争や新型コロナウイルス危機がこのテーマを裏付けることになった。海外からの自国回帰が住宅や設備投資における投資サイクルの主なけん引要素となるだろう。

Q：小規模事業への悪影響が著しかったが、経済的にどんな意味があるか？

A：小規模事業も徐々に回復するだろうが、雇用の50%を占めるまでには長い期間がかかるだろう。前回の景気拡大期に小規模事業が雇用全体に占める割合は、価格決定力や電子商取引の能力を持つ大規模な事業者にシェアを奪われ、51%から49%へと低下傾向にあった。次の景気拡大期にはさらに低下していくだろう。経済活動全般が回復できないということではなく、レジャーや小売りを中心とする小規模事業は経済の中で弱い部分となるだろう。

Q：雇用に関してどんな意味があるか？

A：各州の外出制限措置が緩和され経済活動が再開されるにつれて雇用は回復するが、大手企業主導となるだろう。夏の間は前月比100万人程度の雇用増が見られる可能性があるものの、もっと長期的に見ると、今回も雇用の回復なき景気回復となる見込みだ。恐らく今後2~3年の経済活動の回復ペースは雇用回復のペースより速いだろう。レジャーや実店舗主体の小売業は収容能力を減らす必要に迫られているのだから、解雇した従業員の全てを雇い戻すとは思えない。前回の景気拡大期に雇用者数が危機以前に戻るのに6年かかった。今回の回復も同程度かかる可能性がある。

Q：投資家はどうすべきか？

A：新興国が世界の成長をけん引し、巨大な多国籍企業がその恩恵を受けた時代は終わった。私が仕事を始めた1980年代は、インフレと高金利の経済から低インフレと低金利の環境へと変化した後

だった。投資家はその変化を受け入れ、その恩恵を受ける企業とそうでない企業を認識することが重要だった。今日もまた世界的な経済成長の体制に変化が起きている。雇用なき景気回復の中で恩恵を受ける企業に集中できるよう、銘柄選択を重視する必要がある。消費パターンはハイテク、医療、生活必需品の重視へと変化しており、消費者の支出や貯蓄率に変化が起きる。新しい消費者の行動により多くの企業が苦戦することになろう。米国中部への投資が増加する見込みだ。米国の中央部の企業は長期的に成長する。小売業、製造業、資本財セクターで米国中部を本拠としている企業は既にアウトパフォームしている。

Q：金利やドルについてどう思うか？

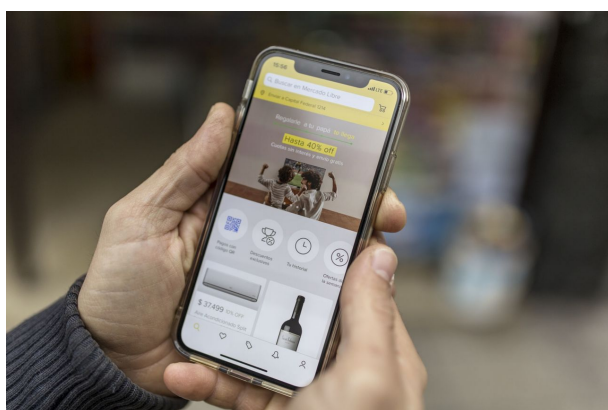
A：私の同僚で債券の専門家のロベルト・ペリは、FRBは景気回復をつまずかせることはやらないだろうと述べている。その結果、利回りはより長期にわたり、より低い状態にとどまる。選挙によって米国への投資の長期的な魅力が削がれることがないと想定すると、ドルはより長期にわたり、より強くなるだろう。

By Leslie P. Norton
(Source: Dow Jones)

4. 次のアマゾンやアリババは中南米から？ - Next Amazon or Alibaba May Be in Latin America 新進気鋭の中南米ハイテク企業

[新興国市場]

■ 中南米の新興電子商取引企業メルカドリブレ



Photograph by Sarah Pabst/Bloomberg, caption: The

MercadoLibre application is displayed on an iPh

過去に戻って、7年前のアマゾン株や5年前のアリババ株を買えると想像してみてもいい。今日では同様な企業を、中南米の新興電子商取引（eコマース）企業の中から探し出すことができる。これらの企業は新型コロナウイルスが消費者を従来型店舗から遠ざけている間に勢いを増している。

メキシコ以南の中南米地域には約6億2500万人が住み、1人当たりの所得は中国とほぼ同じである。しかし、オンライン決済の普及率は中国の半分にも満たず、店での支払いはほとんど現金だ。

GQGパートナーズのシニアアナリストであるスダルシャン・ムルティー氏によると、同地域を代表するテクノロジー企業メルカドリブレ<MELI>にとって絶好のチャンスだという。本社をアルゼンチンに置きながらビジネスの大半をブラジルで行う同社の株価は、5月4日に第1四半期決算を発表して以来25%上昇し、年初来では35%の上昇となった。投資家は、パンデミック（世界的流行）で世の雲行きが怪しいにもかかわらず同社の総収入が増加し続けていることや、同社のビジネスが商品委託手数料から、より高いマージンの決済サービスや金融サービスへとシフトし続けていることを好んでいる。「メルカドリブレは、中南米で標準的な決済方法を提供する企業になる機会に恵まれた」とムルティー氏は言う。

