

みなさま、

4月末のポジション報告をお送りします。

2020年3月末と、2020年4月末のポジションは以下の通りです。

2020年3月末時点

	購入価格	購入比率	時価	対購入価格	保有比率	今月の売買
1401 アウトソーシング					0.0%	全部売却
3038 神戸物産	1,116	3.2%	4,230	279%	11.6%	一部売却
3276 日本管理センター	886	1.9%	1,025	16%	2.1%	新規購入
4659 エイジス	3,242	12.2%	1,963	-39%	7.0%	一部売却
6064 アクトコール	1,126	2.3%	929	-17%	1.8%	新規購入
6086 シンメンテ	723	10.6%	681	-6%	9.5%	一部売却
9058 トランコム	6,023	12.0%	6,690	11%	12.8%	一部売却
外国株式（複数銘柄）		1.5%			1.4%	
株式合計		43.6%			46.2%	
現預金		56.4%			53.8%	
日経平均先物売ヘッジ				ヘッジ比率	-8.3%	

2020年4月末時点

	購入価格	購入比率	時価	対購入価格	保有比率	今月の売買
3038 神戸物産	1,116	1.5%	5,180	364%	6.5%	一部売却
3276 日本管理センター	971	4.3%	1,025	6%	4.2%	追加購入
4659 エイジス	3,242	11.6%	2,484	-23%	8.1%	
6064 アクトコール	1,126	2.2%	1,221	8%	2.2%	
6086 シンメンテ	723	8.1%	1,005	39%	10.4%	一部売却
9058 トランコム	6,023	10.3%	7,140	19%	11.1%	
タンカー（複数銘柄）		10.0%		-5%	8.6%	新規購入
GAN	1.50	2.2%	2.42	62%	3.3%	新規購入
外国株式（複数銘柄）		5.7%		-3%	5.1%	売買あり
株式合計		55.9%			59.5%	
金		7.0%			6.6%	追加購入
現金		37.1%			33.9%	

新型コロナウイルスの影響が実体経済に及び始めました。アメリカの失業申請者数が累計 3000 万人を超えたそうです。数字が大きすぎて感覚が麻痺しそうになりますが、コロナ前の就業者数が 1 億 6000 万人でしたから、失業率が 20% を超えることは時間の問題でしょう。株式市場は実体経済に先行するため、2 月から 3 月中旬にかけて暴落した後、「各国中央銀行のなりふり構わず資産価格を維持します」宣言を好感してか、主要国での感染者数のピークアウトを好感してか、コロナ対策は既に終わったかのような反発を見せています。私は相変わらず多くの現金を保有していることから分かるように、まだまだ先行き不透明だと感じています。

最近、日本やアメリカで 1~3 月期決算が発表されています。コロナ対策の影響が出ているのは 3 月後半からですから、企業の 4~6 月期見通しが大切です。私が考えるポイントは 3 つあります。(1) 業績のボトム水準。欧米における足元 (4 月) の数字は、厳しいロックダウン下での業績です。この業績を底と見るのか、さらに経済全体が冷え込み悪化する可能性があるのか？ (2) 業績下押し期間。業績はどの程度の期間悪いのか？ V 字回復、U 字回復、L 字回復？ (3) 緊急事態解除後の業績水準。いずれ緊急事態宣言も解除される日が来ます。さあ、自由に行動してください、と言われた人々は、以前と同じ購買行動に戻るのか？ 自粛が終わりとなった途端に、また何事もなかったかのように外食するのか？ 飛行機に乗

って旅行するのか？

企業のバランスシートが健全で、短期的な資金繰り懸念がなく (1) と (2) の谷を渡り切れるという前提で、企業価値に一番影響を与えるのは、(3) だと思います。企業価値は、今日から企業がなくなる日までの間、その企業が生み出す余剰キャッシュの現在価値の総和です。対象企業が今後 20 年続くと仮定すると、今後 1 年の利益がゼロに落ち込んだとしても、それは 1/20、企業価値に対して 5% の影響しかありません。しかし、消費者の行動パターンが変わってしまい、今後 20 年に渡って利益が 20% 減るようなことがあると、 $1/20 \times 20\% \times 20 = 20\%$ の影響があります。このように、長期間持続する変化を捉えることが、企業価値に基づいた投資 (バリュート投資) のポイントだと思います。(3) について考えてはみるのですが、正直、まだ良く分かりません。アマゾン創業者のジェフ・ベゾスが、「今後どう変わるかと質問する人が多いが、より大切なのは変わらないもの」と述べているように、流行り廃りに依拠して長期的な事業構築はできません。アマゾンは、①幅広い商品から選びたい、②できるだけ安く買いたい、③できるだけ早く届けて欲しい、と時代を超えて変わることのない消費者欲求に最大限応えるべく事業構築しているため、価値提供を信じて思い切った投資ができるのでしょう。

