

2021年2月3日

通信事業者の熾烈な 5G 争奪戦

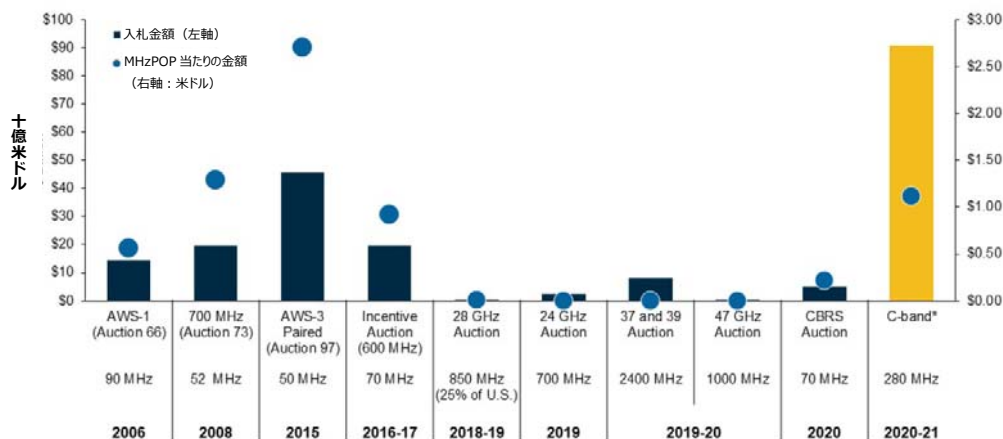
シェリル・アカウィー, CFA, 米国投資適格社債リサーチ責任者

移動体通信業界における熾烈な競争は今に始まったことではないが、2020 年後半にアップル社が 5G 対応の iPhone 最新モデルを発売開始したことで、販促活動は激しさを増している。携帯電話端末の買い替えサイクルが約 3 年に伸びていることから、主要な移動体通信事業者は 5G 市場のシェア争奪戦を繰り広げている。通信事業者は、まず既存の周波数帯を利用して 5G サービスを開始しており、更にコネクテッドカー、体感型エンターテインメント、ロボット工学など大容量データの利用増加や今後の 5G 普及を踏まえ、引き続き帯域獲得に積極的に動いている。

そうは言っても、非金融事業者としては世界で最も多額の債務を抱えている通信事業者にとって、追加的な周波数帯に対する旺盛な需要が、莫大なコスト増につながる可能性がある。¹ 最近実施された主要なミッドバンド周波数帯のオークションで帯域を獲得した通信事業者は、これによって信用格付の見直しにも影響が及んだ可能性がある。更に、ベライゾン、AT&T、T-モバイル、コムキャストとチャーター・コミュニケーションズ、² コックス・コミュニケーションズ、ディッシュ・ネットワークなどの企業には、周波数帯を獲得するために要した莫大なコストを回収できるのか、あるいは、このコストは競争の激しい業界でビジネスを行う中で新たに発生した非常に高額な経費にすぎないのか、という大きな疑問が生じている。

最近の C バンド周波数帯のオークション実施前には、多くのアナリストは総額 200~400 億米ドルの落札額を予想しており、それまでの最高落札額である 500 億米ドル近傍を予想するアナリストは 1~2 名に過ぎなかった。97 ラウンドの入札を経て同オークションの幕開けとなるクロックフェーズ（周波数免許に対する入札）が 1 月 15 日に締め切られた時点で、入札総額は 809 億米ドルと歴史上最も高額な周波数のオークションとなり、これは平均的な予想の 2 倍以上の入札額となった（図 1）。それだけでなく、同オークションのアサインメントフェーズ（周波数の割り当て）が 2 月 8 日に開始されるが、その際にクロックフェーズの落札者は、同周波数帯における特定の周波数に対して追加入札する権利を有している。過去のオークションでは、アサインメントフェーズにおける追加入札に係る費用はほとんど発生していないが、今回のアサインメントフェーズでは最大で入札総額の 3%（約 24 億米ドル）が更に上積みされる可能性があると推定されている。なお、このオークション総額には 2021 年~2023 年の間に支払いが必要となる追加的な 130~150 億米ドルの移転およびインセンティブ関連の費用は含まれていない。

