

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/10/04

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. トランプ氏陽性で苦戦業界の行方さらに不透明に - Trump's Virus Diagnosis Clouds the Outlook for Already-Battered Industries [カバーストーリー]
追加経済対策合意の可能性も P.2
2. ビデオゲーム業界に投資する方法 - Videogames Are Serious Business. Here's How to Play the Stocks Now [一般消費財]
注目銘柄を紹介 P.4
3. 物言う株主、インベスコとジャンナスの合併望む - Trian's Nelson Peltz Wants Invesco And Janus Henderson To Merge [ファンド業界]
圧力下の業界再編、勝者生まれるか? P.8
4. コントラ・ファンドのダノフ氏、30年を振り返る - Fidelity's Will Danoff Looks Back on 30 Years at Contrafund [インタビュー]
フィデリティ巨大ファンドの投資の秘訣 P.10
5. 選挙テクノロジー市場は機能不全 - The Marketplace for Election Technology Is Broken. Democracy Is at Stake. [コラム]
2社が8割独占、政府主導の技術革新必要 P.14
6. 大統領感染、経済対策法の可能性高まる - President Trump's Covid Diagnosis Lifts the Odds of a Stimulus Bill [コラム・大統領選挙]
「経済こそが重要なのだ、愚か者」 P.16
7. 市場は政治的混乱こなせる - Why the Stock Market Can Handle the Political Chaos [米国株式市場]
経済の回復基調と業績期待が支え P.18
8. IPO、以前と同じ問題抱え復活 - IPOs Are Back-With All the Same Problems, and More [ハイテク]
メリット生かした事例続々 P.21
9. 見直し迫られる株60債券40戦略 - A 60/40 Stocks/Bond Strategy No Longer Works. Here's What to Do Instead. [コラム]
ゼロ金利下ではハイブリッド型ポートフォリオ P.23
10. 今週の予定 - In a Pandemic Year, Amazon and Target Schedule Their Big Holiday Sales [経済関連スケジュール]
アマゾンとターゲット、間もなく年末商戦 P.25

※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. トランプ氏陽性で苦戦業界の行方さらに不透明に - Trump's Virus Diagnosis [カバーストーリー] Clouds the Outlook for Already-Battered Industries 追加経済対策合意の可能性も

■ 市場の反応は比較的冷静



10月2日、金融市場はトランプ大統領が新型コロナウイルスに感染したというニュースを平静さをもって吸収した。S&P500指数は小幅に下げ、債券利回りはわずかながら上昇し、金価格は横ばいで取引を終えた。同日遅く、ホワイトハウスは、大統領の症状は比較的軽く、入院して実験的な抗体治療を受けていると発表した。しかし、金融市場と経済全般への影響について警戒解除を告げるのはあまりにも時期尚早だろう。

ポジティブな面としては、ウイルスを封じ込めるため、公衆衛生上の新たな施策と広範な経済刺激策パッケージの可能性も含め、連邦政府が断固とした行動を取る見込みが高まるかもしれない。金融調査会社ルーソルド・グループでチーフ投資ストラテジストを務めるジム・ポールセン氏は、「誰もが議論を避けている重要な問題は経済の勢いだが、今回のことが（共和・民主）両党にとって法案に合意する言い訳になる可能性がある」と語る。

■ 経済が再び萎縮に向かうリスク

しかし、一部のアナリストは、大統領が検査で陽性となったことで、ウイルスが全く封じ込められていないという懸念が高まり、消費者や企業の信頼が損なわれ、第二波を封じ込めるためのロックダウン（都市封鎖）あるいは隔離政策を求める声が再び高まるのではないかと懸念する。

登録投資顧問業者インディペンデント・アドバイザー・アライアンスで最高投資責任者（CIO）を務めるクリス・ザッカレリ氏は、「今回の事件で、新型コロナウイルスが経済と市場にとって引き続き脅威であることが明確になった。これから新型コロナウイルスの感染拡大が心配な時期に入るため、世界経済と原油市場への影響は大きいだろう」と語る。



Michael A. McCoy/Getty Images

10月2日に発表された雇用統計では、経済の状態が脆弱（ぜいじゃく）なままであることを示すより多くの証拠が報告されている。労働省によれば、就業者数は9月に66万1000人増加した。雇用増加の勢いはやや鈍化したものの、ポジティブな面もあり、建設業界の就業者数は2万6000人増加している。飲食店・バー業界の20万人を含め、レジャー・ホスピタリティー業界で就業者数が31万8000人増加したことは、消費者支出の回復を示している。

大統領が感染したことで、旅行をしたり、レストラン内で食事をしたり、映画館へ行ったり、あるいは飛行機に乗ったりすることは安全なのかという議論が米国民の会話に戻ってくる。自宅を離れ

ない方が安全だと考える米国人が増えれば、レストラン、レジャー、旅行の各業界は打撃を受ける。証券会社アライ・インベストでチーフ投資ストラテジストを務めるリンゼー・ベル氏は、「大統領の感染で、一般人は現実を目覚めた。旅行関連株には下押し要因となるだろう」と指摘する。

冬のホリデーシーズンに向けて準備をしていたクルーズ会社は、計画を延期する必要があるかもしれない。先週、米国疾病対策センター（CDC）は「出航禁止」命令を10月31日まで延長し、カーニバル＜CCL＞などのクルーズ会社は11月と12月のクルーズをキャンセルしているところだ。

原油が「炭鉱のカナリア」の役を果たすかもしれない。10月2日、トレーダーは旅行需要の低迷が続く方に賭け、原油価格は4%以上下落した。欧州のトレーディング会社オランダのアナリスト、クレイグ・エアラム氏は、「新型コロナウイルスの感染拡大が心配な時期に向かっているという事実は残っている。世界経済と原油市場への影響は大きいだろう」と語る。同氏は、原油価格を過去数カ月間の価格水準である1バレル40ドル前後に維持するため、主要産油国は12月になる前に緊急会議を開くと予想する。

■ 航空業界支援パッケージの行方

航空会社は危険な状態にある。1日当たり70万人の乗客を奪い合っているが、1年前は220万人だった。売り上げの中心となるビジネス運賃と国際運賃に改善の兆しが見えないため、大幅な人員削減が発表された。先週、アメリカン航空グループ＜AAL＞とユナイテッド・エアラインズ・ホールディングス＜UAL＞は合計で3万2000人の削減を発表した。出発便数は前年比で50%減少しており、輸送力の指標である有効座席マイルは58%減少している。仮に、コロナウイルス支援・救済・経済安全保障（CARES）法に基づく250億ドルに上る給与支援が期限を迎えた後に連邦政府が追加支援策を承認しなければ、10万人が職を失うと航空業界は警告する。

消費者は旅行計画を延期せずに安全対策を2倍にする可能性もあるが、飛行機に乗ることが安全かどうかは気になるのであれば、それはポジティブなことではあり得ない。投資銀行シーポート・グローバル・セキュリティーズのアナリスト、ダニエル・マッケンジー氏は、航空機の予約はニュースの見出しに敏感であり、「今回の出来事は、ウイルスが危険なことを改めて思い起こさせ、当面の予約に影響を与える可能性がある」と言う。しかし同氏は、航空会社の利益やフリーキャッシュフローが非常に落ち込んでいるこの段階での売り上げ減少は、6カ月～12カ月後に力強い回復に入れば忘れ去られるだろうと付け加える。同氏は、「私の2021年の予想では、航空業界の利益とフリーキャッシュフローは、ワクチンで、場合によっては迅速な検査でより早期に回復し、航空株は見直され」、バリュエーションと株価は上昇すると言う。同氏は、デルタ航空＜DAL＞、ユナイテッド、サウスウエスト航空＜LUV＞、ジェットブルー・エアウェイズ＜JBLU＞、スピリット航空＜SAVE＞を含む、米航空会社数社の「買い」評価を維持している。

10月2日、航空会社の株価は0.9%上昇した。ペロシ下院議長は、航空業界の雇用支援を前進させると示唆しており、10月1日、航空会社向けの250億ドルを含む2兆2000億ドルの救済法案が下院を通過した。しかし、航空業界支援のための単独法案を通過させる試みは失敗した。上院共和党はより小型のパッケージを提案しており、ホワイトハウスは1兆6000億ドルの新規支出を支持すると表明していることから、議会における民主党と共和党の間の大きな溝は埋まっていない。10月2日のレポートで、投資銀行カウエンのアナリスト、ヘレイン・ベッカー氏は、「政治が国民と航空会社従業員のための援助の邪魔をしている」と書いた。同氏は、大統領が感染したことで、コロナ関連のメディア報道が増加し、航空便の予約が減少すると予想し、「航空会社にとって暗黒の時期だ」と語った。

アメリカンやユナイテッドなどの航空会社は、議会が迅速に行動すれば一時解雇を取り消すと述べている。政治的な計算が変化をする中、妥協をし、事態が悪化する前に現金を投入するのが最善だと連邦議員が判断する可能性はある。

By Daren Fonda
(Source: Dow Jones)

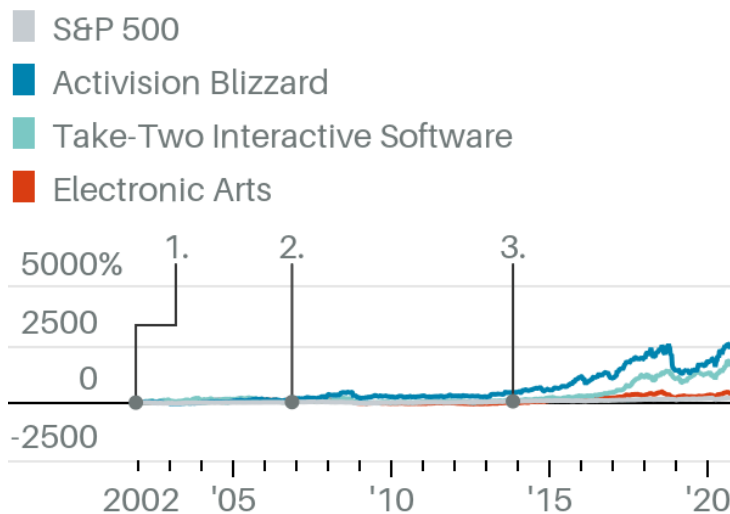
2. ビデオゲーム業界に投資する方法 - Videogames Are Serious Business. Here's How to Play the Stocks Now 注目銘柄を紹介

[一般消費財]

■ 過去20年間のリターンは1700%以上

Playing the Long Game

Stocks of the major U.S. videogame publishers are up an average of 1600% since the Xbox first launched in 2001, easily outpacing the S&P 500. Each new console launch has supercharged the gains.