■ 追う2番手と3番手

メルカドリブレの行く手を阻む企業の一つはブラジルのパグセグロ・デジタル<PAGS>で、同社

のモバイル決済システムは同国の小規模店舗の販売時点情報管理（POS）システムを支配している。「パグセグロはブラジルの500万の小規模店主に決済手段を提供しており、その半分は銀行を利用したことがない人たちだ」と、インベスコの途上国市場株式部門の最高投資責任者（CIO）であるジャスティン・レベレンツ氏は言う。今年初めに新型コロナウイルスによって引き起こされた市場パニックの間、パグセグロは同氏が最も投資した銘柄だったが、結果は良かった。株価は3月末の安値から50%上昇している。

ブラジルでの競争における3番目のライバルは、ストーン<STNE>だ。ムルティー氏によると、同社の決済および貸し出しサービスは、新型コロナウイルス不況の影響が大きいと思われる大規模小売店舗に焦点を当てている。株価は3月の急落からほとんど回復しておらず、年初来では半値になっている。ストーンは5月12日に従業員の20%を一時解雇した。しかし同社には、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.B>をはじめとする支持者がいる。バークシャーは同社株の8%を所有している。もう1人のファンは、グッゲンハイム・パートナーズの上級株式アナリスト、ジェフ・キャントウェル氏だ。「ストーンは確かにマクロ経済の状況で苦境に立っているが、いずれ持続的なシェア獲得企業として浮上してくるだろう」と同氏はみている。

■ 電子商取引の眠れる巨人

これら3社に投資する場合、ブラジルは中国ではないことを理解する必要がある。2008年の金融危機以来一貫して、2億1000万人のブラジル国民は成長に苦しんできた。ボルソナロ大統領が新型コロナウイルスの危険性を否定し、混沌とした対応となったことは、おそらく事態を悪化させるだろう。

中南米第2位の市場であるメキシコへの進出も難題で、これは米国の既存オンライン企業との競争がかなり激化するためだ。「メルカドリブレがメキシコ事業で勝つ見込みはない。アマゾン・ドット・コム<AMZN>は自由貿易協定により自由に運営でき、大手量販店のウォルマート<WMT>は傘下のウォルメックス<WALMEX.メキシコ>を通じて大きな存在感を示している」とインベスコのレベレンツ氏は指摘する。

これらの警告にもかかわらず、中南米は電子商取引にとって眠れる巨人であり、新型コロナウイルスをきっかけに目覚める可能性もある。「中南米のオンライン化にはパンデミックが必要だった」と語るのは、上場投資信託（ETF）のエマージング・マーケット・インターネット・アンド・イーコマース<EMQQ>の創設者であるケビン・カーター氏だ。少なくとも、トップ企業に注目しておく価値はある。

By Craig Mellow
(Source: Dow Jones)

5. 経済指標悪化と米中緊迫化で株価の勢い止まる - Stocks Were Stopped in Their Tracks Last Week. 追加財政支援なければ二番底探る可能性も

[米国株式市場]

■ 久しぶりの下落率

市場が下落するたびに投資家はいつも底を心配し始めるが、今回は天井の心配をするべきだろう。

先週の主要株価指数は厳しい値動きとなった。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は2.7%下落して2

万3685.42ドルとなり、S&P500指数は2.3%安の2863.70となった。ナスダック総合指数は1.2%下落して9014.56で引けた。NYダウとナスダックは4月3日に終了した週以来の下落率となり、S&P500指数は3月20日に終了した週以来の大きな下落だった。小型株のラッセル2000指数は5.5%下落して、1256.99で週末を迎えた。

確かに市場の下落につながる要因が多くあった。新型コロナウイルスの影響で経済指標は引き続き恐ろしい状況となっている。失業保険の申請件数は新たに約300万件あり、小売売上高は過去最大の落ち込みを示し、鉱工業生産は大きく落ち込んだ。米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は講演で景気刺激のためのボールを議会に投げ戻したが、議会は具体策を得るために政党間のギャップを自ら埋めようとはしていない。米中間の緊張状態が高まったことから、アップル<AAPL>やアマゾン・ドット・コム<AMZN>などの大手ハイテク企業でも市場を上昇に導くことはできなかった。



■ チャート上の上値抵抗線

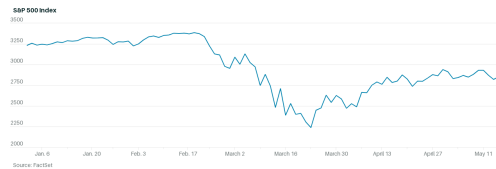
ただし、こうした理由はチャート上で明らかになった状況を説明するための後付けに過ぎないかもしれない。先週の下落のきっかけは、月曜日にS&P500指数が4月の終値である2939.51を上抜けられなかったことから始まった。火曜日の朝に再挑戦して一時2945.82まで上昇したものの、結局は続落して4月の終値が天井になってしまったようだ。

このような明らかな上値抵抗線があっても、市場が必ず下落するというわけではない。S&P500指数が木曜日と金曜日の寄り付き後の安値から回復できたのは、一部の投資家がまだ下値で買いたいと思っている状況を示している。しかし上値を追うには、それだけではまだ難しい。

野村インスティテュートのテクニカルアナリストであるフランク・カッペレリ氏は「（S&P500指数が）上値追いに失敗すれば、天井形成パターン、上値水準の低下、相場の消耗、モメンタムの消失が見られるようになる」と述べる。

