

# バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2022/09/25

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIIJI PRESS



DOW JONES

1. ヘルスケア・ラウンドテーブル - What's Next for the Healthcare Industry, and How to Invest [カバーストーリー]  
ヘルスケア業界の将来と、その投資手段 P.1
2. 今、ジャンク債は買い時か - Junk-Bond Yields Top 8%. It Could Be a Good Time to Buy. [フィーチャー]  
利回り8%超えて P.14
3. 石油会社のアパ、株価急騰の予兆 - Why This Oil Producer Stock Could Be a Gusher [注目銘柄]  
有望な2大プロジェクト P.17
4. エリオットは最後の大手アクティビスト - Elliott Is the Last True Big Activist. What Investors Should Know [フィーチャー]  
便乗を狙う投資家は注意が必要 P.20
5. 停電増加で買われる発電機株 - More Power Outages Make This 'Storm Stock' a Buy [注目銘柄]  
ポートフォリオをパワーアップ P.24
6. 市場の混乱はハイテク株、米ドル、未公開株にリスク - Tumbling Markets Imperil Tech, the Dollar, and Private Equity [コラム]  
債券価格の歴史的下落を受け、弱気の株式市場はどう動くか P.26
7. 厳しい9月だったが10月にはさらなる試練も - September Was Bad for Investors. October Could Be Worse. [米国株式市場]  
市場を大きく動かす可能性のある注目材料が再来週以降に目白押し P.28
8. 株価下落と金利上昇。苦痛だが市場は正常化へ - Stocks are Sinking and Rates Are Rising. We're Heading for Normal. [投資戦略]  
長期債にも投資妙味 P.30
9. FRBのインフレ抑制策が投資家に極めて不利な理由 - Why the Fed's Inflation Fight Is so Bad for Investors [コラム]  
軟着陸から強引な着地へ P.32
10. 今週の予定 - Amazon Makes Inroads Into Electrofuel-Powered Trucks. [経済関連スケジュール]  
アマゾンがトラックにエレクトロフューエル採用 P.34

※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。

※記事中の株式やファンドの価格は、米バロンズ編集部による記事執筆時点の値である場合があります。

Copyright © 2022 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

## 1. ヘルスケア・ラウンドテーブル

[カバーストーリー]

What's Next for the Healthcare Industry, and How to Invest

ヘルスケア業界の将来と、その投資手段

## ヘルスケアの新たな時代へ



Illustration by Mark Weaver

ワクチンと治療方法、予防策によって新型コロナウイルスの危機は和らいだ。パンデミック（世界的大流行）が収まりつつあることで、ヘルスケア企業には、医薬品の特許失効、薬価に対する圧力、規制の変化および買収・提携などの他の問題に注目できる余裕ができた。投資家にとっては、弱気相場は業界内で最も有望な企業に割安で投資する機会ともなる。

今年のヘルスケア・ラウンドテーブルは、コンピューターを使って生物学を「検索」する能力から「価値に基づく医療」まで、業界全体で浮

上しているテーマに焦点を当てた。課題は多いが、革新的なバイオテックや保有現金が潤沢な製薬企業のみならず、俊敏なマネージドケア・プロバイダーや切望されている医療機器や生命科学機器などの提供者まで、材料は豊富だ。

ズームを使用して開催した今年のラウンドテーブルの参加者は、ベンチャー・キャピタルであるアンドリーセン・ホロウィッツのゼネラル・パートナーであるジョージ・コンデ氏、ウェリントン・マネジメントでヘルスケアのポートフォリオマネジャーを務めるアン・ガロ氏、バロン・キャピタルのバロン・ヘルス・ケア・ファンド<BHCFX>のマネジャーであるニール・カウフマン氏、JPモルガンで製薬会社を専門にするヘルスケア・アナリストのクリス・ショット氏だ。

## 現在のトレンドとテーマ

本誌：パンデミック後のカバレッジの中で最も重要なトレンドと浮上しているテーマは。

ガロ氏：ヘルスケアの成長の重要なけん引役は設備稼働率だ。治療を予定する人々が増えるにつれて、設備稼働率はパンデミック前の水準に近づきつつある。それは、新型コロナウイルスで大きな打撃を受けた医療施設関連銘柄と多くの医療機器メーカーにとって特に恩恵となるだろう。

もう一つの重要なテーマは、医薬品、バイオテックおよび医療技術の技術革新の水準と、われわれがそれに対価を支払える能力との間の綱引きである。価値に基づく医療への移行は加速している。数量ベースで支払う世界から最高の品質の医療に対して支払う世界への移行を試みている中で、その移行には意味がある。

第三のトレンドはデジタル医療で、成長と効率化の重要なけん引役になるだろう。

コンデ氏：初期段階の技術革新が引き続き好調であることを目の当たりにするのは素晴らしいことだ。新型コロナウイルスのパンデミックを経て、三つのことが浮き彫りになっている。



Ann Gallo/ Photograph by Simon Simard

一つはテクノロジー、特にバイオテクノロジーが危機を乗り越えることに貢献したことだ。新型コロナウイルスのワクチンをこれほど急速に開発する能力は、生物学がますますプログラム可能になったことを反映している。そしてそれは、技術革新サイクルが続き、加速して複雑になることを意味する。われわれが、スパイクタンパク質と結合できるようにメッセンジャーRNAをプログラムできるとしたら、感染症以外の他の多くのことに対してプログラムが可能だろう。

二つ目は、医療制度の崩壊である。パンデミックの間に、不可欠な医療サービス、検査および必要な製品を提供できなかった。

三つ目は、初期段階にある企業の環境だ。テクノロジーに強さがあるため、企業を立ち上げる

には素晴らしい時だ。企業を立ち上げるための困難さは劇的に低下した。技術革新のけん引を支援する公的および民間の資金は潤沢だ。

カウフマン氏：われわれは、ヘルスケアに限らず、高インフレの環境下で価格決定力を持つ企業の特定に焦点を当てている。インフレ圧力を相殺するために値上げできる企業に注目している。

もう一つのテーマは、創薬を可能にするためのテクノロジーの利用だ。低コストで成功率の高い創薬を加速するために、人工知能（AI）、計算プラットフォームまたは機械学習を利用する多くの企業が、過去1年程度の間株式を公開した。その分野の非公開企業も多い。

われわれは、血液を利用したがんの早期診断手段を開発している企業にも注目している。遺伝子および健康関連の総合ソリューション・プロバイダーであるイルミナ<ILMN>は、グレイルの買収によってこの市場に参入した。グレイルは、複数のがんを診断できる血液検査を提供しており、人々は自費で検査できる。それ以外に、多くの企業が単一のがんに対する血液検査に取り組んでいる。

Q：どのサブセクターが最も魅力的か。

カウフマン氏：多くの上場大型マネージドケア企業が、単なる保険会社ではなく、リスクベースのヘルスケア・プロバイダーになろうとしている。われわれは、医療保険と補完保険を提供するヒューマナ<HUM>と医療保険会社のユナイテッドヘルス・グループ<UNH>に投資している。両社ともにその移行に関与している。

ヘルスケア・サービス以外では、生命科学機器のサブセクターを長年選好してきた。その分野では多くの企業が、バイオテック企業と製薬企業に製品とサービスを提供している。そのような企業は、経常的に売り上げがあり、利益率は高く、キャッシュフローも良好だ。製品だけに依存し、臨床のイベントリスクを持つ多くのバイオテック企業とは異なり、多くの機器企業のビジネスモデルは相対的に

予想しやすい。多くの生命科学機器企業は新型コロナウイルスの恩恵を受けていたが、新型コロナウイルス関連の多くの売り上げが減少し始めている。それは年初来の株価低迷に反映されているが、依然として魅力的ではある。

## ガロ氏の注目分野と注目企業

### Ann Gallo's Stock Picks

Insulet Podd	\$241.25
Boston Scientific / BSX	39.30
UnitedHealth Group / UNH	517.46
Edwards Lifesciences / EW	84.17
Abiomed / ABMD	247.26
Becton Dickinson / BDX	237.19

Q：ポートフォリオにおける優先分野は。

ガロ氏：ヘルスケアセクター内の投資可能機会は、50%を医療テクノロジーおよびサービス、50%を製薬企業とバイオテック企業に設定している。われわれのポートフォリオでは、バイオ医薬品のエクスポージャーは、過去と比較して中小型企業よりも大企業に若干偏っている。医療機器・サービスのサブセクターの中ではマネージドケアを最も重視しており、次いで医療機器、生命科学機器となっている。

マネージドケアを推奨する理由は、魅力的なファンダメンタルズだ。医療保険料の上昇率は、医療コストと同等かそれを若干上回って推移しており、パンデミック後に治療件数が増加するという懸念は、システム的な制約によって現実化する公算は小さい。人口が高齢化し、サービスに対価を支払う伝統的なメディケア（高齢者向け医療保険制度）から民間企業によって運営されるマネージドケアに移行する人々が増えているため、メディケア・アドバンテージ市場は依然として魅力的な成長機会を提供する。

2番目にオーバーウエートとしているのは医療機器、3番目は生命科学機器だ。医療機器はパンデミックで大打撃を受けたが、それから脱しつつあり、供給品のコストとサプライチェーンの停滞に落ち着きが見られつつある。

同時に、多くの技術革新も進んでいる。われわれが投資している医療機器メーカーのボストン・サイエンティフィック<BSX>は、すべての主要部門で市場平均以上の成長を遂げている。

医療器具メーカーのエドワーズ・ライフサイエンス<EW>は、構造的な疾患に焦点を当てた医療機器を製造している。経カテーテル大動脈弁置換術（TAVR）において、持続的な成長に向けた好位置でパンデミックを脱しつつある。今後10年間は、比較的新しくて市場規模もまだ小さい、僧帽弁修復と二尖弁修復という二つの分野が、成長の重要なけん引役としてTAVRに加わるだろう。

医療装置メーカーのアビオメド<AMBD>は最近投資した銘柄だ。主力のインペラ・ポンプは、心不全や高リスクの手術の間に血液の循環を改善させて、患者の心臓の休息と回復を可能にする。このような手術は待つことができない性質であるため、アビオメドの営業担当者はパンデミックのさなかでも病院の訪問が可能で、新たな病院に手を広げた。

糖尿病分野の医療装置メーカーのインスレット<PODD>も選好している。オムニポッド5は市場初、かつ唯一のチューブのない自動インスリン投与システムだ。持続血糖測定機器と組み合わせると、基本的に人工膵臓として機能する。

## 大手ハイテク企業参入の影響



Jorge Conde/ Photograph by Gabriela Hasbun

Q：アマゾン・ドット・コム<AMZN>やアップル<AAPL>などのハイテク大手によるヘルスケア市場への参入をどう考えるか。伝統的なヘルスケア企業にとって脅威となるのか。

ガロ氏：あらゆる世代のテクノロジー企業がヘルスケアに資金を投じ、その後に撤退したのを見てきた。しかし現在は、価値に基づく医療への移行に伴って、情報を隔離しておくことが難しくなっているため、特にクラウドコンピューティング企業にとって状況は異なっている。とはいえ、ヘルスケア業界以外の企業は往々にして、ヘルスケア業界の機能が如何に不完全で分かりにくい状況にあるかという点を過小評価している。

アマゾンは、医薬品配送事業に参入すると約6年前に発表したが、アマゾンが他の業界で消費者にもたらした優位性は医薬品配送には通用しないと、私は確信していた。アマゾンは数年を

経て、アプローチを変更した。

いずれは大手ハイテク企業が割って入るだろうが、現在のテクノロジーの進化を活用するためには、テクノロジー企業である必要はない。既存のヘルスケア・インフラ企業は、新規テクノロジーとAIによってより大きな影響を与えるだろう。過去20年間にヘルスケア事業に参入して成功を収めた企業は、片手で数えられる。

Q：シリコンバレー出身者として、何か考えがあるのでは。

コンデ氏：ヘルスケアは難しい事業で、制度は複雑だ。とはいえ、テクノロジーは到来しつつあり、米国でヘルスケアにアクセスする方法、費用を支払う手段、ヘルスケアが提供される方法、さらには、それを経験する手段をさらに変化させるだろう。テクノロジーは既存のヘルスケア提供者に、ある種の異常な力をもたらしている。

例えば、AIのようなツールで医療の提供を改善できる強力なアプリケーションがある。バイジアン・

ヘルスが後援したAIプラットフォームは、利用可能なあらゆる情報を統合して、医師が診断し、介入し、積極的で質の高い医療を提供するために、正確で実用的な診療のサインを提供する。

われわれはまた、医療制度に対する現代的なフィンテックのレールの創造にも焦点を当てている。具体的には、請求の問題解決や、価格の透明性の改善、比較的低コストでの代金回収などだ。さらに、オンラインでの初診を可能にするテクノロジーで多くの技術革新があり、それは、価値に基づく医療への移行における重要なカタリストになるだろう。

## バイオテック企業への投資の可能性

### Jorge Conde Companies to Watch

Dyno Therapeutics	Private
Ultima Genomics	Private
EQRx / EQXR	\$4.41
Komodo Health	Private
Devoted Health	Private

