

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2021/07/11

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. ミーム株ブームに幕下りず - The Meme Stock Trade Is Far From Over. What Investors Need to Know [カバーストーリー]
懸念の一方で投資家の裾野は拡大 P.2
2. 中国株に割安感、何を注視すべきか - Some Chinese Stocks Are Starting to Look Like Bargains. Where to Look [フィーチャー]
規制強化の中、投資見極めを P.7
3. アルツハイマー治療薬承認めぐりFDAに非難集中 - The FDA Is Under Fire. Here's How It Affects Investors. [ヘルスケア]
信任揺らげば投資に影響も P.10
4. FRBが緩和策をゆっくりと縮小すべき理由 - Dallas Fed Chief Robert Kaplan on Why the Fed Should (Slowly) Back Off [インタビュー]
ダラス連銀総裁に聞く P.13
5. 債券利回り低下、下期の景気軟化の予兆か - Bonds' Odd Behavior May Presage Weaker Second-Half Economy [コラム]
市場は先行き織り込む P.16
6. ハイテクの新成長分野「可観測性ツール」に注目 - The Next Tech Trend Is Here—It's Worth Paying Attention [ハイテク]
パンデミック後のIT支出拡大の受益者に P.18
7. 新型コロナ感染再拡大も株式市場に影響せず - Covid Fears and Lower Yields Can't Keep the Stock Market Down [米国株式市場]
主要株価指数は史上最高値を更新 P.19
8. フェイスブックに続く1兆ドル企業はどこか? - Which Company Can Reach \$1 Trillion After Facebook? Here's Our Guess [フィーチャー]
競争促進を求める大統領令の影響は P.21
9. インフラ計画頓挫なら市場活性化も - Why an Infrastructure Spending Bust Could Boost Markets [米国経済]
金融緩和長期化に道 P.24
10. 今週の予定 - Tight Supplies Have Driven Up Steel Prices. [経済関連スケジュール]
供給逼迫で鉄鋼価格が上昇。しばらく続くとの見方も。 P.26

※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. ミーム株ブームに幕下りず - The Meme Stock Trade Is Far From Over. What Investors Need to Know [カバーストーリー]

懸念の一方で投資家の裾野は拡大

■ 半年たっても株価は高水準



Illustration by Peter Greenwood

時間の問題のはずだった。1月、ゲームソフト小売り大手ゲームストップ<GME>、通信機器大手ブラックベリー<BB>などの銘柄は突然息を吹き返したが、その時点で既に、株価が再び急落する時に向けて時計の針は進んでいた。急落は数時間か、数日か、あるいは数週間のうちに起きると思われていた。

それから半年がたったが、「ミーム株」（主にインターネット上のうわさを基に売買される銘柄）は依然として、こうした銘柄を長年調査してきた人々から見れば常軌を逸した水準で取引されている。インターネット上の掲示板には最近、ヘルス

ケアテクノロジー企業のクローバー・ヘルス・インベストメンツ<CLOV>やオンライン小売りのニューエッグ・コマース<NEGG>といった新顔が現れ、その株価も上昇している。

大手証券会社における出来高は2月のピークから若干減少したが、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）以前に比べると2〜3倍となっている。その出来高のうち驚くほどの部分が、個人投資家が選好する銘柄の取引によるものだ。例えば、映画館チェーン大手AMCエンターテインメント・ホールディングス<AMC>の6月の日次の平均売買金額は131億ドルで、アップル<AAPL>の95億ドルとアマゾン・ドット・コム<AMZN>の103億ドルを上回った。

米国ではコロナ禍が後退しつつあるが、新規に株取引を始めた人々のほとんどはロックダウン（都市封鎖）の間に覚えた趣味をやめる気はない。金融スタートアップのベターメントの調査によれば、58%のデイトレーダーは今後トレードを増やす予定だと回答しており、減らすと答えたのは12%にとどまった。パンデミックの間にパン作りを始めた初心者は生地をこねるのをやめてしまったが、トレーダーは食欲になるばかりだ。

ミーム株の急騰は個人投資家による取引の急増に後押しされている。2020年にオンライン証券会社の新規顧客数は過去最高のペースで増加し、1000万人以上の人々が新たな口座を開設した。この記録は2021年にほぼ確実に破られるだろう。一部の上位企業の開示によれば、証券会社では今年の前半が終わる前に1000万件以上の口座が開設されている。

ミーム株はこの現象の原動力だ。新たな投資家が株価の急上昇を引き起こし、その活動がさらに新たな投資家を呼ぶ。今年1月下旬から2月上旬にかけて、何百万人もの人々が騒ぎに加わるためだけに投資アプリをダウンロードした。オンライン証券会社チャールズ・シュワブ<SCHW>の最近の調査によれば、現在のトレーダー全体の15%が2020年以降に投資を始めている。

最も目立つプレーヤーは株取引アプリのロビンフッドで、同社は入金済み口座が第1四半期のみで550万件増えたと述べている。しかし、ロビンフッドだけではない。例えばフィデリティは、第1四半期の35歳未満の新規顧客数が前年同期比223%増の160万人だったと発表している。ロビンフッ

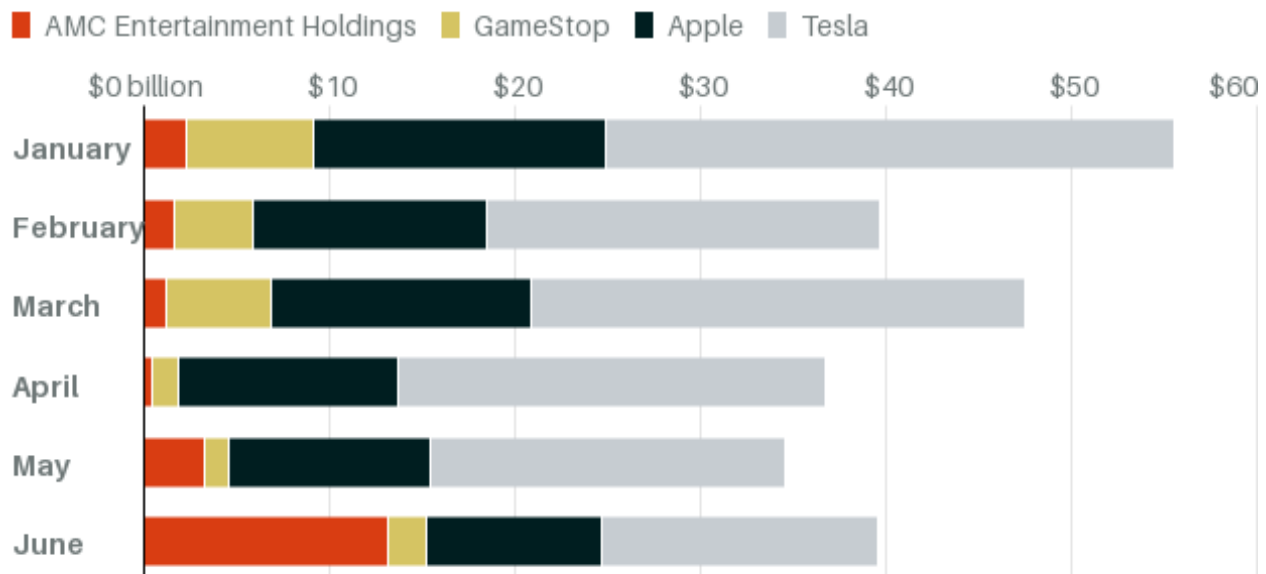
ドの取引手数料ゼロのビジネスモデルが圧力となり、全ての主要証券会社は2019年に取引手数料をゼロに引き下げた。これにより新たなグループの顧客が大量に流入した。

新たな顧客は以前の顧客と違う行動を取る。モルガン・スタンレー<MS>傘下のオンライン証券会社イー・トレードでトレーディング責任者を務めるクリス・ラーキン氏によれば、顧客は長年にわたって「上場投資信託（ETF）に強く引かれる傾向があった」。しかし、掲示板ではETFが個別銘柄のように注目されることはない。また、話題のミーム株が常に上昇してきたわけではなく、2月にゲームストップ株が下落した時は、ウォール街はミーム株投資家の不幸を喜んだ。だが、それは続かなかった。

■ 「ヘッジファンドに報いを」

Meme Stock Mania

The average daily values of shares traded for AMC Entertainment and GameStop have in some months been on par with the market's biggest stocks despite being less than 5% of their size.



Source: Bloomberg

オンライン証券会社インタラクティブ・ブローカーズのチーフストラテジストであるスティーブ・ソスニック氏は、「ミーム株のトレーダーは、まるでセミのように、数カ月にはたき地下で眠っているとされた後、激しい活動を再開する」と語る。同氏はミーム株の株価と暗号資産（仮想通貨）の価格が逆に推移しているとみる。なぜなら、これらの資産のファンが人気の移り変わりに従って両者を乗り換えていると考えられるからだ。

ソスニック氏はミーム株を「それ自体が一つのセクター」と考えており、コンピューターのモニター上で他の銘柄と分けて表示している。実際、ミーム株革命に対するウォール街の反応は、プロの目から見れば不合理なこれらの銘柄を隔離することであった。ほとんどの空売り筋はミーム株に手を出さず、アナリストはカバーをやめている。

しかし、ウォール街は個人投資家の群れをセミのように払いのけることはできないし、（米東部で17年ごとに大量発生する17年ゼミのように）17年後まで現れないと期待することも不可能だ。株取引は永久に変化してしまった。今年、個人投資家の取引は株取引全体の24%を占め、2019年

の15%から増加している。新たな考えを支持する投資家は、ウォール街による市場のコントロールを受け身の姿勢で傍観する気はない。

早期にミーム株に投資した人々の人生は今や変化しており、これらの人々は依然としてミーム株の株価を押し上げている。例えば、早くからAMCに投資していたマット・コース氏は、2月にニューヨークのプログラマーの職を辞め、フィラデルフィアに移住し、YouTubeで1日7時間にわたる銘柄分析の配信を始めた。同氏はYouTubeで35万人のフォロワーを抱えており、配信はお金になる。広告と株式投資の利益で、以前に稼いでいた給与とほぼ同額を得られるという。

企業もより積極的に反応するようになっている。AMCは先週、増資の提案を取り下げたが、これはオンライン掲示板レディットの反応を同社が嫌気したためとみられる。AMCは過去1年間で既に発行株式数を5倍に増やしている。アダム・アーロン最高経営責任者（CEO）は、2500万株を新規発行するという提案に「多くの賛成と反対」の反応があったとツイートした。

大手投資家は、ソーシャルメディア上の株式に関する議論を追うために、より多くの時間を費やすようになっている。今年のバンク・オブ・アメリカの調査によれば、機関投資家の約25%がソーシャルメディア上のセンチメントを既に追跡しており、約40%がセンチメント追跡を今後利用することに関心を持っている。

ソーシャルメディアのセンチメントの追跡サービスを提供するデータ会社シンクナムのボリス・スピワク氏は、データを買っている機関投資家の多くは、新たな機会を発掘するのではなく、リスクを軽減しようとしているように見えると語る。同氏は「大手投資家はデータを保険に近いものとみなし、ダウンサイドリスクを限定しようとしている」と指摘する。

新たな投資家が言うには、自分たちのモチベーションは利益だけでなく、自らの力を示し、考えの古い人々を罰することでもある。投資家は市場についてお互いに学び合い、ウォール街に関する陰謀論を時には誇張し、時には否定する。ミーム株をめぐる動きは、2008年の金融危機から生じた大手金融機関への不信感が続いていることと関連しているという見方もある。

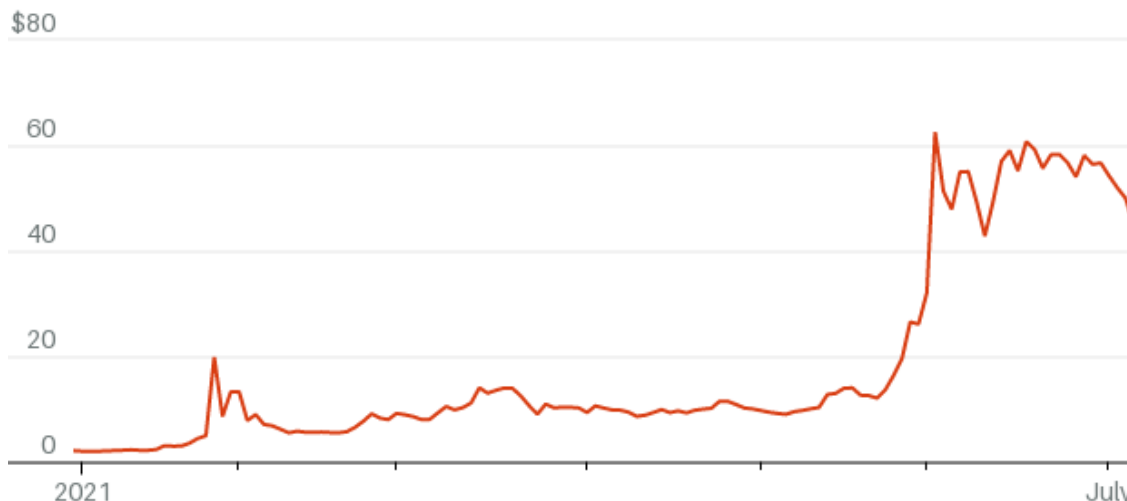
26歳のコース氏は「ウォール街は経済をダメにしたが、誰もその罰を受けていない。僕らはお金を稼ぐだけでなく、ウォール街のヘッジファンドに報いを与えることができる」と語る。労働組合で働く28歳のクレア・ヒルシュバーグ氏は、友人から話を聞いて、1月に約50ドルでゲームストップの株を買った。彼女が本当にわくわくしたのは、ベテランの資産運用マネージャーである父の反応だった。ヒルシュバーグ氏は笑いながらこう語る。「私がゲームストップの株を買い、決して売ろうとしないので、父は本当に怒っていた。それで、ますます永遠に保有したくなった」。

■ 相場操縦の懸念も

When Stocks Become 'Stonks'

New investors on online forums like Reddit - where stocks are called "stonks" - have driven supersized gains in AMC Entertainment and GameStop this year, despite a recent dip. BlackBerry has also been a beneficiary.

AMC Entertainment Holdings



古いウォール街と同様に、新たなウォール街にも儀式と規範がある。投資家が集まるアプリと掲示板には不文律が存在する。例えば、損をしたことを公に認めるのは勇敢な行為であり、不屈の精神と信念の証しである。真面目な態度を取ったり、言葉の誤りを指摘したりしてはならない。自分たちは「類人猿」と「まぬけ」の集まりである。株価が急落して、たとえ全てを失うことになるとしても保有を続ける。悪者は上から順に、空売り筋、マーケットメーカー、ウォール街のエリートである。

しかし、こうした投資家が団体で行動するのはモラルを守るためばかりではない。投資家の取引戦略は、集団で買い圧力を維持し、ショートスクイズ（踏み上げ）や、強気のオプションの買いによるガンマスクイズ（ディーラーが売りのエクスポージャーとのバランスを取るために株価が上昇している銘柄を購入する状況）を強制的に発生させることに依存している。

多くの空売り筋はもうミーム株に手を出さないと述べているが、一部は助言に従わず、空売りを繰り返すことでミーム株のムーブメントに拍車を掛けている。ウェドブッシュ・セキュリティーズのアナリストで、何年もゲームストップをカバーしているマイケル・パクター氏は「狂気とは、何回も同じことを繰り返し、違う結果を期待することだという。空売りも繰り返し行われる。（ゲームストップの強気派の）キース・ギル氏とその仲間たちは踏み上げを起こすことに成功し続けている」と述べる。

空売り筋を倒すため、レディットの群衆は団結する必要があるが、時にはコミュニティーにひびが入ることもある。ミーム株をめぐる狂乱に巻き込まれた幾つかの銘柄の株価は地に落ちた。生活用品小売り大手のベッド・バス・アンド・ビヨンド<BBBY>は、1月下旬と6月上旬の2回にわたって急上昇したが、現在は1月中旬の水準をわずかに上回るにとどまっている。株価が上昇している間に購入した投資家は損失を被った。

不信感は広がっている。一部のトレーダーは、「ウォールストリートベッツ」（レディットの掲示

板の一つで、ゲームストップ株をめぐる熱狂を最初に引き起こした）があまりに急成長したため、当初の精神を失い、操作されやすくなっているのではないかと懸念している。以前のコミュニティの雰囲気を取り戻すため、他の掲示板に移る動きも見られる。

ソーシャルメディア追跡会社ハイブ・エクイティの創業者であるトラビス・レール氏は、本来の投資家のセンチメントと、相場操作の可能性がある発言を区別しようとしている。同氏は「何が本当の議論で、何が株価を水増ししようとするための発言であるかが問われている」と語る。ソスニック氏は「十分なバズ（話題）を生み出し、株価を短期間で10%、20%、50%も上昇させられるなら、（相場操作には）非常に大きなインセンティブがある」と述べる。

米証券取引委員会（SEC）は掲示板の動きを注視している。SECのゲーリー・ゲンスラー委員長と一部の議員は、透明性を高め、個人投資家を守るために市場の規則を改正することを議論している。しかし、その改正によって取引が減速したり、大きな費用がかかるようになったりすれば、個人投資家集団の怒りを買う可能性もある。

トレンドを停滞させる可能性があるのは規制だけではない。ベターメントの行動ファイナンス・投資担当バイスプレジデントであるダン・イーガン氏は、モメンタムが9月に熱気を失うかもしれないと考えている。「類人猿」も責任を果たさねばならないからだ。同氏は「子供は学校に戻り、親は自由に働きに出られるようになる。その時が、次に燃料が減る時だろう」と語る。

従来の投資家は、ミーム株をめぐる現象の全てを、ロックダウンと政府の給付金によって引き起こされた一時的な狂乱だと切り捨てたくなるかもしれない。しかし、それは誤りだろう。取引手数料の無料化とゲームストップ株をめぐる騒ぎによって壁が取り払われ、無数の新たな投資家が口座を開設できるようになったならば、（ほとんどの投資家がすぐには必要としない資金を投資している限り）それはほぼ確実に良いことだ。新たな個人投資家の多くは、取引の方法をお互いに教え合い、保有銘柄を分散させ始めている。

どのような形にせよ、これがウォール街の未来の顧客基盤なのだ。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

2. 中国株に割安感、何を注視すべきか - Some Chinese Stocks Are Starting to Look Like Bargains. Where to Look 規制強化の中、投資見極めを

[フィーチャー]

■ 中国規制当局の動向が株価のボラティリティーを高める

最近、中国への投資は例年以上につかみどころのないものになっており、投資する価値があるか疑問に思う投資家もいるだろう。確かに短期的に投資価値を見いだすことは簡単ではないが、今後数カ月のボラティリティーは、長期的な視野に立つ投資家にとっては割安株を見いだす機会をもたらす可能性がある。

中国の規制当局は、昨年秋にアリババ集団傘下の金融会社アント・グループに新規株式公開（IPO）を断念させて以来、国内の大手インターネット企業を標的にしてきた。7月2日、中国政府は、配車サービス大手ディディ・グローバル（滴滴出行）＜DIDI＞に対して調査を開始し、同社のアプリをモバイルストアから削除するよう命じた。これは、データセキュリティの管理と海外上場企業への規制を強化するためだ。



Nicolas Asfour/AF/Getty Images

この措置は、ディディが今年最大のIPOで44億ドルを調達した数日後に行われ、6日には同社の株価が20%下落し、中国の他のインターネット株にも影響を与えた。上場投資信託（ETF）のクレイシェアーズCSIチャイナ・インターネットETF＜KWEB＞は、ハイテク企業のデータ運用に対する監視強化やその他の規制動向に投資家が反応した結果、6月30日以降に15%下落している。

ゲイブカル・リサーチのリサーチヘッドであるアーサー・クローバー氏は、「この分野は規制の地雷原であり、この分野の投資家は多くのボラティリティーを抱えることになる。もし長期的視点で投資を考えるなら、ハイテクセクターは今後10年間の成長ストーリーの一つになると見込まれ、このストーリーに乗らないわけにはいかないだろう。しかし、より短期的な視点で投資を考えるなら、現状は複雑過ぎるため、状況が落ち着く1年後に市場に戻ってくるのも一案だ」と言う。

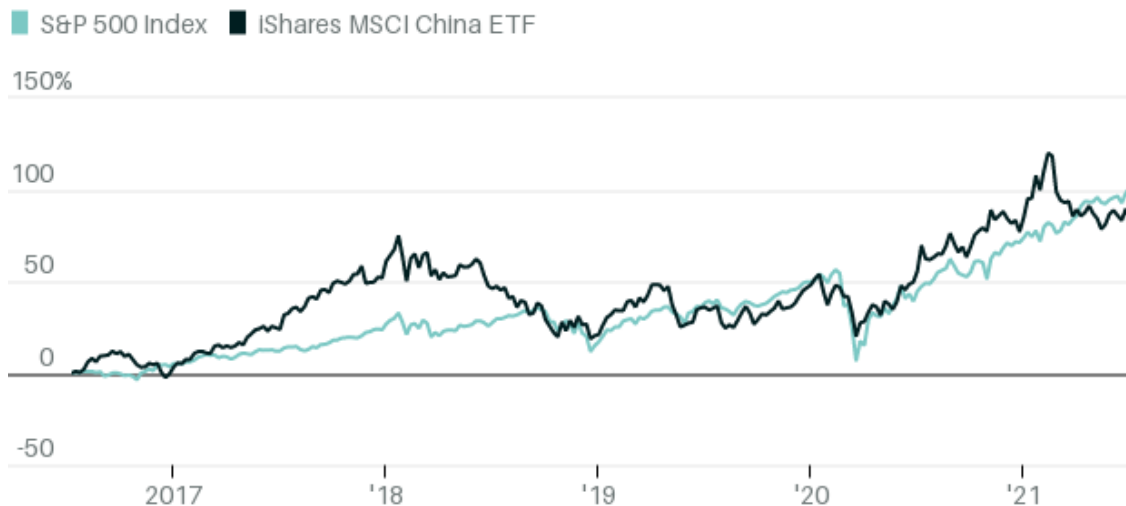
一部のファンドマネジャーは、中国の規制強化は、急成長するデジタル産業やインターネットの巨大企業を規制し、防護柵を設置するための動きだと言う。これはまた、米中関係の悪化に対処するための手段でもある。ワシントンでは先日、3年以内に監査情報の開示を強化しない中国企業を上場廃止にするという規制が成立した。中国の規制当局が懸念しているのは、米国に上場している中国のテクノロジー企業が収集した貴重なデータが入手できなくなることだ。これは国家安全保障上の脅威となる可能性がある。

■ 投資家はVIEへの規制に懐疑的

Keeping Pace

The U.S. and China are leaders of global growth, giving investors a reason to stick with China for the longterm.

iShares MSCI China ETF (MCHI) vs. S&P 500



中国政府は、海外に上場している企業を含め、中国企業の管理を強化しようとしている。中国の電子商取引・ITサービス持ち株会社であるアリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）＜BABA＞、ソーシャル・ネットワーキング・サービスのテンセント・ホールディングス（騰訊控股）＜0700.香港＞、中国最大の小売企業JDドットコム＜JD＞など、中国の大手テクノロジー企業の多くは、ケイマン諸島で登記され、変動持ち分事業体（VIE）の構造を採用しており、中国当局の外国人所有規制を回避している。この複雑な構造に投資家はほとんど関心を持っていないが、VIEでは外国人は実際には中国企業の株式を所有していないため、規制上グレーゾーンとなっている。

何十年もの間、中国はVIEにほとんど目を向けていなかったが、今は注視している。先週、ブルームバーグ通信は、中国政府がVIEを採用している企業に対し、他国で上場する前に中国当局の承認を求めることを検討していると報じた。また、既に上場している企業でも、今後のセカンダリーでの売り出しや公募に当たって中国当局の承認を求められるかもしれない。

アナリストやマネーマネジャーの多くは、中国がVIEの解体を図ることはないだろうと言う。VIEは既に中国国内の大企業や多くの成功した企業が採用しており、そうした状況を解消するにはおそらく数十年かかるからだ。また、米国が中国企業の上場廃止の脅しを実行に移すことにも懐疑的だ。

しかし、中国政府はVIEを精査することで企業への支配力を強め、情報開示を求める米国の規制当局に反発する可能性がある。間接的には、中国政府が国内企業を香港市場に呼び戻そうとする努力を強化することになるだろう。アリババ、米国のレストラン運営持ち株会社のヤム・チャイナ・ホールディングス＜YUMC＞、JDドットコムは、既に香港でセカンダリー上場を果たしている。

■ ファンドへの投資でリスクを回避

中国企業に対する監視の強化により、中国企業の米国での上場は、なくならないとしてもペースは落ちると予想される。また、現時点で米国に上場する中国企業は240社以上で合計時価総額は2兆ド

ルを超えるが、総数は減る可能性がある。ブランドス・エマージング・マーケット・バリュー・ファンドを運用するルイス・ロー氏は、「香港または中国での重複上場が保証されない企業は、株式を非公開化するかもしれない」と語る。

結果的に、米国上場株のボラティリティーが大きくなる可能性がある。ファンドマネジャーや機関投資家は、以前よりも香港または中国本土上場株に傾斜している。個人投資家にとって、こうしたファンドマネジャーが選好する国内事業を中心とした中国企業や外国上場株にアクセスする最良の手段は、ミューチュアルファンドやETFを通じた投資である。マネーマネジャーは、中国人民解放軍関連企業への投資を禁じた米大統領令の影響など、米中対立に起因するサプライチェーンの混乱に対応する好位置にある。今月、S&Pダウ・ジョーンズ・インディシーズとFTSEラッセルは、大統領令が影響する20社超の上海、深セン上場企業を指数から除外すると決定した。9日にロイター通信は、バイデン政権が、新疆ウイグル自治区の人権問題で米企業との取引が制限される団体・企業リストの追加を検討していると伝え、他の企業も同様の影響に直面する可能性がある。

■ 巨大インターネット企業以外の有望銘柄

中国への投資が一段と複雑になっているため、投資家にはファンドマネジャーを選別する必要性が高まっている。iシェアーズMSCI中国A株ETF<CNZA>が過去3カ月間に3%上昇する一方、米国に上場する中国企業に集中投資するインベスコ・ゴールデン・ドラゴン・中国ETF<PGJ>は同期間に14%下落した。運用会社アルティザン・パートナーズのポートフォリオマネジャーで中国投資の経験が豊富なティファニー・シャオ氏は、「投資家は、規制は当たり前だということに順応しなければならない。中国は依然として明らかな共産主義国であり、技術革新や生産性向上のために資本主義を活用するが、うまくやっている企業が成果を社会に還元することが重要なのだ。投資家は、当局の監視に直面する巨大インターネット企業以外の銘柄に注目すべきだ」と語る。

バンエック・エマージング・マーケット・ファンド<GBFAX>を運用するデービッド・センプル氏は、「企業のファンダメンタルズ（基礎的条件）が良好で興味深い投資機会があっても、政府の動きで不意打ちを食らう。その傾向は強まっており、投資する場合、通常よりも確信度の高い銘柄を選ぶ必要がある」と語る。同氏は、規制によって打撃を受ける可能性はあるが、投資家が考えるよりも影響が小さいセクターの、同氏が熟知する企業を選好している。一例として、中国政府は育児コストの引き下げと子供の数の増加を奨励しており、塾のような学校以外の教育機関を標的にしている。にもかかわらず、同氏は高等職業教育を展開する中国教育集団（チャイナ・エデュケーション・グループ・ホールディングス）<839.香港>に注目している。中国政府は、公立大学に系列私立大学の売却を迫っており、同社が買収に動く可能性があるからだ。

同氏は、巨大インターネット企業ではアリババ以上にテンセントを選好し、ファンドで保有する最大の銘柄である。同氏は、テンセントはメッセージサービスの微信（ウェイシン）やビデオゲームのフランチャイズで、質の高い他の事業のユーザーを比較的低コストで獲得していると語る。また、運用資産が370億ドルのFSSAインベストメント・マネジャーズのマーチン・ロー氏は、テンセントのポニー・マー（馬化騰）最高経営責任者（CEO）が目立たない姿勢を維持し、同社は静かに政府の要求に応じていると語る。歯に衣を着せないアリババの共同創業者ジャック・マー氏を襲った反発を見れば、明るい材料である。

イーストスプリング・インベストメントのシニアアナリストは、中国のインターネット企業の多くはファンダメンタルズが良好だが、ユーザー情報の収集と保護に関する厳格な基準に従えば、利益に影響するだろうと語る。アリババやJDドット・コムを含む他のインターネット企業は、バリュー投資家を引きつけるには十分に割安だ。しかし、中国政府が新たな規制の導入で過去の取引を検証

して投資家の成長期待が縮小すれば、ボラティリティーも高くなりそうだ。アリババを含め、幅広く保有される米国上場の中国企業は、投資家の中国に対する不安を表す可能性もある。

リスクには要注意だが、投資家には中国株を組み入れる理由がある。レイリアント・グローバル・アドバイザーズの会長兼最高投資責任者（CIO）であるジェイソン・スー氏は、「成長を買うなら、世界には米国と中国という双発のエンジンがある。しかし、米国は割高だ。リスクは常にあるものだが、中国は世界からリスクが高いと見られており、今回その先入観が強まったことは投資機会があるということを意味する」と語る。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

3. アルツハイマー治療薬承認めぐりFDAに非難集中 - The FDA Is Under Fire. Here's How It Affects Investors. 信任揺らげば投資に影響も

[ヘルスケア]

■ 諮問委員辞任相次ぐ

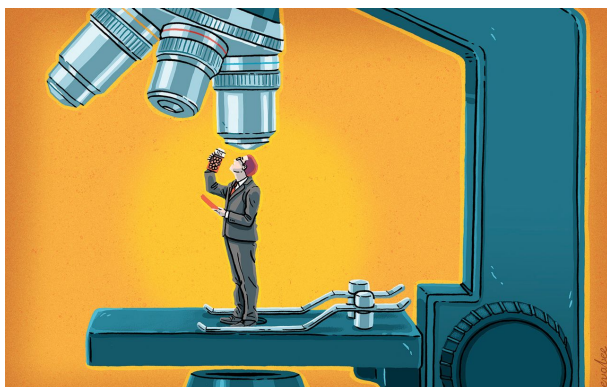


Illustration by Eva Bee

米食品医薬品局（FDA）がバイオジェン＜BIIB＞の申請したアルツハイマー病治療薬「ADUHELM（一般名はアデュカヌマブ）」を承認したことにより、外部専門家による諮問委員会の委員辞任が相次ぎ、非難を引き起こした。これまでのところ、この怒りは医師や研究者を中心としたものだが、投資家も注意を払う必要がある。今回の承認を受け、バイオジェンや他のアルツハイマー病治療薬を開発中の企業の株価は短期的に上昇しているが、長期的にはバイオ医薬品業界の屋台骨を揺るがすことになりかねないとの批判もある。

FDAの予測可能な厳密さは米国の医薬品開発の基礎を成しているが、アデュカヌマブの承認を受け、科学者はFDAがこの役割を重視しない兆候を示しているとして警鐘を鳴らしている。昨年11月にFDAに対しアデュカヌマブの有効性を示すデータが弱過ぎると助言した諮問委のメンバーであるジョンズ・ホプキンス・ブルームバーグ公衆衛生大学院のG・ガレブ・アレクサンダー教授は、「これがFDAの根本的な転換点を示すものか判断するのは時期尚早だが、治療法の提供とその安全性および有効性との間のFDAのバランスの取り方に関する長年の懸念をあらためて浮き彫りにしたのは確かだ」と語る。

FDAは本誌の質問に対する回答は控えているが、ジャネット・ウッドコック長官代行は医療専門のニュースサイトSTATに対し、アデュカヌマブの承認に際して「承認基準を下げてはならず、新たな状況でかなり頻繁に使用している基準を適用した」と語った。しかし、7月9日、同長官代行は承認をめぐる懸念の存在を認め、保健衛生省の監察総監代行に宛て、承認プロセスにおけるバイオジェンとFDAとの間のやりとりの調査を要請する公開書簡を送付した。

4月にFDA審査官がアデュカヌマブを承認する計画を議論するための会議を開催した時点で、この

薬の問題点は良く知られていた。アレクサンダー教授がメンバーに名を連ねる諮問委員会は、同薬の有効性を示すとされるエビデンスを退けており、FDA自身の統計分析担当者も有効性データの一貫性のなさを訴えていた。しかし、FDAが公表した内部メモによれば、審査を担当する当局者はそれでもアデュカヌマブを承認したいと考えていた。会議でこの審査官は、治療効果を明確にせず販売を可能とする迅速承認をアデュカヌマブに与える戦略を支持した。これは通常、腫瘍サイズなどの疾病マーカーに対する有効性はあるが臨床的利益を計測するには時間がかかり過ぎるがん治療薬を対象とするものだ。アデュカヌマブは迅速承認の対象としては異例だった。同薬がアミロイドベータとして知られる脳内の有害タンパク質を除去することは示されていたが、このタンパク質とアルツハイマー病との間の関連性については科学的な論争の対象となっている。

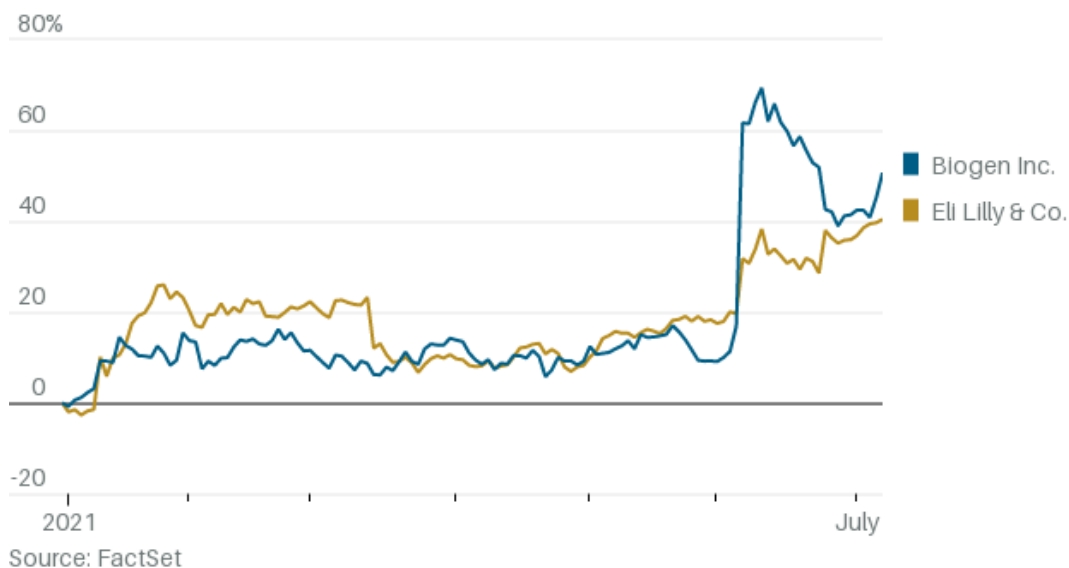
それでも、4月の会議で、新型コロナウイルス用ワクチンの審査・承認を行った部門の責任者ピーター・マークス博士、がん治療薬の責任者リチャード・パズデュー博士、およびその他のほとんどの医薬品の承認を所管する部門の責任者であるパトリツィア・カバツォーニ博士がアデュカヌマブの承認を支持した。数週間後、カバツォーニ博士は承認を発表する声明の中で専門家の意見が分かっていたことを認めたが、アデュカヌマブを「極めて重要な治療薬」と呼んだ。バイオジェンは価格を年間5万6000ドルに設定し、同社の株価は40%近く上昇した。アナリストは、年間の販売額が2025年までに50億ドルを超えると予想している。

諮問委員会のメンバーを務めた科学者は激怒した。アレクサンダー教授は、「これはFDA最悪の決定として歴史に残るだろう。FDAが採用してきた極めて慎重で科学的に厳密な通常のアプローチに反するものだ」と指摘する。FDAに助言をした諮問委員会の投票権を持つ11人のメンバーのうち3人はアデュカヌマブの承認を受け辞任した。アレクサンダー教授ともう1人のジョンズ・ホプキンス大学教授であるチアディ・オニーク博士はこの決定を公に批判した。辞任した諮問委員会メンバーの1人であるハーバード大学医科大学院のアロン・ケッセルハイム教授は、「どの分野であれ、新薬の承認についてFDAが今後要求するエビデンスの最低水準に関し、製薬会社に懸念すべきシグナルを送ることになる」とする。

■ 5年前にも「エテプリルセン」を強引に承認

Breakthrough Stocks

Following the FDA's approval of Biogen's treatment for Alzheimer's disease, the shares of both Biogen and Eli Lilly



ウッドコック長官代行はSTATとのインタビューで、今回の決定に関し、より多くの情報が入手可能になれば批判も下火になるだろうとし、「こうしたことはこれまでも経験済みであり、おのずと解決するだろう」と語った。しかし、アデュカヌマブの承認は過去の懸念を再浮上させた。5年前、FDAは諮問委員会の一つが酷評したもう一つの薬であるサレプタ・セラピューティックス<SRPT>のデュシェンヌ型筋ジストロフィー（DMD）治療薬「エテプリルセン」に迅速承認を与えた。アデュカヌマブと同様にエテプリルセンの有効性についても議論があったが、当時医薬品審査部門の責任者であったウッドコック博士が承認に反対する同僚の判断を覆した。ウッドコック博士は、エテプリルセンが承認されなければ、サレプタにはDMDのような難病の治療に対する取り組みを継続する十分な資金がないことも承認を正当化する理由としてあげた。アデュカヌマブの承認はその時のコメントを思い起こさせる。医療費監視団体インスティテュート・フォー・クリニカル・アンド・エコノミック・レビュー（ICER）理事長のスティーブ・ピアソン博士は、「同じではないが、今回の出来事の捉え方には似た面がある」と指摘する。

これは、FDAが基準を緩和していると言えるような単純な話ではない。バイオ医薬品業界をフォローする投資家であれば、FDAが最近厳しいスタンスをとっている事項が幾つもあり、例えば、がん治療薬の迅速承認の見直しにより、今年初め、多くの企業が自発的に申請を取り下げている。とはいえ、FDAがますます製薬業界の短期的な利益を重視するようになってきているとみる向きもある。FDA関連の著作が多いハーバード大学のダニエル・カーペンター教授は、かつてウッドコック博士が責任者を務め、現在はカバツォーニ博士が責任者を務める医薬品評価研究センター（CDER）のアプローチには変化が見られ、新たな治療法の開発促進を重視するようになっていくとする。

アデュカヌマブ承認の数日後、カバツォーニ博士はバイオ医薬品業界のコンファレンスで批判に反論し、諮問委員会の利益相反ルールは緩和されるべきであると述べ、諮問委員会は「感情的」過ぎると批判した。カバツォーニ博士のコメントについて、イェール大学医科大学のジョセフ・ロス教授は、「FDAは独立性のある学界からのフィードバックにはあまり興味がないようだが、かなり厳格な利益相反ルールが存在するのにはそれなりの理由がある」と語る。

■ FDAの信任低下は医薬品業界の根幹に影響

規制当局が学界の意見よりも新薬開発の促進に関心を持つことは、投資家にとってプラスであるように思われるかもしれない。アデュカヌマブの承認後、バイオテクノロジー分野の主要な上場投資信託（ETF）2本とS&P500医薬品指数は市場をわずかながらアウトパフォームしている。しかし、長期的には、投資家は厳格なFDAを必要とする。投資銀行パイパー・サンダーのアナリスト、クリストファー・レイモンド氏は、（厳格さに基づく）FDAの予測可能性も重要だとする。

7月8日にバイオジェンは、FDAがアデュカヌマブ承認のラベル（添付文書）を変更し、当初制約されていなかった対象患者を臨床試験が対象とした初期ステージの患者に限定したと発表した。この変更はアナリストの売り上げ予想には影響しない見込みで、結局バイオジェンの株価にも影響はなかった。しかし、FDAの予見可能性がますます低下しているという印象が裏付けられることになった。

意思決定の一貫性だけでなく、バイオ医薬品業界に組み込まれた前提条件はFDAの承認が世界的にも重視される基準であることが求められる。メモリアル・スローン・ケタリングがんセンターのピーター・バック所長は「FDAが地球上で最も厳しく厳格な規制当局であること」は業界にとり重要であり、FDAに対する外部の評価は訴訟の際の防御や、承認薬が確実に保険の対象となるようにする上で重要だと語る。かつてFDA承認薬が保険でカバーされないことはまれだったが、それも変わりつつある。FDAに対する見方が変わったこともその一因だという。エテプリルセンが承認さ

れた時、保険会社は尻込みし、保険の対象から外そうとした。現在、メディケア（高齢者向け医療保険制度）がアデュカヌマブを保険対象外にしようとするのではないかと臆測がある。これは、投資家にとってFDAの承認が自動的に将来の売り上げにつながるわけではないことを意味するとバック所長は指摘する。

そうした不透明性およびFDAの予測可能性の問題はバイデン政権が空席のFDA長官を正式に任命し、今後の方向性について明確な指針を示せば緩和されるかもしれない。しかし、時間をかけて解決しなければならない問題もある。ピアソン理事長は、FDAが承認した医薬品は保険の対象とすべきであるという長年の了解について、「この社会契約が崩壊を始めれば、多くの混乱、不透明性、恐らくは不公平性が生じるだろう」と指摘する。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

4. FRBが緩和策をゆっくりと縮小すべき理由 - Dallas Fed Chief Robert Kaplan [インタビュー] on Why the Fed Should (Slowly) Back Off ダラス連銀総裁に聞く

■ まずは国債とMBS買い入れ見直しを

米連邦準備制度理事会（FRB）の一部高官は、わずかであっても金融政策の引き締めを開始するよう働きかけている。ダラス連銀のロバート・カプラン総裁は、その考えを公の場で最初に発言した。ハーバード・ビジネススクールの元教授であり、ゴールドマン・サックスに23年間勤務していた同総裁は、今年は連邦公開市場委員会（FOMC）の投票権がなく、投票権を持つのは2023年の予定だ。全てを考慮したうえで、暴走するインフレよりも今年以降の経済成長を心配しているようで、段階的な量的緩和縮小（テーパリング）を提唱している。

本誌：予想をはるかに上回るインフレデータが出ているが、これについて説明を。

カプラン総裁：ダラス連銀では、個人消費支出（PCE）物価指数で測定されるインフレ率は、今年末は3.4%と高いが、2022年末には2.4%程度に低下すると予想している。



Illustration by Alexandra Compain-Tissier

Q：それでもまだ2%の目標を大きく上回っているが、より持続的なインフレが示唆されているのか？

A：労働力の需給問題を解決していくうちに、物価上昇圧力の一部は緩和されるだろう。しかし、一部の圧力はより持続的になり、波及的に広がっていくだろう。今年に原材料価格が上昇すれば、それが商品やサービスに広がる可能性があり、住宅価格の上昇は、最終的には家賃の上昇につながる。

Q：投資家は、FRB高官が言う「一過性」または「非一過性」のインフレとは何か理解したがっている。

A：私はこれらの表現は避けてきた。経済再開に関連する景気循環的な影響あるいはより長期的、

構造的で、従ってより持続的な影響という言い方を選好する。

Q：では、現在のインフレ率は問題なのか？それとも循環的なものなのか？

A：どちらも少しある。金融政策などFRBの仕事は将来を見据えたものでなければならない。現時点だけを見れば、インフレ期待は管理可能であり、2%の目標と矛盾していないと思う。しかし、過去よりも今後のことの方が重要だ。私は、インフレ率が高い状態があと数カ月続くことには神経をとがらせている。それがインフレ期待に波及していく可能性がある。だからこそ、FRBがこうしたトレンドを警戒し、インフレ期待とインフレ率を2%に固定するよう最大限努力すると強調することが重要だ。

Q：急ブレーキを踏まなくて済むよう、FRBはアクセルからそっと足を離していくべきだとの発言の意味は？

A：まずは、毎月800億ドルの米国債の買い入れと400億ドルの住宅ローン担保証券（MBS）買い入れから手を付けると良いと思う。これらの買い入れは、危機の真っ最中の2020年には非常に適切だったが、2021年初めと比べると新型コロナウイルスのワクチン接種が加速し、今年の国内総生産（GDP）成長率はかなり高いと見込まれている。パンデミック（世界的大流行）への対応だけでなく、雇用や物価安定に関するFRBの使命という面でも前進している。今や需要が十分にあり、非常に好調な消費を示す証拠があるため、これらの買い入れはあまり適していないと思う。

■ テーパリング、2013年の教訓を意識

Q：テーパリングの早期開始を望んでいるが、前回のFOMCで投票権があったなら反対していたか？

A：資産買い入れ額の調整について活発でオープンな議論が行われている今の状況は改善が見られるという風に答えたい。

Q：テーパリングに対する市場の反応を心配しているか？

A：2013年の教訓を意識する必要がある。テーパリングを開始する際には、分かりやすく、段階的に行う必要がある。また、米国の年金基金の相当多くの資金が債券を求めていることも念頭に置かねばならない。世界的に見ると、米国の金利は相対的に高いので、米ドルや米国債が買われている。これは幸運なことと思う。

Q：テーパリングの時期は早過ぎるのと遅過ぎるのとではどちらのリスクが高いか？

A：必要以上に長く買い入れを続けると、経済や金融市場、そして住宅市場に過剰な不均衡が生じる。このような異例の措置はできれば「早期に」廃止した方が健全だと思う。そうすれば、将来的に柔軟性が増す。先走って経済成長や完全で包摂的な雇用の実現を阻害したくはないが、遅過ぎて後手に回り、より急激で厳しい措置を取らなければならないようなことも避けたい。これらの兼ね合いを議論する必要がある。

Q：先ほどの「早期に」とは？FRBは「さらなる顕著な進展」を望んでいるが。

A：具体的な時期は言わないように注意している。しかし、人々の予想よりも早期にその「さらなる顕著な進展」は達成されるだろう。運転に例えれば、障害やリスクのある道路では時速80マイルよりは55マイルで進みたいと思うだろう。資産買い入れについて議論が始まったことはうれしい。

■ 利上げ議論、今は適切でない

Q：住宅市場ならびにMBS買い入れの影響を懸念しているか？

A：住宅価格は歴史的に見ても高い水準にある。さらに、一戸建て住宅の落札者の多くが家族ではないという話も増えている。何らかのファンドが賃貸のため、現地も見ずに購入している。一次取

得者をはじめ、一般の家庭が住宅購入から締め出されている。家賃の上昇や固定資産税の上昇などの波及効果が起きている。

Q：今後初めて住宅を購入する人たちへのアドバイスは？価格は下がるのか、買えなくなるのか？

A：この仕事では、市場や住宅価格の行方を予測することは避けているが、これだけは言いたい。現段階では、資産買い入れによる意図しない副作用が、恩恵を上回り始めている。私は、住宅市場がFRBの支援を必要としているとは思っていない。FRBは、政府系住宅金融会社によるMBSの新規発行純額のうちかなり大きな割合を購入しており、オプション調整後のスプレッドは過去の水準と比べて低く、時にはマイナスだ。

Q：前回の引き締めサイクルでは、パンデミック前で失業率が50年ぶりの低水準だったが、FRBの利上げは2.5%を超えることはできなかった。それ以来、家計も企業も米国政府も、より多くの負債を抱えるようになった。今、FRBは引き締めができるのか？

A：今はまだ、利上げの話をするのは適切ではないと思う。この危機を乗り越えるにつれ、2021年には非常に力強い経済成長が見られるようになる。2022年と2023年の経済成長はある程度緩やかになり、1.75~2%程度の成長トレンドに回帰するだろう。

Q：長期間にわたって低金利が続いているため、家計も企業も米国政府も多くの負債を抱えている。このためFRBの利上げを困難にしているのではないかと？FRBは永遠に超低金利に縛られるのではないかと？

A：私は、過剰なリスクテイクを心配している。バブルかどうかを判断することはできないが、投資家がより高いリスクを取る方向に行くことは注視している。貯蓄しようにも、貯蓄では金利を稼ぐことができないため、より多くのリスクを取らなければならない。それほどリスクを取るべきではない人々もいる。金融政策のスタンスが人々に与える影響を心配している。過剰なリスクを抱えていることに気づき、レバレッジ解消が必要になる時に、金融引き締めやスプレッドの拡大というシナリオの影響を受けやすくなる。危機の最中は許容すべきことだったが、よりバランスのとれたリスクプロファイルを持つ方がより健全だ。

Q：FRBが金融市場に迎合し過ぎているとの批判にどう答えるか？

A：われわれは、経済にとって正しいことにのみ主眼を置くべきだ。しかし、資産買い入れが金融資産に与える影響を認識することは賢明であり、批判の一部は受け止める方が健全だと思う。このような異例の金融政策の意義の一つは金融資産に好影響を与えることだが、危機から脱却するにつれ、異例の措置はできれば早期に廃止したいと思うのも同じ理由だ。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

5. 債券利回り低下、下期の景気軟化の予兆か - Bonds' Odd Behavior May Presage Weaker Second-Half Economy 市場は先行き織り込む

[コラム]

■ 利回り上昇予想に反した動き

最近の債券利回りは、コンセンサスで上昇が予想されている時に低下しており、投資家の関心を集めている。今年の10年債利回りが、2020年末時点の2倍以上の水準である2%に間違いなく向かうだろうと考えられていたことを思い出してほしい。それは、新型コロナウイルスワクチンの導入によって可能になった経済の継続的再開と、未曾有の規模の金融・財政刺激がもたらした推進効果が理由だ。



Jeffrey Isaac Greenberg/Alamy

しかし、10年債利回りは第1四半期末に1.75%に達した後で反落し、予想におおむね反した動きとなってきた。8日の利回りは1.25%で、2月以来の最低水準だ。債券市場以外でも、一体何が起きているのかという疑問が浮上している。

詰まる所、経済は活況を呈しており、インフレ率の上昇も伴っている。それは、債券利回り低下につながる状況とは正反対である。米国の国内総生産（GDP）成長率のエコノミストのコンセンサス予想は年率9.6%だった。予想は、住宅価格のバブル、中古車および労働力の需給逼迫（ひっばく）を伴っており、それと同時に主要株価指数は過去最高値近辺で推移している。

しかし、債券市場はメッセージを受け取っていないように思える。本コラムは1カ月前に、市場は将来を見越しているように思えると主張した。経済が最近の活況を呈する前に、利回りは今年初めに急上昇していた。しかし現在の債券市場は、財政刺激策が縮小して現金給付金がなくなる下半期の経済成長率が低下するとの見通しに合致している。そして債券市場は、月額1200億ドルの有価証券買い入れを米連邦準備制度理事会（FRB）がいずれ縮小することの先を見込んでいる。

債券利回りが低下する中で、株式市場は週半ばに債券市場のメッセージを懸念して反落した。しかし、10年債利回りが8日の早い時間に、心理的なバリアーで200日移動平均の水準でもある1.25%から反発した後で、株式市場は懸念を払拭（ふっしょく）した。ダウ工業株30種平均（NYダウ）、S&P500指数およびナスダック総合指数は、独立記念日のために取引日が少なかった週の終わりに前週比平均で1%上昇して過去最高値となり、10年債利回りは1.35%へ反発した。

■ FRB議長証言に注目

今週をみると、投資家は、一連の重要な経済指標、FRBのパウエル議長の重要な議会証言、第2四半期決算の発表シーズンの始まりに向き合うことになる。

経済に関する数字は、活況だった第2四半期の終わり方がスタグフレーション的だったことを示唆するだろう。インフレ面では、消費者物価指数（CPI）上昇率は5月の前月比0.6%に対して6月は同0.5%、前年同月比で5.0%と予想されている。小売売上高は、5月の前月比1.3%減に加えて6月はさらに同0.6%減と予想されている。自動車販売台数の減少が主因だが、それは、半導体不足による一部車種の需給逼迫（ひっばく）を反映している可能性がある。しかし、中古車市場の過熱感が収まる兆しがあり、野村証券のエコノミストは、中古車価格の指標であるマンハイム・インデックスが6月に前月比1.3%低下したと指摘している。

パウエル議長は、14日の下院金融サービス委員会と15日の上院銀行委員会で、FRBが経済、特に雇用情勢をどのようにみているか質問される公算が大きい。同議長が用意している証言は9日に公表され、求人数（5月は過去最高の921万人）と失業率（6月は5.9%へ上昇）のギャップについて述べている。金融政策はこのミスマッチに関して、景気の過熱を放置してさらなるインフレ圧力と市場のゆがみを引き起こすリスクを取る以外には、できることはほとんどない。

市場参加者は、質問者がFRBの有価証券買い入れが債券、株式および住宅市場に及ぼす影響について尋ねることを期待している。この点については、一部のFRBの高官でさえ、住宅ブームが続いている状況で月額400億ドルの住宅ローン担保証券（MBS）の買い入れをいつ縮小すべきかという議論を始めている。大半のFRBウォッチャーは、MBSの買い入れは来年まで縮小されないと見ている。パウエル議長の用意された声明は、FRBが買い入れを縮小する前に、市場の混乱を回避するために十分な告知を行うと繰り返している。

注視すべき中央銀行はFRBだけではない。中国人民銀行は9日に金融政策を緩め、預金準備率について予想を上回る0.5%ポイント引き下げて、1兆元（1540億ドル）の流動性を開放した。バンク・オブ・アメリカのストラテジー・チームは、中国のハイイールド債のスプレッドが過去3カ月で大幅に拡大したと指摘している。同期間には、中国の大型ハイテク株の株価も落ち込んでいる。同チームは、スプレッドが拡大している時には、債券利回りの低下は強気のサインではないと指摘する。中国人民銀行の動きは、不動産にも影響を及ぼした信用（貸出債権）の著しい悪化の緩和を図ったと思われる。

地球のどちら側でも、中央銀行と金利は依然として市場にとって重要だ。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

6. ハイテクの新成長分野「可観測性ツール」に注目 - The Next Tech Trend Is Here—It's Worth Paying Attention パンデミック後のIT支出拡大の受益者に

[ハイテク]

■ 巨大な新興市場が生まれようとしている



Courtesy of Dynatrace

近代的な企業向けコンピューターシステムの課題の一つは、ネットワークの内部で何が起きているのかを追跡し続けることだ。最先端のITシステムは、パブリッククラウド、プライベートクラウド、データセンター、サードパーティーのアプリケーション、エッジコンピューティング、モバイルワーカーの複雑な組み合わせによって成り立っており、何が機能して何が機能していないのかを把握することが大きな課題である。投資家にとって良いニュースは、それによって巨大な新興市場がもたらされることだ。

かつてインフラ管理ツールとして知られていたこの市場は今ではオブザーバビリティ（可観測性）と呼ばれ、データドッグ<DDOG>、ダイナトレース<DT>、エラスティック<ESTC>、スプラック<SPLK>などの企業がIT部門によるネットワーク健全性の監視を助ける観測ツールを提供している。新型コロナウイルス感染症のパンデミック（世界的大流行）が収束するにつれて企業のハイテク支出は加速する見通しであり、可観測性の担い手はそれによる大きな受益者となるはずだ。

■ 市場規模は過小評価されている

シティのソフトウェアアナリスト、タイラー・ラドケ氏は先週の投資家向けリポートで、可観測性関連企業全般、中でもデータドッグ、ダイナトレース、エラスティックに対する強気な見方を提示し、「可観測性への支出に関する当社の見通しは楽観的だ。IT支出が回復してデジタル化プロジェクトが持ち直すにつれ、支出が再加速する兆候が現れている」と書いている。

可観測性という言葉が知られるようになったのは比較的最近だが、その概念は数十年前から存在する。ラドケ氏は「可観測性という言葉が生まれたのは1960年で、当時は制御工学における数学的理論の一部だった。可観測性は、外部出力に関する知識からシステムの内部状態をどの程度推測できるのかを測る尺度だ」と説明している。

言い換えれば、可観測性ツールがネットワーク健全性の手がかりを追求する際のやり方は、医師が患者の体内に起きた問題を指し示す症状を探すことで病気を診断するのと似通っている。ラドケ氏によると、可観測性の市場には、インフラ監視（ネットワークが非常に遅い理由）、アプリケーションパフォーマンス管理（自分のアプリに何が起きているのか）、ログ管理とテレメトリ（エラーチケットやサービスチケットが表示される理由）という三つの柱があり、「組織はこれら三つのコンポーネントを可視化することで、インフラストラクチャーの問題であれアプリケーションの問題であれ、サービスにおける問題を特定して区別し、修復することが可能になる」という。

可観測性市場に主導的企業の高成長を支えるだけの規模があるのかどうかという疑問に対しては、ラドケ氏は2025年の推定市場規模がガートナーの予測の約3倍の550億ドルと非常に大きいと確信している。同氏は、一部の市場予測がクラウドベースのアプリケーションの採用件数の増加を予想

しておらず、従来のオンプレミス向けツールプロバイダーの売上高に大きく依存していると指摘する。

■ 注目はデータドッグ

ラドケ氏は、インフラストラクチャー管理とアプリケーションパフォーマンス監視ツールの両方を提供するデータドッグに特に注目している。ただし、目下、2022年予想株価／売上高倍率は28倍と割安ではない。しかも利益が小さ過ぎるため、株価収益率（PER）は意味をなさない。しかし同氏は、「新規顧客の堅調かつ持続的な増加とマルチプロダクトの強さが耐久性のある成長を支える」と見ており、割高なバリュエーションには高い成長率、収益性の改善、さらにはコンセンサス予想に対して業績が上振れる可能性が反映されていると主張する。

同氏は、ダイナトレースについては大企業向けのアプリケーション監視における同社の立ち位置、エラスティックについては同社が可観測性ツールと検索ソフトウェアを併せ持つことを好感している。一方、スプラUNKの評価はさほど高くない。本誌は以前、目下のビジネスモデルの移行が業績を圧迫しており、株価が下押しされていると書いた。

とはいえ、IT支出がシナリオ通りに今年下半期に上向けば、これら四つの可観測性関連銘柄のいずれもが恩恵を受けるだろう。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

7. 新型コロナ感染再拡大も株式市場に影響せず - Covid Fears and Lower Yields Can't Keep the Stock Market Down 主要株価指数は史上最高値を更新

[米国株式市場]

■ 国債利回りは低下

この一週間、全てがうまくいかなかったかもしれないが、株式市場では全てがうまくいった。

表面的にはあまり変化がないような一週間だった。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は0.2%高の3万4870ドル16セント、S&P500指数は0.4%高の4369.55となり、ナスダック総合指数は0.4%上昇して1万4701.92となった。そして各指数とも史上最高値を更新しての引けだった。先週は5日が休日の短い週だったため、静かな動きは予想していたが、実際は静かというような展開ではなかった。小型株のラッセル2000指数は1.1%下落して2280.00で週末を迎えた。

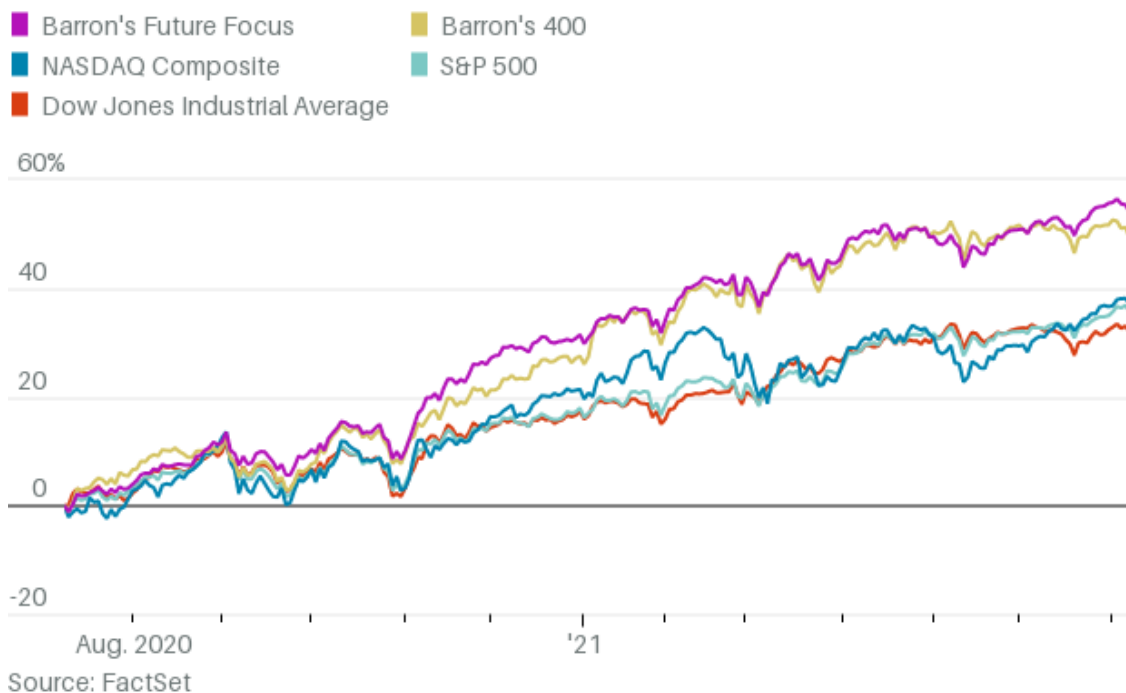


Takashi Aoyama/Getty Images

NYダウの一週間の値動きは736ドル73セント（2.2%）の幅で、投資家がヒヤッとする瞬間があるほどだった。株式市場を動かした要因を特定するのは難しいが、米国債市場の動きも関係していたようだ。米10年国債の利回りは7月2日の1.434%から7月8日には1.245%まで低下し、その後1.354%で週を終えた。

■ 再拡大を不安視

Market Snapshot



新型コロナウイルスが市場に対する影響力を失ったと感じる投資家がいるかどうか分からないが、われわれはそう思っていた。しかし、下落した8日の背景として、新型コロナに対する懸念があったことは間違いなく、日本で緊急事態宣言が発令され、夏季東京オリンピックを無観客にすると発表された後にNYダウは400ドル以上の下落となった。ただし、その下落の大部分は後になって取り戻された。

スタンダード・チャータードでグローバルG10為替リサーチ部門の責任者を務めるスティーブ・イングランダー氏によると、今回の下落の前にも新型コロナの影響を受けやすい銘柄のバスケットは7月第1週に6.2%下落しており、一方でロックダウン中に好調だったハイテク銘柄は3.2%上昇していた。その間、10年国債利回りは0.15%ポイント低下した。

米国債の利回りと経済再開関連銘柄のパフォーマンスが連動していることから、昨年のロックダウン時ほどの経済的影響はないにしても、新型コロナが市場を混乱させる可能性をイングランダー氏は心配している。同氏は「2020年には、ウイルスによる経済リスクの高まりが中央銀行のさらなる景気刺激策につながると考えられていたため、新型コロナによるリスクと米国債利回りの関係はより直接的だった」と書いている。

■ 成長率のピークアウト懸念

新型コロナの感染拡大への懸念が再燃しただけで市場が下落するわけではないものの、注目には値する。ただし心配すべき問題はウイルスだけではない。先週発表された経済指標のほぼ全てから、成長率のピークアウトが懸念された。例えば、サプライ管理協会（ISM）の非製造業部門の景況感指数は5月の64から6月は60.1に低下し、予想の63.5を下回ったため、発表された6日には売り材料とされた。60を超える数値は依然として非常に強いにもかかわらずである。しかし、経済成長がピークに達した可能性は十分にあるものの、それは強気相場の終わりを告げるとは限らない。

成長のピークが景気拡大の終盤に来ることはめったにない。アライ・インベストのシニア・インベ

ストメント・ストラテジストであるカーリー・ポスト氏は、1970年以降の7回の景気拡大期を調べると、国内総生産（GDP）の成長率がピークを過ぎた後の拡大期間の平均は37四半期だったと書いている。成長のピークが景気拡大の最後の年にあったのは2回だけで、そのうちの1回である1980～81年の場合、景気回復の期間はわずか12カ月だった。

同様のことが起きる可能性は常にあるものの、たとえピークに達したとしても、成長が続く可能性の方が高い。ポスト氏は「景気後退の後には、実際の消費や信頼感が回復してすぐに景気が回復することがよくある。時間がたって景気サイクルが長くなるほどそうしたエネルギーは失われ、経済成長がより普通のペースになることもよくある」と書いている。

株式市場もそのような上昇過程をたどるのだろう。上がることもあれば、下がることもある。それは悪いことではない。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

8. フェイスブックに続く1兆ドル企業はどこか？ - Which Company Can Reach \$1 Trillion After Facebook? Here's Our Guess [フィーチャー]

競争促進を求める大統領令の影響は

■ テスラ、ビザなど候補に



Roy Rochlin/Getty Images

6月末、フェイスブック<FB>が新たに「1兆ドルクラブ」に加わった。時価総額が一度でも1兆ドルを超えた米国上場企業はフェイスブックを含めて5社、これはニューヨーク証券取引所とナスダックの上場企業数の合計のわずか0.08%だ。例えば、高校のバスケットボールプレイヤーが米プロバスケットボールリーグ（NBA）入りする確率に近い。

まさにエリートクラブへの仲間入りをフェイスブックは果たしたが、先週末までに時価総額は9800億ドルまで下がっている。そして次の1兆ドル企業が誕生するまでにはしばらく時間を要しそうだ。

これは巨大企業への規制強化が背景にあることに加えて、数が少ない方が1兆ドルクラブの会員企業には都合がいい点もある。

米国上場企業で次に時価総額が大きいのは電気自動車メーカーのテスラ<TSLA>だが、6290億ドルと1兆ドルとは崖ほどの開きがある。その後に投資会社バークシャー・ハサウェイ<BRK.A>、電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）<BABA>、半導体製造大手の台湾積体電路製造（TSMC）<TSM>、クレジットカード大手ビザ<V>と続く。

これら銘柄は全て、過去に本誌で取り上げたことがある。筆者はこの数週間、次の1兆ドル企業候補について同僚への聞き取りや、本誌の日刊ニュースレター「レビューアンドプレビュー」の読者の声を集めるなどしてみた。繰り返し名前が挙がったのはテスラ、画像半導体（GPU）大手のエヌ

ビディア<NVDA>、ビザ、JPモルガン・チェース<JPM>で、どれも時価総額4000億ドル以上の企業だ。

筆者はビザを次のクラブ入り候補として挙げるが、時間がかかるかもしれない。ビザは自社の世界規模の電子決済ネットワークを経由する取引から手数料を得るため、景気回復から恩恵を受けやすい。ハイテク企業でもあり、金融サービスでもあり、現金利用の縮小という世界的なトレンドが長期的な追い風となっている。ビザの株価リターンはこの10年間で年率28%、このパターンを維持できれば時価総額は2024年に1兆ドルに達する計算だ。

■ 企業規模は注目材料か

The Next to a Trillion?

U.S.-listed stocks

Company / Ticker	Market Value (bil)
Apple / AAPL	\$2,390
Microsoft / MSFT	2,089
Amazon.com / AMZN	1,882
Alphabet / GOOGL	1,703
Facebook / FB	980
Tesla / TSLA	629
Berkshire Hathaway / BRK.A	626
Alibaba Group Holding / BABA	551
Taiwan Semiconductor Manufacturing / TSM	544
Visa / V	505
Nvidia / NVDA	496
JPMorgan Chase / JPM	457
Johnson & Johnson / JNJ	445
Walmart / WMT	391
UnitedHealth Group / UNH	387

Note: U.S.-listed stocks only

Source: FactSet

次の1兆ドル企業の予想は推測の域を出ないが、一つははっきりしていることは、企業規模が大きいことは将来の株価リターンを阻害する要因にはならないということだ。アップル<AAPL>は2018年8月に米国で初の時価総額1兆ドル超え企業となったが、それ以降株価は年率44%上昇している。先週、過去最高値を記録して週を終え、時価総額は2兆4000億ドルに達した。

筆者はフィデリティ・インベストメンツのストラテジストであるデニス・チゾム氏に、時価総額の大きさの効果について聞いてみたが、答えは「規模は特に予測の材料にはならない」だった。

「S&P500指数の情報技術（IT）セクターは時価総額で指数全体の約27%を占めるが、それは将来このセクターが指数をアウトパフォームするかどうかには影響しない」と同氏は説明する。現状は1兆ドルクラブの会員企業には勢いがある。「動いているボールは動き続けるものだ」とチゾム

氏は言う。

ハイテクセクターの勢いの秘密は継続的に上昇する利益率にあり、バリュエーションは基本的に過去の水準に沿っている。ヤルデニ・リサーチによると、S&P500 ITセクターの営業利益率はこの15年で2倍となり、足元では21%だが、S&P500全体を見ると10%前後で停滞している(世界金融危機の時期の一時的急落は除く)。

ハイテクセクターの強さや新たな1兆ドル企業の誕生は、規制強化の流れに直面している。「1兆ドルクラブ入りのニュースは、さらなる規制強化につながる」とルーソルド・グループのチーフ投資ストラテジスト、ジム・ポールセン氏は言う。

■ 大統領令に投資家は反応薄

9日、バイデン政権は米国経済における競争促進のための、政府を挙げての努力を求める大統領令に署名した。この大統領令は72の取り組みからなり、内容も大小さまざまで、企業の巨大化の抑制以外に、ブロードバンドサービスに関する期限前契約解除の手数料、家電製品などに関する消費者の修理する権利、航空機手荷物の料金など、消費者保護に関するものも多い。

バイデン政権は既に、規制は消費者から手放して歓迎されるものではないことを感じとっている。ピュー・リサーチ・センターの昨年の調査によると、データやプライバシー保護に関する現状への心配をよそに、ハイテク企業への規制強化を支持する成人米国人は半数に満たなかった。



David Paul Morris/Bloomberg

プライバシー規制には政治的なややこしさがある。特にそれがソーシャルメディア、インターネット検索、eメールなどの無料での利用を可能にしている広告にメスを入れるとなればなおさらだ。しかし、ブロードバンドの手数料に制限を設けることや、スマートフォンのバッテリー交換を簡単にするといった内容は特に物議を醸してはいない。バイデン政権が攻撃の対象とするのは企業の弱点、すなわち多少の問題を抱えたカスタマーサービスであるようだ。

今のところ、投資家の規制への関心は概して低いままのようである。バイデン政権の大統領令のニュースを受けても、9日の1兆ドル企業5社の株価は上昇もしくは変わらずで、下がりはいなかった。ヤルデニ・リサーチのエド・ヤルデニ社長は「規制についてより真剣に考える時期がきている。1兆ドル企業が増えれば政治家の関心は高くなる」と指摘する。

By Alex Eule
(Source: Dow Jones)

9. インフラ計画頓挫なら市場活性化も - Why an Infrastructure Spending Bust Could Boost Markets 金融緩和長期化に道

[米国経済]

■ 予算決議案、先行きは不透明

最近、投資家は不安を抱えている。新型コロナウイルスの変異株による世界経済の回復鈍化、なかなか解消されない労働力不足や供給不足による物価上昇、金融政策の不透明感。だが多くの人が見落としているリスクがもう一つある。

バイデン大統領は4兆ドル規模のインフラ計画を議会に提案したが、民主党内でもいまだに合意に至っていない。7月30日の議会夏季休暇入り前に予算決議が成立しない限り、バイデン政権の経済政策が法制化される可能性は著しく低くなる、と調査会社コーナーストーン・マクロの米国政治調査責任者、アンディ・ラペリエール氏は言う。



Kevin Dietsch/Getty Images

実は予算決議案は簡単なものだ。基本的には優先事項と大枠の数字を取り決めるものであり、配分方法など具体的な内容は含まれない。民主党が休暇前に合意できないなら法案自体に根本的な問題があるということだ、とスタイフェルのチーフ政策ストラテジストであるブライアン・ガードナー氏は言う。

金融市場と米国経済は新型コロナウイルスからの景気回復を巨額の財政支出に頼ってきた。バイデン大統領の経済政策の頓挫は脅威だ。しかも今は新たに変異株への懸念が高まっており、米連邦準備制度理事会（FRB）は昨年開始した量的緩和の一部を縮小する議論を始めている。

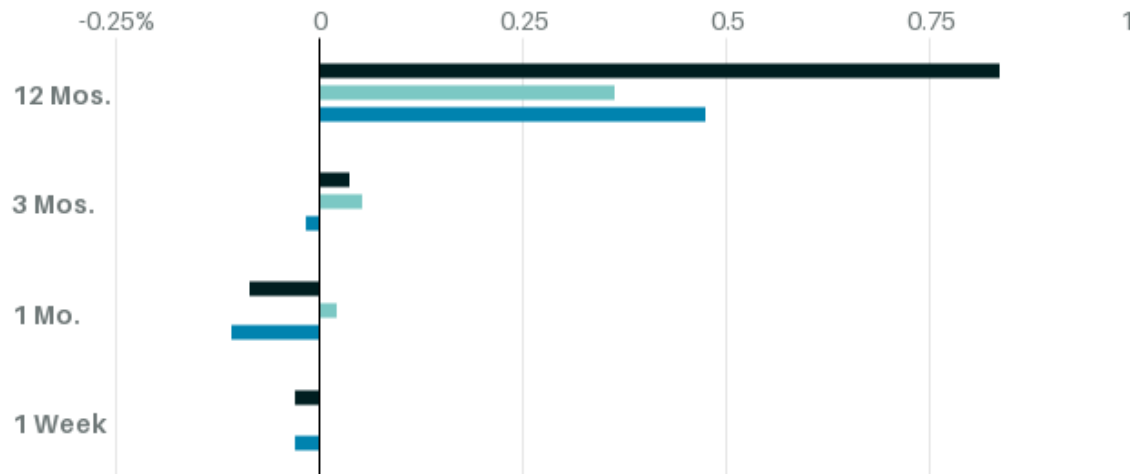
「市場はインフラ計画の法案通過を織り込み済みだ」とガードナー氏は言う。「投資家は政府からより多くの支出を求めている。支出が減額またはゼロになれば、投資家はリフレトレードと景気の強さを疑うだろう」。

■ 好調だったインフラ関連銘柄、弱気に転じる

Infrastructure Interrupted

Stocks tied to infrastructure spending plans have outperformed over the past year. That's been changing in recent weeks and months

■ US Infrastructure Basket Avg.
■ S&P 500
■ Underperformance / Overperformance of Infrastructure Basket



Source: Jefferies

議会のこう着状態を懸念する投資家もいる。投資銀行ジェフリーズのアナリストであるハムザ・マザリ氏は、建設資材販売のイーグル・マテリアルズ<EXP>、鉄鋼メーカーのニューコア<NUE>、建設用骨材メーカーのマーチン・マリエッタ・マテリアルズ<MLM>、建設設備レンタル会社のユナイテッド・レンタルズ<URI>など、インフラ投資に関連する銘柄を集めたポートフォリオを作成した。このポートフォリオは過去12カ月で84%上昇し、同期間に36%上昇したS&P500指数を大きく上回っていた。

ところがこれらの銘柄がアンダーパフォームし始めている。直近1カ月では8%の下落（S&P500は2%上昇）、直近1週間では3%下落した（S&P500はほぼ横ばい）。成長がピークに達し、インフレにより利益率が低下する懸念を反映しているようだ。

また、インフラ投資に最も敏感な一部の銘柄にも動揺が見られる。例えば電気機器や自動化機器のサプライヤー最大手であるウェスコ・インターナショナル<WCC>の株価は過去12カ月に208%上昇したが、インフラへの不安から直近の1カ月で7%下落している。

マザリ氏はバイデン政権の財政法案が成立する確率を60%としているが、過去1年間で84%の上昇を記録したインフラ関連銘柄はその上昇分の多くを失うことになると考えており、これは株式市場全体への警告とも言える。

■ FRB、今以上に慎重に

一方で、これを明るい兆しと捉えることもできる。ナティクシスの米州のチーフエコノミストであるジョー・ラボーニャ氏は「連邦政府の財政支出が大幅に増加し、双子の赤字が歴史的な高水準にとどまる見通しとなれば、長期的なインフレリスクをもたらす」と述べ、国内総生産（GDP）に占める債務残高の割合が過去最高となり（今年は17%に達する見込み）、経常赤字が拡大していると指摘する。

バイデン政権の財政計画が不成立となればインフレ圧力は多少解消される。そうなればFRBはさらに長期にわたって金融緩和策を維持する可能性が出てくる。6月の連邦公開市場委員会（FOMC）議事録で、FRBが毎月1200億ドルの米国債や住宅ローン担保証券（MBS）を購入する量的緩和の縮小開始（テーパリング）に向けた議論に着手したことが明らかになったが、テーパリング開始時期は遅いほうが望ましいとする意見が多く、タカ派も利上げを議論することは時期尚早だと述べている。特に投資家が経済成長への不安を強めている今、何兆ドルもの予算案が成立しなければ、その事実がFRBに重くのしかかってくるはずだ。「FRBは今以上に慎重になるだろう」とガードナー氏は推測する。

景気が減速し金融緩和策が継続することを見越して、ラッファ・テングラー・インベストメンツのナンシー・テングラー最高投資責任者（CIO）はポートフォリオに高成長株を追加している。文書・画像処理ソフト大手アドビ＜ADBE＞やアマゾン・ドット・コム＜AMZN＞、iPhone（ 아이폰 ）のスクリーンを製造する特殊ガラスおよびセラミック大手のコーニング＜GLW＞のポジションを増やしていると言う。

短期的には、投資家にとってインフラ計画法案の不確実性は過小評価されたリスクだ。だがそれで金融緩和が長期化するなら、インフラの損失は結局、市場にとって利益となるのかもしれない。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - Tight Supplies Have Driven Up Steel Prices. 供給逼迫で鉄鋼価格が上昇。しばらく続くとの見方も。

[経済関連スケジュール]

■ 鉄鋼銘柄は非常に割安と見るアナリストも

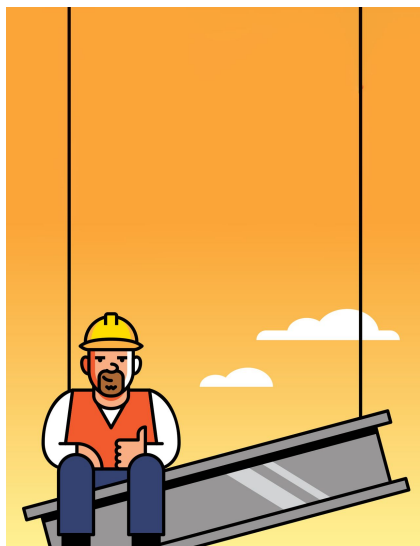


Illustration by Elias Stein

景気回復にあって、鋼材「熱延コイル」の価格は音を立てて上昇しており、鉄鋼銘柄にも火がついている。S&P500指数の年初来上昇率は15%だが、USスチール＜X＞とクリーブランド・クリフス＜CLF＞の年初来上昇率は、S&P500のそれぞれ2倍、3倍となっており、ニューコア＜NUE＞は80%近く上昇している。クレディ・スイスのアナリスト、カート・ウッドワース氏は、鉄鋼銘柄の上昇は当分続くともっている。

供給の逼迫（ひっばく）により、熱延コイルの基準価格は1年前のショートトンあたり500ドルから、1600ドルに上昇している。多くのアナリストは、鉄鋼銘柄のレーティングを「ホールド」に引き下げている。これは、供給に制約のある状態が、輸入製品によってあっさりと崩された過去が何度かあったためだ。しかしウッドワース氏は、現在のアップサイクルは今後数年続くとし、もっと高い株価収益率で評価してしかるべきだと考える。「米国の鉄鋼セクターの再生は現実のものだ」同氏はメモにこ

う記す。

ニューコアの7月9日時点の株価は97ドルだが、ウッドワース氏の目標株価115ドルから見ると、20%近くの上昇余地がある。同様にスチール・ダイナミクス＜STLD＞と製鋼用アーク炉の黒鉛電極な

どを生産するグラフテック・インターナショナル<EAF>は、それぞれ45%の上昇余地がある。さらにUSスチールは9日時点の株価24ドルから80%、クリーブランド・クリフは同22ドルから33%の上昇余地があることになる。同氏はこれらすべての銘柄を「アウトパフォーム」としている。

ドル安の状況および、環境汚染の観点から中国が高炉の使用を抑制していることから、海外から米国への輸入は引き続き制限されるだろうとウッドワース氏は述べる。一方で米国内の供給は、電気炉の処理能力が拡大することで、緩やかに増加するだろうと付け加えている。自動車メーカーや再生可能エネルギーの開発業者による需要により、熱延コイルの価格は2022年中には1000ドルを優に上回る状態が続くと考えられる。鉄鋼メーカーは、この価格から（これより低い価格であっても）かなりの利益率を享受できる。

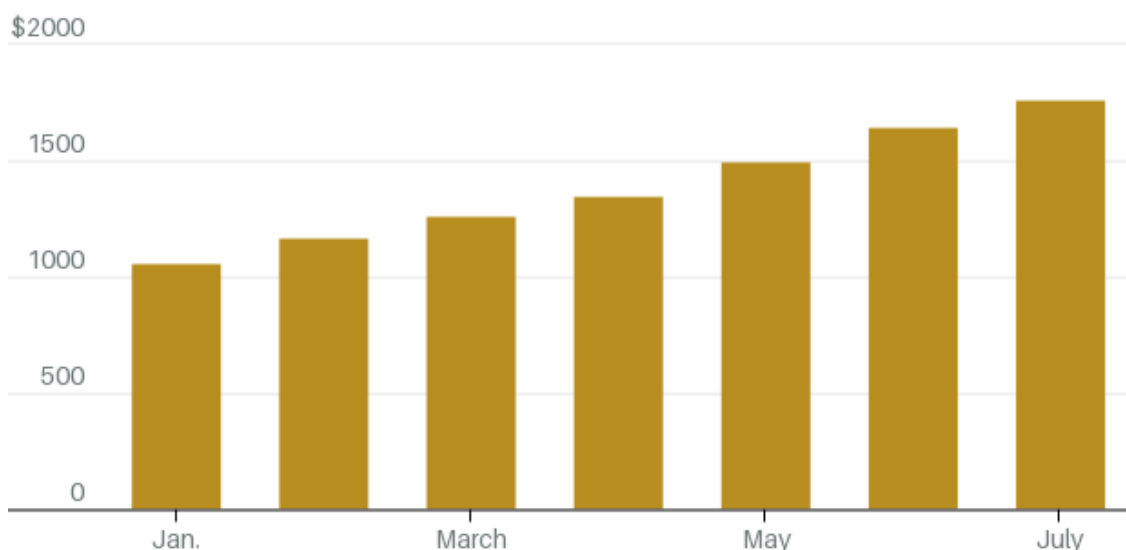
ウッドワース氏は、市場は、鉄鋼価格に急激な調整が起きていることを見過ごしていると考えている。しかし、鉄鋼業界はニューノーマルを迎えているとし、「鉄鋼銘柄は非常に割安だ」と指摘する。

■ 今週の予定

On a Roll

As economic activity has revived in 2021, U.S. steel prices have steadily risen.

U.S. Midwest Domestic Hot-Rolled Coil Steel Futures, Year to Date



Source: Investing.com

7月12日（月）

・ 大手運送会社のフェデックス<FDX>がコンファレンスコールを開催し、事業見通しについて説明を行う。

7月13日（火）

・ 2021年第2四半期の決算発表が始まる。JPモルガン・チェース<JPM>、ゴールドマン・サックス<GS>が、取引開始前に決算発表。両社ともに先日増配を発表している（JPモルガン・チェースは11%増、ゴールドマン・サックスは60%増）。

・ 食品メーカーのコナグラ・ブランズ<CAG>、建設用資材販売のファスナル<FAST>、金融サービス会社のファースト・リパブリック・バンク<FRC>、飲料・スナック菓子大手のペプシコ<PEP>が四半期決算発表。

- ・ ITサービス持ち株会社デル・テクノロジーズ<DELL>がコンファレンスコールを開催。ESG（環境・社会・企業統治）戦略について説明を行う。
- ・ 6月の消費者物価指数（CPI）発表。エコノミスト予想は前年同月比4.9%上昇（5月は5%上昇で、2008年8月以来の上昇率）。食品とエネルギーを除くコアCPIは同4%上昇（5月は3.8%上昇）。
- ・ 全米独立企業連盟（NFIB）が、6月の中小企業楽観度指数を発表。コンセンサス予想は99.5と、5月からほぼ横ばい。

7月14日（水）

- ・ 金融大手バンク・オブ・アメリカ<BAC>、資産運用大手ブラックロック<BLK>、シティグループ<C>、航空会社大手デルタ航空<DAL>、金融持ち株会社のPNCファイナンシャル・サービス・グループ<PNC>、ウェルズ・ファーゴ<WFC>が決算発表。
- ・ 米連邦準備制度理事会（FRB）が、2021年5回目となるページブック（地区連銀景況報告）を発表。ページブックとは、12の地区連銀が各地区の経済状況をまとめて年8回出す報告書。
- ・ 6月の卸売物価指数（PPI）発表。コンセンサス予想は前月比0.5%上昇（5月は0.8%上昇）。食品とエネルギーを除くコア指数も0.5%上昇（5月は0.7%上昇）。

7月15日（木）

- ・ 大手金融サービス会社バンク・オブ・ニューヨーク・メロン<BK>、作業着メーカーのシンタス<CTAS>、金融大手モルガン・スタンレー<MS>、台湾の半導体製造会社である台湾積体電路製造（TSMC）<TSM>、銀行持ち株会社トゥルイスト・ファイナンシャル<TFC>、銀行持ち株会社U.S.バンコプ<USB>、医療保険会社ユナイテッドヘルス・グループ<UNH>が決算コンファレンスコールを開催。

7月16日（金）

- ・ ディスカウント証券大手のチャールズ・シュワブ<SCHW>、スウェーデンの通信機器大手エリクソン<ERIC>、大手鉄道持ち株会社カンザスシティ・サザン<KSU>、大手金融サービス会社ステート・ストリート<STT>が決算発表。
- ・ 日銀が政策金利発表。短期政策金利は現行のマイナス0.1%が維持される見込み。6月には、年末までに気候変動に対応した投融資を支援する新たな資金供給制度を実施すると発表し、7月の会合で骨子を公表するとしている。グリーン融資を行う場合、その金融機関に上乗せ金利を与えるといった案などが考えられる。
- ・ 7月のミシガン大学消費者景況感指数発表。エコノミスト予想は86.5と、6月の85.5数値から若干上昇。依然として、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）直前の数値をかなり下回る水準。
- ・ 6月の小売売上高発表。コンセンサス予想は前月比0.5%減の6170億ドル（5月は1.3%減）。

By Bill Alpert
(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』 2021/07/11

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