しかし、米中間の緊張が再び高まっている現時点では、上値抵抗線を抜けるのは難しくなっているようだ。先週は、トランプ政権が連邦政府職員向けの確定拠出型年金（TSP）による中国株投資の中止を望んでいるとの報道で始まり、週末までにトランプ政権は、中国のファーウェイ（華為技術）が海外のサプライヤーから必要な部品と技術の入手を制限すると発表した。

CIBCプライベート・ウェルス・マネジメントの最高投資責任者（CIO）であるデーブ・ドナベディアン氏は「ファーウェイに対する規制は、中国への警告と見なされ、今後数カ月間は市場が織り込むのに苦労しそうだ」と述べる。



■ 議会の財政支援策がカギ

ただし、最大の注目点は引き続き新型コロナによる米経済への影響だ。経済活動が再開されると、その国の経済指標の一部に改善が見られることは分かっている。その際のリスクは、その指標を基に現在の刺激策で既に十分だと議員が考えてしまう可能性だ。

例えば、4月の個人所得のデータが5月末に発表された時に、政府からの給付金と失業給付の拡大を背景に、失業率が急上昇しても総所得の急増が示されそうだ。

ジェフリーズのエコノミストであるアニータ・マルコウスカ氏は、これらのプログラムは期限切れとなり、期限切れの時点で埋め合わせに十分なほど仕事が回復しているとは考えにくいと述べ、「政策当局は現時点で成果を上げているかもしれないが、追加の財政支援策がなければ、新型コロナの影響が夏の中頃に戻ってくるだろう」と説明する。

そうした財政支援の実現は難しいかもしれない。下院民主党が3兆ドル規模の支援法案を可決する準備ができているものの、多くの共和党上院議員はそれよりも別のパッケージが必要かどうか見極めたいと考えている。バンク・オブ・アメリカ・セキュリティーズの投資ストラテジストであるジャレド・ウッダード氏は、両者が財政支援策で同意できないと、早過ぎる財政引き締めが景気回復を妨げる「フーバーモーメント」のリスクを冒すことになる」と指摘する。同氏は「政府が経済活動の停止を要求するのであれば、論理的な帰結は政府による補償だ。GDPの4分の1ならその量を、2四半期継続するのであれば、その期間ということだ。そうでないと恐慌ということになる」と述べる。

ウッダード氏は、そこまで極端なことにはならないと考えているものの、S&P500指数は議会での合意がなされるまでに7.5%下落して2650になる可能性がある」とみている。

仮に合意がなされなければ、直近の底値に関して再び心配することになりそうだ。



By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

6. 決算発表の教訓：シスコシステムズが依然重要 - Earnings Lesson: Cisco Still Matters

経営多角化と5Gが業績を下支え、自社株買いが投資家を誘引

[ハイテク]

■ 売上高の落ち込みにも関わらず株価は急騰



Photograph by Justin Sullivan/Getty Images

世界有数のネットワーク機器メーカーであるシスコシステムズ<CSCO>が5月13日に発表した2020年度第3四半期（2-4月期）決算は、客観的に言って悲惨な内容だった。売上高は前年同期比8%減で、新型コロナウイルスの危機が始まる前に発表されたガイダンスの1.5~3.5%減を下回った。5-7月期はさらに落ち込み、約10%の減収となる見通しだ。

ところが決算発表の翌日、株価は4.5%上昇した。背景には市場予想が低かったことがあるが、世界の大手ハイテク企業の多くと同様、シスコがパン

デミック（世界的流行）を脱却するときにより強くなっている可能性があるとの見方も株価の上昇を支えた。以下、決算のポイントを考察する。

■ セキュリティ、ソフトウェア、5Gが業績を下支え

シスコは依然として高額のハードウェア機器を販売し、深刻な問題に直面している幾つかの業界（航空会社、ホテル、カジノ）にサービスを提供している。同社は景気後退の影響を免れない。だが、エバーコアISIのアナリスト、アミット・ダリヤナニ氏が顧客向けレポートで書いているように、同社はセキュリティとソフトウェアの分野に進出しており、こうした事業が景気後退局面で同社の業績を下支えする見通しだ。さらに同氏は、シスコが強固なバランスシートを活用して顧客を支援することなどにより、中核製品であるネットワーク機器の市場でシェアを獲得できると考えている。

次世代通信規格「5G」は既にシスコの業績の追い風となっている。JPモルガンのアナリスト、サミック・チャッタージー氏はシスコが5Gネットワークの展開が加速していることによる恩恵を受けていると指摘し、この傾向は「顧客が自社のネットワークが時代遅れであることを認識し、更新するにつれて」同社に利益をもたらす可能性があるとして述べている。

■ ビデオ会議サービス事業が好調

シスコは2007年にビデオ会議サービスのWebEx（ウェブエックス）を32億ドルで買収した。WebExは、シスコのネットワーク機器を購入した大企業にサービスを提供している。シスコはWebExの収益を公表していないが、同サービスを使用した総ビデオ会議時間は4月に250億分を超え、2月の水準の3倍に達した。マイクロソフト<MSFT>のコミュニケーションツールであるTeams（チームズ）を使用した4月の総ビデオ会議時間は41億分で、WebExはそれを6倍超上回ったことになる。