図 1：現在進行中の C バンドの周波数オークションの入札額は、いとも簡単に新記録を樹立



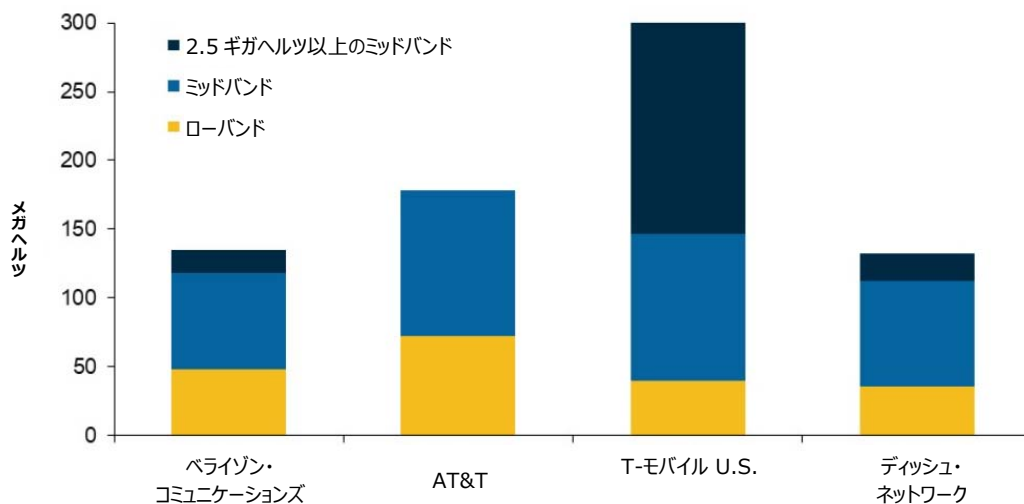
出所：UBS、FCC、PGIM フィクスト・インカム *C バンドの周波数オークションに示されている合計額は、クロックフェーズの入札額である 809 億米ドル、および 130 億米ドルのインセンティブ・移転関連の費用に基づいた推定値。ただし、これには譲渡による金額の増加分は含まれない。

当レポートは、プロの投資家を対象として作成されたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

T-モバイルがオークションに参加

今回の入札額が最も強気な予想をも大きく上回った理由については、さまざまな見方がある。我々は、ベライゾンによる強気な入札額の提示、およびベライゾンほどではないにせよ AT&T も強気な入札額を提示した（これらはいずれも予想されていた）ことに加え、T-モバイルも予想を上回る入札額を提示したことが入札額を高額化したと考えている。同社は 2020 年 4 月にスプリントの買収を完了（これによってミッドバンド周波数帯の持分が大幅に上昇）したことで存在感を強め、今回のオークションに参加した（図 2）。

図 2：C バンドの周波数オークション前までは、T-モバイルが主要なミッドバンドの周波数帯を主導（MMWAVE*を除く）



出所：S&P グローバル・レーティング *MMWave はミリ波スペクトル。

T-モバイルは今回の入札に是が非でも参加する必要はなかった。それにもかかわらず、非常に重要なミッドバンドの周波数帯で主導権を握り、ベライゾンと AT&T が周波数帯を獲得するためにより多額の費用を負わせるために、今回のオークションに参加した可能性が高い。

オークション結果の詳細については、数週間にわたって続く可能性のあるアサインメントフェーズが終了するまで公表されないと思われるが、ベライゾンは 300～400 億米ドル（追加的な移転およびインセンティブ関連の費用を除く）の入札額を提示したと見られ、今回のオークション最大の入札事業者となりそうだ。これにより同社の負債は更に 130～230 億米ドル増大し、2020 年末時点のネット・レバレッジ比率は対 EBITDA（税引前利益に支払利息と減価償却費を加えて算出される利益）でそれまでの 2.3 倍から 3.1 倍に上昇した可能性がある。我々は考えている。³

AT&T と T-モバイルは、それぞれ 200～250 億米ドルと 90～120 億米ドルの入札額を提示したと見られ、これにより AT&T の負債は 150～200 億米ドル、T-モバイルの負債は 70～100 億米ドル拡大した可能性がある。我々は推定している。その場合、AT&T のネット・レバレッジ比率は対 EBITDA で昨年末の 2.7 倍から 3.2 倍、T-モバイルはそれまでの 2.9 倍から 3.2 倍に上昇する可能性がある。⁴