Q：バイオテック企業の株価は乱高下した。何が原因で、投資家が再度投資するきっかけは何だろうか。

ショット氏：パンデミックの間に、多くの若いバイオテック企業が株式を公開した。技術革新には活気があった。その後、金利が上昇して、景気見通しが一段と厳しくなり、一部のバイオテック企業の株価は下落した。年初は、大手製薬会社は市場と比較して過小評価されていた。バリュエーションはその後、若干正常化した。まだ投資機会はある。

バイオ医薬品セクター全般において、多くの革新的企業のバリュエーションが、長い間見たことのないような水準になっている。過去6~9カ月間に株価が30~50%も下落した企業には、再度投資する素晴らしい機会があるだろう。

われわれのカバレッジの中では、アイルランドの医薬品持ち株会社であるホライゾン・セラピューティクス<HZNP>を好んでいる。ホライゾンは、甲状腺眼症治療薬のテペザの市場投入において、同分野で最高クラスの成果を達成した。売り上げは2年間でゼロから20億ドルへ増加したが、今年は成長の課題に直面している。われわれは、テペザにはまだ成長の余地があり、ピーク年商が35億~40億ドルになる可能性があると考え。株価は過去1年間で、約120ドルから60ドル前後へ下落しており、現在の株価収益率（PER）は15倍未満となっている。現在のバリュエーションでは、パイプラインが実質的に無価値と評価されている。

大型バイオ医薬品企業では、私がフォローしている大半の企業のPERが12倍から13倍となっている。それらの企業は、われわれが興奮しているのと同じテクノロジーを利用しているが、ほとんど評価されていない。特にバイオ医薬品企業のアツヴィ<ABBV>のPERは11倍で、2023年には利益が底打ちし、その後は10年超にわたって健全に成長するだろう。

バイオ医薬品業界に資金提供を行うロイヤルティ・ファーマ<RPRX>は、医薬品販売に関わるロイヤルティを買い取って、業界に対して代替的な資本を提供する。ロイヤルティ・ファーマは、小規模企業で起こっている技術革新に対する、多様な投資手段を提供する。株価は年初来で3%上昇しているが、主要製薬会社で見られた全般的な評価見直しの対象にはなっていない。

## ■ 非公開市場の影響



Chris Schott/ Photograph by Philip Vukelich

Q：株価が暴落している新規株式公開（IPO）企業を、割安と見ているか。

コンデ氏：新たな様式、新たな形態の医薬品が効果を発揮するという証左が見られ始めている分野に主な投資機会があり、ゲノム編集はその一つの分野だ。バイオテクノロジー企業のバーブ・セラピューティクス<VERV>とライフサイエンス企業のインテリア・セラピューティクス<NTLA>のような企業が、ゲノム編集を治験段階へと進め、患者への治療の提供に近づけた。

を株式公開したのは間違いだったか。

コンデ氏：これらの、プラットフォームベースのバイオテック企業は、製品開発を終えるまでに時間と資本を必要とする。過去を振り返ると、そのような企業は公開市場にアクセスすることで、資本を獲得してきた。非公開市場の資金はますます潤沢になっている。革新的なプラットフォーム企業は、非公開の状況に一段と長くとどまり、テクノロジーを開発し、そのプラットフォームの価値を示した時に株式を公開することで恩恵を受けられるだろう。

Q：ベンチャーキャピタルが前臨床段階の企業

Q：非公開市場の資本が潤沢なことは、バイオテック企業に今後どのような影響を及ぼすのか。

コンデ氏：多くのグループが多額の資金を調達しており、それは長期間持続するだろう。手元資金は豊富で、今後5年間にその大半が投資されると予想する。市場はさらに進化し、洗練された。一部のファンドはテクノロジーに集中したプラットフォームへの投資を望んでいる。そのような投資家の一部は、規模の大きい政府系ファンドだ。

ガロ氏：われわれは公開市場と非公開市場の両方に投資している。一部の企業における特許失効を特に考慮すると、M&A（合併・買収）が増えないことに驚いている。

コンデ氏：M&Aが増えていない理由の一つは評価のサイクルだ。正しい価格を決定するためには長い時間がかかる。また、関心が集中している分野では、ダイヤを見付けるのは困難だ。

ショット氏：私は大型企業のことを、初期段階の企業を割安な価格で買うのではなく、業界最高の医薬品をリスクが低下した後に割高な価格で買収する企業であると常に評価してきた。しかし、医薬品業界には多額の資金が眠っており、投資家は通常ならば資本を有効活用する企業を支持してきたため、私もM&Aが増えていないことには驚いている。

企業がプラットフォーム全体の買収を望まずに特定の医薬品を望むのであれば、提携が増えると思込まれる。企業は特定の企業に対する出資を行う可能性もある。テクノロジーが吹聴された通りの効果を上げたなら、数年後に第2段階の取引もあるだろう。

Q：製薬企業全般の見通しは。

ショット氏：二つの永続的な逆風がある。薬価の動向は不透明で、時間が経てば低下するだろう。特許のサイクルを考慮すると、企業は状況をどのように維持できるのだろうか。特許について、私は市場よりも楽観的だ。企業のパイプラインは生産的で、大手製薬会社が買収または提携できる企業は数百社ある。

薬価については、正味の価格が数年間にわたって低下してきた。われわれの多くが、薬価が永続的に数パーセントずつ低下する環境で企業が事業を行うと想定している。自社を改革できる革新的な企業はプレミアムを獲得できるだろうし、その他の企業はそれなりに評価されるだろう。製薬企業が市場に対して大幅に割安だった1年前であれば製薬企業に強気になるのはさらに容易だった。現在は、むしろ銘柄選択が必要な市場になっている。投資家は、パイプラインが評価されていない企業、または、他に見られないような持続可能な革新を示してきた企業を選択する必要がある。

## インフレ抑制法の影響

### Chris Schott's Stock Picks

Eli Lilly / LLY	\$310.87
AbbVie / ABBV	143.01

Q：インフレ抑制法には、ヘルスケア関連の施策も含まれるが、製薬会社への影響は。

ショット氏：製薬会社に関するものは三つある。メディケアパートDの見直しは、高齢者の自己負担額の上限を2000ドルに設定し、毎月の薬代をより予測しやすくするもので、業界が望んでいたものだ。これまで高齢者にあまり役立っていなかった制度だが、2025年に改正が実施されれば、高齢者にとって、もっと役立つだろう。第二に、消費者物価指数（CPI）に連動した薬価上昇の上限設定は、製薬会社にとってほとんど影響はない。三つ目は、選択的薬価交渉だ。製薬企業の多くにとって、この条項はまず、大半の医薬品の特許が切れる前の最後の数年間で薬価の引き下げになるが、発売後のライフサイクル初期にある医薬品に打撃を与えるものではない。条項の効果が強まるのは2030年以降になりそうだ。この規定は、持続的なイノベーションの必要性を強化するものだ。なぜなら、もし大型医薬品があり、静観していたなら、最終的に薬価は交渉の結果、政府によって引き下げられるからだ。私は、価格交渉が各社の1株当たり利益（EPS）に与える影響は5%未満とみている。

ガロ氏：影響を受ける医薬品が増えるリスクはあるか。

ショット氏：大型の医薬品は交渉の対象になるだろう。2030年代前半になると、企業の年間売上高の2~3%を超える売り上げがあり、発売から9~13年経過したほとんどの医薬品が、このリストに引っ張り出され、100品目以上に増加する。繰り返すが、これはかなり予想されていたことで、世界の終わり

というわけではない。グローバルな薬価参照制など、利益にもっと打撃を与えるようなことが実施される可能性もあったのに、そうならず済んだ。

ガロ氏：今回の薬価交渉で興味深い点は、史上初めて、発売時点の薬価という薬価の本当の問題に迫っているということだ。業界全体の薬価のインフレ率は、ここ数年、一桁台前半だ。購入しやすさという観点からは、多くの医薬品の価格が発売時に非常に高いことがより大きな問題だ。バイオ医薬品は何十万ドルもするが、有効性が高いのはごく一部の人だ。この法案は切れ味が良いとは言えないが、今後この問題を解決できる可能性はある。

## ■ ショット氏の推奨銘柄



Neal Kaufman/ Photograph by Benedict Evans

Q：推奨する大手製薬会社を。

ショット氏：イーライリリー<LLY>は、私が選好する革新的な製薬会社だ。特許の崖（特許の失効に伴う売上高の急減）に直面していない。糖尿病治療薬「マンジャロ」を発売するが、これは変革をもたらす資産だ。将来的には、肥満の治療薬として発売されるだろう。ピーク時の年間売上高は250億ドルに達する可能性がある。素晴らしい糖尿病治療薬で、患者の体重が20%以上減る。長期的には、この薬の使用により、強力な心血管効果が得られるだろう。保険会社などは、肥満治療は美容市場の領域だと考え、肥満治療薬にお金を払いながらも、われわれは、肥満治療が医療市場の一部になることを期待している。

EPSは、今年の約8ドルから2030年には30ドル近くまで上昇する可能性があり、その後も成長は止まらないだろう。特許サイクルの問題は20

30年代半ば以降になる。リリーは医薬品ポートフォリオに一貫して投資してきており、今もいくつかの治療領域で活動を続けている。クラス最高の経営陣を擁するなど、競争優位性を持っている。12か月先予想PER38倍という株価は、同業他社に比べて割高だが、他の大型総合製薬企業ではこのような成長は見受けられない。

バイオ医薬品企業アッヴィ<ABBV>も選好するが、異論もある企業だ。アッヴィの「ヒュミラ」の特許は2023年に切れるので、同じ頃に利益が底を打つ見込みだ。現在の株価は、最も落ち込んだ時の推定利益に対してPER12倍未満となっている。ウォール街は特許の崖に注目しているが、われわれはその後に何が起こるかを注視している。アッヴィには複数の成長ドライバーがある。2023年以降も、増収率は一桁台半ば～後半、増益率は2030年代前半まで10%台前半を維持する見込みだ。配当利回りは約4%だ。2023年に向けてバリュエーションが再度高まる強い論拠があり、ウォール街では利益の底打ちに対する見通しが良くなっている。アッヴィは素晴らしい成長と割安な株価を提供している。

## カウフマン氏の推奨銘柄

### Neal Kaufman's Stock Picks

Bio-Techne / TECH	\$290.22
Inspire Medical Systems / INSP	170.68
ICON / ICLR	191.02

Q：この市場での魅力的な銘柄は。

カウフマン氏：ライフサイエンスツールのバイオテクネ<TECH>を愛好する。時価総額110億ドルで、安定した内部成長と高い利益率を誇り、長期的な利益成長が期待できる。中核事業は研究用タンパク質と抗体の販売だ。バイオテクネは、成長分野である免疫学研究に使用されるタンパク質の一種であるサイトカインの主要サプライヤーでもある。

エクソソームと呼ばれる小さな細胞外小胞からがんや移植後拒絶反応のバイオマーカーを探索するプラットフォーム技術など、複数の成長ドライバーがある。バイオテクネは、細胞治療および遺伝子治療市場向け事業を行っているほか、タンパク質分析事業も手掛けている。内部増収率は10%台前半～半ばまで加速している。M&A（合併・買収）も積極的に行っている。

2026年6月期には売上高は20億ドルまで成長するとわれわれは考えており、利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）マージンを40%と仮定すると、EBITDAは8億ドル以上となる。研究用機器などを販売するサーモ・フィッシャー・サイエンティフィック<TMO>は、非公開の競合他社をEBITDAの40倍を支払って買収したばかりだ。バイオテクネの株価は、来年の予想EBITDAの22倍だ。現在約300ドルの株価が、3～4年後には600ドルにまで上昇する可能性がある。

次に、インスパイア・メディカル・システムズ<INSP>は、時価総額約50億ドルの医療機器メーカーで、睡眠中に気道がふさがれ、酸素不足で夜中に目が覚める睡眠時無呼吸症候群に焦点を合わせている。睡眠時無呼吸症候群は、脳卒中や心血管系疾患などさまざまな健康問題を引き起こす可能性があり、医療費の増加につながる。第一選択治療は持続陽圧呼吸療法（CPAP）だが、患者コンプライアンスが低いのが現状だ。従って、より良い代替療法には大きなチャンスがある。

Q：市場規模は。

カウフマン氏：睡眠時無呼吸症候群の患者数は世界で約1億人、米国では1700万人が中等度から重度の睡眠時無呼吸症候群を患っていると言われている。インスパイアは、舌下神経に電気刺激を与え、睡眠中に患者の舌が気道をふさがないようにし、より正常な呼吸を可能にする小型の埋め込み型デバイスを販売している。患者が操作して、眠る前にスイッチを入れる。埋め込みは90分の外来処置で行われ、2カ所の小さな切開で済む。この装置は幅広い保険が適用される。

インスパイアは、米国内の約50万人の患者の市場に的を絞っているが、さらに、海外での機会もある。今年はおよそ1万5000台の装置を販売する予定で、成長が今後長く続く見込みだ。医療機器市場の人手不足の制約があるにもかかわらず、今年の売上高は前年比50%以上増の3億6000万ドル、粗利益率も80%台半ばとなる可能性がある。