■ 自社株買いを継続

シスコのケリー・クレイマー最高財務責任者（CFO）は本誌とのインタビューで、配当と自社株買いによってフリーキャッシュフローの50%を株主に還元するというコミットメントを維持すると述べた。

ただし同社は自社株買いを機動的に実行しようとしており、今年2月と3月の株価暴落を受けて1株当たり平均39.71ドルで総額10億ドル弱に相当する株式を買い戻した。その後株価は約10%上昇している。同社の自社株買い枠はまだ105億ドル分残されている。同社は3.3%の配当利回りを維持すると約束している。

■ オフィスの必要性が薄れている

シスコは継続的な在宅勤務体制を敷いており、全員がオフィスで勤務する体制への復帰を急いでいない。同社の従業員の95%が自宅で仕事をしている。ハイテク企業は歴史的に、ジム、ヨガ教室、カフェテリアを備えた大きくて派手な建物を好んできた。そのすべてを巻き戻すには時間がかかるだろうが、そうした時代は終わろうとしている。

■ クラウド時代でもネットワーク機器はやはり重要

シスコの株価は年初来で9%下落している。2020年度の予想株価売上高倍率（PSR）は3.8倍で、予想株価収益率（PER）は15倍を下回っている。一方、ビデオ会議サービスのズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>の株価は年初来でほぼ150%上昇しており、2020年の予想PSRは50倍を超え、予想PERは400倍に近い。

ズームのバリュエーションは急速に上昇しており、シスコのバリュエーションは低下している。その要因の一つは、シスコがハードウェアを製造しているのに対し、ズームはクラウドでサービスを提供していることであろう。だが、クラウドはルーター、スイッチ、サーバーで構成されている。クラウドはソフトウェアだけでは成り立たないのである。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

7. 格下げ相次ぐエネルギー関連社債をどう評価すべきか - How Investors Should Evaluate Energy Bonds 企業ごととETFごとに投資機会は異なる

[債券]

■ 「墮天使」となるエネルギー関連企業が続発



Photograph by Stacie Scott/Bloomberg

今年もまだ半分以上残しているが、格下げによりハイイールド債となった元投資適格債の金額は1530億ドルを超え、過去最高となっている。一般に「墮天使（フォールン・エンジェル）」と呼ばれるこうした企業の大半はエネルギー関連だ。ブルームバーグ・バークレイズ・ハイイールド・エネルギー・インデックスは今年22%下落した。WTI原油先物の期近物は年初に1バレル＝61ドルだったが、足元で28ドルまで下落している。

運用資産17億ドルの上場投資信託（ETF）であるヴァンエック・ベクトル・フォールン・エンジェ

ル・ハイイールド債ETF<ANGL>の運用担当者は、一連の格下げの後で、同ETFに占めるエネルギー関連企業の比率は19～40%の範囲になると推定する。正確な比率は、エネルギー大手の発行体に対する格下げの程度次第だ。

足元でエネルギー関連企業のハイイールド債が急増しているが、その評価は各企業の資本構成上における当該社債の弁済順位や債券の残存期間などによって異なる。社債の弁済順位が最上位にあり、破綻に際して会社の資産（多くの場合、石油埋蔵量）に対する社債投資家の残余財産分配請求権が第一位ならば、生き残る可能性は上昇する。

コハンジック・マネジメントのデービッド・シャーマン氏は、運用資産6億1800万ドルのリバーパーク短期ハイイールド・ファンド<RPHYX>と運用資産1億7800万ドルのリバーパーク・ストラテジック・インカム・ファンド<RSIVX>を運用している。前者ではエネルギー関連の2本の短期社債を保有していたが、最近両方とも満期償還された。よりデュレーションの長い後者のファンドでは、エネルギー関連のエクスポージャーによるリターンへのマイナス寄与度は4%ポイントに及ぶと推計している。

同氏は、「エネルギー関連企業の資本構成の中で最下位に位置する商品を保有する投資家は大変な目に遭っている」と述べる。また、「資本構成上の上位に位置する商品に投資している場合でも、原油価格が戻るまでの期間、企業存続のための十分な手元資金があるか否かが問題だ。エネルギー関連企業は本当に深刻な状況だ」と指摘する。

■ エネルギーへのエクスポージャーを精査する

債券ファンドのエネルギー関連企業に対する投資に関して、その規模や実質を測定することは難しい。ファンド調査会社のモーニングスターはウェブサイトで債券ファンドの保有銘柄を社債、米国債、モーゲージ債などの広義のカテゴリ別に分類しているが、エネルギーという分類は社債の中のサブセクターと見なされており、その投資比率の情報は出ていない。

特定のファンドの保有銘柄を掘り下げるには、多面的な取り組みが必要になる。運用資産30億ドルのシティ・ナショナル・ロッチデール・フィクスト・インカム・オポチュニティーズ・ファンド<RIMOX>の場合、モーニングスターのサイトによると、ファンドの資産の27%は「バンクローンなど」に分類され、「エネルギー」はわずか5.8%と表示されている。しかし、ファンドのファクトシートではエネルギー関連の投資比率はそのほぼ2倍の10.5%となっている。