危機に晒される AT&T の格付

格付への影響に関して言えば、T-モバイルはスプリントの統合を進めるにつれてフリーキャッシュフローが改善し、今回のオークションで予想される費用を支払うだけの十分な余力があることから、今後数年間にわたって格上げの対象となるであろう。よって、同社グループの Ba2/BB の格付には影響が及ばないと我々は考えている。

ムーディーズおよび S&P によるベライゾンの格付は共に BBB 格上位（Baa1/BBB+）であり、両格付機関ともに現時点の見通しを「ポジティブ」としている。これは、新型コロナウイルスの感染拡大および C バンド周波数帯オークション開始前の時点において、両格付機関の格上げ基準に近いと評されていたためである。ベライゾンは Baa1/BBB+ の格付を維持する可能性が高いと我々は考えているが、落札費用が我々の予測通りの額だったとすれば、見通しは「ポジティブ」から「安定的」に変更される可能性が高いと思われる。

AT&T の格付がどうなるか、予測は難しい。同社は 2018 年 6 月に 850 億米ドルにのぼるタイム・ワーナー社の買収（企業価値は約 1,100 億米ドル）を完了し、2019 年末までに大幅に債務を削減した。しかし、2020 年は広告収入が減少したことに加え、映画事業が度重なる上映の延期や中止のあおりを受けて苦戦したことから、同業他社に比べ、コロナ禍とそれに伴う景気後退の影響を大きく受けた。これに加え、同社のストリーミングサービスである「HBOMax」がサービス開始からまだ日が浅く、プラットフォームおよびコンテンツに係る費用がかさんでいる。更に、衛星放送事業である DirecTV の EBITDA は減少傾向が続いている。このような EBITDA の減少と高額なオークション費用が相俟って、現在の AT&T の格付である Baa2/BBB（見通し：安定的）の維持は難しいかもしれない。ただし、約 1,570 億米ドルの負債を抱えていることを考慮すると、同社は是が非でも格下げを回避したいと考える筈であり、追加的な資産売却など何らかの対応策を模索する可能性がある。

入札が開始されて以降、通信事業者のスプレッドは市場のスプレッドより拡大しており、少なくとも格付の見通しや社債発行に関するリスクが部分的に織り込まれているように見受けられる。社債インデックスのスプレッドは 12 月初めから 5 bps 縮小しているが、ベライゾンがオークション最大の入札事業者になったと見られる中、同社のスプレッドは約 12 bps 拡大している。⁵ AT&T と T-モバイルのスプレッド拡大幅は、それぞれ 1bp と 5bps とベライゾンよりは緩やかとなっている。

移動体通信事業は非常に収益性の高いビジネスであり、同業界を牽引する企業の EBITDA は 35%～45%となっている。一方、「全ての費用」を勘案する場合、ネットワーク品質の維持・向上のための継続的な設備投資、および定期的な周波数帯購入費用も考慮した上で資本集約度を測ることが必要である。直ちに収益につながる通常の買収とは異なり、周波数帯を購入することで即時かつ直接的な収益が得られる訳ではない。そして、通信事業者の 5G 計画に C バンド周波数帯が欠かせないという特殊な事情により、特にベライゾンや AT&T といった通信事業者は、期待収益に比べ割高な水準でも周波数帯の購入に踏み切るリスクがある。最も楽観的なシナリオでは、移動体通信の利用拡大、あるいはファクトリー・オートメーションや IoT といった 5G 分野における新たな収益機会を通じ、C バンド周波数帯が間接的に将来の増収に貢献するだろう。一方で、単に現状維持のためだけに通信事業者は数十億米ドルもの大金を投じた可能性もある。

オークション 107 が史上最も高額な周波数帯オークションとなったことで、投下資本利益率に係るリスクが明らかに高まった。

¹ 連邦通信委員会は 2020 年 12 月 8 日にオークション 107 を開始した。この入札では、インテルサットや SES などの衛星事業者が現在利用している C バンド周波数帯 280 メガヘルツ(MHz)を地上の携帯電話サービス事業者に再配分する。

² コムキャストとチャーター・コミュニケーションズは、合併会社を通じて入札を行っている。

³ 2020 年 12 月 31 日現在。

⁴ AT&T および T-Mobile の推定値は、それぞれ 2020 年 12 月 31 日および 2020 年 9 月 30 日現在のものである。

⁵ ここで参照されているインデックスは、ブルームバーグ・バークレイズ米国社債インデックス。

本資料は 2020 年 2 月 3 日現在の執筆者の見解を反映したものであり、情報提供または教育のみを目的として作成されたものです。データの出所(特に断りのない限り)：PGIM フィクスト・インカム。