目先の数字では割高な銘柄だが、長期的には十分な上昇余地があるとみている。長期的には、米国内の2500の医療機関で、1機関当たり月2件の埋め込みを、平均販売価格で提供したと仮定すると、海外からの収入と合わせて、2030年の売上高は15億～20億ドル、EBITDAは7億ドルとなる可能性があり、株価は現在の170ドル程度に対し、600ドル程度になり得る。

最後に、CRO（医薬品開発業務受託機関）のアイコン<ICLR>は、時価総額は約160億ドルと、CROとしては2番目の規模だ。製薬会社やバイオテクノロジー企業に対し、医薬品開発・商業化のアウトソーシングサービスを提供している。バイオ医薬品の研究開発費の伸びと、臨床試験のアウトソーシング傾向から恩恵を受けている。臨床試験がより複雑化し、グローバル化するにつれ、市場シェアはアイコンのような大規模プロバイダーに移りつつある。アイコンは顧客に受け入れられる製品・サービスを開発してきた長い歴史がある。バイオテクノロジー企業の資金減少の影響が懸念されて、今年は株価が下落している。

Q：その懸念は妥当なのか。

カウフマン氏：懸念は行き過ぎであり、アイコンは依然として目標を達成できる。2022年には20%以上の増益となり、2025年まで10%台半ば以上の利益成長を実現し、買収や自社株買いの可能性もある。

CRO市場における最近のM&A取引を見ると、EBITDAの20倍で成立している。アイコンの株価は今年の予想EBITDAの14倍、来年の予想EBITDAの13倍未満だ。PERで見ると、今年の予想PERは16.5倍、来年の予想PERは15倍未満だ。われわれは、2025年のアイコンのEPSを約18～20ドルと予想している。この会社の価値は利益の20～25倍だとすると、3年後の株価は400～500ドルになると考えられる。現在の株価は200ドルを下回る。

## ガロ氏の推奨銘柄

Q：ガロ氏の推奨銘柄を。

ガロ氏：インスレットは、時価総額170億ドルで、インスリンポンプの大手メーカーの1社であり、メドトロニック<MDT>やタンデム・ダイアベティス・ケア<TNDM>とポンプ市場を分け合っている。インスレットは、1月に米食品医薬品局（FDA）の認可を受けた「オムニポッド5」を市場投入してから間もないが、最近までは限定的に販売されていただけだった。インスレットは、頻回注射法（MDI）からシェアを奪うことで、市場を成長させる態勢にある。オムニポッド5のもう一つの利点は、薬局を通じて販売されることで、都度払い制により、保険会社と消費者の初期コストを削減することができる。

Q：抗肥満薬の発売は、インスレットにとって長期的なリスクとなるか。

ガロ氏：抗肥満薬の発売はまだ非常に初期の段階にあるので、糖尿病市場に大きな影響を与えるまでに何年もかかるだろう。最終的には、ポンプを使って体重減少をモニターするという、連携使用のアプローチになるかもしれない。

ボストン・サイエンティフィックは、時価総額550億ドルだ。2012年にマイケル・マホーニー氏が最高経営責任者（CEO）に就任してから2019年まで、経営はほぼ完璧だったが、2019年と2020年に、経カテーテル大動脈弁置換システム「ロータスエッジ」からの撤退を含む、いくつかの困難を経験した。

コロナ禍を経たボストン・サイエンティフィックは、けん引力を大いに発揮している。内視鏡は直近四半期に6%、心臓血管部門は8%成長した。今後数年間は、社内での取り組みと戦略的M&Aの両方から、多くのイノベーションが生まれる見込みだ。

Q：バリュエーションはどうか。

ガロ氏：ボストン・サイエンティフィックの株価は現在、EBITDAの15倍に相当する。コロナ禍で一部の治療が後回しになり、そのため多くの医療機器メーカーのバリュエーションが低下したが、今後それらの企業と同様、ボストンのバリュエーションには上昇余地があると考えている。さらなる利益率の上昇、バリュエーションの上昇の可能性はある。

次に、ユナイテッドヘルス・グループは、世界で最も良い立ち位置にある医療サービス企業の1社だ。メディケア・アドバンテージとメディケイド（低所得者医療保険制度）の市場には、多くの成長余地がある。これらの企業、特にユナイテッドヘルスは、データ、技術、そして企業や政府の医療費管理を支援するという明確な使命を託されている。収益とキャッシュフロー創出の見通しは明るい。

ユナイテッドヘルスの事業は、従来のマネージドケア事業とオプタム部門が半々を占めている。ユナイテッドヘルスとオプタムは老舗のヘルスケア企業で、医師が患者を治療する際にデータを活用できるよう、最新技術の導入に成功した例だ。また、オプタムは、既存の薬剤給付管理（PBM）モデルの強化を目指す次世代の医薬品サービス事業を有し、さらに、国内最大の医師、診療所、外来手術センターを含む強力なプロバイダー事業も行っている。

Q：それは株価にどう影響するか。

ガロ氏：株価は順調に推移している。S&P500指数とPERを比較すると数倍分高い。利益成長とバリュエーション上昇が重なれば、株価は20~30%上昇する可能性がある。

最後に、循環器系医療機器メーカーのアビオメドとエドワーズ・ライフサイエンスについて。エドワーズが取り組んでいる経カテーテル大動脈弁置換術（TAVR）市場では大きな成長が見込まれる。エドワーズなどは現在多くの臨床試験を行っており、今後2、3年で発表されるものが株価を押し上げるだろう。エドワーズの株価は今年大幅に下落し、現在はEBITDAの24倍程度だ。決して割安ではないが、このような成長プロフィールを持つフランチイズリーダーにしては魅力的なバリュエーションだと思う。

ベクトン・ディッキンソン<BDX>のバリュエーションはもっと低い。事業内容は、医療用品とライフサイエンス機器・技術が半分ずつだ。魅力的な価値提案と素晴らしい成長見通しの両方を提供している。近年、事業運営と執行の面でいくつかの不手際があったが、それらを解決し、事業全体で堅実なけん引力を見せている。株価はEBITDAの14倍だ。

## ■ コンデ氏の推奨銘柄

Q：公開・非公開を問わず、魅力的な銘柄はあるか。

コンデ氏：アーリーステージ投資家として私が最も期待を寄せているのは、テクノロジー、特にエンジニアリングとコンピューティングが、ライフサイエンスとヘルスケアシステムの両方に変化をもたらしている様子だ。ライフサイエンス分野では、これまでよりもはるかに深く生物学を研究するためのツールや能力を手に入れ、その結果、これまでできなかったような方法で介入できるようになりつ

つある。この十数年で最も大きく成長した分野の一つが、DNA塩基配列決定（シーケンス）だ。ヒトゲノムの塩基配列を低コストで確実に短時間に決定できる能力は工学的に驚異的であり、ヘルスケア業界が持つ最も強力な原動力の一つとなっている。

われわれは最近、新しいシーケンシング・プラットフォームの構築に一步踏み出した非公開企業のアルティマ・ジェノミクスに投資した。すでに100ドル以下でヒトゲノムのシーケンスを行うことができると発表している。価格低下が続けば、あらゆる種類の興味深いツールやアプリケーションへの道が開かれることになる。

一方、介入については、「エコノミスト」の最近の記事では、遺伝子治療などの治療法をめぐる有望性と課題について論じている。最大の課題の一つは、遺伝子を体内に送り込む（デリバリー）能力に限界があることだ。遺伝子治療薬の投与量を増やそうとすると、死亡を含むあらゆる種類の有害事象が発生する。われわれは、次世代のカプシドを開発するダイノ・セラピューティクスに投資している。遺伝子治療のデリバリーには、自然界で進化したウイルスベクターの使用が最も一般的な方法だが、ダイノは、人工知能を使って、遺伝子治療に使われるウイルス運搬手段であるアデノ随伴ウイルス（AAV）カプシドを設計し、特定の細胞に到達したり、免疫システムを回避するなど、自然のカプシドにはできないことを可能にしようとしている。ダイノは、自社製品のパイプラインを開発する代わりに、すべての遺伝子治療のためのデリバリーのインフラになろうと考えている。つまり、遺伝子治療のためのフェデックスになろうとしている。アーリーステージの企業だが、既にノバルティス<NVS>、サレプタ・セラピューティクス<SRPT>、ロシュ・ホールディング<RHHBY>、アステラス製薬<4503>と提携している。

治療薬に話を移すと、先ほど新薬価算定法案について説明したが、われわれが投資しているEQRx<EQRX>は市場と技術に基づくアプローチで、がんを含む最もコストの高い複数の医薬品カテゴリに対してより低コストの医薬品を提供することを目指している。EQRxは、既にパイプラインを開発できることを実証済みだ。いくつかの有望な化合物をライセンスし、複数の企業と初期段階のパートナーシップを結んでいる。また、医師に対する営業力を使って医薬品を商品化するのではなく、保険会社と提携したプル型モデルを確立しようとしている。これは、保険会社が高品質の医薬品を劇的に安い価格で入手することを保証するものだ。さらに、グローバル・バイヤーズ・クラブと自ら呼ぶものを構築し、今年末までにEQRxが覚書（MOU）を締結する予定の保険会社や医療システムとの間で、3億5000万人規模のカバーを獲得することを目指している。問題は、EQRxがこれらの医薬品に関してより効率的かつ迅速に承認を得られることを実証できるかどうかだ。

Q：中国で開発・試験された医薬品の承認を得ようとしても、FDAは、少なくともがん領域では、中国単独の試験を受け付けたくないようだ。これが、このモデルにダメージを与えるのでは。

コンデ氏：EQRxは、複数の化合物の供給元を持っている。中国産もあれば、米国企業からのライセンス品もあり、研究開発提携を通じて開発中のものもある。また、テクノロジー・プラットフォーム企業との提携による新規化合物の探索プログラムも行っている。主に中国からデータがもたらされる場合、どのように医薬品を承認させるかについて、FDAとの対話が続いている。EQRxは米国外でも進展が見られる。

Q：株価は約50%下落したが、なぜか。

コンデ氏：ほとんどが、指摘された懸念事項のためだ。

われわれは、医療システム全体にデータを注入するソフトウェア・プラットフォームを構築したコモド・ヘルスにも投資している。コモドは、医療システムとの3億件以上のインタラクションを網羅したマップ（「生きた医療地図」と自称している）を作成し、このデータ分析プラットフォームを生命科学系企業や医療サービス企業に提供し、意思決定を助け、疾病の診断数の不足状況を特定し、どのクラスの薬剤を誰が処方しているか、などの情報を提供している。コモドは、2022年末までに経常的な売り上げが年2億ドル以上に近づき、ソフトウェア並みの利益率を確保する見込みだ。

最後に、ディボートッド・ヘルスは、急成長する次世代のメディケア・アドバンテージ向けに、より効率的で効果的なケアを提供するための独自技術のプラットフォームであり、期待値は高い。

## 金利上昇の影響

Q：金利上昇がヘルスケア投資に与える影響は。

ショット氏：私の投資する大型製薬企業への影響は比較的限定的だろう。

カウフマン氏：金利の上昇は株価に織り込み済みだ。最も影響が及んでいるのは、まだキャッシュフローを生み出していない企業のバリュエーションだろう。これらの銘柄は、過去18カ月間の市場の下落の影響を一身に受けてきた。インフレが持続すれば、価格決定力のある企業が恩恵を受け、株価も上昇するだろう。

ガロ氏：医療機器やライフサイエンス・ツールの大半の企業は粗利益率が低く、コスト上昇を転嫁するのが困難だ。それは株価にも表れている。しかし、私のキャリアにおいて、医療費のインフレ率が経済全体のインフレ率よりも低いのは初めてのことで、この数十年間はなかったことだ。また、マネージドケア企業は多くのキャッシュを蓄えており、金利上昇が追い風となり、収益に貢献するだろう。

コンデ氏：アーリーステージの企業に携わる者として、われわれは長期的な視点で見ている。熱は、いつかは冷めるが、イノベーションは継続し、適切なアイデアとチームは資金を獲得し続けるだろう。

By Lauren R. Rublin  
(Source: Dow Jones)

## 2. 今、ジャンク債は買い時か

[フィーチャー]

Junk-Bond Yields Top 8%. It Could Be a Good Time to Buy.

利回り8%超えて

## ジャンク債、利回り急上昇



Daniel Slim/AFP/Getty Images

今年、債券市場の大幅な下落を受けてハイイールド債がついにその名の通りになってきた。

ICE BofA米国ハイイールド社債指数によると、ジャンク債としてよく知られる市場規模1兆5000億ドルのセクターは、利回りが2022年初めの平均4.4%から8.8%に上昇し、投資家にとって魅力が増しているようだ。ジャンク債は株式を代替する、あるいは補完する投資先とされる。

ジャンク債にはリスクがないわけではない。ICE BofA米国ハイイールド社債指数の2022年のト

ータルリターンは9月22日時点でマイナス12.6%で、S&P500指数のマイナス20%よりは良好だ。そして、多くの投資家は当然のことながら、リセッション（景気後退）に向かっている可能性がある中で、レバレッジの高い企業の負債に投資することを躊躇（ちゅうちょ）している。

本誌ラウンドテーブルのメンバーであるアリエル・インベストメンツのポートフォリオ・マネジャーであるルパール・バンサリ氏は、9月22日に開かれたマーケットウォッチの「お金に関するベストな新アイデア」会議で、「ジャンク債とジャンク債発行企業の株式は避けるべきだ。ジャンク債のようなリスク資産は、今投資すべきところではない」と警告している。

この主張に対する反論は、ジャンク債の現在の水準がかなり良く見えることだ。ICE BofA米国ハイイールド社債指数に基づいて計算すると、ジャンク債とリスクのほとんどない米国債の利回り格差（スプレッド）は、2022年初めの3%ポイントから5%ポイントに拡大した。現在、ジャンク債が米国債の利回りと実質的に同等となるには、デフォルト率が8%、回収率が40%程度となることが必要だ（8%×損失率60%で5%近くとなり、国債に対する現在のスプレッドと同等になる）。ジャンク債市場は全体的には良好な状態にあり、デフォルト率は今後上昇する可能性はあるものの、現在は1%未満で推移している。

ケーブルテレビ・携帯電話サービスのチャーター・コミュニケーションズ<CHTR>、米アルミ大手のアルコア<AA>、自動車大手フォード・モーター<F>の金融サービス部門であるフォード・モーター・クレジットなど、ジャンク債の最高格付けであるダブルB格の銘柄が市場の半分超を占めていることは、過小評価されているプラス要因の一つだ。ジャンク債のうち、最も投機的なトリプルC格に属する社債は、ジャンク債市場のわずか10%にすぎない。

コロンビア・ハイイールド・ボンド・ファンド<INEAX>の共同マネジャーであるダン・デヤング氏は「企業の多くは緩やかな景気後退に耐えることができるはずだ。こうした企業は歴史的な低金利を利用して負債の借り換えを行い、バランスシートに流動性を持たせた。金利負担の低下と目先の債務

期限の先送りによって、ほとんどのハイイールド債を発行する企業は景気減速を乗り切るための財務上の柔軟性を高めている」と言う。

投機的な企業が投資家を惹きつけるために必要な金利を出し渋っているため、新規発行市場は閑散としている。仮想化ソフトウェアのシトリックス・システムズ<CTXS>のレバレッジド・バイアウトのための資金調達が目されたが、最近、利率10%で行われた。クルーズ会社のロイヤル・カリビアン・グループ<RCL>は9月22日に、2029年満期の9.25%の社債を含む20億ドルの社債を発行した。他にも、調査会社ニールセン・ホールディングス<NLSN>と自動車部品メーカーのテネコ<TEN>がバイアウトのためのジャンク債発行を控えている。資金調達する企業側にはこのような高い金利は望ましくないが、投資家側は好むだろう。

## 個人投資家はファンドやETFを通じて投資機会を得る

### What's in a Name

High-yield bonds are finally offering meaningful income for investors.

High-Yield Fund / Ticker	Recent Price	YTD Return	Yield*	Assets (bil)
<b>ETFs</b>				
iShares iBoxx \$ High Yield Corporate / HYG	\$73.06	-13.3%	7.7%	\$11.1
SPDR Bloomberg High Yield Bond / JNK	89.95	-14.2	8.2	5.5
VanEck Fallen Angel High Yield Bond / ANGL	26.86	-16.2	6.7	3.0
<b>Open-End Funds</b>				
Columbia High Yield Bond / INEAX	\$10.25	-12.2%	5.9%	\$1.4
Vanguard High-Yield Corporate / VVHEHX	5.10	-11.3	6.6	24.2
<b>Closed-End Funds</b>				
BlackRock Corporate High Yield / HYT	\$8.79	-24.1%	10.5%	\$1.2
Nuveen Credit Strategies Income / JQC	5.16	-15.3	9.7	0.8

\*30-day SEC yields for ETFs and Open-end funds; total distribution rate for closed-end funds.

Sources: Bloomberg; company reports

投資家は、オープンエンド型ミューチュアルファンド、クローズドエンド型投資信託、上場投資信託（ETF）、および個別銘柄を通じて、ジャンク債に投資することができる。また、1兆5000億ドル規模となる、いわゆるレバレッジド・ローン市場もある。この市場は、機関投資家向けに私募で販売されている優先債務だ。この市場にも投資信託やETFがある。

多くの投資家は流動性の高いジャンク債のETFを好んでおり、この中には大型ジャンク債をいくつか保有し、利回りが約8%に達しているiシェアーズiBoxx米ドル建てハイイールド社債ETF<HYG>やS PDRブルームバーグ・パークレイズ・ハイ・イールド・ボンド<JNK>が含まれている。かつて投資適格級だった社債に投資するヴァンエック・フォーリン・エンジェル・ハイイールド債ETF<ANGL>は、カジノ運営会社のラスベガス・サンズ<LVS>やロイヤル・カリビアン・グループなどの発行体の社債を保有する代替手段だ。このファンドのパフォーマンスはここ数年、二つの大型ジャンク債ETFを凌駕している。

ジャンク債市場では、抜け目のない投資家にとって、付加価値を得ることができるアクティブ運用が有効だ。クローズドエンド型ジャンク債ファンドは、オープンエンド型ファンドやETFよりも高い利回りを提供しているが、これはレバレッジを高めることで価格変動リスクが大きくなっているからだ。マティス・ディスカунテッド・ボンドCEFストラテジー<MDFIX>の共同マネジャーであるエリック・ポートン氏は、ジャンク債や地方債など多くのセクターのディスカウント状態のクローズドエンド・ボンド・ファンドを購入しており、「絶好の投資機会だと思う」と述べている。

ポートン氏は、ジャンク債の利回りは魅力的で、純資産総額（NAV）に対するファンドの平均ディスカウント率は過去2年間の5%に対して現在は9%であり、クローズドエンド型ファンドへの投資は割安な方法だと強調する。ブラックロック・コーポレート・ハイ・イールド<HYT>は、運用資産額12億ドルと最大のジャンク債クローズドエンド・ファンドで、1株当たり9ドル前後で取引されており、NAVに対して9%のディスカウントだ。その利回りは10%超となる。レバレッジド・ローンを購入するヌビーン・クレジット・ストラテジーズ・インカム・ファンド<JQC>は、5ドル前後で取引されており、NAVに対して14%のディスカウントで、その利回りは9.5%だ。レバレッジド・ジャンク債のクローズドエンド型ファンドは今年、10%台後半のマイナスリターンだが、市場が回復すれば、一気に高騰する可能性がある。

## 他にも個人向け社債、転換社債など多くの投資機会



Mike Segar/Reuters

個人向け社債も魅力的に見える。コロンビアのデヤング氏は、航空大手アメリカン航空グループ<AAL>とライドシェアサービスのウーバー・テクノロジー<UBER>の社債を好む。デヤング氏は、マイレージプログラムである「AAdvantage」に裏付けられたアメリカン航空グループの35億ドルの社債がお気に入りだ。2026年満期の5.5%の社債は、現在8%の利回りだ。デヤング氏は、マイレージプログラムの価値とアメリカン航空にとっての重要性を考えると、この社債は安全だと言う。ウーバーは第2四半期のキャッシュフローが初の黒字となり、

株価は30%超上昇した。2029年満期の4.5%の社債の利回りは約7%だ。

個人投資家がジャンク債の個別銘柄を買うのは簡単ではない。なぜならジャンク債の多くは米証券取引委員会（SEC）の「規則144A」に基づき私募債として発行され、購入することができるのは機関投

資家のみだからだ（個人投資家は一部の案件のみ購入できる）。

本誌は、フィットネスバイクメーカーのペロトン・インタラクティブ<PTON>、家具販売会社ウェイフェア<W>、ソフトウェア会社マイクロストラテジー<MSTR>など、かつて人気のあったグロース企業が発行した「破綻した」転換社債の高利回りについての記事を掲載した。これらは額面に対して大幅なディスカウントで取引され、満期までの利回りは10%以上となる。ペロトンの2026年満期のゼロクーポン転換社債は額面1ドルに対して67セントで取引され、利回りは12%、ウェイフェアの2025年満期の0.625%の社債は額面1ドルに対して70セントで取引され、利回りは12%超だ。ビットコインを保有するマイクロストラテジーの2027年満期のゼロクーポン債は額面1ドルに対して50セント未満で取引され、利回りは18%だ。転換社債のほとんどは格付けがなく、恐らく格付けがあったとしても投資非適格級（ジャンク）だろう。

今、ジャンク債市場には、多くの投資機会がある。

By Andrew Bary  
(Source: Dow Jones)

### 3. 石油会社のアパ、株価急騰の予兆 Why This Oil Producer Stock Could Be a Gusher 有望な2大プロジェクト

[注目銘柄]

#### 化石燃料に専念



Courtesy Apache Corporation

投資家は過去2年間、コモディティ価格の急騰によって、どの石油・ガス銘柄でも利益を上げることができただろう。来年も利益を上げるためには、投資家は企業を峻別しなければならない。

業界で最も注目される、異彩を放つ企業の一つが、適度な企業規模で世界的に広範な事業を展開するテキサス州ヒューストンのエネルギー企業、アパ<APA>（旧アパッチ）である。アパは同州で掘削を行うほか、エジプト最大の原油生産企業であり、欧州のオフショア（洋上）掘削業者でもある。

時価総額が120億ドルのアパは現在、供給過剰を懸念して米国のほとんどの生産者が新規油田開発に向けた探査を停止している時期に、南米沖で野心的なプロジェクトに着手している。石油大手以外に、アパの地理的展開の大きさに匹敵する掘削業者はほとんどいない。これは、再生可能エネルギーが普及するとしても、アパが長期的に化石燃料に専念することを反映している。

最高経営責任者（CEO）であるジョン・クリストマン氏は本誌に対し「石油と天然ガスの需要は、今後数十年間、存在すると考えている」と語る。

アパの株価は年初来で38%上昇し、平均的な石油・ガス生産企業をわずかに上回るが、バリュエーションは依然として、業界や市場全体に対してディスカウントとなっている。アパの今後1年間の予想1株当たり利益（EPS）に基づく株価収益率（PER）は3.8倍と、同業他社の半分にすぎない。

クリストマン氏は株価が割安なのは、アパの資産構成によるものと考えている。例えば、オフショアプロジェクトはオンショア（陸上）プロジェクトよりも、低いバリュエーションになることが多い。投資銀行トゥルーイスト・セキュリティーズのアナリストであるニール・ディングマン氏は、ディスカウントはパッシブなインデックス運用で知られるブラックロックやバンガードなどによる保有比率が比較的高いためだとしている。ディングマン氏は、投資家はアクティブ投資家の保有比率が高いことを好むが、これは投資家がインデックス運用による資金は上昇局面でも下落局面でも保有し続ける「粘着性のある資金」であると考えているためだと語る。

## 地理的分散

### APA

(APA / Nasdaq)



Source: FactSet

ディングマン氏はアパの事業の地理的分散を選好し、株価は直近の37ドルから75ドルに向かうとみている。米国の石油・ガス生産企業のほとんどは、全米8カ所の主要な頁（けつ）岩（シェール）盆地の一つに掘削を集中させており、新たな地域での探査については、高コストでリスクが大きいと考えられるため、慎重になっている。この戦略は新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）以降、成果を上げているものの、限界がある。シェール油井はすぐに枯渇することで知られており、最終的に生産が減少するという懸念が高まっている。

ディングマン氏は「問題の真相は、米国のシェール事業はサイクルが短いことだ」と語る。ディングマン氏は石油・ガス35社をカバーしているが、今後10年を超えて生産を維持するのに十分な面積を有

する企業は「片手で数えられる」と語る。アパはその一つだ。

アパのEPSは昨年の3ドル90セントから、今年は9ドル40セントに増加し、2023年は10ドル91セントにさらに増加する見通しだ。増益の一因は原油とガス価格の高騰だが、有望な掘削事業や、エネルギー不足に悩む欧州に天然ガスを販売する有利な取引など他の要因もある。

アパは急速なペースで自社株買いも実施しており、昨年10月から今年7月にかけて、発行済み株式の14%を消却した。取締役会は配当を倍増させ、さらに発行済み株式の12%の追加買い戻しを承認した。株主還元を重視していることから、アパの発行済み株式は2021年10月から2023年末までに、25%減少する可能性がある。配当利回りは現在、2.7%と比較的控えめだが、上昇する可能性がある。

運用会社ホッチキス・アンド・ワイリーのアナリストであるダグ・キャンベル氏は、現在の原油価格を25%程度下回る1バレル当たり65~70ドル前後の水準に基づいて業績予想モデルを作成したが、増益ペースに変化はない。キャンベル氏は、「現在のEPSに基づくバリュエーションが魅力的であるために、現在のような平均以上の原油価格が続く必要はないだろう」と語る。ホッチキス・アンド・ワイリーはアパ株式の3%超を保有している。

## ■ 新規油田開発とLNG販売

アパは持ち株会社であり、石油・ガス生産企業のアパッチを保有する。アパッチは1954年に設立され、依然としてアパの事業の大部分を担っている。アパッチはテキサス州とニューメキシコ州にまたがるパーミアン盆地に所有するシェール資産を最近になって拡大し、またメキシコ湾でも操業している。しかし、アパッチの原油生産の約半分は英国沖の北海など、海外が占める。

アパは南米のガイアナに隣接するスリナム共和国の沖合でも、油田探査を行っている。ガイアナではエクソンモービル<XOM>とヘス<HES>が開発段階を経て原油生産を開始しており、今後10年以上にわたって利益をもたらす公算が大きい。スリナムにおける初期段階の結果は有望であり、アナリストは今後数年以内の原油生産を予想している。

加えて、アパは米国最大の液化天然ガス（LNG）企業であるシェニエール・エナジー<LNG>と、欧州およびアジアのバイヤーにLNGを販売する契約を結んだ。来年半ばから、アパは天然ガスの米国と海外の価格差（スプレッド）の一部を手にする。スプレッドは、ロシアが欧州の大部分へのガス供給を停止したため、最近では記録的な高水準となっている。アパはこの契約により、現在の先物価格で2023年のフリーキャッシュフローに7億5000万ドルが上乗せされると予想する。

キャンベル氏は、このLNG販売契約もスリナムでの開発も、現在の株価には織り込まれていないと主張し、「この二つは、株価にとって非常に意味のある可能性を秘めている」と付け加える。

アパは投資家の注目を集めるのに苦労している。アパの賭けが実を結べば、アパの株式は見逃せないだろう。

By Avi Salzman  
(Source: Dow Jones)

## 4. エリオットは最後の大手アクティビスト

[フィーチャー]

Elliott Is the Last True Big Activist. What Investors Should Know

便乗を狙う投資家は注意が必要

### 持ち分取得でペイパルの株価が急上昇



Illustration by Justin Metz

決済大手ペイパル・ホールディングス<PYPL>の株価は、今年の大半年の間にわたって下落し続けてきた。コロナ禍の間の輝きがなくなっただけでなく、2月に野心的な成長目標を引き下げたことでウォール街の信頼も失った。株価が急落する中、ペイパルの最高財務責任者（CFO）は小売り大手ウォルマート<WMT>に転職した。投資家もペイパルから去り、株価は7月半ばまでに60%下落した。

しかし、ある投資家がペイパルに価値を見出し、復活に導くための準備を整えてやって来た。アクティ

ビスト（物言う投資家）のエリオット・マネジメントだ。エリオットは、ポール・シンガー氏が長年にわたって指揮し、560億ドルの資産を有するヘッジファンドである。この夏、エリオットはペイパルの株式を約2%取得した。シンガー氏の関与が伝わると、ペイパルの株価は9%急上昇し、さらにペイパルがエリオットとの「建設的で協力的な」対話を実施していると発表したことで12%上昇した。

40年以上にわたってエリオットを率いてきたシンガー氏は、執拗（しつよう）なアクティビズム戦略で知られ、世界中の企業だけでなく国とさえ闘ってきた。シンガー氏は依然として、共同最高経営責任者（CEO）のジョナサン・ポロック氏と共にエリオットに深く関わっている。マネジングパートナーのジェシー・コーン氏は、エリオットのプライベートエクイティとアクティビズムの大部分を監督している。

エリオットに追随して株式を購入する投資家は失望することになるかもしれない。本誌の分析によれば、エリオットの関与が発表された当日の株価上昇分を除くと、アクティビストとして投資した銘柄のリターンは市場を下回っている。これはエリオットにとっては恐らく問題ではない。エリオットは標的とする企業のリスクを事業部門レベルまでヘッジしているからだ。

さらに、アクティビストとしてのポジションは約20%を占めるにすぎず、その他のポジションはデリバティブや債券などによって構成される。これらすべてが、エリオットがアクティビズムにおいて優位に立つことに寄与している。エリオットの戦略に便乗しようとする投資家は警戒すべきだ。

エリオットの全体的なリターンは強弱まちまちだ。エリオットに詳しい人物によれば、1977年の創設以来の年平均リターンは13.5%で、S&P500指数の11.6%を上回る。エリオットが損失を出したのは、リターンがマイナス7%（S&P500指数はプラス28%）だった1998年と、マイナス3%（同マイナス37%）だった2008年の2年だけだ。

エリオットの今年のパフォーマンスは非常に好調で、6月30日までの手数料控除後のリターンは5%となっている（S&P500指数はマイナス20%）。しかし、過去5年間のパフォーマンスは素晴らしいもの

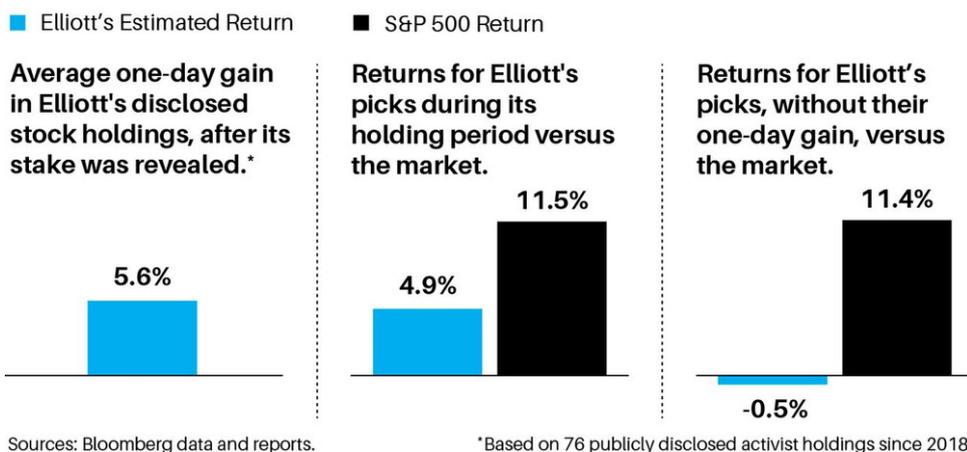
ではなく、6月30日までの5年間の年平均リターンは9.7%だった（S&P500指数は11.3%）。2019年のリターンは6.5%で、S&P500指数の31.5%を下回った。2020年と2021年も市場をアンダーパフォームした。

コーン氏は本誌の取材に対し、エリオットが最も優先する目的は損失を回避することであり、「エリオットの中核的な価値は、何があっても資本を維持し、懐疑心を持つことだ」と語った。シンガー氏は取材を拒否した。

## ■ 他社とは対照的にアクティビズムに傾斜

### Don't Try This at Home

Following Elliott into a stock could prove costly for investors trying to piggyback off its activist picks.



エリオットはシンガー氏の下でアクティビズムに傾斜しているが、多くの同業他社はアクティビズムから離れつつある。ビル・アックマン氏は3月、自らが率いるパーシング・スクエアがアクティビストとしての空売り戦略から撤退し、より「目立たない」投資アプローチを取ると述べた。ダン・ローブ氏は、ウォルト・ディズニー<DIS>に対してスポーツ配信チャンネルESPNの分社化を提案していたが、ディズニーのボブ・チャベックCEOに拒否されたことを受け、今月になって方針を180度転換した。

対照的に、エリオットが撤退する様子はない。エリオットは過去1年間で、アクティビストとしてペイパル、ソーシャル・ネットワークキング・サービス（SNS）運営会社ピントレスト<PINS>、ヘルスケアサービス会社カーディナル・ヘルス<CAH>、半導体大手ウエスタン・デジタル<WDC>、石油会社サンコア・エナジー<SU>、データセンター運営会社スイッチ<SWCH>の株式を取得した。米国以外では、スウェーデンのたばこ大手スウェディッシュ・マッチ<SWMA.スウェーデン>、東芝<6502>、英国の保険顧問会社ウィリス・タワーズ・ワトソン<WTW>、カナダの鉄道会社カナディアン・ナショナル・レールウェイ<CNI>を標的にしている。

エリオットは、アクティビズムを通じて獲得した取締役会の議席と社内情報を買収にも活用している。例えば、昨年輸送会社キュービックを非上場化し、ソフトウェア会社シトリックス・システムズ<CTXS>の買収案を発表している。2018年には医療テクノロジー会社アテナヘルスをベリタス・キャピタルとともに57億ドルで買収して非上場化し、今年2月に170億ドルでベイン・キャピタルとヘルマン・アンド・フリードマンに売却した。

コーン氏は「当社がアクティビズムを有効に展開すればするほど、そのスキルを企業買収に活用できる。当社がプライベートエクイティの分野で盛んに活動し、事業運営に関する知見を獲得すればするほど、上場市場のプレーヤーとして強くなれる」と語る。

投資顧問会社ラザードによると、エリオットは2015年以降にアクティビストとして131件のキャンペーンを実施している。これはエリオットの次に活発に活動しているヘッジファンド3社によるキャンペーンの合計件数を上回る。エリオットは2015年以降に取締役会で95議席を獲得しており、これはスターボード・バリュウの125議席に次ぐ2位だ。

エリオットは当初こそ友好的だが、すぐに敵対的な姿勢に変わること知られる。また、企業だけでなく国に対しても闘犬のように食らいつく。エリオットは15年にわたってアルゼンチン政府と債務問題に関する争いを継続し、圧力をかけるためにガーナに寄港中の海軍の船を差し押さえることまでした。最終的にはアルゼンチン政府と和解し、1億1500万ドルの投資から24億ドルの利益を生み出した。

多くの企業は、エリオットのようなアクティビストへの対策などを理由に、「ポイズンピル」などの防衛策を導入している。ラザードのマネジングディレクター、クリス・クーベリア氏は「もはやアクティビズムは初期の段階にはない。企業がアクティビストの標的になっていないとしても、取締役や経営陣がアクティビズムの影響を受けている可能性は高い」と語る。一方で、投資家は大きめに報じられる委任状争奪戦にうんざりしている。クーベリア氏は「投資家は（空売りなどの）オルタナティブ投資のアイデアを嫌がりはしないが、個別に評価したいと思っている」と指摘する。

## 発表初日を除くとパフォーマンスは低調

エリオットが自社以外の株主にとってのリターンを高めているかは議論の余地がある。

ブルームバーグの報告とデータによると、2018年以降、エリオットが公開したアクティビストとしての株式ポジション76件は、保有期間の平均リターンが4.9%だった。これはS&P500指数に対して平均で6.6%ポイントのアンダーパフォームとなっている。初日の値上がり（平均5.6%）を逃した場合、リターンはさらに悪くなり、S&P500指数に対するアンダーパフォームの幅は11.9%になる。

エリオットのポジションの一部（特に海外銘柄）は、アクティビストとしてのものではなく、裁定取引やヘッジの可能性がある。海外銘柄を除くと、エリオットがアクティビストとして保有する米国銘柄のリターンはS&P500指数を6%ポイント上回る。初日の値上りを逃すと、S&P500指数に対して2%ポイントのアンダーパフォームとなる。エリオットは本誌の指摘に関してコメントを拒否した。

最近のいくつかの例はいびつなパフォーマンスを浮き彫りにする。ウエスタン・デジタルの株価は、5月にエリオットの株式取得が公表された初日に14.5%上昇した。その1カ月後、ウエスタンとエリオットは和解し、フラッシュメモリー事業の分社化で合意した。ウエスタンは現在も分社化の取り組みを続けている。株価は合意以降に下落し、エリオットの持ち分開示以降はS&P500指数に対して27%のアンダーパフォームとなっている。

エリオットの後を追って、ソフトバンクグループ<9984>に投資した投資家も大きなコストを支払うことになった。エリオットは2020年初め、ソフトバンクの株式30億ドルを取得したことを発表し、経

営陣に開示の拡大などを要求した。当初、投資家はこれを歓迎し、株価は7.3%上昇した。しかし、エリオットはソフトバンクの孫正義CEOに圧力をかけることを断念し、ほとんどの持ち分を売却した。エリオットによる株式取得の公表以降、ソフトバンクのリターンはS&P500指数を10%下回っている。

エリオットの標的となった企業の一部は、エリオットを敵対的な存在とは見ていない。スイッチのトーマス・モートン社長は、エリオットとスイッチが、スイッチを不動産投資信託（REIT）に転換するなどの一部の目標に関して見解が一致したと述べた。モートン氏は「当社はエリオットをアクティビストではなく、付加価値を生み出す投資家と考えている」と語る。

エリオットはピンタレストの9%の持ち分を有する。エリオットはペイパルとピンタレストの持ち分を両方保有しているため、両社の合併を促すとの見方が強まっているが、両社に近い人物によれば、合併は検討されていないという。エリオットの広報担当者は、エリオットがピンタレストの売却を推進しているという説を否定したが、それ以上のコメントを拒否した。

## ■ 巨大な規模によって効果的なヘッジを実現

エリオットの支持者は、エリオットが誤解され、不当に中傷されていると言う。確かに、エリオットはアクティビストとしてのキャンペーンにおける容赦のない戦術で大いに注目を集めている。しかし、マルチ・アセット・ファンドとして、リターンを達成するために、株式、債券、デリバティブなどのさまざまな手段を使用している。

エリオットは、企業の事業部門を分離し、企業の残りの部分や業界に対するエクスポージャーをヘッジすることなどにより、リスクを軽減している。エリオットに詳しい人物は、「エリオットは恐らく最高のヘッジファンドだ。彼らは事業部門レベルに至るまで、可能な限り深くヘッジを行う。あらゆる手段を駆使して、自らの目標と関係ないリスクを排除する」と語る。

エリオットは500億ドル超の資産と500人の従業員を有し、サード・ポイントやパーシング・スクエアなどのライバルから頭一つ抜け出している。規模が大きいため、極めて安い手数料で、空売りのための株式を借りることができる。クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）などのオーダーメイドのツールを利用して、非常に安いコストでエクスポージャーをヘッジすることも可能だ。

エリオットに詳しい人物は、「エリオットは規模が大きいため、より有効にヘッジをすることができ、よりリスクの大きいポジションを取ることが可能だ」と語る。さらに、エリオットが活用している社内の業界専門家は、企業やセクターに関して、財務モデルの数値が示唆する以上の知見をもたらす。エリオットとよく取引をしているアドバイザーは、「彼らのリソースには制約がない」と話す。

78歳のシンガー氏は、今後のアクティビストとしての闘いを常に主導することはないだろうが、他社を圧倒するリソースを持つ企業を築き上げたように見える。コーン氏は「当社は、他社が見逃していると考えられる場所で価値を見つけ出す。現在の市場は当社が投資機会を発見しやすいタイプの市場だと思う」と語る。

By Carleton English  
(Source: Dow Jones)

## 5. 停電増加で買われる発電機株 More Power Outages Make This 'Storm Stock' a Buy ポートフォリオをパワーアップ

[注目銘柄]

### 成長株をバリュー株価格で



Alamy

発電機メーカーのジェネラック・ホールディングス<GNRC>にとって記録的な熱波、西部の山火事、輪番停電やハリケーンは良い話のはずだが、今年株価は急落しており、成長株をバリュー株価格で買う機会を提供している。

ウィスコンシン州に本社を置くジェネラックは、全米で約75%と圧倒的なシェアを持つ住宅向け非常用発電機が売上高の約半分を占め、残りを商業・産業向け発電機と発電機の整備が占めている。

そのためジェネラックは悪天候向けの株として知られており、超大型ハリケーンのサンディが

2012年に米北東部を襲った時に、翌2013年の売上高は15億ドルに達し、その2年前の売上高の2倍近くになった。伸びは続いている。ベアードのアナリストであるマイク・ハロラン氏は「嵐、停電、電力会社のトラブルやその他の電力供給停止は人々の意識を高めて売り上げ増につながる」と語る。

ジェネラックの非常用発電機は地域によっては必需品となっている。コネティカット州のジョナサン・スカーム氏はプロパンガスで作動する10キロワットの発電機を保有しており、停電時には家のほとんどの電力を供給できる。このような発電機は、スカーム氏の住む農村部のように風が吹くたびに古いノルウェーカエデの枝が落ちてくる地域では珍しくない。スカーム氏は「次に大きな天候の変動があった時にこの発電機があると安心できるので気に入っている」と話す。

最近では悪天候以外の要因による停電もあり、カリフォルニア州の山火事で何日も停電に見舞われる人が出たり、テキサス州で電力が最も必要な時に送電網の問題で停電が起きたりしている。

状況はさらに悪化している。入手可能な最新データの2020年において、米国の電力ユーザーは平均して8時間超の停電を経験しているが、これはエネルギー情報局がデータ収集を始めた2013年の2倍以上になっている。

米国で発電機を保有する家庭は6%にすぎず、この比率が1ポイント上がればジェネラックにとって25億ドルの新たな潜在市場となる。それが2012年から2022年にかけて売上高を340%、利益を664%増加させた理由だ（2022年については予想値）。今ではカリフォルニア州がジェネラックに新たな成長を提供してくれる手つかずの市場のように見える。

クレディ・スイスのアナリストであるマヒープ・マンドロイ氏は「カリフォルニア州は過去において

家庭向け非常用発電機の市場ではなかった」と語る。カリフォルニア州で非常用発電機を保有する家庭の比率は2.5%を下回るが、北東部の州ではこの比率が10%から20%に達している。

## 成長率の鈍化で嫌気売り

### Generac Holdings

(GNRC / NYSE)



Source: FactSet

しかし、ジェネラック株は市場ではのけ者扱いされており、2022年に株価は50%下落して175.83ドルとなり、S&P500指数構成銘柄で今年16番目に悪いパフォーマンスだ。

嫌われる理由の一つは、ジェネラックが成長株でありながら来年の成長率見通しが低いことだ。2022年の売上高は52億ドル、増収率は前年比39%と予想されているが、2023年の市場の予想増収率は9.4%にすぎない。増収率の鈍化で成長株投資家がジェネラック株を売っており、バリュー投資家が安心して買うには時間がかかる。

しかし、ジェネラック株はそのタイミングに近いかもしれない。ジェネラックの来年度予想PER（株価収益率）は2021年半ばには40倍と、S&P500指数全体（20倍）の2倍だった。今では2023年の予想PERはたったの13倍にすぎず、市場全体を下回っている。2021年には割高だったかもしれないが、今では安過ぎる水準だ。

会社が成長しなくなったわけではない。市場は2023年と2024年の増収率と増益率がそれぞれ平均10%と16%になるとみているが、市場全体の予想増益率は7%であり、これをかなり上回っている。このパターンは過去にもあった。超大型ハリケーンのサンディの後、2013年から2016年にかけて売上高は横ばいになったが、2022年の予想売上高は2013年の3倍を超えている。

発電におけるグリーン化の進展は、発電機が時代遅れになるとの懸念を招いており、もし全ての家が

屋根に太陽光パネルを設置すれば発電機など要らなくなる。しかし、クレディ・スイスのマンドロイ氏は、太陽光パネルと蓄電池はまだジェネラックの発電機に比べて数倍費用がかかると語る。そして停電が長く続けば蓄電池の容量は足りなくなるかもしれない。

ジェネラックはクリーンテクノロジーにも投資しており、蓄エネルギーや太陽光インバーター（太陽光発電で得られた直流電気を家庭で使える交流電気に変換する電子機器）に関わる企業を買収している。そして他の製品も含めてディーラーが非常用発電機を見込み客に売り込む際の選択肢を増やしている。

ベアードのハロラン氏は「クリーンエネルギー事業はまだ成長/開発モードであり、ジェネラックに長期的に価値をもたらすと考えている」と語る。

ジェネラック株は前の高値に戻らなくても良い投資先になる。マンドロイ氏の目標株価は395ドルと市場で最も高いレベルに入る。ハロラン氏の目標株価は控えめの275ドルで、アナリスト平均の340ドルを下回る。しかし、ハロラン氏の目標株価に達すれば50%以上の上昇率となり、その時の2023年予想PERは20倍にすぎず、過去3年間の平均倍率（約26倍）をかなり下回ることになる。

ジェネラック株はどのポートフォリオもパワーアップさせる素晴らしい株のように見える。

By Al Root  
(Source: Dow Jones)

## 6. 市場の混乱はハイテク株、米ドル、未公開株にリスク [コラム]

Tumbling Markets Imperil Tech, the Dollar, and Private Equity  
債券価格の歴史的下落を受け、弱気の株式市場はどう動くか

### 低金利から脱する世界経済



Akio Kon/Bloomberg

世界的な低金利が何年も続いてきたが、私たちは今そこからの脱却を目の当たりにしている。

マイケル・ハートネット氏率いるバンク・オブ・アメリカのストラテジー・チームは、ゼロ金利解除によって債券価格の歴史的下落が生じたとの考えを示している。今年の債券価格の下落は、2度の世界大戦の後遺症（マーシャル・プランで頂点に達した1949年とベルサイユ条約締結とほぼ同時期の1920年）、世界恐慌の影響（1931年の欧州大手銀行クレジット・アンシュタルトの破綻）から生じた暴落に匹敵するもの

だった。

債券価格暴落はゼロ近辺の金利環境が終了したことの産物である。米連邦準備制度理事会（FRB）は21日に主要政策金利を0.75%引き上げ、これで年初来で計3%引き上げたことになる。同様に重要な

が、インフレ調整後の実質金利がゼロを大きく上回っていることだ。ブルームバーグによると、5年物インフレ指数連動国債（TIPS）の実質利回りは、1年前のマイナス1.61%からプラス1.60%に上昇している。

バンク・オブ・アメリカのストラテジストは顧客向けレポートで、債券の劇的な値下がりや米ドル、米国ハイテク株、未公開株という「世界で最もにぎわっている取引」を危険にさらすと指摘している。「信用事由」（暴落の丁寧な表現）の脅威も迫っているという。

また、1987年10月の株価暴落につながった前提条件はほとんどそろっているとレポートは付け加える。不安定な地政学的環境、米国市場のパフォーマンスが他国を大きく上回っていること、国際的な協調が取れていないことなどで、今のところ欠けているのは通貨危機くらいだ。

しかし、為替のボラティリティーは上昇しており、米ドル指数は20年ぶりの高水準に達し、他の通貨に大きな負担を与えている。最も顕著に下がったのは英ポンドで、これは英国の減税を賄うための借り入れ計画に市場が激しく反応したためである。日本は低金利を維持しようとしながらも、1998年以来初めて円を支えるために市場に介入せざるを得なくなった。

## ■ S&P500指数の年末予想3000に現実味

今のところ、債券市場の大混乱は主要株価指数が20%以上下落する弱気相場を生み出している（例外はダウ工業株30種平均で、下落率は19.6%にとどまっている）。これまでの下落は主に株価収益率（PER）の低下を反映しているが、業績予想の下方修正は始まったばかりだ。ゴールドマン・サックスでストラテジストを務めるデービッド・コスティン氏は、S&P500指数の年末目標を4300から3600に引き下げた。コスティン氏は金利上昇を受けて2023年のS&P500指数の1株当たり利益（EPS）を234ドル（ファクトセットが示すウォール街コンセンサスの240.46ドルをわずかに下回る）、PERを15倍と想定している。

一方、ストラテガス・リサーチを率いるジェイソン・デセナ・トレナート氏は、S&P500指数の2023年EPSはプロフィット・リセッション（利益が2四半期連続で前年同期比割れとなること）により200ドルまで落ち込む可能性があるとみている。トレナート氏は顧客向けレポートで、プロフィット・リセッションは一般に、景気後退の2倍の頻度で起こり、今回は卸売物価の上昇ペースが消費者物価を上回っていることを反映していると指摘する。しかし、10%程度の減益は、景気後退時の中央値よりはるかに小さいという。そして、利益予想の下方修正は、強気相場の次の足音が近づいていることを意味する可能性がある結論付けている。

ゴールドマンの推定PER15倍とストラテガスの利益予想200ドルを用いると、S&P500指数の目標水準は3000となる。これは、1月3日の高値4796.56を23%下回った9月23日の終値3693.23からさらに18.8%下落することを意味する。

S&P500指数の3000との予想は、かつてバロンズ・ラウンドテーブルの重鎮であったフェリックス・ブラウフ氏も予想していたことをご記憶の読者もいるかもしれない。ブラウフ氏は昨年12月、S&P500指数が4800ドル付近のピークで推移していた時期にこの予測を立てたが、残念ながらそれ以来沈黙を守っている。

バンク・オブ・アメリカのハートネット氏は、S&P500指数が3600になれば「つまみ食い」、3300では「一かじり」、そしてブラウフ氏が予想する3000に達すれば「ドカ食い」を投資家に提案している。FRBのさらなる利上げは、株式やその他のリスク資産への圧力を高める可能性がある。CMEのフェドウォッチサイトによると、先物市場は11月に0.75%、12月に0.5%の追加利上げの結果、政策金利が4.25~4.50%になるとの予想を反映している。これはFRB自身の年末の予想と一致している。

しかし、23日には、金利先物のオプションという難解な世界で、大きな逆張りの賭けが行われた。シカゴのブローカー、RJオブライエンのグローバル法人営業担当マネジング・ディレクター、ジョン・ブレイディ氏は電子メールで、「誰かが、12月までに金利が予想ほど上昇しないことに賭けたのだ」と述べる。これは、金利が急上昇する時に起こりがちな、何かが壊れることに誰かが身構えていることを示唆している。

By Randall W. Forsyth  
(Source: Dow Jones)

## 7. 厳しい9月だったが10月にはさらなる試練も

[米国株式市場]

September Was Bad for Investors. October Could Be Worse.

