

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2021/05/02

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 急成長する大麻関連銘柄に投資する方法 - U.S. Pot Producers Are Growing Like Weeds. Here's How to Buy In. [カバーストーリー]
P.2
合法化に伴う法制見直しが事業を後押し
2. 政府が通貨のデジタル化を進める先で、何が起きるのか - What Happens When Governments Go Crypto [フィーチャー]
P.6
暗号資産は中央銀行を脅かす。政府は暗号化を進めなければならない
3. なぜバンク・オブ・アメリカ株は買いなのか - Why Bank of America Stock Is a Buy. Here's Why. [注目銘柄]
P.9
この環境で最も良い位置にいる大手銀行
4. セルジーンの前株主が60億ドルを逃した理由とは - How Shareholders Missed Out on a Potential \$6 Billion in Bristol Myers' Deal [ヘルスケア]
P.12
成功対価受領権（CVR）は見かけほど甘くはない
5. クリーンエネルギーに賭けたファンドが大当たり - A Fund Cleans Up by Betting on Clean Energy [インタビュー]
P.15
気候変動対応に関連する分野は多岐にわたる
6. 材料に反応薄で高値横ばいの市場 - The Market Did Nothing—Unless You Peer Beneath the Surface [米国株式市場]
P.18
水面下で見られた経済再開を織り込む物色動向は続くか
7. 株式市場、現状ではキャピタルゲイン税増税を懸念していない - Who's Afraid of Higher Capital-Gains Tax? Not Stocks, at Least for Now. [コラム]
P.20
増税に先駆けた、今後の売りの可能性は残る
8. パンデミックが過ぎ去っても大手ハイテク銘柄を選好する理由 - Tech's Big Five Had Fantastic Pandemics. [ハイテク]
P.22
クラウド、電子商取引、PC需要、オンライン広告が業績を牽引
9. バイデン氏の法人税増税案の影響を読む - Here's What Biden's Corporate Tax Plan Means for Investors [フィーチャー]
P.24
利益の海外移転抑制の流れに耐えるセクターとは
10. 今週の予定 - Spotify Has Big Growth Expectations. So Far It's Short of Proof [経済関連スケジュール]
P.27
スポティファイは大幅な成長を見込むものの十分な確証はない

※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。

Copyright © 2021 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. 急成長する大麻関連銘柄に投資する方法 - U.S. Pot Producers Are Growing [カバーストーリー] Like Weeds. Here's How to Buy In. 合法化に伴う法制見直しが事業を後押し

■ 広がる合法化の動き



Photograph by Jamie Chung; Set Styling by Daniel Sean Murphy

キュラリーフ・ホールディングス<CURLF>、グリーン・サム・インダストリーズ<GTBIF>、トゥルーリーフ・カナビス<TCNNF>、クレスコ・ラボ<CRLBF>といった米国大麻関連企業は、州法によって大麻が合法化された州で事業免許を取得しているにもかかわらず、連邦法の下での非合法性がつきまとう。それ故、時価総額が90億ドルのキュラリーフ株は依然として店頭市場で取引され、小規模のカナダの証券取引所にだけ上場している。米国企業に売上げで劣り赤字であるにもかかわらず、キャノピー・グロース<CGC>、ティルレイ<TLRY>、アフリア<APHA>のように、大麻が完全に合法化されているカナダの企業だけがナスダック市場に上場している。

現在、状況は米国企業に有利になりつつある。4月19日に米議会下院は、大麻関連企業が連邦規制下にある金融機関を利用することを可能とする法案を賛否の比率が3対1で可決した。議会上院の民主党幹部は、同様の銀行法案を支持している。その一方で、新型コロナウイルスの感染拡大によって連邦政府の税収は大幅に減少している。ニューヨーク州、バージニア州、ニューメキシコ州は、成人向け嗜好（しこう）用大麻の販売を許可する13州に加わった。いずれ嗜好用大麻の販売は、現在処方箋の必要な医療用大麻の販売を認める20州に広がるだろう。そうなれば、連邦政府が大麻を合法化しなくとも、残る州の合法化が促進される可能性がある。つまり、売上げは増加する一方である。

米国大麻販売チェーンの売上げは既に2倍、3倍に拡大し、各社は黒字である。トゥルーリーフの10-12月期の売上高営業キャッシュフロー比率は46%だった。複数の州にまたがって事業を行う事業者（MSO）である同社の業績は好調だったが、一方で税制上の不利益、州間輸送の禁止、上場投資信託（ETF）やミューチュアル・ファンドによる株式購入の禁止を定める連邦法制が重荷になっている。こうした障害が解消されれば、利益はさらに大幅に伸びるはずだ。

米国政府が依然として大麻合法化後の法制を整備している間に、キュラリーフなどのMSOは、各州の数少ない免許を取得した。販売チェーン各社の免許、設備、ブランドは、カナダ企業や巨大消費財メーカーの参入あるいは業界再編に対して、有効な障壁になるだろう。

過去2年間にほとんどのカナダ大麻関連企業の株価が急落する一方、米国企業の株価は上昇した。上値の余地はある。米国の大麻関連大手8社の時価総額は、合計330億ドルである。これはアナリストコンセンサス予想に基づく来年の合計売上高75億ドルの4倍、予想キャッシュフローの10倍に相当し、妥当な水準とみられる。米国全体の大麻市場の規模は大手大麻関連企業の合計売上高の数倍大きく、市場調査会社BDSアナリティクスは、2026年までに売上高が400億ドルを超えると予想している。非合法市場の規模は、恐らくその2倍はあるだろう。酒類産業の歴史を振り返れば、顧客は次第に合法市場に集まるはずだ。大麻関連銘柄に特化したヘッジファンドを運用するビーハウス・パートナーズのグレッグ・ハイマン氏は、「MSOはまさに今、需要の増加を捉えるのに最良の位置にあると思う」と語る。

■ 世界最大のキュラリーフ



Arseniy Neskhdimov

キュラリーフは、2012年に現・業務執行取締役会長のボリス・ジョーダン氏が少数株主になった時、医療機器会社であった。経営方針に納得できず、同氏は2014年に支配株主になり、大麻を合法化する州での免許取得に目を転じた。2015年にニュージャージー州の販売店1店舗から始まり、現在同社は23州105店舗に拡大している。ジョーダン氏は、「免許取得は大変だったが、参入障壁が高い業種は良い」と語る。

キュラリーフはカナダの初期のリーダー企業を上回り、世界最大の合法な大麻販売会社となった。2020年の売上高は160%以上増の6億5000

万ドルだった。同社は6200万ドルの赤字を計上したものの、一回限りの費用や現金以外の費用を調整後の利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）は1億4400万ドルに達した。同社は今年、売上高が2倍の13億ドルとなり、6500万ドルの黒字に転じると予想されている。

キュラリーフの店頭取引での株価は、市場が底打ちした2020年3月から4倍超上昇し、直近では13ドルとなっている。セルサイドのアナリストは今後12カ月で株価がさらに65%以上上昇するとみている。

下院で最近可決された「安全で公正な執行法」（通称・SAFE銀行法）は、大手銀行による合法な大麻関連企業へのサービスを可能にする。同法は上院で超党派的な支持を得ており、ホワイトハウスの姿勢も前向きだ。保険会社による大麻業界へのサービス提供を合法化するという関連法案も存在する。しかし、これらの法案は、米国税法の280E項による負担を軽減するものではない。大麻事業は連邦法では違法であるため、280E項では大麻関連企業が通常の事業費用（給与、賃料など）を連邦税法上の所得から控除することを禁止している。

これは大麻関連企業にとって大きな打撃である。キュラリーフの2020年の税金は8300万ドルで、実効税率は378%だった。ジョーダン氏は280E項について「ほぼ違憲に近い。連邦政府は大麻業界を実質的に差別している」と主張する。280E項をより穏当な大麻消費税に置き換えようとする動きも議会で計画されている。非公式の大麻記念日とされている4月20日、民主党の上院院内総務であるシューマー上院議員は1年後までに完全な合法化を目指す述べた。

■ 極めて割安なグリーン・サム



Courtesy of Curaleaf

大麻が合法化に向けて少しずつ進む様子は、禁酒法の廃止のスローモーション版のように思われる。同法が1933年に廃止されるまでには丸1年を要した。その後は蒸留酒産業が台頭したが、その歴史はグリーン・サムのベン・コブラー最高経営責任者（CEO）の家族史でもある。同氏の曾祖父であるハリー・ブラムは、1935年にケンタッキー州の新設の蒸留所に5000ドルを投じた。この蒸留所から後にウイスキーのジムビームが生まれた。

コブラー氏は、自身が合法的な大麻業界の確立という役割を担っていることについて「歴史は韻を踏む」と語る。同氏は2014年のグリーン・サム設立後、53件の大麻関連免許を取得し、2018年にカナダのペーパーカンパニーの逆買収を通じて同国で上場した。米国の大麻関連企業は、証券取引委員会（SEC）が株式公開の登録を認めず、主要取引所で上場できなかったため、このような方法で上場せざるを得なかった。

グリーン・サムの経営幹部は、利益とキャッシュフローを注視しつつ、同社を世界第2位の認可済み大麻販売会社に育てた。同社は56の店舗と97件の免許を保有し、12州で大麻を販売する。他の販売会社の店舗でも、ビーボやドッグウォーカーズというブランドで製品を販売している。

2020年のグリーン・サムの売上高は157%増の5億5700万ドルとなり、1500万ドルの黒字を計上した。今年のアナリスト予想は売上高が8億6000万ドル、純利益が1億200万ドルとなっている。2018年に店頭取引が開始された際の株価は8ドル未満だったが、一時は39ドルの高値を付け、直近では30ドルである。

ハイマン氏は昨年5月からグリーン・サムを保有している。同氏は「グリーン・サムの株価はとにかく割安だ。同社が大麻関連企業であることを隠して、業績だけを証券アナリストに見せたら、バリュエーションはもっと高くなるだろう」と語る。