短期のハイイールド債ファンドの一部にはエネルギー関連への投資比率が小さいものもある。シェンクマン・キャピタル・マネジメントの共同最高投資責任者（CIO）であるジャスティン・スラットキー氏は、運用資産5億9400万ドルのシェンクマン・キャピタル短期ハイインカム<SCFAX>と運用資産3億8000万ドルのハーバー・ハイイールド・ボンド・ファンド<HYFIX>の運用に関わっている。同氏はデュレーションの短いファンドでエネルギー関連企業の社債を保有しない方針だ。満期日までの期間に得られる潜在的な利益は小さい一方、デフォルトした場合の損失が大きいからだ。

とはいえ、ハーバー・ハイイールド・ボンド・ファンドのエネルギー関連企業へのエクスポージャーは3月31日時点で7%だった。同氏は原油価格への感応度が高い上流の探鉱・開発企業ではなく、よりキャッシュフローの安定した中流のパイプライン企業を選好する。例えば、タルガ・リソーシズ<TRGP>は1株当たり91セントという多額の配当を支払っていたが、この3月に配当を10セントに減額した。「社債投資の観点から言えば、株式配当の減額は、借金の返済に充てるキャッシュフローが増えるという点で非常にポジティブだ」と同氏は語る。

安価になった原油からガソリンやプラスチックなどを生産する石油精製業者を選好するマネジャーもいる。運用資産17億ドルのハチキス・アンド・ワイリー・ハイイールド・ファンド<HWHAX>

を運用するレイ・ケネディ氏はPBFエナジー＜PBF＞とホリー・エナジー・パートナーズ＜HEP＞の社債を保有する。同氏は、「石油精製業者にネガティブになるとすれば、ドライブが復活しないと考える時だ。私はテスラの電気自動車が大好きだが、ガソリンの値段が安いと、ドライブが増加する可能性が高い」と語った上で、石油精製業者の社債への投資で12%を超える利回りが得られそうだと話した。

■ 今、エネルギー企業に投資すべきか

石油企業のオクシデンタル・ペトロリウム＜OXY＞は現時点で墮天使としてはエネルギーセクター内で最大で、ムーディーズは約370億ドルの負債を格下げした。バークシャー・ハサウェイのウォレン・バフェット氏は同社の優先株を保有している。一方で、格下げ後も同社の社債の購入を見送るマネジャーも多い。ヘッジファンドのバリュー・ワークスでポートフォリオマネジャーを務めるチャールズ・レモニデス氏は、「同社の信用格付けはBBプラスで、通常同社の社債は額面の75～95%の価格で取引されるが、バフェット氏の後光がなければ、もっと低い価格で取引されるだろう」と話す。

代わりにレモニデス氏は破綻したシェールオイル生産のホワイティング・ペトロリウム＜WLL＞の負債を額面1ドル当たり10セントで購入した。同社が数カ月以内に破綻状態から抜け出せば株式に転換される。同氏は「2～5倍のリターンを容易に得られる」とみている。

オクシデンタルの社債を買うかどうかはともかく、今後もエネルギー関連企業の債券の格下げが続発することには注意が必要だ。「こうした環境で運用を続けることは非常に困難だが、改めて気を引き締めて、投資アイデアがあるかどうか検討したい」とケネディ氏は語る。このタイミングで墮天使を買うか否かはエネルギー関連企業の先行きをどうみるかによる。問題は投資適格から非投資適格に落ちた後、さらにどこまで格付けが下がるかだ。

By Lewis Braham
(Source: Dow Jones)

8. コロナ危機が経済学入門を書き換え中 - Covid-19 Is Rewriting Economics

[コラム]

101

非標準的な金融政策に進化

■ 金融政策の進化



Photograph by Olivier Douliery /AFP via Getty Images,
caption: Federal Reserve Chairman Jerome P

わが家にも子供たちが戻り、彼らは快適な自宅で隔離生活を送っている。息子は大学1年生も終盤にさしかかり、オンライン授業を受ける一方で、経済学入門に関しては家庭教師（筆者）を有効活用している。経済学入門が、筆者が受講してからほとんど変わっていないことには驚かされる。

米連邦準備制度理事会（FRB）が債券を買い入れればマネーサプライは拡大し、失業率は低下してインフレ率は上昇する。政府が歳出を増やすか減税を実施すれば、国内総生産（GDP）は一定の乗数に従って拡大する。教科書が示唆するように、

全てが機械的に機能する。

しかし、筆者が経済学の基礎を受講した当時に放送されていたスタートレックの冒頭ナレーションを借りれば、現在の金融政策は未踏の地を進んでいる。FRBは米国債やエージェンシーMBS（住宅ローン担保証券）だけではなく、社債や、投資不適格債に投資するものを含む上場投資信託（ETF）も買い入れている。

この状況は、クレジットにおける現実世界の変化を反映している。FRBの資産買い入れによって銀行に余剰が生じて銀行融資を可能にするのではなく、現在の金融政策は主に金融市場経由で機能している。

バーナンキ元議長は、FRBが金融危機後に量的緩和（QE）第2弾を開始した際に、金利低下と有価証券の価格上昇という緩和的な金融情勢が経済成長を刺激すると説明した。元議長は2010年11月に、ワシントンポスト紙への寄稿で次のように述べている。「例えば、住宅ローン金利の低下によって、住宅購入が一段と手頃になり、より多くの住宅所有者の借り換えが可能になるだろう。社債金利の低下は投資を促すことになる。そして株価上昇は、消費者の資産価値を押し上げ、信頼感の向上に寄与することになり、そのことも消費を促し得る。消費の増加は企業収益の増加につながり、好循環においてそれは、景気拡大をさらに下支えすることになる」。