市場を大きく動かす可能性のある注目材料が再来週以降に目白押し

### 多くの市場で値動きが大きく



Michael M. Santiago/Getty Images

このところ、市場の値動きは激しく、また好ましくない動きとなっている。株式、債券、コモディティ、通貨、そして先物は日々、乱高下しており、この先も恐らく極端な値動きが続くそうだ。

先週のS&P500指数は4.6%下落して3693.23となり、3か月ぶりの安値を付けた。グロース株が最も大きく売られ、ナスダック総合指数は5.1%安の1万0867.93で引けた。ダウ工業株30種平均は4.0%値下がりして2万9590ドル41セントで引けたが、これは今年の最安値であり、史上

最高値からは19.6%下落し、弱気相場の入り口に立っている。

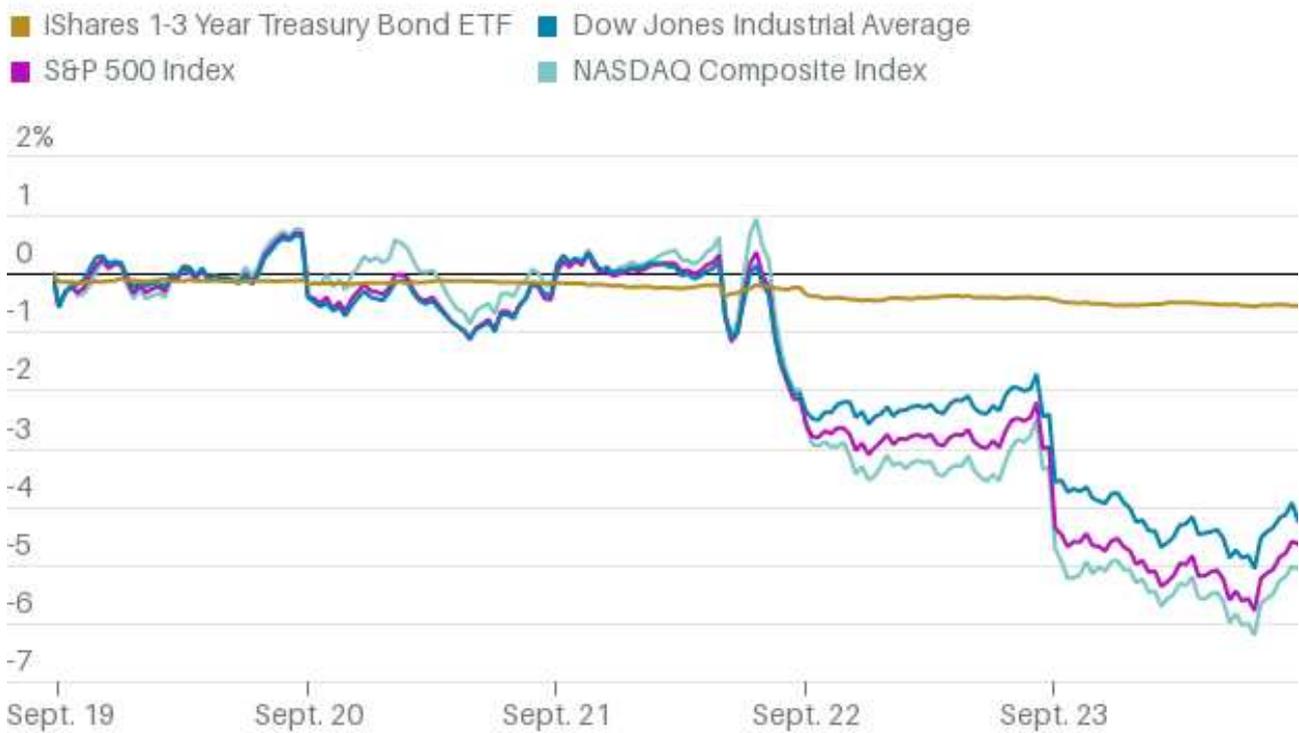
大きな動きがあったのは株式市場だけではない。米連邦準備制度理事会（FRB）が21日に行った利上げとタカ派的な見通しの発表を受けて国債価格が急落し、米2年物国債の利回りは15年ぶりの高水準となる4.21%に達した。世界経済への懸念を反映して、原油は23日に1バレル当たり78.74ドルと、1月以来の安値となった。

外国為替市場も揺れた。米ドル指数はFRBの動きに後押しされ、週間で3%上昇した。22日には、日本の財務省が1998年以降で初めてとなる円安是正のための市場介入姿勢を示したことから、日本円は対米ドルで2%上昇、主要通貨の1日の動きとしては激しい急騰となった。通貨ストラテジストは、この介入はせいぜい短期的な修正にすぎないとみている。

それに劣らぬ動きとして、英ポンドは23日に対ドルで3.5%下落して1.09ドルを下回り、37年ぶりの安値となった。この下落は、英国の新政権が歳出増と減税の両方を主眼とする経済計画を発表し、さらなる借り入れと国債発行が必要になったことが背景にある。

再来週以降に注目材料が目白押し

## Market Snapshot



Source: FactSet

こうした混乱がすぐに収まるとは思えない。来週の主な経済指標としては個人消費支出、決算発表としてはスポーツ用品のナイキ<NKE>と半導体のマイクロン・テクノロジー<MU>が控えている。それ以外に市場を動かすような発表は予定されていないが、その後の6週間は材料が豊富な期間となりそうだ。

10月最初の2週間では9月の雇用統計とインフレ統計の発表が予定されており、その後は第3四半期の決算発表が本格化して、将来の見通しに対する経営陣のコメントが重要なポイントとなる。11月第1週には米連邦公開市場委員会（FOMC）と10月の雇用統計の発表があり、その翌週は中間選挙と10月のインフレ率の発表だ。

さらに見通しを難しくしている点がある。先物市場はまだFRBの見通しを素直に受け止めておらず、フェデラルファンド（FF）金利に関しては、2023年初めにピークを迎え、2023年末までに低下に転じると予想している。これは、引き締め効果が表れるまで金融政策をいったん停止して待つというFRBの見通しとは対照的だ。言い換えれば、市場がタカ派姿勢を徐々に織り込んでいくことで、利回りにはさらに上昇の余地があるということになる。

## 10月と11月は乱高下しやすい季節

S&P500指数が6月の安値である3667を下回る可能性もある。先週、欧州とアジアのいくつかの株価指数は2022年の取引レンジの安値を下回り、今後も険しい道になりそうだ。ビスポーク・インベストメント・グループによると、10月はS&P500指数が1日で1%超の上昇または下落となった回数が歴史的に最も多い月であり、11月がこれに続く。

12月は回復の可能性がある。12月は季節的に市場が好調な月であり、年末までに月次のインフレ率が低下すれば、FRBからこれ以上タカ派的なサプライズはないはずだ。また、株価は景気後退の前の年の方が、後退が始まってからの年よりも下落が大きくなる傾向があるため、実体経済の痛みが増しても、市場が上昇し始める可能性はある。

ただし、あまり先のことは考えずに、まずはこれから起こることを乗り切らなければならない。

By Nicholas Jasinski  
(Source: Dow Jones)

## 8. 株価下落と金利上昇。苦痛だが市場は正常化へ

[投資戦略]

Stocks are Sinking and Rates Are Rising. We're Heading for Normal.

長期債にも投資妙味

### FRB、来年末の金利見通しを上方修正



Spencer Platt/Getty Images

株式と債券は暴落し、住宅市場は弱含んでいる。この3か月ほど、非代替性トークン（NFT）の話の聞かない。ストラテジストは実に奇妙な資産を推奨している。筆者も2人のストラテジストから長期国債の購入を勧められたところだ。そのうちの一人はキャッシュを生む企業の株式も支持するが、ビットコインマイニングの話は出なかった。

不安を煽るつもりはないが、金融市場は本来の状態に向かいつつあるようだ。このままいけば一般的な資産は十分な長期リターンが期待でき

る価格水準に達するかもしれない。

米連邦準備制度理事会（FRB）は40年ぶりの高水準のインフレ率を抑制するため、過去40年で最も早いペースで金利を引き上げている。フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標は、年初のゼロ近くから3%強にまで上昇した。どこまで上がるだろうか。インフレ率を上回るのは間違いないが、重要なのは過去1年間のインフレ率ではなく、1年後のインフレ率だ。クリーブランド連銀は、スワップ、調査、債券データを駆使して1年先のインフレ率を予想しているが、最新の値は前年同月比4.2%となっている。

いわゆるドットチャート（政策金利見通し分布図）を見てもよい。FRBは15年前から四半期ごとの経済予測のチャートを公開しているが、10年前からはそこに連邦公開市場委員会（FOMC）の各メンバーによる政策金利見通しが追加された。FRBはこれを「適切な金融政策の評価」であって予測ではないと言い張る。この点は知っておくとよい。ドットチャートは上方修正されたところだ。最新の予測、いや評価では、2023年末時点でのFF金利誘導目標の中央値は4.5～4.75%となっている。

この結果を受けてウォール街は再び大騒ぎとなった。だが実はこの数値は標準から離れるのではなくむしろ標準に近づいているのだ。1954年までさかのぼるデータによれば、月次のFF金利の平均は4.6%だ。住宅ローン金利も同様で、30年物固定金利は1年前の2.9%から最近急上昇して6.3%となったが、1971年までさかのぼるデータを見れば、平均は7.8%だ。

## 債券に戻る時期が来た

投資家にとって重要なのは、これらの指標が1) 長期平均を上回ることあるか、2) 株式や債券にどの程度織り込まれているか、だろう。答えは1) 「ありえない」、2) 「かなりの部分は織り込み済み」だろう。

MKMパートナーズのチーフエコノミスト兼マーケットストラテジストであるマイケル・ダーダ氏は、来年初めにFF金利が4.5%に達する可能性について、「その水準を一定期間維持することは、恐らくできないだろう」と述べる。ドットチャートでも、FF金利は2024年から2025年にかけて合計で1.75%低下する見通しとなっている。ダーダ氏はインフレ率の低下はそれよりも早く、今後1年～1年半で2%台に落ち着くと見ており、「賃金や家賃など動きの遅い指標はより時間がかかるだろうが、最終的には穏やかに下落する」と言う。

ダーダ氏は、上場投資信託（ETF）のiシェアーズ米国債20年超ETF<TLT>のロングと金のショートという戦略を勧める。このETFは年初来で29%も下落しており、保有銘柄の最終利回りは平均3.8%だ。インフレが予想よりも早く緩和すれば、価格が上昇する可能性がある。金のショート取引は、金は実はインフレ・ヘッジ効果が乏しく、むしろ債券の実質利回り（債券利回りからインフレ率を引いたもの）と逆の動きをするというダーダ氏の観察から来るものだ。

今年に入り5年物インフレ指数連動国債（TIPS）の利回りはマイナス1.6%からプラス1.5%に跳ね上がった。金は暴落してもおかしくないが、わずかな下落にとどまっている。ダーダ氏は、金価格が1オンス＝700ドルかそれ以下に下落するか、あるいは実質利回りが低下に転じるはずだと考えている。金は最近1670ドル強で取引されている。つまり、たとえダーダ氏が債券サイドの取引を見誤ったとしても、金価格が暴落すればショート取引で利益が出る。

エバーコアISIのストラテジスト、ジュリアン・エマニュエル氏も、iシェアーズ米国債20年超ETFについて強気に転じ、コールオプションの買いとプットオプションの売りを勧めている。オプション取引や空売りをしない投資家にとっては、債券に戻る時期が来たということだ。エマニュエル氏は、伝統的な株式60/債券40のポートフォリオについて、「過去2年間、この比率は65対35または70対30となっていた。だが2019年以来初めて長期債券に価値が出てきている」と述べる。

## 株はフリーキャッシュフロー（FCF）の多い銘柄を推奨

株式がこの先どうなるかについて、エマニュエル氏はリセッション（景気後退）に懸かっていると言う。リセッション入りがなければ株価は底値近辺にある公算が大きいですが、リセッションとなればもう一段下げる可能性がある。どちらにしても、フリーキャッシュフロー利回りが高く、配当や自社株買いによって株主に現金を還元してきた実績のあるバリュー銘柄を推奨する。バンク・オブ・アメリカ<BAC>、住宅建設大手のレナー<LEN>、石油精製会社バレロ・エナジー<VLO>、ケーブルテレビ大手コムキャスト<CMCSA>、メタ<META>（旧フェイスブック）などの銘柄が挙げられた。

南アフリカで約300億ドルの資産を運用するオービスの国際株式戦略チームを率いるグレアム・フォースター氏は、資本財、素材、エネルギー、銀行セクターなどオールドエコノミー銘柄を推奨する。これらの企業のバリュエーションが低い時に経営陣は投資を控える傾向があり、結果的に現在のような供給不足、インフレ、金利上昇につながると指摘する。「オールドエコノミー銘柄のバリュエーションが上昇し、ニューエコノミー銘柄のバリュエーションは低下するだろう」と話す同氏の推奨銘柄は、世界的なエネルギー不足の中、需要の多いエネルギー取引事業を展開する英石油大手のシェル<SHEL>と、英国・スイスの資源大手グレンコア<GLEN.英国>だ。グレンコアは主要金属を生産・取引し、太陽光や風力エネルギーの貯蔵、電気自動車へのシフトなどから利益を得ている。

By Jack Hough  
(Source: Dow Jones)

## 9. FRBのインフレ抑制策が投資家に極めて不利な理由 Why the Fed's Inflation Fight Is so Bad for Investors 軟着陸から強引な着地へ

[コラム]

