

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/11/01

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 大統領選の勝者よりもパウエル議長が重要 - This Is Jerome Powell's Moment, No Matter Who Wins [カバーストーリー]
空前の危機対応、今後数年間の金融政策正常化がカギ P.2
2. 膨張する半導体メーカーに投資家が尻込み - Chip Firms Bulk Up, and Investors Balk [フィーチャー]
大型買収でAMD株のリスクが増加 P.5
3. 誰が大統領になろうとも買える銘柄 - Trump or Biden? Stocks to Buy for Any Outcome. [フィーチャー]
新型コロナや金などの長期トレンドに乗る企業 P.8
4. マネージドケア銘柄の株価が選挙後に上昇する可能性 - Managed-Care Stocks, and Anthem, Could Rise After Vote [ヘルスケア]
業界2位のアンセムは推奨銘柄 P.11
5. 恐怖の総和で株式市場が動揺 - The Stock Market Succumbed to the Sum of All Fears [米国株式市場]
大統領選後の二つのイベントに注目 P.15
6. 株価、選挙、新型コロナワクチンに関する楽天的過ぎる予想 - Overconfident Predictions for Stocks, the Election, and a Covid-19 Vaccine [フィーチャー]
UBSの極めて楽観的な株式相場予想と投資先としてのナスダック P.0
7. 記録的なGDPでもコロナ禍からの回復はますます困難に - Despite Record GDP, the Covid Recovery Faces Growing Pains [米国経済]
今後数四半期の成長が鍵 P.20
8. まだら模様となったハイテク企業の決算発表 - The Good, Bad, and Just Plain Odd From Tech's Earnings [ハイテク]
勝者はアップル、アマゾン、アルファベット、敗者はツイッター P.23
9. AT&Tの配当利回りは高いが安全 - Forget AT&T's Lofty 7.8% Yield. Its Dividend Looks Safe. [通信サービス]
エクソンモービルの場合との比較 P.25
10. 今週の予定 - How to Raise Oil and Stock Prices: Mergers [経済関連スケジュール]
原油価格と石油銘柄を引き上げる方法：経営統合 P.27

※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. 大統領選の勝者よりもパウエル議長が重要 - This Is Jerome Powell's Moment, No Matter Who Wins [カバーストーリー]

空前の危機対応、今後数年間の金融政策正常化がカギ

■ 新型コロナウイルス危機への迅速な対応



Photograph by T.J. Kirkpatrick for Redux Pictures

米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は11月4日から5日にかけて、連邦公開市場委員会（FOMC）で経済と金融政策に関する議論を行う予定だ。投資家にとって、パウエル議長は、2021年にホワイトハウスを支配する人物よりも重要な存在と言えるだろう。

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）によって、米国人は家に閉じこもり、企業は休業せざるを得なくなった。そんな中、FRBはパウエル議長のリーダーシップの下、大規模な金融崩壊を防ぐために迅速に行動した。金利をほぼゼロにまで引き下げ、多額の債券を買い入れ、新たな融資制度を導入し、過去のFRBが行ってきたことを

はるかに超える行動を取った。

景気回復が始まれば、パウエル議長の次の目標は金融政策を正常に似通ったスタンスに戻す試みになるだろう。ただし、これは新型コロナウイルス以降の世界では全く異なる意味を持つはずだ。FRBがパンデミックの間に提供してきた支援をどうやって市場と経済から切り離すかが、今後数年間の最も重要な課題になるとみられる。そのアプローチの指針となるのは、パウエル議長の下で最近完了したFRBの目標の再考である。インフレと失業に関するデータに対してFRBがどう反応するかは、今後の景気サイクルの中で変化していくだろう。

ドイツ銀行のグローバル経済調査責任者であるピーター・フーパー氏は、「パウエル議長の永続的な遺産は、まさにこのFRBによる政策の方向性の大きな転換になると思う。これは1980年代にボルカー議長が実施したこと（インフレ抑制）と同様に重要だ。リスクはあるが、パウエル議長はこの転換によって名を残すと考えられる」と述べている。

しかし、金融政策には限界があり、パウエル議長もそれを明確に認識している。経済がまだパンデミックの影響を受けている中で、パウエル議長は議会による財政刺激策の強化を頻繁かつ声高に主張している。そして、それは時として、同氏を政治の混乱に巻き込む恐れがある。

トランプ大統領は、ここ数カ月はパウエル議長への批判を控えているものの、以前は金利をゼロ未満に引き下げないことに関してツイッター上で同氏を長い間非難していた。2019年8月、米中貿易摩擦が頂点に達した時期には「ジェイ・パウエルと習近平国家主席、どちらが私たちのより大きな敵なのか」とまで述べた。2022年2月に任期が満了した時に、トランプ氏であってもバイデン氏であってもパウエル議長を留任させるかは不明だ。

■ 状況に応じて現実的かつ柔軟に行動

The Powell Market

The S&P 500 during the Fed chairman's tenure.

S&P 500



Source: Bloomberg

それでも、67歳のパウエル議長は、政治家から攻撃されても冷静さを保ち、経済に集中し続けることができる」と示してきた。ヤルデニ・リサーチのエコノミスト兼社長であるエドワード・ヤルデニ氏は、「パウエル議長は現実主義的に立場を変えることができる。同氏は計画通りに物事を成し遂げており、状況に応じて考え方を変えることをためらわないが、全く一貫性がないわけでもない」と語る。

パウエル氏は2012年にオバマ政権下でFRB理事となった。トランプ大統領がパウエル氏を議長に選び、2018年2月から4年の任期がスタートした。当初、パウエル議長は前任者のジャネット・イエレン氏の路線をほぼ踏襲した。それは、世界的な金融危機の間にゼロに近い水準まで低下したフェデラルファンド（FF）金利を徐々に引き上げることを意味した。

当時、政策当局者は、差し迫ったインフレに対して先回りし、将来の危機に備えて利下げの余地を確保しようとしていた。FRBは2018年に0.25%ポイントの利上げを4回行うとともに、債券のロールオフ（償還を迎えた保有債券の再投資を停止すること）を月500億ドルまで引き上げ、4兆5000億ドルまで膨らんだバランスシートを縮小し始めた。

この金融引き締めは、経済見通しの不確実性を指摘する評論家から批判を浴びた。最も声高な批判者だったトランプ大統領は、欧州や日本のマイナス金利に合わせて金利を引き下げよう繰り返し要求した。パウエル議長は、大統領の批判に直接答えることを避け、FRBの独立性を強調し、経済指標に従って政策を実施すると述べた。

しかし、トランプ大統領は最終的に自身の願いをかなえた。パウエル議長は2019年初め、FRBはさらなる利上げに関して「忍耐強く」判断し、バランスシートのロールオフを徐々に減らしていくと述べた。元FRB副議長で現在はブルッキングス研究所の上級研究員であるドナルド・コーン氏は、「状況が変化し、世界経済の弱さが米国に波及する恐れが出てきたため、パウエル議長はFOMCを従来の道筋から後退させるように導いた。それは必要なことだった」と語る。

パウエル議長の現実主義が試されたのは、新型コロナウイルス危機が発生した時だった。FRBは3月3日のFOMC臨時会合でFF金利を0.5%ポイント引き下げた後、2週間足らずでさらに1%ポイント下げた。誘導目標は0～0.25%となり、マイナス金利を除けば可能な限り低い水準まで低下した。

また、何千億ドルもの国債と住宅ローン担保証券（MBS）の購入を確約し、銀行に対する預金準備率を引き下げるとともに、世界的にドルの流動性を維持するためのプログラムを発表した。

■ 平均インフレ目標を導入

Zeroing In

The federal-funds rate



Source: Bloomberg

FRBは金融危機への対抗措置の縮小をまだほとんど始めていない。果たして、新型コロナウイルス危機の支援策を廃止することはできるのだろうか。

8月下旬にカンザスシティ連銀が主催したオンライン形式のジャクソンホール会議で、パウエル議長は、今後の回復期におけるFRBの行動基準となるインフレ目標への新しいアプローチを発表した。このアプローチでは、失業率が一定の水準を下回って理論上はインフレ率の上昇が見込まれる状況になっても、長期間にわたって物価の上昇を許容する。つまり、パーティーが盛り上がりながらもパンチボウル（飲み物が入ったガラス鉢）を片付けず、ラストオーダーを待つということだ。

柔軟な「平均インフレ目標」と呼ばれるFRBの新しい政策アプローチが成功するかどうかは、時間がたつまで分からない。今のところ、債券市場は納得していないようだ。ジャクソンホール会議でのスピーチ以来、長期米国債利回りはほとんど変動しておらず、今後数年間に大幅なインフレになるとも織り込んでいない。

しかし、新しい枠組みは市場と投資家に対し、FRBの政策が何年にもわたって下支えになるという自信を与えるのに十分なものであり、同時にパウエル氏には実体経済の状況に応じた政策調整の余地を与えている。フランクリン・テンプレトンの債券グループ最高投資責任者（CIO）で、本誌ラウンドテーブルのメンバーでもあるソナル・デサイ氏は、「私はこれを『建設的な曖昧さ』と呼んでいる。FRBは自分たちに最大限の柔軟性を与えつつ、市場を安心させている」と語る。

だが、そうは思わない人もいる。ニュースレター「グラント・インタレスト・レート・オブザーバー」の創設者であるジェームズ・グラント編集長は、「介入を繰り返した結果、FRBはいつでも介入すると期待されるようになった。新たな危機が発生したとき、FRBはバランスシートをさらに拡大し、金利をさらに低くして介入するのだろうか。私にとっての疑問は、それがいつ終わるのかということだ」と話す。

