

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2021/10/17

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. ビッグマネー調査：強気相場は停滞を乗り切れる - This Bull Market Can Weather a Setback, Money Managers Say [カバーストーリー]
資産運用マネジャーの長期見通しは前向き P.1
2. デル、VMウェアのスピンオフで復活か - How a Spinoff Could Unlock the Value in Dell's Stock [注目銘柄]
PC販売好調も株価は割安 P.5
3. 今も謎残るブラックマンデーの暴落 - The 'Black Monday' Market Crash Still Defies Explanation [米国株式市場]
今日への教訓とは P.8
4. 「モデルナの後ろ盾」、バイオテクノロジーを語る - The Man Behind Moderna on What's Next in Biotech [インタビュー]
多くのバイオテック企業を生んだアフェヤン氏 P.10
5. 大学基金が過去数十年間で最高のリターン - Venture Capital Drove Big Gains at University Endowments [フィーチャー]
ベンチャーキャピタルがけん引 P.13
6. 部品供給逼迫がアップル決算に与える影響 - Shortage Worries Could Create Bargains in Techland [ハイテク]
株価下落なら押し目買いの好機 P.17
7. 株価、年末に向け上昇も - Not Even Supply-Chain Issues Can Derail This Market [米国株式市場]
供給網の混乱は乗り越えか P.18
8. 株式市場を支配するハイテク5銘柄 - These 5 Stocks Control the Stock Market. [コラム]
底打ち感も安心はできない P.20
9. パンデミック後も労働者は戻らない - The Workers Won't Be Coming Back, Covid or Not. [フィーチャー]
金融政策の調整避けられず P.22
10. 今週の予定 - The Lithium Challenge : Meeting Years of Rising Demand for Electric Vehicles [経済関連スケジュール]
リチウムは長期的なEV需要増に応えられるか 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. ビッグマネー調査：強気相場は停滞を乗り切れる This Bull Market Can Weather a Setback, Money Managers Say 資産運用マネジャーの長期見通しは前向き

[カバーストーリー]

短期的な動向への懸念強まる

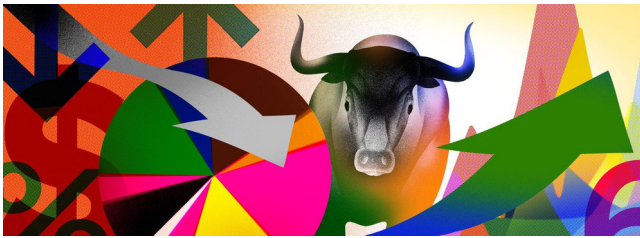


Illustration by Brian Stauffer

米国の資産運用マネジャーは、経済、金融市場、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）からの回復の長期見通しについて楽観的である。マネジャーが懸念しているのは短期的な動向だ。金融・財政政策は流動的である。サプライチェーン（供給網）のボトルネックと労働力不足がインフレを引き起こし、企業の利益率を圧迫しており、2020年のリセッション

（景気後退）からの回復は減速しつつある。さらに、株価は割高で、債券利回りは上昇しており、目先の状況はつい最近に比べて急速に難しくなっているように見える。

以上が、124社の機関投資家を対象とした今年秋の本誌ビッグマネー調査のメッセージである。今後12カ月の株式の見通しに強気と答えた回答者の割合は、今年春の前回調査の67%から50%へ低下した。中立的な見方は38%で、前回の26%から上昇した。弱気派は依然として少数で、12%にとどまっているが、それでも前回の7%から上昇している。

超緩和的な金融政策と財政政策によって、パンデミックの大部分の期間で経済と株式市場は好調を維持している。S&P500指数は2020年3月の底値から2倍に上昇した。米連邦準備制度理事会（FRB）が債券買い入れの縮小（テーパリング）を計画し、議会が将来の政府支出について争う中、資産運用マネジャーは政策ミスの可能性を株式にとって最大のリスクに挙げている。

他に資産運用マネジャーが懸念している事項としては、インフレ、債券利回りの上昇、税率の上昇、経済成長の鈍化などがある。新型コロナウイルスの感染拡大の再燃を最も懸念しているのはわずか3%で、前回と前々回の調査から大幅に低下した。

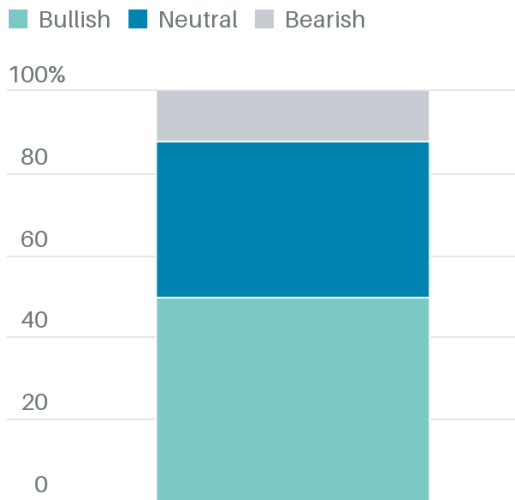
今後10年間の米国株予想リターンは年率6～10%

とはいえ、ほとんどの資産運用マネジャーは、こうした懸念が強気相場を終わらせるほどの問題になるとは考えていない。回答者の約80%は、今後6カ月以内に株式市場の調整（直近高値から10%以上の下落）が起きると予想しているが、同期間に弱気相場（20%以上の下落）に転じると予想する回答者の割合は10%未満だ。

強気派の予想では、来年6月末までにダウ工業株30種平均（NYダウ）は約6%上昇の約3万7000ドル、S&P500指数は8%上昇（配当を除く）の4812、ナスダック総合指数は10%上昇の1万6335に達するとみられる。回答者の92%は現在の株価の水準を割高または適正と考えているにもかかわらず、である。

回答者の3分の2超は今後10年間の米国株の年率平均リターンを6～10%と予想している。資産運用マネジャーの60%は株式を最も魅力的な資産クラスと回答しており、54%は米国が今後12カ月で他の株式

Describe your investment outlook for U.S. equities for the next 12 months.



市場をアウトパフォームするとみる。一方で、回答者の11%は金に投資している。不確実性やインフレに対するヘッジとして利用される金は、今回の調査で2番目に人気のある資産となった。資産運用マネジャーが予想する2022年半ばの金価格は、1トロイオンス当たり平均1836ドルで、直近価格を2%上回る。

セクター別のパフォーマンスについては、意見があまり一致していない。今後1年間に最も好調なパフォーマンスを上げるセクターとして、回答者の32%は金融、22%はハイテク、11%はエネルギーを挙げた。一方で、ハイテクのパフォーマンスが最も悪いと答えた回答者も22%に上り、公益の32%に次ぐ2位となっている。

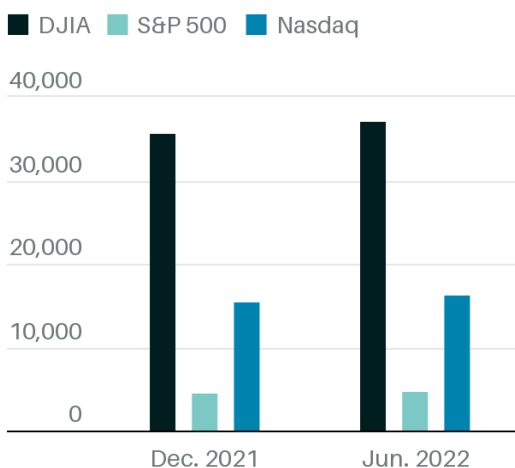
同様に、大型株と小型株の相対的な魅力度についても意見が分かれた。今後12カ月のパフォーマンスに関して、大型株が最も好調と予想した回答者の割合と、小型株が最も好

調と予想した回答者の割合はどちらも37%だった。残りの26%は中型株が最大の勝者になると考えている。

今年のGDP成長率の予想は5~6%

Where do you expect the following market measures to trade as of Dec. 31, 2021, and June 30, 2022?

Bullish



ほとんどの資産運用マネジャーは、今年の米国の国内総生産（GDP）成長率をインフレ調整後で5~6%とみている。これは1980年代以来で最も大きな伸びとなる。来年のGDP成長率は3~4%という見方が多数を占めるが、それでも金融危機後の平均を大幅に上回っている。一部の回答者は、堅調な経済が企業利益と株価の支えとなっているため、弱気な見方を取るのとは難しいと回答した。

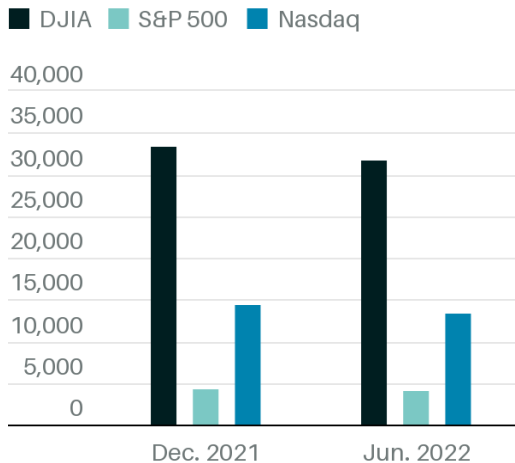
資産運用マネジャーの約60%は、FRBが今年中に毎月の資産買入額を縮小すると予想している。残りの回答者の大部分は、2022年中にテーパリングが開始されるとみる。半分強の回答者は、金融政策が正しい方向に進んでいると回答し、FRBがパンデミック下で経済を支え、金融危機を回避するために適切な緊急措置を取ったと述べた。しかし、批判派は急激なインフレの可能性を警告し、過剰な流動性が無数の資産のバブルを生み出したと非難している。

大部分の資産運用マネジャーは、2021年のインフレ率を4~5%かそれ以上と予想している。しかし、ほとんどの回答者は来年末までにインフレ率がある程度鈍化し、年率3~4%になるとみる。これにより、FRBに早期利上げを求める声が弱まる可能性がある。ほとんどの資産運用マネジャーは、FRBがフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を2022年下半期か2023年上半期に引き上げると予想している。

財政赤字の拡大を懸念

Where do you expect the following market measures to trade as of Dec. 31, 2021, and June 30, 2022?