グリーン・サムなどの米国大麻関連企業は、米国の資本市場から締め出されており、初期には資本を蓄積するために高いコストを支払っていた。しかし、グリーン・サムは資本コストを着実に削減し、2月には米国大麻関連企業として初めてSECに株式公開の登録を認められた。引受会社がいなかったため、同社は1億ドル全額の株式を1社の機関投資家に割り当てた。

■ 医療用大麻のトゥルーリーブも注目



Courtesy of Curaleaf

フロリダ州では医療用大麻の販売しか認められていないが、同州のトゥルーリーブの利益率は大麻事業の潜在的な利益の大きさを示している。同社は州都タラハシー周辺の不動産開発から出発し、キム・リバーズCEOの下で大麻の栽培所を取得した。この栽培所は、同州で初めて大麻関連免許を取得した施設の一つである。

現在、トゥルーリーブはフロリダ州の大麻の売上高の半分以上を占め、79の販売店に48万人の患者が登録されている。2020年の売上高は5億2200万ドルへ倍増し、利益は6300万ドルだった。一回限りの費用や現金以外の項目を控除した調整

後EBITDAは2億5100万ドルで、EBITDAマージンは48%に上る。アナリストは今年の売上高が60%以上増の約8億5000万ドル、純利益が約1億7000万ドルになると予想している。

こうした業績が注目され、株価は過去1年間で4倍に上昇し、直近では40ドルを付けている。リバーズ氏や初期の投資家は3月に保有株7500万株を売り出し、同社は4月に2億3000万ドルを調達した。調達資金はフロリダ州以外への拡大に利用される予定である。

クレスコ・ラボは12州にわたり32の店舗と44件の免許を保有している。同社ブランドの製品は非

常に多くの外部販売店でも販売されている。昨年の売上高は約4倍の4億7600万ドルとなった。3700万ドルの純損失を計上したものの、調整後EBITDAは1億1600万ドルのプラスだった。ただし、大麻業界では他の業界と同様に調整後利益を発表するのが一般的であるため、投資家は各社でどのような調整が行われているかに注意しなければならない。

クレスコは2020年10-12月期の調整後EBITDAマージンを31%と報告したが、割引費用やカリフォルニア州での買収に伴うブランド変更費用などを除外している。一部のアナリストは、これらがクレスコの主張するような一回限りの費用であるかを疑っている。こうした費用を考慮すると、EBITDAマージンは24%となる。

クレスコの株価は市場が底を付けた2020年3月の2.45ドルから直近では12ドルへ上昇した。背景には、イリノイ州で嗜好用大麻が合法化されて売上高が急増したことがある。イリノイ州議会で大麻改革法案が可決されるにあたって極めて重要だったのは、有色人種のコミュニティーに事業や雇用の機会を提供し、従来の差別的な大麻関連の取り締まりの問題を解消するという規定だった。米国の多くの大麻関連企業にとって、過去の不正義を正すことは重要な使命の一部となっている。

■ ETFを通じた投資が賢明

Growing Like Weeds

Despite cost burdens from pot's federal illegality, U.S. cannabis sales yield nice profits.

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (bil)	2021E Revenue (mil)	2021E Adjusted Ebitda (mil)	2021E Adjusted EPS
Curaleaf Holdings / CURLF	\$13.36	\$9.1	\$1,260	\$370	\$0.06
Green Thumb Industries / GTBIF	30.55	6.6	860	320	0.47
Trulieve Cannabis / TCNNF	40.57	5.0	850	380	1.48
Cresco Labs / CRLBF	12.29	4.5	810	260	0.16
TerrAscend / TRSSF	11.08	3.5	300	120	0.11
Columbia Care / CCHWF	6.28	1.8	510	100	0.02
Ayr Wellness / AYRWF	29.18	1.5	380	140	0.39
Harvest Health & Recreation / HRVSF	2.83	1.2	390	80	0.01

E=estimate; Ebitda=earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization

Sources: Sentieo; FactSet; company reports

最近設定されたETFのアドバイザーシェアーズ・ピュアUSカナビス<MSOS>は、米国大麻関連企

業に投資する賢明な手段を提供している。昨年9月の設定以来の資金流入額は10億ドル近くに上り、出来高が小さい大麻関連株の最近の上昇に貢献しているとみられる。

現在のところ、ニューヨーク証券取引所に上場するピュアUSカナビスなどのETFは、大麻業界に投資するための最も簡単かつ安全な方法の一つだろう。同ETFのポートフォリオマネージャーであるダン・アーレンズ氏は、「大麻業界のように急成長しており変動が激しい業界では、プロによる分散投資を選ぶのは非常に合理的だ」と語る。

あまり合理的ではないのは、投資家がカナダの大麻メーカーに偏った関心を向けていることだ。これらの企業は米国で上場しているが、売り上げの中心は非常に小規模なカナダ市場である。

By Max A. Cherney and Connor Smith
(Source: Dow Jones)

2. 政府が通貨のデジタル化を進める先で、何が起きるのか - What Happens

[フィーチャー]

When Governments Go Crypto

暗号資産は中央銀行を脅かす。政府は暗号化を進めなければならない

■ 暗号資産と通貨との闘い

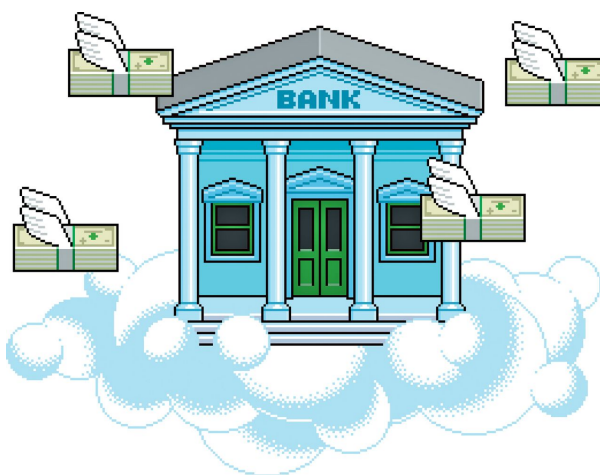


Illustration by Quick Honey

バハマは観光地として有名だが、中央銀行の関係者が現地を訪ねるのはバハマの新しいデジタル通貨「サンドドル」を調査するためだ。バハマは、中国、カンボジアと並んで、デジタル通貨を導入した3カ国のうちの1つだ。サンドドルは、スマートフォンのモバイルウォレットに貯められており、ビールを買うときはQRコードをスキャンするだけで済む。

デジタル通貨は普及したとはまだ言えないが、暗号資産（仮想通貨）とドルのような主要通貨との間で繰り上げられる競争は激しい。PwCによると、85%以上の中央銀行が自国通貨のデジタル化を検討しているという。主要国の中では中国が先行し

ており、来年からの本格的な導入に向けて、これまでに3億ドル相当の人民元をデジタル化している。また、欧州中央銀行（ECB）、日本銀行、米連邦準備制度理事会（FRB）もデジタル通貨の導入を検討しており、イングランド銀行（英中央銀行、BOE）が「ブリットコイン」を発行する可能性もある。

中央銀行デジタル通貨（CBDC）は、現在プライベートネットワークで流通しているデジタル貨幣に似た、新しい金融商品（手段）だ。人々や企業は、デジタルウォレット内でCBDCの取引を行うことができる。CBDCの預金は、中央銀行の負債となり、商業銀行の預金と同様に利息がつく可能性がある。また、CBDCは分散した複数の台帳に記録され、既存のシステムよりもプログラムや取引の追跡、グローバルな送金が容易になる。

暗号資産市場は規模が拡大しており、現在、総額2兆2000億ドルに達する。中央銀行が特に懸念し

ているのは、ある通貨との交換レートが固定された非政府のデジタル貨幣「ステーブルコイン」の台頭だ。多くのステーブルコインが流通しているが、最大はテザーで、その流通額は510億ドルである。国際通貨基金（IMF）のフィナンシャルカウンセラーであるトビアス・エイドリアン氏は、「論調を大きく変えたのはフェイスブック〈FB〉だ。同社が展開するディエムは、世界中の膨大なフェイスブック利用者に、ステーブルコインと決済プラットフォームを提供することになるだろう。これは非常に大きな可能性を秘めている」と言う。

■ 政府はCBDCに取り組まざるを得ない

CBDCの背景にあるのは、通貨と決済システムの急速な分裂だ。今後数年のうちに、人々は価値の貯蔵手段としてビットコインを持ち、ユーロやドルにペッグされたステーブルコインで取引を行うようになるかもしれない。もちろん、ドルがなくなることはない。ドルは世界中で準備金として膨大に保有され、あらゆるものの価格決定に使われているからだ。しかしステーブルコインが広く使われるようになると、通貨と異なり政府の資産による裏付けがないため、市場を揺るがす可能性がある。ステーブルコインがハッキングされたり暴落したりすると、人々や企業がお金を取り戻そうと躍起になり、銀行取り付けや金融パニックを引き起こす可能性があるのだ。

商取引が暗号資産での取引に移行すると、各国政府は、中央銀行が持つ金融政策のコントロールを失うリスクがある。米プリンストン大学の経済学者、マーカス・ブルネルマイヤー氏は、「中央銀行が金融政策上の主権を維持するには、デジタル通貨を創出する必要がある」と述べている。例えば、FRBはマネタリーベースを拡大・縮小するために国債を売買することで通貨供給量を管理しているが、「人々が中央銀行の管理するお金を使ってくれなければ、大きな問題になる」とラトガース大学のエコノミスト、マイケル・ボルド氏は言う。

■ CBDCの利点

防御的な役割だけではない。CBDC推進派は、銀行口座を持たない人々へのアクセスなど経済・社会における利点を主張する。現金や暗号資産が使われるマネーロンダリングなどの違法行為の軽減にも役立つだろう。中央銀行は民間によるデジタル通貨の増発を止められないが、CBDCは少なくとも公平性をもたらす事はできる。