バリュート投資の神様と言えば、ウォーレン・バフェットです。彼が率いるバークシャー・ハサウェイ社の年次総会が 5 月 2 日 (土) に行われます。今年はネット中継のみでの開催ですから、是非アクセスしてみてください (<https://www.berkshirehathaway.com/sharehold.html>)。投資の神様が、現状・先行きをどう認識しているのか、固唾を飲んで待っています。リーマンショック後には、「買い場だ！」と高らかに宣言し、大型買収に動いたバフェットですが、今回はいまだ沈黙を保ったままです。2019 年末には 13 兆円を超える現預金を保有しており、投資余力は十分すぎるほどですが、1~3 月でどれほど投資したのか、どのような企業に投資したのか、注目しています。年次総会に先立ち、バフェットの相棒であるチャーリー・マンガーが、4 月 17 日のインタビューで、「今後の見通しが分かると言っている人は、嘘つき。これほど不確実な状況に直面したことはなく、十分な流動性を確保して生き延びることが最優先」と冷静な意見を述べています。誰かの意見を参考にするのであれば、どんな専門家よりも、バフェットとマンガーをお勧めします。

タンカーを保有する企業複数社に投資しました。外出自粛で飛行機や自動車に乗らなくなり、原油消費量が減る > 原油輸送量も減る > タンカー運賃下落、と思うところですが、実は原油消費量の減少ほど原油生産量が落ちていないため、世界中で原油が余って困っています。原油先物価格は、2020 年 6 月受渡 (<https://www.cmegroup.com/trading/energy/crude-oil/light-sweet-crude.html>) が 1 バレル 19 ドルに対して、1 年後は 31 ドルになっています。もし現在原油の保管場所を持っていれば、1 バレル 19 ドルで買って来て、1 年後に 31 ドルで売る約束をして、1 年間寝ているだけで 12 ドル稼げます。大型タンカー (VLCC) には 200 万バレル積むことができるため、1 年間で $\$12 \times 200 \text{ 万} = 2400 \text{ 万ドル}$ (約 25 億円) 稼げます。大型タンカーを建造するには 2 年かかるため、既存の船を借りてくることになります。仮に年間 20 億円で借りたとします。タンカー価格を一隻 60 億円として、自己資金 30 億円 + 借入 30 億円で購入したとすると、1 年で投資金額の 2/3 を回収して、さらにタンカーが手元に残ります。タンカー各社はコロナ対策による原油需要の急減により、空前のブームに沸いています。いつまで続くのという話で

すが、現在のタンカー各社の市場評価は低く、ほぼ確定している1~6月の利益+保有タンカー価値が時価総額を上回っている状況だと思って投資しました。下値は限定的で、上値はコロナ対策が続く限りは青天井という面白い状況に見えます。

GANというイギリスの企業は、オンライン賭博システムを提供しています。最大市場であるアメリカでは、2018年からオンライン賭博の解禁が進んできました。コロナ対策によって、物理的なカジノが休業状態になり、カジノ各社は一気にオンラインにシフトしており、GANには追い風です。また、州政府にとってもカジノからの税収落ち込みは死活問題です。オンライン賭博に否定的だった州も、背に腹は代えられず、一気に許認可が下りる様相です。岩盤規制が一気に突破されていく様子は、日本のオンライン診療と共通点を感じます。良好な見通しなのに、なぜ2%しか投資していないのか？私が尊敬する投資家の中には、倫理面から賭博、飲酒、タバコに投資しないという方がいます。稼ぐことも大事だが、稼ぎ方はもっと大事だという姿勢です。正直、私は、まだ態度を決めかねています。伸びる理由は分かるけど、応援できるのか、より良い社会になるのか、などと偉そうに考えているうちに、株価はあつという間に上昇してしまいました。株価が上がってみると、もっと買っておけば良かった！と悔しさが残るので、まだまだ倫理面が育っていないようです。

コロナ対策の影響は不透明です。コロナ対策の長期化から恩恵を受ける企業(神戸物産、タンカー、GAN)、コロナ対策の早期終了から恩恵を受ける企業(シンメンテ、トランコム)、現金と分散させています。これ以上の自粛やロックダウンは、経済ダメージの方が大きいと感じます。仮に厳しいロックダウンで新規感染者がゼロになっても、また人の移動が始まれば、感染は出てきます。そのたびにロックダウンすることが現実的には思えません。ここまで広がってしまった以上、感染者ゼロなんて非現実的な目標は止めて、どうコロナと共生していくかを考えた方がよいと思います。コロナ後はなく、コロナとともに。そもそも、短期的に人間に害があると思われるものは、全て排除しようという発想が疑問です。人間は神ではないので、今は分からないだけで長期的に有益なことも多々あると思います。このテーマで、感染症学者、山本太郎さんの『感染症と文明 共生への道』という本がおすすめです。

長友

2020年5月1日@トロント