Source: Bloomberg

昇している。過去の事例に基づけば、株価はさらに上昇するだろう。

テクノロジーのトレンドの中で、ビデオゲーム機のサイクルほど長続きするものはほとんどない。6~7年ごとに強力な新機種が発表され、イノベーション、顧客、売上高の新しい波が押し寄せる。これは20年間繰り返されているパターンで、ビデオゲームのパブリッシャーはその恩恵の多くを享受している。

マイクロソフトが初代Xboxで現代のビデオゲームサイクルをスタートさせた2001年以来、アクティ

11月は消費者向けの一大イベントが予定されている。マイクロソフト<MSFT>とソニー<6758>による次世代ゲーム機の発売である。9月、マイクロソフトの「XboxシリーズX」とソニーの「プレイステーション5」は、500ドルという高額な価格設定にもかかわらず数時間で予約注文の在庫が完売した。

多くの映画館が閉館し、米国人はまだ家に閉じこめられているため、ビデオゲームは今や娯楽の中で最上位にある。調査会社IDCによると、今年の米国のビデオゲームの売上高は19%増の456億ドルになると予測されている。一方、米国の映画興行収入は、2018年に119億ドルのピークに達したのに対し、今年はわずか19億ドルにとどまっている。

ゲームパブリッシャー（企画・販売会社）のアクティビジョン・ブリザード<ATVI>、エレクトロニック・アーツ（EA）<EA>、テイクツー・インタラクティブ・ソフトウェア<TTWO>の株価は年初来でそれぞれ24%以上上

ビジョン、EA、テイクツーの3社の株価の均等加重平均リターンは1700%以上に上る（S&P500指数は330%）。次世代機の波がやって来るたびに、株価はさらに上昇している。ソニーとマイクロソフトが2013年11月にプレイステーション4とXbox Oneを発売してからの12カ月間に、ゲームパブリッシャーの株価は平均41%上昇した（市場平均は15%）。

現在、マイクロソフトとソニーはこれまで以上にゲームに力を入れている。マイクロソフトは先月、人気ゲーム「ドゥーム」や「フォールアウト」のパブリッシャーで推定年間売上高7億ドルのゼニマックス・メディアを75億ドルで買収することに合意した。実現すれば、マイクロソフトの45年の歴史の中で、リンクトインとスカイプ・テクノロジーズの買収に次ぐ3番目に大きな規模となる。

マイクロソフトは、ビジネス用ソフトウェアと同様に、最新のハードウェアをサブスクリプション方式で提供することで潜在的なビデオゲーム市場を拡大したいと考えている。XboxシリーズXは来月から月額35ドルで利用できるようになり、従来の500ドルの買い切り価格に比べてハードルが大幅に下がる。ローエンドのXboxシリーズSは月額25ドルとなる。どちらのパッケージにも、EAとマイクロソフトのゲームなどを含むオンラインサービスが付属している。

ソニーもマイクロソフトも、ビデオゲームのハードウェアで限界に挑戦し続けている。プレイステーション5とXboxシリーズXは、読み込み時間を短縮するためにフラッシュストレージに移行した。さらに、中央演算処理と画像処理を組み合わせたアドバンスド・マイクロ・デバイセズ<AMD>製カスタム半導体を利用している。また両機共に、かつては高性能パソコン向けだったレイトレーシング機能（光線を追跡する処理を加えてリアリティを向上させる機能）を搭載しており、グラフィックをよりリアルに見せることができる。

ゲーマーにとっては、グラフィックの改善は常にアップグレードの理由となる。彼らはソニーが誇る待望の独占タイトルのラインアップと、マイクロソフトによる高水準なオンラインゲーム体験のどちらかを選ばなければならないだろう。しかし、幸いなことに、投資家は同じ選択をする必要はない。ゲームパブリッシャーは、どちらのゲーム機が主導権を握るにしても利益を得られる態勢を整えている。

また、パブリッシャーは新しいコンソールを理由に、ゲームの価格を長年の業界標準である60ドルから70ドルに引き上げようとしている。テイクツーがバスケットボールゲーム「NBA 2K21」の新しいコンソール版の値上げを発表したのを皮切りに、他のパブリッシャーもこれに追随している。バークレイズのアナリストであるマリオ・ルー氏は、2021年の新作ゲームの約35%が値上げされると予想している。

■ パブリッシャー4社に注目

テイクツーは恐らく史上最も売れた娯楽作品を開発した企業だ。2013年に発売された「グランド・セフト・オートV」は、売り上げ1000万本が成功とされるゲーム業界にあって、1億3500万本の売り上げを達成した。テイクツーの株価は、同作の発売以降に900%近く上昇している。同社の今後12カ月予想株価収益率（PER）は32倍で、ゲーム株の中では最も割高だ。それに比べると、EAとアクティビジョンの株価はそれぞれ23倍、24倍と割安感がある。いずれの銘柄も市場全体に比べれば割高ではあるが、ハイテク業界では異例ではない。例えば、アップル＜AAPL＞の予想PERは30倍だ。

新しいコンソールの販売が始まり、人気のあるゲームが発売されれば、ゲーム会社の成長率はアップルを追い越すはずだ。ハイテク専門ヘッジファンドであるサトリ・ファンドの創設者でポートフォリオマネジャーのダン・ナイルズ氏は、「ゲーム会社がアップルと同等以上のバリュエーションにならない理由はない」と語る。同氏はEA、テイクツー、アクティビジョンに加え、フランスのゲームパブリッシャーであるユービーアイソフト・エンターテインメント＜UBI.フランス＞に投資している。

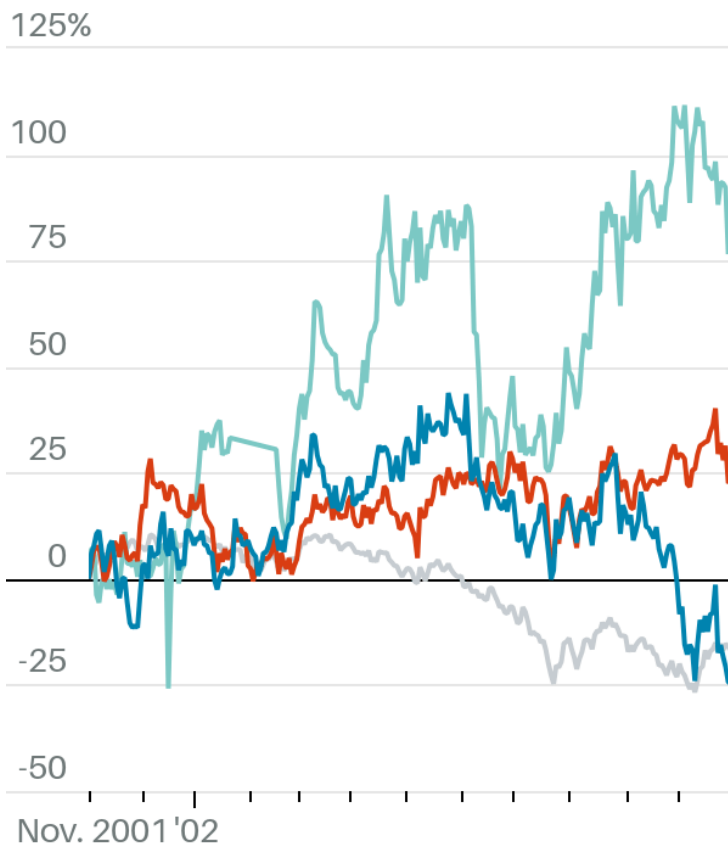
ナイルズ氏は、これらのパブリッシャーはオンラインゲームや追加ダウンロードコンテンツで収益源を強化し続けているため、投資家からより高い評価を得られるだろうと考えている。同氏は「私がこれほど興味を持っている理由は、業界を完全に変えようとしているものが幾つも存在しており、そのためバリュエーションが大幅に上昇するからだ」と話す。

テイクツーの投資シナリオの中心にあるのは、「グランド・セフト・オートVI」の発売予想だ。発売日が明らかになれば株価は上昇し、ゲームが再びヒットすればさらに値上がりする可能性が高い。しかし、本作が2022年までに発売される可能性は低い。それまでは、テイクツーは「グランド・セフト・オートV」のオンライン版で利益を生み続けるだろう。

今年度（2021年3月期）の予想売上高は1%減の29億7000万ドルだ。しかし、今後の伸びには新型コンソールと「グランド・セフト・オートVI」の影響が表れてくるだろう。今年度の1株当たり利益（EPS）のコンセンサス予想は10%減の4.77ドルで、その後の2年間は16%と37%の増益が見込まれる。

一方、ライバルのEAは新作ゲームの発売時期をかなり曖昧にしている。同社はテイクツーと同様に、いわゆるライブサービスに力を入れており、既存ゲームの新規コンテンツを重視している。新型コ