### 後手に回ったつけ



Drew Angerer/Getty Images

現下のような状況における中央銀行の目標はソフトランディング（軟着陸）と表現されることが多い。広い滑走路に緩やかに降下することを想起させる表現だが、中央銀行の現在の任務は航空母艦への着艦という課題に近い。パイロットは洋上で風向きが変わる中、縦揺れする空母の飛行甲板に機体を降下させなければならない。最後は、機体のフックを鋼鉄製のワイヤーに引っ掛けて急停止させる。フックを掛け損ねると海に落下することになりかねない。英国海軍のランドル・ジョン・フォーサイス大尉は、第二次世界大戦中に乗機のコルセアをこのワイヤーに引っ掛け損ねるといふ大失敗をしたが、何とか着艦したと後に悲しげにほほ笑んだものだった。しかし、現代のはるかに高速なジェット戦闘機では、70年以上前に筆者の父が乗っていたプロペラ機のような許容誤差は存在しない。

米連邦準備制度理事会（FRB）は、着艦アプローチの誤りを急降下と急減速で補正しようとするパイ

ロットのようなものかもしれない。先週、FRBは0.75%の大幅な利上げを行い、年初に実質ゼロであったフェデラルファンド（FF）金利誘導目標を3.00~3.25%とした。インフレ率を低下させるためだが、FRBは2021年時点では、このインフレを一過性とみていた。

直近の利上げ幅は、ほぼFF金利先物トレーダーの予測通りだった。それよりも重要なのは、連邦公開市場委員会（FOMC）参加者による最新の経済見通しだ。それによれば、成長率と失業率は今後数年にわたり比較的低調に推移し、インフレ率は2024年にようやくFRBが長期目標とする2%近くまで低下する。しかし、そのためには、複数回にわたる大幅な利上げが必要とされている。

パウエルFRB議長は、40年来の高インフレの鎮静化にはそれで十分であると言明した。FOMC参加者による最新のFF金利予想の中央値は2022年末が4.40%、2023年末が4.60%だ。2007~2009年の金融危機以降の超低金利をはるかに上回る水準だが、FRBは誘導目標をこうした水準に維持する方針だ。6月のFOMCと比較すると、誘導目標は2022年末時点が100ベースポイント（bp）、2023年末時点が80bp上昇している。また、最新の予想では2024年末のFF金利誘導目標は3.9%となっている。ただし、2022年および2023年の予想についてはメンバー間で大きな違いはないが、2024年（市場にとっては遠い未来だが）については大きな開きがある。

## まだ楽観的過ぎる

エコノミストが小数点以下まで予測値を示すのはユーモアのセンスを示すためだ、という古いジョークがある。恐らく数値よりも重要なのは、パウエル議長が全予測期間について、実質金利をプラスにしたがっていることだ。FOMC後の記者会見で、パウエル議長は（FRBが好む、食品とエネルギーを除いたインフレ指標である）PCE（個人消費支出）コアデフレーター（3カ月後、6カ月後、12カ月後の変化（それぞれ前年同月比4.8%上昇、4.5%上昇、4.8%上昇）を並べ立てた。このことから、金利をPCEコアデフレーターを上回る水準に維持したい意向がうかがわれる。FOMCの予想PCEコアデフレーターは2022年末が前年同月比4.5%上昇、2023年末が同3.1%上昇、2024年末が同2.3%上昇だ。

しかし、これを達成するには、経済成長がトレンドを下回る水準まで鈍化し、失業率が上昇する必要がある。今年の国内総生産（GDP）の予想成長率（第4四半期から第4四半期で計測）は、6月の1.7%から0.2%に引き下げられた。これは、GDPの減少が最初の2四半期に集中することを意味する。アトランタ連銀のGDPナウによれば、GDP成長率は第3四半期が0.3%と辛うじてプラスとなり、2023年に1.2%、そして2024年は1.7%に回復する見通しだ。失業率はじりじりと上昇し、2022年末までに3.8%、その後2年間で4.4%に達すると予測されている。6月時点の予測では、2022年末が3.7%、2023年末が3.9%、2024年末が4.1%だった。

米国野村証券のエコノミストチームは調査レポートで、こうした予測は過度に楽観的であり、パウエル議長はインフレ率の引き下げには痛みが伴うと認めたものの、FOMCは景気後退の予測に消極的である可能性があると言及する。

調査会社エバーコアISIはより楽観的な見方を取ろうとしており、顧客向けのレポートで、昨年、FRBは成長の持続とインフレの抑制に楽観的過ぎたが、今年は悲観的に過ぎる可能性があると言及した。とはいえ、エバーコア独自の景気指標は減速を示しているが、その景気シグナルは恐らくFRBにはまだ強過ぎるだろう。

景気指標についてパウエル議長は、失業者1人当たりの求人数が約2件と、労働市場は引き続き堅調に推移していると指摘した。サービス部門のコストが左右するコアインフレ率を引き下げるには、雇用を減らし、賃金の上昇を抑えなければならないという悲しい現実がある。雇用削減はハイテク分野で始まっており、先週のウォール・ストリート・ジャーナルによれば、メタ<META>は人員削減を含め、10%の経費削減を検討している。

### 政策緩和を期待してはならない

調査会社マクロ・インテリジェンス2パートナーズを率いるジュリアン・ブリグデン氏はインタビューで、要するにFRBの政策アプローチは非対称的になり、インフレ対策が優先され、パウエル議長率いるFRBは、1990年代のグリーンズパン議長時の「日和見的主義的なインフレ抑制」アプローチを模倣することになるだろうと述べた。投資家にとって、これは金融環境のさらなる引き締めを意味する。

S&P500指数は、9月23日午前中に6月16日の安値3666.77近くまで下落し、1月3日の高値4796.56を1100ポイント超下回っている。市場のセンチメントは既に弱気だ。投資家にとって重要なメッセージは、FRBが救いの手を差し伸べると期待してはならないということだ。現在、FRBの主たる関心事は、海が荒れる中、経済を空母の飛行甲板に無事タッチダウンさせることだ。

親父の言葉を借りて、本誌読者の「幸運と安全な着地」を祈りたい。

By Randall W. Forsyth  
(Source: Dow Jones)

## 10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

Amazon Makes Inroads Into Electrofuel-Powered Trucks.  
アマゾンがトラックにエレクトロフューエル採用

### 「炭素排出量が非常に少なく、従来の石油に代わる」燃料

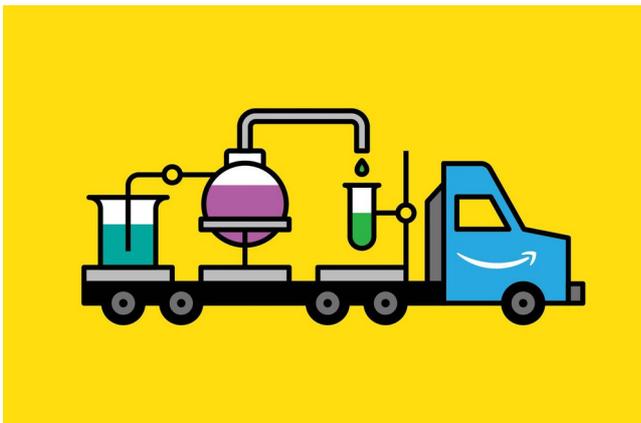


Illustration by Elias Stein

アマゾン・ドット・コム<AMZN>は無名ともいえるスタートアップ企業と、アマゾンの配送トラック用のエレクトロフューエル（合成燃料）を調達する契約を交わしたと発表した。素晴らしいことのようにだが、そもそもエレクトロフューエルとは何なのか？

エレクトロフューエルといっても、アマゾンが乗り出しつつある電気自動車（EV）とは別物だ。カリフォルニア州サクラメントのスタートアップ企業で2020年創業のインフィニウムは、アマゾンの気候変動対策ファンドから資金を調

達している。インフィニウムはエレクトロフューエルを「二酸化炭素排出量が非常に少なく、従来の石油燃料に代わる燃料」だとしている。

インフィニウムは、再生可能エネルギーで作られた電気を水に通すことで水を分解し、グリーン水素を生成する。その水素は、空気中に排出されるはずだった年間1万8000トンの二酸化炭素と結合する。炭素と水素は化石燃料の構成元素だ。エレクトロフューエルは天然ガスやディーゼルのクリーン版であり、ディーゼルエンジンの利用が可能だ。

エレクトロフューエルは、エタノールなどのトウモロコシや大豆油、排油などを原料とするが、供給に制約のあるバイオ燃料よりも優れたメリットを持つ可能性がある。米国では年間50億ブッシェルのトウモロコシがエタノール生産に使われている。これは米国のガソリン需要のおよそ10%に当たる一方で、米国のトウモロコシ収穫量の3分の1に相当する。

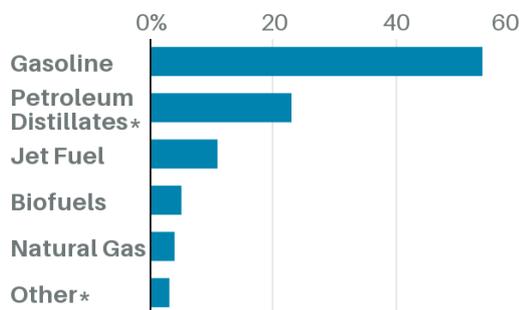
コストが課題となるかもしれない。商業規模でのエレクトロディーゼルの価格は不明だ。アマゾンでは、現時点で共有できる価格データはないとしている。それでも、アマゾンのようなパートナーを得たことは、インフィニウムの技術開発を後押しするだろう。契約はまず、大型トラック100~150台が年間500万マイル程度を走行できる燃料の供給を目標としている。ここからがスタートだ。

## 今週の予定

### Cleaning Up

Gasoline dominates the current mix of U.S. transportation fuels, an inviting target for low-carbon substitutes.

#### Breakdown of U.S. Transportation Fuels, Based on Energy Content, 2021



\*Includes mineral oil, naphtha, kerosene, and heavy fuel oils

Source: U.S. Energy Information Administration

9月26日（月）

- シカゴ連銀が8月の全米活動指数を発表。コンセンサス予想は0.32で、7月の0.27よりわずかに改善。指数は5月、6月と2カ月連続でマイナスを記録し、経済成長が過去の平均よりも緩やかだったことを示している。

9月27日（火）

- 米国勢調査局が8月の新築住宅販売件数を発表。エコノミスト予想は季節調整済み年率換算で49万2000戸と、7月から2万戸減少。
- 国勢調査局が8月の耐久財受注を発表。耐久財受注額のコンセンサス予想は、前月から横ばいの2735億ドル。輸送用機器を除く予想は0.2%増と7月と同じ。
- コンファレンス・ボードが9月の消費者信頼感指数を発表。コンセンサス予想は104と8月からやや上昇。同指数は今年最低を記録した7月からは上昇したが、2021年夏に記録したピークを大幅に下回っている。

- S&Pコアロジックが、7月のS&Pケース・シラー住宅価格指数を発表。コンセンサス予想は前年同月比17%上昇（6月は18%上昇）。同指数の伸びは鈍化しているが、住宅価格は依然として大幅に上昇している。米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は9月21日に、住宅市場は恐らく「調整」を経る必要があり、不動産価格は「持続不可能なほど急激に上昇していると述べた。

9月28日（水）

- 制服メーカーのシintas<CTAS>、中小企業向けアウトソーシング・サービスのペイチェックス<PAYX>が四半期決算を発表。
- 不動産投資信託（REIT）デューク・リアルティ<DRE>、プロロジス<PLD>が臨時株主総会を開催し、6月に発表された合併の承認を求める。

9月29日（木）

- ・中古車販売大手カーマックス<KMX>、半導体大手マイクロン・テクノロジー<MU>、スポーツ用品大手のナイキ<NKE>が決算コンファレンスコールを開催。
- ・事業・財務管理ソフトウェア関連企業イントゥイット<INTU>、建設材料大手バルカン・マテリアルズ<VMC>が2022年投資家向け説明会を開催。
- ・スポーツカーメーカー、ポルシェ（正式名称はDr.Ing.h.c.F. ポルシェ）がフランクフルト証券取引所で取引を開始する。親会社の独自動車大手フォルクスワーゲン（VW）<VOW3.ドイツ>は、ポルシェの企業価値を700億～750億ユーロ（689億～736億ドル）として株価を設定している。欧州における新規株式公開（IPO）としては過去10年超で最大の規模となる。

9月30日（金）

- ・米商務省経済分析局（BEA）が8月の個人所得・消費支出を公表。個人所得は前月比0.3%増（7月は0.2%増）、個人消費支出（PCE）は前月比0.2%増（7月は0.1%増）と予想されている。FRBがインフレ指標として重視する食品とエネルギーを除くコアPCE物価指数の予想は前年同月比4.8%の上昇（7月は4.6%の上昇）。

By Al Root  
(Source: Dow Jones)

『バロンズ・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。

『バロンズ・ダイジェスト』 2022/09/25

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](mailto: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。

※記事中の株式やファンドの価格は、米バロンズ編集部による記事執筆時点の値である場合があります。

Copyright © 2022 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます