

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2021/10/10

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. ワシントンがウォール街のルールを変える - Washington Is Rewriting the Rules on Wall Street [カバーストーリー]
ポートフォリオを構築する最善の方法は？ P.1
2. テレビは死にかけてはいない - TV Isn't Dying, and This Broadcaster's Stock Is Underpriced [フィーチャー]
グレイは過小評価されている P.6
3. アクティブ運用ETFがようやく輝き始めた - Active ETFs Finally Start to Shine. What Investors Need to Know. [ETF]
投資家が知っておくべきこと P.9
4. ファイザーとバルネバのライム病ワクチンはグラクソの失敗を乗り越えられるか - A Lyme Disease Vaccine From Pfizer and Valneva Will Have to Avoid the Pitfalls of the Past [ヘルスケア]
業界の将来を占う試金石に P.13
5. 天然ガス価格の上昇が石油への燃料転換に拍車を掛ける - How Natural-Gas Prices Could Fuel a Switch to Oil [エネルギー]
石油よりも割高に P.16
6. 雇用統計、見掛けは悲惨だが中身はさらに複雑 - The Jobs Report Was Ugly. The Details Tell a More Complicated Story. [コラム]
米国人は求職活動をしないのか P.18
7. 懸念材料を乗り越えて反発 - The Stock Market Survived a Scary Week. Can It Survive Earnings Season? [米国株式市場]
順調とは言えない決算発表シーズンを乗り切れるか P.19
8. 元従業員の内部告発がフェイスブックに与える影響とは？ - Facebook's Problems Have Grown. But the Will to Regulate Hasn't. [ハイテク]
規制強化にはつながらず P.22
9. 米ハイテク企業、サウジアラムコを超えるか - Big Tech, Saudi Oil, And the Pursuit of \$100 Billion on Profits [ハイテク]
2024年にはフリーキャッシュフロー1000億ドルも P.24
10. 今週の予定 - High Energy Prices Will Hit Consumers as well as Producers [経済関連スケジュール]
エネルギー価格高騰、消費者のみならず生産者にも打撃 P.25

※当誌は、株式会社時事通信社がライセンスに基づき Dow Jones & Company, Inc. の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。

※当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等により作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

Copyright © 2021 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. ワシントンがウォール街のルールを変える Washington Is Rewriting the Rules on Wall Street ポートフォリオを構築する最善の方法は？

[カバーストーリー]

政治の動きが市場の動きを決める

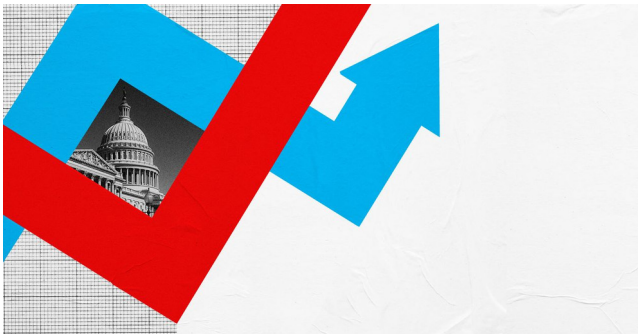


Illustration by Lincoln Agnew

投資家は数十年にわたり「米連邦準備制度理事会（FRB）とは戦うな」という格言を守り、政治を気にしないことをむしろ誇りに思ってきた。しかし、政府は経済や市場に対して、過去何世代も見られなかった方法で影響を及ぼすようになりつつある。投資家は新たな現実を受け入れなければならない。政治の動きが市場の動きを決めるのだ。

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）への対応、経済成長の鈍化、インフラの老朽化、気候変動、富の格差など、米国にとって最大の課題の多くは金融政策では対処できない。構造的な問題に焦点を当て、経済に影響を与え、持続可能な成長を実現できるのは財政政策だ。

ほとんどのアナリストは、超党派的に支持されているインフラ投資法案の可決を予想している。より大きな問題は、「ビルド・バック・ベター」（より良い再建を）と銘打った2465ページに及ぶ財政政策パッケージ法案である。この法案には、メディケア（高齢者向け医療保険制度）受給者向けの歯科・眼科給付金の拡大、介護者への給付増額、グリーンエネルギー戦略などの多岐にわたる条項が含まれており、その大部分が法人税の増税によって賄われる。

この法案が現在の形でそのまま可決される公算は小さい。モルガン・スタンレーの米国公共政策リサーチ責任者を務めるマイケル・ゼザス氏は、支出規模が縮小され、今後10年間で1兆9000億～2兆9000億ドルになるという基本シナリオを描く。それでも財政赤字は今後5年間で5500億～9900億ドル増加するという。

政府の大規模な支出と積極的な行動を踏まえると、投資家は一定のインフレ、金利とボラティリティーの上昇、リターンの低下に慣れる必要があるかもしれない。勝ち組企業と負け組企業の再評価も求められる可能性がある。これは大きな変化だが、投資家にはこうした変化について考え、ポジションを構築するための道がある。

ニューバーガー・バーマンの株式部門のジョー・アマート最高投資責任者（CIO）は、「現在では、ポートフォリオマネジャーが政府の政策を無視すれば危険にさらされる」と述べる。バリュー投資を手掛ける資産運用会社コースウェイ・キャピタル・マネジメントのサラ・ケトラー最高経営責任者（CEO）は、「ワシントンの動向に関する情報収集に多くの時間を費やし、かつてないほど多くのコンサルタントと協議している」と語る。

上院は先週、債務上限を12月まで引き上げることで合意したが、12月には再び瀬戸際戦術が展開され、米国債の格下げによって市場がさらに動揺するリスクは残っている。S&P500指数は、議会の機能

不全の拡大に伴って9月初めから5%も下落している。ストラテガス・リサーチ・パートナーズのジェイソン・デセナ・トレナートCEOは、「政治の状況が流動的なので、このタイミングでポートフォリオを大幅に変更するのはほとんどギャンブルだ。今後数カ月は大きなヘッドラインリスクがある」と語る。

金利の上昇が潜在的なカタリストに



Joe Amato/ Courtesy of Neuberger Berman

このパラダイムシフトには財政支出パッケージ以上の意味がある。JPモルガンのグローバルリサーチ責任者であるジョイス・チャン氏は、「われわれは約40年にわたり、低いインフレ率、マクロ経済の低水準のボラティリティ、膨大なリターンを享受してきた。今や、それが良いことだったのかを誰もが疑問に思っており、ルールブックが書き換えられつつある」と語る。

こうした新しいルールの下では、長年の金融緩和と政策の副作用に的を絞った財政政策が求められている。例えば、所得格差である。低金利は主に金融資産の所有者に恩恵をもたらし、格差を拡大させた。米国人のうち、株式の所有者は56%、住宅の所有者は65%にとどまる。

FRBのパウエル議長は、所得格差は米国にとって今後10年間で最大の課題であると述べた。ラリー・サマーズ氏やジェイソン・ファーマン氏といった経済学者は、インフレ率が大幅に上昇

しない限り、格差に対応するための負債と財政赤字の増加によるメリットはリスクを上回ると指摘している。こうした見解は、国内総生産（GDP）に対する負債の水準はどこまで許容可能かという点について再考を促す可能性がある。

政府は財政支出以外でも、医療格差、学生ローン、環境汚染などの多くの問題に取り組むことが予想される。ビーコン・ポリシー・アドバイザーズによれば、連邦取引委員会（FTC）、環境保護局（EPA）などの連邦政府機関はスタッフを増員している。このことは、どの分野の規制が最初に強化されるかを示唆する。独占禁止法、データプライバシーや環境問題に関連して注目されている企業にとっては危険信号となり得る。

外交政策が市場に及ぼす影響も大幅に拡大するかもしれない。米国は中国との関係を見直そうとしているが、米中関係は多くの米国企業の成長にとって極めて重要であり、投資家がこうした企業を評価する上でも見逃せない。チャン氏は、サプライチェーン（供給網）のボトルネックや在庫の水準などに関して、投資家は想定を変える必要があるかもしれないと述べる。米中両国がお互いの依存度を引き下げることで、サプライチェーンの円滑性が低下し、過去のデータが参考にならなくなるためだ。

潜在的なカタリストの一つは金利の上昇だ。金利は非常に長期間にわたって低水準で推移してきたため、多くの投資家は国の債務をほとんど無視していた。しかし、金利の上昇によって返済コストが劇的に増加すれば、株価にも大きな影響を与えると、ブラックロック・インベストメント・インスティテュートのジャン・ボアバン所長は指摘する。

ボアバン氏によれば、10年物国債利回りが2.5%を超える場合、米国の負債の返済コストのGDP比率は、過去の平均的な水準である2%に回帰する。この平均への回帰さえ、財政にとってはかなりの負担であり、金利、インフレ、バリュエーション、利益率といった投資家が重視する指標に影響を与える可能性がある。同氏は「政策の大転換は実際に起きているが、その影響はまだ水面下にとどまっている」と述べる。

本誌は資産運用マネジャーやストラテジストに、政策の大転換についてどう考えているか、その潜在的な影響にどう備えるか、そしてポートフォリオをどう構築すべきかについて聞いた。

インフレへの対応



Sarah Ketterer/ Courtesy of Causeway Capital Management LLC

現在の財政政策による最大の副産物はインフレかもしれない。1ドルショップを運営するダラー・ツリー<DLTR>は一部の商品の価格を1ドル超に引き上げ、8月の中古車と中古トラックの価格は前年同月比で32%上昇した。上海からニューヨークへの40フィートコンテナ1個の輸送料は1年半前の2500ドルから現在は2万ドルとなり、燃料油の価格は過去1年間で65%上昇した。

ブリッジウォーター・アソシエーツの投資委員会メンバーであるカレン・カーニョルタンブール氏は、「政府を含め、誰もが支出しているので、インフレ圧力は高まる公算が大きい」と語る。政府支出は、価格や需要ではなく政治的なプロセスと公共の利益によって決まるため、民間とは異なる形でインフレ率を押し上げる。

資産運用マネジャーは、インフレの持続につながる可能性がある財政政策の提案を注視している。フランクリン・テンプレトンの債券グルー

プCIOのソナル・デサイ氏によれば、投資家は財政政策パッケージの金額だけでなく中身も理解する必要がある。例えば子供の養育や教育などの経常的な項目への補助金は、失業給付金の増額よりも長期的な影響を及ぼすという。

デサイ氏はバンクローンなどのデュレーションが比較的短い債券や、格付けが比較的高いシングルBのハイイールド債を選好する。他の選択肢としては、インフレ指数連動国債（TIPS）などのインフレ連動債が挙げられる。カーニョルタンブール氏によれば、過去の実績からみて、TIPSは株式に対して単

独で最も大きな分散投資効果を持つ資産だ。株式は、経済成長率が上昇し、インフレ率が低下しているときに上昇しやすい。TIPSはその逆である。

ボラティリティーの管理



Joyce Chang/ Courtesy of J.P. Morgan

S&P500指数が過去最高値付近で推移していることもあり、政治がボラティリティーに影響を与える可能性は高まっている。企業の利益に少しでも悪影響が生じれば、株価は急落する恐れがある。T.ロウ・プライス・キャピタル・アプリケーション・ファンド<PRWCX>のマネジャーであるデービッド・ジルー氏は、「ビルド・ベター・バック」法案で法人税率が21%から25%へ引き上げられ、海外所得への税率が15%に上昇した場合、ボラティリティーが急激に高まる可能性がある」と述べる。

ほとんどのストラテジストは、増税の可能性は利益予想に織り込まれていないと指摘する。ニューバーガーのアマート氏は、「10月に何らかのサプライズと調整があるかもしれない」と語る。

通常はボラティリティーのバッファーとなる資産、例えば国債などは、政府支出が増加している状況では底堅さをあまり維持できない可能性がある。

10年物国債利回りは従来、株式市場のストレス期には約25%低下していた。しかし、ボアバン氏によれば、最近の10年物国債利回りはほとんど動いていない。これは国債が過去と同様のバッファーとならないことを意味するかもしれない。

アマート氏は弱気派ではないが、ボラティリティーの見通しを踏まえると、現金を多めに保有し、よりディフェンシブなポートフォリオを構築するのが賢明だと言う。デサイ氏もバランスの取れたアプローチを選好しており、以前のような大規模なオーバーウエートやアンダーウエートのポジションは取っていない。

JPモルガンのチャン氏によれば、インフレとボラティリティーに寄与する長期的なシフトは、長期的な「リターン危機」を引き起こす可能性があるという。株式60%、債券40%のポートフォリオは、投資家にとって見慣れた10%の平均リターンではなく、わずか3~4%のリターンしか生まないかもしれない。

そのためチャン氏は、利回りが比較的高い債券や、コモディティーとコモディティー関連株式を推奨している。ただし、長期的なインフレリスクのヘッジとしては、貴金属よりも農産物と畜産物、および少額のエネルギー先物が好ましいという。

ポートフォリオを強化するための逆張りの手段の一つとして、中国国債を少し保有することが挙げられる。不動産開発大手チャイナ・エバークランデ・グループ（中国恒大集団）＜3333.香港＞の債務問題や米中関係の悪化を踏まえると、これは奇妙な選択に思えるかもしれない。しかし、デサイ氏は、国債と企業債務の問題は別だと強調する。中国は財政赤字をあまり拡大していないため、中国人民銀行には、景気が急落した場合の影響を緩和するための金融政策面での余力があると同氏は言う。

海外戦略の再考

米中関係の再編は、外交政策により大きな注意を払う必要があることを意味する。例えば、米国は輸出制限や貿易制限リストなどを通じて重要な技術を中国から守ろうとしている。これは大口顧客としての中国に依存する米国企業に波及的な影響を及ぼす可能性がある。

中国は、特に成功した企業に厳格な規制を課し、企業の収益性よりも社会全体の利益を重視するとともに、中国と敵対関係を強める世界の国々への依存度を引き下げている。例えば、米国のサプライヤーではなく国内企業から物資を調達することを奨励している。

米上院は中国に対する包括法案を既に可決した。バイデン政権は政策の見直しを続けており、今後数カ月で追加的な一連の施策の導入が予想される。これらの政策は主に、研究開発への投資や、広範囲に拡大したサプライチェーンの見直しを促すインセンティブを通じて、米国の技術面での優位性を強めることを目指す。

S&P500指数構成企業の中国に対する売上高の直接的なエクスポージャーは約5%となっているが、影響はより広い範囲に及ぶ可能性がある。バンク・オブ・アメリカのストラテジストであるサビタ・スブラマニアン氏によれば、中国のGDPとS&P500指数の1株当たり利益（EPS）の相関性からみて、米国企業にとっての中国の重要性は2010年のゼロから現在は90%に上昇している。

T.ロウ・プライスのジルー氏は、スポーツ用品大手ナイキ＜NKE＞やアップル＜AAPL＞など、中国での売上高が大きい企業が集中攻撃される可能性を懸念しており、そのため同氏は中国へのエクスポージャーが大きい企業を保有していない。米中両国がお互いの依存度を引き下げようとすることで、貿易のコストが増加し、インフレ圧力が高まり、企業の利益が損なわれる恐れがある。

グローバル化によって、同じ資産クラス内における地理的な分散投資の利点は時とともに失われてきた。しかし、その状況は変わりつつある。スブラマニアン氏によれば、S&P500指数と中国株の相関性は最近、2018年以来で最低の水準に低下した。米中がお互いの結び付きを弱めるための計画を策定するに伴い、地理的な分散投資の根拠は強まる可能性がある。

ESG要因に注目

バイデン政権の計画の多くはESG（環境、社会、企業統治）の要素に沿った内容であり、ESGを支持する投資家も増えている。ブリッジウォーターのカーニョルタンブル氏は、「かつては投資家にとって全く重要でなかった問題が、今や経済の非常に大きな部分を動かしている」と語る。

現在、世界のほとんどの地域は何らかのエネルギー危機に直面している。ゲイブカル・リサーチのトム・ホランド氏は、エネルギーの不足と価格高騰の主たる要因は、政府がより環境に優しく、エネ

ギー効率が高いエネルギー源への移行を目指していることによる政策転換の副産物であると指摘する。

インフレ、税金、米中関係の悪化によってバリュエーションが低下する場合、そのような状況で好調な成績を上げる傾向があるアクティブ運用マネジャーにとって追い風となり得る。投資銀行ウィリアム・ブレアのグローバルストラテジストであるオルガ・ビテル氏は、政府の政策がよりダイナミックになることで、市場における乗り換えが加速し、アクティブ運用マネジャーの助けになる可能性があるとの見方を示す。

コーズウェイのケトラー氏は、政府の優先課題に関して恩恵を受ける企業をポートフォリオに数多く組み入れている。例えば、複合企業シーメンス<SIE.ドイツ>のスマートインフラ、モビリティ、ヘルスケア、デジタル事業は全て好位置に付けている。

T.ロウ・プライスのジルー氏は、財政支出パッケージによって最も直接的に恩恵を受ける企業の先を見据えている。例えば資本財企業は、支出の増加による事業機会を既に織り込んでいる半面、増税などによる潜在的なコストはまだ織り込まれていないと話す。

同氏は公益企業などの財政支出パッケージから恩恵を受ける他の企業への投資機会を選好する。公益企業は、風力や原子力発電への支援金による利益を受ける一方、増税などの財政政策パッケージの好ましくない部分は顧客に転嫁できる可能性がある。勝ち組候補としては、電力・ガス大手エクセロン<EXC>や電力大手アメレン<AEE>が挙げられる。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

2. テレビは死にかけてはいない TV Isn't Dying, and This Broadcaster's Stock Is Underpriced グレイは過小評価されている

[フィーチャー]

ストリーミングサービスに比べてテレビ放送局のバリュエーションは低い



Courtesy of Gray Television

最近のメディアでは、「テレビ放送は中止されそうだ」という話題が出る。確かに、ネットワークは番組を次々と作り出しているが、視聴者はスポーツ中継やローカルニュース、さらにスーパーボウルのような特別なイベントに集まる。ストリーミングプラットフォームへの移行により、視聴者および広告費がばらばらに分散されている。ケーブルチューナーを見たこともない20歳以下の人にとって、「必見のテレビ番組」という概念は、『となりのサインフェルド』（1989～1998年に米国でテレビ放送されたコメディードラマで、ネットフリックスで配信

中）のように古めかしいものかもしれない。

テレビ放送局会社の株価は、将来は全てがデジタルになってしまうかのような、デジタル側とは対照的な水準だ。米国最大の放送局オーナーであるネクスター・メディア・グループ<NXST>の2022年予想株価収益率（PER）は6倍である一方、ネットフリックス<NFLX>は49倍だ。テレビ放送局が「オールドメディア」というくびきから解放されることはなさそうだが、ローカル放送は決して衰えていない。放送局は、大手ネットワークの新しい広告付きアプリを含め、ケーブル、衛星、インターネットサービスから支払われる広告料や配信料から、今でも多くのフリーキャッシュフローを生み出している。

■ グレイは米国第2位のテレビ放送局グループになる予定

Gray Television

(GTN / NYSE)



Source: FactSet

テレビ放送局運営のグレイ・テレビジョン<GTN>の株価は約23.50ドルで、2022年予想PERは5倍だ。これは、放送局の存続に賭ける方法として割安なように見える。アトランタを拠点とする同社は、何年も前から放送局を買収してきた。2019年にはレイコム・メディアを37億ドルで買収し、今年はクインシー・メディアを9億2500万ドルで買収し、さらに規制当局の承認を待って総合メディア会社のメレディス<MDP>の17局を約28億ドルで買収する予定だ。12月に予定通り取引が完了したとすると、グレイは米国内の世帯の36%をカバーし、113の市場で事業を展開することになり、米国第2位のローカルテレビ・グループとなる。

規模拡大にはメリットがある。第一に、ABC、NBC、CBS、フォックスの四大ネットワークのうち、少なくとも二つをグレイが放送している市場で、グレイが販売できる広告が増える。例えば、CBSの視聴者は年齢層が高く、フォックスは若年層にアピールしているため、グレイはさまざまな市場で両方の層に向けて広告を販売することができる。メレディスの買収が完了すれば、グレイは四大ネットワークのうち一つ以上を放送する40の市場に参入することになる。

政治広告に強み

Gray Television (GTN / NYSE)

TV Station Owner

Headquarters	Atlanta
Recent Price:	\$23.50
YTD Change	32%
Market Value (bil):	\$2.2
2022E Sales (bil)	\$3.0
2022E Ebitda* (bil)	\$1.1
2022E EPS:	\$4.38
2022E P/E:	5.3
Dividend Yield:	1.4%

E=estimate. *Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization

Source: FactSet

グレイは、ローカルニュースに強みを持っているため、政治広告で稼ぐことができる。メレディスを含めると、グレイは各市場で最高の視聴率を誇る79局を運営することになり、最大の効果を求める政治家にとって魅力的な存在となる。同社は、他のどの放送局グループよりも1世帯当たりの政治広告費が多い。放送局の多くは激戦州にあり、その中には来年の上院選で最も競争が激しくなると予想される10市場のうち9市場が含まれている。2020年の政治広告収入は4億7300万ドルで、総売上高の20%を占めており、2022年は中間選挙で好調が見込まれる。グレイのヒルトン・ハウエル最高経営責任者（CEO）は、「政治広告にとって非常に強気の展開になると考えており、他社よりも大きなシェアを得られる見込みだ」と述べている。

地方の広告は景気に合わせて変動するが、最近はまだ芳しくない。自動車販売店からの広告が激減しグレイの広告収入全体を押し下げている。「自動車は完全に回復するまでにはまだ時間がかかりそうだ」とハウエルCEOは述べる。しかし、グレイは他の分野では成功を収めている。リーガルサービスや観光業では広告が増加しており、スポーツギャンブルは、急成長の 카테고리として浮上してきている。

広告が回復する一方で、ケーブル、衛星、そしてストリーミングなどのデジタルプラットフォームからの配信料が入り続ける見込みだ。再配信料は、2020年にはグレイの総売上高の36%に当たる3億7100万ドルをもたらした。今年は少なくとも4億ドルを達成する見込みだ。この料金は、視聴者がストリーミングに移行しているために減少しているケーブル契約数に基づいている部分もあるが、2011年にはわずか2000万ドルだったものが、今も大きな収入源になっている。ケーブルテレビの契約者数は長年にわたって減少していたが、最近では安定してきているようだ。ローカル放送局は、YouTube（ユーチ

ューブ)、フボTV<FUBO>、Hulu (フルー) などのプラットフォームや、CBSやNBCなどのネットワークが提供するストリーミングサービスで、彼らローカル放送局のテレビ信号が配信されると、広告収入を得られる。

ウォール街の予想では、グレイの1株当たり利益 (EPS) は、政治広告の急増が主な要因となり、今年の1.68ドルから来年は4.38ドルになる見込みで、その後、2023年には2.17ドルに減少するが、大統領選のある2024年には5.93ドルに増加する見込みだ。このように変動が大きいと、12カ月単位の予想では株価の評価が困難だ。

負債が難点

買収により負債が増加し、メレディスとの取引後には73億ドルに達すると予想されている。実際、グレイの推定84億ドルの企業価値 (EV、株式と負債の合計から現金を差し引いたもの) のうち負債が占める割合が大きく、特に金利が上昇した場合には、株価に過大な影響を与えることになる。

しかし、ベンチマークのアナリストであるダニエル・クルノス氏は、グレイの株価は今後1年間で35%以上上昇し、32ドルになると予想している。同氏は、グレイの2021年と2022年の利払い・税引き・償却前利益 (EBITDA) は平均12億ドルになると予想している。32ドルの株価水準でのEV/EBITDA倍率は8倍近くになり、業界平均の約7倍を上回る。しかし、優良市場のテレビ局は10倍で取引されていると同氏は指摘し、「ウォール街では、テレビは死にかけていると考えられているが、それは違う」と述べる。

また、クリアブリッジ・インベストメンツのポートフォリオマネジャーであるブライアン・ルンド氏もグレイを選好する。「莫大 (ばくだい) な負債を抱えているが、キャッシュフローが非常に潤沢で、資産は売却可能だ。さらに、業界は再編が進んでおり、グレイが売却する際にはプレミアムを支払ってくれる買い手が見つかるだろう」と同氏は述べる。テレビの昔ながらの視聴方法はすたれていくかもしれないが。

By Daren Fonda
(Source: Dow Jones)

3. アクティブ運用ETFがようやく輝き始めた

[ETF]

Active ETFs Finally Start to Shine. What Investors Need to Know.
投資家が知っておくべきこと

アクティブ運用ETFの登場

資産運用業界は一巡した。1920年代にアクティブ運用のミューチュアルファンドが誕生し、その50年後にジョン・ボーグル氏がインデックス運用のミューチュアルファンドを立ち上げたが、その普及にはさらに20年を要した。1990年代に上場投資信託 (ETF) が開発されたことで、インデックス投資はまったく新しいレベルに達し、現在の業界のETF運用資産総額は約7兆ドルに達する。今では古いものが全て再び新しいものとなり、最も注目されているのはアクティブ運用ETFだ。

アクティブ運用ETFの本数は過去2年間で2倍以上に増え、運用資産も3倍以上になった。2020年と202



Illustration by Rose Wong

1年に発売されたETFのうち、約60%に当たる379本のファンドがアクティブ運用であり、これは過去10年間に組成されたアクティブ運用ETFの合計数を上回る数だ。

さらに特筆すべきは、ETFブームの第一波を避けていた大手ミューチュアルファンド会社が参入していることだ。フィデリティ・インベストメンツ、T.ロウ・プライス<TROW>、キャピタル・グループ、フランクリン・テンプレトン、アメリカン・センチュリーなどの会社がアクティブ運用ETFを組成しており、中には初めてのETFを組成した会社もある。ギネス・アトキンソンとディメンショナル・ファンド・アドバイザーズは、既存のミューチュアルファンドをア

クティブ運用ETFに転換したが、JPモルガンも同様の転換を計画している。

アクティブ運用ETFは、まだ業界全体の運用資産7兆ドルの4%を占めるにすぎないが、現在急速に運用資産を拡大している。モーニングスターによると、アクティブ運用ETFは、今年に入ってこれまでに700億ドルの純流入があった。これは、ETF業界の今年の総流入額の11%に相当し、公式に発表された業界全体に占める残高シェアをはるかに上回る。

アクティブ運用ETFの魅力

Top 10 Active ETFs by Assets

Many of the largest active ETFs are in fixed income, but stock funds are catching up fast. Some are directly converted from mutual funds.

ETF / Ticker	Inception Date	AUM (bil)	Expense Ratio	One-Year Return
ARK Innovation / ARKK	10/31/2014	\$19.5	0.75%	18.0%
JPMorgan Ultra-Short Income / JPST	05/19/2017	18.4	0.18	0.7
PIMCO Enhanced Short Maturity Active / MINT	11/17/2009	14.4	0.35	0.5
Dimensional U.S. Core Equity 2 / DFAC*	10/04/2007	13.7	0.19	37.9
SPDR Blackstone Senior Loan / SRLN	04/04/2013	7.7	0.70	7.7
First Trust Preferred Securities and Income / FPE	02/12/2013	7.6	0.85	11.4
ARK Genomic Revolution / ARKG	10/31/2014	7.1	0.75	14.3
First Trust Low Duration Opportunities / LMBS	11/05/2014	6.8	0.65	0.0
Dimensional U.S. Targeted Value / DFAT*	12/11/1998	6.2	0.34	65.8
Invesco Optimum Yield Diversified Commodity Strategy No K-1 / PDBC	11/07/2014	6.1	0.59	62.9

Note: Data as of Oct. 4, 2021; *converted from mutual funds.
Sources: Morningstar, Bloomberg

ETFの魅力は、ミューチュアルファンドよりも通常コストが安く、税務上優遇されており、24時間取引可能で、しばしば無料で取引できることだ。株式市場のボラティリティーの高まりに伴い、アクティブマネジャーが活躍する機会が増えれば、アクティブマネジャーの魅力もさらに増す。アクティブ運用ETFの急成長を促した最も大きな要因は、2年前に実施された規制緩和により、個別銘柄を選択して投資するこれらアクティブ運用マネジャーがETFを受け入れたことだ。

多くの運用会社は、ETFという金融商品に求められる透明性を懸念し、他の運用会社が自社の取引を模倣することで先回りして利益を得る、いわゆるフロントランニングと呼ばれる戦術で自社の利益が

削られることを恐れていた。2019年後半に、証券取引委員会（SEC）は、一部のETFに保有銘柄の日次開示義務を廃し、代わりにミューチュアルファンドと同様に四半期ごとの開示とすることを認めた。

実際には、長期的な視点で銘柄入れ替えをそれほど行わない戦略を採る多くのアクティブ運用ETFは、フロントランニングの懸念がはるかに小さいため、完全な開示を選択した。ただし、保有銘柄の四半期開示が認められるのは国内資産のみなので、グローバル戦略を採るファンドマネジャーは銘柄の日次開示が必要となる。モーニングスターのグローバルETFリサーチ・ディレクターであるベン・ジョンソン氏は、「正確な銘柄保有情報があれば、ETFの売買注文に相対するマーケットメーカーがETFを組成したり、償還したりするのが容易になり、流動性が向上して投資家の取引コストが削減される」と言う。

こうした一部のみの日次開示となる半透明のETFにはもう一つの欠点があった。それは、当初カスタムバスケットの適用が認められていなかったことだ。カスタムバスケットとは、ファンドが課税対象となるキャピタルゲインを実現させることなく、含み益を有する株式を売却し、ポートフォリオから外すことができる仕組みだ。しかし、最近になってSECがルールを変更し、ETFにこのカスタムバスケットの適用を可能としたことで、税務上の優遇が加わり、半透明のETFは投資家にとって魅力的なものになった。

アーク・インベストメント・マネジメントの最高経営責任者（CEO）であるキャシー・ウッド氏の成功は、ETFプロバイダーのアクティブ運用化とアクティブマネジャーのETF化をさらに促進した。高成長で革新的な企業に焦点を当てたアークのアクティブ運用ETFは、その華々しいパフォーマンスにより、昨年200億ドル以上の新規資金を獲得した。幾つかのファンドは100%以上のリターンを達成し2020年のベストパフォーマンスを記録したが、今年はその勢いを維持するのに苦労している。

トップクラスの運用会社を含め、全てのアクティブ運用ETFがアークと同水準の新規資金を獲得できているわけではない。700以上のアクティブ運用ETFのうち、10億ドル以上の資金を集めているのは50本にすぎず、その半分以上が債券ファンドだ（債券運用マネジャーは、数年前にETFのアクティブ運用を導入した）。この50本で、アクティブ運用ETF全体の2800億ドルの80%近くを占めている。

■ 市場のアウトパフォームを求める投資家、アクティブETFの長期トレンドは不明

純資産上位10のアクティブETFの中に、株式型はアークとディメンショナルから各2本、計4本しか含まれておらず、ARKイノベーションETF<ARKK>が200億ドルで1位、ARKゲノミック・レボリューションETF<ARKG>が70億ドルで7位、ディメンショナルUSコア・エクイティ2 ETF<DFAC>が140億ドルで4位、ディメンショナルUSターゲット・バリューETF<DFAT>が60億ドルで9位にそれぞれランクインしている。

投資家がニッチなETFを受け入れる一方で、名高いストックピッカー（銘柄選択者）によるアクティブETFは振るわない。「投資家はアクティブETFにも、ミューチュアルファンドと同じように市場を上回るリターンを求めている。コストの低さと税制面のメリットから、市場をアウトパフォームする可能性が高くなるというのが投資家の狙い」とジョンソン氏は指摘する。

合理的な戦略ではある。だが、これらのメリットはいずれも、長期保有していたミューチュアルファ

ンドを売却してETFを購入した場合に通常課せられる税金の影響を軽減するには不十分だ（ただし、退職勘定のミューチュアルファンドの譲渡益は非課税）。ここから、現在はETFという形を取る従来のアクティブ運用が資産の取り込みに遅れてきた理由がうかがえる。アクティブ運用は決して悪い考えではないが、この投資スタイルに興味のある投資家は既にこれらのファンドに投資している上、恐らく全面的にアクティブ運用に切り替えることはないだろう。さらに、（インデックス運用が大部分を占める）ETFに興味のある投資家が、伝統的な銘柄選択（アクティブ運用）に引かれるとは考えにくい。

CFRAのトッド・ローゼンブルース氏によると「投資家が、アクティブ運用を使ったETFポートフォリオを構築したいなら、中核としてのアクティブ戦略に余地はある。ただし、長期トレンドはまだ顕現化していない。投資家は運用成績がもっと公表されるまで辛抱強く待っているか、中核的な資産はコストの低いインデックス商品の方が良いとこれまでの経験から学んだかのどちらかだ」

■ 銘柄選定は姉妹ファンドを参考に

それでも、優秀なアクティブ運用マネジャーは、現在のように株価のばらつきが拡大する局面で好成績を収めている。ここ2週間にわたって市場が急落する中、S&P500指数の組み入れ上位5銘柄はS&P500指数以上に下落した。インフレ率の上昇が一時的だという見方が変わるにつれ市場はますます不安定さを増し、金利引き上げも以前ほど将来の見通しではなくなっている。財政政策の大きな変化も経済と市場に多大な影響を与えている。やり手のアクティブマネジャーは今のようないきなり市況においてもチャンスを見だし、リスクを減らし、資金を守ることができる。投資家は、評価の高い運用会社とその好パフォーマンスを誇るファンドに目を付けるのが良いだろう。もちろんアクティブETFの大半は運用開始から間もないが、ここでミューチュアルファンドが役立つ。純資産4億4600万ドルのフィデリティ・ブルーチップ・グロースETF<FBCG>は昨年、設定されたばかりだが、姉妹ファンドのフィデリティ・ブルーチップ・グロース<FBGRX>は現在の純資産が5600億ドルで1987年以来運用が続いている。2009年にマネジャーのソヌ・カルラ氏が引き継ぎ、直近3年間、5年間、10年間の成績では競合大型ファンドの94%以上を上回っている。

■ ニッチに應えるさまざまな銘柄に資金が流入

アクティブETFの最大の功績は、ニッチに投資できるようになったこと、つまり、時に一時的でもある特定の問題を解決できるようになったことだ。これらの戦略の多くは、ミューチュアルファンドでは手に入らないか、コストが高くなり過ぎる。たとえば、純資産トップのアクティブETFであるARKイノベーションETFは、劇的な成長を引き起こす可能性を秘めた破壊的テクノロジーを持つイノベーション企業に投資する。純資産13億ドルのアンプリファイ・トランスフォーメーション・データ・シェアリングETF<BLOK>は、暗号資産の採掘者（マイナー）や取引所、カストディアンなどのブロックチェーン（分散型台帳）関連銘柄に投資する。純資産14億ドルのブラックロックUSカーボン・トランジション・レディネスETF<LCTU>は、気候変動リスクに対する投資家の意識の高まりを受け、低カーボン経済への移行による恩恵を受ける立場にある企業に投資する。

今年のインフレ率上昇を懸念する投資家が多いことから、77億ドルのSPDRブラックストーン・シニアローンETF<SRLN>や6億7500万ドルのホライゾン・キネティクス・インフレーション・ベネフィシヤリーズETF<INFL>など、原材料価格の高騰と金利の上昇による影響をあまり受けない資産を組み入れるアクティブETFに資金が大量流入している。一方、投資家が低金利環境での追加のインカム源

を求め、市場が急落する局面で損失を軽減したいと考える中、オプション取引をベースにしたアクティブETFにも人気が集まっている。純資産36億ドルのJPモルガン・エクイティ・プレミアム・インカムETF<JEPI>や2億8300万ドルのシンプリファイUSエクイティ・プラス・ダウンサイド・コンベクシティETF<SPD>などがそうだ。

結局のところ、ETFにアクティブ運用を求めるかどうかの選択ではパフォーマンスが鍵となる。「ETFにアクティブ戦略を取り入れることでマネジャーの負担を軽減できる。ただし、もちろん絶対に下落しないわけではない」とジョンソン氏は指摘する。

By Evie Liu
(Source: Dow Jones)

4. ファイザーとバルネバのライム病ワクチンはグラクソの失敗を乗り越えられるか [ヘルスケア]

A Lyme Disease Vaccine From Pfizer and Valneva Will Have to Avoid the Pitfalls of the Past

業界の将来を占う試金石に

ワクチン業界が抱える課題



Illustration by Pete Reynolds

夏が来るたびにダニが増殖する様相を呈している米国北東部において、ダニが媒介するライム病のワクチンほど人々が待ち望んでいる医薬品はないかもしれない。いったんは承認されながら、今では犬用しか入手できない「失われたライム病ワクチン」の話は都市伝説と化しているが、次のライム病ワクチンが登場するのはそう遠い話ではない可能性がある。米製薬大手ファイザー<PFE>とフランスの小さなバイオ医薬品企業バルネバ<VALN>が開発中のワクチンは、来年第3相臨床試験（治験）に入る予定であり、有効性が確認されれば2025年までの販売開始も考えられる。

第3相治験に到達するワクチンとしては、グラクソ・スミスクライン<GSK>のLYMErixに続き2番目となる。LYMErixは1998年に米食品医薬品局（FDA）の承認を受けたが、4年後にグラクソは販売を停止した。この販売停止は科学的な問題ではなく商業的な失敗が原因であったという点で、ほとんどの専門家の見方は一致している。ファイザーとバルネバもグラクソと同様の課題に直面すると予想される。

その後、ライム病の症例は世界中で増加を続けており、一般の認識も高まっている。米国当局も、ダニが媒介する病気の脅威をはるかに重視するようになった。しかし、変わらないこともある。LYMErixに反対し、同ワクチンが失敗する大きな要因となった患者支援団体は依然として大きな影響力を持っており、ワクチンの販売を続けるのは容易ではないだろう。

ワクチンの製品化はまだ遠い先の話であり、投資家がファイザーあるいはバルネバに投資する動機にはなりにくい。開発パイプラインに多くの有望なワクチン候補があるファイザーにとっては、その一つにすぎない。バルネバをカバーするウォール街のアナリストは強気だが、同社については新型コロナウイルスワクチンをめぐる騒動が続いており、ライム病ワクチンを理由に長期投資をするにはボラティリティーが高過ぎる。

それでも、両社のワクチンが生き残るかどうかは、新型コロナのパンデミック（世界的大流行）後の製薬業界の再編の中で重要なテストケースとなる。パンデミックでモデルナ＜MRNA＞およびビオンテック＜BNTX＞が有力企業に成長し、サノフィ＜SNY＞、ファイザーなど老舗の大手製薬会社は対価を払って最先端技術にアクセスすることを余儀なくされた。ワクチンにおける技術革新は投資意欲を刺激し、より小規模のワクチン専門バイオ医薬品企業であるノババックス＜NVAX＞とダイナバックス・テクノロジーズ＜DVAX＞の株価は今年急騰した。

しかし、パンデミックでワクチンに対する恐怖心や反感の根強さが改めて浮き彫りになった。コロナワクチンは依然として需要が供給をはるかに上回っているものの、反ワクチン運動の中、米国における接種件数の伸びは減速している。コロナ後のワクチン時代の到来を実証するためには、ワクチンメーカーはこうした恐怖心や商業的な課題を乗り越えて、市場を開拓する必要がある。

グラクソの失敗

Cases Rise

The number of cases of Lyme disease reported to the Centers for Disease Control and Prevention has climbed in recent years. The number of reported cases is a fraction of the number of actual cases. After 2007, the reports also include probable cases.



Source: CDC

ファイザーとバルネバのライム病ワクチンは成人と子供を対象に第2相治験を行っており、初期データは良好だ。最近の発表によれば、3回投与を行った1年後にさらに1回追加接種を実施した試験で強い抗体反応を引き起こすことに成功したという。

同ワクチンには大失敗となったLYMERixの影が付きまとう。グラクソ（当時はスミスクライン・ビーチャム）の第3相治験を主導したのは、1977年にコネティカット州沿岸部のライムという町の周辺に住む子供たちの謎の関節炎について初めて報告し、ライム病の名付け親となったアレックス・スティーア博士だった。その21年後、博士はニュイイングランド・ジャーナル・オブ・メディシンに、LYMERixを3回投与した後の有効性が76%に達し、治験が成功したとする論文を発表した。その4年後にこのワクチンは市場から姿を消した。現在ハーバード大学医学部教授を務め、ライム病の新ワクチンについてファイザーに助言を提供しているスティーア博士は、「第3相治験でLYMERixの有効性が示された。特に自己免疫性関節炎の発症例がないか探したが確認されなかった。だが、その懸念が過剰に問題視された」と語る。

一方、関節炎に対する恐怖が注目を集めるよりも前に、公衆衛生当局の懐疑的な見方の方が問題とな

った。当局は、ライム病はニューイングランドのハイカーを中心とした地域限定の病気であり、抗生物質で治療が可能であるとみていた。米疾病対策センター（CDC）諮問委員会のあるメンバーはLYMErixを「ヤッピー・ワクチン」と揶揄（やゆ）した。これに対し、スミスクライン・ビーチャムは、ライム病は恐ろしい深刻な病気であり、大きな市場があると考えていた。抗生物質で治る初期の段階ではインフルエンザのように感じるが、治療をせずに放置すると心疾患や関節炎などを発症する可能性がある。慢性症状である治療後ライム病症候群には治療法がなく、持続的な痛みや倦怠（けんたい）感を伴う。

ワクチン反対派が、スティーア博士自身が提起した自己免疫性関節炎に関する理論的な懸念を取り上げると、LYMErixの販売を続けるのは困難になった。ワクチンが原因で関節炎を発症したと名乗り出る患者が現れ、訴訟になった。売り上げも振るわず、初年度はわずか2500万ポンド（約3400万ドル）にとどまった。同社は2002年にLYMErixの販売を停止し、2003年には多くの集団訴訟で和解に至り、弁護士費用のみを負担した。しかし、他のメーカーの犬用のライム病ワクチンは販売が続けられた。

ライム病の症例急増とバルネバの新ワクチン

バルネバがライム病ワクチンの治験開始についてFDAの承認を得たのは、LYMErix販売停止の14年後だった。その間にライム病の症例は急増した。CDCの研究者によれば、2005～2010年は年間平均32万9000人であった感染者数が、2010～2018年には47万6000人に増加した。CDCの感染地図は、ライム病の感染地域が過去10年間で米国中に広がっていることを示している。バルネバのトーマス・リングエルバッハ最高経営責任者（CEO）は、「今ではライム病に対する認識は1990年代とは違い極めて高い。感染地域の住民は、ライム病が極めて深刻であると分かっている」と言う。

同社のライム病ワクチンVLA15はLYMErixと似ており、原因細菌の表面上の同じ型のタンパク質を使用して免疫反応を引き起こす。同社はVLA15に対し幾つもの修正を行っており、ライム菌の変異株に対応するものもある。単一のライム菌株が支配的である米国では大した意味を持たないが、北半球の他の地域で使用する事が可能になる。

同社はまた、LYMErixがつまずく原因となった自己免疫性関節炎をめぐる懸念についても先手を打っている。理論的に懸念されたのは、ワクチンのタンパク質の一部がヒトの特定のタンパク質と似た構造をしており、自己免疫性関節炎の原因となることだった。リングエルバッハCEOはLYMErixにそうした問題はなかったと考えているが、懸念を解消するため、同社はタンパク質の該当部分を入れ替えている。第3相治験によって、この長引く問題に対する最終的な解答に近づくことになるであろうが、何も問題が生じない場合でも、LYMErixの反対派が完全に納得するかどうかは現時点では分からない。ライム病患者支援団体であるライム・ディズイーズ・オーグ（LymeDisease.org）のロレイン・ジョンソン代表によれば、ライム病患者はワクチンに対し本質的に反対しているわけではないが、LYMErixの経験から不安を感じているため、患者コミュニティとの間で「信頼を確立する必要がある」という。

反対派をなだめることができて、課題は残る。このワクチンは「1回接種型」ではなく6カ月間で3回投与する必要がある、さらに1年後に1回、それ以後も追加接種が必要となる可能性もある。また、多くの病原性細菌を媒介するダニのリスクを全て除去できるわけではない。

商業面でも楽観は禁物だ。ヘルスケア分野に特化した投資銀行SVBリーリンクのアナリスト、ジェフリ

ー・ポージェス博士は、「地理的に限定された病気を対象としたワクチンは、これまでそれほど大きな売り上げにつながっていない。このワクチンの市場規模は5億～10億ドルではないかと思う。ファイザーにとってあまり大きな売り上げではない」と指摘する。しかし強気派は、今回は違うと主張する。著名なウイルス学者であり、ファイザーとの提携が成立する前にバルネバに対し助言を提供していたスタンレー・プロトキン博士は、CDCもFDAの諮問委員会も今回はライム病ワクチンに対し、より前向きな姿勢を取ると予想する。

一方、スティーア博士は、ライム病ワクチンは重要なスタート地点であるが、ダニの脅威は増大しつつあり、ダニが媒介する他の数多くの病気に対するワクチンもいずれ開発されることを期待していると語る。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

5. 天然ガス価格の上昇が石油への燃料転換に拍車を掛ける

[エネルギー]

How Natural-Gas Prices Could Fuel a Switch to Oil
石油よりも割高に

高騰する天然ガス先物



STR/AFP/Getty Images

世界的に二酸化炭素（CO2）排出量の削減が進む中で、よりクリーンな燃料から石油への逆戻りを想像するのは難しい。しかしそれが現実になるかもしれない。天然ガス価格は英国で史上最高値を付け、米国でも今年2倍以上に上昇して2008年以降で最も高くなっている。

経済誌「エコノミスト」の調査部門エコノミスト・インテリジェンス・ユニット（EIU）でコモディティ関連の編集を担当するサンジーバン・サーカー氏は、「現在のエネルギー危機は新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大

流行）に起因するイベントが重なった最悪の事態であり、基本的には備蓄の不足が問題である」と語る。同氏によれば、欧州では供給量の減少と想定以上の夏の猛暑、そして、風力発電量の減少が代替エネルギーとしての天然ガス需要を押し上げたことで天然ガス価格が跳ね上がった。そのため天然ガス株は、きれいにそろって市場で買われた。

10月5日に英国の天然ガス先物価格は1サーム（29.3キロワット時）当たり302.84ペンスの史上最高値に跳ね上がり、米国の先物価格は100万BTU（英国熱量単位）当たり6.31ドルと2008年12月以来の高値を付けた。10月6日にロシアのプーチン大統領がロシアから欧州への天然ガス供給の拡大について述べた後、これら二つのベンチマークは高値から幾分値を下げた。

■ 生まれる燃料転換インセンティブ

S&Pグローバル・プラッツ・アナリティクスのグローバルガス計画部門の責任者であるリッチ・レダッシュ氏は、「天然ガスから石油留分や液化石油ガス（LPG）などの石油製品に転換する経済的インセンティブが生まれている」と語る。金属素材の生産などエネルギー集約型産業では、石炭と天然ガス、あるいは天然ガスとさまざまな石油製品の間で燃料転換が起きるかもしれない。

EIUのサーカー氏は、「価格上昇は既に天然ガス発電に悪影響を及ぼしている」と語る。EIUは発電量に占める天然ガスの割合が今年は8.3%ポイント低下の35%に、2022年には34%に低下すると予測しているが、理由として再生可能エネルギーのシェア上昇を挙げる。

エネルギー専門アドバイザーのエナジー・アウトルック・アドバイザーズのマネジング・パートナーであるアナス・アルハジ氏は、「液化天然ガス（LNG）や石油は天然ガスの代替エネルギーだが、現在LNGは石油に比べ割高であり、発電所では天然ガスよりも石油燃料を燃やす方が割安だ」と語る。

同氏は、世界的な電力不足に対処するため工場や家庭は石油燃料やディーゼルエンジンを動力とする自家発電を使い始め、石油製品需要の増加が示唆されると指摘する。

■ 深刻な中国の石炭不足

一方、石炭価格も一段と高騰している。S&Pグローバル・プラッツによる10月6日の査定によれば、欧州向け石炭価格は10月5日に1トン当たり295.05ドルと史上最高値を付け、北東アジア向け発電用石炭は1トン当たり156.59ドルと約1年前から97ドル近く上昇している。

同社で欧州のガス・電力分析を担当するシニアアナリストのアンドレ・ランビーン氏は、「スポットでの石炭供給能力が著しく制約されているため、アジアの石炭のスポット価格は史上最高値まで上昇した」と語る。

データ・分析プロバイダー、ケプラーのシニア・コモディティ・エコノミストであるリード・ランセン氏は、「石炭については、中国が最近の価格上昇を先導した」と語り、8月の中国の発電用石炭輸入量は5年ぶりの高水準だったと指摘する。同氏は「それでも国内電力需要の増加に追い付いていない。データを公表する7省合計の石炭在庫量は2018年初以来の低水準だ」と語る。

By Myra P. Saefong
(Source: Dow Jones)

6. 雇用統計、見掛けは悲惨だが中身はさらに複雑 The Jobs Report Was Ugly. The Details Tell a More Complicated Story. 米国人は求職活動をしらないのか

[コラム]

就業者数の伸びは鈍いが労働市場は逼迫



OLIVIER DOULIERY/AFP/Getty Images

米国人は、職探しに出掛けられないほどトレーディングに夢中なのだろうか。24エクスチェンジと名乗るスタートアップ企業は、急成長中のオンライン・アプリがユーザーによる取引を通常および「延長された」取引時間に制限していることに満足せず、週末を含め昼夜を問わず取引を提供しようとしている。24エクスチェンジは証券取引委員会（SEC）に登録を申請したとウォール・ストリート・ジャーナル紙が報道したが、この常時何でも取引できるコンセプトが実現されるかどうか分かるのは早くても2022年になるだろう。

24時間取引は、トレーディングに目のない投資家の関心を、オンライン・スポーツ・ベッティングやブラックジャックなどの代用品から奪い取るのは明らかに見える。歌手のJ・J・ケイルによると、真夜中になるとわれわれは全てをさらけ出す傾向があるという。24時間取引のおかげで、他にばかげたことをする暇がなくなれば、酔っ払って夜中に元恋人に向けてメッセージを書くことが減るかもしれない。

しかし、先月の非農業部門就業者数が予想を大幅に下回った原因がトレーディングであると結論付けるのは時期尚早だ。8日に発表された労働省の雇用統計によると、9月の非農業部門就業者数の増加はわずか19万4000人で、予想（約50万人）を下回ったのは2カ月連続となった。

だが今回も表面上の数字は、情報を明らかにしたというよりは曖昧にした。より重要なことは、米連邦準備制度理事会（FRB）の大半のウォッチャーが予想しているように、FRBが11月2、3日の次回連邦公開市場委員会（FOMC）で月額1200億ドルの債券買い入れの縮小を開始させるには、今回の雇用統計が恐らく十分だったことだ。

9月の非農業部門就業者数のさえない伸びは、労働市場の逼迫（ひっばく）を示す他の指標とも矛盾していた。失業率は5.2%から4.8%へ急低下し、週平均労働時間は34.6時間から34.8時間へ大幅に伸び、時間当たり賃金の前年比増加率は4.6%へ加速した。これらは全て、労働人口の18万3000人の減少と、生産年齢人口の労働参加率が61.7%から61.6%に低下したことの影響である。エバーコアISIの試算によれば、パンデミック（世界的大流行）に関連した特別給付が終了したため、失業給付金を受け取る米国人が9月に700万人減少したにもかかわらず、上記の状態となっている。

雇用に何が起きているのだろうか。グリーン・キャピタルのジョン・ライディング氏とコンラッド・デクアドロス氏はリサーチノートで、全国独立企業連盟の最近の調査によると、60%の企業が求人に対して資格を満たす応募者がほとんど、または全くいなかったことを指摘した。それは、求人離

職統計（JOLTS）の直近の7月の結果にも表れており、失業者に対する求人数の割合は1.43倍だった。

ワクチン接種で状況改善か？

新型コロナウイルスが、米国人に対して求職活動を思いとどまらせる一因となっているもようだ。対照的に、カナダの雇用は9月にパンデミック前の水準に回復したと、ローゼンバーグ・リサーチのデビッド・ローゼンバーグ氏は書いている。同氏はさらに、カナダにおけるワクチン接種の新たな義務付けも指摘している。同国では、ワクチン接種の対象となっている国民の90%近くが少なくとも1回の接種を受けており、その82%が2回目も接種済みだ。

一方、バンク・オブ・アメリカのエコノミストは、160万人超の米国人がパンデミックを理由に過去4週間に求職活動を行っていないが、新規感染者数が今後数カ月で減少するにつれてその数が減るとみている。なお、子供の世話や移動の問題が理由で求職活動をしていない人々の数は、パンデミック前の水準を引き続き上回っているとしている。

年間1兆4400億ドルを経済に注入してきたFRBの債券買い入れプログラムは、パンデミックが最高潮で、ロックダウン（都市封鎖）が開始されて金融市場が暴落していた2020年3月に開始された。現在では、パンデミックや金融市場がもはや理由にならないことは明らかである。主要株価指数が高値から数パーセント以内にあり、住宅価格は前年比で20%近く上昇しており、過剰流動性が主にトレーダーを助けているが、トレーダーの一部は一休みするかもしれない。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. 懸念材料を乗り越えて反発

[米国株式市場]

The Stock Market Survived a Scary Week. Can It Survive Earnings Season?
順調とは言えない決算発表シーズンを乗り切れるか

問題の多い週を乗り切る



Thomas Trutschel/Photothek/Getty Images

先週の株式市場は債務上限問題と原油価格の高騰を乗り越えた。果たして決算発表シーズンは乗り切れるだろうか？

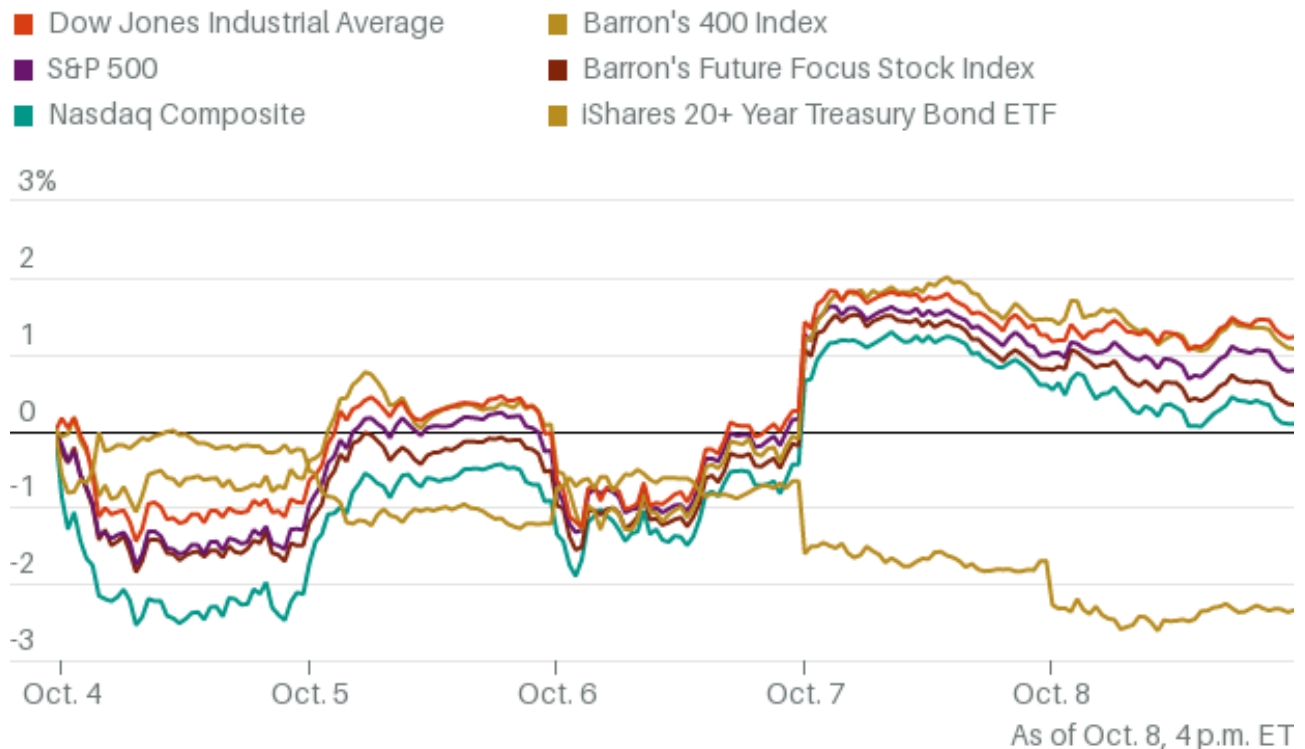
先週はエネルギー価格の高騰や米国のデフォルト（債務不履行）の危機など、すべてがガタガタの状態が始まった。しかし、週末にはロシアのプーチン大統領の発言を受けて原油価格がやや落ち着き、債務上限は12月に適用先延ばしとなった。さらに、注目された9月の雇用統計は予想外に弱かったものの、影響を受けることなく上昇して週を終えた。

主要株価指数を見ると、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は週間ベースで1.2%高の3万4746.25ドル

と、過去6週間でようやく2回目の上昇となった。S&P500指数は0.8%高の4391.34となり、ナスダック総合指数は何とか0.1%上昇し、1万4579.54で引けた。小型株のラッセル2000指数は0.4%下落して2233.09で週末を迎えた。

雇用統計の中身と労働市場

Market Snapshot



Source: FactSet

。9月の雇用統計がひどい内容だと評価することはできるとしても、それは表面上の数字に対してのものではない。9月の非農業部門就業者数の増加が19万4000人にとどまって市場予想の50万人の増加を大きく下回ったことは確かで、景気減速を示唆するような結果だった。しかし、この数字に至るまでの季節調整によって低くゆがめられた可能性に注意すべきだ。別の手法による家計調査で失業率が4.8%に低下して、50万人以上の新規雇用があったことが示されている状況から考えると、19万4000人という数字にはほとんど意味がないように思われる。これらに基づかず投資判断を行うべきではないか。

グレンミードでプライベート・ウェルス部門の最高投資責任者（CIO）を務めるジェーソン・プライド氏は「非農業部門就業者数の数値は、最初の発表から数カ月の間に大幅に修正されることが通常であるため、投資家はこれに対する反応を控えめにする必要がある」と書いている。

それでも市場の反応は、雇用統計の意味合いを最大限に織り込もうとしたようだ。債券市場では当初やや買われて利回りが低下したものの、結局10年国債利回りは1.6%と6月以来の高水準となり、景気鈍化と感じられる経済指標の内容を否定したのだ。

一方、株式市場では、金曜日にNYダウは0.03%の下落、S&P500指数は0.19%の下落、ナスダック総合指数は0.51%の下落となった。株式市場のこの動きは、雇用情勢の複雑さを考えると納得できる。求人数は依然として多いものの離職者数は増加の一途をたどっており、平均時給が4.6%上昇しても労

働者を呼び戻せなかったことになる。つまり、3.5%だった新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）前の水準を失業率が大きく上回っているにもかかわらず、労働市場は見た目よりもはるかに逼迫（ひっばく）しているかもしれない。

決算発表シーズンの注目点

労務費や原材料費などのコスト上昇という現実が、投資家を悩ませ始めている。RBCキャピタル・マーケットの調査によると、今後6～12カ月の間に企業の利益率が拡大すると予想している投資家はわずか25%で、6月の39%から減少している。逆に利益率が縮小すると予想している投資家は19%から36%に増えているほか、市場に対する悲観的な見方も強まっており、「弱気」と回答した人は14%から28%に増加している。

RBCキャピタル・マーケットの米国株式戦略責任者であるロリ・カルバシーナ氏は、最悪の事態はまだ終わっていないかもしれないと書いている。同氏は「当社独自の調査結果は、機関投資家の懸念がまだ完全には解消されていないという当社の見方を裏付けるものであり、短期的に米国株式市場全体のボラティリティーがさらに高まる要因となる可能性がある」と解説する。

今週から始まる決算発表シーズンでは、こうした不安に関する最初の知らせが投資家にもたらされる。今週にはJPモルガン・チェース<JPM>、バンク・オブ・アメリカ<BAC>、シティグループ<C>の業績発表があるが、銀行の決算が注目されるのは、米国経済、ローン需要、さらには個人消費の力強さに関して市場が織り込むきっかけとなるからだ（金融セクターの増益率は18%と予想されている）。他の企業からはコストや利益率に関する各社ごとの見方が投資家に示されそう。工業用ファスナーの販売会社であるファステナル<FAST>の月曜日の決算発表では、1株当たり42セントの利益が予想されているが、既に金曜日にウェルズ・ファーゴは賃金と輸送費の上昇を懸念して投資判断を引き下げた。デルタ航空<DAL>の決算からは、賃金圧力や旅行需要を読み取ることができそうだ。

いずれにせよ、新型コロナウイルス後に経験してきたような業績発表シーズンは期待できない。ロックダウン（都市封鎖）以降、米国企業はほとんどの場合で予想を大きく上回る大幅な増益を発表してきたが、状況は変化している。アナリストが業績予想の上方修正をやめて下方修正するようになったからだ。依然として前年同期比20%以上の増益が見込まれているが、増益率は鈍化している。また、S&P500指数の株価収益率（PER）は今後12カ月間の予想利益に対して20.6倍と割高感が残っており、予想を下回った場合に売られる可能性が高い。CIBCプライベート・ウェルスUSのCIOを務めるデーブ・ドナベディアン氏は「多くの場面で調整が必要であり、市場は短期的には上値よりも下値のリスクの方が大きい」と述べる。

現時点での市場の「ニューノーマル」に言及するならば、これまでよりもボラティリティーが高くなるということかもしれない。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

8. 元従業員の内部告発がフェイスブックに与える影響とは？ Facebook's Problems Have Grown. But the Will to Regulate Hasn't. 規制強化にはつながらず

[ハイテク]

議会証言が引き起こした波紋の行方



Drew Angerer/Getty Images/Bloomberg

フェイスブック<FB>に対する米国内外の規制当局からの監視が強化される中、同社が民主党と共和党の両方から厳しく批判される状況が続いている。

ワシントン・ポスト紙は先週、フェイスブックの元従業員フランシス・ホーゲン氏の議会証言について、「多数の上院議員」が大手ハイテク企業を規制する動きの転換点となる可能性があると発言したと報じた。フェイスブックはかつて米国の大手たばこ会社が経験した事態に直面しているとか、フェイスブックがたばこのよう

に有毒であることが明らかになりつつあるとする言説が広がっている。

だが、本記事の結論は、ほとんど何も起こらないというものだ。

規制立法化の可能性は低い

カウエン・ワシントン・リサーチ・グループのマネジング・ディレクター、ポール・ギャラント氏は、フェイスブックに関する議会での最近の内部告発が「何かをしたいという議会の願望を大きく高めているが、何かを実行する能力は高めていない」と指摘する。

ギャラント氏は、議会がソーシャル・ネットワーキング・サービス（SNS）を規制するための絞った解決策を決定する可能性はあるものの、その可能性は低いと考えている。理由の一つは、議員が債務上限、インフラ、投票権、2022年の中間選挙での勝利など、取り組むべきより大きな問題を抱えているからだ。「フェイスブックをめぐる現在のワシントンでの関心の高まりが市場に影響を与えるような政府の動きにつながるかどうかは分からない。だが、歴史はそうならないことを示唆している」

ギャラント氏は、フェイスブックの元従業員による議会証言が、議会でのデータプライバシー法の可決と、米国通信品位法第230条のオンライン・コンテンツ発行者保護規定の改定を後押しする動きに「新しいエネルギーを注入する」可能性があることは認めている。だが、そのどちらかが議会で承認されることに関しては依然として懐疑的だ。

結局のところ、民主党と共和党では解決しようとしているものが異なる。ギャラント氏は「何が問題なのかについてさえ意見が一致していない。だとすれば、法制化の見通しはかなり限られている」とみている。

■ 株価への影響、五つの観点から検証

バーンスタインのインターネットアナリスト、マーク・シュムリク氏は、フェイスブックの元従業員による議会証言が株価に大きな影響を与えるかどうかを探るため、五つの観点から検証した。

最初の疑問は、最近のニュースがユーザー行動に影響を与えているかどうかだ。シュムリク氏によると、今のところフェイスブックのアプリのダウンロード件数は依然として好調だ。つまり、同社が運営するSNSの利用が減ったことを示す証拠は見当たらない。

2番目の疑問は、今回のイベントが広告主の行動を変えつつあるかどうかだ。これに対する答えもノーだとシュムリク氏は言う。2020年の夏、大手ブランド広告主がフェイスブックをボイコットする事態が短期間続いたが、結局のところ同社の業績はほとんど影響を受けず、株価はそれ以降に50%上昇している。

3番目の疑問は、最近の議会証言がコストの増加につながる可能性があるかどうかだ。フェイスブックは2018年に起こったケンブリッジ・アナリティカをめぐるスキャンダルを受けて、不適切なコンテンツを仕分けるコンテンツモデレーションに多額の投資を行った。コンテンツのより詳細な精査への要求が高まれば、フェイスブックはさらにモデレーターを増やす必要に迫られ、利益率が圧迫される可能性がある。

4番目の疑問は、フェイスブックの株価が本当に割安かどうかである。確かに同社のバリュエーションは市場平均を下回っているが、同社の価値の多くはそのブランドに由来するとシュムリク氏は指摘する。そうした点では、価値はほぼ毎日のように損なわれているという。

最後に同氏は、規制と法律に関連する新たなリスクを評価している。議会で証言した内部告発者は証券取引委員会（SEC）に提訴しているが、シュムリク氏は罰金を取るに足りない額を超えるリスクはほとんどないと考えている。一方で同氏は新しい規制に関する議会内の協力は依然として可能性が低いと指摘する。「一方の政党はフェイスブックが憲法修正第1条に定める表現の自由を抑圧していると考え、もう一方の政党はフェイスブックが社会に害を及ぼすと考えている」からだ。

■ 割安なだけでは不十分

だが、フェイスブックが悪いニュースに対して免疫を持つわけではない。ケンブリッジ・アナリティカをめぐるスキャンダル以降、株価収益率（PER）は低下し続けている。その意味では、悪いニュースが続いたことが株価に大きな影響を与えている。

シュムリク氏は、フェイスブックが株価に再び変化を起こすには、電子商取引、決済、バーチャルリアリティーなど新たな収益源が必要だと指摘する。割安なだけではもはや十分ではない。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

9. 米ハイテク企業、サウジアラムコを超えるか Big Tech, Saudi Oil, And the Pursuit of \$100 Billion on Profits 2024年にはフリーキャッシュフロー1000億ドルも

[ハイテク]

第3四半期決算が本格化



Maya Siddiqui/Bloomberg

投資家の一番の不安は、米企業のたやすかった利益成長の期間が終わりを迎えようとしていることだろう。だがその裏で、米ハイテク大手4社が、しかもそのうち1社は数週間以内に、サウジアラビア国営石油会社サウジアラムコ<22.サウジアラビア>を抜いて世界最高の業績を上げた企業になるかもしれないという歴史的局面を迎えている。

S&P500指数構成企業の第3四半期決算発表が今週から本格化する。決算に向けてアナリストが予想を引き下げ、企業がそれを上回る業績を発表する

という長年のパターンはコロナ禍によって崩された。アナリストは5四半期連続で決算前に業績予想を引き上げ、うち4四半期で企業業績はその予想を上回ったのだ。それほど新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）中の個人消費の強さは驚異的だった。

ただこの傾向は減速し、終焉（しゅうえん）に向かいつつある。S&P500指数構成企業の第3四半期の利益予想は同四半期中に2.9%の上方修正にとどまった。これは過去2四半期の半分未満だ。月別に見ると、7～8月に3.8%上方修正された後、9月に0.9%下方修正された。大幅な下方修正ではないが、ワクチン接種によって経済が好転し始める前の2020年6月以来の大きさだ。

コロナ禍で業績が厳しかった前年からの反動が一巡すると同時にインフレや物資不足が重なり、成長が阻まれるのではないかと懸念もある。第2四半期の利益は前年同期比80%以上増加した。だが現時点では、第3四半期に同28%増、第4四半期に同22%増となった後は急激に鈍化し、2022年第1四半期に同6%増、第2四半期に同4%増となるとみられている。仮に予想がさらに引き下げられた場合、S&P500指数の来年度予想株価収益率（PER）は20倍となり、投資家の買い意欲は冷めるかもしれない。

年間利益1000億ドル

アップル<AAPL>は10月28日に2021年9月期決算を発表するが、フリーキャッシュフローが1000億ドルを超える可能性がある。これに匹敵する企業は、サウジアラムコだけだ。さらに3年以内には、マイクロソフト<MSFT>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アルファベット<GOOGL>がアップルに追い付く可能性もある。

これまでに年間の利益が1000億ドルに達した企業は2社しかない。1社は英国の通信会社ボーダフォン・グループ<VOD>だが、これはあまり意味がない。同社はベライゾン・ワイヤレスの株式を15年間保有していたが、2014年にベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>に株式を売却し、巨額の利益

を計上した。もう1社が2018年に中核事業で1110億ドルの利益を上げたサウジアラムコだ。原油価格の上昇と、2019年末のIPO（新規株式公開）前に税率が85%から50%に引き下げられたことにより、業績が向上した。

原油価格はコロナ禍で急落した後反発しており、サウジアラムコには今後4年間、1020億～1110億ドル程度の利益が見込まれる。だが企業の究極の成果は利益よりもフリーキャッシュフロー、つまり全てのコストを支払った後に使える現金だ。サウジアラムコの場合、設備投資の高止まりによりフリーキャッシュフローは利益よりもやや低く抑えられ、今後も1000億ドルを超えることはないとみられている。

アップルについての予想が正しければ、今後フリーキャッシュフローの増加は最小限にとどまると思われる。しかし、アップル以外の3社については、今後数年にわたり急速に増加すると予想されている。マイクロソフトの2021年6月通期のフリーキャッシュフローは560億ドルだった。アルファベットの2021年暦年の予想フリーキャッシュフローは680億ドルとなっている。今年支出が多かったアマゾンも来年は500億ドル、その後の伸び率は40%を超えるという予想もある。

4社に共通するのは、平均するとアナリストが2024年中にフリーキャッシュフローが1000億ドルに達すると予想していることだ。フェイスブック<FB>は後塵（こうじん）を拝し、2024年にようやく700億ドルを上回るとみられている。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

High Energy Prices Will Hit Consumers as well as Producers
エネルギー価格高騰、消費者のみならず生産者にも打撃

景気後退の不吉な前兆？

この1年、エネルギー価格の回復は、世界経済復活の兆しだと歓迎されていたように思われる。だが現在のあらゆるエネルギー価格の高騰は、経済成長を妨げるだけでなく、エネルギー会社自身をも脅かす不吉な前兆と受け止められている。

10月6日、欧州とアジアで天然ガス価格は過去最高を記録した。石油価格はここ数年来の最高値を記録した後、ロシアのプーチン大統領がこの冬の欧州向け天然ガス供給を増やす用意があると表明したことで一服した。シティのアナリスト、アラステア・サイム氏は今週、「（エネルギー価格に関する）“新パラダイム”については、需要が崩壊するリスクの上昇と、過去最高値に迫りつつあるエネルギー価格とのバランスを取りながら考える必要がある」「（エネルギー価格の高騰は）グローバル経済にとって紛れもない逆風だ」と記した。

これはエネルギーを消費する側に限った問題ではない。生産者も影響を受ける可能性がある。サイム氏は、価格高騰が今後も続くかは分からないとしている。エネルギーが不足すれば政治に影響を及ぼし、すぐにもコスト抑制や輸出制限となりかねない。9月には、米国の製造業関連の業界団体がエネルギー省に天然ガスの輸出制限を要請した。

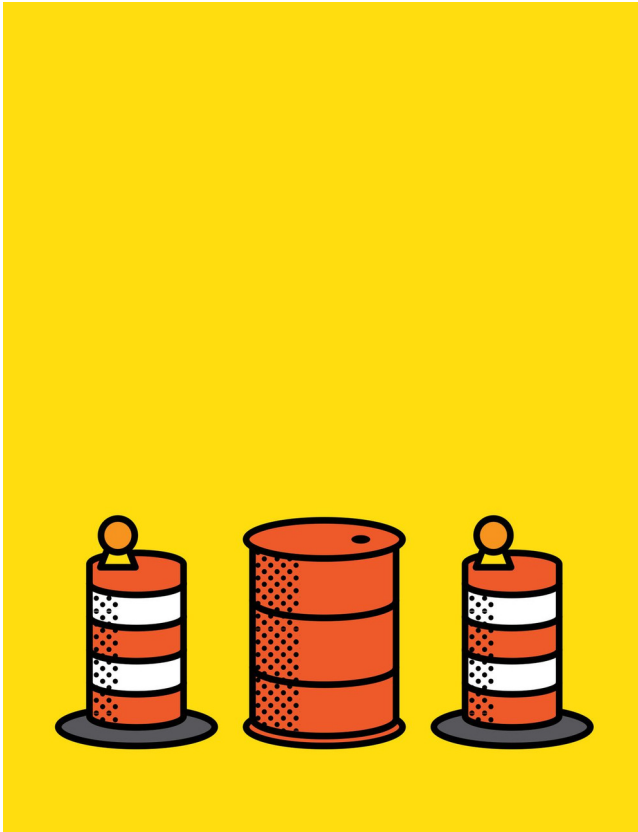


Illustration by Elias Stein

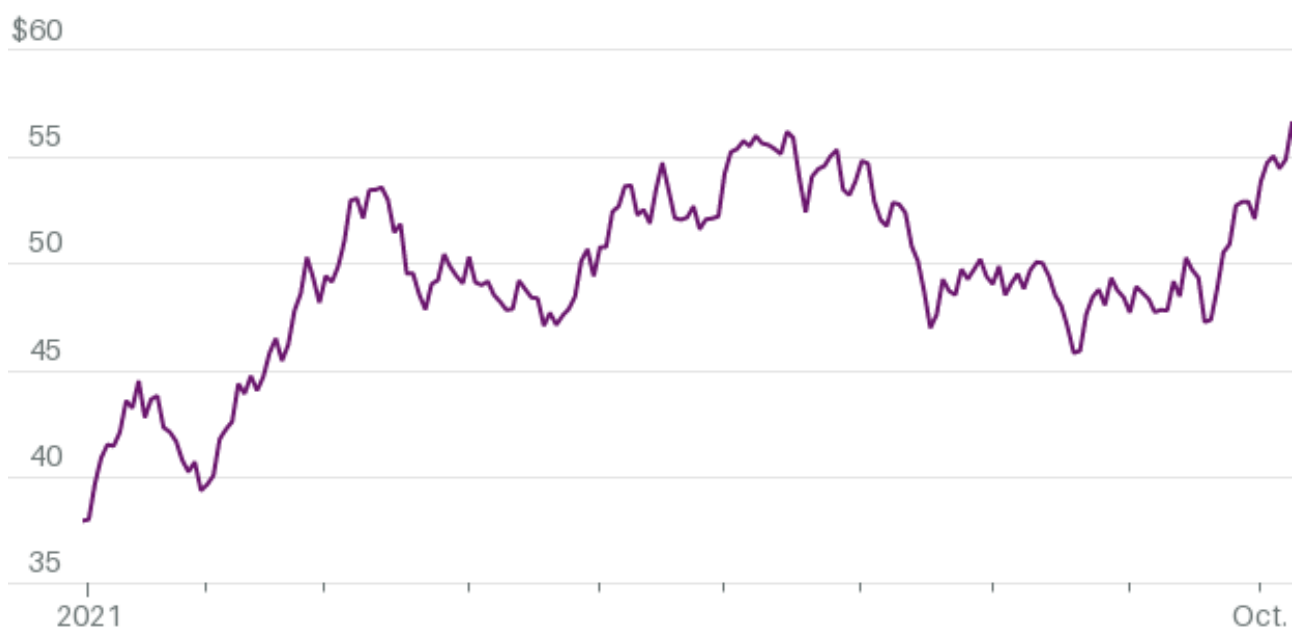
歴史的に見ると、石油価格の上昇は景気後退の前兆や原因になることがある。ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーで米国SPDR事業の最高投資責任者（CIO）を務めるマイケル・アローン氏は、エネルギー価格の高騰は、工場の操業コストが増える中国やドイツといった製造業中心の国に打撃を与えると指摘。米国などの高消費国でも、消費者が可処分所得の一部をガソリンに回さざるを得ないとの見方を示す。その上で「米連邦準備制度理事会（FRB）をはじめとする各国の中央銀行は、これを一過性のものだと考え続けるだろう」と述べる一方、「需要が急増すれば」金利を引き上げる可能性が高まると予測する。

今週の予定

The Price is Right

Energy stocks have steadily advanced as natural gas and crude oil prices rose in 2021.

Energy Select Sector SPDR ETF, 2021 Year to Date



Source: FactSet

10月11日（月）

- ・米債券市場はコロンスデーの祝日で休場。
- ・世界銀行と国際通貨基金（IMF）の年次総会が、主にバーチャルで開催。会合は17日まで続く。

10月12日（火）

- ・建設用資材販売のファステナル＜FAST＞が四半期決算発表。
- ・8月の求人離職統計（JOLTS）発表。エコノミスト予想では、8月末時点の求人件数は1110万件。過去最高を記録した7月をやや上回る。
- ・全米独立企業連盟（NFIB）が、9月の中小企業楽観度指数を発表。コンセンサス予想は99と、8月をわずかに下回る。

10月13日（水）

- ・第3四半期の決算発表が始まる。JPモルガン・チェース＜JPM＞が決算発表。KBW銀行指数は、米国債利回り上昇とFRBがタカ派寄りになっていることから年初来39%上昇している。
- ・資産運用大手ブラックロック＜BLK＞、航空大手デルタ航空＜DAL＞、金融サービス会社のファースト・リパブリック・バンク＜FRC＞が決算発表。
- ・医療機器大手メドトロニック＜MDT＞が投資家向け説明会を開催。ESG（環境・社会・企業統治）戦略について説明を行う。
- ・米連邦公開市場委員会（FOMC）が9月下旬に行われた金融政策会合の議事要旨を公表。
- ・9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5.3%上昇、食品とエネルギーを除くコアCPIは同4%上昇と、どちらも8月とほぼ同じペース。

10月14日（木）

- ・金融大手バンク・オブ・アメリカ＜BAC＞、シティグループ＜C＞、ウェルズ・ファーゴ＜WFC＞、モルガン・スタンレー＜MS＞、銀行持ち株会社U.S.バンコプ＜USB＞、医療保険会社ユニテッドヘルス・グループ＜UNH＞、ドラッグストア・チェーン大手のウォルグリーン・ブーツ・アライアンス＜WBA＞が四半期決算コンファレンスコールを開催
- ・パッケージ食品メーカーのホーム・フーズ＜HRL＞が投資家向け説明会を行い、長期戦略および主な取り組みについて説明を行う。
- ・9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（8月は0.7%上昇）。食品とエネルギーを除くコア指数は同0.4%上昇（8月は0.6%上昇）。

10月15日（金）

- ・金融大手ゴールドマン・サックス＜GS＞、物流大手JBハント・トランスポート・サービスズ＜JBHT＞、金融持ち株会社のPNCファイナンシャル・サービスズ・グループ＜PNC＞、不動産投資信託（REIT）大手プロロジス＜PLD＞、銀行持ち株会社トゥルイスト・ファイナンシャル＜TFC＞が決算発表。
- ・9月の小売売上高発表。コンセンサス予想は前月比0.1%減の6180億ドル。自動車を除いた数値は同0.6%増の予想（8月は1.8%の大幅増）。
- ・10月のミシガン大学消費者景況感指数発表。コンセンサス予想は74.8で、9月を2ポイント上回る。8月の数値は、消費者の間でインフレ懸念が増大したことから、ここ10年で最低であった。

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』 2021/10/10

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