

# バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/12/27

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 注目の旅行・レジャー関連6銘柄 - Try These 6 Travel and Leisure Stocks to Play [カバーストーリー]  
a Vaccine-Driven Rebound P.2  
ワクチンによる回復に期待
2. ニュースが市場を動かすのか? 株価はこうした見方にくみせず - Do Headlines [コラム]  
Move Markets? Stocks Aren't Buying the Story P.8  
市場がニュースを作る
3. 低金利はFRBのせいではない - Don't Blame the Fed for Today's Low Rates, [インタビュー]  
Says Neel Kashkari P.10  
ミネアポリス連銀総裁に聞く
4. フィットネス関連株でポートフォリオを健康に - Fitness Stocks That Can Get [一般消費財]  
Your Portfolio in Shape P.13  
絶好調のペロトン以外にも有望銘柄は多い
5. 過熱気味の小型株 - Small-Caps Have Been Too Hot [米国株式市場]  
懸念のシグナルも出ているが当面は心配不要か P.15
6. SECはファンドのレバレッジを規制したが抜け道は残る - The SEC Seeks to Rein [ファンド]  
in Leverage-but Gaps Remain P.18  
レバレッジドファンドに許容範囲を設定
7. アップルが目指すのは自動車インターネットがもたらす広大なサービス市場 - What [ハイテク]  
Apple Would Want From the Auto Market. It's Not About Making Cars P.21  
自動車メーカーになる戦略は見込み薄
8. 新ETFはナスダック100への昇格有望銘柄がターゲット - New ETF Is Targeting [ETF]  
Companies That Could Join the Highflying Nasdaq 100 P.22  
Next Gen100は革新的で成長が見込める中型株で構成
9. ARKのETFが市場を席卷、投資家にとって意味するものとは - ARK ETFs Are [ETF]  
More Popular Than Ever. What It Means for Investors P.24  
大量の資金が流入する一方、その過熱ぶりに懸念の声も
10. 今週の予定 - QuantumScape is One of the Most Valuable Stocks in the Car [経済関連スケジュール]  
Industry P.25  
クアンタムスケープが急伸、自動車関連銘柄の時価総額で大手上回る

※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。

# 1. 注目の旅行・レジャー関連6銘柄 - Try These 6 Travel and Leisure Stocks to Play a Vaccine-Driven Rebound [カバーストーリー]

ワクチンによる回復に期待

## ■ 業界の低迷にもかかわらず株価は急上昇



Photograph by Andrew B. Myers; (background) Suttipong Sutiratanachai/Getty Images

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、企業の出張は急激に減少し、それに伴って航空機の乗客も激減した。ラスベガスのメインストリートであるラスベガス・ストリップは、普段の活気がなく、静かなリゾート地のような。国内のレジャー旅行は、夏から秋にかけては比較的好調だったが、感染者数の急増と全米にわたる新たな旅行・営業制限の影響を受けている。全米ホテル・ロジック協会の最近の調査では、約70%の米国人がクリスマスに旅行をしないと回答した。

それでも、クルーズ船、宿泊、カジノなどのレジャー関連株は極めて好調である。多くの銘柄は依然として年初来では下落しているものの、一部

の銘柄は過去数週間で20%超上昇している。大きな弾みとなったのは、11月上旬のワクチンの有効性に関する明るいニュースだ。さらに、ワクチンの承認と接種開始によって良好な雰囲気が続いた。

投資家は、船に乗り遅れたのではないかと心配する必要はない。パンデミックに関するニュースには波があるため、株価上昇の後は調整も入り押し目が来るはずだ。さらに、一部のセクターは他のセクターよりも早く反発するとみられ、出遅れ銘柄の中に株価が非常に割安なものが現れる可能性がある。

投資銀行トゥルーイスト・セキュリティーズのアナリストであるパトリック・ショールズ氏は、タイムシェア（複数人で一つの別荘を所有すること）関連企業に魅力があると指摘する。例えば、ウィンダム・デスティネーションズ<WYND>、ヒルトン・グランド・バケーションズ<HGV>、マリオット・バケーションズ・ワールドワイド<VAC>である。

これらの銘柄は、国内レジャー旅行の堅調な需要や安定した手数料収入などの恩恵を受ける。また、利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）の2022年コンセンサス予想に対する企業価値（EV。主に時価総額+純負債）の倍率がいずれも10倍未満となっている。これは従来型のホテル企業であるマリオット・インターナショナル<MAR>やヒルトン・ワールドワイド<HLT>などの16倍超よりも割安である。

旅行・レジャー銘柄の急上昇に関して、ショールズ氏は「ワクチンを材料として売買が活発化した株価のモメンタムのみであり、実態としてはホテルの予約率や客室稼働率に回復の兆しは見えない」と語る。例えば、12月12日までの1週間について、ホテル業界の主要な指標である販売可能な客室1室当たり売上高（RevPAR）は前年同期比57%減少した。

それでも、ワクチン開発が成功し、広く普及すると想定すれば、パンデミック後のホテル業界の状況は明るい。こう語るのは投資銀行レイモンド・ジェームズで不動産リサーチ責任者を務めるビル・クロウ氏である。同氏はその一因として、「当社は今後数年間にわたってホテルの供給の伸びが鈍

化すると予想している」と述べる。

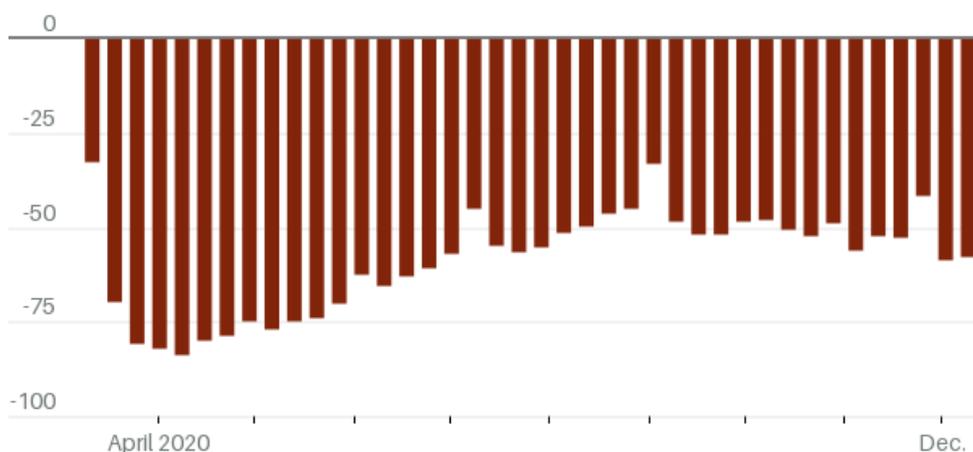
もう一つの潜在的な好材料は、より早期に実現するとみられる。それは、マリオット・インターナショナルやヒルトン・ワールドワイドなどの多くの企業が依存している出張旅行の復活である。ビデオ会議などのツールは企業がパンデミックを切り抜ける助けとなったが、会議室やバーで顔を合わせての人脈構築に代わるものはない。分析会社トリップバム・アナリティクスのスティーブ・レイノルズ最高経営責任者（CEO）は、来年第2四半期の出張旅行が2019年の約40%の水準まで回復すると予想している。同氏は、この割合が海外出張の増加によって2021年末には60%に達し、2022年末には80%になるとみている。

## ■ 地方カジノはパンデミック下の勝者だが目利きが必要

### Vacancies Aplenty

Although U.S. hotel revenue per available room has improved since the early days of the pandemic, it continues to trail last year's results by significant margins.

#### U.S. Revenue per available Room



Sources: STR; Truist Securities

一方、米国の主要なクルーズ船会社は3月中旬からほぼ休業状態にあり、米国疾病予防管理センター（CDC）による条件付き運航命令に対応するために来年2月か3月まで運航停止を延長している。クルーズ船会社は、慎重な姿勢を取りつつも、予約の傾向は心強いと述べている。しかし、これらの企業は毎月何百万ドルもの現金を消費している。さらに、少なくとも2022年まで利益が見込まれず、同年の利益も控え目になるとみられる。

それでもクルーズ船会社の株価は、年初来の下落率こそ依然として40%以上であるものの、ワクチン関連ニュースによって急騰した。ドイツ銀行のアナリストであるクリス・ウォロンカ氏は、「人々はコロナ後もクルーズ旅行に行きたいと願っている。これは強気な兆候だ。株価はこうした楽観的な姿勢を全て織り込んでいると思う」と語る。同氏は、長期的には強気な見方を維持しているが、コロナ後の再開に関する期待はやや過熱していると考えている。

モルガン・スタンレーのアナリストであるトーマス・アレン氏は、クルーズ船銘柄に弱気で、レジャー旅行と出張旅行関連銘柄により強気である。同氏はレジャーの中でもギャンブル関連銘柄を嗜好する。同氏は「新型コロナウイルスは、人々のカジノに行きたいという意欲に対する大きな構造的逆風を生み出したとは考えられない」と語る。実際、地方のカジノ銘柄はパンデミック下の大きな勝者となっている。例えば、ボイド・ゲーミング<BYD>は5月の本誌推奨以降に135%上昇しており、ペン・ナショナル・ゲーミング<PENN>は年初来で250%超上昇している。

しかし、株価の急騰は、投資家が目利き力を発揮する必要があることを意味する。ドイツ銀行のアナリストであるカルロ・サンタレリ氏は、「コスト削減にせよ、景気回復のペースにせよ、多くの好材料が織り込まれている。また地方カジノは、多くの州において、他のあらゆる企業が休業する中で唯一の娯楽になっているという事実から極めて大きな恩恵を受けている」と指摘する。

地方カジノは、オンラインスポーツベッティングやiゲーミング（オンラインカジノ）の成長ポテンシャルをめぐる熱狂の恩恵も享受している。地方カジノはこうした分野に投資しており、例えばシーザーズ・エンターテインメント<CZR>は英国のスポーツベッティング会社ウィリアム・ヒル<WMH.UK>を買収しようとしている。アレン氏は、「当社の予想では、地方カジノの売上高が2019年のピークの水準に戻るには2022年下半期か2023年までかかるが、回復のスピードはラスベガスやホテルよりも大幅に速い」と語る。

地方カジノ銘柄ほどではないものの、多くの宿泊関連銘柄の株価も急上昇している。アレン氏は、事業運営の観点から、「レジャー旅行の宿泊客のエクスポージャーが大きい宿泊関連銘柄は、出張旅行の宿泊客のエクスポージャーが大きい銘柄よりも優れた位置にある」と述べる。例えばチョイス・ホテルズ・インターナショナル<CHH>やウィンダム・ホテルズ・アンド・リゾーツ<WH>だ。ウィンダムは、売上高の約70%はレジャー旅行者からのもので、国内ドライブ旅行者向け事業による恩恵を享受している。

本誌は優れた潜在的価値を有する銘柄を発見するため、複数のアナリストやポートフォリオマネージャーに話を聞いた。以下に推奨銘柄を紹介する。

#### ■ ウィンダム・ホテルズ・アンド・リゾーツ

マリオット・インターナショナルやヒルトン・ワールドワイドといったホテル業者に比べると、ウィンダムはバリュー投資に近い。2022年予想ベースのEV/EBITDA倍率はマリオットとヒルトンの16倍超に対し、ウィンダムは12.5倍だ。

世界最大のホテルフランチャイズ企業である同社は、高級ホテルよりも健闘しているセグメントである中級およびエコノミーの客を中心としている。12月12日時点の年初来RevPARはエコノミーホテルで20.9%の減少にとどまっているのに対し、高級ホテルでは57.6%減少している。

同社は「出張せざるを得ないビジネス客のニーズに応える」と本誌に語り、ロックダウン（都市封鎖）中でも必要不可欠な業務に従事する人々は、重要なビジネス客だと付け加えた。電設業や公益事業の労働者など「インフラ業界関係者が大幅に増加」しており、医療従事者も重要な顧客だという。調査会社ゴードン・ハスケット・リサーチ・アドバイザーズのロバート・モリンズ氏は、12月16日のレポートで、「ウィンダムは車でレジャーに出掛ける顧客層と、在宅勤務ができない現場労働者の一時的なニーズに応えるユニークな位置に付けている」と述べ、投資判断を「買い」としている。

ほとんどのレジャー銘柄とは違い、ウィンダムは四半期配当を継続している。今年、1株当たり32



Photograph by Andrew B. Myers; (background)  
MediaProduction/Getty Images; (syringe)  
Dreamstime.c

セントから8セントに減配となったものの、2021年は増配を目指している。配当利回りは0.6%、株価はパンデミックによる3月の安値から2倍以上になったものの、年初来のリターンはマイナス10%だ。

## ■ ノルウェー・クルーズ・ライン・ホールディングス

### Luxury Hotels: Not So Sweet

Upscale and luxury hotels have been hit the hardest by the economic fallout from the pandemic, while economy operators have fared better.

YTD Hotel Category	YTD Revenue Per Available Room	YTD Hotel Occupancy
U.S. Average	-47.7%	-33.4%
Luxury	-57.6	-55.7
Upper Upscale	-61.9	-54.6
Upscale	-52.2	-41
Upper Midscale	-43	-33
Midscale	-32.2	-24.1
Economy	-20.9	-13.5
Independents	-41.4	-29.5
Location		
Urban	-63.8	-48.2
Suburban	-44.7	-30.7
Airport	-52.8	-39.9
Interstate	-30.6	-22.9
Resort	-42.5	-38.4
Small Metro/Town	-30.5	-23.3

Data compares Jan. 1 through Dec. 12, 2020, versus the corresponding period in 2019

Sources: STR and Raymond James

パンデミックの第1波でクルーズ会社の株価は一時80%以上下落し、その後も激しい値動きが続いている。米国からのクルーズ運航を再開できる時期は未定のままだ。しかし、2021年に北米での運航が実際に再開されるとなれば、米3大クルーズ会社の中で最小のノルウェー・クルーズ・ライン・ホールディングス<NCLH>は、面白い投資先となり得る。

トゥルーイストのアナリスト、ショールズ氏は、「大手旅行代理店がはっきりと言うのは、将来のクルーズ需要が最も高いのはハイエンドのラグジュアリークルーズだ」と語る。ノルウェー・クルーズおよび同業者であるロイヤル・カリビアン・グループ<RCL>とカーニバル<CCL>に対する同氏の投資判断は「ホールド」だ。同氏によると、ノルウェー・クルーズが保有するクルーズ船は定員の約15%がラグジュアリークラスであり、競合2社よりもはるかに高い。

同社は確かに借り入れが多く、その一部は船舶の運航停止中でも事業を存続させるために今年借り入れたものだ。9月30日時点の長期借入金残高は106億ドルと、昨年末の60億ドルから大幅に増加している。最近の2022年予想ベースのEV/EBITDA倍率10.5倍も決して割安であるとは言えない。

金融データ会社ファクトセットのコンセンサス予想によれば、同社は2022年まで黒字回復できない見通しだ。

しかし、同社のラグジュアリーブランド、特に「オセアニア」と「リージェント・セブンシーズ」は、より小型の、多くの場合定員1000名未満の船舶を運航しており、大勢の人を避けたいコロナ後の世界の顧客にとって魅力的な選択肢かもしれない。これらの船舶は「マスマーケット向けのバハマ2泊3日クルーズほど混雑してはおらず、窮屈ではない」とショールズ氏は言う。ノルウェージャンの投資判断を「アウトパフォーム」とする証券会社ウェドブッシュのアナリスト、ジェームズ・ハーディマン氏は最近のレポートで、ノルウェージャンが「最終的にはパンデミックから脱し好業績を回復する位置に付けている」と述べた。

## ■ シーザーズ・エンターテインメント

### Have Vaccine, Will Travel?x

Although travel and leisure stocks have had big runs, especially since the initial positive vaccine news in November, many are still underwater this year.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Return	Return Since Nov. 6	Market Value (bil)	EV to 2022E Ebitda
Wyndham Hotels & Resorts / WH	\$56.06	-9.5%	8.7%	\$5.2	12.5
Norwegian Cruise Line Holdings / NCLH	24.50	-58.1	44.4	7.7	10.5
Caesars Entertainment / CZR	76.68	28.6	34.8	16.0	9.3
Marriott Vacations Worldwide / VAC	133.08	3.9	16.9	5.5	9.7
Extended Stay America / STAY	13.96	-3.2	10.2	2.5	10.5
Wynn Resorts / WYNN	115.30	-16.2	44.0	12.4	12.9

E=Estimate. EV=Enterprise Value  
Source: Bloomberg

シーザーズ・エンターテインメントの株価は地方カジノ業界の急反発を反映し、年初来で26%の上昇と好調だ。同社にはシーザーズパレス・ラスベガスを含め同社を象徴するラスベガス物件があるが、第3四半期売上高の約4分の3は地方のギャンブル事業からのものだ。これが、7月に総額86億ドルの取引によってエルドラド・リゾーツと合併したシーザーズにとって、ラスベガスが回復するのを待つ間、一定の支えとなる。

パンデミックで会議やイベントの開催が大きく減少してラスベガスへの訪問者数も減少したが、ジェフリーズのカッツ氏は、シーザーズのラスベガス事業は「同社を支持する顧客層が中心」であり、他のギャンブル企業と同じような「大規模なイベントや会議は開催されない」と指摘する。事業内容拡大のため、同社は既に提携関係にあるスポーツベッティング企業ウィリアム・ヒルの買収を進めている。カッツ氏は「事業を統合しデジタルゲーム大手となるためだ」とし、同社の投資判断を「買い」としている。

シーザーズの株価は同業他社と比較すると比較的割安だ。JPモルガン・セキュリティーズによれば、シーザーズの2022年予想ベースのEV/EBITDA倍率は同業他社平均並みの11.5倍であり、ペン・ナショナルの17.2倍をかなり下回っている。

一つ注意すべきなのは、シーザーズには多額の借入れがあることだ。9月30日時点で、34億ドルの株主資本に対し152億ドルの長期借入金があった。しかし、地方のギャンブル事業からのキャッシュフローもあり、最近の株価上昇後も、同社は確実な投資先であると言える。

### ■ マリオット・バケーションズ・ワールドワイド

2022年コンセンサス予想ベースのEV/EBITDA倍率が10倍をやや下回るマリオット・バケーションズ・ワールドワイドは、タイムシェア業界の中ではバリュエーションの高さを誇っているが、他社と比較して今年株価が健闘した同社は、そのバリュエーションに値するようだ。

タイムシェア事業は継続的に発生する手数料と車で旅行する多くの顧客によって支えられている。パンデミックによって売上げが影響を受けたものの、第3四半期には前四半期比でいくらか改善がみられた。JPモルガンのアナリスト、ブランド・モントゥーア氏は、マリオットの第3四半期決算公表後のレポートで、同社を「米国のレジャー旅行回復に対する投資銘柄」と位置付けた。同氏は「大多数が車で行ける多様なリゾート物件とハイエンドのロイヤリティープログラム」によって、同社はタイムシェア業界でもユニークな位置に付けているとし、投資判断を「オーバーウエート」としている。

ファクトセットによると、同社は、今年度は1株当たり46セントの赤字を、2021年度は約5ドルの黒字を予想している。売上げの約20%を占めるハワイ州はパンデミックでロックダウンされていたが、その後解除された。トゥルーイストのショールズ氏は「上昇以外はあり得ない。ハワイには非常に大きな先送り需要がある」と語る。

### ■ エクステンデッド・ステイ・アメリカ

1週間以上の宿泊場所を必要とする顧客をターゲットとするエクステンデッド・ステイ・アメリカ<STAY>は、パンデミック中も比較的健闘している。同社の第3四半期RevPARは前年同期比で14.7%減少したが、より上級のホテルや高級ホテルでの下落が50%を超えていることを考えれば、立派な結果だ。しかし、同社の株は他の一部のホテル業者ほど評価されてはいない。3月および4月のパンデミックによる安値からは大きく回復しているものの、配当を含む年初来のリターンはマイナス4%だ。

同社は現金保存のため、5月に四半期配当を1株当たり23セントから1セントに引き下げたが、先週、1株当たり35セントの特別配当を発表した。現在の配当利回りは0.3%だ。ファクトセットによると、同社の1株当たり利益（EPS）は、昨年度の95セントに対し今年度は24セントに減少し、2021年度は56セントになると予想される。最近の2022年予想ベースのEV/EBITDA倍率は10.5倍であり、ハイアット・ホテルズ<H>、マリオット・インターナショナルなどの他のホテル銘柄と比較すると適正なバリュエーションだ。

エクステンデッドの第3四半期決算は幾つか有望な兆候を示しており、その一つは、全体の客室稼働率がここ数カ月は2019年の水準近くで推移していることだ。同社の施設の75%は市中ではなく郊外に立地しており、大多数の顧客は車で到着する。12月17日付のレポートで、JPモルガンはエクステンデッドがRevPARや客室稼働率などの「基本的な運営指標で引き続き同業他社を上回る堅実な成果を上げる」と予想すると述べた。

## ■ ウィン・リゾート

ウィン・リゾート<WYNN>の株価は、同社がラスベガスで事業を行っていることもあり、年初来で18%下落している。昨年は66億ドルの営業収入のうち約4分の1がラスベガスからのものだった。加えて、新型コロナウイルスや中国政府の規制により、売り上げの大半を占める中国のマカオも助けにはなっていない。とはいえ、モルガン・スタンレーのアレン氏は、ウィンの顧客は富裕層であり、ラスベガスやその他の地域でギャンブルが復活すれば、それが有利に働くとみる。「顧客の数は減っても構わない。顧客が使うお金が増えれば良い。それが地方のカジノで起きていることだ」と同氏は言う。

ウィンの2022年予想ベースのEV/EBITDA倍率は約13倍であり、競合企業と比べるとやや割高だ。同じくマカオで事業を展開するラスベガス・サンズ<LVGS>は約12倍、ラスベガスが中心のMGMリゾート・インターナショナル<MGM>は約10.2倍だ。それでも、アレン氏はウィンの見通しは明るいと言う。同氏は投資判断を「オーバーウエート」、目標株価を最近の株価を約8%上回る120ドルとし、「ウィンが素晴らしいのは、市場が再開されたときに、同社がどちらかと言えば市場の上澄み部分を獲得することだ」と語る。

By Lawrence C. Strauss  
(Source: Dow Jones)

## 2. ニュースが市場を動かすのか？ 株価はこうした見方にくみせず - Do Headlines Move Markets? Stocks Aren't Buying the Story 市場がニュースを作る

[コラム]

### ■ 報道内容を指数化



Tasos Katopodis/Getty Images

数百万語の言葉を費やした後に、筆者の生涯の仕事が一つの経済指標に集約されるとは、決して予想していなかった。しかし、オーストラリア準備銀行（中央銀行）の研究者によるとそうなのであり、新型コロナウイルスもその原因となっている。

ブルームバーグ通信は先週、豪中銀のエコノミストであるキム・ヌヤン氏とジアンニ・ラ・カバ氏が、「ニュース・センチメント指数（NSI）」を構築したと報道した。同指数は、豪州の主要紙の経済記事に基づいている。ニュースは、経済のリアルタイムの指標を提供するのみならず、企業お

よび消費者のセンチメントを形成する「原因」としての役割も果たす、と両氏は主張している。

フェイクニュースに関する集中的な非難に加えて、さらに悪いことに、筆者らの報道は誤解を招く経済指標であるという声さえある。従って、研究者が、ジャーナリストの仕事が重要であると見なしていることは、驚きでもあるが励みにもなる。従来の経済指標が後追いでしか捉えられない急速かつ前代未聞の変化が経済に起きる中、両氏が構築したNSIは、経済の革新的な測定方法を生み出そうとするアナリストによる試みの一例のように見える。

テクノロジーが、数年前には収集不可能だった大量のリアルタイム情報を提供している。ノーザン・トラストのシニアエコノミストであるライアン・ジェームス・ボイル氏は、アップルおよびグーグルから集計されたスマートフォンのデータは、われわれが向かう場所やとどまる場所を示している、と調査レポートに書いている。同氏は、ホームページなどのプラットフォームが中小企業の労働時間を追跡する一方、インディードが求人情報を備えている、と指摘する。オープン・テーブルはレストランの予約を示し、運輸保安庁は航空旅客数を追跡し、クレジットカードは消費者の支出を明らかにする。

国際通貨基金（IMF）が作成した世界の不確実性指数は、主要ニュースにおける「不確実性」という単語およびその同義語を継続的に数えて、その名の通り不確実要因を追跡すると、ボイル氏は付け加える。当然のことながら、件数は、2020年内のピークからは減少したものの、高水準を維持している。

豪州の指標は、スキャンした記事にある前向きな言葉の数から後ろ向きの言葉の数を差し引き、それを総数で割って求める。しかし豪州の研究者は、NSIによるニュース・センチメントの方が、ニュースの不確実性よりも現在の経済情勢をより良く表していると示唆する。

筆者の雑文にも影響力があるなら喜ばしいことだが、経験から言って、謙虚であった方が良いだろう。金融業界の年季の入った観測筋が言うように、市場がニュースを作るのであって、その逆ではない。

主要市場のクリスマスイブの株価指数は、過去最高値にわずかに届かない水準だった。トランプ大統領が、議会で合意された9000億ドルの財政救済パッケージを突然拒否して、不確実性という残念なニュースが首都を襲ったにもかかわらずである。

手詰まり状態の結果、苦境にある消費者は救済を得られず、返済猶予は終わり、ワクチンの流通資金は不足し、連邦政府は閉鎖される可能性がある。とはいえ、最終的には小切手が大半の米国人に気前よく支給されるという結果を、強気の市場は予想しているように見える。

## ■ 消費者信頼感は低下

恐らく市場の見方通りなのだろうが、過去の刺激策のプラス効果が縮小するにつれて、伝統的な経済指標は明確な減速を示している。さらに、24日のウォール・ストリート・ジャーナルおよびニューヨーク・タイムズの1面には、11月の個人所得および個人消費が予想を大幅に下回ったことに関する記事が掲載され、直近の新規失業保険申請件数は依然として80万件を超えている。

消費者信頼感は悪化しており、それは消費者がニュースで読む以上に軟化している労働市場を恐らく反映している。コンファレンス・ボードの12月の消費者信頼感指数は88.6となり、前月比で4.3ポイント低下し、予想の97を下回って8月以降で最低となった。ローゼンバーグ・リサーチの創業者であるデービッド・ローゼンバーグ氏は、地域的には3分の2、所得グループでは4分の3が低調と指摘する。調査に対する回答者の中で、職に就くことが困難と答えた割合は19.4%から4カ月ぶりの高水準となる22%へ上昇し、雇用が豊富と答えた割合は26.3%から21.8%へ低下した。

さらにローゼンバーグ氏は、公的な低インフレ率に関する報道を消費者は信じていないと書いている。消費者による1年後のインフレ率予想は、11月の5.7%から12月は5.9%へ上昇しており、買い物をしている際の価格上昇を間違いなく反映している。債券市場もインフレ率が上昇するとみており、ブレイク・イーブン・インフレ率は1.97%と、2019年4月の最高水準を若干上回った。

それにもかかわらず、コンファレンス・ボードの調査は株式に対する強気度が高まっていることを示しており、市場が上昇すると回答した割合は11月の34.4%から12月は3カ月ぶりの高水準の38.5%へ上昇した。ローゼンバーグ氏は、「消費者は、米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長からヒントを得ている」と書いている。

FRBは、FRBが見なすところの完全雇用まで、金利をゼロパーセント近辺に維持し、月間1200億ドルの資金を金融システムに注入すると予想されている。投資家が知る必要のあるニュースは、それだけのようだ。

By Randall W. Forsyth  
(Source: Dow Jones)

### 3. 低金利はFRBのせいではない - Don't Blame the Fed for Today's Low Rates, Says Neel Kashkari ミネアポリス連銀総裁に聞く

[インタビュー]

#### ■ 長期金利は世界経済が設定する

米ミネアポリス連銀総裁のニール・カシュカリ氏に話を聞いた。連邦準備制度理事会（FRB）が景気浮揚のためにかつてない積極的な措置を取る中、連邦公開市場委員会（FOMC）で議決権を行使してきた一人だ。

本誌：S&P500指数、ダウ工業株30種平均、小型株のラッセル2000指数、ビットコインは最高値を更新する一方で、債券利回りは低下した。FRBは年金基金などにとっての難題を作り出しているが。

カシュカリ総裁：われわれが難題を作り出したということではない。物価の安定と雇用の最大化と

いう二つの責務の達成を目指すのがわれわれの仕事だ。失業者数は今年1月から1000万人も増加したままだ。インフレ率は2%の目標を下回っている（11月は1.2%）。慎重にデータを監視し、適切な行動を取っている。他に選択肢があるか？株式市場の上昇を抑えようと利上げし、そうすることで失業者を増やすべきだろうか？

FRBが調整するのは短期金利だ。長期金利は世界経済によって設定される。過去20～30年間で世界中の金利は徐々に低下してきた。それは各国中央銀行のせいではない。貯蓄と投資のバランス、人口動態、テクノロジーの発達なども含めて、もっと広いマクロ経済的な力が働いている。もし、「もっと高い金利こそ正常とを感じるから利上げをしよう」などとFRBが言ったなら、経済は景気後退に戻ってしまう。労働者は仕事を失う。そんなことで年金基金が助かるか？

Q：今年のFRBの金融政策には融資制度も含まれていたが、どの程度成果が出ているか？

A：病気が原因の今回の危機が金融危機に発展するのを防ぐ上で非常にうまく機能している。経済活動が止まり、本物の金融危機が生じるリスクが高かった3月に強いリーダーシップを発揮したパウエルFRB議長を称賛したい。中小企業を支援する施策の一部はわれわれが望んだほどの成果が出



Photograph by Ackerman + Gruber

ていないが、それは今回の危機の性質のためだ。例えば、低利で中規模企業に融資するメインストリート融資制度（MSLP）は多くの注目を集めたが、「融資は要らない。パンデミック（世界的流行）で会社は休業状態だ。これで負債を増やしてどうするんだ。必要なのは資金供与だ」と言った企業が多かった。議会が創設した連邦給与保証プログラム（PPP）は小規模企業への資金供給に有効だった。特定の基準を満たせば返済が免除されるのが特徴だ。われわれは持てる力を積極的に利用し、金融市場の安定化や信用供与の継続に効果的な措置を取った。結局、今回の危機はあくまで医療危機で、ワクチンや科学者、医師、看護婦らが危機を解決する。

Q：あなたは2008～2009年の危機では不良資産救済プログラム（TARP）を監督した。最近は大手投資家に対して自己資本比率など銀行改革推進を求めるように要請した。銀行は分割されるべきか？

A：私は銀行の分割を求めたことはない。検討すべき選択肢の一つだと発言した。私が提案したのは、最大級の銀行に対して、リスクへの耐久性を高め、損失を自分で始末できるよう自己資本要件をもっと引き上げることだった（現在の13%から24%に上昇）。そうすれば一部の銀行は事業再編や分割によって、高い自己資本要件を回避できるようになる。銀行は、「コロナ危機でも耐久力があつた」と言うかもしれないが、消費者がローンやクレジットカード、家賃、住宅ローンを払えたのはなぜか？議会が気前良く支援していなかったら、銀行は損失を出していただろう。だから、銀行の主張は当たっていない。

3月には短期金融市場に混乱が生じた。銀行、ノンバンク、資本財企業などは短期の翌日物市場で借り入れる。短期金融市場は通常時は重要な資金調達市場だが、全く機能しなくなり、あすにも中銀が介入せざるを得なくなりそうなときに、優良企業が翌日物で資金調達するだろうか。ばかげているように思う。また、地域社会の小規模な銀行は巨大銀行よりも自己資本比率がかなり高い。小規模銀行は経済全体のシステミックリスクにつながらないのに、意味がない。

## ■ 中央銀行と社会・経済的格差問題

Q：ミネソタ州は米国内で最も社会的な格差が大きい地域で、パンデミックや警官による黒人男性殺人事件によってそれが浮き彫りになった。ミネアポリス地区連銀は最近、アトランタ連銀やボストン連銀と共に人種差別と経済に関する会議を主催した。中銀にとってこの問題が重要な理由は？

A：FRBにとってこれまでの焦点は平均値であり、格差ではなかった。近年われわれは労働市場内での異なる体験に目を向けるようになった。金利は国全体に適用するため、1地域や1人種に的を絞るわけにいかないが、異なるグループの人の体験を深く理解することで、国全体の最適な政策を考える上でもより賢明に、より効果的になれる。利上げは最大限の雇用状況を前提としていたが、そのようなときでさえ労働市場には働きたくても仕事が見つからない労働者がいるため、労働市場を読み違えていると私は主張してきた。多様なコミュニティに対する洞察を深めれば、本当に雇用は最大かどうかを検証し、時期尚早の利上げを行わないで済む。

Q：FRBがインクルーシブネスを推進できる方法は他に何があるか？

A：第一に、われわれは銀行を監督しているのだから、銀行が全ての顧客を公正・公平に取り扱い、顧客が平等に借入れを利用可能にすることができる。ちょうど、銀行が公正に資金提供を行なうことを積極的に確保するため、地域社会再投資法の規則を更新したばかりだ。第二に、調査・研究も行っている。2017年にミネアポリス連銀は、博士号を持つエコノミストの力を活用して問題解決に当たるための新しいリサーチセンター（名称はオポチュニティー・アンド・インクルーシブ・グロース・インスティテュート）を稼働させた。一部の解決策はわれわれ自身でも可能だ。多くは議会でのプロセスが必要になるだろう。つまり立法が必要なものもある（質の高い教育を受ける市民の権利の提案など）。これは時間の経過とともに社会を変革する可能性がある。

## ■ 米国の貯蓄率の急上昇

Q：パンデミック対策による政府債務の増大は懸念していないとのことだが、なぜか？

A：米国政府は非常に高い債務負担能力を持っている。パンデミックをやり過ごすまで米国人の個人、中小企業を支援する能力がある。無制限に支出する能力があると言っているのではない。第一に、今行っているのは戦時中の投資だ。第二に、奇妙なことにパンデミックと共に貯蓄率が急上昇した。経済に二つしかセクターがないと仮定し、一つはわれわれが働いているセクター、もう一つは閉鎖されたレストランのセクターだとすると、以前はわれわれがレストランに行くことでレストラン・セクターを下支えしていた。しかし、今や誰も食事に行かないからレストラン従業員の給与はゼロだが、われわれの貯蓄は増えた。われわれの節約分が銀行に預けられ、最終的に債券市場にお金が回る。従って、国内の貯蓄で労働者を下支えすることができる。貯蓄の増加分は、一時解雇された労働者の支援のために使用可能な資金となる。

Q：パンデミック対応における次期バイデン政権の役割は？

A：個人、家族、小規模事業、州へできる限り多くの支援を行うため議会と連携することだ。各州は地域限定のロックダウンを行い、連邦政府はロックダウンの悪影響を受ける人々に潤沢な支援を行うべきだ。バイデン政権や議会が、確実に州政府が連邦政府の財政支援を頼れるように取り計らえば、各州は感染抑止に向けた痛みを伴う措置を取ることができる。ワクチンが広く行き渡れば、安全に経済活動を再開することができる。

Q：共和党からカリフォルニア州知事選に立候補して落選したことがあったが、米国の政治的分断の修復の方法についてどう考えているか？

A：全ての政党が賛同していることは多い。子供の教育、インフラなどがそうだ。われわれの地域の大きな問題は農村部のブロードバンドだ。国として、全ての米国人は高速インターネットにアクセスする権利があると決定すべきだ。移民制度の改革の必要性についても私の意見を公表している。現在は、一時解雇された米国人が大勢いる。しかし、パンデミックが過ぎれば、もっと多くの労働者が必要になる。

By Leslie P. Norton  
(Source: Dow Jones)

## 4. フィットネス関連株でポートフォリオを健康に - Fitness Stocks That Can Get Your Portfolio in Shape

絶好調のペロトン以外にも有望銘柄は多い

[一般消費財]

### ■ ペロトン株は年初来473%上昇



Courtesy of Peloton

オンラインフィットネスで一獲千金を狙いたいと考えた筆者は、映画『ロッキー2』のニワトリを追うトレーニングシーンからヒントを得た。スポーツ用品大手のナイキ<NKE>と鶏肉加工のパーデュー・ファームズから資金を調達し、ニワトリにGPSを付けスマホアプリで追跡し、「捕まれば大金になるぞ!」とコーチの声を録音しておく。その会社はCLUXのティッカーシンボルで来秋、ナスダックに上場するかもしれない。

確かにマーケティングピッチには微調整が必要だろう。だが、サイクリング、ボート、ヨガ、リフティング、ボクシングなど、筆者が思い付く限りのスポーツがオンライン化されて大金を得ている。コロナ禍の自粛中にお腹が出てきたという報告は全国で聞かれるが、ジムは相変わらず閉鎖されたままだ。しかもワクチンのおかげで、夏までには1年以上ぶりに職場でズームには映らない部分まで見られることになるのだ。

ウォール街もフィットネスのスタートアップを歓迎している。自宅フィットネスのペロトン・インタラクティブ<PTON>の株価は4月には2019年9月の新規株式公開（IPO）時点の株価を下回っていたが、今年年初来で473%上昇しており、時価総額は470億ドルとなっている。

### ■ ノーチラス株は年初来1000%超上昇

フィットネスマシン販売のノーチラス<NLS>を覚えておられるだろうか？ たった1年前、同社は落ち目のブランドを抱え、株価も1ドルを多少上回るような企業だった。ところが今年に入り、同社の株価は1000%超上昇し、直近で21ドル、時価総額は約6億4000万ドルとなった。同社のJRNYと呼ばれるサービスは、年間149ドルまたは月額99ドルで人工知能（AI）を使ったパーソナルトレーニングを提供する。事前録音のトレーナーによるセッションがあり、アプリを使って日本の田舎やスコットランドのハイランド地方を走る体験もできる。

ノーチラスの株価が12ドルに満たなかった今年9月、同社をアウトパフォームと評価してカバレッジを開始したウィリアム・ブレアのアナリスト、シャロン・ザックファイア氏によると、2年前にオンラインプラットフォームに接続する同社のフィットネス機器はたった数パーセントであったのに対し、同社の新機種のはほとんどは来年1月末までにオンラインに接続されるという。製品への投資により同社の1株当たり利益（EPS）が今年の2.32ドルから2021年は1.86ドルまで下落するとしても、サブスクリプションが10万件増えるごとにEPSは年30セント増加するという。

クレイグハラム・キャピタル・グループのアナリスト、スティーブ・ダイアー氏は、自宅フィットネスの動きはコロナ禍にとどまらない構造的な変化であるとして、ノーチラスの株価は近く28ドルに達すると予想する。需要を満たすことが鍵の一つとなる。同社はエアロバイクや筋トレマシンを増やし、最近ではセレクトテック（スマホアプリを搭載したダンベルブランド）のサプライヤーを2社に増やした。

## ■ ペロトン株、プリコー買収で12%上昇も競争は加速

ペロトンも挑戦を受けてじっとしてはいない。先週、同社は個人やジム、ホテル向け筋トレマシンを販売するプリコーを4億2000万ドルで買収すると発表した。買収によりペロトンはフィットネスジムチェーンのプラネット・フィットネス<PLNT>など大型顧客を獲得するのに加え、米国では初めてノースカロライナ州とワシントン州に62万5000平方フィートの製造施設を所有することになる。

投資家は大喜びだ。ペロトン株はプリコー買収発表の翌日に12%高となり、ペロトンの時価総額は買収金額の10倍分増加した。さらに、アナリストによる目標株価の平均を13%上回っているにもかかわらず、アナリストの85%が同社の株を買い推奨としている。

現在のところ、ペロトン社の利益は非常に薄い。現在、2021年の予想株価売上高倍率（PSR）は10.4倍だが、ノーチラスは1.2倍で取引されている。MKMパートナーズのアナリスト、ロビット・クルカーニ氏は、ペロトンの投資判断を中立とし、ハイテク大手や未公開企業との競争をリスクに挙げる。アルファベット<GOOGL>は最近、欧州委員会（EC）からウェアラブル端末のフィットビット<FIT>買収の承認を得た。アップル<AAPL>は今月、iPhone（アイフォーン）やアップルウォッチを使ったサービス「Fitness+（フィットネスプラス）」を発表し、アマゾン・ドット・コム<AMZN>は8月にリストバンド型フィットネストラッカー「Halo」を発売した。フェイスブック<FB>はもちろん、スリムで行動的な人たちの画像を集めたインスタグラムで心理的圧力を利用したフィットネスサービスを進めている。

## ■ IPOを狙う未公開企業

オンラインフィットネスを手掛ける未公開企業も多い。ローイングのハイドローは夏の増資で企業価値は1億ドル超と評価された。ハイクソーのファイトキャンプは、サンドバッグ、オンラインビデオ、パンチカウンターを組み合わせたものだ。エシュロンはアマゾン上で安価な「プライム」スマートバイクを発表し、ペロトン株を急落させた（その後、アマゾンとの関係を否定するために名称を変更した）。ワークアウト用大画面を販売するミラーは今年初め、ルルレモン・アスレチカ<LULU>に買収された。

未公開企業の中で、現在最も有望なのはICONヘルス・アンド・フィットネスであり、同社はノーディクトラックとフィットネス・ソフトウェア・プラットフォームのiフィットを所有している。現在の有料サブスクリプションは70万件であり、10月の増資の際、企業価値は70億ドルと評価された。

未公開企業の多くはペロトンとノーチラスの成功を見て、評価の高いうちにIPOを目指すだろう。ただIPOポップ（IPO直後の株価の急騰）から恩恵を受けられるのは早期投資家に限られる。他の投資家は、ノーチラスのような比較的安価な公開株への投資か、ルルレモンを通じた間接的な投資、またはハイテク大手を通じたさらに間接的な投資が良いだろう。フィットネスプラスは、アップルのApple Oneへのサブスクリプションを増やすことにつながる。ウェドブッシュのアナリスト、ダニエル・アイブス氏は、アップルの今年度のサービス収入を65億ドルと推定する。またサービス事業だけでも1兆ドルの価値があるとしている。

もちろん起業という方法もある。まだオンライン化されていないトレーニング方法を見つけることだ。筆者はここでロッキーよりも良いアイデアを思い付いた。トレーニング用メディシンボールのオンライン化だ。ティックーシンボルはOOF（イテテ）となる予定だが、どうだろう。

By Jack Hough  
(Source: Dow Jones)

**5. 過熱気味の小型株 - Small-Caps Have Been Too Hot**  
懸念のシグナルも出ているが当面は心配不要か

[米国株式市場]

■ 小型株の好調

**Dow Jones Industrial Average**



Source: FactSet

最近、良いものは本当に小さな包みに入ってくるが、少し良くなり過ぎていないだろうか？

小さな包みに入ったものとは小型株のことだが、その前に先週の株式市場をざっと見てみよう。先週はクリスマスがあったので1日半の休みがあり、取引量も非常に少なく、「どうでもよい」ような一週間だった。S&P500指数は0.2%安の3703.06となり、ナスダック総合指数は0.4%上昇して1万2804.73で取引を終えた。ダウ工業株30種平均（NYダウ）はその間となり、0.1%高の3万199ドル87セントで終了した。

しかし、小型株にとって先週は「どうでもよい」週ではなかった。小型株のラッセル2000指数は1.7%高の2003.95となり、先週更新した史上最高値付近で週末を迎えた。

ラッセル2000指数上昇の理由を探してニュースに目を向けるべきではないかもしれない。議会は約9000億ドルの新型コロナウイルス追加経済対

策法案を可決したものの、トランプ大統領の反応は法案を批判するビデオを公開しただけで、法案に署名するかどうかは明らかにしなかった。英国で見つかった新型コロナウイルス変異種の影響はあったものの、ワクチンを開発したモデルナ<MRNA>とファイザー<PFE>の両社からは、通常の変異種と同様に、両社のワクチンは有効だとのコメントがあった。

経済指標では、失業者数の大幅な減少などの「良い」ニュースと、個人所得や消費の減少という「悪い」ニュースの両方が見られた。あえて言うならば、ラッセル2000指数の動きは実際よりもずっと穏やかであるはずだった。

しかし、ここ数週間のラッセル2000指数の動きは全く穏やかではなかった。先週を含めて同指数は8週連続で上昇したが、この間に30%上昇し、NYダウの14%、S&P500指数の13%、ナスダック総合指数の17%を大きく上回った。CIBCプライベート・ウェルス・マネジメントの最高投資責任者（CIO）であるデーブ・ドナベディアン氏は、「これはウォール街で長い間予想されていたローテーションの一つであり、数年の時を経てようやく実現した」と述べる。

■ スピード調整か

ただし、目先のラッセル2000指数は上昇一服となる可能性がある。同指数は3月18日の安値から102%上昇したが、安値から2倍の上昇となるのは、歴史上2回目だ。ビスポーク・インベストメント・グループのデータによると、同指数が前回安値から2倍（110%）になったのは1983年だが、株式市場が金融危機から脱却しつつあった2010年にも前年の安値から94%の上昇と、ほぼ2倍になった。なお、同指数は1983年6月から1984年6月にかけては15%下落したが、2010年3月から2011年3月までは18%上昇した。

テクニカル指標を見ると、小型株には冷却期間が必要だということが示唆されている。ベア・トラップ・レポートのラリー・マクドナルド氏によると、ラッセル2000指数は200日移動平均線に対して先週30%超上回った状態にあり、これは過去最大だという。同氏は「この状況は短期的には下降する平均回帰を示唆している」と解説する。

最近の高値更新のタイミングも、小型株にとっては不吉なものとなっている。ラッセル2000指数が1年の最後の週に史上最高値を更新したのは2回だけだとサンディアル・キャピタル・リサーチの創設者であるジェーソン・ゲッパート氏は指摘しており、いずれの場合も3カ月後の同指数は下落していた。史上最高値だけでなく52週高値を含めると、同指数は3カ月後に60%の確率で下落し、下落率の中央値は0.1%となる。

S&P 500 Index



Source: FactSet

■ ブレドス

NASDAQ Composite Index



Source: FactSet

ラッセル2000指数の上昇は、市場のブレドス（値上がり銘柄数から値下がり銘柄数を引いた値）が大きいことを示唆しており、実際、ニューヨーク証券取引所（NYSE）総合株価指数のブレドスは8週連続で上昇している。

ゲッパート氏は、それでもブレドスの中に奇妙な状況が散見され始めていると語る。同氏は、ラッセル2000指数が史上最高値を更新した先週の火曜日でも、NYSEの値上がり銘柄数や値上がり銘柄の出来高は50%を大きく下回り、生ぬるい状況だった点には注意が必要だと指摘する。株式市場が高値付近で推移している場合、こうしたことはあまり起こらないものの、2000年と2007年の市場の最高値付近では発生した。同氏は「この指標はまだ重要視する段階にはないものの、こうした奇妙な現象が積み重なるようならば信号をすぐに黄色に変えることになる」と記している。

前向きなブレドス関連のもう一つの懸念材料は、大型ハイテク株が最近の株価上昇に加わっていない点だ。

S&P500指数が12月17日に史上最高値を更新したにもかかわらず、FANMAG（フェイスブック<FB>）、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、ネットフリックス<NFLX>、マイクロソフト<MSFT>、アップル<AAPL>および、グーグル親会社のアルファベット<GOOGL>）銘柄の中で過去数週間に新高値を付けたのはアルファベットだけである。これは大型ハイテク株の上昇が一服しても市場全体が上昇できることを示しており、それ自体は良いニュースだ。

しかし、ネッド・デービス・リサーチのシニア投資ストラテジストであるネッド・デービス氏は、大型ハイテク株が上昇していないことに懸念を抱いている。同氏は、S&P500指数は2020年に15%上昇したが、9月2日にグループとして高値を付けたこれらの6銘柄を除くと上昇率はその半分にすぎないと指摘する。これらの銘柄が下落し始めたら、「重要な警告になるかもしれない」と同氏は記している。

それでも当面は、われわれは「疑わしきは株式市場の利益に」という立場を取るだろう。市場にはその利益を得る資格がある。

By Ben Levisohn  
(Source: Dow Jones)

## 6.

SECはファンドのレバレッジを規制したが抜け道は残る - The SEC Seeks to Rein in Leverage-but Gaps Remain  
レバレッジドファンドに許容範囲を設定

[ファンド]

## ■ デリバティブによるレバレッジを2倍に制限するが、例外も認める



Zach Gibson/Bloomberg

レバレッジドファンドの存在から明らかになるのは、投資家が求めるのであれば、金融サービス業界は規則を曲げてでもそれに応えようとするものである。過去10年間にレバレッジドファンドは、スワップやその他デリバティブなどの金融取引契約を駆使することによって、レバレッジ規制をかわしてきた。少額の資金で、S&P500指数といったベンチマークに対する投資家のエクスポージャーを何倍にも増幅できるからだ。しかし規制当局は10月に新たな規則を導入し、ついに金融サービス業界に追い付いた。

1940年投資会社法において、米議会が現代的な投資運用産業を創出した時、1981年まで存在しなかったスワップは念頭になかった。1929年の大暴落の際、高レバレッジのクローズドエンド型ファンドの多くが破綻したことから、新法はファンドによる借り入れ上限を運用資産額の50%に規制した。これは、ポートフォリオの最大1.5倍の上昇か下落を、投資家が手にするかもしれないことを意味する。実際は銀行借り入れを中心に借り入れ条件に対する規制もあり、ミューチュアルファンドがレバレッジをかけることはなかった。

しかし、同様に1940年には存在しなかった現在の上場投資信託（ETF）は、デリバティブを使って最大3倍のレバレッジをかける。運用資産が96億ドルと最大のプロシエアーズ・ウルトラプロQQQ <TQQQ>は、ハイテク株中心のナスダック100指数の日次パフォーマンスを3倍にし、2020年の運用成績は101%にも達する。一方でディレクション・デイリー・セミコンダクター・ブル3x <SOXS>は、半導体・同関連株30銘柄で構成されるフィラデルフィア半導体株指数の日次パフォーマンスの逆方向に3倍のレバレッジをかけるインバースETFで、2020年の運用成績はマイナス92%となっている。

米証券取引委員会（SEC）の新規則「18f-4」は、デリバティブのエクスポージャーを明確に制限する。同規則は、デリバティブを通じた潜在的なベンチマークのエクスポージャーが2倍（2x）の新たなファンドの設定を認めるが、エクスポージャーが3倍（3x）のファンドの新設を禁じる。ただSECは、現存するエクスポージャー3倍のファンドを新規則の適用除外としたため、こうしたファンドは運用を続けることができる。

新規則の制定には10年を要した。金融危機後の2010年にSECは、ファンドマネジャーに対しレバレッジドファンドの新設許可を一時的に停止して再検討するとしたが、現在と同様にプロシエアーズETFやディレクションETFを適用対象から除外した。

## ■ 大手運用会社はレバレッジドETFを懸念

### Largest Leveraged ETFs

ETF / Ticker	Total Return YTD	Total Return 5-Yr	Total Return 10-Yr	Assets (bil)
ProShares UltraPro QQQ / TQQQ	100.6%	56.3%	49.4%	\$9.6
ProShares Ultra QQQ / QLD	83.4	42.2	36.2	3.8
ProShares Ultra S&P500 / SSO	17.7	24.1	22.8	3.1
Direxion Daily Financial Bull 3X / FAS	-39.8	15.6	17.8	2.0
Direxion Daily Technology Bull 3X / TECL	61.3	61.4	42.7	2.0
Direxion Daily Semiconductor Bull 3X / SOXL	61.7	77.1	43.7	1.9
ProShares UltraPro S&P500 / UPRO	4.9	29.8	29.5	1.7
Direxion Daily S&P500 Bull 3X / SPXL	4.5	29.5	28.7	1.7
Direxion Daily Small Cap Bull 3X / TNA	-8.8	16.3	14.1	1.5
ProShares UltraPro Short QQQ / SQQQ	-85.7	-59.6	-54.0	1.4

Data through December 21; five- and 10-year returns are annualized.

Source: Morningstar Direct

新規則によって2xETFでは競争に向けた扉が開かれたものの、3xETFでは閉ざされた。「業界は長い間、事実上の寡占状態にある」と、ディレクションETFの投資アドバイザーであるラファティ・アセット・マネジメントのロブ・ネスター社長は語る。「率直に言って、寡占状態にあることで居心地は良くない。金融商品を扱う業界は、オープンマーケットが原則だからだ」。同社長は3xETFの新設停止は必要ないと感じている。「適切でないものを押し付けるという話はあるが、市場参加者の大多数がリスクを理解していることを示す十分な証拠がある」ためだと言う。

レバレッジドETFの新規則が投資家にもたらすと考えられるメリットの一つは、手数料の引き下げ競争だろう。ナスダック100指数に連動し、運用資産38億ドルで2xETF最大のプロシエアーズ・ウルトラQQQ<QLD>の経費率は0.95%と、レバレッジをかけないインベスコQQQトラスト<QQQ>の0.2%のほぼ5倍である。

しかし、目に見える競争は起こりそうにない。「競争のチャンスを手にしそうな、規模の大きいETF運用会社は、こうした商品には手を出さないだろう。大手運用会社はレバレッジやインバース商品は、自身が運用するファンドとは明確に異なるとし、こうした商品が市場で取引されることに懸念を表明した」と、大手投資調査会社CFRAでETF、ミューチュアルファンドのリサーチヘッドを務めるトッド・ローゼンブルース氏は語る。同氏は、ブラックロック、バンガード、ステート・ストリートを含む大手運用会社のマネジャーが、5月に証券取引所に送った要望書に言及する。要望書は、証券取引所がレバレッジドファンドをETFと呼ぶのをやめ、上場投資商品（インスツルメンツ）として再分類することを求めている。バンガードでさえ、自身のブローカー部門がこうしたETFを扱うことを許さないだろう。

加えてレバレッジドETFを買うほとんどの投資家には長期で保有する意思がないため、運用手数料は売買高の割には重要ではない。そのため広く売買される最大級のプロシユアーズETFやディレクションETFは、新規に購入する投資家に向けた明確なアドバンテージを持つことになるだろう。

とは言え、伝統的なマネーマネジャーが、こうした手法を知らないということではない。デリバティブやレバレッジは、特に債券やオルタナティブファンド、あるいはヘッジファンド、ミューチュアルファンドで広範に利用されている。アクティブ運用の大型債券ファンドでは大々的にデリバティブを利用しており、時には金利、為替、米国債や他の債券でレバレッジをかける。エクスポージャーは株式よりも値動きが小さい証券だが、市場にストレスがかかっている局面では、どんな種類のレバレッジであろうと問題を引き起こす可能性がある。

### ■ 規制の抜け道となるETN

新規則は、デリバティブのエクスポージャーがある全てのファンドに影響を及ぼす一方、規制の例外として目立つのは、銀行などが発行する無担保優先債務証券である上場投資証券（ETN）である。ETNは、テクニカルにはファンドではなく、銀行が発行する債務証券であり、レバレッジにデフォルトリスクが加わるものの、投資会社法の規制対象にはならない。こうした理由から、SECの規制にもかかわらず、この12月にマイクロセクターズ・ゴールド・マイナーズ3xレバレッジド<GDXU>のようなETNをローンチすることが可能であった。

ネスター社長は、SECは恐らく規制の間隙をすぐに埋めるだろうと予想している。そのうち、規制の対象外から予期しない結果がもたらされる可能性がある。

運用評価会社モーニングスターでグローバルETFリサーチを率いるベン・ジョンソン氏は、「3xファンドの延長線上で新たなエクスポージャーを求め続けるのであれば、ETNを選ぶだけで良いだろう。ETNは、市場が新たな規則と規制に対応する手法だ。水が流れて行く先を見つけるのと、同じようなもの」と語る。

By Lewis Braham  
(Source: Dow Jones)

## 7. アップルが目指すのは自動車インターネットがもたらす広大なサービス市場 - What Apple Would Want From the Auto Market. It's Not About Making Cars 自動車メーカーになる戦略は見込み薄

[ハイテク]

### ■ アップルの技術を搭載したiCarは魅力的かもしれない



Christian Kaspar-Bartke/Getty Images

アップル<AAPL>が2024年に自動運転が可能な電気自動車（EV）「iCar」を発売する可能性があるとしたロイター通信の12月21日付の報道を受けてアップル株は上昇し、21日の安値から23日の終値までの間に時価総額は約1450億ドル増加した。

アップルが自動車市場への参入を狙っているとのうわさは10年以上前から続いている。アップルがかつて取締役を務めていたミッキー・ドレクスラー氏は2014年に受けたインタビューで、「故スティーブ・ジョブズ氏はiCarを設計するつもりだった」と証言している。さらにここ数年は、同社が

「プロジェクト・タイタン」と呼ぶEV開発の取り組みのために数百人ものエンジニアを雇用したとの報道もある。

ロイターの報道によると、アップルにはEVメーカーのテスラ<TSLA>などが使用している既存のバッテリーよりも長距離走行が可能で低コストの新しいバッテリー技術があるという。アップルはコメントを控えているが、筆者はやがてiCarを売る自動車ディーラーが登場するのではないかと考えている。

### ■ アップル自ら製造する公算は小さいが、自動車産業への参入はあり得る

iCarというアイデアは魅力的だ。アップルがさらに大きく成長するためには、大規模な市場を目指さなくてはならない。ただし、アップルが本格的な自動車会社になるという考え方は非現実的と思われる。アップルは長年にわたり、iPhone（アイフォーン）をカーナビやカーオーディオなどと連動させるCarPlayという名称のサービスを提供しているが、同社の専門知識は設計、エンジニアリング、ロジスティクス、マーケティングに関するものだ。同社は工場を持たず、製造は外部に委託している。シティグループのアナリスト、ジム・スバ氏が指摘するように自動車製造はアップルの利益率を圧迫するため、この戦略はあり得ないと思われる。

一方で、アップルは巨大な自動車市場を全く無視するつもりでいるわけではなさそうだ。モルガン・スタンレーの自動車アナリスト、アダム・ジョナス氏は先週の顧客向けレポートで、同氏とその同僚はアップルがいずれ自動車を設計するとかなり以前から考えていると書いている。さらに、「アップルが現在の自動車メーカーが考える自動車産業への参入を望んでいるとは考えていない。だが、同社がハードウェア、ソフトウェア、サービスを垂直統合することでドライビング・エクスペリエンスを高めることに興味を持っている可能性がある」と指摘している。

ジョナス氏は、「自動車インターネット」におけるサービスの価値（到達可能市場規模は月間アクティブユーザー数、すなわち運転者の数に月間平均売上高を掛けて算出）は自動車の売上高を上回る可能性があると考えている。「世界で12億台の乗用車が使用され、その走行距離は年間で延べ10兆マイルを超えている。人間は年間で延べ6000億時間（6800万年）以上を自動車の中で過ごして

いる」と指摘する。

さらに、そうした自動車が自動運転車であると想像してみよう。自動運転は多くの消費者がApple TV+（アップルテレビ・プラス）を観たり、Apple Music（アップルミュージック）を聴いたり、Apple News（アップルニュース）を読んだり、iPhone、iPad（アイパッド）、またはMacBook（マックブック）でApple Arcade（アップルアーケード）のゲームを楽しんだりするための時間をもたらすだろう。

テスラの最高経営責任者(CEO)であるイーロン・マスク氏は12月22日、iCarの議論に加わった。テスラが困難に直面していた時期に、テスラを直近の時価総額の10分の1の価格（600億ドル近辺かもしれない）でアップルに売却する可能性を議論するため、同社のティム・クックCEOに連絡を取ったと明かした。マスク氏によると、クック氏は「会議への参加を拒んだ」という。

仮にアップルがテスラを買収したとしても、その組み合わせがうまくいったかどうかは分からない。

By Eric J. Savitz  
(Source: Dow Jones)

## 8. 新ETFはナスダック100への昇格有望銘柄がターゲット - New ETF Is Targeting Companies That Could Join the Highflying Nasdaq 100

[ETF]

Next Gen100は革新的で成長が見込める中型株で構成

### ■ Next Gen100の構成銘柄入れ替え



Michael Nagle/Bloomberg

ナスダック100指数（ナスダックに上場する、金融銘柄を除いた時価総額上位100銘柄の時価総額加重平均によって算出される株価指数）は12月18日に構成銘柄の入れ替えを発表し、株価が急上昇しているフィットネスサービス企業のペロトン・インタラクティブ<PTON>を含めた6銘柄が新たに追加された。一方、ナスダックNext Generation 100指数（Next Gen100指数）で、より興味深い構成銘柄の入れ替えが、8月に同指数の算出が開始されて以来初めて行われた。

その名が示すように、Next Gen100指数は、ナスダックに上場する非金融銘柄のうち、ナスダック100指数構成銘柄に次ぐ時価総額上位101位から200位の企業で構成される。投資家は上場投資信託（ETF）のインベスコ・ナスダックNext Gen 100 ETF<QQQJ>を通じてこの指数に投資することができ、このETFは10月に設定されて以来わずか2カ月で5億ドルの資金を集めた。

今回の構成銘柄の入れ替えで、40を超える銘柄が新たにNext Gen100指数に組み入れられた。その中には、英国の大手製薬企業で新型コロナウイルスワクチンを開発したアストラゼネカ<AZN>、植物由来の人口肉の生産・販売会社であるビヨンド・ミート<BYND>、スポーツ関連のギャンブルやゲームをオンラインで提供するドラフトキングス<DKNG>、電子商取引サイト運営会社のエツィ<ETSI>などが含まれている。

## ■ 将来有望株を保有できる可能性

ナスダック100指数は、市場での地位が確立された大型株が中心であるのに対し、Next Gen100指数は、大型株のカテゴリーに将来入ることが有望視される、時価総額100億～450億ドルの中型株で構成される。

ナスダック副社長兼インデックスおよびアドバイザー・ソリューション部門のグローバルヘッドであるショーン・ワッサーマン氏は、「ナスダック100指数の年初来上昇率が40%を超え、S&P500指数の3倍のリターンを上げたことで、投資家は今、いずれナスダック100指数に採用される可能性がある次の層にいる企業へのエクスポージャーを増やそうとしている」と言う。

過去の市場データに基づいて模擬的に検証したところ、2011年以降にナスダック100指数に加わった銘柄のうち54銘柄が、当初はNext Gen100指数の構成銘柄であった。その中には、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>、電気自動車大手のテスラ<TSLA>、動画配信サービス運営会社のネットフリックス<NFLX>、カナダのスポーツウエアメーカーであるルルレモン・アスレティカ<LULU>、IT・ソフトウェア企業のドキュサイン<DOCU>などが含まれる。また、9月末時点のナスダック100指数の構成銘柄のうち35銘柄が、以前はNext Gen100指数の構成銘柄であった。要するに、Next Gen100指数は投資家に対し、成長サイクルの早い段階にある企業の株式を割安なバリュエーションで保有できる機会を提供するということだ。

## ■ ナスダック100とNext Gen100の違い

不動産投資信託持株会社（REIT）インベスコ<IVZ>のインベスコQQQトラストETFのプロダクトストラテジストであるライアン・マコーマック氏は、「（ナスダック100指数とNext Gen100指数の）二つの指数の構成銘柄には多くの共通点がある。一つは、研究開発への多額の投資と事業への再投資を通じて、イノベーションと時代の先端をリードし続けることに全力を挙げて取り組んでいることだ」と言う。

一方で、この二つの指数には構成銘柄の時価総額の他にも、幾つかの顕著な相違点がある。第一に、Next Gen100指数は、ナスダック100指数と比べて一部の銘柄に集中しておらず、上位銘柄の占めるウェイトが低い。ちなみに、2020年9月30日時点では、Next Gen100指数の上位10銘柄は指数全体の時価総額の21%を占めるにすぎず、ナスダック100指数の58%よりかなり低い。

第二は、Next Gen100指数は、資本財とヘルスケアの両セクターの保有比率が高く、2020年9月30日時点の保有比率はそれぞれ約17%と約20%となっている点だ。ナスダック100指数は、それぞれ5%と7%だ。一方で、Next Gen100指数のテクノロジー・セクターの保有比率は36%と、ナスダック100指数の56%より低い。

注目すべきは、Next Gen100指数の場合、入手可能な市場データにより2009年以降について模擬的に検証したところ、資本財とヘルスケアの組み入れ比率がそれぞれ5%ポイントと4%ポイント上昇している点だ。一方、一般消費財の組み入れ率は2012年の27%を最高に、その後11%ポイント低下している。

将来を予測することは誰にもできないが、Next Gen100指数のセクター別組み入れ比率の変化は、ハイテク銘柄以外で次に成長が期待できる分野を示しているかもしれない。マコーマック氏は「（同指数に組み入れられている）バイオテクノロジー企業やバイオ医薬品企業の中には、非常に斬新でユニークな取り組みを行っている企業がある。これらの企業が成し遂げた、診断能力面だけでなく治療能力面の進歩を見ると、ヘルスケア・セクターで非常に重要なイノベーションが起きる

可能性がある」と指摘する。

Next Gen100指数の銘柄構成は、ナスダック100指数に比べて入れ替えがより多くなると予想される。過去10年間の市場データによると、Next Gen100指数の平均年間入れ替え率は約58%だった。この間、指数の中で入れ替わった銘柄数は、毎年42~69に上る。一方、ナスダック100指数の過去10年間の平均年間入れ替え率はわずか5.7%だった。

By Evie Liu  
(Source: Dow Jones)

## 9. ARKのETFが市場を席卷、投資家にとって意味するものとは - ARK ETFs Are More Popular Than Ever. What It Means for Investors [ETF]

大量の資金が流入する一方、その過熱ぶりに懸念の声も

### ■ 高リターンのARKインベストメンツのETFに資金が大量流入



ADRIAN DENNIS/AFP/Getty Images

ARKインベストメンツの上場投資信託（ETF）は、輝かしいパフォーマンスのおかげで、2020年は年間を通して投資家から引っ張りだこだった。その人気は12月に入るとさらに高まり、一部では懸念の声も上がっている。

今年の資産運用の世界では、エコノミスト兼イノベーション投資家のキャシー・ウッド氏が率いるARKが話題をさらった。設立からわずか6年し

かたっていないものの、同社はその運用利回りで多大な成功を収め、結果的に巨額の資金が流入している。同社の5本のアクティブ運用型ETFは、電気自動車メーカーのテスラ<TSLA>、モバイル決済サービスのスクエア<SQ>など、高騰中の銘柄の比重が大きいことが奏功し、年初来リターンが平均150%を超えている。中でも、最もパフォーマンスが好調なARKゲノミック・レボリューション<ARKG>の年初来リターンは203%、最も低調なARKオートノマス・テクノロジー&ロボティクス<ARKQ>でさえ100%超えだ。

パフォーマンスの好調さによってARKファンドの魅力は一層高まり、投資家からの資金は2020年後半に日々数百万ドル流入してきた。そのペースは、直近1カ月間で記録的なレベルにまで加速している。ファクトセットのデータによると、ARKインベストメンツの12月の新規資金流入は68億ドル近くに上り、ETFの巨頭であるバンガードとブラックロック<BLK>のiシェアーズに次いで3位に付けた。ブラックロックとバンガードが数百本ものETFを運用しているのに対しARKは7本であることを鑑みると、なおのこと目を見張るものがある。

旗艦ファンドのARKイノベーションETF<ARKK>に限っても、12月に29億ドルの資金が流入した。これは、24日時点でファンドの資産全体の約15%に当たる。ARKゲノミック・レボリューションについてはさらにペースが速く、12月の資金流入はファンド全体のほぼ30%に当たる22億ドルとなった。クリスマス休場直前の23日の一日で、それぞれ3億1700万ドル、4億1000万ドルの資産が流入し、どちらも一日の流入額としては運用開始以来最高となった。この日、流入額で両ファンドを上回ったのは、はるかに規模が大きいSPDR S&P500 ETF<SPY>のみだった。

■ ドットコムバブルとの類似点を指摘する意見も上がる

潤沢な資産と銘柄数を絞ったポートフォリオ（同社ETFの組み入れ銘柄は通常50未満）により、ARKは現在、ITシステム監視サービスのページャーデューティー<PD>やバイオテクノロジー企業のセレス・セラピューティクス<MCRB>をはじめ、少なくとも15銘柄の株式の10%以上を保有している。

しかし、このARKファンドへの投資熱が、ドットコムバブル真ただ中の1990年代後半に急騰した一部のグロースファンドと酷似していると指摘し、警鐘を鳴らすストラテジストもいる。知っての通り、当時、リターンを追求して最後は良い結果には終わらなかった。ニュースレター「ファイナンシャル・インサイト」のピーター・アトウォーター氏は「例のごとく、一度成功しても同じようにそれを超えられるとは限らない」と述べ、新たな投資家による資産の急増と価格の急騰が、後々問題の火種になるのではないかと案じている。

現時点では、ARKによるコメントの発表はない。

By Evie Liu  
(Source: Dow Jones)

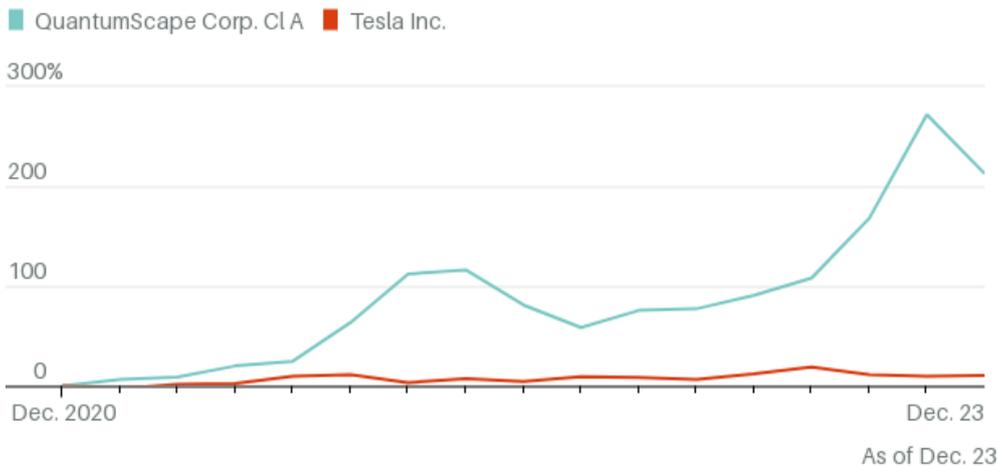
10. 今週の予定 - QuantumScape is One of the Most Valuable Stocks in the Car Industry [経済関連スケジュール]  
クアンタムスケープが急伸、自動車関連銘柄の時価総額で大手を回る

■ 急上昇の要因は「踏み上げ」か、事業への期待か？

**Bull Rush**

Since going public in late November, QuantumScape stock has outpaced even Tesla's.

**QuantumScape and Tesla Shares, December 2020**



Source: FactSet

電気自動車（EV）向けのバッテリーを製造するクアンタムスケープ<QS>は続伸した。21日に29%上昇した後、22日にはさらに39%急伸して131.67ドルで引けた。1週間で70%近く値を上げ、11月後半の株式公開以来390%上昇したことになる。

22日には、同社の時価総額は、完全希薄化後プロフォーマベースの発行済株式数4億4800万株で換算すると、590億ドルとなった。これは、競合相手であるLG化学<051910.韓国>、サムスンSDI<006400. 韓国>、パナソニック<6752>を上回り、時価総額約1100億ドルの寧徳時代新能源科技（コンテンツポラリー・アンペレックス・テクノロジー=CATL=）<300750. 中国>に次ぐ規模だ。さらに、フォード・モーター<F>、ゼネラル・モーターズ<GM>を抜き、ラッセル3000指数構成の自動車関連銘柄ではEVメーカーのテスラ<TSLA>に次ぐ時価総額である。自動車部品最大手のデンソー<6902>やドイツのコンチネンタル<CON.ドイツ>も上回る。週の後半に株価は下落し、時価総額は510億ドルとなっている。

クアンタムスケープは、特別買収目的会社（SPAC）であるケンジントン・キャピタル・アクイジションとの合併を通じて上場した。大手投資会社GMOの共同創業者であるジェレミー・グランサム氏は7年前、自身の財団法人を通じて480万株、1250万ドルを出資しているが、その価値は現在では5億5100万ドルまで増加している（GMOは、同氏がすべての株式を保有していることを認めている）。グランサム氏はフィナンシャル・タイムズ紙に対し、SPACに対して異論はあるが、投資は「思いがけず」今までの最大のリターンを上げていると語っている。

株価上昇の要因は何だろうか。聞いたところでは借りられる株式数が少ないというが、つまり空売りをした人々が同時に株式を買い戻そうとする「踏み上げ」を示唆している。さらに現在、EVとバッテリーは注目の的だ。テスラ株は上昇を続けており、ロイター通信によると、アップルは2024年までにEV市場に参入し、独自のバッテリー技術を採用するとみられる。そうなればクアンタムと競合する可能性もある。そうでなければ、単なるサンタの贈り物かもしれない。

## ■ 今週の予定

### Race to the Top

QuantumScope has quickly climbed into the top ranks by value of auto-related companies.

Company	Market Capitalization (bil)
Tesla	\$607.0
Contemporary Amperex Technology	110.4
QuantumScope	59.0
General Motors	58.5
LG Chem	58.2
Ford Motor	35.0
Denso	43.4

Source: Marketwatch

12月28日（月）

・ ダラス連邦準備銀行が12月のテキサス州製造業景況指数を発表。コンセンサス予想は、11月からほぼ横ばいの11。同指数は4月に統計開始以来最低の数値を記録してから急激に回復し、2018年後半以降で最高水準となっている。

12月29日（火）

・ 10月のS&Pケース・シラー住宅価格指数発表。エコノミスト予想は前年同月比7%の上昇で、9月とほぼ同水準。これは2014年以来で最高水準であり、住宅市場が引き続き好調であることを示

している。

12月30日（水）

・ 12月のシカゴ購買部協会景況指数（シカゴPMI）発表。コンセンサス予想は56.8と11月の58.2から低下。

・ 高級宝飾品のティファニー〈TIF〉がバーチャルで臨時株主総会を開催し、高級ブランドのLVMHモエ・ヘネシー・ルイ・ヴィトン〈MC.フランス〉による買収提案の承認を求め。LVMHは19年11月、1株当たり135ドル、総額160億ドルを現金で支払うことで合意していた。しかし新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）による店舗の一時休業などで価格の再交渉が行われ、10月には1株当たり131ドル50セントとなり、当初の金額より4億3000万ドル引き下げられていた。

・ 全米不動産協会（NAR）が11月の中古住宅販売保留指数を発表。前月から横ばいの予想。同指数は今夏大きく上昇し、8月には統計開始以来最高を記録した。その後、9月と10月は前月比1%低下している。

・ 独立系エネルギー会社デボン・エナジー〈DVN〉とWPXエナジー〈WPX〉が臨時株主総会を開き、9月に発表された全株式交換による対等合併の承認を求める。新会社の企業価値はおよそ160億ドルとなり、デボンの株主は、その約57%を保有することになる。

・ 11月の貿易収支発表。モノの貿易収支は、7～10月とほぼ同じ水準の800億ドルの赤字が見込まれる。8月には、モノの貿易収支として過去最大の赤字幅となる839億ドルの赤字を記録した。

・ 米抵当銀行協会（MBA）が、12月25日までの週の住宅ローン申請指数を発表。30年住宅ローンの固定金利が、前年から1パーセント低下して2.86%となっていることから、同指数は前年同期比で大きく上昇している。

12月31日（木）

・ 大みそかのため、債券市場は午後2時に取引終了。ニューヨーク証券取引所とナスダックは通常通り。

・ 12月26日までの週の新規失業保険申請件数発表。新型コロナウイルスの感染者数が各地で急増しているため、12月の申請件数は前月より増加して週平均85万2000件となっている。4月のピーク時には週平均で500万以上あった申請件数がそれ以降毎月減少し、11月には週平均74万500件となっていた。

1月1日（金）

・ 元日のため、株式および債券市場は休場。

By Al Root  
(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』 2020/12/27

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](mailto: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