

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/05/31

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. ロックダウン終了後に成功が見込まれる旅行関連株 - 7 Travel Stocks Set for Success as Lockdowns End [カバーストーリー]
旅行需要の回復に乗じるための7銘柄 P.2
2. トランプ大統領VSツイッター、ハイテク企業に不安な夏が到来 - Trump vs. Twitter: Tech's Summer of Worry Arrives [ハイテク]
大手ハイテク企業への激しい非難が再来 P.4
3. 空運株に上値余地あり - 3 Airline Stocks That Can Benefit From a Pickup in Domestic Travel [インダストリアルズ（資本財）]
サウスウエスト航空やスピリット航空、デルタ航空に注目 P.6
4. サステナブル指数投資が1兆ドル規模の市場になる理由 - Why Sustainable-Investing Indexes Will Be a Trillion-Dollar Business [インタビュー]
ブラックロックのラジム氏にETFやサステナブル投資の未来について聞く P.8
5. 香港の変化を受け入れる時 - Hong Kong Is Changing. It's Time to Accept That. [フィーチャー]
一国二制度から遠ざかる香港の新しい現実と向き合う P.10
6. 取引終了から翌日の取引開始までの好材料を受けて続伸 - As Big Tech Goes, So Goes the Stock Market [米国株式市場]
上昇の背後で懸念材料が積みあがっているとの見方も P.12
7. 長い目で見れば恐らく、米国が中国より優位に立つ理由 - Why the U.S. Will Probably Prevail Over China in the Long Run [フィーチャー]
いずれ生産性格差が解消し労働人口の減少が始まる P.14
8. NASAが航空宇宙に投資するための大型株になるかも - NASA Would Be a Huge Aerospace Player as a Stock. [インダストリアルズ（資本財）]
狙い目は、独自の技術を持つ時価総額の小さな宇宙専門銘柄 P.16
9. インカム投資で最も避けるべき三つのセクター - The 3 Most Dangerous Sectors for Dividend Investors [インカム投資]
配当に不十分なキャッシュフロー P.18
10. 今週の予定 - Streaming Services Have Rescued the Record Business [経済関連スケジュール]
ストリーミング・サービスがレコード業界を救う P.19

※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. ロックダウン終了後に成功が見込まれる旅行関連株 - 7 Travel Stocks Set for Success as Lockdowns End [カバーストーリー] 旅行需要の回復に乘じるための7銘柄

■ 魅力的なニッチ企業に注目

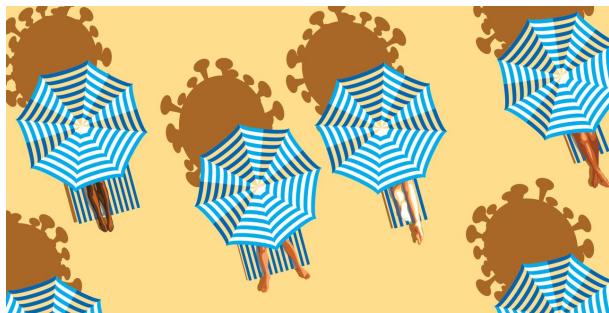


Illustration by Daniel Hertzberg

娯楽・メディア大手ウォルト・ディズニー<DIS>は先週、米国最大のテーマパークを7月に再開する予定であると述べた。この発表は旅行関連銘柄の驚くべき復活を強調することとなった。過去2週間でホテル、クルーズ船会社、航空会社の株価はいずれも20%超上昇している。

米国人は過去2カ月間にわたって家に閉じ込められており、旅行需要も繰り延べられていた。旅行関連銘柄は出遅れ株としてこれから上昇が見込ま

れる一方、今後の道のりに関して最も注意が必要でもある。ほとんどの銘柄は依然として年初来で30%以上下落している。

しかし本誌は、旅行業界と関連業界において最悪のシナリオを避けられるとみられる7銘柄を特定した。旅行需要が復活しつつあることで、これらの銘柄の株価は今後1年間で押し上げられる可能性がある。

その7銘柄とは、スピリット航空<SAVE>、サウスウエスト航空<LUV>、デルタ航空<DAL>、ホテル・モーター運営会社エクステンデッド・ステイ・アメリカ<STAY>、クルーズ会社リンドブラッド・エクスペディションズ・ホールディングス<LIND>、エネルギー会社マラソン・ペトロリウム<MPC>、カジノ運営会社ラスベガス・サンズ<LVS>である。これらの銘柄の多くは、格安航空会社や長期滞在型ホテルなど、業界の中でもより魅力的でニッチな事業を営んでいる。

経済全体はリセッション（景気後退）の状態だが、旅行業界はおそらく恐慌の最中にある。業界団体の全米旅行産業協会によれば、旅行業界では半数以上の労働者がレイオフ（一時解雇）となり、4月までの米国における失業者全体の38%を占める。米国の旅行売上高は、例年なら1兆1000億ドルに上るが、今年は45%減少すると予想されている。

米国では経済が徐々に再開しつつあるが、多くの米国人は家から遠く離れる準備ができていない。調査会社ハリス・ポールの最新世論調査では、53%が次の旅行を2021年まで延期すると回答した。米国の航空旅客数は依然として昨年を85%以上下回り、一部の観光地はゴーストタウンと化している。

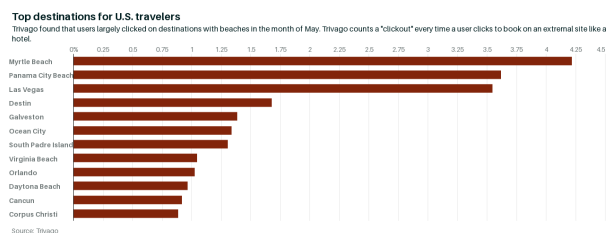
出張はさらに高いハードルに直面している。需要が回復するのは間違いないが、以前と同様の形態や頻度にはならないおそれがある。これは利益率上昇を法人顧客に頼っている大手の航空会社やホテルにとって大きな懸念だ。グローバルビジネストラベル協会が旅行業界で働く人を対象に実施した調査では、「ほとんどの従業員が制限解除後の6カ月間の出張に前向き」と考える回答者の割合は15%にとどまった。

アダムス・ファンズのマーク・ストークル最高経営責任者（CEO）兼ポートフォリオマネジャーは、「いつになれば安心して飛行機で出張できるとビジネス界が考えるようになるか、誰にも分からない

い。7月か、10月か、来年1月かもしれない。こうした環境では、関連銘柄に投資したくはない」と話す。

旅行検索サイト運営会社トリバゴ<TRVG>のアクセル・ヘファーCEOは、「（旅行需要の回復は）一直線には進まないだろう。旅行者の意向はさまざまで、すぐ行動する人もいれば時間をかける人もいだろう。これは年齢、健康状態、居住地や、最初の感染拡大時にどのような経験をしたかによって異なる」と語る。

■ 米国人の旅行意欲は健在



メイン州バー・ハーバーでは、例年ならこの時期のホテルは満室である。しかし、今年のメモリアル・デー（5月の最終月曜日）にかけての週末は、営業している宿屋は1軒のみだ。その宿屋も、近くの研究所で勤務する科学者など、州が認めた宿泊客を泊めているにすぎない。宿屋のオーナーであるスティーブン・コストン氏は、「通常なら2000室が埋まる状況から15室に減った」と話す。

それでも既に復活の兆しは見られる。携帯電話の追跡データによれば、平日の米国の道路はほとんど人気がないが、週末の人出はほぼパンデミック（世界的流行）前の水準に達している。6月1日、デルタ航空はニューヨーク・パリ便の運航を再開する。コストン氏は、7月の予約率は40%付近だと述べ、最終的には75%を超えることを望んでいる。「ひどい」数字ではあるが、最悪のシナリオではない。

長期的に見れば、米国人は旅行意欲を失っていない。むしろ、いつもより遠くに行きたいという意欲が危機によってかき立てられている可能性がある。コンサルティング会社オリバー・ワイマンの調査によれば、59%の米国人はパンデミックの終息後に以前と同じかそれ以上の頻度で旅行に出かける予定だ。