それ以降、金融政策が主に市場を通して伝達されるため、金融資産保有者が最も直接的な受益者であることが明確になった。この二極分化は、S&P500指数が3月23日の直近の底から27.5%回復する一方、過去2カ月間で新規失業保険申請件数が3650万件に及んでいることに、最も劇的に顕在化している。

パウエル議長も現状に気付いているようだ。同氏は先週、ピーターソン国際経済研究所で行った講演で、所得が4万ドル以下の世帯の40%が、3月に失業を経験したと述べた。FRBは、経済の入門書に書かれている景気後退対策のはるかに先を行き、バランスシートを3月初旬から2兆6000億ドル増大させて6兆9000億ドルにまで拡大し、それには社債ETFの3億500万ドルの買い入れが含まれている。

しかしパウエル議長は、FRBにできるのは資金融資だけで、経済への資金提供はできないと強調した。それは財政政策の役割であり、議会がコントロールするものだ。ムニューシン財務長官は、両党の協力を得られるという珍しい状況の中で、民主党が多数を占める議会と協力して2兆9000億ドルの迅速な財政救済策をまとめた。それはGDPの14%に相当するが、パウエル議長はまだ足りないと強調した。

パウエル議長は、マイナス金利は答えにならないと付け加えた。そして、その他の金融政策は、ウイルスの脅威が十分に後退して経済活動の再開が可能になるまでの時間稼ぎが主な目的だ。一部の州では経済が再開されている。しかし、バー、レストランおよび小売店が営業を再開した場合、客は来るのだろうか。消費者は安全と考えても、雇用に確信を持っていない場合に生活必需品以外に支出するのだろうか。

■ 州・地方政府の雇用不安

これまで一時帰休を概ね免れている公共部門の就業者は、予算削減の大ナタにびくびくし、消費に慎重になっている可能性がある。新型コロナウイ



Photograph by Erin Schaff/The New York Times/Redux Pictures, caption: Federal Reserve Chairman J

ルス危機によって、州や地方政府では税収が減少する一方で必要な歳出を増やしており、財源が大幅に足りなくなっている。パンデミック（世界的流行）の「震源地」であるニューヨーク州は、歳入が1月時点の予想比で133億ドル減少すると推定している。歳入不足を補うために、州政府は地方自治体に対する支援を約82億ドル削減する計画だ。

ICAPのアナリストであるウォルター・J. ジーマン氏は、それだけではないと指摘する。新型コロナウイルス感染者が最も集中している地域は、GDPにおけるシェアが高い地域でもある。ニューヨーク州からニュージャージー州にかけて

の大都市圏は、米国全体のGDPの約10%を占め、コロナ感染者は約50万人に及んでいる。さらに両州の財政赤字も最大の部類に属している。

ここで連邦財政政策の出番となるが、連邦政府からの今回の支援は、新型コロナウイルス支援・救済・経済安全保障（CARES）法ほどには迅速に届かないもようだ。民主党が多数を占める下院は、3兆ドルの支援法案を金曜日に可決すると予想されていた。しかし、共和党が多数を占める上院で、その法案は否決されるだろう。同法案は、民主党の要望を並べたもので、共和党には関心がないもののようにみえる。

なお、州や地方政府では、連邦政府のような無制限の借入れが不可能なため、公共部門の就業者に一時帰休の危機が迫っている。財政が最も逼迫（ひっばく）しているこのニューヨークやニュージャージー州の米国経済に対する影響は非常に大きいために、一時解雇となれば経済的に大きな影響をもたらすだろう。

教科書には書かれていないが、経済政策は突き詰めれば政治であり、特に選挙の年であればなおさらだ。筆者は、1970年代のニューヨーク市の財政危機を鮮明に覚えている。当時、財政破綻に瀕したニューヨーク市は援助を連邦政府に求めたが断られ、ニューヨークのデイリーニューズ紙は「フォード大統領からニューヨーク市へ：さっさとくたばれ」という見出しで詳細を報道した。いまの両党の現職議員達は、これがフォード大統領の二期目に向けた選挙にどのように影響したかを考えるべきかもしれない。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

9. 本誌が着目する配当株8銘柄 - 8 Dividend Stocks That Split the Difference Between Yield and Safety 安定性と利回りの妥協策

[インカム投資]

■ 2本のインカム型ETFが組み入れる銘柄



Photograph by Joe Raedle/Getty Images

新型コロナウイルスの感染が拡大する中、セクターを問わず企業は生き残りを模索している。今年はこれまでに、S&P500指数採用銘柄のうち約50社が減配もしくは配当停止を発表した。ここでは安定した配当成長企業に特化した2本の上場投資信託（ETF）を取り上げる。バンガード米国増配株式ETF<VIG>および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>だ。2月19日の市場の高値からの下落率はともにS&P500指数の15.2%をわずかながら下回る。

これらのファンドの組み入れ対象となる銘柄は、厳しい局面でも安定配当を維持するために必要なものを持っているはずだ。運用資産403億ドルのバンガードETFは、ナスダック米国ディビデンド・アチーバーズ・セレクト・インデックス（DVG）への連動を目指す。同指数採用企業は、少なくとも10年連続で年間配当を増やしている。運用資産30億ドルのウィズダムツリーETFは、採用銘柄がはるかに多い同社の米国株クオリティ配当成長インデックスから280社を選んでいる。

■ 強固なキャッシュフロー創出力

本誌は、2本のETFが保有する上位銘柄から、堅調に増配しているものの配当利回りが2%を下回る銘柄を避け、8銘柄を選定した。ウィズダムツリーETFの組み入れ比率が最も大きいのは、通信サービスのベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>で、直近の配当利回りは4.4%である。株価はS&P500指数が高値を付けた2月19日から持ちこたえ、約5%の下げにとどまる。

同社に懸念があるとすれば、多額の負債だろう。3月末の自己資本617億ドルに対し、長期負債は総額1066億ドルであった。しかし強固なフリーキャッシュフローを支えに、ベライゾンは配当を支払う方針を表明している。第1四半期のフリーキャッシュフローは36億ドルと、前年同期を26%上回った。3月初めに同社は1株当たり61.5セントの四半期配当の維持を発表した。

5月11日の投資家向けコンファレンスでマシュー・エリス最高財務責任者（CFO）は、「新型コロナの流行でも、資本配分方針は変わらない。優先順位のトップは事業投資、次が配当。投資家にとってどんなに大切かを理解している」と述べた。

一方のバンガードETFの最近の保有上位銘柄には、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>と製薬・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>が含まれている。両社とも4月に増配を発表し、新型コロナ流行の間も事業が堅調だったことを示唆している。

■ 積極的な株主還元の姿勢

もう一つの組み入れ銘柄は、ファストフード・チェーン大手のマクドナルド<MCD>である。同社

もまた配当実施方針を表明している。4月30日の決算コンファレンスコールでケビン・オザンCFOは「当社の資本配分で優先するのは成長に向けた事業投資と株主への配当」と述べた。

ケーブルテレビ最大手のコムキャスト<CMCSA>もバンガードETFの保有上位銘柄である。同社の資産は、高速インターネットアクセスなどの通信設備、テーマパーク、スペイン語放送局、欧州のメディア・通信など広範囲にわたる。マイケル・キャバナCFOは4月30日の第1四半期決算コンファレンスコールで、「定期的に配当を支払うことにしっかりと責任を持つことで株主に資本還元する方針を維持している」と述べた。

バンガードETFは、ペースメーカーなどの医療機器大手メドトロニック<MDT>にも投資している。同社は新型コロナウイルスの流行をうまく切り抜けそうだ。4月21日のプレスリリースでは、資本配分では強固な配当の支払いも優先すると記した。同社は昨年7月以降、54セントの四半期配当を払っている。

ウィズダムツリーETFが保有する上位銘柄には、医薬品大手のメルク<MRK>と飲料・スナック菓子大手のペプシコ<PEP>も含まれる。ペプシコは5月5日に1.0225ドルの四半期配当を発表。これは前四半期の95.5セントから7%の増配となる。

ペプシコのレイモン・ルイス・ラガータ最高経営責任者（CEO）は5月6日のアナリスト向けコンファレンスコールでキャッシュフローが好調だと語り、「2020年も株主還元がおおよそ75億ドルとなる見通しを変えていない。内訳は配当が55億ドル、自社株買いが20億ドル」とした。

メルクのケネス・フレイジャーCEOは4月28日の決算コンファレンスコールで、「当社の財務内容とバランスシートは強固であり、配当支払いを含む資本の優先配分方針を維持する」と述べた。

新型コロナの感染拡大が示すように、何が起きるかは保証の限りではない。しかし、取り上げた8銘柄の配当は、現在でも実に安定しているように見える。

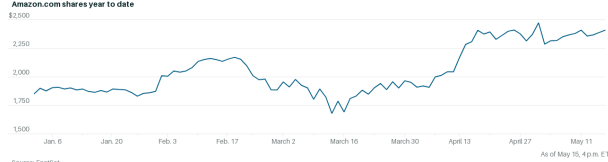
By Lawrence C. Strauss
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - Can Amazon Solve the Covid-19 Testing Challenge? アマゾンが新型コロナ検査の課題を解決できるか？

[経済関連スケジュール]

■ 検査機能の開発は従業員向けを想定

A Healthy Business
Amazon.com shares have climbed as the U.S. went into lockdown in mid-March.
Amazon.com shares year to date



アマゾン・ドット・コム<AMZN>はさまざまな事業に進出して成功してきたが、新型コロナウイルス検査に関してはどうか。同社は4月30日に行われた決算発表で、第2四半期に新型コロナ対策費用に少なくとも40億ドルを投じる計画を発表した。その一つとして、「独自の新型コロナ検査機能の開発に数億ドルを投じる」という。

モルガン・スタンレーのアナリストのブライアン・ノバク氏は、「アマゾンの目的は、自社の従業員

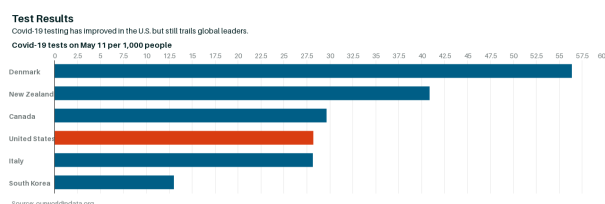
が日々受けられるような新型コロナ検査設備を開発することだろう」と述べ、同社が新型コロナ検査で中心的存在になるかは疑問だとしている。同氏は、「アマゾンはこのために、4月から年末までに10億ドルを投じる予定だ」と語る。