1. The Xbox Debuts



Source: FactSet

コロナウイルスが世界に広まる中、同社は人気ゲーム「ザ・シムズ4」の40ドルの追加コンテンツをはじめ、207本のゲームのアップデート版をリリースした。また、3月以降に6本の新作タイトルをリリースしている。

EAの最高スタジオ責任者であるローラ・ミレー氏は、アップデートはゲーマーのエンゲージメントを高め、同社の業績に一貫性をもたらすと語る。新型コロナウイルスにもかかわらず、今年度（2021年3月期）の売上高は14%増の59億6000万ドル、EPSは5%減の4.81ドルと予想されている。アナリストは来期の15%増益を予想する。

投資銀行ジェフリーズのビデオゲーム業界担当アナリスト、アレックス・ジャイモ氏は、「オーバーウォッチ2」や「ディアブロIV」などの大型ゲームが開発中であることから、アクティビジョンは現在以上のバリュエーションに値するとしている。コンソールゲームはアクティビジョンの売上高の重要な部分を占めているが、同社は他のパブリッシャーに比べてモバイルゲームが売上高に占める割合が大きい。

同社のモバイルゲームのDNAは、2016年に59億ドルで買収したキング・デジタルに由来している。キング・デジタルはキャンディークラッシュなどの人気スマートフォンゲームのメーカーである。同社の昨年の売上高は20億3000万ドルで、アクティビジョンの総売上高の約3分の1を占めた。

アクティビジョンは昨年、「コール オブ デューティ」シリーズのモバイル版を発売して好調な業績を収めた。同社には他にもモバイル市場向けに再利用できるゲームが豊富に存在する。昨年のアクティビジョンの売上高と利益は約12%減少したが、今年のEPSのコンセンサス予想は44%増の3.26ドル、売上高は23%増の79億ドルで、大幅な改善が予想されている。

米国以外のパブリッシャーの中で最も興味深いのはユービーアイソフトである。同社は、セクハラ問題への対応が不適切だったとの疑惑を受けて有名な役員が退任したこともあり、今年は低迷していた。同社の共同創設者であるイブ・ギルモ最高経営責任者（CEO）は以前、「私は職場文化を改善・強化するために会社全体で徹底的な改革を実施することにコミットしている」と述べている。

同社のスキャンダルは深刻で、経営陣の不在につながっている。しかし、ナイルズ氏によればこの問題は投資家にとって魅力的な買い場になる。ユービーアイソフトは、パブリッシャーの中でゲームの発売スケジュールが最も意欲的であるにもかかわらず、PERはテイクツーを大きく下回る約25倍である。「ファークライ」や「アサシン クリード」などの人気シリーズを手掛ける同社は、来年度中に5本の大型ゲームを発売する予定だ。そのうちの2、3本がヒットすれば、株価は好調に推移するとみられる。

米国のアクティビジョン、EA、テイクツーの3社は、基本的にゲーム機ユーザーにどれだけゲームが売れるかで勝敗が決まる。しかし、サブスクリプション事業や、成長を続けるモバイル事業には、数カ月後や数年後まで事業のリスクを軽減し続けられる可能性がある。ナイルズ氏は「1本のゲームが2億台のコンソールでプレイされるというのは一つの成果だが、40～50億台のスマートフォンでプレイされる方が数としてはずっと大きい」と語る。

By Max A. Cherney
(Source: Dow Jones)

3. 物言う株主、インベスコとジャンスの合併望む - Triam's Nelson Peltz Wants Invesco And Janus Henderson To Merge 圧力下の業界再編、勝者生まれるか？

[ファンド業界]

■ トライアンが株式を取得



Patrick T. Fallon/Bloomberg

資産運用業界は、10年にわたって着実に再編されてきたが、ネルソン・ペルツ氏はそのペースが不十分と考えている。同氏が率いるトライアン・ファンド・マネジメントはインベスコ<IVZ>とジャンス・ヘンダーソン<JHG>の両社それぞれの9.9%の株式を取得し、資産運用の巨人の誕生を視野に入れている。

トライアンは別途、資産運用業界の競争圧力によって、「相当な規模と商品の品え...およびテクノロジー、成長ならびに革新に投資できる能力」を備える業界のプレーヤーが、「成功のための最高の位置に立つことになる」と当局への報告書において述べている。

述べている。

トライアンは、資産運用業界の中でも買収に特に積極的なインベスコのマーチン・フラナガン最高経営責任者（CEO）およびアリソン・デュークス最高財務責任者（CFO）と、同社が価値を創造できる手段に関して、合併やペルツ氏およびトライアンのエド・ガーデン氏を取締役に迎えることを含めて協議したと述べた。トライアンは別途、ジャンスの取締役会会長であるリチャード・ギリングウォーター氏とも会談している。トライアンの報告書は、同社がジャンスの取締役会に対して、合併または他の戦略的統合を模索するよう、強く要請したと述べている。

ファンド業界は、手数料引き下げの多大な圧力にさらされてきており、大半のアクティブ運用マネジャーからは資金が流出して、この2つの要因が利益を縮小させている。運用資産1兆2000億ドルのインベスコは、比較的好位置にある。同社は2006年にパワーシェアーズを買収し、今や上場投資信託（ETF）のプロバイダーとしては4番目に位置する。2017年末にはグッゲンハインムの運用資産370億ドルのETF事業を買収し、その後1年足らずの間に運用資産2400億ドルのオープンハイマーファーズを買収して、個人向けファンドの提供会社として米国で6番目となった。ジャンス・ヘンダーソンの運用資産は3300億ドルで、買収すればインベスコにとってこれまでで最大の運用資産を持つ買収先となる。

ペルツ氏は資産運用業界の門外漢ではない。同氏は2009年にレグ・メイソンに出資し、最終的にはCEOを追い出し、同社に数件の買収を促した他、小規模事業の幾つかを閉鎖した。トライアンは2019年にレグ・メイソンに2度目の出資を行い、取締役も変更した。2020年にフランクリン・リソーシズ<BEN>がレグを買収し、ペルツ氏のリターンは55%となった。

ウォール・ストリート・ジャーナルは、トライアンがファンド業界を再編するためにファンドを創設したと報道した。インベスコは声明を発表し、「インベスコは質の高い投資家を歓迎する。弊社は、顧客のニーズを満たし、長期的な株主価値を高める弊社能力を強化するための選択肢を引き続き評価する。弊社は投資家の意見を高く評価し、弊社の主要株主と定期的に意見交換する」と述べている。

ペルツ氏がその戦略をすぐに実行しないとしても、市場は合併を好感している。アーガス・リサーチのステイブン・ビッガー氏は、「ペルツ氏は踏み込んで、より効率的な方法はあるか、または理にかなった買収の標的はあるかを見だし、取締役会に新たな専門知識を持ち込む」と語る。同氏は、インベスコの目標株価を16ドルとしている。インベスコは2日に5%超上昇して11.85ドルで引け、ジャナスは16%上昇の25.05ドルで引けた。

■ 環境は厳しい

とはいえ、成長は困難だ。モーニングスターのアナリストであるグレゴリー・ウォーレン氏は、「インベスコは、手数料と利益率が既に圧力にさらされている上に、市場のボラティリティが高まった環境に直面しており、基本的に営業利益を押し上げるためにオープンハイマーファーズとの合併によるコストシナジーを利用している」と書いている。

一方で、モーニングスターによると、ジャナス・ヘンダーソンの2010年から2019年にかけての売上高の伸びと営業利益率は資産運用業界の平均を下回っている。ヘンダーソンは欧州における強いプレゼンスと、日本では第一生命との提携関係をもたらした。ディック・ウエイルCEOも企業が成長するよう努力しているが、結果はまちまちだった。ウエイル氏が2009年にジャナスに加わった時は、歴史は浅いがパフォーマンスが最高の債券グループがあった。ギブソン・スミスが債券グループを率いていたが、ウエイル氏が2014年にビル・グロス氏を招いた数か月後に退職した。グロス氏も不運な時期を経て約5年後に退職した。

トライアンの、コスト削減と資本還元という典型的な処方箋は資産運用業界で既に試されてきたが、インベスコとジャナスにはスリム化可能な重複業務がある。しかしそれで十分なのだろうか。エバーコアISIのグレン・ショール氏は、「資産運用業界のバリュエーションが低いのは低い利益率が原因ではない。内部成長率がマイナスなことが原因だ」と語る。また、合併の見通しによって、受託者の義務がなおざりにされる可能性もある。「もしあなたが機関投資家向け運用コンサルタント、政府系ファンドまたは大手の個人向けプラットフォームで、両社の商品の一部を取り扱うよう勧められたら、次の質問は、誰が運用するのか、そして、今の運用担当者がずっと会社に残り続けるかどうかどうして分かるだろうか」と語る。

ドイツ銀行のアナリストであるブライアン・ベデル氏は、合併が全て株式交換で行われた場合の利益の押し上げ効果は5%未満で、買収額の25%を負債で賄った場合は10%強になると考えている。しかし、インベスコの負債水準は既に高いと、同氏は指摘している。

成長の一つの道筋は、オルタナティブ投資であるとの意見もある。オルタナティブ投資アナリスト協会によると、グローバルに金利が歴史的に低い環境下で世界のオルタナティブ投資のシェアは2003年から2018年にかけて2倍へ上昇した。オルタナティブ投資の手数料は高く、投資家の関与は持続し、利益率も高い。

いずれにせよ、トライアンには計画が必要だ。ある匿名のアナリストは、さもないとペルツ氏が勝者になれない可能性があると言った。

By Leslie P. Norton
(Source: Dow Jones)

4. コントラ・ファンドのダノフ氏、30年を振り返る - Fidelity's Will Danoff

Looks Back on 30 Years at Contrafund
フィデリティ巨大ファンドの投資の秘訣

[インタビュー]

■ 年平均リターンは13.7%



Illustration by Kevin McGivern

ウィル・ダノフ氏は世界最高の株式投資家の一人であり、単独のファンドマネジャーが運用するミューチュアル・ファンドとして米国最大のフィデリティ・コントラ・ファンド<FCNTX>（運用資産1310億ドル）を運用して今年で30年になる。この期間の同ファンドのリターンは年平均で13.7%と、S&P500指数の10.4%を上回る。株価は利益に追随するとの理論に基づき、創業者あるいは熱意のある経営陣に率いられて5年で利益を倍増できる企業に的を絞ってきた。伝説的投資家ピーター・リンチ氏のアシスタントを務めたこともある。ダノフ氏は、フィデリティの誰よりも多くの企業のプレゼンテーションやミーティングに出席してきた。そして、特に、今後3～5年間に企業が達成したい内容について正確に理解しようとしてきた。若いアナリストたちには、「君のベストアイデアの銘柄は何？一緒に会社を訪問しよう。単にアナリストとして分析するだけでなく、株主になるつもりで」と言うのが常だった。コントラ・ファンドの累積リターンは投資家だけでなく本人も豊かにし、母校のハーバード大学にも積極的に寄付を行っている。

本誌：今年はどんな調子か？

ダノフ氏：オフィスに出向いて、意見を交わしたり、直接経営陣に会って詳細を確認したり、エネルギーを感じたりできないことが大変だが、テクノロジーがうまく回してくれていることに感謝している。企業に従業員の安否を確認すると感謝される。長年知り合いの経営陣が従業員やその家族の心身の健康を守っているという話を聞くとうれしい。アマゾンのジェフ・ベゾス最高経営責任者（CEO）はマスクをして配送センターに出向いている。偉大な企業はステークホルダーのことを考えている。CEOは利益のみを考えているという考えには反対だ。会社創業者がリーダーシップを取り、強い企業文化を持つ会社は、従業員や顧客、さらに環境や社会にとって正しいことを実行する点を重視している。

Q：市場についてはどう思うか？

A：市場は中期的には合理的に動く。全ての会社がデジタルトランスフォーメーションを加速させており、ハイテク企業の多くを後押ししている。私は、在宅勤務や自宅学習が逆風というよりは追い風になるような企業への投資を継続している。低金利の環境は、特に住宅市場には刺激となり、株式市場では投機的な動きが多くなる。依然として大量の失業者がいる現状で、世界中の政府は今後も景気を刺激しようとするだろう。大きな変化が起きる可能性もある。新大統領が誰になるか、誰も分からない。連邦準備制度理事会（FRB）は低金利が長期間続くと発表したものの、有効なワクチンが来年にも使用可能になった場合は、正常化に動く可能性もある。そうなれば、金利上昇と

株価収益率（PER）の低下へと圧力がかかる。新型コロナウイルス感染症が追い風となっていた企業は、折から四半期毎の比較が困難な時期に業績が低迷する可能性がある。さらに私は、新規株式公開（IPO）の数やセカンダリーの動き、さらに特別買収目的会社（SPAC）の出現についても考慮している。少し市場は鈍化した方が私としては心地良い。

Q：クラウドデータプラットフォーム運営のスノーフレーク＜SNOW＞などは恩恵を受けている銘柄だが。

A：スノーフレークのような企業の今後5～10年は素晴らしいだろう。次世代のクラウドデータベースのプラットフォームを提供する非常に重要な企業で、次の時代のオラクル＜ORCL＞になる可能性がある。スノーフレークのフランク・スルートマン会長兼CEOは傑出した経営者だ。IPO後の反応は素晴らしかった。

Q：長年のキャリアから学んだことは？

A：2000年代の前半にアナリストに話をしたことを覚えている。「株価が既に2、3倍になった銘柄があったとしても、それは見逃したわけではない。長年にわたって強い成長が続くなら、これからでも波に乗らなければならない」と。立ち止まってなどいられない。当社のアナリストの一人は、株価が利益に追従し、18～25カ月で株価が5倍になったブラックベリーのよう銘柄を探すべきだと言った。言いたいことは、ある銘柄が底から3倍になった場合は現実をしっかりと見るべきだということだ。デル・テクノロジー＜DELL＞の創設者マイケル・デル氏は株価が2倍になったからといって売却したわけではないし、マイクロソフト＜MSFT＞のビル・ゲイツ氏が「自分の会社の株価が上昇して割高になってしまった」と言うはずがない。優れた経営陣のいる本物の優良企業を探すべきだ。自分の分析が正しく、経営陣が良く、ビジネスモデルがしっかりしているなら、一時的に株価がボックス圏に入ったとしても、そのうち複利効果的に上昇する。信じた銘柄があれば10～15年持つべきだ。ピーター・リンチ氏は、大きくもうけが出るのは1年目ではなく、4年目か5年目だと言っていた。忍耐強くなくてはならないが、警戒も怠ってはいけない。私はセールスフォース・ドットコム＜CRM＞については失敗した。2011年には大量に保有していたが、景気後退や金利上昇に関する不安があった際、未来有望な企業であるのに下落を心配して売却してしまった。結局買い直した。ウォーレン・バフェット氏は、自分の父親の頃のS&P500指数構成銘柄と現在のS&P500指数構成銘柄は全く違うと言っているが、優れたビジネスモデルが生き残る。テクノロジーやソフトウェア、インターネットの利用が増えるにつれ、利益率が高まり、キャッシュフローが増え、想定外の高成長が実現する。数兆ドルの時価総額の企業の増収率が20%とは信じられないことだ。

■ 若いアナリストから未来を学ぶ

Q：投資家にもっとアドバイスを。

A：初心者のような心構えで、先入観にとらわれず、幅広い範囲に網を広げておくべきだ。フィデリティは世界中にアナリストを配置し、全てのセクターをカバーしている。そのため私は機敏に動くことができる。他の人より早くトレンドを察知し、確信を得ることができるからだ。コントラ・ファンドの運用を初めて間もない1991年のこと、まだ誰も気付かない初期段階のトレンドや誰も気にかけない小型銘柄をカバーしているジュニアアナリストと緊密に連携を取り始めた。私はよく5年後に利益が3倍になる企業が欲しいと言って、アナリストに銘柄名を挙げるよう求めていた。現在フィデリティ・アドバイザー・エクイティ・グロース<EPGAX>とフィデリティ・グロース・ディスカバリー<FDSVX>のマネジャーとなっているジェーソン・ワイナーが確かまだ22歳、私が32歳だった1992年に、彼はインターネットのポータルサイトを運営していたアメリカ・オンラインを推奨した。電子メールはサイエンスフィクションのような時代だった。

Fidelity Contrafund

FCNTX year to date



私の失敗について話すと、ライドシェアのリフト<LYFT>について聞いた時は、全くの他人が運転する車になって絶対乗りたくないと思った。だから先入観にとらわれないということが重要なわけだ。新しいアイデアに心を開いている若い人のそばにいたべきだ。未来を見るのを助けてくれる。

アマゾンをはじめ、文書・画像処理ソフト大手のアドビ<ADBE>、フェイスブック<FB>、セールスフォース・ドットコム、決済大手ペイパル・ホールディングス<PYPL>の株式を大量に保有している。しかし、私は60歳で、個人間送金アプリのベンモなど使ったこともない。私は、1株当たり利益（EPS）、フリーキャッシュフローを慎重に見て、次にファンダメンタルズを見て、バリュエーションつまり企業の提供する価値を理解するようにする。

Q：バークシャー・ハサウェイ<BRK.A>も大量に保有している。本誌はバフェット氏の去った後は会社分割すべきとの考えだが、どう思うか？

A：極めて優れた経営陣が自費も投じて、株主最優先を守っている場合は連携していきたい。バフェット氏がいる限りは保有する。全てが完璧とは言えないが、保険部門を率いるアジット・ジェイン氏は保険会社経営では世界最高の経営者だ。同氏や傘下の自動車保険会社ガイコの経営陣らは第二世代や第三世代だ。後継者は成長し改善しようという欲求が強く、設立者より優秀なこともある。

Q：いつ引退するつもりか？

A：私はテニスが下手だし、仕事が好き。株主とのコミュニケーションによって報われた気持ちになる。しかし、既に経験を積んだ若手でコントラ・ファンドを任せられるようなマネジャーたちがかなりいる。

■ クラウド・ネイティブの企業を選好

Q：キャピタル・ライトなSaaS（ソフトウェア・アズ・ア・サービス）企業を選好しているようだが。

A：豊富なフリーキャッシュフローを創出している。クラウド・ネイティブで、クラウド・ファーストのソフトウェア企業が正解の中に入る。クーパ・ソフトウェア<COUP>、モンゴDB<MDB>、アトラシアン<TEAM>、オクタ<OKTA>などだ。大手金融会社などもデータセンターからクラウドへと移行したがついている。

オクタは2017年の春にIPOを果たした時の時価総額は30億ドルだった。売上高は2億ドルしかなかったのが割高だったが、1年目に60%、2年目に55%、今年も40%台後半の成長だった。IPO以降に売上高は4倍になり、株価は8倍になった。成長が速い企業は株価の上昇も格別なことがある。

インターネットやクラウドを広く活用する企業を発掘したいと思っている。そうした企業は機敏で柔軟性がある。「私は年寄りで、ジェネラリストだから、私が分かる言葉で説明してくれ」と言うようにしている。クラウドや人工知能（AI）はメガトレンドだ。機械学習や拡張現実も前進している。正直言って、私の後継者がAIロボットを利用しても意外に思わないだろう。私の30年間のトレーディングを研究して、それを真似し、各企業のデータに応用するようなソフトウェアだ。しかし、完全に人間の代わりにはなれないだろう。

Q：企業との対話のためにフロアを走り回っていると聞くと、ズームの時代になぜそうするのか？

A：最近、ズームの経営陣とズームで話し合った。IPOの時は企業関係者と直接会うし、新CEOが就任して向こうから会いたがることもある。実際に会社訪問する前には、年次報告書を読んで、準備をしっかりとするが、コロナ禍で経営陣や投資家との交流は短時間になりがちで、全ての業務内容や財務内容をカバーするのが難しい。ファックスや電話の時代からはずいぶん進歩したものだが、疑わしい時は事実を確かめることが重要だ。疑義がある時は会社に電話し、前四半期のプレゼン資料を再読する。

フィデリティでは機械学習が大きな話題になった時があった。驚くことがある。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>は、自社製品の消費者は子供のある若い母親と考えていた。しかし、機械学習に基づく心理的特徴によると独り暮らしの人という全く違う結果がはじき出された。

■ 規模ゆえに有利な条件で大型投資が可能

Q：コントラ・ファンドは効果的運用という点で巨大になり過ぎたか？

A：深刻な危機時も、巨大ゆえに資金も豊富に使える。5月にPNCファイナンシャル・サービス・グループ<PNC>がブラックロック<BLK>の持ち株を売却した時のことだが、ブラックロックのラリー・フィンクCEOはフィデリティに購入を求めた。私にはPNCファイナンシャルは事業ポートフォリオの花とも言うべき部分を手放したように見えた。しかもディスカウントでの売却だった。当時の株価は480ドル程度だったが、取引では420ドルまで下げられた。ブラックロックの2019年のEPSは28.43ドルで、バランスシートも盤石で、設備投資費もほとんどなく、フリーキャッシュフロー利回りは7%だ。当時金利は0.5%程度だった。私のファンドでは5億ドル相当を買い入れた。次にフランスの製薬大手サノフィ<SNY>が、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>を手放す時が来た。リジェネロンを515ドルで5億ドル相当買い入れた。現在株価は約570ドルだ。確信のある時に大きく踏み出すことができた。

Q：過去30年間で、変化を余儀なくされたことは？

A：コントラ・ファンドの成功の理由は、もはや単なる大型株ファンドではないことだ。上位20銘柄のほとんどは大型株だが、大手石油会社や大手の通信サービス会社は保有していない。創業者あるいは本当に熱意のあるCEOが率いている多くの企業の株式を保有している。時価総額が1000億ドルになる企業はどれかと社内で考える習慣がある。年率35%で成長すれば、3年毎に2倍以上になり、6年も経てば4倍以上だ。商品、ビジョン、経営陣、市場規模などを勘案し、本当に達成できるのはどの会社かと問う。中型のグロース株重視は変わらない。設立後まだ浅い企業を探す。その方が成長が速いし、まだあまり理解されていない。

医療用品の複合企業、パターソン<PDCO>はしばらく低迷していたが、新たな執行役員が利益率や運転資金を厳しく管理し、新型コロナウイルス感染症患者数増加の落ち着きとともに歯科医療向けサービスの繰延需要によって上昇してきた。合成建材の開発、製造のアゼク<AZEK>は屋外テラスの耐久性を高める建材を提供しており、自宅で過ごす時間の増加傾向に向けて立ち位置が良く、住宅関連銘柄としての保有を検討している。

フィデリティ・ロー・プライスト・ストック<FLPSX>のマネジャーであるジョエル・ティリングハストと私がこれまでに保有した銘柄数は大半の人よりも多いはずだ。失敗の数も世界最高かもしれない。私のファンドは巨大で、保有銘柄数も多い。失敗から学び、前進し続ける。とらわれず、水のように流れることだ。

By Leslie P. Norton
(Source: Dow Jones)

5. 選挙テクノロジー市場は機能不全 - The Marketplace for Election Technology

[コラム]

Is Broken. Democracy Is at Stake.

2社が8割独占、政府主導の技術革新必要

■ 2020年の脅威に見合わない選挙インフラ



Illustration by Ben Mounsey-Wood

ペンシルベニア州ノーサンプトンでは昨年11月に新しい電子投票機を導入した。米国の多くの州では、2016年の大統領選の際のロシアによる干渉疑惑を受け、紙ベースのバックアップが取れる電子投票機への移行が進んでいる。ノーサンプトンも米国最大の電子投票システム業者と290万ドル規模の契約を結び、投票、印刷から集計までオールインワンで対応可能な単価およそ8000ドルの投票機が注目を浴びていたが、これが大失敗となった。

ある裁判官候補者についての集計では、一部は得票数ゼロを示したが、実際には当選していたことがその後確認された。選挙管理委員の一人は、画面に触れていないのに投票されたと機械が認識し

たと指摘した。最終的には紙のバックアップから再集計ができたが、機械に対する信頼性が損なわれる結果となった。業者はこの件に関し、投票機の事前設定に関する人為的ミスだと説明した。

この例は米国の選挙インフラの危うさを良く表している。新型コロナウイルスの感染拡大、国外からの干渉の脅威、トランプ大統領が発する選挙結果改ざん疑惑（信憑性には疑いあり）など、選挙を取り巻く問題は山積みだ。

外的要因もさることながら、根底にあるのは米国自身が抱える問題に他ならない。投票テクノロジーは、現在直面する脅威に見合わない基盤が支えている。近年急ピッチで改善が進められているが、20年間続いてきた市場の機能不全を変えるには至っていない。

■ 遅れの一因は歪んだ市場構造

米国では州や地域により、新技術を搭載した投票機が使われていたり、15年前のシステムがそのまま、あるいはセキュリティの修正パッチを適用しないままで使用されていたりと、ばらつきがある。既にサポートが終了しているウィンドウズ2000や、中古品店でしか部品が調達できない古い投票システムをまだ使っている州もある。ノーサンプトンの例が示すように、投票システムの近代化と言っても、そのレベルは時代遅れでセキュリティが不十分なシステムを15年前の水準に合うシステムに交換した程度に過ぎない。

資金難に苦しむ自治体は多い。加えて、ペンシルベニア大学ウォートン・スクールの2017年の報告書によれば、電子投票システム市場の実に80%を二つの製造業者が握っており、資金があったとしても実際には選択肢は限られる。連邦政府と州政府の両方から認証を得なくてはならないことに伴う煩雑さと費用面の負担が、市場の問題を説明できる。米国の40を超える州では、程度に差はあるものの、州政府の認証を受ける前に連邦政府のテストと認証を受けることが条件になっている。製品の企画プロセスには何年もかかる。

しかし、投票システム製造業者のビジネスモデルは現在でも機能している。ガブテック（GovTech）市場のニッチな需要の領域で蓄積した専門性を強みとし、非上場企業であるため企業情報の開示義務はない。最新でない水準のシステムでも、政府の認証を受けた既存製品を継続して売ることができる。

こうした市場の歪みは、米国の選挙インフラの進歩を阻害し脆弱なままにした。今必要なのは、電子システムのセキュリティとハードウェアのアーキテクチャーに関する画期的な革新だが、孤立した非上場企業にその開発を望むのは難しいだろう。国全体での取り組みや政府の資金援助を受けた研究開発が不可欠だ。

■ 解決の糸口は官民協業か

公開技術に関する技術革新には参考にできる例がある。インターネットの技術基盤の構築には、米国防高等研究計画局と米国立科学財団が資金を支援した。その後、1990年代に開発の舞台は民間に移行し、ワールド・ワイド・ウェブ（WWW）の仕組みの発明へと進んだ。デジタル・エコノミー発展の裏には政府による支援があった。

投票テクノロジーでも同様に、新たな技術の商業化やサポートで民間業者の力を借りればいい。公共の選挙技術革新への投資は、従来の市場構造を刷新するものと受け止めるべきではない。むしろこうした投資は、国全体のセキュリティ能力を高めるという目的のもとでの民間セクターとのパートナーシップだと捉えることができる。選挙インフラの脅威は、本質的にはこの国の民主主義に対

する脅威であり、実現すれば重要で垣根を超えた投資となる。

今年の大統領選挙は、政策やテクノロジーの面で既に大きな変化に直面している。しかし、新たな脅威が生まれるのに時間はかからないことを考えても、信頼性が高く、強固でセキュリティがしっかりした投票テクノロジーの必要性は、2020年以降も続く課題の一つと言える。

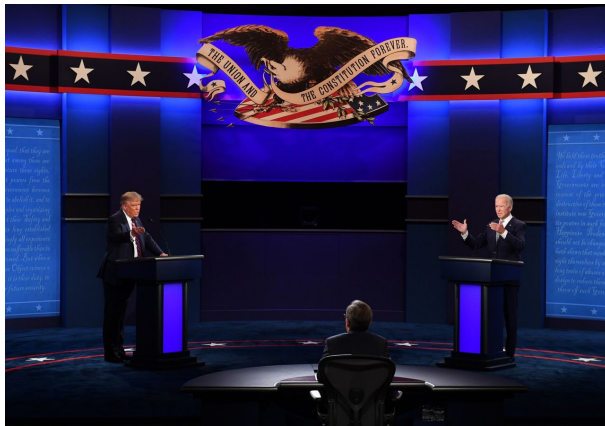
エドワード・ペレスは、オープン・ソースの選挙テクノロジーの開発や選挙インフラの調査を手掛ける非営利企業OSETインスティテュートの技術開発グローバル・ディレクター。

By Edward Perez
(Source: Dow Jones)

6. 大統領感染、経済対策法の可能性高まる - President Trump's Covid Diagnosis Lifts the Odds of a Stimulus Bill 「経済こそが重要なのだ、愚か者」

[コラム・大統領選挙]

■ 英首相は回復後に支持率上昇



BloombergKevin Dietsch/UPI/Bloomberg

良いニュースは、悪い知らせがそれほど悪くなかったことだ。大統領とその対立候補が、討論会と銘打った醜態を繰り広げた数日後、今度は大統領が新型コロナウイルスに感染した。さらに景気回復ペースの減速を示す雇用統計も発表された。それでも、株式市場では4週連続の下落に歯止めがかかった。そんな1週間について、他に言いようがあるだろうか。