トリバゴのヘファー氏は、パンデミック後の最初の旅行について、多くの家族が自分で環境をコントロールできる個人旅行を選ぶと予想する。同社のデータからは、人々がリゾート地の貸し別荘に魅力を感じていることが分かる。貸し別荘をクリックしたユーザーの割合は、2月の11%から5月には20%へ上昇した。

ほとんどのユーザーは快適な都市よりもビーチを選んだ。米国で1位と2位の旅行先は、サウスカロライナ州のマートルビーチとフロリダ州のパナマシティビーチだ。3位はラスベガスで、多くの米国人が今夏のアウトドアを望んでいることを考えるとやや意外な結果だ。カジノでのギャンブルは6月4日から再開予定で、感染が広がらないように入場制限や新たな衛生措置が実施される。

アダムス・ファンズのストークル氏は急落後にラスベガス・サンズの株を買入れしており、株価には依然として上昇余地があると考えている。同社は18カ月分の手元現金を保有するだけでなく、マカオの施設は事業再開から既に数週間が経過していると同氏は指摘する。

株価はアダムス・ファンズが買入れた3月半ばから25%上昇しているが、年初来では30%下落している。ラスベガス・サンズは4月に配当を停止しており、アナリストは今四半期の赤字を予想す

るものの、第3四半期には黒字に戻るとみられる。2021年の利益が辛うじて以前の3分の2の水準に達すると想定しても、予想株価収益率（PER）は依然として20.5倍で、過去のPERから見れば合理的なバリュエーションだ。

ストークル氏は、ラスベガス・サンズと同様に急落したホテルと航空会社の株式にも注目していたと述べた。しかし、多くの企業は出張需要に大幅に左右されるため、買い入れを控えたと言う。新型コロナウイルスのワクチンや効果的な治療法がない中、顧客との面会や不要な出社を従業員に指示することは高リスクに感じられる。ストークル氏は「私は部下を飛行機に乗せたくないし、そうならないようにコントロールできる。しかし、あなたが家族とナイアガラ滝を見に行くことは止められない。そのため、出張客よりも観光客の方が早く回復するのではないかと考えている」と語る。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

2. トランプ大統領VSツイッター、ハイテク企業に不安な夏が到来 - Trump vs. [ハイテク] Twitter: Tech's Summer of Worry Arrives 大手ハイテク企業への激しい非難が再来

■ 大統領令で宣戦布告



Official White House Photo by Shealah Craighead,
caption: President Donald Trump and Attorney Ge

トランプ大統領がツイッター<TWTR>に宣戦布告し、ウォール街は震え上がった。27～29日の3日間でツイッターの株価は9%下落した。世界で最も強力かつ最も忠実なツイッターユーザーである人物を、同社が致命的な敵としたことの財務的な意味合いを、投資家が織り込んだためだった。

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）の期間中、大手ハイテク企業は市場をアウトパフォームしていたが、ツイッターとホワイトハウスのけんかによって、2019年の悪い記憶がよみがえった。大手ハイテク企業は、政治家や規制当局、そして一部の市民の怒りを買う強大な力となっ

ている。「大手ハイテク企業への激しい非難」の再来は、この夏の株式市場にとって試練となるかもしれない。

トランプ大統領は28日の大統領令で、1996年に制定されたオンラインコンテンツに関する画期的な連邦法である通信品位法230条の下で認められているツイッターや、その他のオンラインプラットフォーム企業への法的保護を剥奪するよう各政府機関に求めた。

■ けんかの経緯

トランプ大統領のソーシャルメディアへのいら立ち、そして差別されているのではないかという疑念は今に始まったことではない。しかし、ツイッターが郵送投票に関する大統領のツイートに事実確認通知を付けたことで状況は一変した。ツイッターは、青色の感嘆符に続くリンクを貼って、「郵送投票について事実確認をする」ようユーザーに呼びかけた。

大統領令は2日後に下された。これまでのところ、ツイッターは引き下がっていない。ツイッターは、28日遅くにも大統領のツイートに警告を付した。今度の大統領のツイートは、ジョージ・フロイド氏がミネアポリス市警に拘束された際に死亡した事件を受けてミネアポリスで起きた騒乱に対応したものだった。大統領のツイートを見ようとすると、その前にユーザーは、「暴力をたたえる内容が含まれ、ツイッターの規則に反している」との警告を受ける。トランプ大統領のツイートには「略奪が始まると、発砲が始まる」とあった。

■ 通信品位法230条

230条では、ウェブプラットフォーム企業を出版社ではなく、サービスプロバイダーとして定義している。電話を使ってヘイトスピーチが送られた場合に通信大手のAT&T<T>や、ベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>に責任がないのと同様に、ウェブ上で公開されたコンテンツに対してプラットフォーム企業には責任がない。

消費者技術協会のマイケル・ベトリコン上級副理事は、今回の件は単にツイッターの投稿監視問題にとどまらず、多くの問題があると言う。230条は人類史上最大の言論の自由の拡大であり、この法律は大手ソーシャルメディアサイトだけに適用されるものではない。230条の保護がなければ、消費者のコメントやレビューに依存するウェブサイト（旅行アプリを手掛けるトリップアドバイザー<TRIP>、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>、民泊サービスのエアビーアンドビー、口コミ情報サイトを運営するイエल्प<YELP>、ソーシャル・ネットワークキングのスタートアップ企業ネクストドア、オークションサイト運営のイーベイ<EBAY>など）は根本的な問題に直面するとして、230条の変更はおそらく合衆国憲法修正第1条に違反するだろうと、ベトリコン氏は指摘する。

■ ウォール街のアナリストの反応

一方でこの問題に関して、ウォール街のアナリストは退屈だという反応を見せた。RBCキャピタルのアナリストであるマーク・マハニー氏は、「230条は四半世紀にわたってこの国の法であり、裁判所で何度も試されてきた。簡単には破棄されないだろう」と言う。

JPモルガンのダグ・アンマス氏も、「法律の実質的な変更には議会の承認が必要となるが、これは困難である」として、問題はいずれ静まると予想する。しかしこの事態は、ハイテク株に「足踏み状態を引き起こす可能性がある」と同氏は指摘する。

足踏み状態は、たとえ短くとも、特にハイテク株が最近の相場回復の大部分を担っている状況にあっては、投資家にとって高くつく可能性がある。ツイッター株の9%の下落は、時価総額で24億ドルの喪失に相当する。大手ハイテク企業にも同様の動きが適用されれば、はるかに大きなものになるだろう。マイクロソフト<MSFT>、アップル<AAPL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アルファベット<GOOGL>、フェイスブック<FB>を合わせた時価総額は5兆6000億ドルだ。9%の下落で5000億ドルになる。

■ 不安な長い夏になるのか

パンデミックによって、大手ハイテク企業を規制する動きはしばらく保留となっていたが、その中断も終わった。米連邦議会での大半の争点とは違って、これはイデオロギーの問題ではない。共和党と民主党の両陣営とも大手ハイテク企業5社は強過ぎると考えている。

エリザベス・ウォーレン上院議員は自身の大統領候補選出馬に際し、アマゾン、フェイスブック、アルファベットの3社の分割を呼びかけた。民主党の大統領候補の最有力であるジョー・バイデン

前副大統領は、230条の撤回を求めている。トランプ大統領は、コンテンツモデレーション、すなわち投稿監視業務が多過ぎるとするが、バイデン氏は監視が十分でないと考えているようだ。ハイテク企業にとって長い夏になりそうだ。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

3. 空運株に上値余地あり - 3 Airline Stocks That Can Benefit From a Pickup in Domestic Travel [インダストリアルズ (資本財)]