パウエル議長は別の方法でも境界を押し広げており、ワシントンで財政刺激策の再導入を最も声高

に支持する人物の一人となった。同氏は法案の規模や内容、時期について具体的に推奨することはないものの、他のFRB理事と同様に、議会からの支援策の必要性を強調している。そのため、FRBの独立性が損なわれているとの批判を招いている。ヤルデニ氏は「パウエル議長率いるFRBは、政治的圧力それ自体からは独立していると思う。しかし、追加的な財政刺激策を要求したことで、FRBが完全に独立しているという主張はできなくなってしまった」と指摘する。

財政刺激策を求めたことで、金融政策が既にほぼ完全に緩和策を出し切った状態にあることが反映されている。パウエル議長をはじめとするFRBの政策立案者は、マイナス金利の効果に懐疑であることを表明する一方で、資産買い入れやFRBの融資枠を通じた他の施策も可能であると示唆している。借り入れによる財政政策の拡大が将来的に債券利回りの上昇につながるのであれば、こうした施策が必要になるかもしれない。それでも、FRBの金融政策よりも議会の財政政策の方が、健康と雇用の危機に対処するのには適しているだろう。

パウエル議長がFRBを率いる現在の状況では、金融政策にかつてないほど多くのものが求められている。同氏がFRBにレガシー（政治的遺産）を残すことは、新型コロナウイルス危機における迅速かつ積極的な行動によって既に確実となった。パウエル議長が新しい枠組みの下でFRBのかじ取りを行い、今後数年間で危機下の特別措置を正常化できれば、同様に大きな足跡となるかもしれない。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

2. 膨張する半導体メーカーに投資家が尻込み - Chip Firms Bulk Up, and Investors Balk 大型買収でAMD株のリスクが増加

[フィーチャー]

■ アドバンスト・マイクロ・デバイシズがザイリンクス買収を発表

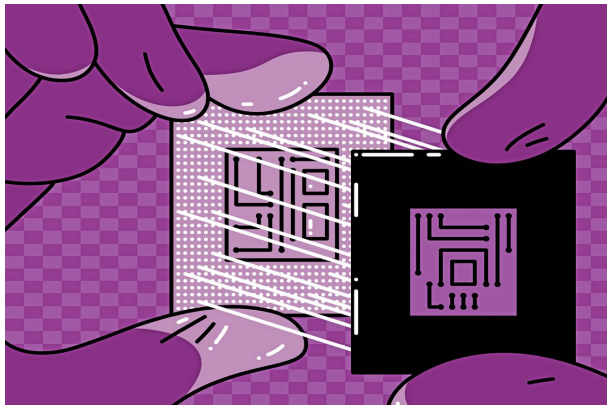


Illustration by Sam Island

半導体企業の買収が過熱している。先週の大型案件2件を含めると、今年は総額1000億ドル以上の買収が発表されており、十分な資金力のある企業によって半導体業界の見直しと再構築が進んでいる。買収が過熱しているのは資金力だけではなく物理的な問題にも関係している。今日の半導体を動かしている数十億ものトランジスタのサイズが原子1個の大きさに近づくとつれ、研究開発コストは増加を続け、次世代半導体の開発は規模の小さい企業には手が届かなくなりつつある。

規模が必要だというのが、大手半導体メーカーであるアドバンスト・マイクロ・デバイシズ

＜AMD＞のリサ・スー最高経営責任者（CEO）が、同社がザイリンクス＜XLNX＞を350億ドルで買収する合意に達したと発表した後に、本誌に主張した理由の一つだ。10月27日に発表された全額株式交換による同買収では、ザイリンクスの価値は1株当たり143ドルと評価されており、前日の終値に対し約25%のプレミアムが上乗せされている。AMDは来年末までに買収を完了させたい意向だ。「半導体業界は高リスクの投資ゲームだ。その観点からすれば、規模は極めて重要だ。規模が大きいほど、より幅広いソリューションを結集し、顧客により多くの貢献をすることが可能になる」

とスー氏は言う。しかし、規模の大きさは、より大きな責任とリスクを伴う。これまで長い間、AMDはコンピューター、ビデオゲーム機、およびデータセンター向けに、ますます強力になるCPU（中央演算処理装置）およびGPU（画像処理半導体）を製造するという、かなり単純明快な事業であった。

アナリストは、同社の今年度の売上高が前年比40%増の94億ドル、純利益が前年比2倍以上の15億ドル、調整後1株当たり利益（EPS）は1.22ドルとなり、来年度は利益がさらに50%増加すると予想する。こうした成長で、同社の株価が過去12カ月間で126%上昇した理由も説明できる。

■ ザイリンクス買収に伴うリスク

Advanced Micro Devices

AMD / Nasdaq

\$100



Source: FactSet

しかし、ザイリンクスを買収することで、AMDは未知の世界に踏み込むことになる。ザイリンクスは、長年、製造後にプログラム可能な集積回路、いわゆるフィールド・プログラマブル・ゲート・アレイ（FPGA）における専門性で知られてきた企業だ。FPGAは、専用の半導体がまだ開発されていない次世代通信規格「5G」向けインフラなどの新技術分野において有用だ。

AMDの主なライバルであるインテル<INTC>が2015年に167億ドルでアルテラを買収したのもFPGAに賭けたからだ。それで特に流れが変わることもなく、インテルの株価は5年間で48%上昇するにとどまり、S&P500指数を大きくアンダーパフォームしている。投資会社フロントベル・アセット・マネジメントでポートフォリオ・マネジャーを務めるブライアン・バンズ氏は、ザイリンクス買収について、「私の最初の反応は、AMDはインテルの戦略を後追いしているだけだ」と語る。ザイリンクスの今年度の売上高は昨年度の31億6000万ドルから3%減少し、30億8000万ドルとなる見通しだ。「現時点では、大きな成長は見込めそうにない」とバンズ氏は指摘する。

ある機関投資家が本誌に語ったところによれば、同ファンドはAMD株を10月27日に売却したという。ザイリンクスが統合されれば、12カ月予想ベース株価収益率（PER）で46倍という現在の高いバリュエーションは正当化できなくなるというのがその理由だ。買収合意が発表されるとAMDの株価は4%下落した。

AMDとザイリンクスの合意を機能させることができる人物がいるとすれば、それはスー氏だ。エンジニアとして教育を受けた同氏は、2014年にAMDのCEOに就任した。以来、同社の株価は2200%

上昇している。これに対し、フィラデルフィア半導体株指数の上昇率は270%だった。本誌は同氏を2019年度の世界最高のCEOの一人として指名している。

ザイリンクスの統合について聞かれると、スー氏は「わが社はこの5年間、優れた事業体制を構築してきた。これは今後も変わらない。基盤となる事業は好調であり、この買収を行う必要はないが、この業界では長期的な視野が必要だ。こうした技術力と市場の全てに対してアクセスを確保することは、AMDの長期的な強化につながる」と語った。

■ マーベル・テクノロジーがインファイ買収を発表

10月29日に、半導体メーカーのマーベル・テクノロジー・グループ<MRVL>が、光ファイバー部品およびデータセンター用半導体メーカーのインファイ<IPHI>を100億ドルで買収すると発表した。現金と株式交換を組み合わせた同買収では、インファイの価値は1株当たり157.83ドルと評価されており、前日の終値に対し42%ものプレミアムが上乗せされている。

この買収についても、投資家は完全に納得してはいない。マーベルの株価は買収が発表された日に3.3%下落した。同社のマット・マーフィーCEOは、インファイの売上高が年率40%で成長していることから、買収価格は正当だと本誌に語った。

ここでも規模が買収理由の大きな部分を占めているが、AMDは新しい市場を探しているのに対し、マーベルはデータセンター向け半導体と無線通信インフラに重点を置く既存事業を強化しようとしており、方向性は異なる。インファイはマーベルの顧客の多くに補完的な製品を販売しており、今年度の売上高は87%増の6億8260万ドルになると予想されている。マーフィー氏はインファイの損益計算書について「財務的な観点から言えば、力強く素晴らしいものだ。売り上げが大きく伸びている」と語った。

同氏はまた、トランジスタの微細化に伴い、より多くの人材とより高価な設備が必要となり、製造に多くの費用が掛かるため、規模は重要だと付け加え、「現在、半導体先進ノードプロジェクトの平均コストは最低でも1億ドルだが、10～15年前は恐らく1000万ドル前後だった。開発コストと複雑さが大幅に増したため、とにかく十分な規模が必要だ。半導体の製造に1億ドルを投資するのであれば、その半導体を適切な相手に5億ドルで販売しなければならない」と語った。

By Max A. Cherney
(Source: Dow Jones)

3. 誰が大統領になろうとも買える銘柄 - Trump or Biden? Stocks to Buy for Any Outcome. 新型コロナウイルスや金などの長期トレンドに乗る企業

[フィーチャー]

■ 選挙に左右されない長期的傾向

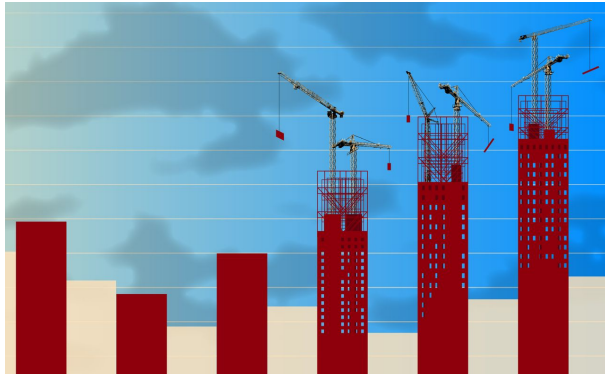


Illustration by Daniel Hertzberg

1月3日の選挙の結果で誰が大統領になろうとも、あるいはいずれの党が議会を支配しようとも、米国は新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）および低迷する経済の不透明な先行きに取り組むことになるだろう。

市場がこれらの課題に対してどう反応するかを予想することは困難だ。今われわれにできることは、選挙の影響を受けないとみられる幾つかの重要なトレンドに注目して、忍耐強い投資家に長期的な投資機会を提供することだ。