トランプ大統領とメラニア夫人がコロナに感染したというニュースが10月2日の早朝に入って、株式先物市場は動揺した。その後、ペンス副大統領と民主党の対立候補であるバイデン前副大統領は

陰性反応を示したと報告された。市場の下げは取引終了までに縮小したが、2日の遅くに大統領は予防措置としてウォルター・リード米軍医療センターに移送されることになったと、ホワイトハウスが発表した。

大統領選挙の投票日まで残りわずか1カ月となり、一部の州ではすでに投票が始まっているなかで、その影響を判断するのは時期尚早だ。トランプ大統領が迅速かつ完全に回復した場合は、選挙運動に戻り、今年初めにコロナに感染して回復した英国のジョンソン首相が経験したのと同様に、世論調査で支持率が上がる可能性がある。

■ 敗者の異議申し立てを恐れ

新たな世論調査は2日にはなかったが、賭け市場ではバイデン勝利のオッズが急上昇した。賭け市場は世論調査よりも変動が激しいものの、9月初め時点で、大統領選は事実上のデッドヒートとされていた。市場を怖がらせているのは、選挙の後に敗者が異議申し立てする事態だ。これは、シカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティ指数（VIX）先物に表れている。VIX先物の11月限は2日のVIX指数の27.63を上回るボラティリティを引き続き織り込んでいるが、大統領選とそ

の後の数週間を網羅し、結果に関する通常の不確実性を反映していると考えれば当然のことだ。しかし大統領選後であるはずの12月限と1月限のVIX先物についても、2日には高値から少し下げて引けたものの、これらもボラティリティの高止まりを織り込んでいる。

ホワイトハウスと議会民主党が第4弾の経済対策法案に合意する可能性があるという期待は、トランプ大統領の感染という診断によって押し上げられたとみられる。背景にあるのは、大統領は選挙活動ができず、景気回復の勢いが失われるのを埋め合わせようと、交渉を進めるのではないかという考え方だ。

大統領選前の発表としては最後になる9月の米雇用統計は、通常なら注目を集めるところであったが、大統領に関するニュースによって影が薄くなった。非農業部門就業者数は66万1000人増加し、コンセンサス予想を約20万人下回ったが、7月と8月の就業者数について14万5000人の上方修正があった。失業率は前回の8.4%から7.9%へと、予想より大幅に低下したが、これは約70万人が労働市場を去り、労働参加率が低下したためだ。労働統計局によると、「雇用されているが休職中」と誤って分類された労働者を正確に計算した場合、失業率は0.4ポイント上昇する。実際のところ、雇員数はコロナ流行前の2月に記録したピークと比べて、1070万人下回っている。

■ 失業率が再選に極めて重要

1992年にクリントン元大統領の選挙参謀を務めたジェームズ・カービル氏が、「経済こそが重要なのだ、愚か者」という有名な言葉を発するずっと前から、失業率は再選を目指す大統領にとって極めて重要なものだったと、ドイツ銀行ストラテジストのジム・リード氏は指摘する。これまでに再選を目指した大統領は、失業率が上昇した場合には、わずか1人を除いて、2期目の当選には失敗している。1976年のフォード元大統領と1980年のカーター元大統領は、それぞれ7.6%と7.5%という「構造的な高失業率」で再選されなかったと同氏はいう。ジョージH. W.ブッシュ大統領は、1990年代初頭の景気後退と、いわゆる雇用なき景気回復の後に、1992年の大統領選で再選を逃した。オバマ前大統領は2012年に7.8%の失業率で再選されたが、それは2008年の金融危機後の景気後退の中で労働市場が改善しつつある状況下でのことだったとリード氏は指摘する。

エドワード・ジョーンズでプリンシパル兼投資ストラテジストを務めるネーラ・リチャードソン氏によると、最新の雇用統計が発表される前でさえ、航空会社が3万人以上のレイオフ（一時解雇）、ウォルト・ディズニー<DIS>が2万8000人のレイオフをそれぞれ発表するなど、景気回復の弱さを示す「圧倒的多数の証拠」があったという。同氏は電話インタビューで、こうした人員削減を回避するための立法措置が間に合わない可能性があるかと付け加えた。

政治よりも経済が株式市場の進路を決める。しかし、経済の進路は政府の政策にかかっている。米商務省が発表した8月の個人所得統計によると、週600ドルの失業給付上乗せ措置などの所得支援が打ち切られたことで、個人所得は2.7%減少した。支出は1%増で、これは過去の給付から取っておかれた貯蓄があったためだ。しかし、ニューヨーク連邦準備銀行の週間経済指標など、さまざまなリアルタイム指標は8月以降横ばいとなっている。

10月12日の週には決算シーズンが始まるので、投資家は将来への糸口を探るだろう。コロナのパンデミック（世界的流行）の影響で落ち込んだままとなるだろう第3四半期の業績は、その後の数四半期あるいは数年について経営陣が語る内容ほど重要ではなかろう。投資家は2021年の大幅な回復に賭けているが、業績回復にはかなり長い期間、恐らく3年にかかるだろうとリチャードソン氏はいう。その頃には、2024年の大統領選について話しているだろうが、そんな考えはごめんだ。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. 市場は政治的混乱こなせる - Why the Stock Market Can Handle the Political Chaos

経済の回復基調と業績期待が支え

[米国株式市場]

■ 多くの政治ニュース

トランプ大統領が新型コロナウイルスの陽性反応を示したとのニュースは市場に大きな不透明感をもたらしたものの、少なくとも先週の動きからは、株式市場がこの材料をうまく織り込んだように思われる。

先週の主要株価指数は、ダウ工業株30種平均が1.9%高の2万7682ドル81セント、S&P500指数が1.5%高の3348.44となり、週間ベースの連続安が4週間で止まった。ナスダック総合指数は1.5%上昇して1万1075.02で引け、小型株のラッセル2000指数は4.4%高の1539.30で週末を迎えた。

政治関連のニュースが主要な見出しとなった1週間だったが、株価は上昇した。週半ばに行われた大統領選挙のテレビ討論会はどちらの側にもショックとなるほどのひどいものであり、金曜日はウォルター・リード米軍医療センターに向かう大統領の姿で終わった。当初、討論会と陽性反応の報道は共に大幅な下落につながったが、株価はそこから回復した。市場にとっては他に気になることがあったためだ。

気になることとは新たな景気刺激策である。共和・民主両党が合意に達することができるかどうかについては見方が交錯していたが、両党が話し合っているという事実だけでも、動きが何もない状態よりは良かった。市場は回復しつつある景気の後押しを望んでいるが、金曜日の取引終了時点では合意はまだ先のように思われた。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「これは市場が対処しなければならない問題だ」と述べる。

はっきりしていることが一つある。株式市場は景気刺激策を望んでいるものの、株価上昇に必要なものではないという点だ。ウェルズ・ファーゴ・セキュリティーズの米国株ストラテジストであるクリス・ハーベイ氏が述べているように、景気刺激策は景気回復を促すほか、景気後退リスクを低

Dow Jones Industrial Average



Source: FactSet

下させるが、景気回復は刺激策がなくても続きそうだ。同氏は「景気刺激策があれば、不安がなくなり、リスクを取り除くことができる」と解説する。

■ 経済指標と企業業績

S&P 500 Index



Source: FactSet

実際、経済指標は、ゆっくりとしたペースであっても景気回復が続いていることを全般的に示している。例えば、住宅需要は依然としてかなりの高水準にあるほか、サプライ管理協会（ISM）の9月の製造業景況指数は8月の56から55.4に低下したが、製造業の持続的な成長を示す50を上回っている。

米国の9月の雇用統計は市場予想を下回ったが、9月の民間雇用者数は市場予想を上回った。アムハースト・ピアボンのチーフ・エコノミストであるスティーブン・スタンレー氏は「経済全般、特に労働市場が勢いを失っているというのが一般的な見方だが、経済指標がそのシナリオを完全に裏付けているとは思わない」と書いている。

腑に落ちないのであれば、企業業績に目を向けてみるのも良いようだ。JPモルガン・チェース<JPM>などの銀行の業績発表が始まる2週間後から第3四半期決算シーズンが本格化するが、これまでに発表されたものはかなり良かった。

飲料大手のペプシコ<PEP>が先週発表した業績は市場予想を軽く上回って株価は3.4%上昇し、生活用品小売りチェーンのベッド・バス・アンド・ビヨンド<BBBY>はサプライズとなる利益計上を発表して株価は42%の急騰となった。一方で予想利益は上昇が続いており、企業業績にとって明るい兆しとなっている。

JPモルガンでクオンツとデリバティブ戦略のグローバル責任者を務めるマルコ・コラノビッチ氏は、「第3四半期の業績は再び予想を上回り、バランスシートはさらに改善傾向を示すと思われるため、業績発表と見通しは引き続き前向きなものになると予想している」と述べる。

■ ボラティリティ上昇は織り込み済みか

それでも約1カ月後に迫っている厄介な選挙があるが、いずれにしても1カ月たてば選挙が終わるというのは良いニュースだ。UBSのグローバル・ウェルス・マネジメント部門の最高投資責任者（CIO）であるマーク・ヘーフエレ氏は「選挙の不確実性は短期的な問題であり、中期的には、ワクチン開発による人々の移動の持続的な回復と、米国の追加財政刺激策が議会を通過して経済が『より正常な』方向にシフトすることが期待される」と書いている。

ところが現実には、投資家が市場で織り込んでいるリスクの量が通常の状態を明らかに超えているようだ。シカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティ指数（VIX指数）は、2月末から20を大きく上回る水準で取引されており、投資家が7カ月以上前から平均以上のリスクを織り込んでいることを示している。また、VIX指数の先物は新年に向けてボラティリティが上昇する見通しを示唆している。これは投資家が予期せぬ事態（大統領の陽性反応はそれにあたる）に備えていることを意味しているが、最悪の事態を想定していたとしても、それほどボラティリティになるかどうかは難しい。

VIX指数のこの水準は1日の平均的な市場の動きが1%以上になることを示唆しているため、最近の変動でも異常ではないことになる。マクロ・リスク・アドバイザーズのテクニカルアナリストであるジョン・コロボス氏は「S&P500指数が3200～3400のレンジで動かなくなっても現時点では驚きではなく、3200を支持線と考えて買いを継続しており、ボックス相場になるのではないかとの見方をとっている。3425を上回ることがあれば、景気回復への信頼感が高まり始める」と書いている。

現時点でわれわれに必要なのは、少しばかりの自信のようだ。

NASDAQ Composite Index



Source: FactSet

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

8. IPO、以前と同じ問題抱え復活 - IPOs Are Back-With All the Same Problems, and More メリット生かした事例続々

[ハイテク]

■ 平均費用は2億ドル超



Julien Mattia/NurPhoto/Getty Images

新規株式公開（IPO）の仕組みは破綻している。資金調達的手段として過度に高価な手段となっているからだ。

米国では年初来127社がIPOを果たした（特別目的買収会社＝SPAC＝を除く）。フロリダ大学教授でIPOの専門家であるジェイ・リッター氏によると、これらの企業の株価は取引初日に均等加重ベースで平均38%上昇し、それによる値上がり益は総額240億ドルだった。取引初日の値上がり益は平均で1億8900万ドルである。これは、投資銀行が公開価格をより効果的に設定していれば発行体が手に入れることができた金額だ。

また、IPOを選択した企業は引き受け会社に引受手数料を支払わなければならない。この額は平均2500万ドルだ。発行会社のものとはならない値上がり益と足し合わせると、通常のIPOには現状で2億ドルを超える費用がかかることになる。リッター氏は「IPOのための直接コストと間接コストは高過ぎる」と考えている。

最近のIPO事例では、ビッグデータの保管・分析を手掛けるスノーフレイク＜SNOW＞の株価が取引初日に116%高と急騰し、取引開始前に株式を手に入れた機関投資家は総額37億5000万ドルを手にした。

一見すると、これは被害者のない犯罪のように見える。だが、ベンチャーキャピタルのベンチマークのパートナーで、シリコンバレーで最も影響力のあるベンチャーキャピタリストの一人であるビル・ガーリー氏は長年にわたりこの現象を批判的に見ている人物であり、IPOに代わるダイレクトリスティング（直接上場）やSPACなどの株式公開方法の支持者でもある。

ガーリー氏は、スノーフレイクが取引初日の値上がり益を同社から奪われた価値と見ており、「その資金はどこから来たのか。私は、従業員、投資家、創業者から来たと考えている」と述べる。

■ 直接上場は創業者の持ち分多い企業向け

今年になって幾つかの事例が示しているように、IPOよりも優れていると考えられる株式公開手段は存在する。その一つが、（銀行や証券会社を介さずに）発行済み株式を取引所に直接登録する直接上場だ。先週、よく知られた二つの企業がこの方法で株式を公開した。

その1社はデータ分析会社パランティア・テクノロジーズ＜PLTR＞で、初値は10ドル、時価総額は220億ドルと評価された。もう1社は業務管理プラットフォームを運営するアサナ＜ASAN＞で、初値は21ドル、時価総額は40億ドル超と評価された。先週の終値はそれぞれ9.20ドル、25.91ドルだった。

直接上場は創業者の持ち分が多い企業に適している。パランティアの場合、3人の創業者が同社の40%を支配する。アサナでは、2人の創業者が議決権株式の半分以上を所有する。

リッター氏は、資金力のあるユニコーンによる直接上場が今後増えると考えているが、この手法を利用して株式を上場する企業はユニコーンにとどまらない。実際、先週3件目の直接上場となった電話帳出版社のスライブ・ホールディングス<THRY>は、2016年に米連邦破産法第11条の適用を申請した後に再び株式を上場した。

スライブは、電話帳事業から得た現金を、中小企業にウェブサイトや関連サービスを提供する急成長中の部門に投資しており、多くのIPO企業と異なり収益性は高い。しかし、投資家は売上高が減少している企業にあまり関心がない。同社の時価総額は3億4500万ドルにとどまり、取引初日の出来高は1万株を下回った。

■ SPACなら迅速、多くの資本調達

上場市場への参入を目指してSPACとの合併を選択する企業も増えている。宇宙旅行ビジネスを手掛けるヴァージン・ギャラクティック<SPCE>や電動トラック開発のニコラ<NKLA>など経営実態が分かりづらいスタートアップ企業が最近この方法で株式を公開したが、ベンチャーキャピタルの支援を受けた本流のスタートアップ企業にとってSPACの魅力は増している。

ベンチャーキャピタルから2億9300万ドルを調達した中古車サイトのシフト・ドット・コムは10月下旬にインシュアランス・アクイジション<INSU>という名のSPACとの逆合併を通じて株式を公開する予定だ。シフトのライバルであるブルーム<VRM>の株価が7月のIPO以降に一時大きく上昇したことから、投資家のシフトへの関心は高いと考えられる。

シフトのCEOであるジョージ・アリソン氏は、「通常のIPOではこれほど迅速に行動することは不可能だった。しかも、SPACを利用する今回の方法なら、より多くの資本を調達できる。IPOで調達できる資本が7500万～1億ドルと推定されるのに対し、バランスシートに3億ドル近い資本が追加されることになる」と言う。

新たな株式公開の波は9月をすぎて鈍化しているものの、ホリデーシーズン前に次の波がやってくるはずだ。その顔ぶれには、決済プラットフォームのストライプ、民泊仲介サービスのエアビーアンドビー、料理宅配サービスのドアダッシュ、食料品宅配サービスのインスタカート、株取引アプリのロビンフッド、モバイルショッピングを手掛けるウィッシュなど、よく知られた新興企業が含まれる可能性がある。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

9. 見直し迫られる株60債券40戦略 - A 60/40 Stocks/Bond Strategy No Longer Works. Here's What to Do Instead. ゼロ金利下ではハイブリッド型ポートフォリオ

[コラム]

■ 株のヘッジにはTIPS



AFP via Getty Images

2020年は、大荒れになっている。第4四半期は始まったばかりだが、恐らくもっと多くの想定外のことが起きるだろう。これは株式市場にも政治にもあてはまる。

今年の9カ月間に、S&P500指数が5.57%のトータルリターンを上げたと言うだけでは話にならない。それよりも話さなければいけないことは、新型コロナウイルスの感染拡大で、株価は第1四半期末に顔が青ざめる急落となったが、続いて3月23日の安値から9月末までに51.75%リバウンドしたことだ（トータルリターンのデータはS&P

で数量分析を担当するハワード・シルバブラット氏による）。胃が痛むような乱高下を経て、S&P500指数は2月19日の高値との比較では、わずかに0.47%のリターンである。

債券は、この株価のボラティリティの緩衝材となったかもしれない。ブルームバーグ・バークレイズ米国総合債券指数は、年初来9カ月で6.79%のリターンを上げ、株式のベンチマークを上回った。単純に特定の資産に集中しないという以上に、通常は債券が株価の下落に対して緩衝材となるため、分散投資は機能する。従って、株式60%と債券40%で構成されるポートフォリオ、あるいはその変型ポートフォリオは、機関投資家と同様に個人投資家にも、標準的な手法となってきた。

しかし、過去は未来の良い指標にならないかもしれない。以前に当コラムで書いたように、ベンチマークとなる10年国債の利回りが直近で0.67%という歴史的低水準にあるため、利回り低下の余地はほとんどない。一方で利回り上昇には際限がない（利回りが上昇すると債券価格は下落する）。米連邦準備制度理事会（FRB）の発表の狙いは、インフレ率を以前のターゲットである2%を上回る水準に押し上げることにある。それは、実質利回りがマイナスになることを意味する。

これらを考慮すると、株式ポートフォリオにはインフレ指数連動国債（TIPS）が良いヘッジになる。インフレ率や債券利回りが歴史的低水準から上昇するのであれば、金もヘッジ手段になる。短期債への投資によって、分散型ポートフォリオを安定させることも可能になる。短期債の利回りは一段と低い、利回りが上昇してもリスクは小さい。

■ 転換証券、ハイイールド債、REITで代替

JPモルガンのストラテジスト、ジャン・ロイス氏は、60/40ポートフォリオに代わる、ゼロ金利時代の代替手法を提案する。「株式のような債券と債券のような株式」を組み合わせることである。具体的には転換証券、ハイイールド債、不動産投資信託（REIT）などで、S&P500指数やブルームバーグ・バークレイズ米国総合債券指数といった標準的なベンチマークとは、連動性がほとんどない。

過去40～50年にわたって、60/40ポートフォリオは見事に成果を上げてきた。1983～2010年のリターンは年率9.9%だった。S&P500指数は年率11.2%、ブルームバーグ・バークレイズ米国総合債券

券指数は年率7.0%で、ともに金利が史上最高水準から最低水準に低下したことで、リターンが押し上げられた。

先を考えることは当て推量にしかないが、確かなことが一つある。リターンは低くなるということだ。債券市場では、何年にもわたって利回りがゼロ近辺にとどまる「日本化」が生じるかもしれない。代わって、FRBの巨額の債券買い入れによってインフレ率や債券利回りの上昇が見られるかもしれない。FRBによる国債買い入れは、数兆ドルの財政赤字を実質的に穴埋めする「マネタイズ」だからだ。分からないことばかりだが、有効な仮説は現在の1.3%という米国債券総合指数の債券利回りが、今後10年間の債券利回りとなることだと、ロイス氏は顧客向けノートに記した。

株式の予想リターンも、見極めることは困難だ。密度の濃いさまざまな分析をした上で、JPモルガンは今後10年間の予想リターンを年率5%とする。ロイス氏の推計によれば、今後10年間の60/40ポートフォリオの予想リターンは年率3.5%である。これは年金基金や寄付基金など、多くの機関投資家が必要とする水準を大幅に下回る。そうだとすれば各個人にとっては、税引き後でやっとインフレ率を超える程度に過ぎない。

60/40戦略に代わって提案された代替投資は、リターンを大きく向上させるかもしれない。1987年以来、ハイイールド債、転換証券、REIT、公益事業株を均等に組み入れる「ハイブリッド」ポートフォリオは年率10%のリターンであるのに対し、S&P500指数のリターンは年率11%であった。

■ ETFもハイブリッド型戦略

今後10年間を考えるなら、普通社債20%、ハイブリッド証券40%、株式40%を組み合わせるポートフォリオのリターンは、JPモルガンのシミュレーションで年率約4%となる。ハイブリッド型ポートフォリオの年間ボラティリティが、株式と同じくらい高くなる可能性があること（3月に資本市場は劇的に急落した）は強調されるべきだが、それでも10年間では大幅に低い。

個人投資家にとっては、上場投資信託（ETF）の普及以前であれば、すべて理論上の試算に過ぎないだろう。しかし今日では、ハイブリッド型運用はETFにも導入されている。各セクターの最大のETFを挙げれば、iシェアーズiBox米ドル建てハイイールド社債ETF<HYG>、SPDRブルームバーグ・バークレイズ・コンバーチブル債券ETF<CWB>、バンガード不動産ETF<VNQ>、公益事業セレクト・セクターSPDRファンド<XLU>などがある。

メッセージは、投資家は保守的なポートフォリオにおいて、「安全な」債券を減らし、その分をこうしたハイブリッド証券や株式に配分すべき、ということである。ロイス氏はさらに、ハイブリッド証券60%と株式40%にすることで、今後10年間にわたり年率5%のリターンを予測する。これは株式100%のポートフォリオと同程度だが、ボラティリティは大幅に低い。加えてロイス氏は、米国のハイブリッド証券をポートフォリオに加えることは、外国人投資家にも恩恵をもたらすだろうと、別の顧客向けノートに記している。

偉大な哲人であったメジャーリーガー、ローレンス・ピーター・ベラの言葉を借りれば、未来は過去と同じではない。ポートフォリオも適切に修正すべきである。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - In a Pandemic Year, Amazon and Target Schedule Their Big Holiday Sales アマゾンとターゲット、間もなく年末商戦

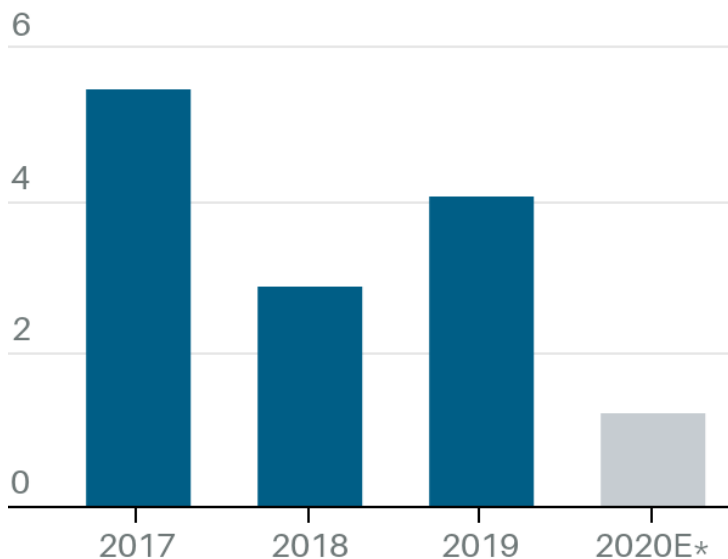
[経済関連スケジュール]

■ 同日開催、オンラインヘシフト

Home for the Holidays

Growth in holiday retail sales has been robust for the past three years. The pandemic might change that this year.

End-of-the-year sales growth, 2017 to 2020, Year Over Year



*Deloitte estimate

Sources: National Retail Federation; Deloitte

今年は、ハロウィンの前に年末商戦が始まるもようだ。先日、ディスカウントストアチェーンのターゲット<TGT>は、年末商戦のスタートとなる“ターゲット・ディール・デイ”を10月13日、14日に開催すると発表した。これはアマゾン・ドット・コム<AMZN>のセールであるプライムデーと同日に行われる。ターゲットは、アマゾンがプライムデーの日程をアナウンスした翌日にこれを発表した。プライムデーは例年、夏に開催されるが、今年は新型コロナウイルスの大流行により時期をずらしていた。

これは偶然の一致ではない。プライムデーはアマゾンにとっての一大イベントだが、近年では他の小売企業もこのイベントに乗じようとしている。小売業界はこれを、例年とは異なる年末商戦の幕開けと見る。ターゲットは今シーズンには「前年と比べてセール品を100万点近く増やし、ブラック・フライデー（感謝祭の翌日に行われるセール）並みのセール価格で11月中ずっと提供し、さらにプライス・マッチ保証（他店の価格の方が安い場合は、同額

かそれ以下に値引きをする保証）を行う期間も拡大する」とする。ほとんどの商品は、オンラインで注文して店頭あるいは来客用駐車場で受け取ることができる。

ターゲットや同業のウォルマート<WMT>、家電販売大手ベスト・バイ<BBY>などは、コロナの影響で、感謝祭（今年は11月26日）の休業を発表している。今年は強力なプロモーションやブラック・フライデーで店舗に人が押し寄せることは最善ではないと考えられる。もちろん、セールが開催されないのではない。今年の小売業の流れに沿って、オンラインへ移行することになる。先週初めウォルマートは、オンライン販売の発送センターで、2万人を臨時に雇用すると発表した。

電子商取引はサイバー・マンデーなどにより、すでにクリスマス商戦を変えている。だが近年、小売業は年末商戦を感謝祭の前まで前倒して期間を拡大し、売り上げ増を狙ってきた。不況で買い物客の財布のひもが締まりがちな時勢には、必須なのかもしれない。

■ 今週の予定

10月5日（月）

・大手ネットワーク機器メーカーのシスコシステムズ＜CSCO＞、画像処理半導体（GPU）大手エヌビディア＜NVDA＞が投資家向けイベントを開催。

・ボンティエルは、産業計器メーカー、フォーティブ＜FTV＞からの分社化に先駆けて投資家向け説明会を開催。ボンティエルは輸送・交通ソリューションを手掛け、10月9日からニューヨーク証券取引所（NYSE）で取引が開始される予定。ティッカーはVNT。

・サプライ管理協会（ISM）が9月の非製造業購買担当者景気指数（PMI）発表。コンセンサス予想は56.1と、8月をわずかに下回る。

10月6日（火）

・米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長が、全米企業エコノミスト協会（NABE）の第62回年次会合で基調演説を行う。バーチャル会合のテーマは「グローバル・リセットについて考える：コロナ下の経済、ビジネス、政治」。

・ジーンズのリーバイ・ストラウス

（リーバイス）＜LEVI＞、中小企業向けアウトソーシング・サービスのペイチェックス＜PAYX＞が決算発表。

・バイオ医薬品メーカーのアレクシオン・ファーマシューティカルズ＜ALXN＞と飲料・食品用の金属・プラスチック容器メーカーのボール＜BLL＞がバーチャルで投資家向け説明会をそれぞれ開催。アレクシオンの経営陣は開発パイプラインについて説明。一方ボール経営陣は、業界やアルミニウム梱包、航空宇宙テクノロジーのトレンドについて説明を行う。

・8月の求人離職統計（JOLTS）発表。コンセンサス予想では、8月末日の求人件数は625万件と、7月の662万件から減少の見込み。

・8月の貿易収支発表。7月とほぼ同じ水準の666億ドルの赤字が見込まれる。

10月7日（水）

・冷凍食品メーカー持ち株会社のラム・ウェストン・ホールディングス＜LW＞が2021年度第1四半期の決算発表。

・会員制量販店チェーンのコストコ・ホールセール＜COST＞が9月の売り上げを発表。

・米連邦公開市場委員会（FOMC）が、9月半ばに開催された金融政策決定会合の議事録要旨を公表。

・FRBが8月の消費者信用残高を発表。前月から140億ドル増加して4兆1400億ドルとなる見込み。消費者信用残高は、コロナによるロックダウンなどで停滞した後、3カ月連続で増加する見込みで、2020年2月に記録した統計開始以来最高の4兆2000億ドルに迫る。

Fearsome Foursome

Online sales have helped big retailers prosper in the pandemic.

2020 Amazon, Target, Walmart, and Best Buy, Year to Date, Shares



Source: FactSet

10月8日（木）

- ・ピザのチェーンを展開するドミノ・ピザ＜DPZ＞が決算コンファレンスコール開催。
- ・半導体メーカーのアナログ・デバイセズ＜ADI＞と同業のマキシム・インテグレーテッド・プロダクツ＜MXIM＞が株主総会を開催し、7月に発表された合併への承認を求める。アナログは株式交換により全マキシム株を取得予定で、合併後の企業価値は680億ドルとなる。
- ・10月3日までの週の新規失業保険申請件数発表。9月の週平均申請件数は86万7250件と、2月以来最低となった。

10月9日（金）

- ・電力大手デューク・エナジー＜DUK＞がバーチャルで環境・社会・ガバナンス（ESG）投資家向け説明会を開催。

By Teresa Rivas
(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』 2020/10/04

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