サウスウエスト航空やスピリット航空、デルタ航空に注目

■ 空運株が反発



Illustration by Daniel Hertzberg

絶望的とみられた夏のバカンス需要に復活の目が出てきたことや、それをきっかけに広範な航空需要が回復に向かうとの期待感から、空運株は反発した。

連邦政府による250億ドルの支援もあり、航空会社のバランスシートは改善した。顧客は新型コロナウイルスの感染リスクに神経質になっているが、各社は機内の清掃を入念に行い、乗客が座る座席の間隔を空けるなどの対策を講じている。フライトごとのチケット販売数も制限しており、感染リスクが高いとみられる真ん中の席しか残っていない

場合は、乗客は予約の変更が可能だ。

そうした施策は今のところうまくいっているようだ。5月21日から25日までの旅客数は150万人を超えた。カウエンのアナリストであるヘレーン・ベッカー氏は、1日当たりの旅客数は現在の26万人から、今年8月までに40万人、12月までに100万人に回復すると予測している。

空運株は、数週間前までのように過剰に割安な水準とはなっていない。しかし、依然として直近52週間の高値から55%安い水準にあり、新型コロナウイルスの第2波が発生しないならば、さらなる上昇余地があるだろう。

■ 国内レジャー旅行の比率が高い航空会社が狙い目

国内レジャー旅行市場に焦点を合わせた航空会社は、最初の回復局面における最大の勝者となる可能性が高い。多くの大企業では依然として出張が許可されていない。また消費者は欧州への旅行よりも短距離の国内旅行を志向する可能性が高い。「航空業界は夏のバカンス需要の一部を取り戻すことができるかもしれない」とベッカー氏は語る。

サウスウエスト航空<LUV>はセクター内で最も安全な投資先だろう。同社は格安航空会社の先駆的な存在であり、実質的な純有利子負債はゼロで、危機下において業界内で最も堅固なバランスシートを有している。同社は手元流動性を厚くし、ボーイング737MAXの納入を遅らせるなど設備投資を削減した（規制当局による承認待ちの状態）。売り上げの多くは早い段階でロックダウン（都市封鎖）が解除されたフロリダ州、テキサス州、ジョージア州におけるもので、顧客の80%はレジャー

旅行目的だ。

サウスウエストの2020年の売上高は2019年と比べ50%以上減少し、108億ドルになると予想されている。しかし、売上高は第3四半期以降、次第に増加し始める可能性が高い。アナリストは、同社が2021年に黒字に戻り、1株当たり利益（EPS）は1.68ドルとなるとみている。足元の株価は2021年の予想利益に対する株価収益率（PER）19倍の水準まで急上昇したが、ベッカー氏は同社の財務の健全性とレジャー旅行中心の売上高構成に基づき、「アウトパフォーム」の格付けを据え置いた。UBSのアナリストであるマイルズ・ウォルトン氏も、航空需要の回復に賭ける上で同社株が最良のリスク・リワードを提供するとみて、格付けを「買い」に引き上げた。

■ スピリット航空やデルタ航空にもチャンス

スピリット航空<SAVE>もレジャー市場をターゲットにしており、超低額の運賃で予算重視の旅行者を引き付けている。同社の支払能力に関する懸念や、フルサービスキャリアによる運賃引き下げで同社の優位性が消失する可能性が危惧され、株価は一時80%超下落した。

しかし、同社が18カ月間業務を継続するのに十分な現金を調達したことで、支払能力への懸念は後退した。ドイツ銀行のアナリストであるマイケル・リネンバーグ氏によれば、航空運賃は過去4週間で安定し、足元では上昇傾向にあるという。フロリダ州オーランドやネバダ州ラスベガスなどのコア市場では、テーマパークやカジノが徐々に再開されつつあり、この夏は観光客が増加すると見込まれる。

スピリットの時価総額は、株価が安値から80%超上昇しても11億ドル（サウスウエストの6%）にすぎない。リネンバーグ氏は同社株への投資は利益回復に賭ける手軽な方法であると考えており、2022年のEPSは2.25ドルに達するとみる。目標株価は24ドルで、その時のPERは10.7倍の計算だ。同氏は株式への投資を「同社が新型コロナウイルスの影響をうまくコントロールできるかどうかについて、実質的にコールオプションを保有しているに等しい」とみる。

海外旅行市場および出張旅行市場の回復に賭けるならば、デルタ航空<DAL>が候補に挙がる。V字回復は望み難いが、デルタのバランスシートとコスト構造はフルサービスキャリアとしては最も堅固な部類に入る。同社は経営の観点から一流であるとの呼び声が高く、積極的にコストを削減し、航空需要回復の遅れに備えて現金を調達した。同社株は2021年予想PERが10倍と割安な水準で推移している。ベッカー氏は、「欧州の経済活動が再開すれば、海外旅行の繰延需要が顕在化するだろう」とし、格付けを「アウトパフォーム」、目標株価を足元の株価を28%上回る33ドルとしている。

By Daren Fonda
(Source: Dow Jones)

4. サステナブル指数投資が1兆ドル規模の市場になる理由 - Why Sustainable-Investing Indexes Will Be a Trillion-Dollar Business

ブラックロックのラムジ氏にETFやサステナブル投資の未来について聞く

[インタビュー]

■ FRBの社債ETF購入による多額の資金流入



Photograph by Benedict Evans, caption: Salim Ramji, global head of iShares and index investments

上場投資信託（ETF）は長きにわたり次の危機の前触れと陰口をたたかれてきたが、新型コロナウイルス危機に見舞われた債券市場においては、あまり騒がれないまま意外な勝者になった。3月23日から始まった危機的な週に債券の取引は干上がっていたが、iシェアーズiBoxx米ドル建てハイイールド社債ETF＜HYG＞は1日で16万8000回取引された。一方、組み入れ上位5銘柄の社債はわずか25回の取引だった。iシェアーズiBoxx米ドル建て投資適格社債ETF＜LQD＞も同様の状態だった。ETFが取引されたことで、機関投資家や個人投資家は、組み入れ債券の取引が実際に成立可能になった時の債券の価格を予想することができた。

さらに、米連邦準備制度理事会（FRB）が社債ETFの購入を通じて投資適格債やハイイールド債を買い入れるという歴史上初の決定があった（3月23日に発表され5月12日から実施）。調査会社CFRAのトッド・ローゼンブルース氏によると、この決定が今年債券ETFに新たに550億ドルが流入する要因となった。この金額は全ETFへの純流入額の42%を占め、株式ETFへの資金流入の470億ドルを上回っている。今回はブラックロック＜BLK＞のiシェアーズ・インデックス運用部門グローバル責任者のサリム・ラムジ氏に話を聞いた。

本誌：FRBは歴史的な社債ETF購入を開始したところだが、これは業界にとって何を意味するのか？
ラムジ氏：過去2～3カ月に中央銀行、資産運用会社、大手保険会社などは債券市場にアクセスするためETFに目を向けた。3月と4月のすさまじいストレスの中で、ETFが債券価格発見の場になっていた。債券市場のボラティリティが高まるにつれ、最も流動性の高いETFの売り買いの呼び値の差（スプレッド）は現物の債券市場のスプレッドよりもかなり狭くなった。この数年起きていた現象だ。4月のiシェアーズの資金流入を見ると、債券ETFには180億ドルの流入があった。そのうち約半分が、大手のアクティブ債券ファンドマネジャー、保険会社、年金基金など債券ETFを初めて買う投資家で、ストレス下にある市場での債券ETFのパフォーマンスをこれまで疑問視してきた投資家だった。

■ 社債の取引がない時も社債ETFは動いていた

Q：市場が落ち着いた今、社債ETFとその組み入れ社債との価格乖離（かいり）は依然として残っているか？

A：過去の長期的傾向並みの20～30ベシスポイント（bp）だろう。重要なことは、ETFそのものが債券価格発見の場になっていたことだ。3月23日からの週には、社債の取引が通常ではない中、われわれの旗艦ハイイールド債ETFのiシェアーズiBoxx米ドル建てハイイールド社債ETFは動きがあったため、投資家はこれを使って、ハイイールド債市場で起きていることを理解しようとした。