まず、老朽化していることで有名なインフラから始めよう。橋やハイウエーの修理から電気自動車の充電施設の整備、さらに地方部での無線通信塔の設置までの全てが求められている。これは、政府が口先だけで何もしない分野だ。しかし、投資家は待つ必要はない。ニーズが非常に大きいため、一部の企業は自ら大掛かりな雇用を生み出す新構想に既に取り組み始めており、それは建設とエンジニアリングを押し上げることになる。

それ以外では、新型コロナウイルスの検査の精度向上と追跡能力の拡大に対するニーズが高い。ドル安はインフレ懸念をもたらし、金の価格を年初来で23%押し上げている。政府によるさらなる景気刺激策と拡大する一方の財政赤字は金の価格をさらに押し上げ、金鉱企業の株価も上昇させる可能性がある。

以下に、選挙の結果にかかわらず株価の上昇が見込まれる5銘柄を紹介する。

■ アボット・ラボラトリーズ<ABT>

Looking Past the Election

These stocks should outperform no matter who wins the U.S. election

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (bil)	1-Yr Return	2021E Revenue (bil)	2021E EPS	2021E P/E
Abbott Laboratories / ABT	\$106.42	\$188.4	29.5%	\$38.4	\$4.36	24.4
Newmont / NEM	58.65	47.1	53.2	14.2	4.42	13.3
SBA Communications / SBAC	295.42	33.1	24.6	2.2	\$10.27*	28.8**
Roper Technologies / ROP	367.50	38.5	8.1	6.3	14.72	25.0
Carlisle / CSL	120.52	6.4	-21.4	4.5	7.11	17.0

E=Estimate; *Adjusted funds from operations; **Price/AFFO
Source: Bloomberg

製薬大手のアボット・ラボラトリーズでは、新型コロナウイルスの検査キットや検査サービスが第3四半期の診断関連部門の39%増収をけん引した。第3四半期だけで1億回超の検査を提供し、関連売上高は8億8100万ドルとなった。同社は10月に通期の1株当たり利益（EPS）ガイダンスを3.55ドルに引き上げたが、アナリスト予想の平均は3.32ドルだった。

同社の5ドルの最新の粘膜検査キットは15分で結果が得られ、結果を認証するためのモバイルアプリに接続できる。

SVBリーリンクのアナリストは、時価総額1880億ドルのアボットを、大型医療テクノロジーセクターの中で安全に保有できる銘柄の一つと呼んだ。ダニエラ・アンタルフィー氏は、力強い需要が「2021年と2022年の売上高とEPSに対する予想の大幅な上方修正をけん引する」と述べる。同氏は2020年と2021年に14%成長を予想しており、2021年予想株価収益率（PER）が24.4倍になるのもうなずける。

UBSのアナリストによると、議会による新たな景気刺激策パッケージは検査に対する資金提供を含んでおり、同社が成長するもう一つのきっかけになる可能性がある。

診断関連はアボットの中で最も急速に成長している部門だが、医療機器にも勢いがある。第3四半期に、糖尿病の血糖値監視システムの売り上げは36%増加した。

リスクはある。抗原検査のような診断は流動的で変化が激しいビジネスだ。規制環境が先行き不透明なことを勘案すると、製品の開発から販売承認の獲得までを実現する能力についてもリスクが存在すると、アンタルフィー氏は指摘する。

■ ニューモント<NEM>

投資家がドル安と原油価格低下からの安全な逃避先を探しているため、金投資は既に盛り上がっている。価格は8月に過去最高の1オンス当たり2063ドルに達した。金は利回りがゼロやマイナスの債券よりも優れた代替投資手段で、市場が乱高下する際にはリスク資産からの逃避で通常は恩恵を受ける。低金利と市場のボラティリティーは来年まで長引くと予想されている。

ウォーレン・バフェット氏率いるバークシャー・ハサウェイ<BRK.B>は、金鉱会社のバリック・ゴールド<GOLD>に5億6000万ドルを投資した。コースト・キャピタルのジェームズ・ラスター氏は、世界最大の金鉱会社であるニューモントが別の選択肢になると話す。

ニューモントは、政治的に安定している北米とオーストラリアで主に事業を行っており、不安定な地域へのエクスポージャーは限定的だ。金の平均実質価格は第2四半期に31%上昇した。第3四半期に、売り上げは前年同期比17%増加し、調整後EPSは86セントでアナリストのコンセンサス予想を上回った。

金投資を長く続けており、最近までファースト・イーグル・ファンズのシニア・アドバイザーだったジャン・マリー・エベヤール氏は、パンデミックによる不透明感と制約を乗り切っていることで、経営陣を高く評価している。

カナコード・ジェニユイティのカレイ・マクラリー氏は、ニューモントの目標株価を88ドルに設定し、今後12カ月の上値余地を50%としている。株価は年初来で35%上昇して8月には52週高値に達しているが、2021年予想PERは13.3倍と割安に見える。金価格が上昇を続ければなおさら割安である。

■ SBAコミュニケーションズ<SBAC>

次世代通信規格「5G」が使えるスマートフォンがニュースの見出しをにぎわしているが、5G採用の初期に恩恵を受ける公算が大きいのは無線通信塔とネットワークの運営会社だ。それは、無線通信塔を運営するSBAコミュニケーションズに注目すべきことを意味する。同社は北米と南米に約3万3000カ所の無線通信塔を保有する不動産投資信託（REIT）である。アナリストは、来年の増収率を7%と予想している。レイモンド・ジェームスは、パンデミックによって無線ネットワークの

利用が増加していると指摘しており、今年早くには、SBAの株価のボラティリティーが投資機会を生み出したと主張していた。

SBAのジェフリー・ストゥープス最高経営責任者（CEO）は8月に、「5Gがもたらす恩恵を考慮しなくても、パンデミックはブロードバンドの主要な供給源としての無線の重要な役割を浮き彫りにした」と語った。

SBAはキャッシュフローの大半を、米国の無線通信塔の長期リース契約で稼いでいる。通信会社が5Gの無線ネットワークを構築しているため、無線通信塔には多大な成長性がある。通信会社のTモバイルUS<TMUS>のスプリントとの合併は、5Gにおける競争を理由に正当化された。さらに、衛星放送や有料テレビサービスを展開するディッシュ・ネットワーク<DISH>が、スプリントのプリペイドワイヤレス事業を取得することで、5Gの展開は加速する見込みである。

レイモンド・ジェームスは、これによってSBAには新たな無線通信塔を建設し、新規リース契約を結ぶ道が開けたと述べる。株価は29日の295ドルまで年初来で22%上昇している。アナリストが、2023年までの調整後ファンズ・フロム・オペレーション（FFO）が5Gにけん引されて年平均で10%超増加すると予想しているため、2021年予想株価／調整後FFO倍率は28.8倍と市場に対してプレミアムとなっている。

■ ローパー・テクノロジーズ<ROP>

制御機器メーカーのローパー・テクノロジーズは、良く知られた問題に焦点を当てるテクノロジーの背後にいる、隠れた存在だ。例えば、同社はE-ZPassのような有料道路の電子料金徴収システムを開発しており、マンハッタン島の混雑料金徴収システムの設計でニューヨーク市と協力している。また、スマート水道メーターや新型コロナウイルスの治療で使われるビデオ気管支鏡を挿管するテクノロジーなども手掛けている。

RBCキャピタル・マーケットのアナリストであるディーン・ドレイ氏は、ローパーの事業の半分がソフトウェアまたはソフトウェア・アズ・ア・サービス（SaaS）であるため、株価はアウトパフォームする態勢にあると言う。ローパーの利益はアナリスト予想を4四半期連続で上回ったが、ドレイ氏は同社が傑出している理由は現金を生み出す能力にあると言う。第3四半期には、売上高は1%増の14億ドルだったが、調整後フリーキャッシュフローは4億4200万ドルで14%増加した。

ローパーは通期のEPSガイダンスを、11.90～12.40ドルから12.55～12.65ドルへ引き上げた。

同社は買収にも積極的で、ニッチ市場におけるアセットライトの事業を標的にしている。9月には保険会社や代理店向けのコミュニケーションソフトウェアを開発するバータフォアを53億ドルで買収した。

■ カーライル<CSL>

建材、輸送機器、フードサービス関連製品を製造・販売するカーライルは、学校、ショッピングモールおよびその他商業施設向けの屋根材も製造している。

センターストーン・インベスターズのジェームズ・ハウンセル氏はカーライルについて、ローパー同様に目立たない会社だが、株価の上値余地は大きいと言う。同氏によると、建築から30年たった屋根のふき替えでブームが予想されることが最大の好材料だ。株価は年初来では25%下落しているが、5月の底値からは25%回復した。

プリンシピア・コンサルティングによると、屋根の作業の市場規模は、昨年は57億7000万ドルと推定され、今後10年間で80億ドルへ増加すると予想される。大半の作業がふき替えであり、成長は建築動向に左右されない。

カーライルは、今年1-9月期の売上高が前年同期比13%減少しているものの、営業利益率を昨年第3四半期の14%から20%へ引き上げる計画だ。

この分野はバフェット氏も好んでおり、バークシャー・ハサウェイは20年前に同業のジョンズ・マンビルを買収している。ハウンセル氏は、屋根材料には定着した顧客基盤があると言う。

By Liz Moyer
(Source: Dow Jones)

4. マネージドケア銘柄の株価が選挙後に上昇する可能性 - Managed-Care Stocks, and Anthem, Could Rise After Vote 業界2位のアンセムは推奨銘柄

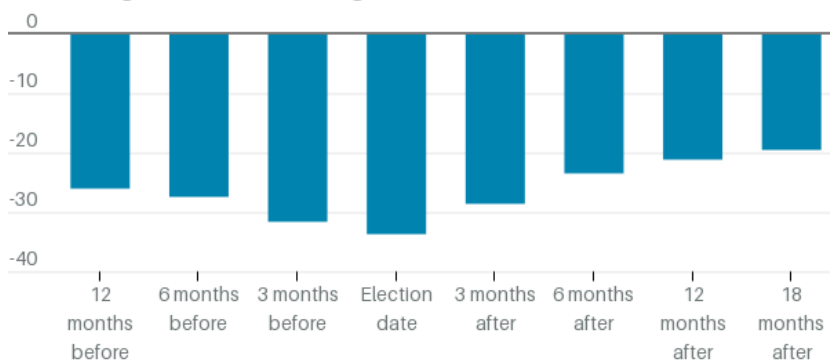
[ヘルスケア]

■ マネージドケア業界と業界2位のアンセム

Ratings Game

Discounts in managed-care stocks have tended in recent presidential cycles to expand in the months ahead of Election Day before contracting in the months after.