Bearish



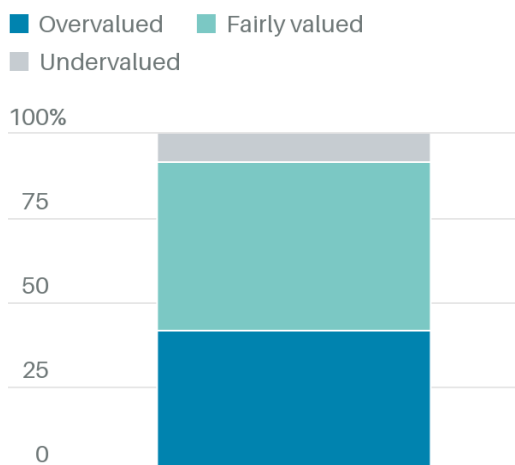
回答者は米国の財政政策に肯定的ではなく、賛成の割合は12%にとどまる。投資家は財政赤字と国家債務の増加を懸念しており、労働市場の逼迫（ひっばく）と高インフレにもかかわらず政府支出を増やす必要性を疑問視している。資産運用マネジャーは全体的に、現在の議会で議論されている支出法案の金額と範囲の縮小に賛成である一方、企業や個人の増税についてはそれほど心配していない。複数のマネジャーの見解では、法人税の増税による業績への逆風は株価におおむね織り込み済みである。

回答者のポートフォリオにおける資産配分の平均割合は、株式が68%、債券が18%、現金が8%、「その他」（主に金、ヘッジファンド、プライベートエクイティ、不動産）が4%である。6カ月前に比べて現金の割合を増やした回答者は32%、減らした回答者は18%だった。

回答者の約60%はバリュー株を選好している。魅力的なバリュエーションや、依然として好調な経済に加え、債券利回りの上昇が長期の利益成長を織り込んでいるグロース株の重しとなる可能性があるからだ。一方、グロース投資家は、パンデミック後の反発が終われば、経済成長率と債券利回りが再び低下するとみている。特にハイテク企業は、パンデミックの間に製品とサービスが一段と普及したため、引き続きアウトパフォームする見込みだという。

半導体メーカーや航空部品メーカーを選好

Is the stock market overvalued, undervalued, or fairly valued at current levels?



JAGキャピタル・マネジメントのノーム・コンリー最高経営責任者（CEO）兼最高投資責任者（CIO）は、「投資業界では誰もが、コロナ禍による売上高や契約者数の一時的な増加と、より持続的な増加を見分けようとしている」と語る。同氏は半導体の用途拡大を踏まえ、半導体企業に対して強気な見方を取る。上場投資信託（ETF）のiシェアーズ・セミコンダクターETF<SOXX>は、30社の半導体メーカー、半導体設計会社、半導体製造装置プロバイダーのバスケットへのエクスポージャーを提供する。

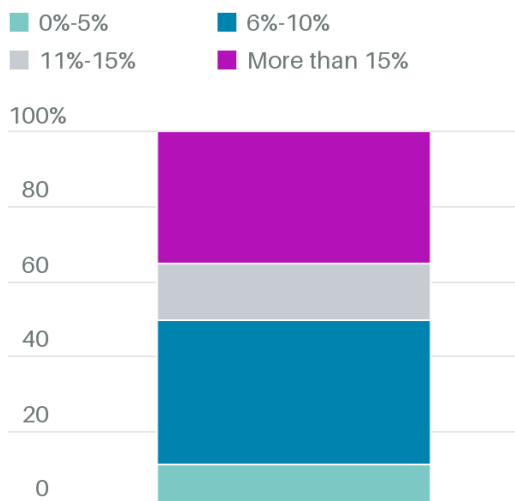
フロンティア・グローバル・パートナーズのホレイショ・バレイラスCEOは、来年の経済成長の鈍化を懸念している。そのため同氏は、堅固なバランスシートを有する収益性の高い企業に注目する。選好銘柄は、半導体メーカーの台湾積体回路製造（TSMC）<TSM>や、同じく半導体メーカーでアップル<AAPL>のサプライヤーであるスカイワークス・ソリューションズ<SWKS>などである。

バルカン・バリュー・パートナーズのC.T.フィッツパトリックCEO兼CIOは、パンデミックによって一部の企業が大幅に強化される一方、急激に弱体化した企業もあると指摘する。同氏はスカイワークスや、その競合企業のコルボ<QRVO>を選好する。両社はスマートフォンなどの無線端末向けの高周波部品を生産している。コロナ禍以前の事業は安定しており、業界は2社の複占状態に近かったため利益率の面でも有利だった。コロナ禍によってモバイル端末の需要が急増したことで、両社はさらに強くなった。

フィッツパトリック氏は航空宇宙業界向けの部品設計・製造会社トランスダイム・グループ<TDG>も選好している。同社は過去2年間の航空業界の歴史的な激震を生き残っただけでなく、プラスのフリーキャッシュフローを計上した。同氏は、旅行が回復し、航空会社が新たな航空機を注文するようになるにつれて、トランスダイムの売上高も回復すると予想している。

中国へのエクスポージャー回避

If you answered "overvalued," by how much is the market overvalued?



資産運用マネジャーの選好銘柄は米国株に偏っているが、彼らは海外、特に欧州と新興国にも大きな価値があるとみている。バレイラス氏は英国の保険会社リーガル・アンド・ジェネラル・グループ<LGEN.英国>を選好する。同社は年金事業を拡大しており、米国への進出を目指している。他にも、世界中で競合他社を買収しているフランスのコールセンター運営会社テレパフォーランス<TEP.フランス>も選好する。

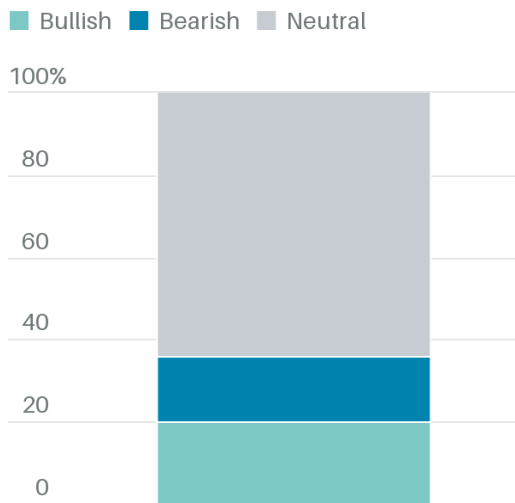
資産運用マネジャーにとって魅力が乏しい市場の一つは中国だ。今後12カ月以内に中国企業の米国預託証券（AD R）を購入する見込みとした回答者の割合は20%にとどまり、香港上場企業についてはわずか15%だった。中国の「共同富裕」政策や規制措置は、ライドシェア、学習塾、ビデオゲーム、カジノ、不動産開発などのセクターを標的としている。中国政府が特定の事業活動や利益を抑制しようとする中、こうした業界の株価は下落している。

高級ブランドメーカーも弱い立場にあると考えられる。また、外国人保有規制を回避するため、変動持ち分事業体（VIE）という構造を採用し、海外で上場する中国企業も危険だとみなされている。アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）<BABA>、JDドット・コム<JD>、ピンデュオデュオ（拼多多）<PDD>などの大手ハイテク関連企業はVIEを利用している。

コンリー氏は過去数カ月で顧客のポートフォリオにおける中国関連のポジションを縮小・売却したと言う。バレイラス氏も当面は中国に投資しないとしている。同氏は「政府の行動による潜在的な影響が大き過ぎる。バリュエーションはリスクに見合うほど割安ではない」と語る。

暗号資産には懐疑的だが前向きな見方も

Are your clients bullish, bearish, or neutral about U.S. stocks?



資産運用マネジャーは暗号資産（仮想通貨）に対しても懐疑的である。75%の回答者は、投資ポートフォリオに暗号資産を組み入れていないと回答した。しかし、複数の回答者は、米国の規制当局が関与を強めることで、暗号資産がプロの資産運用マネジャーに受け入れられ、主流の資産になる道が開けるとみている。それには、カストディアンとブローカーによる優れたソリューションが増加する必要もあるという。

一部の回答者は、一定の規制上の条件が満たされれば、わずかな割合の現金を暗号資産に変えることは合理的だと述べた。ポジションの平準化とリバランスは、ビットコインなどの暗号資産のボラティリティーをある程度緩和するのに役立つだろう。これにより、株式とも債券とも相関性がない不安定な代替資産へのエクスポージャーの負担を軽減することができる。

S&P500指数の年初来の上昇率は18%となっているが、アクティブ資産運用を追求するのは難しい。一部の資産運用マネジャーは、同指数をアウトパフォームするのに苦労していると述べた。プロとして運用する口座において、S&P500指数をアウトパフォームしているマネジャーの割合は50%にとどまっている。

FRBが数カ月中に資産買い入れを縮小する見込みである上に、インフレの定着によって一部の企業の利益率が圧迫されているため、米国の主要株価指数は以前よりも上昇しにくくなるかもしれない。しかし、景気見通しは堅調で、強気相場が終わると考えるには早過ぎることを示唆している。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

2. デル、VMウェアのスピンオフで復活か How a Spinoff Could Unlock the Value in Dell's Stock PC販売好調も株価は割安

[注目銘柄]

PC販売で業界をリード

近年、IT大手デル・テクノロジーズ<DELL>に注目する投資家はほとんどいなかったが、見直すべき時がきたようだ。

2013年、同社の創業者であるマイケル・デル最高経営責任者（CEO）は240億ドルのレバレッジド・バイアウト（LBO）を実施して同社を非上場とし、批判を浴びた。2018年に再上場を果たしたものの、複雑な取引構造と多額の負債で市場の評価はさえないかった。

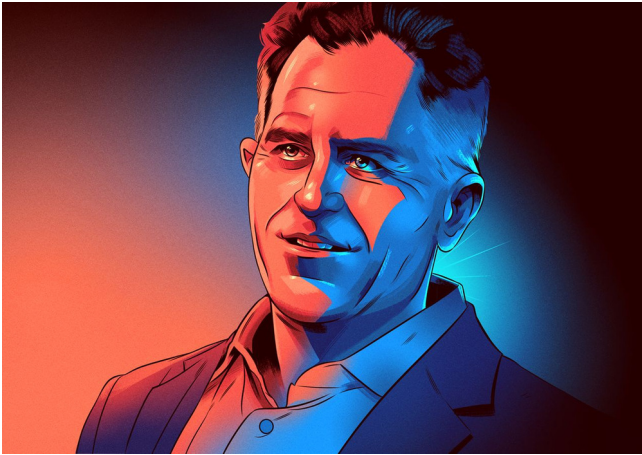


Illustration by Alexander Wells

同社は仮想ソフトウェアを開発・販売するVMウェア<VMW>を11月初旬にスピノフ（分離・独立）させる準備を始めており、強固なバランスシートとシンプルな企業構造を持つ、より魅力的な企業に生まれ変わろうとしている。世界トップレベルのITハードウェアメーカーであり、しかも株価は割安だ。PC、サーバー、ストレージ機器で業界をリードし、売上高は年90億ドルを超える。

レイモンド・ジェームズのアナリスト、サイモン・レオポルド氏は「VMウェアのスピノフで、デルの価値は上昇する」と述べる。

5～7月期売上高15%増

The New Dell Model

How the core Dell Technologies will look after the spinoff of its VMware stake and how it will stack up against its peers.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	2021E EPS	2021E P/E	Dividend Yield	Market Value (bil)	2021E Revenue (bil)
Core Dell Technologies	\$51.00*	NA	\$6.09	8.4	2.50%	\$39.80	\$94
HP Inc. / HPQ**	26.48	8%	3.74	7.1	2.9	30.5	62
Hewlett-Packard Enter/HPE**	14.72	24	1.93	7.6	3.3	19.3	28
Cisco Systems/CSCO***	54.62	22	3.43	15.9	2.7	230.4	53

NA=Not Applicable *Implied price of the core business excluding the value of the VMware stake, fiscal year ends Jan. 2022, projected dividend yield. **October fiscal yearend. ***Estimates for July 2022. E=estimate. Sources: FactSet, J.P. Morgan

株価は直近106ドル前後で推移しているが、株価の約半分はデルが81%保有するVMウェアの評価が反映されている。スピノフが完了すれば、株主はデル1株当たりVMウェア株を約55ドルで受け取ることになる。つまり「コア・デル（デル本体）」の株価は約51ドルというわけだ。

本来、コア・デルの時価総額は400億ドル近くであるはずだ。デルの株式は実質的に2022年1月期の予想1株当たり利益（EPS）約6ドル（現在のデルのコンセンサス予想EPS9ドルにはVMウェアの利益のうち同社に帰属する分が含まれる）の8倍で取引されていることになる。

JPモルガンのアナリスト、サミク・チャタージー氏は、「バリュエーションがデルの起爆剤となり得る」とし、同程度の株価収益率（PER）を持つ競合のHP<HPQ>やヒューレット・パカード・エンタープライズ<HPE>に比べ高く評価している。また同等の利益成長見通しを持つシステムズ<CSCO>と比べても同社のPERは半分だ。チャタージー氏は、コア・デルの投資判断を「オーバーウェイト」とし、目標株価を67ドルとする。

デルは9月、今後4年間の年間売上高成長率を3～4%、EPS伸び率を年6%超とする目標を発表した。チャタージー氏はこのガイダンスを保守的とし、1桁後半の年間利益成長率を見込む。2022年1月期の「コア・デル」の予想EPSを6.09ドル、来年度は6.55ドルと予想し、PERは10倍と予想するが、これでも市場全体の半分だ。

スピノフで、株主はデル1株につきVMウェア株を約0.44株取得する。1株あたり約55ドルのスピノフ

フ価格は、VMウェアの調整後の株価125ドル（最近の株価152ドルから、VMウェアがデルに支払う配当約27ドルを差し引いた金額）に0.44を乗じたものだ。

VMウェアは、セールスフォース・ドットコム<CRM>のようなサブスクリプション型ソフトウェア銘柄よりもはるかに割安だ。今年度予想PERは約21倍だが、成長は鈍化しており、企業のクラウド移行に伴う多くの課題に直面している。

一方、デルの業績は堅調なPC市場に支えられ好調だ。5～7月期の売上高は15%増、調整後利益は17%増となった。チャタージー氏は、「コロナ禍で恩恵を受けた個人向けPCビジネスの伸びが鈍化しても、同社が業界をリードする企業向けPCビジネスは今後さらに成長すると考えている」と言う。

■ スピンオフ後の配当利回り約2.5%も

デルの負債額（金融部門の負債を除く）は、VMウェアのスピンオフ後、約200億ドルまで減少し、負債から現金を引いた純負債額は2021年末には50億ドル近くになる見込みだ。また同社は、主要格付け機関2社から社債の投資適格格付を得ようとしてきた。

この通りに負債が減れば、2022年2月に始まる新年度から年間約10億ドルの配当が可能となり、スピンオフ後のデルの配当利回りは約2.5%となる。そうなればインカム重視のファンドにも魅力的に映るだろう。さらに同社は50億ドルの自社株買いプログラムを発表した。チャタージー氏は、年間約20億ドルの自社株買いを見込む。同社の発行済み株式数約7億6500万株のうち上場株式は約38%と比較的少ないが、自社株買いが進めばさらに減ることになる。同社株はデルCEOが約50%、投資会社シルバーレイクが12%を保有する。

問題は、デルの株式がデュアルクラスであることだ。デルCEOは、1株につき10票の議決権を持つスーパーボートンギング株（多議決権株式）を保有する。スピンオフ後のVMウェアと同様、デルも1株1議決権に移行することを望む投資家もいる。

そうなれば、デュアルクラスの企業の採用を認めないS&P500指数にデルが組み入れられる可能性も出てくる。しかし、デルCEOはこれを否定し、株式構造を変更する計画はないと述べている。これは多少マイナスと言えるだろう。だが何より重要なのは、割安で過小評価されている企業において、デルCEOと投資家の利害が一致していることだ。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

3. 今も謎残るブラックマンデーの暴落

[米国株式市場]

The 'Black Monday' Market Crash Still Defies Explanation

今日への教訓とは

暴落の兆候はあった



Steve Ringman/San Francisco Chronicle/Getty Images

1987年10月のブラックマンデーは前触れもなく突然起きたわけではなく、その兆候はあった。1982年8月に始まった強気市場がダウ工業株30種平均（NYダウ）を776ドル91セントから2722ドル42セントに押し上げ、NYダウの株価収益率（PER）が25年ぶりの高水準となる一方で、長短金利差は過去10年間で最大となっていた。NYダウは6週間にわたりこう着状態にあったが、10月14日水曜日になり95ドル46セント（3.81%）下落した。翌日はさらに57ドル61セント下げ、その翌日の金曜日は、強気相場に入っただけで最大となる108ドル36セントの下落となった。

翌月曜日（ブラックマンデー）の本誌のコラムでアラン・エーベルソン記者は、「ウォール街の流血」が市場の調整と弱気市場のどちらの兆候なのかが問題だと指摘し、「調整であれば、他人の株が下がるが、弱気市場なら自分の株が下がる」と書いた。それは弱気市場であり、全ての人の株が下がった。月曜日のNYダウは507ドル99セント下落し、1日の下落幅としては過去最大となる22.61%の下落を記録した。これは1929年の暴落あるいは新型コロナウイルスによる暴落を10%ポイント近く上回る下落だった。その影響は世界中に波及した。オーストラリアとニュージーランドではブラックチューズデーとして知られている。

この暴落はほとんどの暴落と同じように突然起きたように見えるが、それは極めてまれで極めて破壊的であったからにすぎない。全てのことには終わりがあるが、終わる時は驚きを伴うのが通常だ。今日の市場は新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）による下落相場を経て、再び高値の更新に向かいつつあるため、このことは覚えておく価値がある。

ブラックマンデーの警告サインについては、メリルリンチのボブ・ファレル氏が規模はともかく、時期については正しく予測しており、8月31日にエーベルソン記者に対して、強気相場は10月まで続き、「15%前後の真の調整の舞台が整う」と語っていた。

投資銀行シェアソンのエレヌ・ガザレリ氏は8月に弱気姿勢に転じ、「暴落前に自身のミューチュアル・ファンドの資金を引き上げることができた」と本誌の執筆者であったフロイド・ノリス記者が指摘している。しかし、同氏に続き、撤退を急ぐ動きはなかった。ほとんどの投資家が不意打ちを食らった。

市場暴落と回復の原因は



Bill Greene/The Boston Globe/Getty Images

ノリス記者は10月26日に「何が月曜日の売りのきっかけとなったか完全に明らかなわけではない」と書いた。過去および現在の市場観測筋の見方も同様だ。ノリスたちが犯人の1人として挙げたのは、株式市場の上昇局面で指数先物を購入し、下降局面で売却する比較的新しい種類の自動化されたトレーディング方法であるポートフォリオ・インシュアランスだった。しかし、株価下落の一因となったのは確かだが、「それが全てではなかった」とノリス記者は主張した。

ガザレリ氏は、数カ月前に、強気相場の他の潜在的な障害について警告していた。同氏は、4月6日にウォール・ストリート・ジャーナル紙に対し、「金利が劇的に上昇するか、米連邦準備制度理事会（FRB）が金融政策の引き締めを行うと判断した時にのみ、投資家は弱気になる」と語っている。FRBは1987年にインフレの進行を受け引き締めを踏み切った。そして、本誌元編集長ランドール・W・フォーサイスが1987年10月19日の本誌記事で述べたように、7月に8.5%であった30年米国債の利回りは10月14日に「ほぼ10年ぶりに10%の壁を突き抜け

た」。

フォーサイス元編集長は「金利の上昇だけでこの暴落は説明できない」とし、他の潜在的な要因として、貿易収支の悪化と連邦議会下院の「かなり恐ろしい税制改革案」とエコノミストが呼ぶものを挙げた。彼はその10年後に振り返り、為替相場を誘導するための国際的な取り組みに言及し、「金融政策が1987年10月の根本的な原因である」とした。