Q：ミューチュアルファンド会社は、「組み入れ債券に価格が付かないのに、価格発見などあり得ない」と言うが、どちらが正しいのか？

A：事実を見てみよう。組み入れ債券のかなりの部分は流動性がなかったため価格が付けられなかった。極度のストレスがかかった週に、われわれのiシェアーズの幾つかは流動性を提供した。

Q：個人投資家は債券市場をどう乗り切ればよいのか？

A：個人は個別の債券を保有すべきでない。債券市場は相対市場の部分が大きく、透明性が欠けている。

■ ETFの分類やネーミングについて

Q：ETFの問題の象徴的事例がユナイテッド・ステーツ・オイル・ファンド<USO>だ。先物に投資していたが、原油価格急落で戦略を変えざるを得なかった。

A：当社は、米国のETF資産の90%に相当するETF提供会社の連合に加盟し、ETFのネーミングのルールに関する提言をまとめている。コモディティーに投資する場合はETFではなく上場コモディティー（ETC）とすべきだ。レバレッジ型やインバース型は、上場投資商品と分類すべきだ。こうすると商品の中身が明確になる。われわれのネーミング・ルールが守られた場合、当社のファンドでも金に投資するものなど複数がETCになる。商業的機会を犠牲にするととしても、その方が適切だ。

Q：90%と言うが、ブラックロック、バンガード、ステート・ストリートの3社だけで既に米国のETF資産の80%を占めているのでは？

A：ETFは105兆ドルの規模の債券市場の1%にすぎず、取るに足りない存在だ。iシェアーズが成長したのは、われわれが透明性、利便性、そしてかなり大幅にコストの安いサービスを提供しているからだ。過去数カ月のわれわれの成長の源泉は、皮肉なことに他のアクティブ運用会社だ。アクティブ運用とインデックス投資のいずれが良いかの議論はコストにかかわるものだ。リターンに対しどの程度支払うかとの問いに対して、投資家は少ない方が良いと答えているようだ。

Q：アクティブ対パッシブの議論は将来的にどうなるか？

A：5～10年後に振り返ると、「20世紀的な考え方だった」と思うだろう。プロの投資家が本当に考えていることは、リターンの源泉を最良の価格で、最も高い透明性を持って得られるのはどこかということだ。証券の選別による真のアルファ創出のために人は多くの金を支払う。しかしそれを資産配分、ファクター、持続可能性へのエクスポージャーでも得られるなら、そちらの方がより良い投資法だ。われわれのiシェアーズはリターンの源泉の四つのうち三つを提供できる。iシェアーズを利用するだけでポートフォリオのリターンの98%を得られる。

■ サステナブル投資を推進中

Q：ブラックロックは1月にサステナブル投資の拡大に向けて力を入ると発表した。その後どうか？

A：2～3年前には当社の環境・社会・ガバナンス（ESG）関連商品の運用額は世界中で100億ドル未満だった。その後特に1月以降モメンタムが高まり、ESG重視商品のために170億ドルを調達し、今や105本のESG重視のETFやインデックスファンドを提供している。今年末までに120本、来年には150本になると予想している。第二に、従来の時価総額加重平均型株価指数全てについてESG版を提供したいと思っている。S&P500指数のサステナブル版のためにスタンダード・アンド・プアーズ（S&P）と提携しており、またMSCIとも提携している。第三に、ESGをアクティブ投資のプロセスに統合しようとしている。現在アクティブ運用のポートフォリオの70%にESGの検討事項が組み込まれている。つまり、ポートフォリオマネジャーは、ESGリスクへのエクスポージャーの管理に説明責任があり、ポートフォリオを組み立てる際にこれらをどう考慮したかを文書化しなければならない。今年末までには100%になる予定だ。当社のアクティブファンドでの運用額は1兆8000億ドルだ。ESGはかなり大幅に投資を変えるだろう。指数化がもたらした変化によってESG投資の選択肢も増え、コストも改善され、カスタム化の能力も加わり、より利用しやすくなっ

ている。サステナブル指数投資は1兆ドルの市場になるとわれわれは考えている。

Q: ESGの優れたパフォーマンスはエネルギーのアンダーパフォームによるところが大きい。

A: ESG指数の第1四半期のパフォーマンスは時価総額加重平均型株価指数に比べても非常に良かった。エネルギーセクターの問題よりももっと幅広いことが関連している。サステナビリティに関わるリスク管理が良い会社は他のリスク管理も優れている。ファクター別に見ると、これらの会社はクオリティのファクター（質の良さ）に傾いており、利益率も高く、危機への対応力も良い。それが指数のパフォーマンスに表れる。サステナビリティは長期的にリスク／リワードに影響を及ぼす。サステナブル投資は時価総額加重平均型よりもアクティブなリスクを取る。当社のファクター投資商品もアクティブなリスクを取る。当社の商品開発は、ルールベースの透明性の高い投資でアクティブなリスクを取れる分野に移る傾向が強まっている。投資分野は、債券、サステナビリティ、メガトレンド（気候やオートメーション化など）で、iシェアーズ商品の成長分野になる見込みだ。

Q: アクティブETFについてどう思うか？

A: 当社は既にiシェアーズ・ショートマチュリティ・ボンド<NEAR>およびiシェアーズ・ショートマチュリティ・ミュニシパル・ボンド<MEAR>などの透明性の高いアクティブ債券ETFを提供している。昨年はブラックロック・米国株ファクター・ローテーションETF<DYNF>を設定した。われわれが非常にわくわくしている透明性の高いアクティブ戦略が幾つかある。透明性を欠く投資分野のファンドも模索しており、昨年透明性のない運用のETFの設定が承認されたプレシディアン・インベストメンツとも長期的な合意を結んでいる。今年後半にはこの分野を注視してほしい。

Q: S&P500指数ETFのESG版が1740億ドルのiシェアーズ・コアS&P500ETF<IVV>と同じ規模になるのはいつか？

A: ESG版はまだ設定していない。今年後半の設定を予定している。われわれは20年先を考えた長期投資を行う。債券ETFへの移行は一晩で起きたものではない。

By Leslie P. Norton
(Source: Dow Jones)

5. 香港の変化を受け入れる時 - Hong Kong Is Changing. It's Time to Accept That.

[フィーチャー]

一国二制度から遠ざかる香港の新しい現実と向き合う

■ 香港の良さは失われつつあるのか



Photograph by Anthony Kwan/Getty Images, caption:

中国の全国人民代表大会（全人代）で提出された香港国家安全法案は、過去20年間の経緯を追ってきた人にとって驚くべきことではない。しかし、長年香港で暮らし、ビジネスのしやすさに加えて多くの自由と低い税率の恩恵を受けながら仕事をしてきた人間としては、「古き良き時代」に郷愁を感じざるを得ない。

全人代に提出された法案は、容易に可決されると予想されている（5月28日に可決済）。この法案の主な目的は、香港の街中で1年以上続いてきた

Pro-democracy supporters make gestures and hold large-scale protest actions to prevent this. Protesters are not only arrested for rioting but also for逆罪、扇動罪、そして国家転覆罪に問われるようになる。それは、1997年の英国からの返還に伴い導入された「一国二制度」の体制からもう一歩遠ざかることを意味する。

この動きは、香港を中国の主流に取り込み吸収するという中国共産党の意図と一致している。香港の莫大（ばくだい）な経済的成功と、中国市場を国際貿易と投資に開放する上で果たした重要な役割にもかかわらず、共産党の指導層にとって、香港を祖国に統合することはこれまでも現在も必須と考えられている。

筆者は1960年代後半に初めて香港を訪れ、モンサントと香港荳品有限公司との合併会社で働いた。その後、自身のコンサルティング会社を立ち上げ、最終的に株式市場のセルサイドアナリストとして働く中で、香港の自由奔放な特質が大好きになった。煩雑な手続きもなく数日で起業することができ、誰を雇おうと自由で、熱心で勤勉かつ忠実な社員から成る会社を作ることができた。香港はまた、効率的な官僚制度と放任的な姿勢という英国植民地主義の最善の特徴を有しており、住んで働くのに夢のような場所だった。さらに、独立した公平な司法制度を持つ英国式の法の支配は、香港の人々とそこで事業を展開したい外国人にとって天の恵みのようなものだった。ワールド・ジャスティス・プロジェクトが算出する法の支配指数で、2020年に香港は日本のすぐ下の16位と、米国の21位、中国の88位より上に位置付けられている（しかし、中国の法の支配は日本などどの程度異なるだろうか。カルロス・ゴーン氏の日本での扱いを考えてほしい）。

1976年にノーベル経済学賞を受賞したミルトン・フリードマン氏は、偉大な経済を実現する自由放任資本主義の最高の例として香港を挙げた。香港は、ウォール・ストリート・ジャーナルとヘリテージ財団が算出する経済自由度指数で、1995年から2019年まで世界で最も自由な経済としての地位を維持した。2020年にはシンガポールにトップの座を奪われたものの、香港はトップ5に入っていた。

■ 変化を前向きに受け入れるべき

香港の古い世代は、中国の法を押し付けられることで香港が変化していることを恐れている。若者たちは自分たちの自由と将来を心配し、香港の立法府が彼らの懸念に対処していないと感じて暴力的な抗議に訴えている。中国政府はしばらく前から、香港が返還された1997年に発効した中英共同声明で述べられている「外交と国防を除く高度の自治権」を終わらせる方向に動いている。

それと同時に、香港自体の重要性も変化してきた。1997年当時、香港は中国への玄関口だった。外国人投資家は中国の取引所に参加できなかったため、香港の証券取引所で中国企業の株式を購入した。現在は中国株を直接購入できるようになっている。また、中国の貿易における香港の重要性は、過去数十年で低下している。1997年の輸出総額は香港が約1880億ドル、それ以外の中国全体で約1830億ドルと、ほぼ同規模だった。2018年には香港の5690億ドルに対し、中国の他地域からの輸出総額は2兆4940億ドルと、香港の4倍以上になった。従って、米国政府が香港の通商上の優遇措置を撤回するという脅威は、中国の貿易に与える影響は今や小さくなった一方で、残念ながら香港自体に大きな悪影響を及ぼすことになる。

筆者は昨年、香港に隣接する深センの企業を訪問し、そこで整備された驚異的な都市インフラに感銘を受けた。以前は香港に戻るのに1時間以上かかっていたが、高速鉄道がわずか15分で運んでくれるようになっていたのもその一つだ。

キーワードは「変化」だ。これは、香港だけでなく、さまざまな方向に変化と進歩が続けている中国にも当てはまる。われわれも香港の人々もこの変化を受け入れ、新しい現実に適応する必要がある。そして、文化大革命時の中国を今日の中国と比較すると、楽観的にならざるを得ない。

筆者のマーク・モビウスはモビウス・キャピタル・パートナーズの創業パートナー。

By Mark Mobius
(Source: Dow Jones)

6. 取引終了から翌日の取引開始までの好材料を受けて続伸 - As Big Tech Goes, [米国株式市場] So Goes the Stock Market 上昇の背後で懸念材料が積みあがっているとの見方も

■ 夜の間の上昇



市場のパフォーマンスを見ていると夜と昼のような差が起きることがあるが、時には文字通りにそうなることがある。

どういうことかということ、3月23日の底値からのS&P500指数の大幅上昇をよく観察すると、時間帯によって上昇率が異なることを指している。MKMパートナーズのチーフ・マーケット・テクニシャンであるJCオハラ氏によると、S&P500指数の1日の始値から終値にかけて

の上昇率の累積はこの間に約6%に過ぎないが、終値から翌営業日の始値までの上昇率の累積は約23%に達する。実質的に、S&P500指数は高値で取引が始まった後、それ以上の上昇がなかったことになる。

先週の株式市場で主要株価指数のパフォーマンスは素晴らしかった。ダウ工業株30種平均は3.8%上昇して2万5383ドル11セントとなり、S&P500指数は3.0%高の3044.31と大台に乗せた。ナスダック総合指数は1.8%上昇して9489.87で引けた。小型株のラッセル2000指数は2.8%高の1394.04で週末を迎えた。

週間のパフォーマンスは素晴らしかったが、上昇分のほとんどは前日終値から始値の間の差によってもたらされたものだった。S&P500指数は火、水、木曜日に前日終値から大きく上昇して始まったものの、終値がそれよりも高かったのは水曜日だけだった。戦没将兵追悼記念日（メモリアルデー）休日明けの火曜日は前日比2.2%高で始まったものの、終値は1.2%高だった。中国の香港国家安全法への対応を金曜日に発表するとのトランプ大統領の発言を受けて、始値が0.4%高だった木曜日は0.2%安で引けた。

銘柄を買って持ち続けるだけの投資家であれば、上昇がいつ起きたのかはあまり重要ではない。実際、こうした投資家が朝のテレビで市場の上昇を知った後、特に心配するような下落はないだろうと考えて自分の仕事に着けば、個人のセンチメントの助けになるかもしれない。

■ 市場センチメントを左右する材料



一方、市場のセンチメントはやや強気に偏っているようだ。全米個人投資家協会（AAII）の調査では、弱気の比率は過去の水準よりも依然として高い状態にあるものの、12週間ぶりの低水準となった。ウォール街のセンチメント指標でも弱気はほとんど見られない。シティグループのパニック／ユーフォリア指数は火曜日にユーフォリアの領域に入り、ソシエテ・ジェネラルのセンチメント指標は、極端なリスクオフから極端なリスクオンに過去最速で変化した。

こうしたセンチメントの変化は市場の下落を意味するものではないものの、株式市場が悪材料に反応しやすくなっている状況を示す可能性がある。特に経済指標や企業業績の数値が新型コロナウイルスの影響で意味が薄れている状況では、こうした市場をヘッドライン反応型と呼んでも言い過ぎではないだろう。

S&P500指数の2月の史上最高値からの下落と3月23日からの回復は実際にニュースに反応したものだ、RBCキャピタル・マーケットズで米国株式チーフ・ストラテジストを務めるロリ・カルバシナ氏は述べる。例えば、米連邦準備制度理事会（FRB）の行動は3月23日の安値からの反発の「大きな原動力」であり、5月初めに一服したものの、経済再開と新型コロナウイルスの治療薬やワクチン開発に関するニュースが続き、さらに上昇した。

現時点で米国はニュースの真空地帯に入りつつあるが、それを米中の緊張関係の高まりが埋めるかもしれない。もちろん、米中両国間の応酬は目新しいものではないが、米国の投資家はワクチンに関するニュースや、都市や州の経済再開の遅れに注目して米中関係は無視してきた。経済再開やワクチンの話題で市場が上昇するには、中国が香港国家安全法の制定方針を発表したのと同様の、本当の意味でのサプライズが必要となりそうだ。このまま米中関係が悪化すれば、市場は下落圧力を再発見する可能性がある。

カルバシナ氏は、「市場は好材料と悪材料のバランスを取ることはできるものの、もしニュースの真空状態の時に悪材料だけが出てくると、センチメントが悪化して市場の下落につながるかもしれない」と指摘する。

■ 大手ハイテク株の動向



同様に心配なのは大手ハイテク企業に何が起こったのかという点だ。最近までナスダック市場が全体の上昇をリードしていたが、先週は出遅れた。さらに悪いことに、トランプ大統領との争いで5.1%下落したツイッター<TWTR>がソーシャルメディアの将来に対する懸念を巻き起こしたことから、時価総額の大きなフェイスブック<FB>も4.2%値下がりした。

現時点では、投資家がより割安で景気動向と連動性の高い銘柄に注目しているので、ナスダック市場はエネルギーを蓄えているところだと考えるこ

ともできる。しかし、大手ハイテク企業のS&P500指数に占める比率は大きく（マイクロソフト＜MSFT＞、アップル＜AAPL＞、アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞、アルファベット＜GOOGL＞およびフェイスブックの合計で約20%）、これらの銘柄の失速は市場全体の問題となる可能性がある。

ベイ・クレスト・パートナーズのチーフ・マーケット・テクニシャンであるジョナサン・クリンスキー氏は「高成長株がS&P500指数で大きな比率を占めているのは現実であり、最終的にこれらの銘柄が下落すると、バリューストックの反発があっても対抗できないだろう」と指摘する。そうになると眠れない夜が多くなるのは確かだろう。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

7. 長い目で見れば恐らく、米国が中国より優位に立つ理由 - Why the U.S. Will Probably Prevail Over China in the Long Run [フィーチャー] いずれ生産性格差が解消し労働人口の減少が始まる

■ 中国の台頭も永遠には続かない



Photograph by Greg Baker/AFP via Getty Images, caption: Paramilitary police officers on patrol in

中国について恐れを抱く米国人もうぬぼれを抱く中国人も、中国が成長を続け、誰にも止めようのない巨大経済となり、米国に取って代わると信じている。中国政府が国際的な批判を恐れず香港を武力で服従させようとしているのも、トランプ政権が米国の技術や研究大学への中国のアクセスを制限しようとしているのも、その根底にはこの共通した見方がある。

あらゆることに可能性はある。しかし、中国の相対的な経済力がいずれピークを迎え、その後は長い衰退期に入るとするのが可能性の高いシナリオだ。米国の当局者は世界における自国の地位についてもっと自信を持つべきだし、中国側も世界の歴史の今後の展開につ

いて、より慎重かつ謙虚になるべきだ。

■ 成長幻想 - ソ連の例



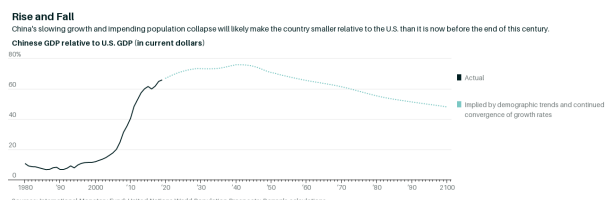
フルシチョフは、1956年11月、西側の外交官に対し、「好むと好まざるとにかかわらず、歴史はこちらの味方だ。われわれが勝利する」という有名な発言をしている。研究者や歴史家は、このソ連指導者が本当に言わんとしたことは何であったのか議論を続けているが、ソ連体制の優越性と西側資本主義国が最終的に破綻することについて自信を表明したというのが、公式の解釈だ。

当初は、フルシチョフの自信も妥当なものと思われた。第二次世界大戦が終了して以降、1970年代半ばまでに、ソ連の1人当たり生産額は米国の30%

から60%に拡大し、そのほとんどはフルシチョフの演説から20年の間に達成された。残念ながら、これは幻の成長だった。エネルギー価格の上昇と多額の借り入れによって、ソ連の購買力が一時的に膨れ上がったただけだった。

1980年代にそれまでの追い風が逆風になると、ソ連の経済は米国経済に対し後れをとるようになり、最終的には内部崩壊した。フローニンゲン大学のマディソン・プロジェクトの最近の推定によると、旧ソ連の平均所得は米国のわずか34%で、1912年とほぼ同水準だったと考えられている。

■ 中国経済のバブル成長



中国としては、これと比較されるのは不満かもしれないが、真剣に検討する価値はある。1970年代後半、毛沢東が死に鄧小平が取って代わると、それまで140年続いた混乱と暴力の時代が安定と成長の時代が変わった。平和によって、生活水準の急速な向上が可能となった。1990年代半ばの中国経済の規模はドルベースで米国の10%に過ぎなかったが、2019年には66%まで成長している。

この格差縮小はなだらかに起きたわけではなく、2002年から2011年の間に集中している。この時期、中国の成人労働者1人当たり国内総生産（GDP）のドル換算額は年率18%で成長した。これに対し米国の同成長率は約3%だった。成長率のこの大きな差により、中国のGDPは米国の13.5%から48%に拡大した。2007年当時の温家宝首相の言葉によると、この急激な経済成長は「不安定、不均衡で、協調的ではなく、持続不可能」なものだった。問題は、この急成長を支えたのが過剰投資と急拡大する債務で、その間、一般の中国人の所得が生産物の価値を下回っていたことだ。これは、ソ連経済を一時的に膨張させたのと同じ種類の現象だった（ブラジルでも1960年代の軍事独裁政権下で同様の現象が起きている）。

最初は、海外消費者が中国の輸出製品を購入したので、中国の国外で債務バブルが発生した。2008年、中国の輸出先の主要国が金融危機で崩壊したため、債務は中国国内へと移動した。長年にわたって横ばいで推移してきた中国の総負債比率はわずか数年で、対GDP比率で100%ポイント以上上昇した。これは、あらゆる主要国の中で過去最大かつ最速の債務拡大だった。総債務額は2019年時点で少なくともGDPの250%、恐らく300%以上に達している。最終的には中国の指導者たちも、不均衡を是正するため、信用拡大に制限をかけ、設備投資の増加を抑制しようとした。人為的な刺激策を除けば、ドル換算による2014年から2019年の中国の成人労働者1人当たりGDPの平均成長率は6%だった。米国の同成長率は平均4%だった。

■ 生産性格差が解消し労働人口が減少を始めると

生産性を高めて中国の企業と労働者が米国との差を縮められる限り、中国の成長度合いの方が米国よりも大きい状況は続くだろうが、成長率の差は時間とともに縮小するだろう。習近平国家主席によれば、中国が「豊かな近代社会主義国」の成立100周年を迎える2049年頃、両国の成長に差はなくなる。

これを前提に考えてみよう。国連人口部のベースライン予測によれば、中国の労働年齢人口が2100年までに半減する一方で、米国の労働年齢人口は約15%増加するはずだ。この二つの単純な前提を組み合わせると、中国経済の相対的な規模は、2040年頃米国GDPの約76%でピークに達することが分かる。生産性に奇跡が起きるか、人口動態に予想外のことが起きない限り、中国経済は以後着

実に米国経済に引き離され、最終的には習近平が就任する直前の2011年時点の状況まで差が開く。

人口動態は宿命的なものではないし、台湾がそうであるように、条件が整えば中国人も欧州人や米国人と同じくらい裕福になれる。しかし、投資家も政策立案者も、中国の相対的な勢力拡大はピークに近付いており、その相対的な地位に近い将来長期的な下降局面に入る可能性を真剣に考えるべきである。

By Matthew C. Klein
(Source: Dow Jones)

8. NASAが航空宇宙に投資するための大型株になるかも - NASA Would Be a Huge Aerospace Player as a Stock. [インダストリアルズ (資本財)]

狙い目は、独自の技術を持つ時価総額の小さな宇宙専門銘柄

■ 宇宙産業は投資家にとって次のフロンティア

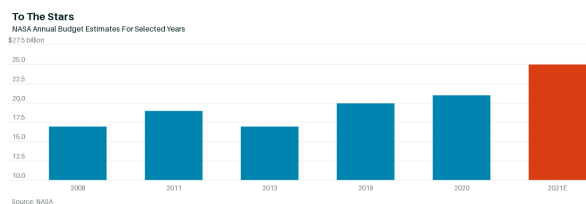


宇宙は人類にとって最後のフロンティアだと言われてきた。投資家にとっても次のフロンティアになる可能性がある。

米国航空宇宙局（NASA）は5月23日、民間ロケット会社スペースXの再利用可能なロケットを使用して、2人の宇宙飛行士が搭乗する同社製の宇宙船を地球周回軌道に打ち上げる予定だった。米国での有人宇宙船の打ち上げは2011年以来のことだ。

Photograph by Joe Raedle/Getty Images この日の打ち上げは悪天候により延期されたものの、米国と投資家双方にとって画期的な試みであることに変わりはない。宇宙は巨大なビジネスになろうとしており、新しいテクノロジーが新たな宇宙開発競争を促しており、これが投資の対象となってきている。

■ NASAの事業規模は年間200億ドルを突破



NASAは巨大な政府機関である。政府機関でなければ、その規模は航空宇宙・防衛企業の上位10社に入るだろう。2020年度予算（売上高の代替指標）は200億ドルを超え、しかも増えている。2021年度予算の要求額は約250億ドルだ。

北米および西欧には、年間売上高が10億ドルを超える航空宇宙・防衛関連上場企業が35社ほど存在する。上位5社はレイセオン・テクノロジーズ

<RTX>、ボーイング<BA>、エアバス<AIR.

フランス>、ロッキード・マーチン<LMT>、ゼネラル・ダイナミクス<GD>だ。NASAの事業規模は8位のジェットエンジンメーカー、サフラン<SAF.フランス>の次に相当する。

上記の上場企業グループの時価総額は年間売上高の約1.5倍である。これを指標とすれば、NASAには約300億ドルの価値がある。もちろん、NASAは営利目的で宇宙事業を行っているわけではない

ものの、NASAへのサプライヤーである企業の多くは営利企業である。例えば、ボーイング、ロッキード・マーチン、レイセオン、エアロジェット・ロケットダイン・ホールディングス<AJRD>は、新世代の大型ロケットであるスペース・ローンチ・システム（SLS）のサプライヤーだ。SLSはNASAがこれまでに構築した中で最も強力なロケットであり、人類を再び月に、最終的には火星に送り込むことを目的としている。

5月23日の打ち上げの中心にいたスペースXは上場していない。同社は電気自動車メーカーのテスラ<TSLA>の最高経営責任者（CEO）であるイーロン・マスク氏によって支配されている。とはいえ宇宙事業は協業によって成り立っている。再利用可能なロケットと宇宙船を開発するという同社の先駆的な取り組みによって打ち上げコストは低下し、すべての宇宙関連企業に利益をもたらしている。打ち上げコストの低下と、エレクトロニクス技術の進化が相まって、より小型で低価格の衛星を数多く利用することが可能となり、ひいては宇宙関連技術を応用した新たなビジネスモデルが次々と生まれる環境が整っている。

つまりNASAは、仮に株式会社であれば、グロース株とみなされるかもしれない。NASAに機器や部品を供給する企業もグロース株とみなされる可能性はあるが、そうはなっていないことも確かだ。本誌がNASAと比較するために参照した航空宇宙・防衛株35銘柄は年初来で約30%下落しており、S&P500指数とダウ工業株30種平均（NYダウ）をアンダーパフォームしている。その理由は、新型コロナウイルスの世界的流行によって民間航空旅行の需要が縮小しているからだ。だが、これらの企業は民間航空旅行だけではなく有人宇宙飛行にも貢献している。

■ 時価総額が比較的小さい宇宙専門のエアロジェット・ロケットダインに注目

成長する宇宙ビジネスの中で特に好位置につけていると思われるのが、ロケットエンジンを製造するエアロジェット・ロケットダイン<AJRD>だ。2021年予想株価収益率（PER）は約23倍と宇宙銘柄の中ではやや割高だが、同社は製品ラインナップだけでなく規模の点でも独自の存在であり、ある程度のプレミアムに値する。

同社は、時価総額が約34億ドルであることから、航空宇宙・防衛分野の小型株に分類されている。同じ分類の企業は比較的少なく（時価総額が同等の企業は5社）、そのいずれもが宇宙事業への傾倒斜の度合いが同社よりも低い。そして、年間売上高が約700億ドルのロッキード・マーチンのような巨大企業のために頭でっかちになりがちな業界では、規模の小さな企業が大きな企業に飲み込まれるのは時間の問題だ。こうした買収観測は、同社のやや割高なバリュエーションに反映されている。

最近では、ノースロップ・グラマン<NOC>が2018年にオービタルATKを年間営業利益の約20倍で買収した例がある。オービタルATKはエアロジェットと同様、宇宙事業を主体とする企業だった。一方、エアロジェットの時価総額は年間営業利益の約13倍だ。エアロジェットがオービタルATKと同等のバリュエーションで買収された場合、1株当たり約60ドルとなり、5月22日の終値である40.35ドルを約37%上回ることになる。

これは強引な予想かもしれない。だが、たとえ買収されなくても、実績PERに基づけばエアロジェットの株価は最大50ドルに上昇する可能性がある。成長産業における重要なテクノロジー企業としては悪くない株価である。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

9. インカム投資で最も避けるべき三つのセクター - The 3 Most Dangerous Sectors for Dividend Investors

配当に不十分なキャッシュフロー

[インカム投資]

■ 減配・配当停止が相次ぐセクターとは



Photo by Robyn Beck / AFP via Getty Images

新型コロナウイルス流行をきっかけに、エネルギー、一般消費財、資本財の三つのセクターで、減配や配当停止が頻発した。インカム投資家が最も避けるべき対象である。5月20日付のゴールドマン・サックスのレポートによれば、ラッセル1000指数でみると、減配・配当停止の60%を三つのセクターが占めた。

同指数採用企業のうち、その時点で110社が2020年の減配・配当停止を発表した。景気の急速な悪化で、急いで資本を温存する必要に迫られたためである。これは同指数で配当を支払う701社の16%に相当する。その中には、エネルギー

探査・開発のマラソン・オイル<MRO>、北米でカジュアルレストランを展開するダーデン・レストランツ<DRI>、航空機の世界最大手ボーイング<BA>が名を連ねる。

■ フリーキャッシュフローを超える配当

新型コロナウイルス流行による景気後退は、流行以前に課題となっていた企業の弱点をさらけ出すことになった。特にフリーキャッシュフローで配当や自社株買いを賄えていなかったことである。ゴールドマン・サックスでシングル・ストック・リサーチのグローバル共同ヘッドを務めるジム・コベロ氏は「過去10年間にラッセル1000指数採用企業のうち、21%がフリーキャッシュフローを超える配当を支払い、30%が同様に自社株買いを実施した。やりすぎだ」と語る。

営業キャッシュフローから投資キャッシュフローを控除したフリーキャッシュフローが不足する場合、配当を支払うために企業は有利子負債を充てるか、資産の売却に頼る。世界的な石油会社エクソン・モービル<XOM>は後者に該当する。同社は5月前半に、第1四半期の資産売却が、前年同期と同水準の総額1億ドルに達したことを明らかにした。エクソン・モービルはここ数年、4月に増配を発表してきたが、今年はこれまでのところ1株当たり87セントの四半期配当を据え置いている。新型コロナウイルス流行以前、すでに同社のフリーキャッシュフローは配当支払いに足りていなかった。多少は切り詰めたとはいえ、積極的な設備投資を実施してきたためである。

コベロ氏は、エクソン・モービルが配当を変動させることが有効と考える。4月のレポートでコベロ氏と同僚のスティーブン・クロン氏は、企業が配当政策を再考する時が来たとし、少額の安定配当と経済状況やキャッシュフローに応じて変動する配当で補完することを主張する。フリーキャッシュフローをはるかに超える配当を支払ってきたエクソン・モービルは、その好例であるとしている。

変動配当を検討するかという質問にエクソン・モービルの広報担当者は、「資本配分の優先順位は変わらない。業界で優位性のあるプロジェクトに投資すること、確実に配当を増やすこと、バランスシートを強化し財務の柔軟性を維持することだ」と語った。同社は新型コロナウイルスに加えて、直近では多少戻ったが、低位にとどまる原油価格とも戦わなければならない。

■ 景気循環型セクターの復活を期待できるか

エネルギー、一般消費財、資本財セクターに共通するのは、事業が景気循環型であることだ。三つのセクターに属する企業には、配当に十分なキャッシュフローを稼いでいないところがある。ゴールドマン・サックスによれば、2019年の例ではラッセル1000指数のエネルギーセクターで配当を支払った企業の半分は、フリーキャッシュフローが配当額に届かなかったという。同様の数値は資本財では14%、一般消費財では10%だが、テクノロジー、ヘルスケアセクターではそれぞれ6%、ゼロとはるかに低かった。コペロ氏は「景気循環型企業でなければ、キャッシュフローが比較的高い水準で安定して推移するため、従来からの定額の配当を賄えるだろう」と加える。

しかしながら配当政策という点では、すべてのテクノロジー、ヘルスケア企業が同じではない。コペロ氏は「バイオテクノロジーや高成長のインターネット企業は配当を払っていない。テクノロジーセクターで配当を払っている企業は多いが、傾向として事業が成熟し安定した企業はフリーキャッシュフローの水準が高い」とする。

マイクロソフト<MSFT>とネットワーク機器大手のシスコシステムズ<CSCO>を見てみよう。シスコシステムズは2月に、四半期の配当を1株当たり36セントと発表した。1セント、約3%の増配となる。最近の配当利回りは3.2%である。マイクロソフトは四半期配当の変更を発表していない。現在の1株当たり配当は51セント、配当利回りは1.1%である。

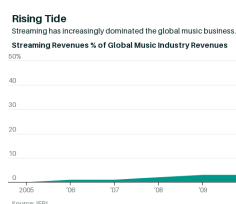
小売りを含む一般消費財セクターやエネルギーなど、打撃が大きいセクターが短期間で回復することはないだろう。バンクオブアメリカ・メリルリンチで米国株ストラテジーのヘッドを務めるサビタ・スブラマニアン氏は「問題はそうしたセクターが元の企業活動の速度に戻るのか、新型コロナウイルスによって永遠に戻れなくなったのか」と語る。投資家がこうした大きな打撃を受けたセクターで配当利回りを求めるなら、できる限り慎重になる必要がある。

By Lawrence C. Strauss
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - Streaming Services Have Rescued the Record Business ストリーミング・サービスがレコード業界を救う

[経済関連スケジュール]

■ ワーナー・ミュージック・グループの再上場



10年前、CD売上が低下し、音楽ファイルの共有が増加するという状況の中で、レコード会社は終わるとされていた。ワーナー・ミュージック・グループ、ユニバーサル・ミュージック・グループ、ソニー・ミュージック・エンターテインメントが3大レコード会社と言われるが、2011年には、ワーナー・ミュージック・グループがわずか30億ドルあまりで買収され、非公開企業となった。同社はデヴィッド・ボウイ、マドンナ、ジェイ・Zやエド・シーランなど8万のアーティストを抱え、

140万の音楽著作権を有する。

ワーナー・ミュージック・グループは、新型コロナウイルス感染拡大によって延期されていた新規

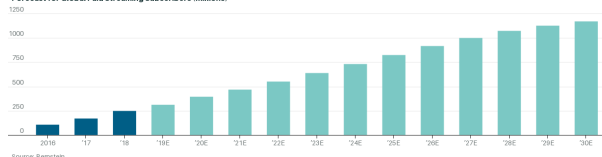
株式公開（IPO）の手続きを再び開始した。同社の企業価値は、提示されたIPO価格レンジの中央値では125億ドルとなる。一方、今年初めに、音楽配信サービス会社のテンセント・ミュージック・エンターテインメント・グループ＜TME＞は、フランスのメディア・通信企業ヴィヴェンディ＜VIV.フランス＞傘下のユニバーサル・株式10%を取得した。ユニバーサルの企業価値は330億ドル余りに上る。テンセントはさらに、ワーナー・ミュージックのIPOに2億ドル投資すると報道されている。

ストリーミングは、音楽業界の救世主となっている。2019年の世界の音楽業界の売り上げは200億ドルに上るが、その半分以上は、スポティファイ・テクノロジー＜SPOT＞やアップル＜AAPL＞のアップル・ミュージックなどが手掛けるストリーミング・サービスによるものだ。レコード会社は、ストリーミング・サービスからストリーミング収益の70%程度を徴収している。一方スポティファイなどは、今のところ赤字となっている。

レコード会社とストリーミング・サービス企業の力関係については今後の課題だ。3大レコード会社が、寡占によりストリーミング・サービス会社に対して交渉力を持てば、ストリーミング各社は提供楽曲を失い、さらに会員も失う可能性がある。利益配分に関しては難しい問題となる可能性がある。だが今のところ市場は早いペースで拡大しており、レコード会社とストリーミング会社双方が共存できている。バーンスタインによると、向こう10年間で年成長率は13%、会員数は全世界で12億人となると見ている。

■ 今週の予定

A Bigger Pie
Projected growth in streaming subscribers should feed both streamers and labels.
Forecast for Global Paid Streaming Subscribers (millions)



6月1日（月）

- ・ 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＞がコンファレンスコールを開催し、臨床実験中のがん治療薬のポートフォリオについて説明。
- ・ 5月のサプライ管理協会（ISM）製造業景況指数発表。4月（41.5）から上昇の43と予想。4月の指数は2009年以来最低だった。
- ・ 4月の建設支出発表。コンセンサス予想は季節調整済み年率換算1兆2700億ドルで、3月の1

兆3600億ドルから6.3%減少と予想。

6月2日（火）

- ・ セキュリティ対策ソリューションを提供するクラウドストライク・ホールディングス＜CRWD＞、スポーツ・フィットネス用品のディックス・スポーティング・グッズ＜DKS＞、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＞が決算発表。
- ・ オーストラリア中銀が金融政策を発表。キャッシュレートの誘導目標は0.25%に据え置かれる見込み。

6月3日（水）

- ・ 食品大手キャンベル・スープ＜CPB＞が四半期決算発表。
- ・ グーグルの親会社であるアルファベット＜GOOGL＞、バイオ医薬品のバイオジェン＜BIIB＞、ケーブルテレビ大手コムキャスト＜CMCSA＞、独立系エネルギー会社大手ヘス＜HES＞、小売り大手ウォルマート＜WMT＞が年次株主総会を開催。
- ・ 設計用ソフトウェア開発会社オートデスク＜ADSK＞が投資家向け説明会を開催。

- ・ 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5月の米民間雇用者数を発表。前月比950万人減が予想される（4月は2200万人減）。ADPによると、4月の失業者のうち860万人はレジャー・サービス業関連となり、これだけで世界金融危機時の米国の失業者数合計とほぼ同数となる。
- ・ 5月のISM非製造業景況指数発表。4月（41.8）から上昇の43.8と予想。2009年12月以来、好・不況の分かれ目となる50を122ヶ月連続で上回っていたが、4月の指標は50を下回った。

6月4日（木）

- ・ 欧州中央銀行（ECB）が政策金利発表。短期政策金利はマイナス0.5%に据え置かれると予想されるが、7500億ユーロ規模のパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）を拡大する見通し。
- ・ 半導体大手ブロードコム<AVGO>、小売り大手ギャップ<GPS>、食品会社JMスマッカー<SJM>、ビジネス向けチャットツールを手掛けるスラック・テクノロジーズ<WORK> が決算コンファレンスコールを開催。
- ・ オンライン旅行会社大手ブッキング・ホールディングス<BKNG>、通信大手TモバイルUS<TMUS> が年次株主総会を開催。
- ・ 証券ブローカー大手チャールズ・シュワブ<SCHW>と同業のTDアメリトレード・ホールディング<AMTD>がそれぞれ臨時株主総会を開催。2019年11月に発表された、シュワブが260億ドルでTDアメリトレードを買収する提案への承認を求める。
- ・ 5月30日までの週の新規失業保険申請件数発表。申請件数は一時期の水準より減少している。

6月5日（金）

- ・ 5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700万人減（4月は2050万人減）。失業率は4月の14.7%から19%となる見込み。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

2020年 特集記事年間予定表

Special News Reports

January

July

February

August

March

September

April

October

May

November

June

December

『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』 2020/05/31

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