

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2021/09/05

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

- | | |
|---|--------------|
| 1. <u>SEC新委員長、株取引改革に意欲</u> - SEC's Gensler Has a Big, New Vision for Markets | [カバーストーリー] |
| PFOF廃止か | P.1 |
| 2. <u>米株価、秋に波乱も</u> - The S&P 500 Could Struggle This Fall, Market Strategists Say. Buy | [米国株式市場] |
| <u>Quality.</u> | P.4 |
| 質の高い銘柄が「買い」—ストラテジストら | |
| 3. <u>テイラー・モリソンに注目</u> - Taylor Morrison Homes Trails Its Peers. But It's a Value Play | [注目銘柄] |
| 残されたバリュー投資候補 | P.11 |
| 4. <u>市場のルール、米同時テロで変わらず</u> - The World Was Upended By 9/11—but the Rules of | [フィーチャー] |
| <u>Wall Street Held Steady</u> | P.14 |
| 事件から20年、世界に大打撃も | |
| 5. <u>株高は止まらない</u> - Nothing Can Take the Stock Market Off Its Record Run | [米国株式市場] |
| 米雇用統計、都合よく解釈 | P.16 |
| 6. <u>「株式バブル」にご用心</u> - Is the Stock Market in a Bubble? Don't Bet on It. | [コラム] |
| 解釈割れる米雇用統計 | P.18 |
| 7. <u>ハイブリッド教育、定着するか</u> - Hybrid Learning Might Be Here to Stay | [フィーチャー] |
| 市場注目の有力企業 | P.20 |
| 8. <u>F R B、雇用統計で窮地</u> - A Weak Jobs Report Puts the Fed in a Bind as It Stares at Stagflation | [米国経済] |
| スタグフレーションに現実味 | P.22 |
| 9. <u>ハイテクIPO市場、復調へ</u> - Fintech, Software, and Apps: IPOs Are About to Rev Back Up | [ハイテク] |
| フィンテック企業など「目白押し」 | P.25 |
| 10. <u>今週の予定</u> - Why 2021 Is the Kind of Year to Banish the September Stock Blues | [経済関連スケジュール] |
| 「株安の9月」に異変も | P.27 |

※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. SEC新委員長、株取引改革に意欲 SEC's Gensler Has a Big, New Vision for Markets PFOF廃止か

[カバーストーリー]

ゲームストップをめぐる熱狂がきっかけに



Melissa Lyttle / Bloomberg

米国株式市場の取引の流れは、住宅の配管のように見えない場所で静かに動いている。しかし1月、家の壁が引き裂かれたかのように、複雑に絡み合い、何十年も使用されてきた市場の配管が無数の個人投資家の目にさらされることとなった。ゲームソフト小売り大手ゲームストップ<GME>などのミーム株（インターネット上の情報拡散で取引される銘柄）に投資家が殺到したことがきっかけだった。

熱狂のさなか、一部のオンラインブローカーはこれら銘柄の取引を制限した。新規投資家の参入で爆発的成長を遂げたロビンフッド・マーケット<HOOD>もそうだった。新人の投資家たちはオンラインブローカーを非難し、議員は改善を求めた。

証券取引委員会（SEC）のゲリー・ゲンスラー新委員長は、ミーム株をめぐる混乱で明らかになった仕組みに関心を示している。同氏は新たな個人投資家を含む全ての人にとって公正と考えられる方法で、市場構造を徹底的に見直すことに余念がないようだ。

ゲンスラー氏が懸念しているのは、株取引を執行する市場が分散している点。いわゆる「ダークプール」など透明性の低いシステムには、取引所への注文とほぼ同数の注文が流れている。ゲンスラー氏とSECがどこまで変革を押し進められるかは不透明だ。業界の抵抗に加え、議会の反対も乗り越える必要があるかもしれない。それでも、株式市場に関する同氏のビジョンは、過去数十年で最大規模の改革につながる可能性がある。

ゲンスラー氏は先週の本誌インタビューで「米株式市場が常に世界で最も効率的かつ流動性が高いと見なされていることを当たり前と考えてはいけない」と述べた。同氏は現在の取引制度には非常に多くの「内在的な利益相反」が存在しており、投資家にとって不利益になっていると述べた。利益相反で最も顕著なのは、ブローカー（証券会社）がマーケットメーカーに顧客の取引を回送するのと引き換えに、マーケットメーカーから支払い（リベート）を受け取っていることだ。一般にペイメント・フォー・オーダー・フロー（PFOF）と呼ばれ、英国やカナダ同様、米国でも禁止される可能性がある。

現行制度の支持者は、市場に参加する投資家が増えているのは市場がより公正になっている証拠だと主張する。ロビンフッドは売買手数料を無料とし、口座の必要最低額も定めない代わりに、PFOFに収益を依存している。他の大手ブローカーもほとんどがPFOFを導入しており、チャールズ・シュワブ<SCHW>は2020年の収入の約5%をPFOFが占めた。ロビンフッドは75～80%。

マーケットメーカー各社が発表するデータによれば、これら企業は取引所より有利な価格を投資家に提供している。そのうちの1社、バーチュ・ファイナンシャル<VIRT>は個人投資家の取引を執行す

るマーケットメーカー（別名ホールセラー）が2020年、個人投資家のために36億ドル超の価格改善を実現したと主張する。

■ PFOFは市場全体の流動性と効率性に悪影響との声

しかし、ゲンスラー氏はPFOFが公正な慣行だとは考えていない。取引所以外で執行される取引が非常に多く、取引所の「最良価格」が市場全体の最良価格と異なっている可能性があるためだ。同氏は「市場の約半分をダークプールやホールセラーが占めており、リット（気配値が一般に公表される市場）ではない。取引所への注文もかなりの部分がリットでない。そのため、市場のリットな部分と比較して価格が改善しても、市場の効率性や最良執行の尺度としては不十分だ」と指摘する。

業界の変化を求める人々は、多くの取引が取引所以外に回送されているため取引所の流動性が損なわれ、株価の買値と売値のスプレッドが拡大して市場全体の効率性が低下していると主張する。金融改革を専門とする非営利団体ベター・マーケットズのデニス・ケレハー最高経営責任者（CEO）は、個人投資家の取引が各社の取引システムに分離され、市場全体の流動性と透明性が下がっていると言う。

一方で、ホールセラーの市場における役割や市場への貢献は誤解されているという意見もある。バーチュは今年、SECへのプレゼンテーションで、個人投資家がホールセラーの事業によって受ける恩恵は過小評価されている可能性が高いと訴えた。同社のダグ・シフCEOはゲンスラー氏のコメントに対し、「市場のエコシステムを抜本的に変えるのは妥当ではなく、個人投資家にとってかえって悪い結果になる可能性が高い」と警告した。

ゲンスラー氏は、特定の種類の注文に対して取引所が支払うリベートに批判的だ。同氏は市場の透明性を高めることを求め、注文の発注元や回送先に基づいて市場が分断されるのではなく、注文ごとに競争が行われることを望んでいる。市場が不透明で、顧客の注文が異なる方法で処理される場合、一般投資家はリスクにさらされる可能性がある。ゲンスラー氏はこれが株価にも影響すると考えている。

ゲンスラー氏は「マーケットメーカーがより大きな利益を得る機会をもたらし、最終的には一般投資家が株式を売買する時の負担が増える可能性がある。これは企業の資金調達にも影響すると考えている」と述べる。株式市場の効率性と公正性に影響が及ぶためだ。

ゲンスラー氏は全ての取引が取引所で行われるようにしたいと考えているのか。同氏は本誌のインタビューにおいて、取引の具体的なルートに言及せず、「私が売りや買いの注文を出した時に、同様に売りや買いを求める他の投資家の注文と一緒に、幅広い競争が行われるというのが競争的で効率的な市場の原理原則だ」と語った。

専門家は、ゲンスラー氏がどこへ向かうのか確信が持てない。ケレハー氏は、SECが複数の選択肢を提示することで「情報を最大限まで引き出して意思決定を行う」と予想する。同氏はブローカーに対し、いかなる時も最良価格を顧客に提示することを義務付けるシステムが望ましいとしており、「市場がダークかリットかは重要ではない。重要なのはその時点の最良価格だ」と語る。

ある程度柔軟なルールを志向する向きもある。SECのヘスター・ピアース委員は今年の公聴会で「最良執行とは、一つのルールであらゆる場面に対応できるようなコンセプトではない。ほとんどの個人

投資家にとって価格が最も重要かもしれないが、機関投資家は往々にして、もっと多くのことを検討しなければならない」と述べた。

■ PFOF以外の収入源を模索する動きも

PFOFの改革は特に大きな議論を呼ぶだろう。PFOFは合法で、何十年も前から利用されてきた。しかし、ロビンフッドの台頭でその仕組みに改めて光が当たった。1月にロビンフッドがゲームストップ株の取引を一時的に停止したことでPFOFに関係があるという証拠はない。同社は清算機関から証拠金を要求されたため、取引を停止せざるを得なかったと述べた。他のブローカーもロビンフッドほどではないにしても、一部の株式やオプションの取引を制限した。

それでも一部の個人トレーダーは激怒し、議会の公聴会でPFOFが問題になった。2月の公聴会で民主党のブラッド・シャーマン下院議員は「実際にはかかっている費用を肩代わりして負担していないのであれば（手数料が）無料とは言えない」と述べた。投資家にとって最善の戦略かどうかにかかわらず、多くの取引を促すインセンティブをブローカーに与えているという批判もあった。

ロビンフッドはPFOFが顧客の利益になると熱心に主張してきた。新規株式公開（IPO）前の説明会でジェイソン・ウォーニック最高財務責任者（CFO）は「PFOFは旧来の手数料体系より顧客の利益になると考えている。手数料の負担を心配することなく、少額から投資することができる」と語った。

ロビンフッドの最高法務責任者（CLO）で、SEC元委員のダン・ギャラガー氏は、PFOF禁止は「厳しすぎる」措置であり、もし実現すれば少なくとも一部ブローカーが売買手数料を復活させると予想する。そうした理由から、同氏はPFOFが禁止されるか疑わしいとみており、「（批判派は）PFOFが投資家にとって驚くほど良いものであることに気付くだろう」と主張した上で、PFOFが禁止されるなら法的措置を真剣に検討しなければならないと語った。

個人投資家に重点を置く競合他社では、PFOFを受け取らずに事業を運営しているケースもある。フィデリティはオプションについてPFOFを受け取っているものの、株式では受け取っていない。パブリックというスタートアップ企業も今年に入ってPFOF廃止を決めた。スティーブン・サイクス最高執行責任者（COO）によれば、同社は「スマートオーダールーター」を通じて複数の取引システムに取引を回送。ホールセラーのみに取引を回送していたころより良い価格を得られるという。

ただ、PFOFを受け取らないとデメリットもある。パブリックには100万人以上の顧客がいるが、同社は依然として利益を生み出す方法を模索中である。PFOFに代わる方法の一つは「ティッピング」で、サービスにどれだけの金額を支払うかをユーザーが決めるというものだ。他にも証券貸借や未投資の現金の利息から収入を得ている。

ゲンスラー氏は先週のインタビューで、PFOFの禁止を「検討中」と述べた。しかし、同氏のビジョンは明らかにもっと先を見据えている。2009年から2014年にかけて商品先物取引委員会の委員長を務めていた際、同氏はデリバティブ商品のスワップの取引をより規制が厳しく、透明性が高い取引所上に移行させた。同様の変化が株式市場全体に訪れる可能性がある。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

2. 米株価、秋に波乱も

[米国株式市場]

The S&P 500 Could Struggle This Fall, Market Strategists Say. Buy Quality.