留意事項 1

PGIM フィクスト・インカムは、1940年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、プルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社であるPGIM インクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIM フィクスト・インカムは、ニュージャージー州ニューアークを本拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点の PGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点の PGIM ネーデルラント B.V. (iii) 東京拠点の PGIM ジャパン株式会社 (PGIM Japan)、(iv) 香港拠点の PGIM (香港) における債券運用部門 (PGIM Hong Kong)、(v) シンガポール拠点の PGIM (シンガポール) における債券運用部門 (PGIM Singapore)。米国のプルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするプルデンシャル社、あるいは M&G plc の子会社であり英国を本拠とするプルデンシャル・アシュアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものではありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、受託者としての役割を果たしているものではありません。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見および提言について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したのですが、その情報の正確性、完全性、および情報に変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより（直接的、間接的、または派生的に）被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下していただきません。本資料に記載された証券または金融商品についてはご自身で行ってください。

利益相反: PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV第2A部をご覧ください。

英国では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドがプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR. PGIMリミテッドは、英国の金融行動監督庁(FCA)の認可および規制を受けています。(企業参照番号：193418) 欧州経済領域 (EEA) では、PGIMネーデルラント B.V. がプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁 (Autoriteit Financiële Markten - AFM) によりオランダで認可を受けており、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しています。特定のEEA諸国では、それが認められる場合には、英国のEU離脱後の一時的な許可取決めにに基づき、PGIMリミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って、プロの投資家に対して情報提供を行います。これらの資料は、PGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラント B.V.によって、FCAの規則が定めるプロの投資家、および/または第2次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II) で定義されているプロの投資家に対して情報提供されるものです。アジア太平洋地域の一部の国では、シンガポール金融管理局 (MAS) に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社PGIM (シンガポール) Pte.Ltd.が情報を提供しています。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM (香港) リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。一部の投資運用サービスは、上記に挙げられている会社の関係会社であり、米国投資顧問会社法に基づき米国で登録されているPGIMインクに委託されることがあります。オーストラリアでは、PGIM (オーストラリア) Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、(豪州2001年会社法で定義されている) 販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービスライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下にあり (登録番号：193418)、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。南アフリカでは、PGIMインクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。(ライセンス番号：49012) カナダでは、情報開示基準であるNI 31-103における国際アドバイザー登録の免除に従い、PGIMインクは次の事項について通知しています。(1) PGIMインクはカナダにおいて登録されておらず、NI 31-103に基づくアドバイザー登録要件の免除に依存しています。(2) PGIMインクの所在地は米国ニュージャージー州です。(3) PGIMインクはカナダ国外に所在しており、全部または実質的に大部分の資産がカナダ国外にある可能性があるため、法的権利を行使することが困難な場合があります。(4) カナダ各州におけるPGIMインクの手続きの代理人の氏名および住所は次の通りです。ケベック州：Borden Ladner Gervais LLP, 1000 de La Gauchetière Street West, Suite 900 Montréal, QC H3B 5H4、ブリティッシュコロンビア州：Borden Ladner Gervais LLP, 1200 Waterfront Centre, 200 Burrard Street, Vancouver, BC V7X 1T2、オンタリオ州：Borden Ladner Gervais LLP, 22 Adelaide Street West, Suite 3400, Toronto, ON M5H 4E3、ノバスコシア州：Cox & Palmer, Q.C., 1100 Purdy's Wharf Tower One, 1959 Upper Water Street, P.O. Box 2380 - Stn Central RPO, Halifax, NS B3J 3E5、アルバータ州：Borden Ladner Gervais LLP, 530 Third Avenue S.W., Calgary, AB T2P R3.

© 2021 PFI and its related entities.

留意事項 2

資料はPGIMフィクスト・インカムが市場動向に関する情報提供としてプロの投資家向けに作成した"TELECOM'S 5G FOOD FIGHT"をPGIMジャパン株式会社が翻訳の上でレポートにしたものです。

本資料は、特定の金融商品の勧誘または販売を目的としたものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

本資料に記載されている市場動向等に関する意見等は本資料作成日時点でのPGIMフィクスト・インカムの見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。

本資料は、PGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した各種情報源から入手した情報に基づき作成していますが、情報の正確性を保証するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

"Prudential"、"PGIM"、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号
加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会
PGIMJ79019