アマゾンは検体として唾液を使い、短時間で結果が出るテストを開発するとノバク氏はみている。検査には未解決の課題が多くあり、アマゾンはこの分野に関しては経験不足であるが、それでもノバク氏は楽観的だ。同氏は、検査の課題を解決するに当たって、アマゾンの強みを生かせる分野が三つあると語る。一つ目はサプライチェーンだ。「検査は大量に行う必要があり、製造設備も早急に整備しなければならない」と述べる。二つ目は、検査の効率性と正確性の最適化だ。三つ目は資金だが、アマゾンには潤沢な資金がある。

アマゾンが検査に乗り出す理由は何だろうか。同銘柄を「オーバーウエート」とし、目標株価を2600ドルと設定するノバク氏は、従業員と顧客の安全を確保することが電子商取引において競争力となる可能性があるとする。さらに「検査の開発により同社の評判が良くなる可能性は数値化できないが、ハイテク企業規制が幾度となく話題に出てくる現状で、これが流れを変える可能性はある」と指摘する。

アマゾンはこの件に関しては控えめな姿勢を取っており、「開発が間に合うかは分からないが、それでも試す価値はある」としている。

■ 今週の予定



5月18日（月）

- ・世界保健機関（WHO）の第73回年次総会が、2日間の予定で開催。194の加盟国が参加し、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）への対応について協議する。
- ・中国のインターネット検索大手バイドゥ（百度）＜BIDU＞が四半期決算発表。
- ・全米住宅建設業協会（NAHB）が5月の住宅市場指数を発表。コンセンサス予想は34.5。4月は、2014年以来初めて50を下回り、30となった。これは、市場が住宅危機から回復途上にあった2012年以来の低水準だった。

5月19日（火）

- ・自動車部品小売り大手アドバンス・オート・パーツ＜AAP＞、ホームセンター大手ホーム・デポ＜HD＞、小売り大手ウォルマート＜WMT＞が決算発表。
- ・バイオ医薬品大手アムジェン＜AMGN＞、ファストフードチェーンのチポトレ・メキシカン・ Grill＜CMG＞、油田開発サービス会社ハリバートン＜HAL＞、金融大手JPモルガン・チェース＜JPM＞が年次株主総会開催。
- ・4月の住宅建設関連指標発表。エコノミストの予想では、住宅着工件数は季節調整済み年率換算で91万9000件となり、3月の120万件から大幅に減少。92万5000件を下回るのは、2015年初め以来のこと。住宅着工許可件数は、25%減の同100万件の予想。

5月20日（水）

- ・半導体メーカーのアナログ・デバイセズ＜ADI＞、オンライン旅行サービス会社のエクスペディア・グループ＜EXPE＞、ホームセンター大手ロウズ＜LOW＞、医薬品卸売業者のマッケソン・コー

ポレーション<MCK>、半導体設計用ソフトウェア開発会社シノプシス<SNPS>、ゲームソフト大手テイクツー・インタラクティブ・ソフトウェア<TTWO>、小売り大手ターゲット<TGT>が四半期決算発表。

- ・ビールメーカーのモルソン・クアーズ・ビバレッジ<TAP>、防衛大手のノースロップ・グラマン<NOC>、大手航空会社ユナイテッド・エアラインズ・ホールディングス<UAL>、動物用医薬品メーカーのゾエティス<ZTS>が年次株主総会を開催。

- ・米連邦公開市場委員会（FOMC）が4月に行われた金融政策会合の議事要旨を公表。

5月21日（木）

- ・化学分析機器メーカーのアジレント・テクノロジー<A>、家電販売大手ベストバイ<BBY>、コンピューター・IT大手のヒューレット・パカード・エンタープライズ<HPE>、パッケージ食品メーカーのホーム・フーズ<HRL>、ソフトウェア関連企業イントゥイット<INTU>、医療機器大手メドトロニック<MDT>、半導体メーカーのエヌビディア<NVDA>、ディスカウント小売り大手ロス・ストアーズ<ROST>、ディスカウントストア大手のTJX<TJX>が決算コンファレンスコールを開催。

- ・オートバイメーカーのハーレーダビッドソン<HOG>、ファストフードチェーン大手マクドナルド<MCD>、投資銀行モルガン・スタンレー<MS>、航空会社サウスウエスト航空<LUV>が年次株主総会を開催。

- ・コンファレンス・ボードが4月の景気先行指数発表。コンセンサス予想は98と前月比5.7%低下。3月は6.7%低下だったが、これは統計開始以来60年間で最大の下落だった。

- ・調査会社IHSマークイットが5月の購買担当者景気指数（PMI）を発表。コンセンサス予想は34.3と、4月の27から上昇も、好不況の分かれ目となる50を大きく下回る。

- ・全米不動産協会（NAR）が4月の中古住宅販売戸数を発表。エコノミストは、季節調整済み年率換算で前月比18.4%減の430万戸を予想。（3月は同8.5%減）。

5月22日（金）

- ・電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）<BABA>、農機大手のディア<DE>が四半期決算発表。

By Eric J. Savitz
(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』 2020/05/17

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