銀行口座を持たないため、小切手の現金化など単純な取引にも高額な手数料を支払わざるを得ない人々が金融サービスへアクセスできるよう支援する、いわゆるファイナンシャル・インクルージョンの観点からもCBDCは注目されている。米連邦預金保険公社（FDIC）によると、米国では全体の5%に当たる約700万世帯が銀行口座を持っていないという。

より効率的に経済政策を行うこともできる。景気刺激策による給付金をデジタル・ドルでデジタルウォレットへ支給すれば、当座預金やアプリへの手数料を払う必要がなくなる。政府はより早い給付が可能となり、その使われ方をその都度確認することもできる。また、デジタル通貨はプログラム可能なため、例えば給付金が3カ月後にデジタルウォレットから消滅するとなれば、消費促進と経済活性化につながるだろう。

デジタル・ドルが広く流通するようになると米国の国内総生産（GDP）が恒常的に年3%成長する、というイングランド銀行の試算もある。現在、FRBを含む中央銀行は、年中無休で手数料がほとんどかからない即時決済システムを民間銀行向けに構築中だ。CBDCがシステムに組み込まれれば決済コストが減少し、GDPの成長につながるというわけだ。

CBDCを金融政策に利用できると唱える経済学者もいる。例えば100万ドル以上をCBDCで預ける

際、中央銀行に0.25%の手数料を支払うことになれば、長引く景気後退の中で法人や個人の貯蓄を抑制するインセンティブとなる。

■ CBDCの欠点

一方、デジタル通貨には技術的な問題やプライバシーに関する懸念など、さまざまな課題がある。まずは政府が個人間の取引を容易に監視できる可能性が挙げられる。北米や欧州でCBDCが本格的に普及するには、匿名性に関する強力な安全装置が必要だ。中国政府はデジタル人民元がプライバシーを保護すると主張しているが、批判的な意見もある。

民間銀行と中央銀行との預金をめぐる競合で、民間銀行の金利収入が減少し、調達コストが上昇することも考えられる。こうした懸念に対しては、CBDCを使った金融サービスに対して銀行に報酬を与えるなど、さまざまな提案がなされているが、民間銀行は安定性が低くコストの高い債券や株式での資金調達を余儀なくされる可能性もある。また、民間銀行の顧客データや顧客との関係が脅かされる場合もある。これらは融資よりも収益性の高い金融サービスを提供する上で民間銀行に欠かせないものだ。

規制当局の動きが鈍いため、米国、欧州、日本の民間銀行は差し迫った脅威には直面しない。民間銀行はシステム開発当事者として依然優位な立場にあり、CBDCを他の金融サービスと同様に販売することができる。また先進的なCBDCプロジェクトは当面、金融機関向け決済などに限られる。ECBは、個人がCBDCを保有するのは2025年以降になるとし、FRBはデジタル・ドルの開始時期を明らかにしていない。

いずれにしても、デジタル通貨がソーシャルメディアやゲーム、電子商取引（Eコマース）に入り込み、われわれの心と財布の中身を虎視眈々（たんだん）狙う中、中央銀行が傍観しているわけにはいかないだろう。拡張現実（AR）の中で暮らす未来を想像してみたい。そこでドルは使われているだろうか。経済学者のブルナーマイヤー氏は、「そうした未来はそう遠くはない。ARが実現すれば通貨間競争はより顕著になり、中央銀行はゲームに参加せざるを得ないだろう」と言う。

By Daren Fonda
(Source: Dow Jones)

3. なぜバンク・オブ・アメリカ株は買いか - Why Bank of America Stock Is a Buy. Here's Why. この環境で最も良い位置にいる大手銀行

[注目銘柄]

■ 忘れ去られる存在



John Lamparski/Getty Images

3兆ドル近いバランスシートを抱える金融機関でありながら、バンク・オブ・アメリカ<BAC>は時として忘れ去られてしまう。同行はJPモルガン・チェース<JPM>のように「要塞のバランスシート」を持たず、ジェイミー・ダイモン氏のようなカリスマ最高経営責任者（CEO）もいない。ゴールドマン・サックス<GS>のような長い歴史や無敵のオーラもない。シティグループ<C>やウェルズ・ファーゴ<WFC>のように厳しい時期を経た再建の可能性で投資家が騒ぐことさえない。それどころか同行は殆ど退屈とも呼べる会社だ。

少なくとも退屈に見せようとするが、控え目なブライアン・モイニハンCEOに率いられたバンク・オブ・アメリカは、資本市場が独り勝ちしている現在の環境と、パンデミック（感染症の世界的流行）後の景気回復加速の両方を乗り切るのに最も良い位置にいる大手銀行かもしれない。株価は41ドルまで年初来で35%上昇したが、まだ買うべき株に見える。

バンク・オブ・アメリカの利益がそれを一番良く物語っており、第1四半期の1株当たり利益（EPS）は86セントと予想の66セントを上回ったが、27億ドルの貸倒引当金戻し入れと、20%の増益と好調だったグローバル市場業務に牽引された。

しかし、市場はそれよりもバンク・オブ・アメリカの第1四半期中の報酬や新型コロナウイルス関連コストの増加、業界全体の弱い貸し出しの伸び率に注目した。この反応は同行にとって珍しくはなく、過去5回の業績発表の当日に株価は平均3.6%下落した。しかし、1カ月後に株価は平均で約5%上昇している。

トレーディングとディールの活発化は昨年、バンク・オブ・アメリカを含む全大手銀行に恩恵をもたらした。同行の投資銀行部門の直近四半期の利益は前年比で20%増加した。しかし大手銀行の経営陣は高水準の活動を期待すると共に、最近では一部の分野で活発な動きが収まるかもしれないと示唆している。それは特別買収目的会社（SPAC）を見れば明らかで、今年第1四半期に292社が上場したが、4月はわずか10社にとどまっている。

■ 金利収入と貸し出しが鍵

Bank of America / BAC



Source: FactSet

これまでの株価上昇が続くためにはバンク・オブ・アメリカは他の分野、具体的には金利収入の増加と貸し出し伸び率の上昇が必要だろう。大手銀行では同行とウェルズ・ファargoが最も金利感応度が高く、同行の10-K開示資料によると金利が1%上昇すれば純金利収入は105億ドル増加する。

純金利マージン改善はバンク・オブ・アメリカ自身がほとんどコントロールできない。4月半ばのアナリストとの電話会議でモイニハンCEOは、2020年第1四半期に急落した金利の影響を吸収して同年第3四半期に純金利収入は底を打ったと述べた。

■ 金のなる木

Money Machines

As the economy rebounds and Bank of America's earnings grow, the stock could close the valuation gap with rival JPMorgan Chase on the basis of price to tangible book value.

Company / Ticker	Recent Price	12-Month Price Change	Market Value (bil)	2021E P/E	Div Yield	P/TBV*
Bank of America / BAC	\$41.11	66%	\$353	14.0	1.8%	2.0
Citigroup / C	73.84	47	154	8.7	2.8	1.0
Goldman Sachs Group / GS	352.97	86	126	8.3	1.4	1.5
JPMorgan Chase / JPM	155.19	59	471	12.0	2.3	2.3
Morgan Stanley / MS	83.64	105	156	12.3	1.7	2.1
Wells Fargo / WFC	46.24	54	191	12.3	0.9	1.4

E=estimate. *P/TBV=price to tangible book value.

Sources: Bloomberg; company reports

景気が回復してバンク・オブ・アメリカの利益が伸びる中で、同行株のライバルのJPモルガンとの株価有形資産倍率で見たバリュエーションギャップは縮小するかもしれない。

しかし、バリュエーションギャップの一層の改善は米国長期債利回り上昇に依存しており、その利回りはここ数週間1.6%近辺にとどまっている。今年後半に長期債利回りが2%に到達すると予測するエコノミストやストラテジストもいる。

現状では貸し出しの伸びが必要だがそれも確かではない。貸し出しの伸びは経済成長だけではなく消費者や企業の借り入れ需要に依存する。経済再開と給付金で経済成長はほぼ間違いないとしても借り入れ需要は問題かもしれない。モイニハンCEOはアナリストとの電話会議で「想定される経済成長によって、企業は資金を借り入れ、在庫を積み増し、雇用を増やし、投資を行って事業を進めていくだろう」と語った。

第1四半期の貸し出しとリースの残高は9080億ドルで前年比8%減少した。

金利上昇と貸し出し拡大が揃えば利益への影響は大きい。モイニハンCEOは電話会議で「もし長期債利回りが上昇して年後半に貸し出しが若干伸びれば、年末時点で純金利収入が四半期当たり10億ドル増加することになるだろう」と語った。

もし貸し出しが伸びなければどうなるか？オッペンハイマーのアナリストであるクリス・コトウス氏はレポートで、銀行がまだ「利益を出して割安であり、創出される余剰資本を継続して自社株買いに使うだろう」と述べた。これによりEPSが押し上げられる可能性がある。

バンク・オブ・アメリカの今年の予想EPSは前年比60%増の3ドルで、これに基づく株価収益率（PER）は14倍で市場全体のPERの約7割の水準に相当するが、これは同行の2010年から2019年の平均を10%ポイント下回る。コトウス氏は「2000年代初めを思い出させる。銀行の業績は良かったがニューエコノミー銘柄ではなかった」と語る。

アナリストは成長が続くと予想する。ファクトセットの集計によると2022年のEPSは前年比10%増と予想されている。2021年の純金利収入は前年比で減少するが、2022年には2020年比で5%増と予想されている。利益の改善に加えて、投資家は取締役会が承認した250億ドルの自社株買いの恩恵を受けられるかもしれない。米連邦準備制度理事会（FRB）の6月のストレステストに合格すれば自社株買いが本格的に再開するはずだ。