Percentage discounts in managed-care stocks relative to S&P 500



Source: FactSet; UBS

UBSの調査によると、これまでマネージドケア銘柄のバリュエーションのS&P500指数に対するディスカウントは、大統領選前の数カ月で拡大していた。しかし、最大で34%のディスカウントに達したバリュエーションは、政治が落ち着くにつれて上昇する。過去7回の大統領選を見ると、マネージドケア銘柄の株価は選挙後6カ月間で22%上昇し、1年後には市場のリターンを上回る43%の上昇となっている。

こうした中で興味深いのが、大手医療保険会社アンセム<ANTM>だ。同社は4260万人の加入者数を持つ米国第2位のマネージドケア企業である。主に新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）が原因で、同社の第3四半期の利益は前年同期比14%減少し、さえないガイダンスの発表後に株価は7%以上下落した。だが同社の2021年予想株価収益率（PER）は11倍と、市場や他の保険会社と比べ非常に割安である。さらに同社はメディケア（高齢者向け医療保険制度）とメディケイド（低所得者向け医療保険制度）の加入者数を増やし、行動医療や薬剤給付などの分野にも進出する。アンセムは価格上昇、新収益源、業界全体への追い風に乗って2021年には少なくとも12%の増益を見込むという。

ヘルスケア系投資銀行SVBリーリンクのアナリスト、スティーブン・タナル氏は、「われわれは同社のファンダメンタルズに強気であり、バリュエーションは魅力的に見える」と述べる。アンセムの調整後1株当たり利益（EPS）は2022年まで業界最速の年率14%で伸びると予想し、直近の株価

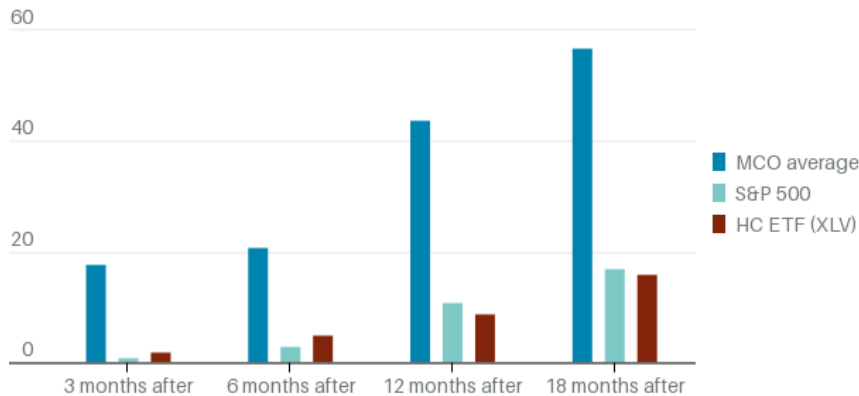
を34%上回る370ドルに目標株価を引き上げた。それでも現在の株価で計算すると、2022年予想EPSの28.50ドルに基づくPERは10倍程度だ。

■ 医療保険業界の政治リスク

Post-Election Bounce

Health insurance stocks have outperformed the broader market and health-care sector in the months after presidential elections

Percent gains after elections



Source: FactSet; UBS

医療保険業界は現在、政治と規制の両リスクに直面しており、株価やPERが抑制される可能性もある。連邦最高裁判所は医療保険制度改革法（ACA）を審理中であり、同法を覆す判決が下されれば、保険業界に逆風となる。民主党はACAの拡大による保険加入者の増加を提唱するが、同時にメディケアよりも公的医療保険を支持しており、民間保険会社との競合が予想される。共和党は政府の医療費削減とACA廃止を目指す、それによりマネージドケア企業の成長見通しが抑制される可能性がある。

いずれにしても、メディケアやメディケイドの償還率低下と手数料や法人税の増加の脅威は拭えない。マネージドケア企業の保険料収入（現在15～20%が上限）についてより厳しく規制され、新型コロナウイルスで延期されていた手術など医療サービスの需要急増に伴って保険金請求が大幅に増える可能性もある。

だが規制は段階的に行われるとの見方が強い。医療保険改革には莫大（ばくだい）な政治力が必要だが、選挙後も上院はACAを通過させた2010年に比べて両党の議席ははるかに拮抗（きっこう）したままとなるだろう。他にも景気刺激策や新型コロナ危機による不況から経済を回復させるインフラ政策など、差し迫った政治課題もある。

保険業界には追い風が吹いている。例えば2021年にACAの医療保険税が廃止されるため、保険会社にとっては年間150億ドルの節税になるとされる。1日に1万人が65歳になり、メディケア加入者が増加するにつれて、保険会社は州のメディケイドプログラムの管理を拡大している。ACAは法的な問題を抱えつつも低所得者や失業者への保険補助を続けている。

保険業界は、地域や品ぞろえを増やすなどの多角化を通じて規模を拡大している。ここ数年の合併で保険会社は7社となり、個人向け保険の57%、法人向け保険の62%を占有する。ほとんどの会社は法人と個人向けの保険と、政府系のメディケイドやメディケアを組み合わせた商品を提供している。保険会社は薬剤給付管理会社（PBM）を設立または買収し、データ分析や遠隔医療、コンサルティングサービスを雇用主に提供している。例えばユナイテッドヘルス・グループ<UNH>は、オ

プタム・ヘルス事業部門に医療機関や銀行を含めるなど、さらなる統合を進めている。

■ アンセム株の低迷要因と回復予想

Performance Perspective

UnitedHealth shares have outperformed Anthem's as investors have rewarded the former's diversification and vertical integration. That gap could be in line to narrow.

Daily closing share-price moves, in percent



アンセムの株価は幾つかの理由で割安に見える。同社は、業界1位のユナイテッドヘルス（加入者数4800万人以上）ほど多様性がなく、垂直統合されていない。アンセムの商業プラン（法人と個人向け保険）加入者数はここ何年も停滞しており、収益性が低下している。また、他の保険会社と同様、経済的な逆風にも直面している。第2、第3四半期は新型コロナの影響で失業率が上昇し、加入者数が57万人減少した。一部はメディケイドに移行したものの、加入者数の減少と収益性の低下が株価の重しとなっている。

株価の上昇機会は、今後の景気回復と同社の売上高と利益の拡大に向けた取り組みにかかっている。2017年に同社の最高経営責任者（CEO）に就任したゲイル・ボードロー氏は、社内システムを合理化し、同社を医療、薬剤給付、行動医療まで全てをカバーする企業に刷新しようとしている。

中でも成果を上げている分野は、薬剤給付プランである。アンセムは加入者向けに独自のPBMであるインジェニオRXを開発し、昨年提供を始めた。これにより年間40億ドルのコスト削減となり、少なくとも20%を利益に転化し、残りは保険料その他の給付金の節約として加入者に還元すると同社は述べる。インジェニオRXは、2020年1-9月期に同社の営業利益全体の58億ドルの17%に当たる10億ドルの利益を上げた。

230万人以上が加入するメディケアからの売り上げは、今年は11%増となっている。また、失業率の高さと資格要件緩和の恩恵で、メディケイドの加入者数も18%近く増加して860万人に達している。景気が回復するにつれてメディケイド加入者数が減少する可能性もあるが、同社は何年にもわたってメディケイドからの収入を拡大し、現在では23州でプランを販売している。最近ではビーコン・ヘルス・オプションズの買収により、行動医療保険も扱っている。

問題は、商業プランの加入者数の減少である。第2～第3四半期にかけて加入者数は0.9%減少し、5年間にわたり約3000万人で横ばいとなっている。しかも、これまでのフルカバープランから、保険会社が保険事務代行のみを行うプラン（ASO）への加入が増えている。タナル氏によるとフルカバー

プランの利益率はASOの5倍であるが、ASOが同社の商業プラン全体に占める割合は2004年の48%から現在は85%に拡大しているという。

アンセムは、遠隔医療、行動医療、歯科プランなど、ASO加入者へのサービスを増やすことで、商業プラン全体の収益性を高めようとしている。ただ、新型コロナの影響で商業プランの収入が減速し、法人顧客は保険についての決定を2021年から2022年に延期しているという。また、利益率の低いASOは業界全体で人気が出てきており、小規模の法人顧客向けにもASOを販売することで競争も熾烈（しれつ）になっている。

アンセムは、商業市場における問題が何年にもわたり株価を抑制し、バリュートラップに陥り、業界内で後れを取ってきた。過去5年間の配当込みのトータルリターンは年率17%と、ヒューマナ<HUM>、ユナイテッドヘルス、モリーナ・ヘルスケア<MOH>などの競合に出遅れている。

だが、アンセムの株価を押し上げる要因も出てきている。ACAの「保険会社手数料」廃止により来年のEPSは60セントから80セント押し上げられるだろう。同社はフルカバープランとASOの利益の差を縮めようとしており、薬剤給付などの収益の増加と経費削減により、業界平均を上回る調整後利益の成長が期待される。一方、新型コロナの収束は重要なカギを握る。延期されていた手術などの需要が急増することで、利益が下がる可能性がある。医療費は上昇しており、第3四半期には保険料収入の87%に達した。新型コロナとは無関係の医療費がパンデミック前の95%の水準に戻っている。新型コロナ関連の請求を加えると、保険会社の費用がさらにかさむ可能性もある。

それでもボードロー氏は、直近の決算コンファレンスコールに基づいて、アンセムには幾つかの収益源があると示唆している。同氏が正しければ、アンセム株はホームランになるかもしれない。

By Daren Fonda
(Source: Dow Jones)

5. 恐怖の総和で株式市場が動揺 - The Stock Market Succumbed to the Sum of All Fears

大統領選後の二つのイベントに注目

[米国株式市場]

■ 不透明感が市場を支配



先週の株式市場は何かにおびえ、投資家はそれが何だったのかに疑問を抱いている。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1833.97ドル（6.5%）安の2万6501.60ドル、S&P500指数は5.6%安の3269.96となった。ナスダック総合指数は5.5%安の1万911.59、小型株のラッセル2000指数は6.2%安の1538.48で引けた。

最もひどい悪夢を選んだ場合、3月以降で週間でも月間でも最大となった株価下落に関わる何かである可能性が高い。新型コロナウイルス感染の恐怖か。感染者数は急増を続け、一日の新規感染者数は過去最高を更新している。ルール無視の手に負えない米大統領選に対する懸念か。世論調査では、トランプ大統領とバイデン前副大統領の支持率は史上最も接近している。景気が再び落ち込むことへの心配か。上院はバレット判事の承認後に機能を停止し、景気刺激策の議論は死んでしまったように見える。先週の売られたスピードからすると、恐らく株式市場はハロウィーン恐怖症に陥ったのかもしれない。

もちろん、どれもがサプライズではないが、そのことは大した問題ではない。株式市場は単純に、数週間にわたって横ばいで推移した後、前週まで恐れていなかったことについて突如として恐怖感を抱いたのだろう。そうした変化は、もちろん市場の特権である。

それでもなお、何が株式市場を動揺させたのかは不明だ。新型コロナだとすれば、在宅関連株が再度、ロックダウンで恩恵を受けることが予想されるだろう。フィットネス機器販売や動画配信のペロトン・インタラクティブ<PTON>の自宅用エクササイズバイクは富裕層の間でジムに取って代わったが、先週株価は10%下落した。最初のロックダウン期間中に買いだめの恩恵を受けた加工食品大手キャンベル・スープ<CPB>は、3.9%安で引けた。外出禁止期間中にゲームソフトの需要が

拡大した業界大手アクティビジョン・ブリザード<ATVI>は6.6%下落した。米国債さえも先週は売られ、10年債利回りは0.181%ポイント上昇して0.858%となった。

「不透明感が市場を支配している。疑念から、投資家は市場から離れることでポートフォリオのリスクを減らしている。そのため安全資産である債券も買われなかった」と、証券会社カナコード・ジェニユイティのアナリスト、マーチン・ロバーズ氏は説明する。

■ ファンダメンタルズは改善



不可解なのは、ファンダメンタルズ指標はどれも、まずまず良好であることだ。新規失業保険申請件数は新型コロナ危機下では最低水準に減少し、事後ではあるが第3四半期の米国内総生産（GDP）成長率（速報値、季節調整済み）は前期比年率33.1%となった。金曜日には、賃金上昇によって9月の個人所得が0.9%増加し、個人消費支出は1.4%増加したと発表された。ミシガン大学消費者信頼感指数とシカゴ購買部協会景気指数は共に予想を上回った。「数字は上向きのサプライズ。問題は景気が減速しており、失速していることだ」と、プルデンシャル・ファイナンシャルのチーフ・マーケット・ストラテジストであるクインシー・クロスビー氏は語る。

企業業績でさえも、状況が改善しさらに改善が続くことを示唆している。それは、マイクロソフト<MSFT>やアップル<AAPL>、ツイッター<TWTR>のリターンからは読み取れない。S&P500指数採用企業の60%が決算を発表したが、うち81%の企業で予想を上回っている。証券会社アリー・インベストのチーフ投資ストラテジスト、リンゼー・ベル氏は、利益は前年を12.5%下回るが、決算発表シーズンが始まった頃の予想を9%上回るとみている。業績ガイダンスは、アナリストが2021年の2桁増益見通しを維持するのに十分である。

「今は、今後のもっと激しい日に身構えているが、企業業績の見通しは良好だ。今回の急落後は、企業業績が株式市場を主導できる」と、ベル氏は語る。

■ 非農業部門就業者数とFOMCに注目



では今回の急落は何なのか。大規模な売りは、「機関投資家が退出する売り圧力」であると、投資調査会社サンディアル・キャピタル・リサーチのジェイソン・ゲファート氏は語る。そうした売りは頻繁には起きず、特に株価が200日移動平均線を上回っているときは発生しない。実際に起きた場合は、一般に中期的な株価の見通しは明るい。S&P500指数の実績では、急落後2カ月間のうちの71%で上昇し、リターンは平均2.3%となっている。

運が良ければ、大統領選に誰が勝利したかは水曜日までに判明し、株式市場の懸念が一つ消える。あとは二つのイベントが注目を集めるだろう。大統領選はなくなり、新型コロナは誰が選挙に勝利しよう関係がない。一つは金曜日に発表される非農業部門就業者数である。10月は65万人の増加が見込まれている。

さらに重要なのは、4～5日に予定されている11月の米連邦公開市場委員会（FOMC）だ。米連邦準備制度理事会（FRB）は、FRBが市場を支えるとして投資家を再び安心させる機会を得る、とJPモルガンのストラテジスト、ニコラス・パニガーゾグロー氏は説明する。景気刺激策抜きでも中長期に株式市場の活況を維持できるのは、FRBが供給する流動性のおかげである。同氏は、「来週大統領選の不透明感が消えた後に、今月の調整は9月と同様に株式投資家に格好の買い場をもたらす」と記した。

他に何も起こらなければ、恐怖の材料が一つ消えるのだ。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

6. 株価、選挙、新型コロナワクチンに関する楽天的過ぎる予想 -

[フィーチャー]

Overconfident Predictions for Stocks, the Election, and a Covid-19 Vaccine
UBSの極めて楽観的な株式相場予想と投資先としてのナスダック

■ UBSによる2022年までの株価上昇率予想は楽観的

誰も分からないようなことがあり得ない正確さで予想されているときはうれしい。米国での選挙の結果が、2022年のイタリア国債の利回りがドイツ国債利回りよりどれだけ高いか、つまり0%前後の利回りしかない二つの国債の利回り格差にどのような影響を与えるかという問題なら、小数点以下もいいかげんにせずに教えてほしいと思う。だから、UBSが世界の金融市場の将来について細かく予想しているのを見た時の筆者の喜びを想像してほしい。



Jason Alden/Bloomberg

UBSの考えでは国内総生産（GDP）の成長率が最高になるシナリオは民主党が大統領、上院、下院を制する圧勝だ。その理由の一つは、大型の景気刺激策可決の確率が高いためだ。しかしこの場合、インフレも高進し、10年物米国債の利回りの上昇幅も大きくなる。ちなみに、選挙に関する全てのシナリオで10年債利回りは上昇すると予想されている。債券利回り上昇によって投資家が債券に引き付けられるため、バイデン候補が勝利する一方共和党が上院を支配するシナリオよりも、民主党圧勝の方が株式相場のパフォーマンスは低く予想されている。

UBSの分析が興味深い理由は主に二つある。まず、破滅的シナリオが全くないことだ。UBSによるS&P500指数の2022年までの予想上昇率は、現状（共和党の大統領と上院支配）で17.2%、民主党の圧勝で23.3%、バイデン候補の勝利と共和党の上院支配の継続の場合が26.2%となっている。10年以上続いた上昇相場の後であるため、これらのどれが実現してもうれしいものだ。自分の好きな候補に投票しさえすれば、株式市場は勝手にうまくやるという感じだ。

第二に、UBSは新型コロナウイルス感染症のワクチンやその完成の時期が2022年までの株式市場のリターンに選挙と同じ影響を与えると予想している点だ。つまり、選挙結果の最良シナリオと最悪シナリオの下でのリターンの差は9%ポイントだが、ワクチンでも9%ポイントの差が出るとUBSは予想している。楽観的なシナリオでは、今年末にワクチンが完成し、2021年末には集団免疫を達成できると想定し、悲観的なシナリオは、ワクチンは2021年末までは完成せず、集団免疫の確立にもっと時間がかかるというものだ。

選挙の年には行き先案内など示さないものだが、今年を例外とするなら、製薬大手ファイザー<PFE>とアストラゼネカ<AZN>、バイオ医薬品のモデルナ<MRNA>、ならびにその他新型コロナウイルス感染症のワクチン開発競争に関連した銘柄の看板を筆者は掲げたい。もし、ワクチンに関して楽観的だが、製薬銘柄に投資したくない場合は、UBSが別のアイデアを提供している。同社の計算によると、ワクチンへの期待は既に80%が米国株式市場に織り込み済みだが、米国のバリュー株にはまだ46%しか織り込まれていない（残念ながら小数点以下までは計算されていない）。UBSが正しければ、製薬会社が偉業を達成した場合、バリュー株への投資がかなりの利益を生む可能性がある。

■ ハイテク企業としてのナスダック

今年の値動きが激しい株式市場は取引を執行する企業に恩恵をもたらした。証券取引所を運営するナスダック<NDAQ>は最近、株式取引を含む「市場サービス」の売上高が第3四半期に15%増加し2億5900万ドルになったと発表した。これだけでも株主にとってはもちろん喜ばしいが、もっと重要なことに、情報サービスと呼ばれる部門では売上高が20%増加し、2億3800万ドルになった。この部門は、現在は売上高の約3分の1を占め、ほどなくナスダック最大の部門になる可能性がある。情報サービスは、プロのトレーダーや犯罪を取り締まる当局にデータや分析結果を販売するほか、ファンド会社に対する指数のライセンスングで収益を得ている。他に、ナスダック市場に上場する会社から手数料を得る部門や、世界中に株式取引関連システムを販売する部門がある。

ナスダック初のデータ事業を20年間担当した後2017年から最高経営責任者（CEO）を務めるアディナ・フリードマン氏は、「われわれは本当は資本市場に奉仕するグローバルなハイテク企業だ」と述べている。ナスダックをテクノロジーの会社として見た方が良いとのフリードマン氏の発言の理由の一つとして、現在ハイテク企業のバリュエーションが高いこともある。ナスダックが今年の株式市場のブームに乗っていただけなら、来年の株価低迷を心配しなければならないが、実は売上高の約3分の2はトレーディング関連以外のものだ。ナスダックの予想PER（株価収益率）は過去8年間で2倍に上昇して20倍となっている。

課題もある。1980年代から1990年代のハイテクブームによってナスダックやその他のハイテク企業が有名になったが、インターネットの発達により、新規の株式取引所の参入障壁も低くなった。今後競争のために取引手数料などが値下がりする可能性があるが、このためますますナスダックがデータやテクノロジーに力を入れることになる。フリードマン氏は、同社の最新の製品の一つは人工知能（AI）を使用してマネーロンダリングの兆候を探すものと述べている。

フリードマン氏に、アルゴリズム取引が市場の動きにどの程度影響を与えるかと質問してみた。同氏は、アルゴリズム取引は物事を加速させる作用があるが、人間のセンチメントの方が良きにつけ悪しきにつけ最大の要因だと同氏は答えた。データを買う人は、一般の個人投資家の株取引に関する情報を一体どうするのかという質問に対しては、今後のトレーディングの際に自分たちのポジションを改善するために使用し、一般の個人投資家が不利になることはない、と同氏は答えた。

投資アプリのロビンフッドのユーザーがハイテク銘柄の異常なバリュエーションの原因かとの問いに対して、同氏は違うと答え、債券利回りの低さが株価に有利に働いたと説明した。ハイテク銘柄が突出した理由は二つであり、高成長率の銘柄が限られていることと、新型コロナウイルス感染症に関わる脆弱（ぜいじゃく）性に基づいて銘柄が二極化してしまったせいだと述べた。

市場予想によると、ナスダックの1株当たり利益（EPS）は今年21%増と急増し、来年は微増、2022年は7%増となっている。過去20四半期中19四半期で予想を超える決算を発表してきた。過去10年間の年率リターンは21%と、S&P500指数を8%ポイント上回る。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

7. 記録的なGDPでもコロナ禍からの回復はますます困難に - Despite Record GDP, the Covid Recovery Faces Growing Pains

今後数四半期の成長が鍵

[米国経済]

■ 7-9月期の経済成長率

The Return to Normalcy

The U.S. economy would have to grow about 4.5% annually starting in Q4 to get back on track by the end of 2022.

Real GDP per American, 2017 Q1 = 100



Source: Bureau of Economic Analysis; Barron's calculations

四半期としては過去最高の経済成長率を記録したことを受け、米国経済は新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）以前の水準まで、ほぼ半分を回復したことになる。残り半分の失われた生産を取り戻すことは容易ではない。積極的な手だてが今取られないと、全く戻らなくなってしまうかもしれない。

2020年第3四半期（7-9月期）の米国国内総生産（GDP）成長率は前期比で7.4%だった。年率に換算すると、33%をわずかに超える成長率となる。成長率は素晴らしいが、GDP自体は昨年末の水準をおおむね3.5%下回っている。

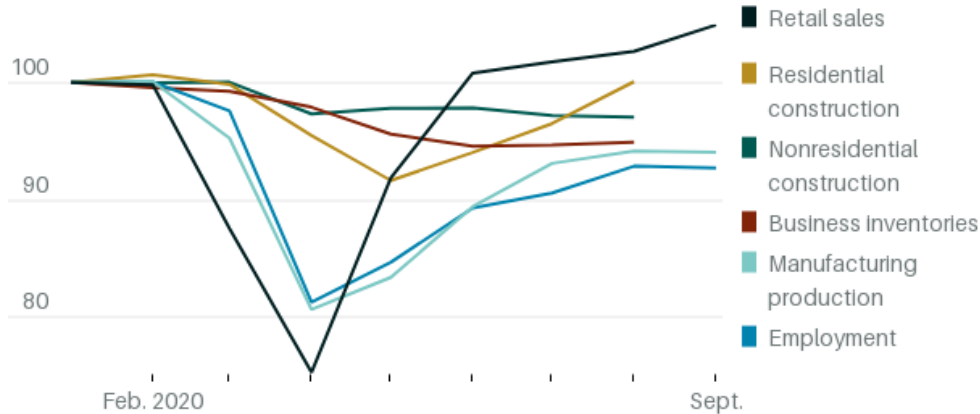
現時点での大きな疑問は、回復のペースが既に減速している中、今後数四半期で何が起こるかということであろう。良くて、経済は巡航成長率に数年にわたって戻らないであろう。最悪の場合には、経済の現状とウイルスが存在しなかった場合の水準とのギャップは埋まらないのかもしれない。

■ 世界金融危機との対比

Recovery Variations

By some measures, the U.S. economy has fully bounced back from the virus. Others suggest the recovery has stalled out. GDP is an average of these.

January 2020 = 100



Source: Census Bureau; Bureau of Labor Statistics; Federal Reserve Board; Barron's calculations

ちなみに、世界金融危機（いわゆるリーマンショック）に目を向けてみると、2007年第4四半期のピークから2009年第2四半期の底まで、米国のGDPは4%下落した。GDPのマイナス成長による当初の影響がその後の回復の弱さによって増幅された形となった。米国の消費支出は底打ちしてから5年間で、平均して年率1%に満たない伸びとなった。1998年以前の長期トレンドに対して、2013年には累計12%程度下振れする結果となった。その低成長が続く中で、コロナ禍が発生した。

パンデミック発生以来、米国民の多くは生活水準に厳しい痛みを伴うことは避けて来た。国民1人当たりGDPは、経済が2017年から2019年のトレンドで成長していた場合に比べ、第3四半期は5%程少ないことになり、第2四半期は約11.5%下回っていた。トレンドとのギャップは、米経済が年率4.5%で成長すれば、2022年末には完全に解消することになる。

しかし、足元から見る限り、ギャップ解消は起こりそうにない。実際のところ、GDPデータを詳しく見ると、当初回復のモメンタムはほとんど失われたことが示唆される。個人消費と住宅建設を例外として、8、9月の成長はそれ以前に比べ、大幅に減速している。

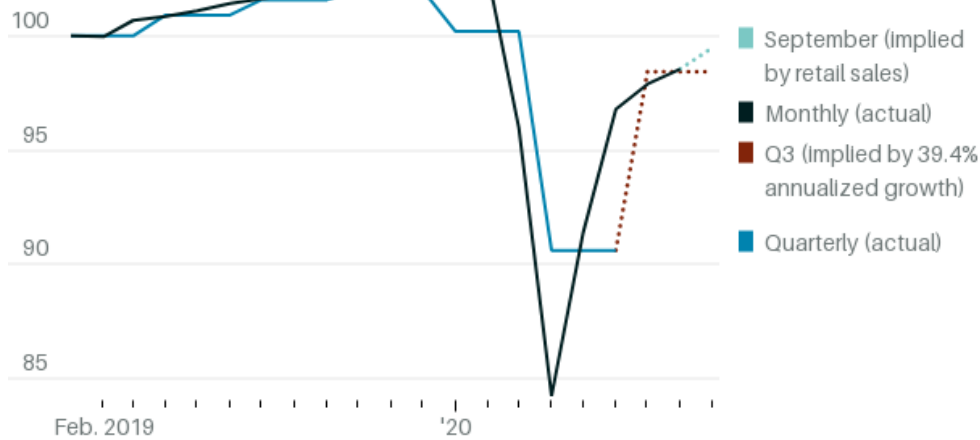
どうして、そういうことになるのであろう？平均を取ることの気まぐれ（予測不可能性）を責めることはできるだろう。四半期GDPは、個人消費や雇用、工業生産、事業在庫、住宅着工といった月次データの平均値となっている。一方、昨今、月次データの平均は、極めて誤解を招きやすい。

こういった月次データはそれぞれわずかに異なるが、大勢は、パンデミック以前となる2月のピークから4月のボトムまで20%急落し、5月と6月に急回復している。言い換えれば、最下点ならびに最下点からの回復のほとんどが第2四半期（4-6月期）に生じていることになる。経済は夏場にも成長を続けていたものの、第3四半期に計上された増加のほとんどは、第2四半期に発生した事象を反映したものである。

■ 景気低迷長期化への懸念

The GDP Growth Illusion

Most of the gains that will be reported occurred in May and June.



Note: Real personal consumption spending
Source: BEA; Barron's calculations

景気回復の低迷は、前回の重大な景気低迷と同様に、米経済に永久に消えない痕跡を残すのではないかと懸念される。結局のところ、5、6月の回復は、政府による一連の所得補償ならびに新規感染の著しい減少に裏打ちされたものであった。一方、連邦政府による資金はおおむね還流を終了しており、コロナ感染者数ならびに入院者数は、冬の気配を待たずに増加している。米経済は縮小には転じていないが、今年前半のような回復の勢いはほとんど失われている（明るい兆しは、事業形成率が高いことからみて、長期的な起業の低迷は、今回は当てはまらないとみられることだ）。

経済のどのセグメントが景気下降をもたらし、どのセグメントが回復をけん引したかに注目したい。通常とは異なり、下落が最も大きかったものは、ヘルスケアを例外として、最も早いスピードで反発したものとは一致しない。代わりに財への家計支出、企業の設備投資ならびに住宅建設は、これら以外の経済の残りのセグメントが低迷する中、急伸した。パンデミック以前にヘルスケアと共に米国経済の42%を占めていた部門が、第3四半期の成長の73%を占める結果となった。

米国民が追加でキャンピングカーやノートパソコン、エアロバイクを購入する需要には限界がある。というのは特にパンデミック下で積み上げられた貯蓄は底を突いているとみられるからだ。理論的には、サービス消費が回復すれば、耐久消費財購入が正常化していくことを相殺して遅らせる可能性がある。しかしながら、サービス消費の回復にはコロナ封じ込めに進展があることが必要となろうが、見込みは薄い。

米国でさらなる景気刺激策の成立やコロナ撃退に時間がかかればかかるだけ、従来型の景気後退に陥るリスクが高まろう。このリスクは、経済予測にも影響を与えている。超党派の連邦議会事務局は、米国経済が、パンデミック前に予想していた数字と比較して2025年末までに3%縮小すると予想している。このギャップは2030年ごろまでには縮小すると予測されているが、消滅するとは予想されていない。

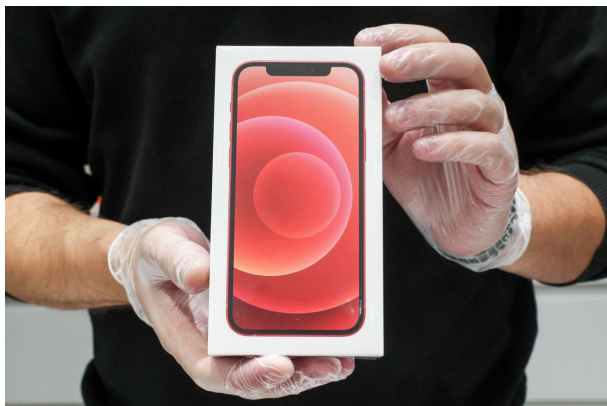
By Matthew C. Klein
(Source: Dow Jones)

8. まだら模様となったハイテク企業の決算発表 - The Good, Bad, and Just Plain Odd From Tech's Earnings

勝者はアップル、アマゾン、アルファベット、敗者はツイッター

[ハイテク]

■ アップルの業績悪化懸念は行き過ぎ



Alexander Shcherbak/TASS/Getty Images

10月29日、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>、ツイッター<TWTR>が相次いで発表した四半期決算を受けて、ウォール街のアナリスト、投資家、ハイテク株コラムニストはいら立っていた。何が問題だったのか。

アップルの時価総額は依然として世界最大とはいえ、株価は最高値から20%下落している。投資家は新型iPhone（アイフォン）12をしきりに話題にしているが、出荷が始まったばかりで、7-9月期の業績には反映されなかった。最高経営責任者（CEO）のティム・クック氏は同四半期

のiPhoneの売上高は会社予想を上回ったと述べたが、市場予想をやや下回った。市場が懸念したのは「大中華圏」の売上高が前年同期比29%減となったことだ。明らかな問題は、中国が5Gで米国に先行しており、他のスマートフォンメーカーは既に5G対応モデルを市場に投入していることだ。

アップルは正式な業績ガイダンスを発表しなかったが、幾つかの確かなヒントは示した。iPhoneの売上高については、新型iPhoneの発売が遅れたにもかかわらず前年同期比での増収、iPhone以外のすべてのハードウェア製品とサービスについては2桁台の増収を見込んでいる。しかも同社は中国市場の売上高が成長軌道へ回帰すると予想している。

一方、Mac（マック）、iPad（アイパッド）、ウェアラブル機器の7-9月期の売上高は同30%増の240億ドルとなった。10-12月期のiPhone以外のハードウェア製品の売上高は1,000億ドルを超え、サービス収入は600億ドルに近づくと同社は予想している。しかも7-9月期には180億ドルの自社株買いが実施された。懸念は無用。アップルは大丈夫だ。

■ アマゾン小売部門は好調維持

米国の今年のホリデーシーズンにおけるオンラインショッピングの売上高は、オンライン小売業者上位100社のうち80社から収集したデータに基づくアドビシステムズの調査レポートによると、前年比で33%増加して1890億ドルになる見込みだ。

いずれにしてもアマゾンの小売部門は好調で、7-9月期の北米での売上高は前年同期比39%増となった。だが、10-12月期の利益率ガイダンスは市場予想を下回った。原因は新型コロナウイルス関連費用で、前四半期の25億ドルから40億ドルに増加すると同社は予想している。しかもアマゾンは先週、ホリデーシーズンのために10万人の労働者を一時的に雇用すると約束した。つまり、同社はオンラインショッピングでの購入の加速による最大の受益者だ。

アマゾンのオンライン広告プラットフォームも電子商取引の急増の恩恵を受けている。7-9月期の「その他の売上高」（主に広告収入）は前年同期から50%増加して54億ドルとなった。

■ フェイスブック、広告ボイコット響く

ちなみに電子商取引大手イーベイ<EBAY>の広告収入は同じ期間に77%増加した。写真・動画共有アプリのスナップ<SNAP>とピンタレスト<PIN>の直近四半期の業績は広告収入にけん引されて予想を上回り、株価は大幅に上昇した。

そのため、アルファベットとフェイスブックの売上高が予想を上回ったことは驚くべきことではない。フェイスブックの業績は、同社がヘイトスピーチを容認しているとして多くの広告主が同社への広告掲載をボイコットしたことによる打撃を受けた。アルファベットの年初来の株価上昇率は20%未満と他の大手ハイテク銘柄に後れを取っているが、29日に発表された決算は好調で、YouTube（ユーチューブ）単独の広告売上高が前年同期比32%増の50億ドルに達した。

■ SAPのクラウド移行に懸念

マイクロソフト<MSFT>によると、7-9月期の商用クラウド事業は31%の増収となり、パブリッククラウドサービスのAzure（アジュール）は48%の増収となった。アマゾン・ウェブ・サービス（AWS）は29%の増収、Google Cloud（グーグルクラウド）は45%の増収だった。

一方、ドイツのエンタープライズソフトウェア大手SAP<SAP>は先週、売上高予想を大幅に引き下げ、クラウドへの移行を加速させると宣言した。これを受けてSAPの時価総額の4分の1以上が失われた。SAPには純粋なパブリッククラウド事業がない。クラウドに移行するSAPに投資するよりも、マイクロソフト、アマゾン、アルファベットのバスケットを保有する方が安全かもしれない。

10月29日に決算を発表したハイテク5社の中の敗者はツイッターである。7-9月期の1日当たり平均ユーザー数（DAU）は100万人増加したものの、市場予想を大きく下回った。フェイスブックのDAUは世界の全人口の約3分の1に相当する25億人だ。SNSは保守系の政治コンテンツを検閲していると考えている共和党のテッド・クルーズ上院議員から、ツイッターのドーシーCEOは左派の手下になっていると厳しい非難を浴びているところだ。ツイッターの評価額がフェイスブックの5%にすぎないのには理由がある。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

9.

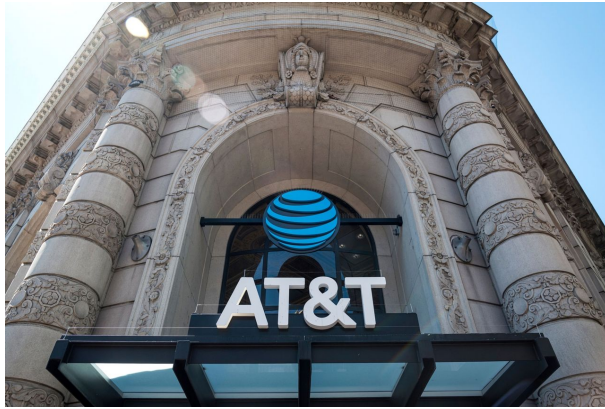
AT&Tの配当利回りは高いが安全 - Forget AT&T's Lofty 7.8% Yield. Its

[通信サービス]

Dividend Looks Safe.

エクソンモービルの場合との比較

■ 36年連続で増配達成



David Paul Morris/Bloomberg

昨年末、情報通信・メディアコングロマリットであるAT&T<T>が四半期配当を1セント（2%）増やし、1株当たり52セントにすると発表した。これで同社は36年連続で増配を達成したことになり、過去25年以上連続して増配している企業（現在は64銘柄）からなるS&P500配当貴族指数の構成銘柄の地位もしっかり維持した。

AT&Tの増配が37年続くことになるかどうかは議論の余地がある。同社は現在、新型コロナウイルスの世界的大流行（パンデミック）による売り上げ減少に見舞われており、引き続き高水準の負債を抱えている。

このような状況の下で、同社の株価は急落し、配当利回りを7.8%の高水準まで押し上げることとなった。今年になり株価は約10%戻しているものの、このような高利回りは今後も配当が維持可能かどうかについての投資家の懸念を反映しているとみられることもできる。

■ 財務に「強固さと柔軟性」

同じような懸念は、悪材料の中でもとりわけ原油安が響いて配当利回りがほぼ10%まで上昇した石油大手エクソンモービル<XOM>の投資家にもみられる。

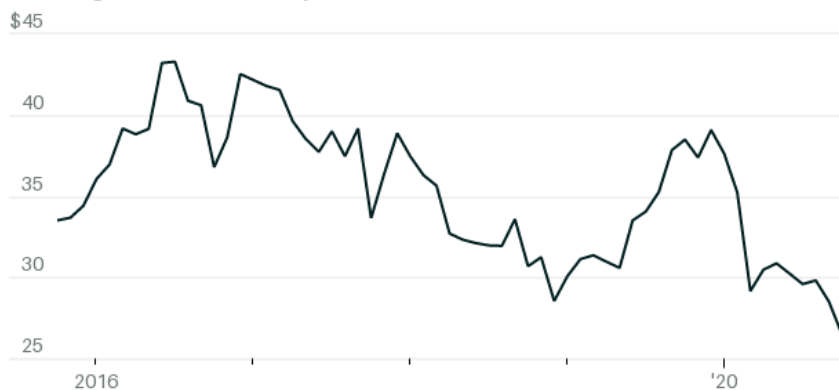
しかしながら、エクソンモービルが直面している状況と異なり、AT&Tの配当の健全性については、明るい兆候がある。先週、AT&Tは第3四半期業績が堅調であったと発表した。その中で同社は通期フリーキャッシュフロー見通しを少なくとも260億ドルの水

準まで引き上げた。これに基づくと、フリーキャッシュフローのうち配当支払いに充当される額の比率でみた配当性向は50%台後半となる。従来の見通しは60%台であった。フリーキャッシュフローが縛られず、財務上のゆとりが確保できるので、ある意味では配当性向は低いほうが好ましい。反対に、エクソンモービルの場合は配当支払いがフリーキャッシュフローを上回っているため、配当原資を確保するために資産売却など他の手段を用いることを迫られる。

Yield of Dreams?

AT&T's yield has climbed as the share price has fallen, leaving some wondering whether the dividend is sustainable.

Closing month-end share price



Source: FactSet

この点に関して、AT&Tは本誌に対し、同社は配当を維持するための「財務面の強固さと柔軟性」を有しているとした上で、「配当はわれわれの優先事項の一つであり、それを維持するために全力で取り組んでいる」と述べている。AT&Tは配当重視の投資ポートフォリオにおいて人気のある銘柄という状況で、このコメントはインカム狙いの投資家にとって歓迎すべきニュースである。S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスによれば、昨年のAT&Tの配当支払い額は150億ドルで、S&P500指数構成銘柄の中ではソフトウェア大手のマイクロソフト<MSFT>に次いで第2位となっている。

■ 注意すべき点

しかし、モルガン・スタンレーの北米通信サービス・通信インフラ調査部門のヘッドであるサイモン・フラナリー氏は、AT&Tが配当を維持できるかとの質問に対し、「多くは今後のビジネス展開次第である。新型コロナウイルスの大流行が二つの分野で多大な影響を与えている」と答える。一つは、AT&Tの傘下にあるメディア企業のワーナーメディアが、パンデミックによる映画館の閉鎖と広告の減少傾向などの影響を被っており、「もう一つは、業務出張が減ったことで、ワイヤレス事業でローミングの売り上げが減少していることだ」と指摘する。

加えて、フラナリー氏が注意すべきと言うのは、AT&Tは第3四半期にワイヤレス加入者の増加が堅調であったが、iPhone（アイフォーン）12が導入されたことでスマートフォン販売の競争が激化する可能性がある、という点である。同氏は、AT&Tの第3四半期業績発表に関するメモで、「現在のビジネス環境を踏まえると、配当据え置きも理にかなっている」と述べている。

■ 増配の維持は可能か

その一方で、フラナリー氏は、最近の本誌とのインタビューで、AT&Tは債務の一部について返済期限を延長したほか、資本増強のために資産売却も行っている、と指摘している。ちなみに、9月30日現在のバランスシートでは、同社は約100億ドルの現金を有しており、純負債は2018年から300億ドル以上減少し約1490億ドルとなっている。

フラナリー氏は、「利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）の増加と借入金の減少が同時に実現できれば、配当性向を50%台、さらには60%台に維持することは可能だろう」と述べている。

もしこれが実現できれば、AT&TはS&P500配当貴族指数の会員資格を今後も維持することができるだろう。

By Lawrence C. Strauss
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - How to Raise Oil and Stock Prices: Mergers 原油価格と石油銘柄を引き上げる方法：経営統合

[経済関連スケジュール]

■ 1990年代後半を思い起こさせるエネルギー業界



石油業界は、1990年代後半と同じような状態にある。ゴールドマン・サックス<GS>のアナリスト、マイケル・デラ・ビーニャ氏は、それを良いことだと語る。90年代に原油価格は上下を繰り返し、1998年には1バレル=10ドルまで下落した。一方で石油銘柄の株価は、主に経営統合により比較的好調だった。1999年にはエクソンとモービルが合併してエクソンモービル<XOM>となり、株価は10%上昇した。

石油・ガス銘柄は、米国のエネルギーの復興をけん引しているにもかかわらず、ここ10年ほどは市場を下回るパフォーマンスとなっている。国内産出量は2010年と比べて倍以上となっている。デラ・ビーニャ氏は、立ち直るためにはこれを反転させる必要があると主張する。労働統計局によると、同業界の人員は1990年代に4分の1近く削減された。ここ数週間、北米で石油・ガス関連の買収が4件発表されているが、そのほとんどがシェール関連企業を含むものだ。カナダのセノバス・エナジー<CVE>による同じくカナダのハスキー・エナジー<HSE>、パイオニア・ナチュラル・リソースズ<PXD>によるパースリー・エナジー<PE>、デボン・エナジー<DVN>によるWPXエナジー<WPX>、コノコフィリップス<COP>によるコンチョ・リソースズ<CXO>の買収だ。買収により、人員削減も行われるだろう。

同氏は統合が進むにつれ、より良い投資判断を行う必要が出てくるとも述べ、こう加えている。
「石油・ガス業界では、長期サイクルでの開発という観点からここ数年変革が起きており、過去20年間で最も統合が進んだ市場構造となっている」

投資家や貸し手は、エネルギー関連プロジェクトへの資金提供に慎重になっている。だが、デラ・ビーニャ氏は、プロジェクトの数が厳選されるほど、今後の経済効率は良くなると記す。1バレル当たりの設備投資額は、2016年に300ドルでピークを迎え、現在は150ドルを下回る。生産が鈍化

すれば、価格は上昇するだろう。ゴールドマンの原油価格の目標値は、ウォール街の中で最も高い。現在が平均40ドルなのに対し、来年の予想は59ドルだ。

■ 今週の予定

Merger Medicine

Energy shares sank with oil prices, and have failed to recover.

Energy Select Sector SPDR Exchange-Traded Fund, 10/19 to 10/20



11月2日（月）

- ・ 大手家庭用品メーカーのクロックス<CLX>、化粧品大手エスティローダー<EL>、ヘルスケア製品供給会社ヘンリー・シャイン<HSIC>、産業機器メーカーのインガーソル・ランド<IR>、大手エネルギー会社マラソン・ペトロリアム<MPC>、飲食品メーカーのモンデリーズ・インターナショナル<MDLZ>、オンライン決済サービス会社ペイパル・ホールディングス<PYPL>、無線通信インフラ企業SBAコミュニケーションズ<SBAC>、不動産投資信託（REIT）のボルネード・リアルティ・トラスト<VNO>が四半期決算発表。
- ・ サプライ管理協会（ISM）が10月の製造業購買担当者景況指数（PMI）発表。コンセンサス予想は56と、9月をわずかに上回る。
- ・ 9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1兆4300億ドルで、前月から1%増。

11月3日（火）

- ・ 大統領選投票日。最新の世論調査によると、大統領選ではジョー・バイデン前副大統領が優勢、下院選は民主党が優勢、上院選は接戦となっている。
- ・ 自動車部品メーカーのイトン<ETN>、電機メーカーのエマーソン・エレクトリック<EMR>、高級スポーツカー・メーカーのフェラーリ<RACE>、ITサービス関連企業ガートナー<IT>、医療保険大手ヒューマナ<HUM>、医薬品卸売業者のマッケソン・コーポレーション<MCK>、食品流通大手シスコ<SYN>が四半期決算発表。

11月4日（水）

- ・ 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>、ホテルチェーン大手ヒルトン・ワールドワイド・ホールディングス<HLT>、保険・金融サービスのメットライフ<MET>、石油・ガス開発企業のパイオニア・ナチュラル・リソース<PXD>、REIT会社パブリック・スト

レージ<PSA>、半導体大手のクアルコム<QCOM>が業績発表。

・ 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10月の民間雇用者数を発表。コンセンサス予想は前月比87万5000人増（9月は74万9000人増）。

・ ISMが10月の非製造業購買担当者景況指数（PMI）発表。コンセンサス予想は57.8と、9月とほぼ同水準。

11月5日（木）

・ 中国電子商取引大手のアリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）<BABA>、医薬品卸売会社アメリソースバーゲン<ABC>、製薬大手のアストラゼネカ<AZN>、カナダの金鉱大手バリック・ゴールド<GOLD>、医療機器大手ベクトン・ディッキンソン<BDX>、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>、製薬大手ブリストル・マイヤーズ・スクイブ<BMY>、医薬品流通会社カーディナル・ヘルス<CAH>、大手電力会社ドミニオン・エナジー<D>、電力大手デューク・エナジー<DUK>、ゲーム大手エレクトロニック・アーツ<EA>、自動車大手ゼネラル・モーターズ<GM>、産業ガスメーカーのリンデ<LIN>、バーチャル・フィットネス・サービスを展開するペロトン・インタラクティブ<PTON>、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>、通信大手TモバイルUS<TMUS>、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>、ライドシェアサービスのウーバー・テクノロジーズ<UBER>、建設資材メーカーのバルカン・マテリアルズ<VMC>、動物用医薬品メーカーのゾエティス<ZTS>が四半期決算発表。

・ 米連邦準備制度理事会（FRB）が連邦公開市場委員会（FOMC）で金融政策決定を発表。FRBは政策金利を2023年まではゼロ付近に据え置くと予想されている。

・ 米労働統計局が、2020年第3四半期の非農業部門単位労働コストおよび労働生産性指数を発表。非農業部門の単位労働コストは季節調整済み年率換算9.8%低下（第2四半期は9%上昇）、労働生産性は3%上昇（第2四半期は10.1%上昇）と予想。

11月6日（金）

・ 保険大手アメリカン・インターナショナル・グループ<AIG>、ドラッグストアチェーン大手CVSヘルス<CVS>、石油および天然ガスの開発・探査を行うEOGリソーシズ<EOG>、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>、トヨタ自動車<7203>、メディア大手バイアコムCBS<VIAC>が決算カンファレンスコールを開催。

・ 10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65万人増と、9月とほぼ同じ増加数。失業率は7.7%となる見込み（9月は7.9%）。

By Avi Salzman
(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』 2020/11/01

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