ノリス記者は、10月19日の暴落のきっかけが何であれ、その結果は「パニックだった」と書いた。NYダウは200ドル急落した後、「安値を拾う」動きがあり100ドル上昇したが、その後「売り一色」となり、1929年10月28日の元祖ブラックマンデーの記録的な下落率さえも大幅に上回る暴落となった。

そして、それで終わりだった。恐慌は起きず、景気後退さえ起きなかった。確かに富が失われ、企業が破綻した。しかし、弱気市場はわずか3カ月しか続かず、NYダウは2年後には暴落前の水準を回復し、再び急騰を始めた。10月20日にFRBのグリーンズパン元議長が、FRBに「経済・金融システムを支えるために流動性を供給する用意がある」ことを認めたことで、市場は落ち着きを取り戻したとされている。「グリーンズパン・プット」または「FRBプット」と呼ばれるこの誓約は、今でも市場の支えとなっている。しかし、市場暴落の原因と同様に、市場の回復はこれだけでは十分な説明ができず、株式市場の歴史における大きな謎の一つとして残されている。

ブラックマンデーの不可解さそのものが、当然のことながら、その恐ろしさだ。条件がそろえば、市場は森林と同様に小さな火花だけで燃え上がる。

By Kenneth G. Pringle
(Source: Dow Jones)

4. 「モデルナの後ろ盾」、バイオテクノロジーを語る The Man Behind Moderna on What's Next in Biotech 多くのバイオテック企業を生んだアフェヤン氏

[インタビュー]

■ フラッグシップ・パイオニアリングの成り立ち



Photograph by Jared Charney

ベンチャー創出企業であるフラッグシップ・パイオニアリングの創業者であるヌーバー・アフェヤン最高経営責任者（CEO）に話を聞いた。マサチューセッツ州ケンブリッジにある同社は、モデルナ＜MRNA＞をはじめ、過去数十年間に約70社のバイオテック企業の立ち上げに貢献してきた。

本誌：まず自身の生い立ちから。

アフェヤン氏：私はレバノンのベイルートで生まれた。私の父方の祖父はトルコを逃れてブルガリアに行き、父は共産主義政権が誕生した時

にブルガリアを脱出し、レバノンにたどり着いた。1975年、私が13歳の時に内戦が勃発し、われわれは政治難民としてカナダに受け入れられた。1983年に、マサチューセッツ工科大学の生化学工学博士課程に入学し、その課程の最初の卒業生となった。大学院生の時の偶然の出会いが、私の行き先を決めたようだ。国際競争力に関する会議のためにワシントンD.C.に派遣され時に昼食を共にしたのが、当時ヒューレット・パカードと呼ばれていた電子機器製造会社のデービッド・パカード氏だった。私は卒業後、バイオテクノロジー業界向けの機器を製造するパーセプティブ・バイオシステムズを設立した。1987年10月の株式市場暴落（ブラックマンデー）の翌日のことで、25歳だった私は、ダウ工業株30種平均やナスダック総合指数の暴落が起業に影響するとは全く知らなかった。しかし、私が話を持ち掛けていたベンチャーキャピタリストたちは、投資先企業の暴落で苦境に陥っていた。大変な時期だった。私は移民で、若かったため、相手にされず、スタートアップ企業が資金を得るにも、多くの不公平があった。

Q：どのようにして、ベンチャー創出企業に変化したのか？

A：1999年にニューコジェン（ニュー・カンパニー・ジェネレーションの意味）という名で現在のフラッグシップを立ち上げた。新しい会社を設立し、成長させ、運営したいという思いからだ。最初の10年間は、幾つかの外部企業へのシード投資も行っていたが、2008年以降は自社の発明やイノベーションに焦点を移した。われわれの仕事にはディールフローもデューディリジェンスもない。社内チームで全てを行う。

Q：ベンチャーキャピタルではないということか？

A：ベンチャーキャピタルのカテゴリーに入れられるが、唯一似ているのは、プール型投資ファンドで資金を調達することだ。投資期間は10～12年で、投資家はファンドのリミテッド・パートナー（有限責任組合員）となる。第7号ファンドまで調達した。最初のファンドは1億5000万ドルだったが、直近のファンドでは35億ドル規模にまで成長した。しかし、これらの資金の用途は、全て社内向けだ。現在、社内に32の組織があり、全部で約750人を雇用している。これらは最終的にスピナウトされる予定だ。

バイオテクノロジーの成果



Photograph by Jared Charney

Q：フラッグシップのスタートは、バイオテック第一世代から10年以上遅れたが、これまでの成果は？

A：この分野はまだ非常に初期の段階だ。私は最近、ハーバード・ビジネス・レビュー誌に、イノベーションの進め方に関する論文を共同執筆した。われわれは「リーピング（飛躍）」、つまり、既知のものから遠く離れたところに飛躍するという考えを持つ。まだ誰もいないというのが良い点だ。残念な点は、良い場所に着地したかどうか分からないことだ。そこで第二に、「創発的発見」と呼んでいるものがある。何らかのアイデアに対し、いかに愚かなものであるかを皆が主張し合う。これを繰り返していくと、ついに悪い点を見つけられない人が増えてくる。その後、研究室に入って、実際にできるかどうかを確かめる。

Q：例えば？

A：最近、体に良いウイルスが体内にあるのではないかと考え始めた。起業した五つの会社でマイクロバイーム（ヒトの体に共生する細菌・真菌・ウイルスなどの微生物）の研究をしていた。われわれが売却したばかりの会社で

は、抗生物質を避けるために鶏の飼料にマイクロバイーム製品を導入した。そこでわれわれは、人間の中でコロニー化している微生物がいるのなら、ウイルスがいはいはずがないと考えた。人間のゲノムにはウイルスのDNAが大量に組み込まれている。ゲノムをシーケンシングするたびに、役に立たないとみなされるDNAが大量に捨てられる。その多くはウイルスのDNAだ。われわれはそれらをシーケンシングし、あるファミリーを見つけた。

Q：アネロウイルスか？

A：その通り。3年の歳月をかけて、われわれのチームはこのウイルスを初めて体外に出し、ベクター化して人工的な遺伝子医薬品を送り込むことに成功した。遺伝子導入の代替手段として興味深いものになる可能性がある。現在、遺伝子治療にはアデノ随伴ウイルスやレンチウイルスが使われている

が、これらは免疫反応を引き起こし、再投与できない。われわれが見つけたアネロウイルスは、再投与可能だ。

Q：その企業がリング・セラピューティクスというわけだ。他にあるか？

A：われわれのプロジェクトの多くは、プログラマブルな医薬品（DNAとコミュニケーションして変化を起こす薬）に関わるものだ。私がこの分野に身を置いている間、薬といえば低分子やタンパク質が主流だった。しかし、それらはプログラマブルではない。核酸ベースの医薬品、特にメッセンジャーRNA（mRNA）は、遺伝子コードベースの分子がいかに強力であることを示している。

Q：新型コロナウイルス感染症ワクチンのようなmRNA医薬品を開発するためにモデルナを設立したが。

A：2010年にモデルナを設立した後、われわれは、同じような優位性のある他の場所を探り始めた。われわれは、エピゲノム・プログラムと呼ばれるものを使って、「オメガ」と呼ぶコードベースの医療プラットフォームに取り組んできた。われわれのゲノムのDNAには、その発現を制御する分子も付随している。この分子によって、細胞は肝臓にも筋肉にもなる。ゲノムは同じでも、エピゲノムによって細胞の働きは変わるのだ。エピゲノムは、あらゆる病気に関わっている。これまでは、根本的なゲノムを変えずにエピゲノムを変えることはできなかった。しかし、7月に上場したオメガ・セラピューティクス<OMGA>は、オメガ・エピゲノミック・コントローラーと呼ばれるプログラマブルな医薬品を開発した。

Q：非公開企業のテッセラ・セラピューティクスは、ゲノムの正確な位置に遺伝子を挿入する研究を行っているが。

A：テッセラでは、「ジーン・ライティング」と呼ばれる全く新しいプラットフォームを開発した。また、ラロンデでは、環状型RNA（eRNA）を開発した。通常、mRNAは数時間で分解されてしまうが、われわれは、1本のRNAから数カ月わたってタンパク質を持続的に発現させる能力を示すことができた。これは自然界では見られないことで、いわば劣化しない鋳型だ。

最新の研究は、トランスファーRNA（tRNA）の分野だが、これまで薬になったことはない。われわれは、これをプログラマブルにしようとしている。DNAからRNAへの移行の過程で、DNAを構成するヌクレオチドがmRNAに転写される。mRNAは細胞内のリボソームに取り込まれ、リボソームがRNAをタンパク質に変換する。リボソームの中には、tRNAと呼ばれるRNAがある。このtRNAは、高度に構造化された魔法のような分子だ。tRNAの一方の端は、mRNAの三つの塩基を読み取り、tRNA分子のもう一方の端にはアミノ酸があり、リボソームがアミノ酸をつなぎ合わせてタンパク質を作る。

Q：他に興味のある分野は？

A：2年半前から取り組んでいる「先制医療」と呼ばれる分野がある。この分野は、将来の健康に大きな影響を与えていると考えている。われわれはこれまで、末期の病気に取り組む傾向があり、ほとんどの病気、特にがんは、遅くなってから治療される。病気になる前に使われる予算としてはワクチンのみで、2年前の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）までは、医療予算の2.5%がワクチンに費やされていた。われわれは、六つの異なるプロジェクトでこの問題に取り組んでいる。「フラグシップ・ラボ77」と呼ばれる組織は、ウイルス全般の脅威に対する病原体シールドを構築し、全ての変異体を同時にカバーできるワクチンを作ろうとしている。また、文字通りステージゼロのがんを血液中で検出する能力を追求している。

Q：イルミナ<ILMN>傘下の血液検査によるがん検診のグレイルとの競合ということか？

A：グレイルは、早期がんの検出を目指している。われわれは、前がんの検出ができると考えている。

Q：臨床試験はどうなるか？

A：それを考えるのがわれわれの仕事だ。今の医療システムは、「死にかかってようやく治療する」という態度だ。糖尿病予備軍は特定できたのだから、他の病気でもできるはずだ。科学者たちが、社会や規制当局、政府と積極的に関わっていかなければならない。新しい分野で、従来の合理的な限界を超えたことを禁止してしまうと、進歩がなくなる。規制面で答えが得られなくても、合理的とはみなされない主張がしばしの間許されれば、何か革新的なことにつながる可能性もある。われわれはそれを目指している。

By Bill Alpert
(Source: Dow Jones)

5. 大学基金が過去数十年間で最高のリターン Venture Capital Drove Big Gains at University Endowments ベンチャーキャピタルがけん引

[フィーチャー]

大学基金モデルの復活か



Maddie Meyer/Getty Images

大学基金のリターンは長年にわたって平凡と言われ続けてきたが、ベンチャーキャピタルや株式の素晴らしいパフォーマンスに支えられ、ついに投資においてA評価を得た。

具体的には次の通りだ。マサチューセッツ工科大学によると、大学の会計年度末である6月30日時点の過去1年間で、同大学基金は55.5%増となり、金額ベースで90億ドル増加の274億ドルになった。ブラウン大学でも、86.8%上昇したプライベートエクイティや58.9%上昇した株式がけん引し、同大学基金全体は同期間で51.5%

増加し、69億ドルとなった。またワシントン大学セントルイスの基金全体も同期間で65%増となり、金額ベースで50億ドル増加の153億ドルとなった。

ケンブリッジ・アソシエイツで基金・財団部門のグローバル・ヘッドを務めるマーガレット・チェン氏は、「米国の株式は非常に好調で、ベンチャーキャピタルはそれ以上だ。長年にわたってプライベート投資への配分を高く維持した投資家は他をアウトパフォームしている」と言う。

エール大学が提唱する「大学基金モデル」では、ベンチャーキャピタルやプライベートエクイティなどの流動性の低い資産への配分を大きくし、株式投資を大幅に減らすことを唱えている。

しかし、株式が好調だった過去10年間は、オルタナティブ投資への配分を高めた場合、結果は思わしくなかった。全米大学実務者協会（NACUBO）と全米学校教員保険年金協会（TIAA）が2020年に行

った共同調査によると、6月30日時点の過去10年間の大学基金のリターンは年率平均7.5%で、S&P500指数の同14.8%の約半分だった。

バージニア大学インベストメント・マネジメント・カンパニーの元最高投資責任者（CIO）で、現在は運用資産200億ドルのマケナ・キャピタルのCIOであるラリー・コーチャード氏は、「これは大学基金モデルの復活だ。大学基金モデルは過去10年間に多くの批判を受けてきたが、長期的な視点に立てば、このモデルはより大きなリターンが得られることが明らかになった」と言う。

10月14日、ハーバード大学は、大学基金最大の532億ドルの資産を有する同大学基金の前年度の運用成績がプラス33.6%だったと発表した。ベンチャーキャピタルを含むプライベートエクイティ・ポートフォリオの77%増、株式の50%増が貢献した。ただし、ハーバード大学基金は、より保守的なアプローチをとっているため、他の大学基金に比べ劣後した結果となっている。2016年12月にN・P・ナーベカー氏がハーバード・マネジメントの最高経営責任者（CEO）に就任して以来、プライベートエクイティへの配分を2019年度の20%から33%に増やしている。

ケンブリッジの暫定的なデータによると、2021年度の全大学基金のリターンは、中央値でプラス33.3%だった。資産が10億ドル以上の大学基金に限定すれば、リターンの中央値はプラス36%だ。同期間にS&P500指数のリターンは配当を再投資する前提でプラス41%となるが、多くの大学基金がこれを上回った。

一方、NACUBOとTIAAの共同調査によると、大学基金は新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の初期に打撃を受け、2020年度の運用成績は平均でわずかプラス1.8%だった。これに対して、同期間にS&P500指数のリターンはプラス7.5%だった。

エール大学基金は40.2%増加し、金額ベースで121億ドル増加の423億ドルとなった。5月に逝去し、エール大学基金を長年率いたデービッド・スウェンセン氏は、公開株式よりもプライベートエクイティ、ベンチャーキャピタル、天然資源、不動産などの流動性の低い資産クラスに好んで投資し、そのアプローチは投資家の間で広く模倣された。エール大学では、スウェンセン氏の後任として、2007年から同大学基金に勤務し、ベンチャーキャピタル運用を担当していたマシュー・メンデルソン氏をCIOに任命した。

■ 各大学、軒並み基金増やす

2021年度のその他の大学基金のパフォーマンスは以下の通りだ。150億ドルのノースウェスタン大学基金のリターンは42.2%となった。2月に同基金のCIOに就任したエイミー・フォールズ氏は、「多くのことがうまくいった。株式運用のパフォーマンスには満足している。ベンチャーキャピタルはとりわけ好調だった」とインタビューで語った。フォールズ氏によると、ベンチャーキャピタルのポートフォリオは今年度、115%の伸びを示したという。

ワシントン大学セントルイスのアンドリュー・D・マーティン学長は、9月の声明の中で、同大学基金の65%のリターンは、大学の取り組みを支援する機関として「大きな変化の瞬間」であったと述べている。このリターンにより、現在の基金は金額ベースで50億ドル以上増加し153億ドルとなった。

2017年に同基金の責任者となったスコット・ウィルソンCIOは、グローバル株式ポートフォリオは71.

Soaring Returns

U.S. university endowments are posting their best returns in decades, thanks to the soaring stock market and stellar results in venture capital and private equity. Results are for fiscal year 2021 through June 30.

University	Value (bil)	Gain
Washington University in St. Louis	\$15.30	65%
Bowdoin College	2.7	57.4
Vanderbilt University	10.9	57.1
Duke University	12.7	55.9
Massachusetts Institute of Technology	27.4	55.5
Brown University	6.9	51.5
Northwestern University	15	42.2
Cornell University	10	41.9
University of Pennsylvania	20.5	41
Harvard University	53.2	33.6

Source: the schools

5%上昇し、買収・ベンチャーキャピタル・ディストレスト債・成長株投資は82%上昇したとインタビューで語った。

バンダービルト大学基金は57.1%増、金額では40億ドル増加して109億ドルに達した。127億ドルのデューク大学基金は55.9%増加し、ボードウィン大学基金は57.4%増加して27億ドルに達した。

アイビーリーグでは、205億ドルのペンシルバニア大学基金が41%増加し、コーネル大学基金は41.9%増加して過去最大の100億ドルに達した。85億ドルのダートマス大学基金は46.5%増加した。

ドットコムバブル以来の高パフォーマンス

ウォール・ストリート・ジャーナル紙によると、ベンチャーキャピタルは1990年後半のドットコムバブル以来最高のパフォーマンスとなる見通しだ。急成長企業は投資家を引き付け、パンデミック（世界的大流行）中に在宅勤務が増えて特にテクノロジーセクターで業績が加速した。企業は上場までより長い期間を取り、新規公開時の企業規模は過去最大だ。

チェン氏は「われわれの生活全てがテクノロジーに関わる。テクノロジーはパンデミックにより飛躍的に発展した」と語った。

大学基金がこれほどパフォーマンスを上げたのは1990年代のドットコムブーム時が最後で、当時はその後すぐブームは崩壊した。ケンブリッジによると1999年の大学基金のパフォーマンスの中央値は37.7%だ。

NACUBOとTIAAの2020年調査によると、資産規模10億ドル超の大学基金は資産の平均15%をベンチャーキャピタルに振り向けている。

同比率は小規模基金では大きく低下し、資産規模1億100万～2億5000万ドルの基金ではベンチャーキャピタルの投資比率は6%だ。ケンブリッジのチェン氏は「プライベート資産に長く高い比率で資産配分する基金がアウトパフォームするポテンシャルがある」と語った。

結果が好調であったことを示すもう一つの点は、大学基金のパフォーマンスが米国の基金を全般的に上回ることだ。ウィルシャー・トラスト・ユニバース・コンパリソン・サービスによると、米国の基金の2021年度のパフォーマンスの中央値は手数料控除前で27.2%と1986年以来最高だ。大学基金の数値は手数料控除後だ。

ハーバード大学基金のパフォーマンスは他大学を下回る。10月14日公表の同大学のアニュアルレポートでナーベカー氏は、過去10年間に基金が「他の多くの大学に比べリスクを引き下げた。将来に向けて大学にふさわしいリスク許容水準を設定することは、基金にとり欠かせない受託責任だ」と述べた。

同氏は「過去1年間の市場全体の驚異的に好調なパフォーマンスから見て、ポートフォリオのリスクを大きく高めていれば、基金のパフォーマンスは大幅に押し上げられていただろう」と述べた。

同氏は他の大学基金運用者と同様に、基金のパフォーマンスは流動性がより低い代替資産に何年も前に投資した結果だと指摘した。

同氏は「ベンチャーキャピタルのポートフォリオ構築には何年もかかるが、その理由は、投資時期の分散、マネジャーの選択を非常に慎重に行うこと、優秀なマネジャーが基金の出資金を全額投資に充当するには時間がかかることなどだ。驚くことではないが、昨年のベンチャーファンドの素晴らしいパフォーマンスの相当部分は10年前の投資に関わるものだ」と述べた。

■ 好調が継続するとは限らず

多くの大学基金運用者はこれほどの高いパフォーマンスが毎年続くことはないと警告する。ナーベカー氏は「経験豊富な投資家であれば理解できることだが、ハーバード大学基金は毎年33.6%も増加するわけではない。実際、今後も減少する年は必ずあるからリスク許容度の理解は重要だ」と述べた。

コーネル大学基金のケネス・ミランダCIOは、10月14日の声明で、2021年度のような単年度のパフォーマンスは「珍しく、市場は時間とともに平準化する傾向がある」と述べた。

ミランダ氏は「前年度は様々なイベントが重なるなど、異例の年だった」と述べ、米国の金融・財政政策に支えられて市場がパンデミックによる安値から反発したことを指摘した。また同氏は「基金の投資期間は複数年、あるいはほぼ永遠に及び、資金は強気市場と弱気市場を通じてコーネル大学の何世代もの学生、教員、スタッフ、そして研究の目的のために受託管理されなければならない」と述べた。

By Mary Romano
(Source: Dow Jones)

6. 部品供給逼迫がアップル決算に与える影響 Shortage Worries Could Create Bargains in Techland 株価下落なら押し目買いの好機

[ハイテク]

iPhone13生産を大幅縮小か



Jeenah Moon/Bloomberg

ハイテク企業の第3四半期決算発表シーズンが始まろうとしている。どの企業の決算説明会でも、目下の部品供給の逼迫（ひっばく）、完成品の生産の遅れ、製造能力が受けている打撃、手頃な料金の輸送手段の不足が話題となる可能性が高い。幾つかの企業は失望的な決算を発表し、株価の下落が押し目買いの好機をもたらすだろう。

先週、ブルームバーグ通信がテキサス・インスツルメンツ<TXN>とブロードコム<AVGO>による半導体供給の逼迫を受けてアップル

<AAPL>がiPhone（アイフォン）13の2021年10～12月期の生産計画を大幅に縮小したと報じた後、アップルの株価が下落した。ハイエンドのiPhoneに使用するカメラモジュールの供給量が不足しているとの観測もある。

供給のボトルネックをすぐに解消する方法はない。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の影響でベトナム、マレーシア、フィリピンの電子部品メーカーは生産量を減らしている。さらに、貨物輸送が停滞しているせいで航空、鉄道、海上貨物の運賃が高騰している。メーカーと小売業者はコスト上昇分を吸収して利益率を低下させるか、販売価格に転嫁するしかない。

部品供給の逼迫が四半期決算に与える影響は企業によって異なる。強いブランド力を持つ企業の場合、部品が不足すれば単に購入を遅らせるという選択肢が考えられる。一方、プリンターを製造・販売するHP<HPQ>のような企業がそうした選択をするのは難しい。特定のプリンターを長期間待って買おうとする消費者はいないからだ。

目先は販売減も長期的被害ゼロ

アップルの場合、iPhoneの部品供給の逼迫は目先の決算に影響を及ぼす可能性があり、10月28日に発表される業績見通しは引き下げが予想される。ニーダム・アンド・カンパニーのアナリスト、ローラ・マーティン氏は先週、2021年10～12月期のiPhone販売台数予想を1000万台下方修正して8000万台とした。だが最終的に、部品供給の問題は解消するだろう。

モルガン・スタンレーのアナリスト、ケーティー・ヒューバティー氏は先週、「供給不足は将来の四半期のiPhoneの販売台数を押し上げるだけだ」と書いている。アップルの長期的な被害はゼロになりそうだ。

アップルは結局のところ詳細なガイダンスを公表しない最近のパターンを踏襲するとみられ、サプラ

イチェーン（供給網）の見通しに関する慎重なコメントが発表されれば株式の条件反射的な売り圧力となる可能性がある。その場合、押し目買いの好機となるだろう。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

7. 株価、年末に向け上昇も Not Even Supply-Chain Issues Can Derail This Market 供給網の混乱は乗り越えか

[米国株式市場]

調整局面待っていた投資家



Spencer Platt/Getty Images

結局、世界に終わりは来ないのかもしれない。市場の調整局面を待ち構えていた投資家は、年末に向けた株価上昇を覚悟しなければならなくなりそうだ。そして、株価が上昇すれば投資家は喜ぶはずなのだが、そうならないかもしれない。

投資家は株価の調整に備えていたが、それは実体経済に問題があるからではない。需要は底堅く、雇用や賃金も上向いている。インスティテットのストラテジストであるフランク・カッペレリ氏は、通常であれば9月と10月は市場のボ

ラティリティーが高まる時期であるため、調整に備えるタイミングとしては正しいように感じられたと述べる。懸念する理由は季節性の問題だけでなく、「S&P500指数は2020年3月の安値から100%超の上昇となっており、8月が終わると、より強気の株価上昇シナリオを見極めるのが難しくなった」と同氏は指摘する。

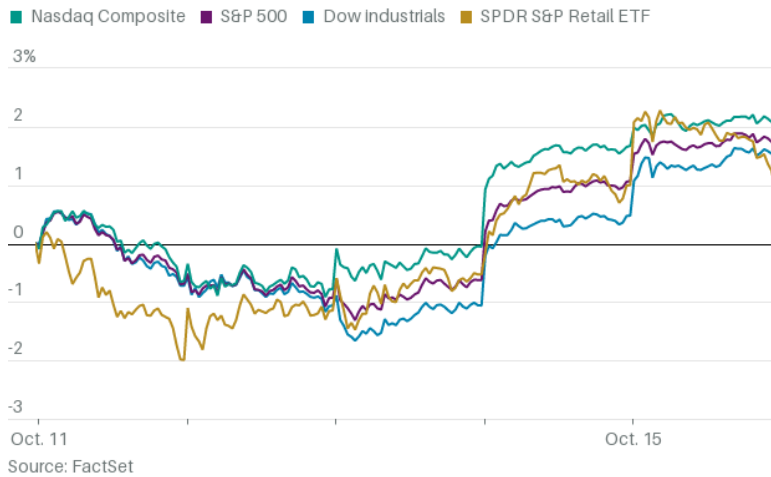
その後投資家は、「サプライチェーン（供給網）の混乱」という調整の理由をつかんだと思った。全米の港で船が荷揚げの順番を待つ中、輸送コストが上昇し、小売店の棚が空っぽになったからだ。品不足と物流コストが多くの企業の第3四半期の売り上げと利益率に大きな打撃を与えるというシナリオだ。

最悪の状況は織り込み

しかし、こうした総悲観論で問題となるのは、皆が同じことを考えた時点で株式市場は既にそれを織り込んでいるという点だ。サプライチェーンの問題で株価は調整し、夏休みの終わりを示す「レーバーデー」明けの終値からS&P500指数は約1%調整しているものの、ここ数週間は結果的に大きな動きに至らなかった。

先週の主要株価指数の動きを見ると、S&P500指数は1.8%上昇して4471.37となり、ナスダック総合指数は2.2%高の1万4897.34となった。同指数のレーバーデー以降の下落率は約3%だ。一方、ダウ工業株30種平均は先週1.6%上昇して3万5294ドル76セントで引け、レーバーデー以降でもわずかに上昇し

Market Snapshot



ている。小型株のラッセル2000指数は先週1.5%高の2265.65で週末を迎えた。

このように市場に方向性が出なかった6週間の間に、最悪の状況は織り込まれたのかもしれない。全体の状況が好転しているからだ。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・カルバシーナ氏は輸送コストが低下し始めた指摘。新型コロナウイルスの新規感染者数が再び減少し始めたことでコストが

下がり始めたと言明した。

世界全体の新型コロナウイルスの新規感染者数は、8月に7日間平均でおよそ66万4000件を付けた時点でピークを迎え、現在は約40万6000件となっている。米国では9月のピーク時に約17万1000件だったのに対し、現在は8万7000件程度となっている。

エネルギーと金融株に注目

状況が好転すれば、第3四半期の決算発表に伴うコンファレンスコールでは、年末から2022年初頭にかけて驚くほど明るい見通しが経営陣から示されるかもしれない。カルバシーナ氏は、投資家がリフレ銘柄を重視した投資スタンスを取ることを推奨している。2020年に大手ハイテク企業に出遅れたオールドエコノミーのセクターに、価格上昇の恩恵がもたらされるからだ。

同氏はエネルギーと金融セクターがアウトパフォームするとみている。両セクターともサプライチェーンの問題とは無縁であり、両セクターの企業の業績予想に対して依然として上方修正が行われている点を指摘する。

2021年のここまでエネルギー株や金融株は堅調に推移してきたが、カッペレリ氏も同じ見方で、「金融株は上値を抜けようとしている」と述べる。

エネルギー株は安値からの上昇率で見ると「大きく上昇している」ことになるが、10年前からのチャートを見ると、エネルギー株の上場投資信託（ETF）にはまだ上値があるように見える。エネルギー株と金融株のポートフォリオへの組み入れが、投資家にとって調整モードから脱却する手助けになるかもしれない。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

8. 株式市場を支配するハイテク5銘柄 These 5 Stocks Control the Stock Market. 底打ち感も安心はできない

[コラム]

債券利回り上昇に懸念



Feline Lim/Getty Images

株式市場が底打ちした理由を探しているのであれば、5大ハイテク銘柄以外を見る必要はない。そして、株式市場が再び下落するかもしれない理由を探しているのであれば、やはり5大ハイテク銘柄だけを見ていれば良い。

S&P500指数が9月2日の最高値から10月4日まで5.2%下落した間に、アップル<AAPL>、マイクロソフト<MSFT>、フェイスブック<FB>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>およびアルファベット<GOOGL>の株価は平均で8.6%下落した。この5銘柄でS&P500指数の時価総額

の約5分の1を占めているため、このような状況で指数が上昇するのはほとんど不可能だ。10月4日以降では、5銘柄の株価は上昇に転じ、平均上昇率は4.1%となっている。その結果として、S&P500指数の終値は約3週間ぶりに50日移動平均を下から突き抜けており、それは、市場が再度の上昇態勢を整えている可能性があることを示している。

過去1週間半で大手ハイテク銘柄の株価を押し上げるような新しいニュース、少なくとも良いニュースがあったわけではない。アップルは、部品不足を理由にiPhone（アイフォーン）を減産すると報じられた。マイクロソフトはリンクトインの中国からの撤退をついに決めた。フェイスブックは、やはりフェイスブックのままだった。アマゾンはインドで他社の人気商品を模倣したと非難された。アルファベットだけが、対外的に悪い印象を与えずに株価が反発しており、JPモルガンは最近同社を、大手インターネット株の中で最も選好しているとした。

しかし最近では、債券利回りの大幅な変動の影響が、うわさや中傷、さらにはゴシップの影響を上回り得る。米10年債利回りは9月2日の1.29%から10月11日の1.611%まで急上昇しており、それは大手ハイテク銘柄の株価下落の時期と一致している。そして、先週のハイテク銘柄は、10年債利回りが1.519%に再び低下したのと同時に上昇した。15日午後早い時間の10年債利回りは1.576%だった。

債券利回りとハイテク銘柄の株価の連動は錯覚ではない。S&P500指数のテクノロジー・セクターのS&P500指数に対する相対パフォーマンスと10年債利回りの間の相関係数は、年初来がマイナス0.69で、9月30日までの126日ではマイナス0.78だった（二変数間のマイナス1の相関係数は、両者の方向性が完全に逆であることを意味する）。

BMOキャピタル・マーケットズのチーフ投資ストラテジストであるブライアン・ベルスキ氏は、「最近の傾向の結果、利回りが上昇すればハイテク株にとって無条件の悪材料となり、投資家の間に株価下落の懸念を即座にもたらすことになる」と書いている。

しかしベルスキ氏は、ハイテクセクターの相対パフォーマンスと10年債利回りの間の過去の相関性は、特定のパターンがなく負から正へ、そして正から負へ変動してきたと付け加えている。実際、金利が上昇した過去5回の時期に、ハイテク株はS&P500指数をアウトパフォームした。そして10年債利回りの2020年3月の底打ち以降でもアウトパフォームしている。ベルスキ氏にとってそれは、ハイテク投資家は慎重になるべきだが、株式全体を売ることは避けるべき兆候だ。同氏は、「S&P500インフレーション・テクノロジー指数の今後数カ月のパフォーマンスは市場並みとみており、銘柄選択が重要と考える」とアドバイスする。

■ まだ残る悪材料

セブンス・レポートのトム・エッセイ氏は、大手ハイテク株にとってリスクは利回り上昇だけではないとみている。ハイテク株は規制の逆風に直面しており、規制がついに牙をむき始める可能性がある。同時に、新型コロナウイルス感染者数は減少が続いており、利益と株価に対する追い風を失いつつあるとも示唆される。

エバーコアのアナリストであるマーク・マハニー氏は、14日にフェイスブックを同氏の戦術的アンダーパフォームのリストに追加した時に、アルファベットやツイッター<TWTR>を含むオンライン広告プラットフォーム企業の環境は厳しくなる可能性があるとは指摘した。マハニー氏によると、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）によって後押しされたオンラインショッピングは勢いを失いつつある。「今や、状況が逆転する公算が大きく、広告プラットフォーム企業にとって悪影響になるとわれわれは考えている」と書いている。

他の大手ハイテク企業も同様の問題に直面している。クレディ・スイスのデータによると、インターネット小売り企業の利益は前年比で20%以上減少すると予想されている。コスト上昇に直面するとともに国際的に事業を拡大するために支出を増やしているアマゾンにとって、特に痛みを伴う可能性がある。そのため、ベアードのアナリストであるコリン・セバスチャン氏は、第4四半期の同社の営業利益予想を76億ドルへ引き下げた。市場のコンセンサス予想は81億ドルとなっている。

セバスチャン氏は、「アマゾンが成長とグローバル・サービスに引き続き焦点を当てるとわれわれは想定しており、そのため最前線の従業員の人件費、輸送および物流費用（燃料および設備の価格上昇を含む）、製品コスト、さらにはテクノロジー（サーバー、半導体およびネットワーク機器）の費用上昇を吸収する必要がある」と書いている。

ニーダムのアナリストのローラ・マーチン氏はアップルの利益予想を下方修正しており、同氏は、7～9月期の利益は大丈夫だろうが、10～12月期はiPhone販売の減少の打撃を受ける可能性があるとは主張する。とはいえ、マーチン氏はアップルの投資判断を買いとしている。決算発表に向けて、マイクロソフトだけが明確な問題を抱えていないようにみえる。

恐らく、市場の下落は本当に終わったのだろう。しかし、わずか5銘柄に多くがかかっていることを考えると、大手5銘柄の言い分を聞くまでは安心するのはお勧めしない。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

9. パンデミック後も労働者は戻らない The Workers Won't Be Coming Back, Covid or Not. 金融政策の調整避けられず

[フィーチャー]

労働力不足が深刻化



Joe Raedle/Getty Images

米労働市場にいったい何が起きているのか。足元の離職者数が記録的なペースで増える一方、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の最中に離職した数百万人の労働者もいまだ戻っていない。エコノミストの多くが新型コロナウイルスをその原因だとするが、他にも何かが水面下で進行しているのかもしれない。

雇用の戻りの遅れの主な原因がパンデミックであるなら、現在の労働力不足は一時的なものであるはずだ。しかし人々の移動の傾向に関する本誌による検証は、急激な労働力不足にはコロ

ナの感染率上昇に負う以上のものがあることを示唆している。そうすると、離職者がなぜ今もステイホームを続けているのか、今後そうした離職者が従来の労働市場に戻ってくるのかという疑問がわいてくる。

政策立案者、エコノミスト、そして直接痛手を受けている雇用主側は、9月には労働力不足が解消されるだろうと信じきっていた。週300ドルの失業保険給付の上乗せを受け取り、最低賃金で働くより多くの収入を得ている数百万人の失業者も、給付上乗せ策が9月初旬に打ち切りとなれば市場に戻ってくるはずだった。コロナ禍の学校閉鎖で子育ての負担が増し、仕事から離れている親たちも学校再開を機に戻ってくるだろうと思われた。大規模な職場復帰の波により企業には雇用が戻り、サプライチェーン（供給網）が円滑に回り出し、インフレも落ち着くに違いないと見込まれた。

しかし臆測は幻想に終わり、現実はむしろ程遠い状況にある。9月の非農業部門就業者数は前月から19万4000人増と市場予想の3分の1程度の伸びにとどまったが、その市場予想自体、最近までエコノミストが予想していた水準の半分程度だった。今年の単月で最も低い伸びとなり、また、生産年齢人口に占める労働力人口の割合を示す労働参加率も予想に反し低下した。時間当たり賃金は前月に続き上昇し、インフレが一時的であるという議論にさらに水を差す形となった。

アポロ・グローバル・マネジメントのチーフエコミストであるトルステン・スロク氏は「離職中の労働者がまだ500万人いるのに、なぜ賃金がこれほど急激な上昇を続けているのか、なぜ労働力不足が存在するのか、未だに謎のまま」と語る。

一時的でない変化

しかしパンデミックを機に人々の働き方や働く上での優先順位が大きく変わり、住む場所の選択に変化が起き、さらに政府による数兆ドル規模の手厚い支援策の恩恵を受けられる現状を考えると、労働力不足の深刻化は新型コロナの感染拡大だけでは説明できないし、労働力不足がやがて自然に解消さ

New Business Boom

The pandemic has minted a record number of entrepreneurs



れるという期待には十分な裏付けがない。

グーグルが提供する地域別、場所のカテゴリー別の人々の移動の傾向を可視化したデータを使って考えてみたい。州ごとのレポートを本誌が掘り下げた結果、9月に見込まれた大量の雇用復帰が阻害された原因をデルタ株とすることにも、現在の労働力不足はコロナに関する一時的な問題で説明できるとすることにも、無理がある。

アーカンソー州、オハイオ州、オクラホマ州、メイン州などにおける移動の傾向は、職場以外の全てのカテゴリーで移動量に増加が見られた。もしコロナに対する警戒心が仕事への復帰を妨げているのだとしたら、職場に関する移動量が減少している地域で公共交通手段の利用が増加していることに説明がつかない。感染防止の目的で就職を先延ばしにしているなら多くの人が行き交う場も避けるだろう。多くの州では全ての場所のカテゴリーで移動量が減少したが、特に職場に関する移動量の減少は経由地、小売り、その他のカテゴリーでの減少より顕著だった。

労働市場、見かけより逼迫か

そうだとすれば、労働力不足を説明するものは何か。確信はないが、過小評価されているかもしれない複数の見方がある。それらの見方が正しいとすれば、労働市場は見かけよりもはるかに逼迫（ひっぱく）しており、インフレは進行する一方となり、米連邦準備制度理事会（FRB）は投資家の認識よりもさらにインフレに対し後手に回っていることになる。

第一に、パンデミック（世界的大流行）が記録的な数の新規事業立ち上げを促したという事実がある。ピークだった2020年7月には、起業申請件数が前年同月比100%増の60万件近くに達した。その後月間申請件数は落ち着いたが、パンデミック前の水準を約50%上回る状態が続いている。エコノミストは起業家数の扱いには注意が必要で、その一例は労働省の家計調査にどう回答したかに左右されることだと語る。また雇用統計の元になる月間の企業設立件数を算出する政府の開廃業モデルが、正確に起業を捉えているかについても疑問がある。統計数値よりも多くの人々が自営業として働いている可能性があり、採用可能な労働力は想定より少なく、FRBがパンデミック前の就業者数の回復を待ち望んでも無駄であることを意味している。

シティグループのエコノミストであるベロニカ・クラーク氏は、「労働市場から約500万人が抜けたままだが、世帯収入はパンデミック以前の水準に戻っている。これは生活に支障がないため、共働き世帯の一定数が1人働きになったことを示唆する」と語る。確かにS&P500指数が2020年3月に付けた安値から大幅に上昇した上、パンデミックが始まって以来、住宅価格も25%上昇しており、多くの世帯を活気付けた可能性がある。昨年労働市場から退出した200万人の親（主に母親）が労働市場に戻らないとしたらどうなるだろうか。新学年が始まって労働者は復帰しておらず、今がこの疑問を発する時だろう。

資産価格上昇による資産効果が多くの家計に恩恵をもたらした退職を加速させる一方、パンデミックに対応した財政給付は貯蓄に回り、同様に1年に及ぶ巣ごもりも多くの労働者の資金繰りを改善させた。クラーク氏は、「貯蓄は国内総生産（GDP）の約10%になっており、相当数の労働者が引き続き職場復帰を遅らせても十分な水準だ」と語る。

民間調査機関コンファレンス・ボードのエコノミストであるガッド・レバノン氏は、「その一方で財政プログラムが労働力の供給を制約している。9月に失業給付の上乗せが期限を迎えたため今後数カ月である程度の労働者は復帰するだろう。しかし子供1人当たり年間最大3600ドルの税額控除といった他のプログラムで、在宅を続けられる親もいるだろう」と語る。

パンデミックでは説明できず

2020年初め以来、個人取引口座数の爆発的な増加と、株式市場がパンデミック初期の急落幅以上に上昇したのは偶然の一致ではない。株式売買アプリを運営するロビンフッド・マーケットズ<HOOD>は、直近四半期の決算発表で期末時点の口座数が前年を130%上回る2250万件、その大部分はアクティブな口座と考えられると語った。同様に、預り資産は前年を205%上回る1020億ドルに急拡大した。

株取引だけにとどまらない。暗号資産（仮想通貨）交換所大手のコインベース・グローバル<COIN>は利用者数が約6800万人、暗号資産の第2四半期取引高4620億ドルのうち同社プラットフォームでの取引高は1800億ドルであったと発表した。非代替性トークン（NFT）の最大のマーケットプレイスであるオープンシーでも取引は急拡大している。ブロックチェーン分析ツールのデューン・アナリティクスによれば、9月の取引高は30億ドルと遡ってデータ取得が可能な2月の9700万ドルから急増している。

労働力不足に対する別の見方もある。レバノン氏は、「ワクチン接種の義務化によって、接種を避けたい労働者の退職や求職活動の減少を招いているケースもある。確かに数は多くないが、どこでも起きている」と語る。それは次の疑問につながる。ワクチン接種の代わりに退職を希望する医療従事者、教師などは、すぐに職場に復帰するだろうか。

深刻化する労働力不足のどの解説でも、問題はパンデミック関連の要因だけでは説明できない。経済モデルも現実もあるが、現実を注視するべきだろう。パンデミック前の労働市場は過ぎ去り、金融政策の調整が避けられなくなるだろう。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

The Lithium Challenge : Meeting Years of Rising Demand for Electric Vehicles

リチウムは長期的なEV需要増に応えられるか

レーティングと比較すると好調な株価

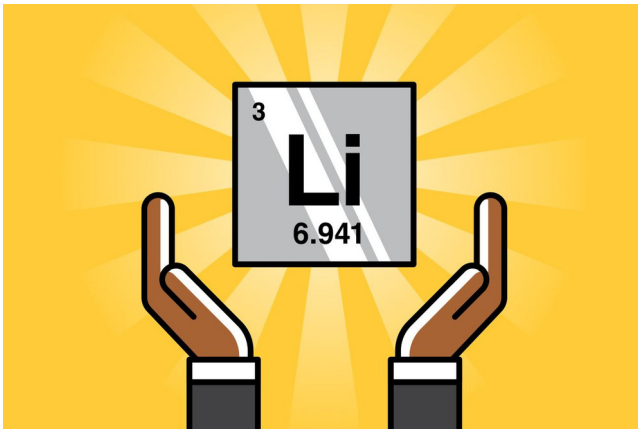


Illustration by Elias Stein

リチウム業界が熱い。電気自動車（EV）の売り上げは急激に伸びている。このトレンドが覆ることはないだろう。そして、数少ないリチウム生産企業にはプレッシャーがかかっている。

リチウムは、電気自動車の電池にとって重要な銀白色のアルカリ金属だ。みずほ証券のアナリストであるクリストファー・パーキンソン氏は、先日リチウム採掘を行う企業のカバレッジを始めた。同氏によると、従来の採掘業の好不況のサイクルは、リチウムが主役になりつつあるとみている。同氏は「EVのモメンタムが相当

なものとなりつつある」とした上で、「（リチウム）価格は安定する方向に向かうはずだ」と指摘している。炭酸リチウムの価格はここ5年で、1トンあたり6000ドルから2万5000ドルの範囲で推移している。

価格がどこで落ち着くかは誰にも分からない。リチウム事業を行う化学品メーカー、アルベマール<ALB>のケント・マスターズ最高経営責任者（CEO）は、本誌が行なった「リチウムの適正価格」に関する質問への回答を拒否している。価格を決定する最大の要因は、採掘コストだろう。採掘の費用曲線は、需要増に応えようと生産能力を増やす際に上昇する傾向がある。

パーキンソン氏は、業界が「（2022年および）それ以降のEV需要に応えるために総力を挙げる」とみている。需要に問題はない。問題は、EVによる需要に応えることだ。同氏は、カバーするアルベマールとライベント<LTHM>の2銘柄に対して慎重な姿勢をとり、どちらも「ホールド」としている。同氏による株価目標は、アルベマールが最近の水準である217ドルから14%高い247ドル、ライベントが最近の水準約25ドルよりやや高い26ドルとなっている。

全体的に見ると、ライベントを「バイ」とするのは、同銘柄をカバーするアナリストの約50%であり、アルベマールは約45%だ。一方でS&P500の構成銘柄については、「バイ」とするアナリストの比率は平均約55%だ。だが、レーティングに精彩を欠いていることが、両銘柄の株価の重しとはなっていない。両社の株価はともに、ここ1年で130%上昇している。

今週の予定

10月18日（月）

- ・米連邦準備制度理事会（FRB）が9月の鉱工業生産を発表。季節調整済みで前月比0.2%増と予想されている（8月は同0.4%増）。設備稼働率の予想は76.5%と、8月の76.4%からほぼ変わらず
- ・食品小売りのアルバートソンズ・カンパニー<ACI>、オランダの医療・ヘルスケア機器大手の

Hitching a Ride

The stocks of two U.S. lithium producers, Albemarle and Livent, have been swept up in the enthusiasm for electric vehicles.

Albemarle and Livent Stock Performance, 2020 to 2021, Year to Date



Source: FactSet

コーニンクレッカ・フィリップス<PHG>、鉄鋼メーカーのスチール・ダイナミクス<STLD>、大手金融持株会社ステート・ストリート<STT>などが四半期決算発表。

10月19日（火）

- ・ 9月の住宅着工件数発表。エコノミスト予想は季節調整済み年率換算で162万3000戸（8月は161万5000戸）。

- ・ 油田開発サービス会社ハリバートン<HAL>、日用品大手プロクター・アンド・ギャンブル（P&G）<PG>、医薬品・ヘルスケア製品大手のジョンソン・エンド・ジョンソン<JNJ>、金融持株会社シンクロニー・ファイナンシャル<SYF>、損害保険持株会社トラベラーズ<TRV>、たばこ製造・販売のフィリップ・モリス・インターナショナル<PM>、大手鉄道持株会社カンザス・シティ・サザン鉄道<KSU>、工業品メーカーのWD-40<WDFC>、大手オンライン証券会社のインタラクティブ・ブローカーズ・グループ<IBKR>、動画配信大手のネットフリックス<NFLX>、就職支援会社マンパワーグループ<MAN>、総合工業品メーカーのドーバー<DOV>、カナダの鉄道会社カナディアン・ナショナル鉄道<CNR>が決算コンファレンスコールを開催。

10月20日（水）

- ・ 米連邦準備制度理事会（FRB）がベージュブック（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出す報告書。

- ・ 製薬大手アボット・ラボラトリーズ<ABT>、バイオ医薬品のバイオジェン<BIIB>、再生可能エネルギー大手のネクステラ・エナジー<NEE>、オランダの半導体製造装置メーカーASMLホールディング<ASML>、証券取引所運営会社ナスダック<NDAQ>、カナダの貨物鉄道大手カナディアン・パシフィック鉄道<CP>、通信大手ベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>、大手鉄道貨物輸送会

社のCSX<CSX>、半導体製造装置大手ラム・リサーチ<LRCX>、電気自動車（EV）メーカーのテスラ<TSLA>、IT大手IBM<IBM>、大手医療保険会社アンセム<ANTM>が四半期決算発表。

10月21日（木）

- ・ 全米不動産業者協会（NAR）が9月の中古住宅販売件数を発表。エコノミストは、季節調整済み年率換算で610万戸（8月は588万戸）を予想。
- ・ 化学品大手のダウ<DOW>、天然資源企業のフリーポート・マクモラン<FCX>、自動車交換部品流通・販売のジェンニオン・パーツ<GPC>、サウスウエスト航空<LUV>、石油精製会社バレー・エナジー<VLO>、投資会社ブラックストーン・グループ<BX>、医療検査サービス企業のクエスト・ダイアグノスティクス<DGX>、業務用工具製造・販売のスナップオン<SNA>、工具、農業機器、園芸用品等販売のトラクター・サプライ<TSCO>、国際金融グループのバークレイズ<BCS>、計測装置および医療機器メーカーのダナハー<DHR>、通信大手AT&T<T>、鉄鋼メーカーのニューコア<NUE>、航空大手アメリカン航空グループ<AAL>、自動車ディーラーのオートネーション<AN>、石油精製会社バレー・エナジー<VLO>、不動産投資信託（REIT）大手のSLグリーン・リアルティ<SLG>、半導体大手インテル<INTC>、モバイル向け画像・動画サイトのスナップ<SNAP>、アルコール飲料メーカー大手ボストン・ビール<SAM>、玩具大手のマテル<MAT>、ファストフードチェーンのチボトレ・メキシカン・グリル<CMG>が決算コンファレンスコールを開催。
- ・ 10月のフィラデルフィア連銀製造業景況指数発表。コンセンサス予想は、9月の30.7から低下して24。
- ・ コンファレンス・ボードが9月の景気先行指数を発表。コンセンサス予想は前月比0.5%上昇（9月は同0.9%上昇）。

10月22日（金）

- ・ IHSマークイットが10月の購買担当者景況指数（PMI）を発表。コンセンサス予想は、製造業PMIで60.3（9月は60.7）、サービス業PMIは54.7（9月は54.9）。
- ・ 家電メーカー大手ワールプール<WHR>、総合テクノロジー企業ハネウェル・インターナショナル<HON>、鉄鋼のクリーブランド・クリフス<CLF>、ポリマー・アセチル製品のセラニーズ<CE>、病院運営持ち株会社HCAヘルスケア<HCA>、油田サービス開発会社シュルンベルジェ<SLB>、ハード・ディスク・ドライブ大手のシーゲイト・テクノロジー<STX>、ノースフェイスなどのブランドを有する国際的アパレル企業VFコーポレーション<VFC>、金融総合サービス大手アメリカン・エクスプレス<AXP>が決算発表。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

『バロonz・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

時事通信社

編集人

川田 重信（かわた しげのぶ）

大和証券入社後1986年から米国株式を中心に外国株式の営業活動に従事。ペインウェバー（現UBS）証券を経て2000年にエグゼトラストを設立。神戸大学経営学部卒業 米国ロチェスター大学MBA。

『バロonz・ダイジェスト』 2021/10/17

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