一方、ファクトセットによると、バンク・オブ・アメリカ株の株価有形資産倍率は2倍で業界平均の1.1倍を大きく上回るが、JPモルガンの2.3倍を下回っている。経済状況の改善が継続すれば両行のギャップは縮小してもおかしくない。同行株が2.3倍で評価されれば株価は48ドルとなり、4月29日引け値から17%上昇することになる。

By Carleton English
(Source: Dow Jones)

4. セルジーンの前株主が60億ドルを逃した理由とは - How Shareholders Missed Out on a Potential \$6 Billion in Bristol Myers' Deal

成功対価受領権（CVR）は見かけほど甘くはない

[ヘルスケア]

■ コロナでマイルストーン達成に失敗？

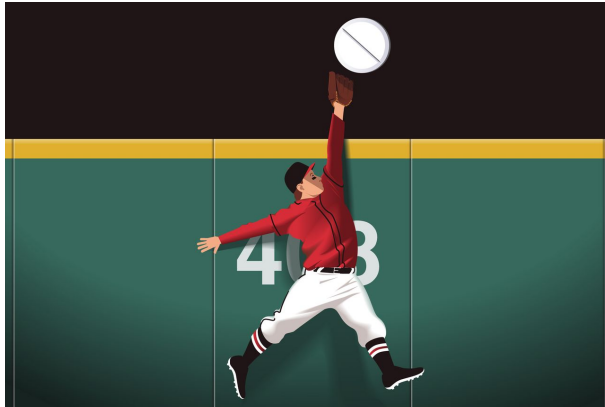


Illustration by John Tomac

2019年末に製薬大手のブリストル・マイヤーズ・スクイブ＜BMY＞がバイオ医薬品大手のセルジーンを800億ドルで買収した時、同社はスイートナー（歓心を買うための甘い贈り物）を上乗せした。セルジーンの一つの研究開発段階の治療薬が予定通り米食品医薬品局（FDA）の承認を受ければ、ブリストルは1株当たり9ドル、合計60億ドルを支払うことになっていた。ただし、三薬が全て承認されることが条件だった。承認の一つが1日でも遅れれば、このブリストル・マイヤーズが発行した成功対価受領権（CVR）の価値はなくなる。

治療薬は三つとも承認されたが、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）に関連した移動制限によりFDAの検査が1カ月遅れたため、一つは期限の約1カ月後の承認となった。ブリストルは承認を得るために可能なことは全て行ったとして、CVRの支払いを行っていない。元ヘッジファンドマネジャーで、同社のCVRを保有するトム・ジョバイン氏は、「新型コロナウイルスのせいで60億ドルを失った株主がいる」と語る。「考えてみれば、ばかげた話だ」

現在、CVR保有者のグループが訴訟の準備をしている。同グループの主任弁護士である法律事務所セレンディ・アンド・ゲイのデービッド・エルスバーク氏は声明で、発行済CVRの大半を保有する469名の保有者が5000万ドルを訴訟費用としてコミットしたと述べている。当初の合意にはパンデミックを理由に投資家が例外の適用を要求できるという条項はないが、ブリストルにはマイルストーンを達成できるように「懸命な努力」をする義務が課されている。

ブリストルは、訴訟の可能性に関する憶測はしないとしている。同社は、パンデミックによるFDAの訪問の遅れがなければ、CVRの期限を達成できたはずだと主張している。

■ ハッピーエンドはまれ

Swinging for the Fences

Selected acquisitions of biopharma firms for more than \$1 billion since 2010 that included a CVR

Target	Acquirer	Date	CVR Description	Current Status
Celgene	Bristol Myers Squibb	Nov. 2019	\$9 a share, all or nothing	Cancelled
Genzyme	Sanofi-Aventis	April 2011	Up to \$14 a share	Settled for \$315 million
Dyax	Shire	Jan. 2016	\$4 a share, all or nothing	Paid
Furiex Pharma	Forest Labs	July 2014	Up to \$30 a share	Paid out \$10 a share
Achillion Pharma	Alexion Pharma	Jan. 2020	Up to \$2 a share	Active

Sources: FactSet; company reports

投資家にとって、この問題は教訓となる。バイオ医薬品企業の買収の際に提供されることが多いCVRだが、ハッピーエンドになるのはまれだ。CVRは買収資産の価値に合意できない場合に使用され、支払いは将来のマイルストーンにひも付けされる。ハイテクのスタートアップ企業の買収でおなじみのアーンアウト条項に似ているが、重要な違いがある。ボストン・カレッジ・ロースクールのブライアン・クイン教授は、アーンアウトの受益者はマイルストーンが近づく時に買収する側の企業で働いている場合が多いと指摘する。「ほとんどの場合、買収する側の企業はアーンアウトの支払いをすることになる」と教授は言う。

CVRの場合は違う。過去10年前後の間に買収された時価総額10億ドル以上のバイオ医薬品上場企業に対するCVRの実績は良くて不安定だ。全額支払われたものはほとんどない。不幸な結果に終わったものもある。サノフィ<SNY>がバイオ医薬品企業ジェンザイムを買収した時に発行したCVRの所有者は、同社が、意図的にマイルストーン達成を逃すために、薬の承認を急がず、販売の手を抜いたと主張し、訴訟を起こした。サノフィは非を認めなかったが、最終的に3億1500万ドルで和解した。

これらのCVRの中でもセルジーン社のCVRは際立っている。同社のCVRのように上場されたものや、オール・オア・ナッシングのものはほとんどない。ヘッジファンドが同社のCVRでかなりのポジションをとり、支払額9ドルに対し通常70%前後のディスカウントで取引されていた。

■ 失効宣言と訴訟

2020年半ばまでは全てが順調に進んでいた。2020年3月にはオザニモドがセルジーン社の三つの薬のうちで最初のFDA承認を受けた。しかし、すぐにブリストルは証券取引所提出書類でパンデミックのためCVRの支払いが行われない可能性があるという警告を始めた。

5月に、 Bristol は FDA が 2 番目の リソセルとして知られるがん治療薬に対する決定の時期を 11 月半ばまで延期したと発表した。それでもまだ CVR の期限である 12 月 31 日には間に合うはずだったが、11 月に移動制限により検査官がテキサスの施設を訪問できなくなり、FDA 自身が期限に間に合わなくなると、CVR の期限までの余裕はほぼなくなった。最終的に検査官は訪問したものの、12 月 31 日になっても FDA の承認は出ておらず、1 月 1 日に Bristol は CVR が「自動的に失効した」と発表した。

FDA は 2 月に リソセルを承認し、その後、3 番目の イデセルと呼ばれるがん治療薬をその期限までに承認したが、既にニューヨーク証券取引所で取引されなくなっていた CVR には遅過ぎた。上場廃止後、CVR は機関投資家の間で価格 1 ドル前後で限定的な取引が行われている。

Bristol にとって CVR は無効となっているが、CVR の保有者は諦めていない。同社の CVR を担当している米州みずほのアナリスト、サリム・サイド氏は「議論の余地はある」とし、CVR の期限を逃したりソセルについては「多くの疑問がある」と語る。同氏は 4 月上旬のレポートで、FDA の文書によれば リソセル承認の遅れはパンデミックだけではなく、他にも未解決の問題があったことも原因になっていると述べた。もしそうであれば、Bristol がマイルストーン達成のため最善を尽くしたか否に影響し得る。

Bristol は声明で「当社は（リソセル）に関する当社の（新薬）承認申請書類は適切な内容であり、新型コロナウイルス関連の検査の遅延がなければ、FDA は CVR の期限内に、改訂され延長された（期限）通りに審査を完了することができたはずだと信じている」と述べ、最善を尽くしたとしている。

同社の CVR 保有者が何かを得る可能性はまだあるが、投資家にとっての教訓は明らかだ。こうしたスイートナーは必ずしも見かけほど美味なものではないということだ。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

5. クリーンエネルギーに賭けたファンドが大当たり - A Fund Cleans Up by Betting on Clean Energy

気候変動対応に関連する分野は多岐にわたる

[インタビュー]

■ 地球温暖化への対応に特化したファンド



Photograph by Cody O'Loughlin

地球温暖化の緩和あるいは温暖化への適応から恩恵を受ける企業に投資するGMOクライメート・チェンジ・ファンド<GCCLX>の共同マネジャーのルーカス・ホワイト氏に話を聞いた。同ファンドの昨年の上昇率は42.7%だった。同氏はGMOリソーシーズ・ファンド<GEACX>にも関与している。

本誌：気候変動サミットが開催されたばかりだが、ファンドがカバーするセクターへの影響はあるか？
 ホワイト氏：バイデン政権は気候変動に関して非常に進歩的だ。中国も2060年までの脱炭素目標を表明した。欧州諸国のリードは継続している。

世界の三大経済圏が気候変動に関して協調するのは初めてのことだ。

Q：脱炭素への取り組みが米国企業に与える影響は？

A：現時点で全面的にクリーンエネルギーに転換するのがコスト削減になるとは言い難いものの、クリーンエネルギーは毎年一段と安くなっている。

Q：気候変動対応から恩恵を受ける企業に投資するとは？

A：気候変動対応は、変動自体の緩和と変動への適応の両方の意味がある。太陽光、風力、地熱、バイオ燃料、電気自動車（EV）用バッテリー、公益用エネルギー備蓄に関連する企業に集中投資している。送配電事業にも着目している。再生可能エネルギーの比率が高まると、より高度な配電システムが必要となる。

EVメーカーの株価は非常に割高になっている。EVメーカーのテスラ<TSLA>は唯一の選択肢であるかのような扱いだが、今後主要自動車メーカーも自らEVを発売するため、状況は変化するだろう。従って、別の方法でEVへのエクスポージャーを獲得するため、リチウム電池、半導体、パワートレインなどの部品、電池や自動車の原材料にも目を向けている。EVでの銅の使用量は内燃エンジン車の3～4倍になる。リチウム、ニッケル、コバルト、マンガンがリチウム電池に使用されていることは誰もが知っている。EVの成長に賭ける明白な方法は既にかなり出尽くしたとみられるが、あまり明白でない部分では、魅力的なバリュエーションの会社がある。

Q：依然として化石燃料銘柄も保有しているが、どのように選別するのか？

A：化石燃料銘柄は過去最割安だ。ロイヤル・ダッチ・シェル<RDSA>などは、2020年年初の水準に戻るには60%も上昇する必要がある。原油価格は当時よりも20～30%上昇したため、同社のファンダメンタルズは改善したはずだが、バリュエーションは劇的に低下した。このような乖離（かいり）はクリーンエネルギーに代替される恐怖が原因のため、われわれはむしろ化石燃料へのエクスポージャーを若干増やした。化石燃料に基づくインフラの整備には150年もかかった。それが10年で完全に取って代わられることはないだろう。生き残ると見込まれる、コストが最も低い銘柄に投資する。資源ファンドではロシア最大の石油会社であるルクオイル<LUKOY>も保有して

いる。ダラスを本拠とするコスモス・エナジー<KOS>の上昇余地は大きい。米国のメジャーは他の石油企業よりも割高なため、エクソン・モービル<XOM>、シェブロン<CVX>、コノコフィリップス<COP>は保有していない。

■ ファンド内でも特に上昇した銘柄



Photograph by Cody O'Loughlin

Q：大きく上昇した銘柄は？

A：ソーラーエッジ・テクノロジーズ<SEDG>やエンフェーズ・エナジー<ENPH>などの太陽光発電関連銘柄は2020年初めには劇的なほど割安だったが、バイデン大統領の就任、民主党主導の議会、中国の脱炭素目標の表明に伴い一層上昇した。利益やキャッシュフローの劇的成長も加わり、株価は200~250%上昇した。ベスタス・ウインド・システムズ<VWDRY>などの風力発電関連やバッテリーや電力備蓄関連も健闘した。素材では、銅関連のポジションは約65%、リチウム関連は約100%上昇した。風力は2020年を通じて、太陽光は12月に保有を減らしたが、太陽光関連銘柄は2~3月の株価下落後、エクスポージャーを増やした。第1四半期は、農業、水、さらに建材のオーウェンス・コーニング<OC>など建築物のエネルギー効率に関連する銘柄や、天然資源企業のフリーポート・マクモラン<FCX>などの銅に関連する銘柄のパフォーマンスが非常に好調だった。

Q：バイオ燃料はファンドの大きなテーマだが、生産過程での排出量が多いのでは？

A：バイオディーゼルや再生可能ディーゼルなどのバイオ燃料のライフサイクル全体を見ると、化石燃料に比べて二酸化炭素（CO2）排出が約80%少ない。持続可能な航空燃料の開発も始まっている。これらの産業はもっと成長して、成熟する必要がある。われわれは再生可能天然ガスに着目している。ごみの埋立地や下水処理場、酪農場などから漏れ出るメタンは、CO2よりも気候への悪影響はかなり大きい。再生可能天然ガスの生産者はメタンを抽出し、加工してバイオ燃料を生産することで、排出量をかなり削減でき、非常に多くの炭素クレジットを得られる。エネルギーサービス企業のアメレスコ<AMRC>は時価総額約25億ドルと、大手企業の一つだが、バリュエーションは非常に妥当な上、再生可能天然ガスのみならず、太陽光発電やエネルギー効率も手掛けている。もう1社挙げると、車両用天然ガス販売会社のクリーン・エナジー・フューエルズ<CLNE>の時価総額は約20億ドルで、生産より流通に力を入れている会社だ。

Q：太陽光発電関連銘柄を今でも選好するか？

A：ソーラーエッジはファンドの中で重要な銘柄だ。1株13ドルで買い始め、今や275ドルだ。上昇初期に、「200%も上昇したから、もう魅力的でない」などと言っていたら、その後の何百パーセントもの上昇を逃していたことだろう。カナダの太陽電池モジュールメーカーのカナディアン・ソーラー<CSIQ>、太陽光エネルギー供給業者のサンラン<RUN>そしてソーラーエッジは1月にフェアバリューを超えてしまったが、その後数カ月の上落を受け、今はまだかなり上昇余地がある。

ソーラーエッジは太陽光パネルで発電された直流電流を交流電流に変換するインバーターを製造し

ており、発電を最適化する技術を持つ。EVのパワートレインも手掛けている。テスラと競合するのではなく、ガスやディーゼルを利用したゴルフカートやフォークリフトなどの小型の自動車に注目している。カナディアン・ソーラーは垂直統合型企業で、太陽光パネルも生産するが、太陽光発電プロジェクトのポートフォリオも所有している。サンランは、米国中心の住宅用太陽光発電装置の設置業者だ。設置数の増加予想や市場シェアを考慮すると株価は過小評価されており、相当な上昇余地がある。

■ CO2排出削減に貢献するアーク炉用電極のグラフテック

Q：他に選好する銘柄は？

A：グラフテック・インターナショナル<EAF>は、製鋼用アーク炉の黒鉛電極などを生産している。鉄鋼生産は原料炭や多くのエネルギーを使用し、信じ難いほど排出量が多い産業だ。グラフテックは、従来の溶鉱炉に比べ、CO2の排出量を90%も削減できる電極を生産している。鉄鋼業界の成長のほとんど全てはアーク炉からになると予想される。グラフテックの株価収益率（PER）は7.5倍だが、ファンダメンタルズは非常に強い。堅調な成長見通しのある、ディープバリュー銘柄だ。もう1銘柄紹介すると、リニューアブル・エナジー・グループ<REGI>は、バイオディーゼルと再生可能ディーゼルの会社で、供給元との長期的な関係により様々な原材料を利用できる。上昇余地は大きい。

Q：回避する銘柄は？

A：テスラなどのEV企業だ。EVメーカーの参入によって過去2年で自動車メーカー全体の時価総額が2倍になった。2年前と比べて、EV業界が2倍も魅力的な産業になっただろうか。水素関連銘柄も避けたい。何年も昔の太陽光発電をほうふつとさせる。

By Leslie P. Norton
(Source: Dow Jones)

6. 材料に反応薄で高値横ばいの市場 - The Market Did Nothing—Unless You Peer Beneath the Surface 水面下で見られた経済再開を織り込む物色動向は続くか

[米国株式市場]

■ 動意薄だった株式市場

Dow Jones Industrial Average



株式市場で反応が起きるには何が必要なのだろうか。

先週の株式市場では、S&P500指数が2週連続で横ばいに近い状態のまま取引を終了した。前週が0.13%の下落となった後にトレーダーや投資家はポジションに変更を加えたものの市場全体には影響せず、同指数は1.00（0.02%）上昇して4181.17で引けた。ナスダック総合株価指数は0.4%安の1万3962.68、ダウ工業株30種平均は0.5%安の3万3874ドル85セントとなった。小型株のラッセル2000指数は0.2%安の2266.45で週末を迎えた。

「市場を動かすイベント」がなかったわけではないが、市場を動かすことはなかった。バイデン大統領は幼児教育の無償化や、その他の家族向け支援策のために増税したいとの理由を米国民に説明したが、市場は特に材料視しなかった。木曜日に発表された第1四半期の国内総生産（GDP）は、年率6.4%という大幅な伸びながら市場予想の6.5%にわずかに届かなかったものの、投資家が動揺することはなかった。

先週の連邦公開市場委員会（FOMC）でさえ市場に少しも影響を与えることができず、何も起こらなかった。データトレック・リサーチの共同創業者であるニコラス・コラス氏は、「連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長の会見はワンパターン化しており、今のところ金融政策にサプライズはない」と述べる。

■ 時価総額に占める比率の変化

S&P 500 Index



アップル<AAPL>、マイクロソフト<MSFT>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>という米国の時価総額上位3社による絶好調の業績発表に対してなら市場の反応があったはずと思われるものの、実際はそうならなかった。アップルの株価は、売上高が54%増加したと発表された後に0.1%下落し、マイクロソフト株は19%の売上高の伸びがあったにもかかわらず2.8%下落し、アマゾン株は過去10年間のどの四半期よりも高い成長を記録したにもかかわらず0.1%の値下がりとなった。

このような絶好調の業績発表に対する冷ややかな反応は、過去8カ月間のパターンと同じだ。アップル、マイクロソフト、アマゾンの業績の伸びは飛躍的だが、株価の伸びはS&P500指数を大きく下回っている。ルーソルド・グループのリサーチアナリストであるフィル・セグナー氏は、その結果としてS&P500指数に占めるこれらの銘柄の比率が低下し始めていると指摘する。アップルは昨年8月31日の7.3%から4月29日は5.9%、マイクロソフトは5.9%から5.3%、アマゾンは5.0%から4.2%に低下した。同氏は「これらの銘柄の株価は横ばいだが、比率は低下している」と書いている。

それでも株式市場には依然として集中の問題が残っている。S&P500指数における上位5銘柄の比率は21.6%で、ピーク時の23.9%からは低下しているもののドットコムバブルの頂点である18.1%に比べるとはるかに大きい値のままだ。一方、時価総額下位300銘柄の比率は16.2%にとどまっており、過去のピーク時の水準までまだ余裕があることを示している。このことから、S&P500指数のイコールウェイト（等加重）版は、昨年8月31日から34%上昇しているにもかかわらず、投資妙味がありそうだ。

小型株は値持ちがよいだけではない。ウェルズ・ファーゴ・セキュリティーズの米国株式ストラテジストであるクリストファー・ハーベイ氏は、小型株の方が大型株よりも業績発表に対する反応が良いようだと言及する。同氏によると、公表された利益が市場予想を上回った場合の大型株のアウトパフォーム幅は平均でわずかに0.06ポイントであり、銘柄数で見ると51%が市場予想を上回ってもアンダーパフォームとなっている。一方、小型株が市場予想を上回った場合のアウトパフォームの平均は0.77ポイントとなっている。

■ 経済再開を先取りする物色動向

NASDAQ Composite Index



Source: FactSet

しかし、S&P500指数の表面上のさえない動きの裏側では、見た目以上のことが起こっているのかもしれない。上場投資信託（ETF）の動きを見ると、4月に絶好調だったインベスコ・S&P500ピュア・グロースETF<RPG>は先週2.1%下落し、出遅れていたインベスコ・S&P500ピュア・バリューETF<RPV>は1.5%上昇した。さらに注目すべきなのが、市場で最も値動きが悪く最もボラティリティの高い銘柄が集まっているインベスコ・S&P500ハイ・ベータETF<SPHB>は2.6%の上昇となった。

これらの動きは投資家が先週リスクを取ろうとしたことを示しており、経済再開を織り込む銘柄選択の動きが突然復活して最後の一押しとなる可能性を示唆しているのかもしれない。

実際、データトレックのコラス氏は、8月のワイオミング州ジャクソンホールにおける会合でFRBが債券購入額の削減開始計画を発表するかどうかを投資家が気にし始める前、すなわち5月から6月まで経済再開を織り込むトレードが続くと見ている。

そうだとするならば、今後は株式市場に何か動きが見られるかもしれない。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

7. 株式市場、現状ではキャピタルゲイン税増税を懸念していない - Who's

[コラム]

Afraid of Higher Capital-Gains Tax? Not Stocks, at Least for Now.