質の高い銘柄が「買い」ーストラテジストら

高まるリスク



Illustration by Timo Lenzen

市場にとって、今年はこれまで何という年だっただろう。S&P500指数は一連の金融・財政刺激策や経済成長、企業収益拡大、パンデミック（世界的大流行）の後退を原動力に7カ月続騰。最高値を50回超更新し、年初来20.7%上昇した。しかもこれは、昨年3月に付けた安値から68%反発した後の出来事である。

追い風は続いている。ただ、向かい風も吹き始め、株価の上昇を減速させかねない状況だ。刺

激策による支出はピークに達した。経済成長と企業収益の拡大は年末にかけて鈍化する公算が大きい。米連邦準備制度理事会（FRB）は今後数カ月以内に量的金融緩和策の縮小を開始することをほぼ約束している。バイデン政権は法人税率や個人所得税率の引き上げを提案した。どれ一つを取っても、割高感の強まっている株式を保有する者にとって好ましい材料はない。

言い換えれば、秋はこうした影響で株式や債券、投資家が打ちのめされる可能性があり、ボラティルな市場に備えよということだ。TIAA-CREF（全米教職員保険年金協会／大学退職年金基金）の投資部門「ヌビーン」のサイラ・マリク株式部門最高投資責任者（CIO）は「どんな銘柄も上昇する局面は過ぎた。これから全て（の株価銘柄）を押し上げるような経済の急拡大はないだろう」と語る。

これは、本誌が調査した市場ストラテジスト6人とCIO1人のほぼ一致した見方である。全員がS&P500指数の今年の終値を9月2日引値の4536近辺と予想。平均は4585となっている。

来年の上昇率見通しも最近の傾向に比べ低調なようだ。6人は2022年にS&P500指数が6%上昇し、4800前後になると予想している。

来年の予想利益に基づく株価収益率（PER）が約21倍であり、債券利回りは低く、インフレ率を考慮すれば実質金利はマイナスとなるため、投資家は資産配分の決定が難しくなっている。急成長するハイテク株、ゼロ成長のミーム株、暗号資産（仮想通貨）ドージコインの価格を押し上げた「あらゆるものの上昇相場」に代わり、6人のマーケットウォッチャーは「質」への投資に集中するよう推奨する。株式に当てはめれば、強固なバランスシートを誇り、利益率が上昇し、恒常的にフリー・キャッシュ・フローが潤沢な企業の銘柄を選ぶということだ。今後数カ月間、相場全体ではさえない状況になったとしても、そうした銘柄は輝きを放つ公算が大きい。

近づく転換点



Christopher HARVEY
Head of Equity Strategy
Wells Fargo Securities



Saira MALIK
CIO of Global Equities
Nuveen

S&P 500 YE 2021: 4825	S&P 500 YE 2021: 4600
S&P 500 YE 2022: 4715	S&P 500 YE 2022: 4850
S&P 500 2021 EPS: \$211.65	S&P 500 2021 EPS: \$210
S&P 500 2022 EPS: \$238.11	S&P 500 2022 EPS: \$225
10-Year U.S. Note YE 2022: 2.15%*	10-Year U.S. Note YE 2022: 2.0%
U.S. GDP Growth 2021: 6.2%*	U.S. GDP Growth 2021: 6.5%
U.S. GDP Growth 2022: 4.4%*	U.S. GDP Growth 2022: 3.5%

*Wells Fargo Economics. YE=year end.

昨年的大幅な株価上昇はFRBの金融政策の賜物（たまもの）であり、金融システムはFRBが新型コロナウイルスの感染拡大による経済的打撃を食い止めるために投じた資金であふれた。2020年3月以降、FRBは毎月合計1200億ドルの米国債と住宅ローン担保証券（MBS）を買い入れる一方、政策金利のフェデラルファンド（FF）金利目標を0～0.25%に維持。こうした措置で債券利回りは押し下げられ、投資家は株式などのリスク資産に駆り立てられた。

FRBのパウエル議長は、今後数四半期以内に緊急資産購入プログラムの段階的縮小（テーパリング）を開始するかもしれないと語り、あらゆるリスク資産に混乱が生じる可能性がある。モルガン・スタンレーのCIO兼米国株チーフストラテジスト、マイク・ウィルソン氏は「われわれにとってテーパリングは金融引締めだ。FRBが最大限の金融緩和を転換する第一歩となる。重要なのは、テーパリングが株価バリュエーションにマイナスの影響があるということだ」と語る。

ウィルソン氏は、政府の刺激策による支出もピークに達していると強調する。毎週300ドルの失業給付の上乗せは9月6日に終了する。議会は今秋にも超党派のインフラ投資法案を可決する公算が大きい。米国内総生産（GDP）の70%近くを占める消費者支出に与える短期的な経済効果は、2020年3月以降の複数回にわたる刺激策には及ばない。

民主党単独で可決された予算決議には、医療保険制度の拡大や幼児教育支援、コミュニティカレッジの授業料無償化、公的住宅建設支援、気候変動対策などの支出が盛り込まれた。議会はそうした支出に充てるため、企業や高所得者に対する税率の引き上げを可決する可能性があり、株式市場にとって短期的なリスクだ。

インフレと金利に関する予想



**Lori
CALVASINA**
Head of U.S.
Equity Strategy
RBC Capital
Markets



**Mike
WILSON**
Chief U.S.
Equity Strategist
and CIO
Morgan Stanley

S&P 500 YE 2021: 4325	S&P 500 YE 2021: 4225*
S&P 500 YE 2022: N/A	S&P 500 YE 2022: 4225*
S&P 500 2021 EPS: \$192	S&P 500 2021 EPS: \$205
S&P 500 2022 EPS: \$216	S&P 500 2022 EPS: \$209
10-Year U.S. Note YE 2022: N/A	10-Year U.S. Note YE 2022: 2.0%*
U.S. GDP Growth 2021: N/A	U.S. GDP Growth 2021: 6.6%
U.S. GDP Growth 2022: N/A	U.S. GDP Growth 2022: 3.2%

*First-half 2022. YE=year end.

秋に株式市場が不調となる可能性を秘めた政治問題はほかにもある。議会は政府資金確保のため債務上限の引き上げが必要だ。10月の政府閉鎖を避けるには、9月中に暫定予算案を通過させる必要がある。

本誌が話を聞いた市場の専門家は、新型コロナウイルスのデルタ変異株の経済的影響については比較的楽観的で、ワクチンに効果が見られる限り、悪影響は主に旅行業界と映画館に限られるとみている。ウォール街の基本シナリオでは、経済成長を損なうようなロックダウン（都市封鎖）の再来は想定されていない。

インフレはFRBでも投資家の間でも話題になっている。米消費者物価指数（CPI）は6、7月に年率で5.4%上昇した。FRBはこれを一時的なものとしているが、別の意見もある。ストラテジストらは、パウエルFRB議長の主張を支持して来年のインフレ率は大幅に低下すると予想し、2.5~3.5%程度とみている。しかし、インフレ率が2.5%を超えると、FRBのテーパリングと相まって、現在の超低水準の債券利回りは上昇することになる。

ブラックロック・マルチアセット・ストラテジーズ・グループのインカム投資部門の責任者、マイケル・フレデリクス氏は「インフレ率は金融危機以降より高い水準で推移すると思われるが、経済再開に伴うインフレ圧力が解消され始めれば、インフレ率が2.5%を大幅に上回ることは考えにくい。債券利回りは上昇するだろうが、段階的なものだろう」と述べている。

ストラテジストらは、年末までに10年物米国債利回りが1.65%程度にまで上昇するとみている。これは、現在の水準よりも約35ベーシスポイント（bp）高いが、2021年3月の1.75%を下回る。来年には10年物国債の利回りが2%になる可能性もあるという。絶対値を見れば低い、債券市場にとっては重要な意味を持ち、株式にとってはさらに重要な意味を持つ可能性がある。利回りの上昇は二つの理由で株式のバリュエーションの下押し圧力となる傾向がある。一つには、高利回りによって債券が投資の対象として株式の競争相手となるからであり、もう一つには、将来支払われる配当を割り引く率が上昇し、企業の現在価値が低くなるからだ。しかし、10年物の利回りが2%前後になっても、株価のバリュエーションをコロナ禍以前の水準に引き下げるには不十分だろう。仮に利回りが上昇したとして

も、S&P500指数の予想PERは30年間の平均値の16倍を大きく上回って推移するとストラテジストらはみている。昨年秋のS&P500指数の予想PERは23倍を超えていた。10年物国債の利回りが2%台で推移する限り、S&P500指数の予想PERは10倍台後半で推移するはずだとストラテジストらは言う。利回りの大幅な上昇で圧力がかかるか、他の要因で株価が下落するまで、長期平均の16倍の水準に戻ることはない。

ステート・ストリート<STT>のチーフ・ポートフォリオ・ストラテジスト、ゴーラブ・マリック氏は「利回りが2%または2.25%を超えて上昇した場合、投資家は株式のバリュエーションを真剣に考え始める可能性がある。（10年債利回りが）2%を超えることはしばらくなかったので、投資家のセンチメントにとって重要な意味のある水準だ」と述べる。

一方、ウィルソン氏は株式市場のバリュエーションリスクが非対称的であると指摘。「成長の減速やサイクル上の位置を考慮すると、PERが上昇する可能性は非常に低く、10%以上低下する可能性も十分にある」とした上で、「予想PERのレンジが16～23倍なら、今は既に上限にあり、リスクがリターンを上回る」と予想する。

6人のストラテジストの予測はPER低下をある程度織り込み済みで、利益成長に重点が置かれている。6人平均のS&P500指数の利益予想は、昨年の落ち込みを経て今年は46%増の204ドル、2022年は9%増の222.50ドルとなっている。

■ 基調的に経済は好調

2022年の連邦法人税の引き上げも逆風となる可能性がある。複数のストラテジストは企業利益に対する連邦税率について、バイデン政権が要求した28%を下回る25%あたりが妥協点になるとみている。この規模の増税だと、来年のS&P500指数の利益は約5%押し下げられる可能性がある。今秋、民主党の修正案の可決が近づくと、同指数は5%程度下落する可能性がある。ただ、影響はその調整に限定されるだろう。2017年12月の減税同様、税制改正は市場にとって1度で終わるイベントだと予測するストラテジストもいる。

こうした懸念はさておき、投資家は大局的な視点を忘れるべきではない。米国経済は好調で、堅調な成長を続けている。ストラテジストらは、国内総生産（GDP）が今年6.3%、2022年には約4%成長すると予想している。マリック氏は「景気循環的でトレンドを上回る成長は、少なくとも2022年中は続く。そうしたエクスポージャーを持つ資産を重視したい」と述べた。

ストラテジストらは、投資ポートフォリオで素材、金融、テクノロジーをオーバーウエートすることを推奨している。このアプローチでは、銀行や鉱山などの景気の影響を受けやすい企業も、ハイテク部門の安定した成長企業も含まれる。

RBCキャピタル・マーケットの米国株式戦略責任者、ローリ・カルバシーナ氏も同様に、シクリカルとグロースのエクスポージャーを持つバーベルアプローチを取っている。選好するセクターはエネルギー、金融、テクノロジーで、「金融やエネルギーは（テクノロジーや消費財などの）グロースに比べ、バリュエーションが魅力的だ。今年、来年は好景気になる。GDP成長率が平均以上なら、従来からバリューがグロースを上回り、シクリカルがディフェンシブを上回る」と述べる。



**Michael
FREDERICKS**

**Head of
Income Investing**
Blackrock Multi-
Asset Strategies



**Gaurav
MALLIK**

**Chief Portfolio
Strategist**
State Street
Global Advisors

しかし、特に2022年後半に向けては、質へのこだわりが極めて重要になる。この時期は、FRBが今サイクルで初めての利上げを行う可能性が高い。経済は2023年までにコロナ禍以前の2%程度の成長に戻る可能性がある。カルバシーナ氏は「歴史的に見ても、不況からの回復の際、1年程度は質の低い銘柄がアウトパフォームし、その後に質の高い銘柄が相場を主導する傾向がある。ただ、質の低い銘柄から高い銘柄への移行が起きる際は、株価が大きく変動しがちだ」と述べる。

S&P 500 YE 2021: 4625	S&P 500 YE 2021: 4550
S&P 500 YE 2022: 4850	S&P 500 YE 2022: 4800
S&P 500 2021 EPS: \$207	S&P 500 2021 EPS: \$200
S&P 500 2022 EPS: \$225	S&P 500 2022 EPS: \$222
10-Year U.S. Note YE 2022: 2.0%	10-Year U.S. Note YE 2022: 1.9%
U.S. GDP Growth 2021: 6.5%	U.S. GDP Growth 2021: 5.9%
U.S. GDP Growth 2022: 5.0%	U.S. GDP Growth 2022: 4.3%

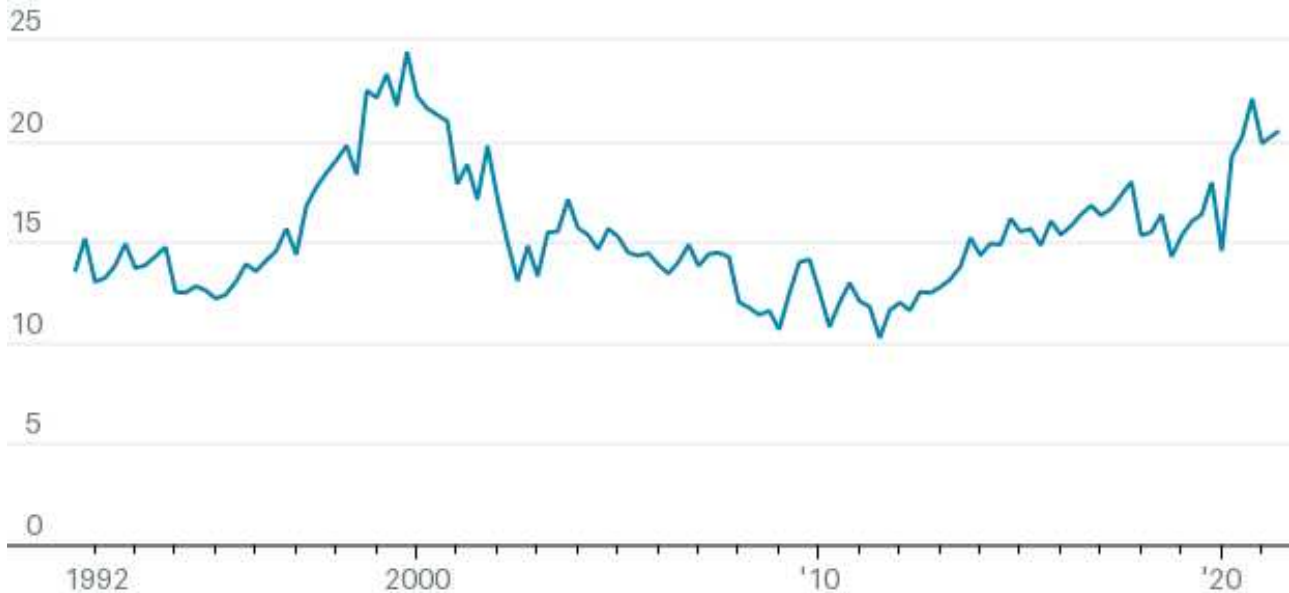
YE=year end.

秋に向けた買物リスト

High-Priced Holdings

The stock market's forward price/earnings ratio is near the top of its 30-year range, leaving little margin for error.

S&P 500 Forward P/E



Source: Bloomberg

ブラックロックの分析によると、質の高い銘柄は夏こそ市場をアウトパフォームしたが、昨年11月にワクチンに関する明るいニュースが初めて報道されて以降、出遅れが続いている。フレデリクス氏は「経済はサイクル中期に移行しつつある。基調的な経済成長は堅調だが、勢いが減速し始めている。こうした時期は、質の高い銘柄のパフォーマンスが特にいい」と指摘。質が高く収益性の高いテクノロジー、金融、銀行、生活必需品、資本財関連企業をオーバーウェイトするよう推奨する。

ウェルズ・ファーゴ・セキュリティーズの株式戦略責任者クリストファー・ハーベイ氏は、パンデミック後の恩恵を受ける銘柄とディフェンシブな銘柄を組み合わせるのが良いと考える。同氏は、市場の不確実性やストレスが高いときにアウトパフォームが見込まれ、ボラティリティーが平均以下の銘柄と、パンデミックに関するニュースへの感度が高い銘柄を組み合わせたバスケットを構築した。

ハーベイ氏は「目先の経済の不確実性、金利の不確実性、新型コロナウイルス感染症のリスクに加え、一般的に9月ごろは季節的に弱い時期だ。ボラティリティーの低さと、パンデミックに関するニュースへの感度の高さとのバランスを取ることができれば、不確実性やボラティリティーの多くを軽減することができる。しかし長期的には、経済再開に関してエクスポージャーを持ちたいと考えている」と指摘。パンデミックに関するニュースへの感度が高く、ボラティリティーが低い銘柄として、アップル<AAPL>、バンク・オブ・アメリカ<BAC>、金融持ち株会社ノーザン・トラスト<NTRS>、大手ホームセンターチェーンのロウズ<LOW>、医療系テクノロジー企業のIQVIAホールディングス<IQV>、住宅内装・建築用品メーカーのマスコ<MAS>などを推奨する。

全体的に、銀行は今後数カ月間で最も頻繁に推奨されるセクターだ。上場投資信託（ETF）のインベスコKBWバンク<KBWB>は、米国の銀行セクターへの幅広いエクスポージャーを提供している。

ハーベイ氏は「バリュエーション的に選好しており、信用の質も高い。銀行は今や自社株買いや増配が認められており、パンデミックに関するニュースへの感度が高い」と述べる。バリュエーションが低いということは、市場が調整しても潜在的な下値余地が少ないということだ。他のセクターとは逆に、融資の金利を引き上げられる銀行にとって、金利の上昇は追い風だ。

ヘルスケア銘柄にもファンがいる。ウィルソン氏は「ヘルスケアにはディフェンシブ、グロースの両面がある。バリュエーションが懸念される現在の市場では良いバランスを提供していると考えている」と述べる。医療保険会社のヒューマナ（HUM）は、同氏のマクロ的見解に合致し、モルガン・スタンレーのアナリストが「買い」と評価する銘柄を集めたリストに含まれている。

マリク氏は、ヘルスケア分野の中でも比較的割安なグロース株を探しており、医薬品やバイオテクノロジーのグループに注目している。中でも、腫瘍治療薬に特化したシーゲン＜SGEN＞（元シアトル・ジェネティックス）を取り上げ、大手製薬会社にとって魅力的な買収対象になる可能性があるという。アッヴィ＜ABBV＞も選好する。同社の予想PERは8倍と割安で、配当利回りは4.7%だ。大ヒットした抗炎症薬「ヒュミラ」の特許切れが近づいているため、一部の投資家は敬遠しているが、同氏は経営陣が悪影響を低減することができると確信しており、同社が開発中の有望な医薬品に注目している。

両銘柄とも、ここ数日は厳しい状況が続いている。シーゲンは先週、共同創業者兼CEOが最近大量の株式を売却したというニュースを受けて8%以上下落した。アッヴィは、米国食品医薬品局（FDA）が関節リウマチ治療のヤヌスキナーゼ（JAK）阻害剤に新たな警告表示を要求したため、1日に7%下落した。

本誌の調査で優良企業として選別されたS&P500指数構成銘柄には医薬品大手ファイザー＜PFE＞、金融総合サービス大手アメリカン・エクスプレス＜AXP＞、製薬・医療機器大手ジョンソン・エンド・ジョンソン（J&J）＜JNJ＞、ネットワーク機器大手のシスコシステムズ＜CSCO＞などもある。

安定した株価上昇を1年間も経験した投資家はこの秋、成長の勢いや政策の支援が弱まると、株価は上がるだけでなく下がることもあるかもしれない。しかし、万一株価が高値から下落しても、好調な経済の下支えがあるため、押し目買いも可能だ。ただ、選別を強めることは重要だ。そして、質の高い銘柄を選ぶことだ。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

3. テイラー・モリソンに注目

[注目銘柄]

Taylor Morrison Homes Trails Its Peers. But It's a Value Play
残されたバリュート投資候補

好調な業界の出遅れ銘柄



Courtesy of Summerlin

新築住宅の購入希望者は抽選に参加し、当選するように祈る必要があるかもしれない。アリゾナ州を本拠とする建設会社テイラー・モリソン・ホーム<TMHC>も、テキサス州オースティンやアリゾナ州フェニックスなどの人気市場で購入希望者向けの抽選会を実施している。最上級の住宅用地はオークションで5万ドル上乗せした価格で取引されている。

住宅建設会社株は驚くほどの需要、超低金利の住宅ローン、恐ろしいほどの建設の遅れを反映し、年初来で37%上昇している。7月に市場に出た新築物件数は3万4000棟にすぎず、1973年

以降の7月の平均新築物件数8万7300棟を大幅に下回った。投資銀行BTIGのアナリスト、カール・ライカート氏によると、購入競争が加熱して歩道にパラソルとバーベキューを設置し、野宿をして新築物件の列の最初に並ぼうとする購入希望者もいるという。

まだバリュート投資先が残っているとすれば、それはテイラー・モリソンかもしれない。同社の株価は年初来で10%しか上昇しておらず、過去3年間の上昇率は業界平均の97%の半分未満だ。株価純資産倍率（PBR）は業界平均が1.8倍だが、同社は約1倍。直近の同社株価は28ドル。2022年度予想利益に対する株価収益率（PER）は4.3倍であり、同業他社比で30%割安だ。

これは割安過ぎるように見える。テイラー・モリソンは利益率が最も高い建設会社ではないが、利益率の向上策を実施している。住宅販売の粗利益率を2021年の20%から2022年は22%に引き上げると約束しており、自己資本利益率（ROE）を現在の10%台後半から20%に引き上げることを目指している。建設費を削減するため、間取りプランの合理化も行っている。また、未開発地や開発中の建設用地を含め、7万6000棟分の住宅用地を押さえている。住宅販売を計画するコミュニティは2021年は330カ所だったが、2022年は400カ所に増加する。

順調な業容の拡大

Taylor Morrison Home (TMHC / NYSE)



Source: FactSet

テイラー・モリソンは米国第5位の住宅建設会社。人口が順調に増加する西海岸市場と南部サンベルト市場に注力している。2007年から最高経営責任者（CEO）を務めるシェリル・パーマー氏の下、2018年のAVホームズ、2020年のウィリアム・リヨン・ホームズを含め、過去7年間で住宅建設会社を5社買収した。買収によって地理的に販路を拡大するとともに、初回購入者向け、住み替え購入者向け、「アクティブシニア」向け（通常55歳以上の年齢制限がある）などの品揃えも充実させた。

4～6月期の平均引き渡し価格は50万3000ドルに達し、前年同期の45万8000ドルから上昇。4～6月期に売約済となった引き渡し未完了の物件の平均価格は59万7000ドルとなっている。受注残は増加を続け、6月には1万0228棟に達した。

パーマー氏は、需要が今年春の「熱狂的」な状況から落ち着きを取り戻しているが、販売は年末まで堅調に推移すると予想する。最大の課題は労働力と建材の確保だ。木材価格は春以降急落したものの、引き続き高止まり。窓の納品に要するリードタイムは2倍以上で、ガレージドアから床材まで、全ての品目で納品が遅れている。建材の調達努力について、パーマー氏は「両手でモグラ叩きをしている感じだ」と言う。

今年度の引き渡しは前年実績比18%増の1万4500～1万5000棟を目指す。コンセンサス予想では、来年度の成長率は1%に減速し、契約済の受注残はわずかながら減少する見込みだ。しかし、住宅価格が上昇を続け、利益率向上の努力を行っている状況を踏まえると、利益は増加するはずだ。アナリストのコンセンサス予想では、今年度の1株当たり利益（EPS）は5.13ドル、来年度は6.60ドル。

株価割安の要因

Taylor Morrison Home / TMHC

Home builder

Headquarters:	Scottsdale, AZ
Recent Price:	\$28.15
YTD Change:	9.7%
Market Value (bil):	\$3.5
2022E Sales (bil):	\$8.5
2022E Net Income (mil):	\$847
2022E EPS:	\$6.60
2022E P/E:	4.3
Dividend Yield:	None

E=estimate

Source: Bloomberg

同社の株価がこれほど割安に見えるのはなぜだろうか。投資家が懸念しているのは、住宅建設業界のけん引力となっている低金利、就労者数の急増、および準郊外への移住が長くは続かないことだ。住宅価格の急騰により、初回購入者の購入は困難になりつつある。

投資家はテイラー・モリソンがさらに買収を行うことを警戒している可能性もある。ライカート氏によれば、建設業者は高い買い物

をし、土地の過大な評価額に対する会計上の損失で打撃を受けることが多い。パーマー氏は、ウィリアム・リヨン・ホームズ買収の「相乗効果」は今後数カ月で現れ始めるとした上で、新たな買収に動く「計画はない」と語る。

投資家はテイラー・モリソンの利益率目標について懐疑的になっているのかもしれない。ライカート氏は、同社は支配的な地域やニッチ製品がなく、大手業者のような購買力も欠いた「トゥイナー（中間志向派）」だと指摘。「利益率の改善は地域市場のシェアに左右されるが、大手にはそれがない」と述べる。これに対しパーマー氏は、テイラー・モリソンは多くの市場で上位5社に入る住宅建設業者で、22%の利益率目標の達成については「大きな自信」があると反論する。

住宅建設会社専門の株式投資調査会社ハウジング・リサーチ・センターのアレックス・バロン社長は、テイラー・モリソンの1株当たり純資産額が現在の27ドルから来年にかけて31ドルに増加すると推定。1株当たり5ドルののれん（無形固定資産）を除けば、1株当たりの清算価値は26ドルとなり、株価は強気シナリオを採用し、45ドルになるとみる。「下値余地も上値余地も、他の住宅建設会社と比較して非常に魅力的だ」と言う。

証券会社ウェドブッシュ・セキュリティーズのジェイ・マッキャンレス氏は、テイラー・モリソンのEPSが2022年に6.58ドルに達するとみている。同社のPERが同業他社並みの6倍に達したとしても、株価は39ドルにしかならず、マッキャンレス氏の予想株価の46ドルを下回るが、「テイラー・モリソンには潜在的な収益力と価格決定力がある」と主張する。同氏が正しければ、投資家は当たりくじを手にすることになるだろう。

By Daren Fonda
(Source: Dow Jones)

4. 市場のルール、米同時テロで変わらず

[フィーチャー]

The World Was Upended By 9/11—but the Rules of Wall Street Held Steady
事件から20年、世界に大打撃も

NY証券取引所、史上最長の取引停止



David Butow/Corbis/Getty Images

ワールド・トレード・センターが倒壊したのは火曜日のことだった。6日後、グラウンド・ゼロから数ブロック南に位置するニューヨーク証券取引所に人々の関心は移っていた。

本誌のアンドリュー・バリー記者は、米同時多発テロ後の2001年9月17日付の本誌コラムで「世界中が月曜朝の米国市場に注目している」と報じた。米市場は火曜日から金曜日まで取引をやめ、第1次世界大戦以来最も長い停止期間となった。欧州やアジアの市場は開き、株価が急落していた。米国でも同じよう

な展開になるのだろうか。

事件はマンハッタンの摩天楼から世界の政治秩序、資産価格まで全てを変えた。テロが発生した日の朝の真実は午後には通用しなくなっていた。あるのは、新しい現実だった。

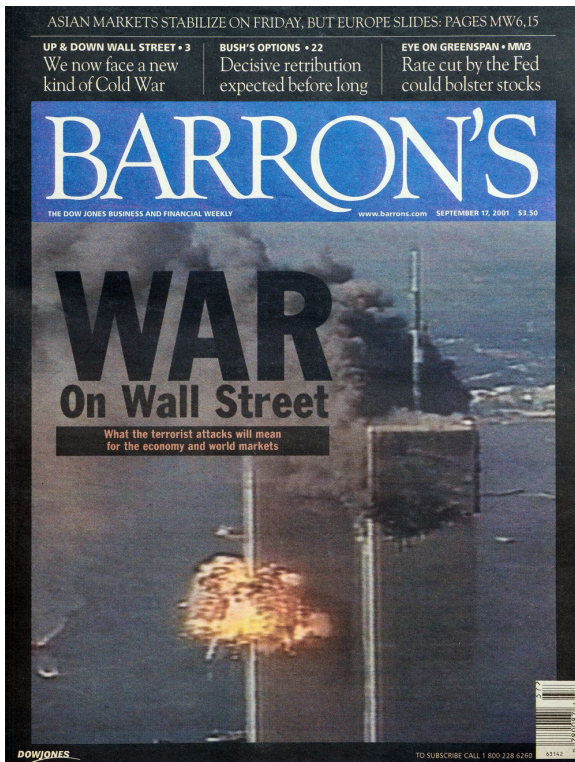
「マーケットは不安定になるだろう」と本誌は警告した。事実、9月17日のダウ工業株30種平均（NYダウ）は当時の記録となる684.8ドル下落し、14.3%安でその週を終えた。S&P500指数は11.6%下落し、ナスダック総合指数は16.1%安となった。

もっとも、パニックに陥る必要はないと考える理由もあった。本誌のジョナサン・R・レイング記者は同じ号で「戦争の勃発や暗殺、テロなどの大事件後も、株価は総じて回復した」とつづっている。レイング記者は1940年のナチス・ドイツのフランス侵攻から、真珠湾攻撃、ケネディ大統領暗殺、湾岸戦争まで28種類の危機の影響を調べたネッド・デービッド・リサーチのデータをもとに、「通常、わずか3カ月で事件による損失はほぼ全額埋め合わされ、6カ月後には元の価格を大幅に上回っている」と伝えた。そして、同時テロでもそうだった。

事件から3カ月、株価は回復しその後も上昇

9月10日に9605ドル51セントで引けたNYダウは、9月21日に8235ドル81セントで底を打ち、12月11日には9888ドル37セント、翌年3月11日には1万0611ドル24セントまで上昇した。次の危機を迎える直前の2007年には1万4000ドルを超えていた。

1930年代になかったものが2001年の投資家にはあった。金融危機に対抗する手段を備え、強力で独立した米連邦準備制度理事会（FRB）だ。本誌のランドル・フォーサイス記者は9月17日付のコラムで、「米連邦公開市場委員会（FOMC）は速やかにフェデラルファンド（FF）金利を0.5%引き下げて3%とし、最終的に1%まで引き下げた後、2004年に方針を変更するだろう」と正確に予想した。FRBは市場の機能不全を抑え込むべく、流動性を供給し続けた。



当時、ノーザン・トラストのポール・カスリエル氏をはじめ多くの人々は、「FRBの対策がもたらすのはインフレ高進だ」と考えていた。実際には、FRBの迅速な対応は2007年の金融危機後に訪れる金融緩和と低成長というニュー・ノーマル（新常态）の前触れとなった。

莫大（ばくだい）な経済損失が発生したことは間違いない。航空業界は最も大きな打撃を受けたセクターの一つだ。航空会社は運航停止に陥り、安全性のため抜本的な改革を求められ、その後長年にわたる需要の低迷に直面した。本誌は、UBSウォーバークのサミュエル・バットリック氏の言葉を引用し、「2001年の航空業界の純損失額は予想の23億ドルをはるかに上回る44億ドルになるだろう」と伝えている。実際はそれどころではなかった。政府による巨額の救済措置にもかかわらず、航空業界は約80億ドルの損失を計上。続く10年間、航空会社には倒産の波が

押し寄せることとなった。

9月11日にロンドンで5.4%値上がりした金価格について、本誌は17日付で「価格上昇は続かず、反射的な上昇にすぎない」と予想。しかし、金は9月11日時点の1オンス＝286ドルから、2011年に1900ドルに達する急上昇の道のりが始まったところだった。

低迷している経済が同時テロで完全なリセッションに陥ると考える人々もいた。本誌の経済担当編集者ジーン・エプスタインは「瓦礫（がれき）の中から立ち上がるため巨額の資金が費やされ、むしろ景気回復に拍車を掛けるだろう」と予測。事件から20年が経過し、経済的・物理的な被害はおおむね回復・修復している。

新たな脅威には備えが必要

金融に関する多くの予想が的中した一方、米国がその後アフガニスタンで20年にわたる戦争を展開し、今年8月に流血の撤収で幕を閉じることは誰にも想像できなかった。ジョンズ・ホプキンス大学の外交政策専門家トム・キーニー氏は、精度の高い反撃を予想し、「カブールを占領したり、アフガニスタンを取り締まったりすることはないが、米国が一時的に領土の一部を占領することはあり得る」と語っていた。当時ドイツ銀行に在籍していたストラテジストのエド・ヤルデニ氏は、米国と同盟国による「断固たる軍事行動」が市場を活性化すると予想した。

「新たな脅威から身を守るには、絶え間ない警戒が必要だ」というフォーサイス記者の言葉が最も真実に近いのだろう。

By Kenneth G. Pringle
(Source: Dow Jones)

5. 株高は止まらない Nothing Can Take the Stock Market Off Its Record Run 米雇用統計、都合よく解釈

[米国株式市場]

株価上昇が続く



NYSE

9月になると、新しい学用品や新しい投資アイデアが出てくるが、ウォール街は現在、同じことの繰り返しを期待している。それは悪いことではないかもしれないからだ。

S&P500指数は年初から20.7%上昇したため、年末まで残り4カ月もそうした急速なペースで上昇が続くと予想する人はウォール街にほとんどいない。ただ一方、世界各地で何が起ころうと、株高が続くことを疑う理由はほとんどない。

ハリケーン「アイダ」は先週1週間、東海岸に爪痕を残した。多くの人が家を失い、停電の中で暮らしている人もいる。しかし、株価は最高値を更新した。

3日に米労働省が発表した8月の雇用統計は、非農業部門の就業者数が23万5000人の増加にとどまり、エコノミスト予想の75万人を大きく下回った。S&P500指数はわずかに下落。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は0.2%安となったが、ナスダック総合指数は0.2%上昇した。週間ではNYダウが0.2%安の3万5369ドル9セントで引け、S&P500指数は0.6%高の4535.43、ナスダック総合指数は1.5%高の1万5363.52となった。小型株のラッセル2000指数は0.7%高の2292.05で週末を迎えた。

様子見姿勢

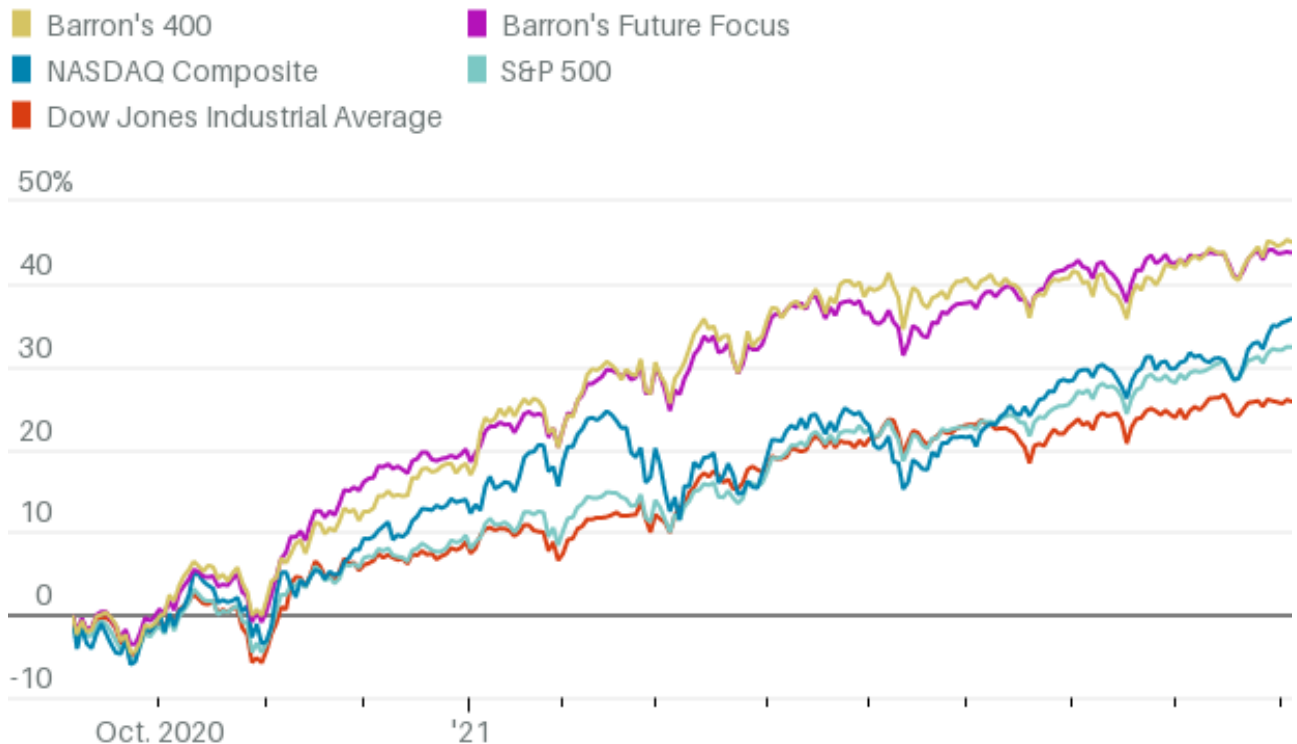
予想を下回る雇用者数の伸びに関し、ウォール街は経済成長の鈍化見通しにおびえるのではなく、新型コロナウイルスの変異株「デルタ株」が経済活動に与える影響を懸念する裏付けとして受け取ったようだ。米国内の一部地域でデルタ株の感染者数がピークに達したか、それに近い状況にある兆候が見られるほか、連邦準備制度理事会（FRB）が量的緩和策の縮小を早期に開始する公算が小さくなったため、市場は雇用統計をほぼ無風で通過した。

CIBCプライベート・ウェルス・マネジメントのデーブ・ドナベディアン最高投資責任者（CIO）は、今回の雇用統計で「変動の大きな指標の振幅が示された」と本誌に語り、4月も同様に市場予想を下回ったが、その後雇用状況の回復が見られたと指摘した。

資金をどこに振り向けるかについては、今後難易度が上がる可能性はあるものの、これまでのやり方をやめる理由はほとんどない。ドナベディアン氏は「年末にはS&P500指数はわずかに上昇していると思われるが、市場全体のボラティリティーは上昇するだろう」と述べる。

ベアードでマーケットストラテジストを務めるマイケル・アントネリ氏によると、今のところ投資家

Market Snapshot



は状況に満足しており、顧客は「これから何をすべきかについてはいつになく落ち着いている」という。短期的に同氏が注目するのは9、10月の雇用統計。失業手当の上乗せ分がなくなり、学校がパンデミック対応の「ニュー・ノーマル」を迎えて仕事に復帰する親が増えるため、雇用者数の増加がより多くなるはずだという。

注目セクター

アントネリ氏は、このまま手をこまねいているだけでは満足できない投資家のため、じっくりと見る価値のあるセクターがあると言う。一般消費財は、2022年に経済が正常な状態に戻った時に勢いがさらに増す可能性のあるセクターの一つだ。また、パンデミック後の世界でも在宅勤務の世界と同じような重要性が明らかになったため、ソフトウェア企業を中心としたハイテク業界にも選別を強めて注目する理由がある。もっとも、これらのセクターが2020年後半以降と同じような急騰を見せるとは誰も考えていないだろう。

アントネリ氏は住宅関連銘柄も引き続き選好している。ミレニアル世代は低金利の時期と住宅購入のピークが重なっており、この傾向は今後も続くと思われる。「パンデミック巣ごもり」に関連した支出は終わったようだが、最近の暴風雨を受けて人々が家を守るための最善の方法を考えるようになっている可能性があり、住宅関連の他の銘柄に恩恵があるかもしれない。

By Carleton Englishn
(Source: Dow Jones)

6. 「株式バブル」にご用心

[コラム]

Is the Stock Market in a Bubble? Don't Bet on It.
解釈割れる米雇用統計

どっちつかず



Paul Hennessy/SOPA Images/LightRocket/Getty Images

8月の米雇用統計の数値は極めて失望的だった。非農業部門就業者数は23万5000人の増加にとどまり、コンセンサス予想の75万人増を大きく下振れ。最低の予想の40万人すら下回った。一見した限り、経済成長は減速しており、雇用市場は停滞しており、経済は十分な速度で回復していない。

しかし詳細に見てみると、全てが見かけ通りではない。時間当たり賃金の前月比0.6%上昇は上昇傾向の維持を示しており、6月および7月の非農業部門就業者数の増加幅の上方修正（それぞれ、97万6000人と110万人へ）は数字が見かけ

ほどには悪くない可能性を、またレジャーおよび宿泊分野の就業者数が増加していないことは新型コロナウイルスの変異株「デルタ株」がやや問題視されていることを、それぞれ示唆している。

統計が発表された3日が終わるころには市場への大した影響もなかったもようで、S&P500指数は1.52ポイント下落して4535で週を終えた。とはいえ、雇用統計は今後待ち受けるトラブルの兆しか、心配すべきことがない兆候かの間で宙に浮いた格好となった。別の言い方をすると、今回の数字は米連邦準備制度理事会（FRB）にとって量的緩和縮小（テーパリング）の開始を慎重にさせる理由になるか、あるいはテーパリングを可能な限り速やかに始めるべき兆候なのか、ということだ。ヘッジファンド調査会社のヘッジアイのキース・マカルー氏は「人々は自らのシナリオに都合のいいようにデータを解釈する」と語る。

では、どちらのシナリオが実現するのか。最近では選択が不可能とも感じられ、そのせいか、モルガン・スタンレーのストラテジストであるマイク・ウィルソン氏は先週のレポートで二つの相反する見解を示した。一つは、FRBが今後のデータ、特にインフレ率やデルタ株感染者数の潜在的なピークを見てテーパリングのタイミングを決定するというシナリオだ。ウィルソン氏は、FRBがテーパリングを冬までに開始する可能性があり、開始されれば金利は上昇し、株式のバリュエーションは低下し、市場は10%下落するだろうが、金融株は恩恵を受ける可能性があると考えている。

もう一つのシナリオでは、消費者信頼感の低下と、多くの需要が前倒しされてきたことから、経済成長の減速が差し迫っている可能性がある。経済成長率が予想を大幅に下回った場合は、市場がついに調整し、ヘルスケアと生活必需品銘柄がアウトパフォームするだろう。

株価調整の可能性

ウィルソン氏はレポートで、「結論として、この秋には、S&P500指数が10%以上の調整となってサイクル中期の移行が終了すると引き続き予想しているが、どちらのシナリオになるかによって市場を主導する銘柄は変わってくる。そのため、起こる可能性が同程度に高いとみられる二つのシナリオに参加し、ディフェンシブな質の高い銘柄と金融セクターの両方に投資するバーベル型アプローチを推奨する」と書いた。

ウィルソン氏が描く二つのシナリオは、いつ起きてもおかしくない株価調整という同じ結果で終わっている。株式市場は既に調整しているべきだというシナリオは、市場のノンストップの上昇に感嘆している投資家によって吹聴されてきた。S&P500指数は8月に2.9%上昇し、1950年以降でわずか15回目となる7カ月連続の上昇となった。また、今年は5%超の下落が発生せずに経過しており、トゥルーイスト・アドバイザー・サービスのチーフ市場ストラテジストであるキース・レナー氏によると、1980年以来では1995年と2017年の2回しか過去にない。

確実なことはほとんどなく、市場が下落するという理由には事欠かない。市場の上昇は長く続き過ぎ、市場は割高過ぎ、FRBは市場のパフォーマンスをゆがめている。

データトレックのニコラス・コラス氏は、市場が下落する理由として、市場の季節性から地政学的理由、新型コロナウイルスのまん延が非常に深刻なために新たなロックダウン（都市封鎖）が必要になることなどを挙げている。同氏はさらに、パンデミック（世界的大流行）の予想より早い収束などといった現実世界で恩恵となる理由も挙げているが、それは株式市場にとって必ずしも恩恵とはならない。コラス氏は「このリストは、全てを売るための警告ではなく、悪い方向に転じる可能性のある要素を全て列挙したものである」と書いている。

悪い方向になる可能性があることは、確実に悪くなるということではない。それは、市場で奇妙な力が働いているためになおさら当てはまる。JPモルガンのストラテジストであるニコラオス・パニガーゾグロー氏は、株価上昇の大半を、下がるたびに必ず買う個人投資家によるものだと考えている。しかしその結果、年金基金のようなプロの投資家にとって株式は居心地の悪い水準へ押し上げられた。プロの投資家は、株式投資を増やすのではなく、適切な資産配分を維持するために債券に投資している。そして、彼らは時が来れば、株式と恐らく債券も売るだろうと、パニガーゾグロー氏は付け加える。

とはいえ、ノンバンクの投資家による株式への配分がリーマン・ショック後で最高水準に近いにもかかわらず、パニガーゾグロー氏は調整を予想していない。「個人投資家による株式投資の大幅な減速が起これなければ、株式が調整するリスクは引き続き低い。FRBの今後の金融政策変更が株式に対する個人投資家の姿勢を変えるか否かは分からない」と書いている。

誤解しないでほしい。永遠に上昇できる市場はなく、調整したとしても単に上昇の中休みとなる可能性もある。筆者は2020年末の本コラムにおいて、株式市場がバブルか否かを検討し、特別買収目的会社（SPAC）の増加、新規株式公開（IPO）ブーム、グロース株の株価の放物線の上昇にもかかわらず、バブルではないと結論付けた。現在は、それほど確信がない。しかし、調整を予想するには問題もある。S&P500指数は2021年に3%以上の下落が4回あったが、どの場合もその後に上昇を再開した。4回の底で株式を売っていれば、その後の大幅な上昇を捉えられなかったことを意味する。筆者は、株

式売却の完璧なタイミングを図るのではなく、市場に耳を傾けたいが、市場は調整の兆しをまだ示していない。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

7. ハイブリッド教育、定着するか Hybrid Learning Might Be Here to Stay 市場注目の有力企業

[フィーチャー]

パンデミックで普及したオンライン教育の担い手



Dreamstime

新学期が始まったが、パンデミック（世界的大流行）により一部の学生が後れを取っている。高校生の子どもが二次方程式の解き方について助けを求めても、慌てる必要はない。自ら知識を探究することの重要性を説きつつ、クレジットカードを出してオンライン家庭教師サービスに登録すれば良いのだ。月額20ドルほどで高校と大学で学習した内容が全て記憶から消え去っていることを認めずにすむだろう。

難しいのは、教育テクノロジーに株式投資をすべきかだ。業界支出や新規上場数は急増し、株価も上昇している。パンデミックの一時的な現象か、ハイブリッド学習（時間の決まった授業

といつでも学習できるオンライン環境の併用）への長期的な移行の始まりなのかはもうすぐ判明するだろう。恩恵を受ける企業には、チェグ<CHGG>や2U<TWOU>のように数年前に上場した企業もあれば、デュオリング<DUOL>やパワースクール・ホールディングス<PWSC>のように業界支出の急増に伴って最近新規上場した企業もある。また、投資家が株式公開の見通しを注視しているユーデミーのような未上場企業もある。

急成長を遂げる勝ち組チェグ

チェグは奨学金やインターンシップを探すためのアイオワ州立大学の掲示板サービスにルーツがある。「ニワトリ（chicken）が先か卵（egg）が先か」という表現にちなんだ社名は、就職するには経験が必要であり、経験を積むには仕事が必要だと感じている近年の卒業生の思いを汲んでいる。動画配信大手のネットフリックス<NFLX>がストリーミングを開始したのと同時期に教科書レンタルに重点を移したが、現在では収益の大半を学習支援から上げている。手書きの数学の問題の写真を撮れば、それを解くための段階的な手順を表示してくれるアプリサービスなどがある。

チェグのダン・ローゼンスワイグ最高経営責任者（CEO）は「学費以外で学生が中退してしまう最大の理由は、行き詰ったときに打開するのを助けてくれる人がいないことだ。それをやるのがわれわれだ」と述べる。

チェグは、グーグル検索や口コミを通じて新規顧客を獲得し、データベースで回答された6700万件の質問のどれかに学生を誘導する。同社のサービス部門の売上高成長率はパンデミック前の2019年は31%だったが、昨年は57%と急上昇した。BMOキャピタルマーケットで教育テクノロジーをカバーするジェフ・シルバー氏は理由の一つに、大学生が自宅学習に切り替えた際にキャンパスで受けられるサポートを失ったことを挙げる。一部の学生は学内で非公式に共有されていたアカウントへのアクセスも失った。

セキュリティ対策の強化でパスワード共有も減っている。チェグの成長が失速しているとしても、まだ前四半期の数字に表れておらず、サービス部門の売上高成長率は38%と、パンデミック前の水準を上回っている。ローゼンスワイグCEOは「チェグはパンデミック銘柄と誤解されているように思うが、われわれのやっていることは、人が物理的にどこにいるかに依存しない。人が助けを必要としているかどうかには依存する」と述べる。

チェグを担当するアナリスト18人中16人ほどが買い推奨としているが、株価は2019年末から2倍以上となり、時価総額は120億ドルと割高感がある。フリーキャッシュフローは今年2億ドル近く、今後2年間で3億ドルに達するとみられている。BMOのシルバー氏はチェグを勝ち組と見なしているが、昨年の5月に株価が約64ドルになった際、バリュエーションが高過ぎるのを理由に投資判断を引き下げた。株価は90ドルで年末を迎え、今年は年初来数ドル下がっている。

実践的スキルを重視

シルバー氏が特に好む銘柄の一つは2Uだ。ハーバード、エール、スタンフォードを含む80以上の大学と提携し、短期講座や、特定の市場価値のあるスキルに焦点を当てたブートキャンプと呼ばれるコースの資料を中心にオンラインで提供している。同氏は「2、3カ月で以前には就けなかったような仕事に就くことができるような内容だ」と述べる。時価総額は28億ドル、今年は22%の売上高成長が見込まれているが、まだ黒字のフリーキャッシュフローを安定的に生み出していない。

もう1社はストライド<LRN>だ。昨年社名をK12から変更し、公立学校をオンラインで運営している。時価総額は14億ドルで、今後2年間の売上高の伸びはほとんど見込まれず、フリーキャッシュフローは年間約1億5000万ドル程度。シルバー氏によると、同社が職業スキルを習得するための短期コースに参入することで、成長が加速する可能性があるという。

ローゼンスワイグ氏は、チェグのCEOに就く前にビデオゲームシリーズの「ギター・ヒーロー」を運営していた。著名アーティストのテイラー・スウィフト、エミネム、ジェイ・Zと提携契約した際、小売店のウォルマートから後者2人に対して歌詞を健全な内容に修正するよう指示してほしいと言われたという。「消費者が求めることと関係ない、棚のスペースを確保するために企業の管理部門が求めることに従わなければならないのなら、私は成功できない」と語る同氏は、代わりにアマゾン・ドット・コム<AMZN>を通じてゲームを販売した。そのエピソードは、チェグでも教育機関ではなく学生と直接取引するという決定に影響を与えている。

ローゼンスワイグ氏は大学に関して多くの苦言がある。高校生の半数は大学に進学せず、進学する半数のうち43%は学位を取得できないという。そして、学位取得者の多くは卒業まで6年かかり、低賃金の仕事に就き、多額の借金を抱えることになる。同氏は、教授が教える量を増やし、研究の量を減ら

すべきだと主張。「カリフォルニア州で115のコミュニティカレッジが同じ科目をオンラインで教えようとしているのはなぜか。優れた点を集めて一つにするべきではないか」と話す。

大学の無料化をめぐる議論については、ローゼンスワイグ氏は無料のものなど存在しないという考えだ。「企業が負担するべきだと強く信じている。われわれこそ教育の受益者だからだ」と述べる。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

8. FRB、雇用統計で窮地 A Weak Jobs Report Puts the Fed in a Bind as It Stares at Stagflation スタグフレーションに現実味

[米国経済]

非農業部門就業者数の大幅な減少



Scott Olson/Getty Images

右肩上がりの株式市場にとって、3日発表された非農業部門就業者の急減速は、表向きには良いニュースだ。米連邦準備制度理事会（FRB）による量的緩和策の縮小（テーパリング）がほぼ確実に延期されることを意味するからで、それによって投資家は低利の資金を長期間享受できるからだ。しかし、8月の雇用統計を詳しく見れば、警戒すべき状況と政策上の苦境が深まったことが分かる。

政策担当者やエコノミストは「スタグフレーション」という言葉を使いたがらない。使うと、

1970年代の空前の物価高、空回りする経済成長、高い失業率、弱い株式市場といったイメージを連想させるからだ。パウエルFRB議長やウォール街のエコノミストの多くは、インフレ率の上昇は一過性のものだと考えている。雇用の著しい減速も同様に、あくまで新型コロナウイルスの感染拡大や入院率の上昇が背景で、一時的なものだと考えられている。これを「スタグフレーション」と呼ぶのは誇張だという。

理由はどうであれ、物価が上がり続け、経済成長が本当に停滞しているとしたら、どうだろうか。あるいは、理由があるからこそ「スタグフレーション」と考えるのかもしれない。コロナのパンデミック（世界的大流行）自体が一時的でないとしたら、投資家は物価上昇圧力が後退し、経済成長が持続すると期待し続けるだろうか。

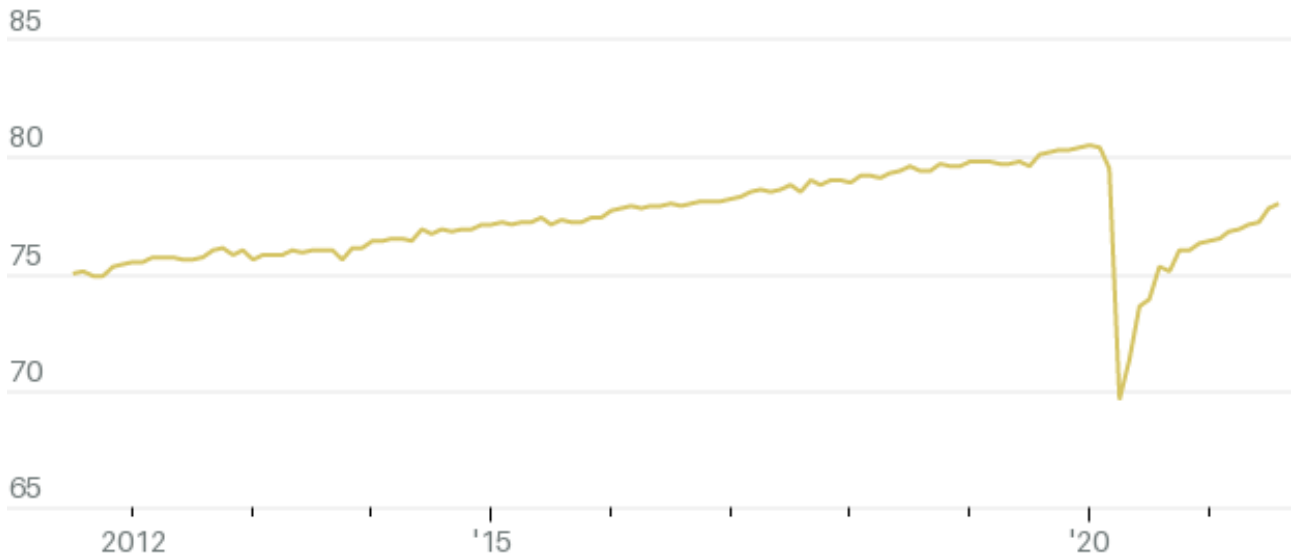
非農業部門の就業者が23万5000人増とウォール街の予想を50万人も下回る悲惨な結果となったことで、FRBはテーパリング開始に時間的余裕ができたように見えるが、このハト派的な見方は、雇用統計の詳細を見ることで変わってくる。

労働参加率と賃金の動向に注目

Not Prime Time

The prime age employment-to-population ratio remains far below prepandemic levels.

Share of Prime Age Population with a Job



Note: Data are seasonally adjusted

Source: Federal Reserve Bank of St. Louis

ここでは二つの事実に注目したい。まず、8月の労働参加率は7月から横ばいで61.7%と、パンデミック前の63.3%（既に歴史的な低水準）を大きく下回っている。エコノミストは、増額された失業手当の支給期限が迫っていることから、約1100万人の失業者のうち、わずかながらも労働参加率は増加すると予想していた。9月初旬には週300ドルの追加給付がなくなるため、少なくとも一部の失業者は仕事を探し始め、給与計算には含まれないまでも労働力としてカウントされるだろうと考えられていたのだ。次に、8月の賃金が予想外に再び上昇した。これらを総合すると、たとえ物価上昇の問題が供給サイドに起因して成長を抑制しているとしても、スタグフレーションが既に到来している可能性があるようにも見える。

雇用統計の別の読み方としては、問題ないとするものもある。3カ月間の平均値を見ると雇用は依然堅調で、9月は労働者が戻ってくる時期だとエコノミストは言う。しかし、9月の雇用統計も万能薬にはならないだろう。パンテオン・マクロエコノミクスのチーフエコノミスト、イアン・シェパードソン氏は「9月も弱くなる可能性が高く、10月にしっかりとした回復があるかどうか不安になってきた」と言う。

ブリークリー・アドバイザリー・グループのピーター・ブックバー最高投資責任者（CIO）は、1970年代の特徴の一つとして、雇用者にとって最大のコストである賃金と消費者物価全体が互いに上昇圧力となるコストプッシュ型のインフレがあったと指摘。8月の平均時給が前月比で0.6%上昇、前年同月比では4.3%上昇となったことや、2日に発表された全米独立企業連盟（NFIB）の中小企業に関する報告書のコメントなどから「賃金と消費者物価のスパイラルの火種が見え始めている」と述べる。

NFIBのチーフエコノミスト、ビル・ダンケルバーグ氏は「経営者は労働者を確保するために報酬を引

き上げており、そのコストは商品やサービスの価格上昇を通じて消費者に転嫁され、インフレ圧力となっている」と言う。驚くことに、中小企業の経営者の50%が「人手が足りない」と答えており、これは48年の歴史ある調査で過去最高となったと同氏は述べている。

重要なのは、FRBや多くのエコノミストが予測していた通り、物価上昇は鈍化していないということであり、理由が何であれ新規雇用の減少は、経済成長や企業業績の伸長、そして株式市場の上昇を脅かすということだ。

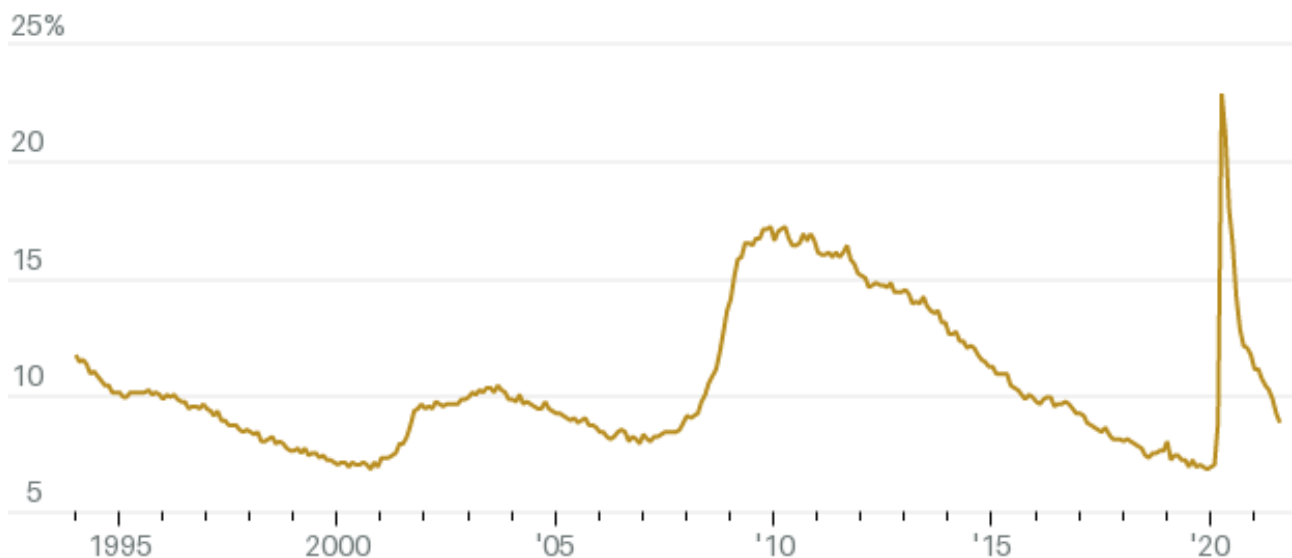
ブックバー氏は「失業率が5.2%と、パンデミック前の過去50年で最も低い水準である3.5%を上回っているとはいえ、過去30年間の平均値を大きく下回っている」と指摘しつつ、「経済が対処できることの限界を超えつつある。FRBの考え方の誤りは、（労働市場に対する）『実質的なさらなる進展』の定義が、新型コロナウイルス感染拡大前の世界に基づいていることだ。そのような世界はもう存在しない」と言う。

投資家が注意すべきこと

Not There Yet

While the U-6 unemployment rate is falling quickly, the broad measure that includes discouraged workers and part-timers who want full-time work remains elevated.

U-6 Unemployment Rate



Note: Data are seasonally adjusted

Source: Federal Reserve Bank of St. Louis

エコノミストは既に国内総生産（GDP）成長率の予想を引き下げ始めている。8月の雇用統計を受け、オックスフォード・エコノミクスは第3四半期の実質GDP成長率見通しを6.5%からわずかに2.7%に下方修正。モルガン・スタンレーは2日に同予想を6.5%から2.9%に引き下げた。

インフレが進み、成長が鈍化し、FRBが窮地に立たされている現在、投資家は何をすべきか。BOKファイナンシャルのチーフ・インベストメント・ストラテジスト、スティーブ・ワイエット氏は、米国債をアンダーウエート、株式をオーバーウエートとしているが、米株式より欧州や日本、新興国市場

（中国を除く）を推奨し、グロース株より大型バリュー株に上昇余地があると考えている。

ブックバー氏は、顧客のポートフォリオはインフレ対策に傾注しているとも言う。貴金属やエネルギー農産物などのコモディティー、株式に注力しているということだ。ワイエット氏同様、米国内より海外を重視し、日本、シンガポール、韓国を推奨している。

重要なのは、投資家がスタグフレーションの影響と割高なバリュエーションを見極めることだ。何かの答えを示してくれるかもしれないが、それは恐らくFRBではないだろう。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

9. ハイテクIPO市場、復調へ

[ハイテク]

Fintech, Software, and Apps: IPOs Are About to Rev Back Up
フィンテック企業など「目白押し」

IPOは9月と10月に再び活発化する見込み



Cyrus McCrimmon/Denver Post via Getty Images

8月は10件と低調だったハイテク株の新規株式公開（IPO）が、近く再び勢いを取り戻す見通しだ。

主にスタートアップに投資するプライベートエクイティ（PE）ファンド、ジェネラル・アトランティックの業務執行パートナーで資本市場責任者のジャスティン・コッツィン氏は、9月6日のレーバーデー後の上場を目指す「新規案件が目白押し」だと考えており、「未上場で質の高い成長企業数は今後も高水準を維持する」と語る。

中小型株および大型株のIPOに投資するフェデレーテッド・エルメスが運用するカウフマン・ファンドで市場ストラテジストを務めるジョーダン・スチュアート氏も同じ意見。「状況がやや正常化する今年9月と10月に多くの企業がIPOを果たす」とみている。

9月にIPOを予定している企業には、レストラン向けソフトウェア企業のトースト、スニーカー会社のオン・ホールディング、ドライブスルー型コーヒー店を展開するダッチ・ブロス・コーヒー、投資ファンドのオーセンティック・ブランズ・グループ、スポーツ賭博運営事業者のスポーツレーダー・グループなどがある。

一方、流行の眼鏡ブランドのワービー・パーカーのように、既存株主が直接市場で売却するダイレクトリスティングを通じて株式を公開する企業もある。今年に入ってダイレクトリスティングを利用して上場した企業には他に、オンラインゲーム・プラットフォームとゲーム制作システムを手掛けるロブックス<RBLX>、暗号資産（仮想通貨）取引所運営会社のコインベース・グローバル<COIN>

、ITソリューションプロバイダーのスクエアスペース<SQSP>、求人・転職ウェブサイト運営企業のジップリクルーター<ZIP>がある。

公表しないまま株式上場を申請した企業もある。ヨーグルト会社のチョバニと電気トラック開発のリアビアンはそれぞれ証券取引委員会（SEC）に株式公開申請書を提出済みで、いずれも年内に上場する見通しだ。

■ インスタカートやストライプなどの大型IPOが予想されている

まもなくIPO申請手続きを開始すると予想されるビッグネームが、食料品配達アプリのインスタカートだ。同社は今年3月、390億ドルの価値があると評価され、2億6500万ドルを調達した。IPOにより時価総額は500億ドルに跳ね上がる可能性がある。

さらに幾つかの有名なフィンテック企業が年内または2022年に上場する可能性がある。先月、250億ドルの価値があると評価され、7億5000万ドルを調達した無料モバイルバンキングプロバイダーのチャイム・ファイナンシャルなどだ。ウォーレン・バフェット氏率いる投資持株会社バークシャー・ハサウェイ<BRK.B>が支援するブラジルのデジタル銀行ニューバンクも、米国でIPOを申請中とみられる。

IPOが間近のフィンテック企業の中で、企業価値が最も高く評価されているのが決済処理ソフトウェア企業のストライプだ。同社のソフトウェアはグーグル、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>、アマゾンなどに採用されている。ストライプは直近の今年3月の資金調達ラウンドで950億ドルと評価された。

■ 中国企業とSPACの上場は下火に

ディールロジックによると、今年になってIPOを果たした企業は特別買収目的会社（SPAC）を含めて8月末時点で698社（調達額は約2263億ドル）となり、前年同期の189件（同752億ドル）の3倍を上回った。

ハイテク業界はIPOが最も活発なセクターの一つとなっており、今年上場した91社の時価総額の合計は554億ドル。今年のIPOの上位5社は、韓国のオンライン小売業者であるクーパン<CPNG>、中国の配車サービス企業であるディディ・グローバル（滴滴出行）<DIDI>、マッチングアプリのバンブル<BMBL>、証券取引アプリ運営企業のロビンフッド・マーケットツ<HOOD>、イスラエルのゲーム開発会社であるプレイティカ・ホールディング<PLTK>と、いずれもハイテク企業だ。

IPO市場で以前より影が薄くなる可能性があるのが中国企業。中国のウーバーと呼ばれるディディ・グローバルの場合、今年6月のIPOで44億ドルを調達したものの、中国当局の完全な承認を得ることなくIPO申請を進めたと報じられている。中国の規制当局は政治的影響を背景に、データ集約型ハイテク企業の米上場を禁じる新たな規則を提案している。

フェデレーテッド・エルメスのスチュアート氏は、規制強化を受けて中国のハイテク企業が米国での上場計画を一時的に停止する可能性があるものの、比較的規模の小さい企業は計画を前進させるかもしれないと指摘する。理由は「中国株に対する購入意欲は常にある」からだ。

SPACは2020年と2021年第1四半期の米国IPO市場の原動力だった。今年の698社のIPOのうち417社（約60%）をSPACが占めたが、その幾つかは破綻しているか、株価が下落している。しかも、SPACはSECの監視の対象となっている。このためSPACの勢いは衰えており、今後は株式上場手段として伝統的なIPOが利用されるだろう。

By Luisa Beltran
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 [経済関連スケジュール]

Why 2021 Is the Kind of Year to Banish the September Stock Blues 「株安の9月」に異変も

統計では年末までさらに上昇の可能性もあるが、さまざまなリスクも見えている



Illustration by Elias Stein

9月は株価が軟調になる傾向があることがよく知られている。だが、2021年のような年はその限りではないかもしれない。

1928年以降、S&P500指数の9月の月間リターンは平均マイナス0.99%と、次に低調な5月の平均マイナス0.11%よりはるかに低い。ただ、統計によると、年初来から好調だった年は9月にプラスのリターンが出る傾向がある。ファンドストラットによれば、1928年以降、S&P500指数が上半期に13%超上昇した年は、9月のリターン中央値はプラス1.4%だ。

1928年以降93年間、9月にS&P500指数が下落した割合は54%。一方、上半期にS&P500指数が上昇している場合、9月に上昇する割合は63%となる。今年上半期、同指数は14%上昇した。

年間についても同様のトレンドが当てはまる。ウェルズ・ファーゴのストラテジストは先日、S&P500指数の年末目標を引き上げ、現在の水

準から6%高い水準とした。1990年以降のデータを分析したところ、1月から8月までの上昇率が2桁となった場合、年末までにさらに8%上昇していた。

8月31日のS&P500指数の終値は4523で、年初来リターンは20.4%だ。だが、これから激しい変動の可能性があることに注意が必要だ。今年に入り、同指数は5%以上の下落を経験していない。新型コロナウイルスのデルタ変異株やインフレ、割高なバリュエーション、さらに法人税の引き上げ等のリスクが現れており、株価は容易に調整される可能性がある。ファンドストラットのリサーチヘッド、トム・

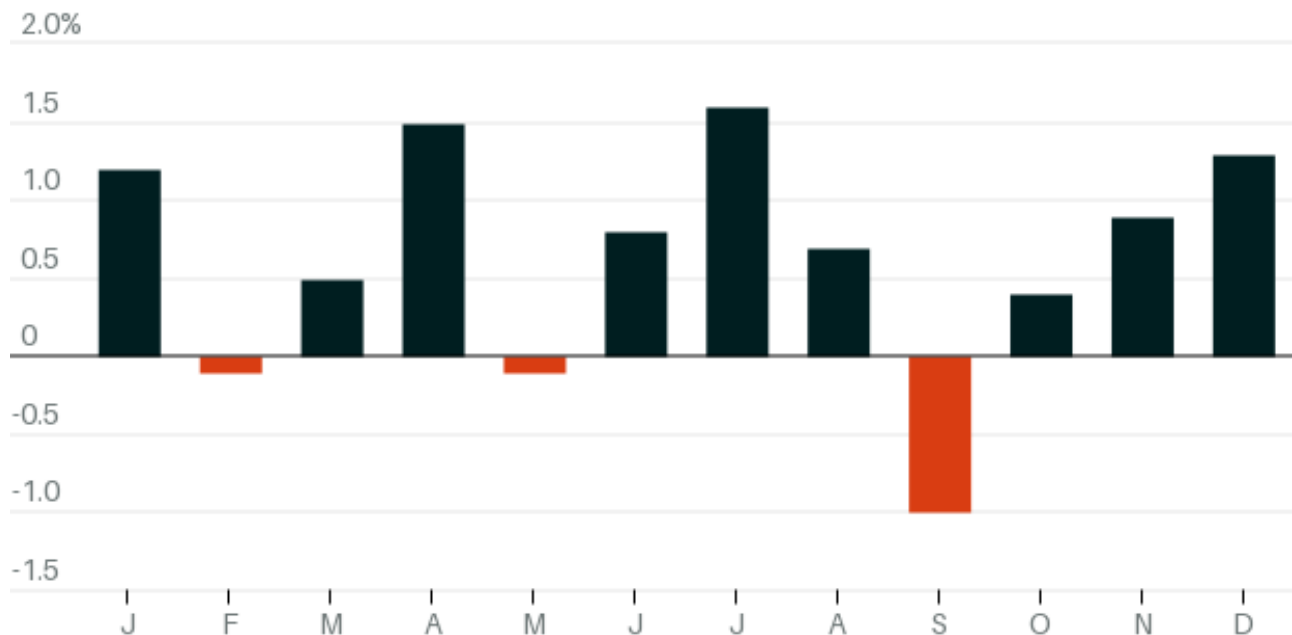
リー氏は「市場は“過熱状態”にあり、いつ下落してもおかしくない」と記している。下落するかもしれないが、9月が憂鬱（ゆううつ）な市場とならなくても、驚くことなかれ。

■ 今週の予定

Why They Call It Fall

Since 1928, September was the S&P 500's worst month by average by far, following higher-flying July and August.

S&P 500 Average Percent Change by Month, 1928 to 2021



Source: Yardeni Research

9月6日（月）

- ・ レーバーデーの祝日で米国の株式・債券市場は休場。

9月7日（火）

- ・ コンビニエンスストアのケーシーズ・ゼネラル・ストアーズ<CASY>、経営管理用ソフトウェアを手がけるクーパ・ソフトウェア<COUP>が決算発表。

9月8日（水）

- ・ インターネットオークション運営のコパート<CPRT>、ゲームソフト小売り大手ゲームストップ<GME>、スポーツウェアメーカーのルルレモン・アスレティカ<LULU>が四半期決算発表。
- ・ 半導体メーカーのアナログ・デバイセズ<ADI>がコンファレンスコールを開催し、資金の配分計画の説明および2021年度見通しのアップデートを行う。同社は先日、210億ドルで同業のマキシム・インテグレートッド・プロダクツの買収を完了している。
- ・ 決済処理サービス大手のグローバル・ペイメンツ<GPN>、自動車部品・セキュリティシステム大手のジョンソン・コントロールズ<JCI>、医療機器製造・ソフトウェア会社のレスメド<RMD>がバーチャルで投資家向け説明会を開催。
- ・ 7月の求人離職統計（JOLTS）発表。エコノミスト予想では、7月末時点の求人件数は1000万件。6

月月末時点の求人件数は1010万件と、4ヶ月連続で過去最高を記録している。

- ・米連邦準備制度理事会（FRB）が7月の消費者信用残高を発表。6月には377億ドル増と過去最大の伸び幅を記録し、残高は4兆3200億ドルとなった。第2四半期の同残高は、繰り延べ需要を反映して、季節調整済み年率換算で8.8%上昇した。

- ・米連邦準備制度理事会（FRB）が、2021年6回目となるベージュブック（地区連銀景況報告）を発表。ベージュブックとは、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。

9月9日（木）

- ・ホームセンターチェーン大手のホーム・デポ<HD>がコンファレンスコールを開催し、最高サステナビリティ責任者のロン・ジャービス氏がESG（環境・社会・企業統治）戦略について説明を行う。

- ・医薬品メーカーのモデルナ<MRNA>が第5回年次研究開発（R&D）説明会を開催し、パイプラインにあるワクチンについて説明を行う。ステファン・バンセル最高経営責任者（CEO）も登壇の予定。

- ・計測装置および医療機器メーカーのダナハー<DHR>が、レイナー・ブレアCEO主催で、投資家およびアナリスト向け説明会を行う。

- ・紙・包装材メーカーのインターナショナル・ペーパー<IP>、金融持ち株会社シンクロニー・ファイナンシャル<SYF>、コンサルティング会社ウィリス・タワーズ・ワトソン<WLTW>が投資家向け説明会を行う。

- ・欧州中央銀行（ECB）が金融政策を発表。短期政策金利はマイナス0.5%に据え置きの予想。

- ・9月4日までの週の新規失業保険申請件数発表。8月の週間平均申請件数は35万5000件と、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）以降では最低。週300ドルの失業給付上乗せが実施されていたが、9月6日に失効する予定。

9月10日（金）

- ・8月の卸売物価指数（PPI）発表。コンセンサス予想は前月比0.6%上昇（7月は1%上昇）。食品とエネルギーを除くコア指数は0.5%上昇（7月は1%上昇）。

- ・スーパーマーケット・チェーン大手のクローガー<KR>が決算コンファレンスコールを開催。

- ・特殊化学品製造のアルベマール<ALB>とバイオテクネ<TECH>が投資家向け説明会を開催。

By Jacob Sonenshine
(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』 2021/09/05
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