増税に先駆けた、今後の売りの可能性は残る

■ キャピタルゲイン税増税を模索する動き



Brendan Smialowski/AFP/Getty Images

バイデン大統領がキャピタルゲイン税増税を模索しているとはいえ、株式市場は「死と税金は避けて通れない」というベンジャミン・フランクリンの名言を恐れていないようにみえる。さらに、税金専門の弁護士は、米国人が存命中だろうが死後だろうが、納税額を減らす手段を確実に見いだすだろう。

大統領就任から100日間の株価パフォーマンスが、大恐慌最中の1933年のフランクリン・D.ルーズベルト元大統領就任以来で最高となる中で、株式市場はバイデン大統領が提案する増税をほとんど気にしていない。大統領は、2兆ドル規模の米国

雇用計画に加えて、1兆8000億ドルの米国家族計画を先週公表した。

米国家族計画は、教育、子育ておよび有給の育児・家族休暇を支援する意欲的なプログラムで、富裕層を対象とした1兆5000億ドルの増税、特にキャピタルゲイン課税で賄われることになっている。株式市場がその見通しに関して平静を保っているのは、米国家族計画が当初案のまま成立する可能性は低いと評価していることを恐らく反映しているのだろう。

野村証券のエコノミストはレポートで、中・低所得者向けのそのような意欲的な支出計画が議会を通過したのは、1934年のニューディール計画と1964年のグレート・ソサエティ（社会福祉計画）のように、民主党が議会において大差の過半数を得た時だけだったと指摘した。現在は、民主党は上院で50議席を保有していて辛うじて副大統領の1票による主導権を確保しているだけで、下院でも過半数を6議席上回っているに過ぎない。

AGFインベストメンツの米国担当チーフ・ストラテジストであるグレッグ・バリエール氏は、バイデン大統領は「大きく行くこと」を望んでいるものの、米国雇用計画は1兆7000億ドル、米国家族計画は1兆ドル程度へ大幅に縮小される公算が大きいと言う。バイデン大統領は、議会における民主党の過半数が僅差なことを理解している。

米国家族計画は、所得の最高区分の税率を37%から39.6%へ引き上げ、40万ドルを超える所得に対して3.8%のメディケア（高齢者向け医療保険制度）投資サーチャージを適用し、100万ドル超の所得者に対してはキャピタルゲインと配当に関して通常の所得税率の適用を想定している。税率は現状の23.8%から43.4%へ上昇することになる。

相続税も変更され、相続人が被相続人の死亡時に、未実現キャピタルゲイン税を即座に支払うことになる。不動産に対する投資家がキャピタルゲイン税を先送りできるいわゆる同種資産の交換も、所得が50万ドル超の人々に対して適用されなくなる。最後に、米内国歳入庁（IRS）の徴税強化に800億ドルが投資され、その結果として10年間で7000億ドルの税金を回収できると想定されている。

これらの提案のどの程度がいつ議会を通過するかは、非常に不確実だ。大半のオブザーバーは、増税が遡及適用されることはないだろうと考えている。増税は、法案が議会を成立した日、または、バイデン大統領が署名した日に発効する可能性が最も高い。

■ キャピタルゲイン税増税に先行した利益確定の可能性

キャピタルゲイン税増税は、本誌の多くの読者にとって最重要である公算が大きい。先週本コラムで指摘したように、米国株式のうち課税対象となる投資家が保有するのはわずか25%であり、残りの株式は年金基金などの非課税機関や401kプランなど税控除のある退職金口座によって保有されている。とはいえ、株式の保有は富裕層に集中している。

ザ・バンク・クレジット・アナリストによると、所得が100万ドル超の人々にとって、43.4%の税率が適用されるとキャピタルゲイン税負担は1970年代以降で最高になる。同社は5月号で、「株式の高いバリュエーションを考慮すると、キャピタルゲイン税率の変更が、より低い税率で長期的な利益を確定するために、短期的な株式の売却を引き起こすことは十分考えられる」と述べている。

ゴールドマン・サックスは、米国人の最も裕福な1%の人々の未実現キャピタルゲインは1兆~1兆5000億ドルで、その一部を新たなキャピタルゲイン税が適用される前に現金化することを望むだろうと推定している。その一方で、ゴールドマン・サックスは他のオブザーバー同様に、税率が提案されている43.4%ではなく実際には約28%になるだろうと考えている。

ゴールドマン・サックスは、キャピタルゲイン税増税に備えて売りが出たとしても、最も裕福な1%の層による力強い需要により、株式に対する今年の買い越し額は3500億ドルになると予想している。とはいえ同社は、過去の増税が「株価下落と、裕福な個人を中心にして株式への配分の引き下げを伴った」と結論付けている。

株式市場が高値を更新していることからわかるように、キャピタルゲイン税増税に対する懸念はほとんどないと思われる。今のところ重要なのは、利益をけん引している強力なファンダメンタルズであり、バリュエーションを押し上げている潤沢な流動性だ。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

8.

パンデミックが過ぎ去っても大手ハイテク銘柄を選好する理由 - Tech's Big

[ハイテク]

Five Had Fantastic Pandemics.

クラウド、電子商取引、PC需要、オンライン広告が業績を牽引

■ この1年で大きく上昇した株価、さらなる上値余地



Courtesy Apple

新型コロナウイルス感染症が猛威を振るっていた昨年3月、筆者は大手ハイテク5社（アルファベット<GOOGL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アップル<AAPL>、フェイスブック<FB>、マイクロソフト<MSFT>）の株式を割安に買うまたとないチャンスが到来したと主張した。筆者は現在もこれら大手ハイテク5社は買いたと考えている。

実際、これら大手ハイテク5社の過去1年間のパフォーマンスはあらゆる予想を上回った。5社が先週発表した1-3月期の利益と売上高はいずれもウォール街の予想を大きく上回り、5社全体の売上高は前年同期比41%増（フェイスブックは48%増、マイクロソフトは19%増、アップルは54%増、アルファベットは34%増、アマゾン44%増）となった。

筆者が昨年3月に大手ハイテク5社についての記事を書いてから現在までの株価上昇率は、最も低いマイクロソフトが85%、最も高いアップルで135%である。現在の株価は1年前ほど割安ではないが、ハイテクの最も重要な変遷期に乗じて投資するのに大手ハイテク5社に勝る銘柄はないと主張することは可能だ。投資家は、以下に挙げる六つのトレンドから目を離すべきでない。

■ クラウドへの移行は止められない

各社のクラウド事業の2021年1-3月期の増収率を見ると、マイクロソフトのAzure（アジュール）が50%、Google Cloud（グーグル・クラウド）が46%、アマゾン・ウェブ・サービス（AWS）が32%だった。かつては企業が自前のデータセンターを運営していたが、今やこれらのクラウド事業がその代役を務めている。クラウド事業の成長がすぐに減速すると考える理由はない。

■ 復活したPC需要は今後も高水準を維持する

在宅勤務・学習・遊びの流れを背景に、PCの売上高は過去1年で大きく伸びた。ガートナーによると、1-3月期のPC売上高は32%増加し、過去20年間で最高の伸び率となった。

在宅勤務への流れが反転すると主張したくなる気もするが、多くの企業は以前の働き方に戻らないことを示す証拠が増えている。電子店舗構築プラットフォームを運営する SHOPPIFY <SHOP> のプレジデントであるハーリー・フィンケルスティーン氏は先週の本誌とのインタビューで、自身はカナダのオタワにある本社で定常的に勤務するつもりはないと述べたうえで、従業員の勤務地が分散化された結果、カナダ在住者以外の人材を雇用することが可能になっていると明かした。こうした考え方は、ラップトップ、タブレット、関連アクセサリーに対する旺盛な需要を支えるだろう。

アップルは先週発表した2021年4-6月期のガイダンスで、Mac（マック）とiPad（アイパッド）の供給の制約がなければさらに30億～40億ドル上乗せされていた可能性がある」と指摘した。1-3月期

のMacの売上高は前年同期比70%増だった。

■ 電子商取引は減速しない

アマゾンのオンライン小売事業の1-3月期の増収率は前年同期比41%、サードパーティ販売サービスは同60%増だった。

ショッピングの同四半期の売上高は前年同期比110%増となり、フィンケルスティーン氏は米国とカナダの小売売上高全体に占める電子商取引の割合は25%未満で、成長の余地はまだ十分にあると指摘した。さらに同氏は、経済再開に向けた動きが進展しているオーストラリアとニュージーランドでは同社の顧客のオンライン販売に減速の兆しは見られていないと述べた。

■ オンライン広告が戻ってきた

新型コロナが世界的に流行し始めた当時、旅行業や小売業などの業績が落ち込んだため、フェイスブックとアルファベットは広告の減少によって大きな打撃を受けるとみられていた。だが、2021年1-3月期の売上高を見ると、フェイスブックはウォール街の予想を約25億ドル上回り、アルファベットは37億ドル上回った。アマゾンの「その他」の売上高カテゴリー（ほぼ全てが広告事業）の同四半期の増収率は72%だった。

経済が再開するにつれて、小売業者、レストラン、航空会社、ホテルなど、コロナ禍によって苦しめられた企業が顧客の誘引を積極化するだろう。広告の回復は始まったばかりだ。

■ 半導体不足が業績見通しを押し下げている

半導体供給量の制約によって成長が抑制されているのはアップルだけではない。ネットワーク機器大手ジュニパーネットワークス<JNPR>の最高経営責任者（CEO）であるラミ・ラヒム氏は先週の本誌とのインタビューで、ガイダンスを達成するだけの在庫はあるがリードタイムが伸びていると打ち明けた。

ディスクドライブ大手のシーゲイト<STX>の最高財務責任者（CFO）、ジャンルカ・ロマーノ氏は、同社が半導体不足への備えとして余分な部品在庫を抱えていると述べた。また、同業のウェスタン・デジタル<WDC>のCEOであるデービット・ゲックラー氏は、フラッシュメモリの需要の高まりに対応するため、小売店や流通事業者経由で販売するデバイスの価格を週次または日次で引き上げていると語った。

■ 強気の見方に対するリスク

リスク要因は多い。まず、前年比の業績のハードルが今後はかなり上昇するだろう。一部のアナリストは、アップルの2022年度の増収率がマイナスになる可能性があると考えている。フェイスブックは、規制の問題やウェブ上の消費者行動のアプリによる追跡に対するアップルの「弾圧」（アップルが利用者データの収集に対して事前許可の取得を義務付けると発表したこと）に直面していると警告し、今年下半期の広告の伸びが鈍化すると予想している。

ハイテク規制はバイデン政権の優先課題の最上位に近づいている。労働長官のマーティ・ウォルシュ氏は先週、ギグドライバーは従業員に分類されるべきだと述べ、配車サービスのウーバー・テクノロジーズ<UBER>とリフト<LYFT>、料理宅配サービスのドアダッシュ<DASH>の株価下落を引き起こした。

新型コロナウイルスは依然として深刻な脅威であり、インドやブラジルなどの主要な市場で猛威を振るっている。

だが、筆者はハイテク大手に対する強気の見方を後退させるつもりはなく、やや微調整する程度にとどめている。パンデミック後の世界にとって、ハイテク大手を超える投資先はない。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

9. バイデン氏の法人税増税案の影響を読む - Here's What Biden's Corporate Tax Plan Means for Investors [フィーチャー] 利益の海外移転抑制の流れに耐えるセクターとは

■ 租税回避レースに終止符



Doug Mills/Pool/Getty Images

多国籍企業は近く、これまでより高い法人税を、事業を展開する諸国の政府に納めることになりそうだ。バイデン大統領は先週水曜の議会演説の中で、「税制改革を進め、企業には公正な税負担を求める」と述べた。

バイデン氏が掲げる「メイド・イン・アメリカ税制」案には、連邦法人税率を現在の21%から28%に引き上げ、タックスヘイブン（租税回避地）への利益や生産の移転を抑制し、また、多大な利益を上げていることを投資家にアピールしながら、米国で課税所得をほとんど計上していない企業に対し、純利益に対する15%のミニマム税を課す

となどが盛り込まれている。これは租税回避の防止に関する国際的な取り決めに向けた大きな一歩であり、多くの米同盟国の財務相からも支持を得ている。イエレン財務長官は「30年にわたる法人税引き下げ競争への終止符」だと表現した。

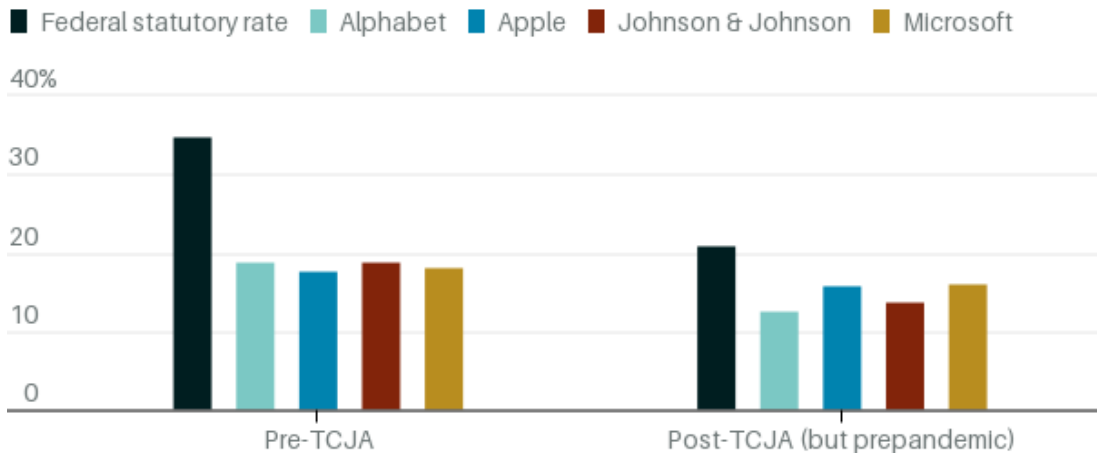
この流れから最も打撃を受けるのは、売り上げや利益の大部分をソフトウェアや医薬品の特許などの無形資産に依存し、それゆえ容易に税負担の回避目的で利益を海外に移転してきた企業だ。一方、利益移転が容易でない通信、小売り、銀行にとっては、相対的には恩恵となる。特に、28%という引き上げ目標が他の提案を守るための妥協案として25%以下に下げられるようなことがあれば、影響は軽微かもしれない。

■ トランプ税制からの転換

Modest Cut

While the 2016 tax overhaul cut the headline corporate rate by 14 percentage points, many of America's most tax-efficient companies experienced much smaller declines.

Effective corporate tax rates



Note: Apple data based on cash taxes paid rather than provisions, because Apple had already booked a \$31.5 billion deferred tax liability before the TCJA repatriation fee was passed.

Source: Company filings; Barron's calculations

2017年減税・雇用法（TCJA、いわゆるトランプ税制）が2017年末に可決する以前から、高い節税効果を楽しむことが可能な企業の実質負担税率は、現在の連邦税率（21%）より低いものだった。本誌による企業業績報告の分析によれば、グーグル親会社のアルファベット<GOOGL>、アップル<AAPL>、ジョンソン・エンド・ジョンソン（J&J）<JNJ>やマイクロソフト<MSFT>他、多くの米多国籍企業の実効法人税率は、TCJA可決の何年も前から19%程度だった。

この実情の最大の要因は、多くの企業がアニュアルレポートに記載しているが、法人税率が低い、またはゼロの国・地域への利益移転が可能だったことにある。このため、TCJAの実質的な減税効果は年間約4%ポイントに留まった。

バイデン氏の案は、連邦法人税率が今後も21%に据え置かれたとしても相当のインパクトがあるはずだ。これは、海外で得た利益についても最低21%の税金を課すもので、法人税率が21%以上の国や地域であれば、その地で得た利益について米国に法人税は落ちないが、21%を下回る国や地域であれば、米国には21%との差分が支払われる。

2019年、米国企業が稼いだ利益の総額は約2兆2000億ドルだ。うち、米国外で得た分が5000億ドル超で、その中の3300億ドルがバミューダ、ケイマン諸島、アイルランド、ルクセンブルク、オランダ、シンガポール、スイスといったタックスヘイブンに帰属する。

トランプ税制以前に存在した唯一の規制は、海外子会社で得た利益を配当、自社株買い、債務返済、企業買収や合併の目的には使えないとするもので、代わりに企業は米国債、エージェンシー債、社債を購入しキャッシュを積み上げ、法改正を待つこととした。こうして「再投資」された利益の累積は、利益移転が活発になった1997年初めから2017年の終わりまでで、2兆2000億ドルに達した。

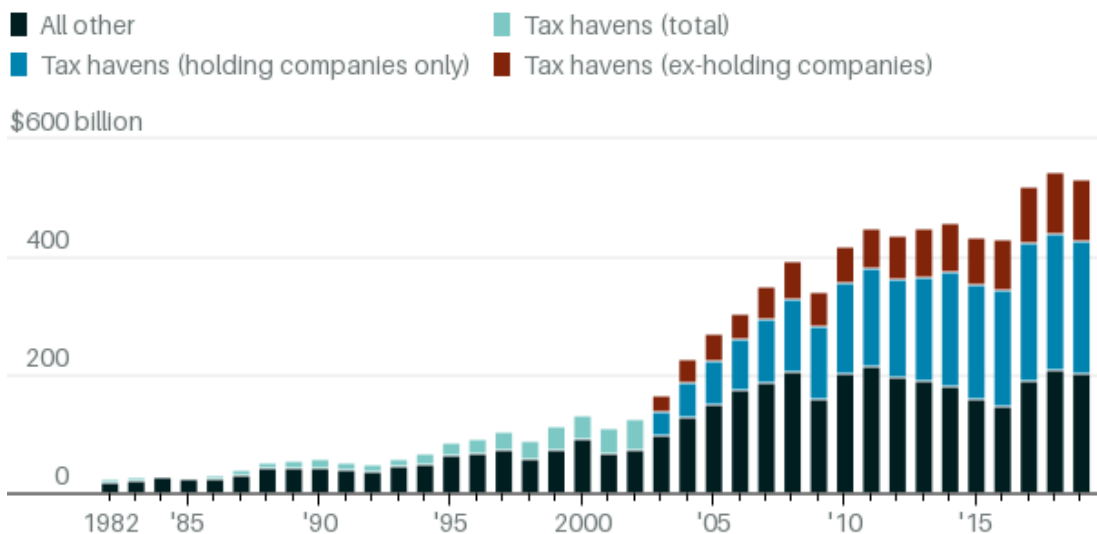
トランプ税制がもたらした最大の変化は、積み上がった海外留保利益を、一度限りの移行税（強制みなし配当課税）を払うことで、株主配当に上乗せすることが可能になったことだ。さらに、将来海外で得る利益について、非課税で配当支払いに回すことも可能になった。

TCJA可決の翌年に非金融会社が自社株買いと配当支払いに費やした金額は、それぞれ前年比2000億ドル増加した。同期間中に米多国籍企業が主要なタックスヘイブンに置く海外子会社から引き出した総額は、3600億ドルに達した。しかし、これも一時的な動きに終わり、2019年の自社株買いおよび配当支払いの金額は前年比10%のマイナスとなった。企業は以前より割合は低いながらも、引き続き利益を海外で留保する傾向にあった。

■ 「メイド・イン・アメリカ」への回帰

Offshoring Profits

U.S. foreign direct investment income by source



Note: Tax havens are Caribbean, Ireland, Luxembourg, Netherlands, Singapore, and Switzerland

Source: Bureau of Economic Analysis; Barron's calculations

TCJAは増配の促進や利益移転の防止の効果は限定的だった一方で、無形資産を海外に移転する場合には物理的資産の移転も同時に求めたため、米国企業の実質的な経済活動の海外移転が進むこととなった。当然の結果として、TCJA可決以降、米国の医薬品輸入は急増した。TCJAによって生じた抜け穴を埋めることはすなわち、医薬品の国内生産の回帰を後押しするだろう。

バイデン氏の提案に関する良いニュースとしては、ケーブルテレビ会社のコムキャスト<CMCSA>、小売り大手ターゲット<TGT>、金融持ち株会社のウェルズ・ファーゴ<WFC>など、米国事業に注力する企業の税負担は以前と変わりないと考えていいはずだ。しかし多くの大手医薬品およびハイテク企業は、連邦法人税率がもし据え置かれたとしても、税負担の大幅増に直面することになるだろう。

By Matthew C. Klein
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - Spotify Has Big Growth Expectations. So Far It's Short of Proof [経済関連スケジュール] スポティファイは大幅な成長を見込むものの十分な確証はない

■ 利益率の向上、通期での黒字化も課題

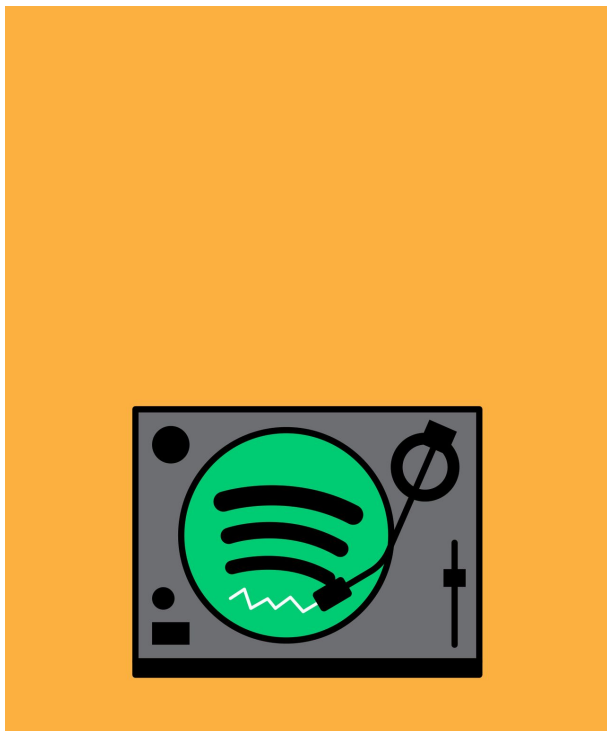


Illustration by Elias Stein

音楽ストリーミング会社スポティファイ・テクノロジー<SPOT>のダニエル・エク最高経営責任者（CEO）は、同社に高い期待を抱いている。同氏は、音楽やポッドキャスト、有料オーディオといった主要事業により、売り上げが5倍～7倍になる見込みがあると考えている。だが、同社の第1四半期の業績からはそのような成長の材料は見られず、投資家は同社のバリュエーションを疑問視する。株価は昨年110%上昇したが、今年は年初来18%下落している。

営業損益の赤字は予想よりも小幅だったものの、ユーザー数は予想に届かず、業績ガイダンスも比較的低調なものとなった。エク氏の期待通りの成長を遂げるには、かなり速いペースでのユーザー数の増加が必要だろう。同社は、まだ通期で黒字を計上したことはない。2021年度の赤字は2019年度の赤字を上回る見込みだ。アナリストは、同社がブレイク・イーブンに到達する時期を引き延ばしている。にもかかわらず、予想株価売上高倍率（PSR）は4倍となっている。

同社は値上げを行なっているが、経営陣によると、会員離れは起こっていない。それでも粗利益率は、2020年第4四半期の26.5%から25.5%に低下した。広告売り上げはサブスクリプション売り上げよりも速いペースで成長しているが、利益率はサブスクリプションと比べて低い。さらに比較的低価格帯にあるプランの販売が拡大し、会員1人当たりの売り上げは減少している。加えてポッドキャスト等、音楽以外のサービスのコストが上昇しつつあり、利益を圧迫している。

エク氏は株主への手紙の中で、ストリーミング市場の売り上げは、2030年までに3倍の790億ドルとなるとの予想に言及し、スポティファイはストリーミング・サービスのかなりのシェアを占めると述べている。出所はどこか？ ストリーミングの有料会員数は、2020年の4億4300万から2030年には12億8000万に増えると予想する、ゴールドマン・サックスのレポートだ。ゴールドマン・サックスのリサ・ヤン氏は「アマゾンやYouTube（ユーチューブ）、局地的な展開を行うテンセント・ミュージックなどがシェアを伸ばしているが、スポティファイは明らかに首位を維持する」と述べる。そうであれば、スポティファイのバリュエーションに合点がいく。だが、投資家は何らかの確証を求めている。

■ 今週の予定

Losing Altitude

Investors drove up Spotify stock during the pandemic, but it's fallen with signs of a reopening.

Spotify Technology Stock Price, 2020 to 2021 Year to Date



Source: FactSet

5月3日（月）

- ・ガス会社のエンタープライズ・プロダクツ・パートナーズ<EPD>、化粧品大手エスティローダー<EL>が四半期決算発表。
- ・医薬品大手メルク<MRK>、REIT会社パブリック・ストレージ<PSA>がバーチャルで投資家向け説明会を開催。
- ・3月の建設支出発表。予想は前月比0.6%増の季節調整済み年率換算1兆5300億ドル。
- ・サプライ管理協会（ISM）が4月の製造業購買担当者景況指数（PMI）発表。エコノミスト予想は65と、3月とほぼ同水準。3月の数値は、1983年12月以来最高となった。

5月4日（火）

- ・ビデオゲーム大手のアクティビジョン・ブリザード<ATVI>、総合石油エネルギー企業コノコフィリップス<COP>、ディーゼルエンジン・メーカーのカミンズ<CMI>、ドラッグストアチェーン大手のCVSヘルス<CVS>、大手電力会社ドミニオン・エナジー<D>、化学品メーカー大手デュポン・ド・ヌムール<DD>、自動車部品メーカーのイトン<ETN>、製薬大手ファイザー<PFE>、食品流通大手シスコ<SYN>、通信大手TモバイルUS<TMUS>が四半期決算発表。
- ・製薬大手イーライ・リリー<LLY>がコンファレンスコールを開催し、サステナビリティへの取り組みについて説明を行う。
- ・鉄道貨物大手ユニオン・パシフィック<UNP>が2021年度投資家向け説明会をバーチャルで開催。

5月5日（水）

- ・カナダの金鉱大手バリック・ゴールド<GOLD>、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>、自動車部品大手のボルグワーナー<BWA>、電機メーカーのエマーソン・

エレクトリック<EMR>、自動車大手ゼネラル・モーターズ<GM>、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>、デンマークの製薬企業ノボ・ノルディスク<NVO>、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>、ライドシェアサービスのウーバー・テクノロジーズ<UBER>が決算発表。

- ・ 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4月の米民間雇用者数を発表。コンセンサス予想は、前月比76万2500人増（3月は51万7000人増）。

- ・ サプライ管理協会（ISM）が4月の非製造業PMI発表。コンセンサス予想は64.6と、3月の63.7を上回る。3月の数値は、統計開始以来最高となった。

5月6日（木）

- ・ ビール大手アンハイザー・ブッシュ・インベブ<BUD>、医療機器大手ベクトン・ディッキンソン<BDX>、オンライン旅行サービス会社のエクスペディア・グループ<EXPE>、決済企業のフィデリティ・ナショナル・インフォメーション・サービスズ<FIS>、食品会社ケロッグ<K>、産業ガスメーカーのリンデ<LIN>、保険・金融サービスのメットライフ<MET>、バイオ医療品メーカーのモデルナ<MRNA>、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>、モバイル決済サービスのスクエア<SQ>、メディア大手バイアコムCBS<VIAC>、動物用医薬品メーカーのゾエティス<ZTS>が決算コンファレンスコールを開催。

- ・ 5月1日までの週の新規失業保険申請件数発表。4月の週平均の申請件数は61万1750件と、2020年3月以来最低となった。

- ・ 米労働統計局が、2021年第1四半期の非農業部門労働生産性指数および単位労働コストを発表。予想では、労働生産性指数は季節調整済み年率換算で2.2%上昇（2020年第4四半期は4.2%低下）、単位労働コストは季節調整済み年率換算で0.4%低下（同6%上昇）。

5月7日（金）

- ・ 4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97万5000人増。失業率の予想は5.8%と3月の6%から低下。

- ・ 保険会社シグナ<CI>、メディア関連企業リバティ・メディア<FWONA>が決算発表。

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』 2021/05/02

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 © 2021 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます