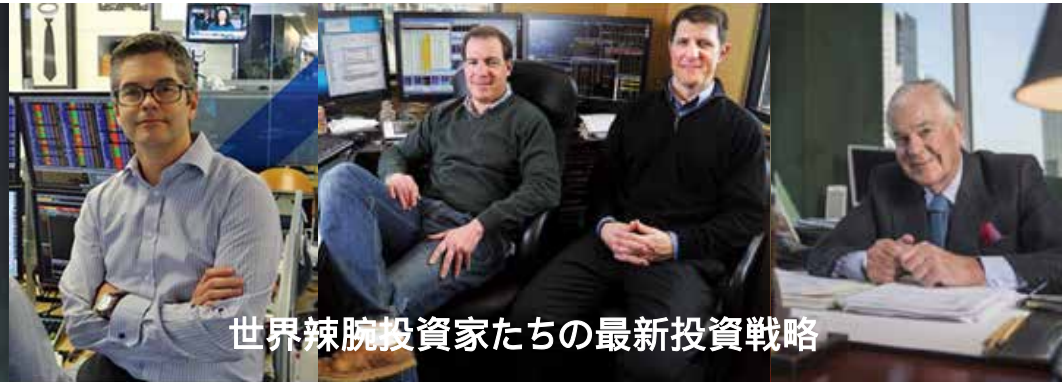


2021年7月13日

パルナッソス インベストメント  
ストラテジーズ株式会社

〒107-0062 東京都港区南青山2-2-8 DFビル5階  
03-5410-3850/090-7707-8725

h-miyajima@parnassusis.com



世界辣腕投資家たちの最新投資戦略

## 日本投資家に圧倒的人気誇る米成長株投資(銘柄検証) 長期金利低位安定軌道に入った6月以降、米成長株への資金 流入は加速し今後年末迄は環境良好見込みだが“キラ星銘柄” にも業績/バリュエーションに難題抱える銘柄が、一方、今は好調 だが司法省による訴訟“泥沼化”懸念抱える2銘柄に注意必要

米長期金利が1.5%を割り込んで推移した6月以降、世界株式市場で、米国グロース株を先導役に  
各国で成長株への資金流入が顕著に増加し株価上昇をリードする展開になっています(添付資料1  
ページ目左側グラフ参照)。

年初来、クオリティ・バリュー株とREITに世界の投資家資金が流入する中で、長期金利の上昇  
が一服したことで、ポートフォリオの偏りを是正する目的で、長期投資家を含め、これまで金利  
の重みからアンダーウェイトしてきた成長株と、最小分散銘柄という対照的なプロフィール<sup>\*</sup>(注  
参照)の株式のウェイトの引き上げに動いています。

(注<sup>\*</sup>)成長株は通常低金利下の巡航速度の経済成長局面で選好されるのに対し、最小分散  
は今後の景気後退を懸念して買い増す傾向があるため

### 【レポート摘要】

米長期金利が低位安定化した6月以降、金利が1.5%を割るとスイッチが  
入ったように世界の優良成長株を物色し、1.5%を超えて上昇すると買いを  
ストップ(投機勢は一旦利食い)・・・という売買パターンが鮮明化

年初以降ワクチン接種拡大を受けた消費急拡大や人手不足、世界的物流停  
滞による資源不足で急上昇した物価も8月以降は286万人の労働者の復  
帰を受けた賃金上昇率急低下、消費膨張ピークアウトで2.0%台に低下 長  
期金利は低位安定 低金利下で業績伸ばす成長株にシフト

長期金利の暫時低位安定で6月以降急上昇した世界の成長株ETF/オー  
プン投信 やはり成長株「キラ星銘柄」発掘に抜群の人気誇る「ARKインベ  
ストメントETFシリーズ」は世界トップリターン挙げる、だが同様にラッセル  
1000、S&P500、バンガードのグロースETFも善戦

これら成長株トップETF構成する個別634銘柄の6月以降のリターントッ  
プ30の顔ぶれは19銘柄を米株先端銘柄が占める:日銀金融政策の遅れ  
で円安続く環境では日本投資家には米株投資は有利 だが好調リターン持  
続力を業績予測、割安感で評価すると意外な結果が

## ARK イノベーション他主要グロース株 ETF / 投信が、確信持って オーバーウェイトする好リターン『キラ星 8 銘柄』の魅力度判断

### Zoom(ZM):

EPS 成長良好 / PER 割安 2021 年末までの期待リターン

### ショップファイ(SHOP):

EPS 成長良好 / PER 中立 高値更新なら期待リターン ○

### リジェネロン(REGN):

EPS 成長鈍化 / PER 割安 期待リターン (長期投資前提○)

### スクエア(SQ):

EPS 高成長 / PER 中立 期待リターン ○(暗号資産相場好転なら )

### ペイパル(PYPL):

EPS 高成長 / PER 割高 期待リターン (暗号資産相場好転なら○)

### ロク(ROKU):

EPS 回復基調 / PER 超割高 期待リターン (機関投資家保有減少)

### アップル、アマゾン、MS:

EPS 成長率 / PER とも優良 ○(現状では司法省との本格係争の懸念低い)

### アルファベット、フェイスブック:

司法省独禁法提訴銘柄の中核、訴訟長期化なら投資家回避へ ~x?

## 米長期金利が低位安定化した 6 月以降、金利が 1.5% を割るとスイッチが入ったように世界の優良成長株を物色し、1.5% を超えて上昇すると買いをストップ (投機勢は一旦利食い) ・ ・ ・ という売買パターンが鮮明化

米国長期金利の変動に敏感に反応しながら 1.50% を割り込んで低位安定水準に入ると世界規模で資金が流入し、1.50% を超えると途端に資金流入が途絶え、割高高ボラティリティー銘柄には利食い売りが入る展開が続く世界の成長株市場。

米長期金利がまさに 1.40% を超え 1.50% も突破して急上昇を続けた今年 2 月末 (2 月 26 日の週) から再び長期金利が 1.50% を割り込む直前の 6 月初旬 (6 月 4 日の週) までの 14 週中、世界の成長株市場では断続的に 10 週にわたって推計 298 億ドル (約 3 兆 2180 億円 EPF 社集計) を超える資金流出が続きましたが、1.50% を割り込んだ 6 月 9 日以降の 2 週間 (6 月 11 日、18 日の週) は一転して過去 14 週間の流出の 3 分の 2 を補う 201 億ドルの資金が流入しています (資料 1 ページ目右上グラフ参照)。

こうした世界投資家の動きをみると、長期金利の水準に実に敏感に反応して米長期金利 1.5% 割れは局面では成長株に資金をシフト、1.50% を超えると空かさず一旦利食い ・ ・ ・ というトレードを繰り返していることが窺われます。

今後米長期金利が 1.50% のラインを頻繁に抜ける展開が続く場合は、世界投資家の成長株投資は投機勢に傾き、中長期の投信、年金勢の注目を引き付けることは困難かもしれません。

しかし、現在の長期金利を取り巻く環境は、今後暫時 (長ければ年末まで、短くとも第三四半期末 (9 月末) までは“突発的なケース”を除いて 1.50% 以下の水準で推移する可能性は高く、世界投資家の成長株への資金流入は、この期間は買い越しを維持する可能性が高いとの見方が、当方が日ごろから情報交換を行っている 170 社を超える欧米機関投資家の 6 割以上から聞かれます。

## 2月にはFRBの資産購入早期削減や22年中の利上げ、更にはペントアップデマンド着火による物価急上昇を懸念して8兆ドルのMBS投資家が動揺し急上昇した米長期金利だが、現在は動揺収まり1.4~1.5%レンジが早くとも10月末までは持続する可能性

長期金利の方向性を決める要因は、大きく分類して、米国政策金利引き上げの可能性と時期、この政策金利に大きく影響を与える米国CPIの動向、そして投資家の不安感を反映するタームプレミアム（償還期限が長い10年国債などを保有する投資家は、償還までの長い期間に価格変動や流動性リスクが発生する可能性が高まった場合、より高いプレミアム（金利上乘せ）を求めるとの3つに分類されると考える投資家が趨勢です。

この中で、政策金利に関しては、2013年のバーナンキ・ショックの場合、バーナンキ議長が2014年のMBS購入額の削減とともに「2014年後半の政策金利引き上げ」も示唆した発言が長期金利上昇の決定的要因となったことが資料2ページ目の左上グラフで期待FFレート(政策金利先物12月先物)と紫色の折れ線が長期金利を誘導していることから明らかです。

しかし現在の動きに目を移すと、右側のグラフに掲げるように、足元の長期金利をけん引しているのは明らかに2年先に上昇を始める期待FFレートではなく、FRBのMBS資産購入削減の前倒し（流動性リスクの上昇）や、コロナ脱出後の米物価の急上昇（資産価格（主にMBS）の急落リスク）を不安要因としたタームプレミアムの上昇であることが分かります。

米長期金利が政策金利の上昇を懸念して上昇する場合、通常12ヵ月先のFFレートに引き上げの可能性が明確になった場合です。

しかし、今回のFOMCでも騒がれたのは2023年後半に2回25bp引き上げる可能性が高まったことで、『今後12ヵ月』という長期金利上昇の射程距離には入っていません。

従って、大騒ぎしたものの、FOMC後も長期金利は1.50%以下の水準にあります。

他方、タームプレミアムの上昇に最も影響を与えるMBS投資家が敏感に反応するFRBのMBS購入額削減の開始時期については、投票権の無い数人のFRB地区連銀総裁は年内の削減を主張していますが、投票権を持ち決断に影響力を持つ議長、理事、地区連銀総裁は22年1Q実施の議論を始める段階であり、ジャクソンホールでこの認識が前倒しされる経済条件の変化は生じていません。こうした環境を映して現在のタームプレミアムはやや低下基調で揉み合っています（資料1ページ目右下グラフ参照）。

## 年初以降ワクチン接種拡大を受けた消費急拡大や人手不足、世界的物流停滞による資源不足で急上昇した物価も8月以降は286万人の労働者の復帰を受けた賃金上昇率急低下、消費膨張ピークアウトで2.0%台に低下 長期金利は低位安定 低金利下で業績伸ばす成長株にシフト

物価についても、1.6兆ドルを大きく上回った米国のペントアップデマンドの今年3月~6月にかけての7割以上の取り崩し（コロナ禍への恐怖感から家計が貯蓄率を通常の7%から2020年4月には一時33.7%に引き上げたが、その後の危機感の後退、行動規制の緩和で積み上げた危機対応の貯蓄額を消費に向けた行動）を受けて4月、5月のCPIは前年比4.5%、4.999%上昇しましたが、資料3ページ目に掲げた大統領経済諮問委員会の報告書（6月8日提出）に示されるように、今後8月以降、これまで1年以上巣籠りを続けた（続けざるを得なかった）286万人の労働者が一気に数ヵ月で労働市場に復帰することで雇用のバランスが一時的に崩れ（下段左グラフと右コメントを参照）、今年年末までの賃金上昇率が一時前年比マイナスに転落する（5月もマイナス0.2%）状況で、物価上昇率は2.0%台に向けて低下するとの見方が多勢です。

以上のデータは、長期金利が大幅に低下する可能性は低いものの、1.50%を超えて1.70%水準に上昇する見込みが少ないことを示唆しています。

つまり、長期金利上昇で資金が流入するバリューストックや、インフレヘッジ目的で買われるREITよりも、今後年末までは投資家は出遅れた成長株、政府のインフラ投資予算（依然共和民主両党内で激論が交わされ9月末通貨が危ぶまれています）が事業拡大をサポートする可能性の高いイノベーション分野のテクノロジー（次世代インターネット、DNAシーケンシング（配列決定基礎技術）オートノマス・テクノロジー（ロボティクス）、エネルギー蓄積技術、ブロックチェーン技術など）関連の銘柄に資金を重く配分する可能性が高まったと考えられます。

## 長期金利の暫時低位安定で6月以降急上昇した世界の成長株ETF / オープン投信 やはり成長株「キラ星銘柄」発掘に抜群の人気誇る「ARK インベストメントETF シリーズ」は世界トップリターン挙げる、だが同様にラッセル1000、S&P500、バンガードのグロースETFも善戦

そこで世界のどの地域の成長株が最も長期金利安定化に反応して敏感に上昇を示したかを、長期金利が1.50%以下に安定した6月以降（7月9日まで）の世界各国の成長株ETF及びオープンエンド投信のリターンで比較したものが資料4ページ目左側グラフです。

一言で成長株ファンドといっても、世界平均（MSCIワールド株価指数）リターンに及ばないファンドが著名な成長株ファンドにも半数あることが分かります。

他方、一旦グロース株投資が盛り上がると、米国で個人投資家だけでなく機関投資家にも群を抜く人気を誇るARKファンド・ファミリーETF6種のうち4本（ARKイノベーション、ARKゲノミック・レポリューション、ARK-WEBx.0、ARKフィンテック）が世界平均を上回っていることは横綱の風格です。

またiSharesが販売するラッセル1000グロースETF、S&P500グロースETF、バンガードグロースETFもARKと肩を並べる好パフォーマンスを挙げており、大型株を組み入れるラッセル1000、S&P500、バンガードのETFに人気が集まる「大型成長株指向」を裏付けています。

日本株で運用する成長株ファンドとして、アトランティス、JPモルガンの投信が世界平均の株価リターンを上回る2本としてランクインしていますが、平均を上回るリターンを挙げている成長株ファンド14本のうち8本までは米国株がオーバーウェイトして含まれていることから、投資対象として多くの選択肢を揃えているのは、やはり米国の成長株銘柄ということが出来ます。

さて、それでは運用成績上位14本のファンドに組み入れられた合計634銘柄（総組み入れ銘柄は896に上りましたが重複する銘柄を整理すると634）について、6月から現在までのリターンで上位30銘柄を挙げると資料5ページ目の左表に示す結果となりました。

## これら成長株トップETF構成する個別634銘柄の6月以降のリターントップ30の顔ぶれは19銘柄を米株先端銘柄が占める：日銀金融政策の遅れで円安続く環境では日本投資家には米株投資は有利 だが好調リターン持続力を業績予測、割安感で評価すると意外な結果が

意外なのは代表的でリターンに優れた世界成長株ファンドの組み入れ銘柄で6月以降最高リターンを挙げているのが日本銘柄のレノバ（時価総額3890億円、東証1部上場 太陽光、バイオマス、風力、地熱発電所運営/管理で20年に194億円の売上高）であったことです。

株価上昇の理由も政府が太陽光発電導入量を2030年度には2019年度比で2倍以上に拡大すると発表したことであったことを考えれば、リターン2位のインドネシアのメディア企業スルヤ・チトラは子会社のIPO期待で買われていることと比べて、時機を得ているとも言えます。

しかし、リターン・ランキング 3 位以下 30 銘柄中 19 銘柄を占めている米株は、世界投資家の分散投資により豊富な選択肢、投資アイデアやヒントを与えることは明らかです。

また、我々日本投資家にとって、ドル円相場を考える場合、年初来、米、欧に比べ日本の実質金利の上昇が「周回遅れ」となっている現状は、ドルが今後さらに上昇する余地は低いものの、円が急速に上昇する兆候は、現在の日銀幹部のスタンスを見ても見られず、米国株への投資の優越性は依然揺るがないと思われまます（資料 6 ページ目参照）。

そこで次に各国成長株の価格上昇の妥当性を裏付けるべく、成長企業としては『長期成長ビジネス・コンセプト』の次に生命線といえる業績成長トレンドを検証すると、成長株投資のカリスマのように米バロンズ誌や WSJ 紙にコメントを引用されているウズ CEO 率いる ARK 社の主力組み入れ銘柄のなかでは、コロナ禍を受けた険しい道程だった過去 1 年間でも EPS が上昇を続けた銘柄は Zoom（在宅勤務・遠隔通信サービス）、ショッピファイ（クラウド商取引プラットフォーム・ソリューション）、リジェネロン（サノフィ（仏）、バイエル（独）などと前臨床段階、臨床試験段階の治療薬を開発）、ペイパルの 4 銘柄にとどまっています（資料 7 ページ目左グラフ）。

しかし、これから EPS の改善が加速する兆しが見られる銘柄として、Roku（インターネットから家庭用娯楽システムにコンテンツをストリーミング、世界展開中）、スクエア（フィンテック中核銘柄）に関しては ARK のアナリストが推奨しており、今後の有望銘柄と位置付けて株価が上昇しているといえます（スクエアは出遅れ）。

## ARK イノベーション、その他主要グロース株 ETF / 投信が確信をもってオーバーウェイトする好リターン『キラ星 8 銘柄』の魅力度判断

### Zoom (ZM):

#### EPS 成長良好 / PER 割安 2021 年末までの期待リターン

そこで今度は、これら株価上昇率、EPS トレンドで優れた銘柄として生き残った 6 銘柄について、PER が異常値を付けていないかを 8 ページ左側一覧表で確認すると、Zoom は直近 7 月 9 日の 12 ヶ月先行 PER が 82.44 倍と MSCI ワールド平均 PER (27.13 倍) の 3.03 倍と割高に見えますが、2019 年末の PER に比べ現在の相対 PER は 0.51 と半分に留まり割安感も認められます。

### ショッピファイ (SHOP):

#### EPS 成長良好 / PER 中立 高値更新なら期待リターン ○

他方、クラウド商取引プラットフォームの超人気銘柄、ショッピファイの PER は 337 倍と異常に高く、昨年末との相対 PER でも 1.44 倍とやや割高ですが、過去 3 年間の平均 PER が 396 倍、それでも平均株価上昇率は 137% と高 PER と無関係に強いパフォーマンスを挙げています。また、ARK 社も同銘柄を旗艦 ETF 『ARK イノベーション ETF』の 4 位（1 位テスラ、2 位ロク、3 位テラドック・ヘルス）に組み入れていること、2021 年の予想 EPS 成長率が 128% と今後の増益ピッチの加速が期待できることなどから、現在の 1490 ドルの停滞ラインを抜けた場合は、慎重に買い場を探ることを勧めます。

## リジェネロン(REGN):

### **EPS 成長鈍化 / PER 割安 期待リターン (長期投資前提○)**

次に、臨床医薬開発先端企業のリジェネロン・ファーマシューティカルズの直近 PER は 12.2 倍と世界平均 (27.13 倍) よりも低く、19 年末と比較した相対 PER も 0.85 と実に安定感のある割安感が見られます。

同銘柄は、トランプ元大統領が接種したモノクローナル抗体カクテル治療薬の創薬元として一気に世界的知名度を得た企業で、ARK ゲノミック・レボリューション ETF の組み入れ 3 位の同社期待の銘柄です。

但し、やや『ネームバリュー先行』の感は否めず、近々に過去の高値の 650 ドル近傍を目指す (株価上昇率 12%) 可能性はありますが、2022 年予想 EPS は 39.6 ドルと 2021 年の 48.27 ドルを下回るため、その後は株価が調整に入る可能性が考えられます。

## スクエア(SQ):

### **EPS 高成長 / PER 中立 期待リターン ○(暗号資産相場好転なら )**

フィンテック銘柄の雄であるスクエアについても、現在の PER は 157.79 倍、相対 PER も 3.4 倍と非常に割高で、バリュエーション的には優良株の範疇からは消えます。

但し、同社の PER は過去 3 年で 163.7 倍と常時高く、それでも EPS 成長率は今後 3 年平均予想で 280% という超成長級の成長企業です。

この銘柄も ARK フィンテック ETF の組み入れ率トップ銘柄であることから、ARK 社の将来性評価は最高位といえます。そこで、現在同社株の足枷となっている仮想通貨の低迷につき一旦状況を静観し、3 月から 7 月にかけて同社株のポジションを圧縮したフィデリティー、ゴールドマン、ウェリントン・マネジメント、運用巧者のローン・パインが再び買い増しに転じた場合は、長期で溜め込みを始める好機と考えます。

## ペイパル(PYPL):

### **EPS 高成長 / PER 割高 期待リターン (暗号資産相場好転なら○)**

一方著名銘柄のペイパルは現在の PER が 63.48 倍、過去 3 年間の最高水準にあり、19 年末の PER に対しても 2.47 倍と非常に割高です。但し、今年の予想 EPS 成長率は 118.9%、2022 年予想成長率は 23.9% と高く、現在史上最高値に面合わせしつつある同社株価が、スムーズに新高値を抜いた場合には、次の上昇局面も検討できますが、足元で仮想通貨が低迷していることは、スクウェア株とともに株価の足枷となることが指摘されています。

## ロク(ROKU):

### **EPS 回復基調 / PER 超割高 期待リターン (機関投資家保有減少)**

EPS の回復が力強いコンテンツ・ストリーミング・サービスの有力企業 Roku は、現在 PER が 1269 倍と最も異常な値を示しており、2022 年末予想 PER も依然 366.39 倍と超高水準で危険信号です。ARK イノベーション ETF がテスラの次に組み入れている点は『期待の星』といえますが、足元で大株主だったフィデリティー・リサーチ、バンガード・グループが 10%~20%、3 月にポジションを圧縮しており、ARK インベストメント社自身も同じく 3 月に 13% のポジションを圧縮していることから、危険信号も点滅していると考えます。

## アップル、アマゾン、MS:

EPS 成長率 / PER とも優良 ○(司法省との本格係争無し)

## アルファベット、フェイスブック:

司法省独禁法提訴銘柄の中核へ訴訟長期化なら投資家回避へ ~x?

最後に、ARK が主力に組み入れていないものの、ハイテク及び先駆的イノベ - タだった GAFA (アルファベット、アマゾン、フェイスブック、アップル) 及び、エヌビディア、マイクロソフトについては、エヌビディアが前年比 171% 上昇しているほか、アップル、アルファベット (Google)、アマゾン、フェイスブック、マイクロソフトとも、EPS の上昇率は全て世界平均を上回っています。

一方、現在の PER も、50.24 倍で 2019 年末の PER に対して 1.77 倍と割高なエヌビディアを除いては、マイクロソフト (35.74 倍)、フェイスブック (24.66 倍)、アップル (28.02 倍)、アルファベット (25.83 倍)、アマゾン (54.03 倍) は相対 PER が世界平均並みの 1.42 倍程度に留まり割高感はありません。

6 月以降の株価上昇率 (7 月 9 日) はアップルが 16.6%、アマゾンが 15.5%、マイクロソフトが 12.2% と好調。アルファベット、フェイスブックはこれより劣るものの、106.2%、107.1% と世界平均 (2.3%) を上回っています。一見、文句なしの好条件に映ります。

しかし、GAFA、特にアルファベット、フェイスブックは、アップル、アマゾン、マイクロソフトとは分けて情報を精査することを勧めます。

## **GAFA 全体への司法省/FTC/下院司法委員会の反トラスト提訴は連邦地裁の思惑や議会の不協和音 (特に共和党ウォール街擁護派が規制に反対) で成立可能性は低いけど油断は禁物**

GAFA 銘柄に対しては、年初来、徐々に厳しく且つ追い込まれつつある、FTC (連邦取引委員会) による反トラスト法調査及び、米国共和民主超党派議員団による米下院司法委員会・反トラスト小委員会「GAFA 反トラスト法案」審議及び、司法省による反トラスト法違反提訴 (既に Google、フェイスブックは過去 1 年以内に提訴を受け係争中) の、総攻撃ともいえるインパクトが一部しか織り込まれていません (既に司法省に提訴された二社の株価はアップル、アマゾンに比べ株価の動きに重石が掛かり始めていますが)。

現在 FTC が進めている調査が GAFA の反トラスト法違反を証明し、下院司法小委員会がまとめている 6 本の反トラスト法案が下院本会議を通過し、司法省の提訴が勝訴に終わった場合は、GAFA 分割の可能性も現実味を帯び、ビッグデータ使用は大幅に限定され収益見通しに大きなダメージを与える懸念があります。

しかし、FTC の調査については、委員長のリナ・カーン委員長が委員長就任前から先入観に基づく不当な批判を GAFA に対して繰り返している・・・として GAFA 各社が団結してカーン氏の解任を FTC に求めており、カーン氏の発言には確かに行き過ぎた攻撃性が認められることから、カーン氏が解任され、調査は振出しに戻る可能性はあります。

また、米下院司法委員会・反トラスト小委員会がまとめている 6 本の反トラスト法案は 6 月 24 日に同小委員会で全て可決され、現実味を帯びていますが、本会議では野党共和党に強硬に反対する議員グループがあり、法案の最終的な通過の見通しは立っていません。

こうした「なんとなく、FTC も米議会も GAFA4 社を包括的に厳しく規制することはできないだろう」という楽観が、GAFA 株 (特にアップルとアマゾン) への資金流入を支えています。

## 「GAF A」全体から切り離し、勝訴実績ある司法省による反トラスト法調査が断続的に拡大し始めたアルファベット/フェイスブックは6月以降の株価に重石、1998年以降12年間の長期係争に疲弊してGAF Aの隆盛許したマイクロソフトの株価混迷を想起し投資へのスタンスは慎重に

しかし、ここで想起すべきは、1998年に司法省が独禁法でマイクロソフトを提訴した係争は2011年まで12年に渡って続き、結果的にマイクロソフトは「OSとブラウザの抱き合わせ提供の禁止」という最も営業上ダメージの大きい司法命令は免れたものの、その間の係争に疲弊し、体力を失い、当時は新興企業だったGAF Aが台頭する引き金となった事実です。

株価に関しても、係争で司法省が優位になり「抱き合わせ提供」が禁止される機運が高まった1999年末以降6年間にわたってマイクロソフト株価は一貫してS&P500指数をアンダーパフォームし続けました。

このマイクロソフト係争と同様に、司法省が反トラスト法（シャーマン法、クレイトン法）で提訴し繰り返し違反調査が続けられているアルファベット、フェイスブックについては、テックラッシュ（Tech Company's Back Rush 反トラスト法違反で長期の係争に陥り企業競争力を大幅に削がれる）の懸念が強く、上述のように、6月以降の株価上昇率でも、多数の州の司法長官が現時点で提訴していないアップル、アマゾン、マイクロソフト（2011年に結審済み）の半分程度に抑えられています\*。

（注\*）但しアップルに関しても、アップル・サインイン機能やアップル・ストアを反トラスト法違反の疑いで司法省が調査中、提訴は排除できない。またアマゾンに対しては5月26日にワシントンDC司法長官がマーケットプレイスに於ける価格拘束を反トラスト法違反として提訴したばかりで、いつ、グーグル、フェイスブックのように本格提訴に発展するかは全く楽観できない

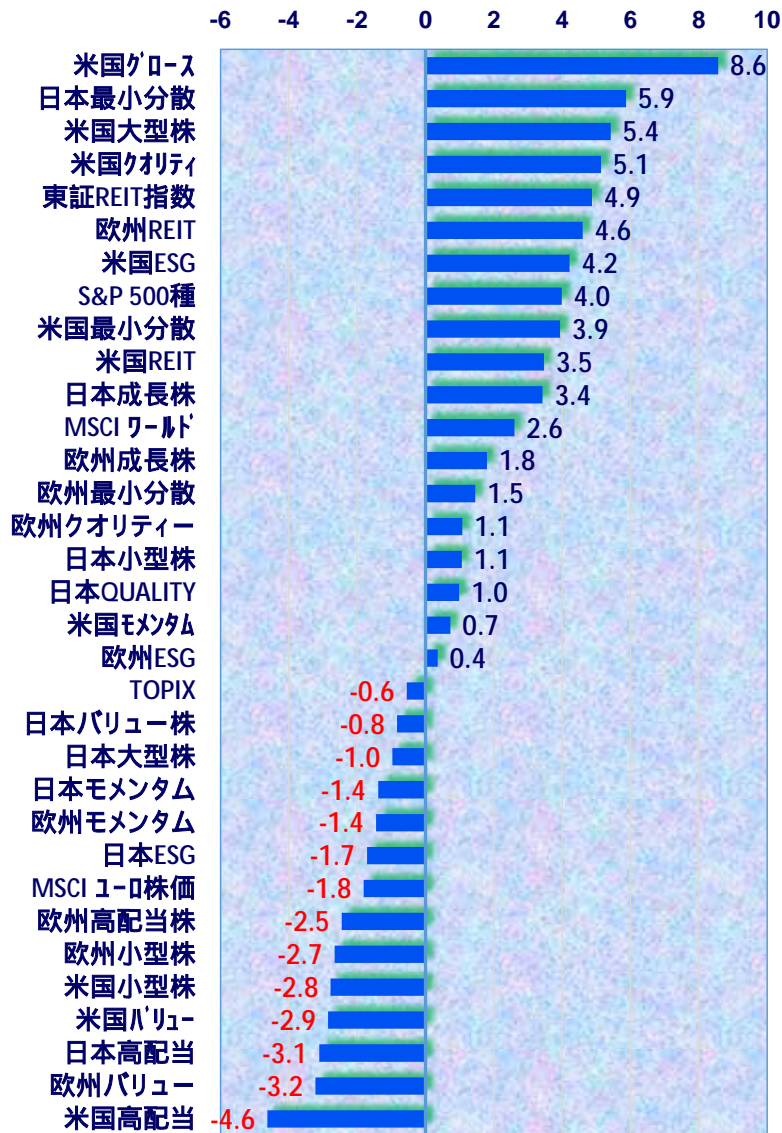
この“テックラッシュ2銘柄”に関しては、現状では係争が泥沼化していないため業績や株価へのダメージは限定的ですが、『1998年 - 2011年マイクロソフト型』長期係争に陥る素地があるというリスクを認識して投資を考える必要があると考えます。

.....

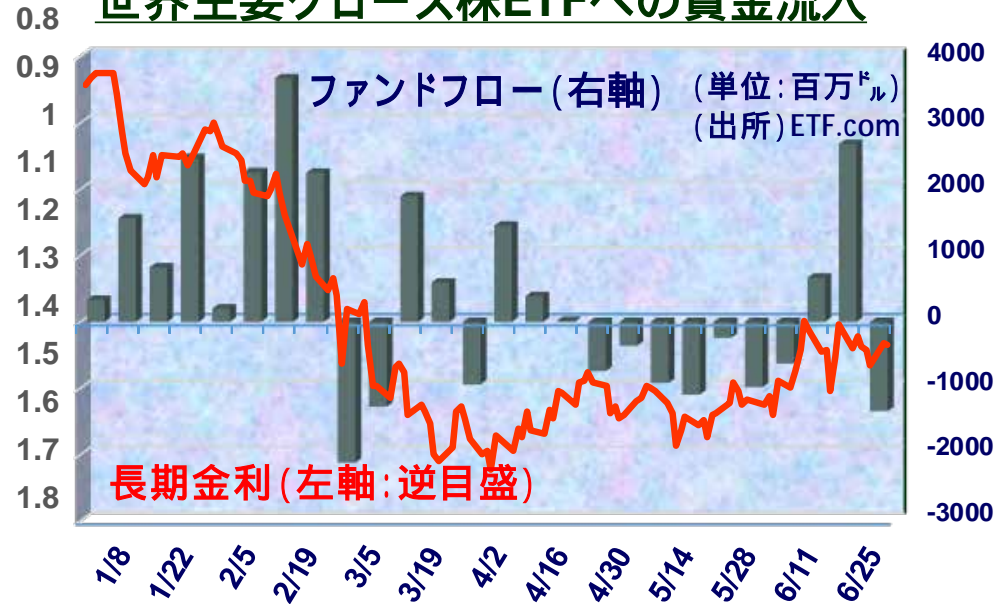
宮島 秀直 チーフストラテジスト  
パルナッソス インベストメント ストラテジーズ 株式会社  
東京都港区南青山2-2-8 DFビル 5F  
03-5410-3850 (携帯:090-7707-8725)

2月以降急上昇した米長期金利が「FRB利上げは23年以降」「MBS市場小康」を受けたタームプレミアム安定観測隆盛で暫し1.4%台滞留との見方が広がるなか低長期金利環境に強い各国成長株が一斉に息吹き返す

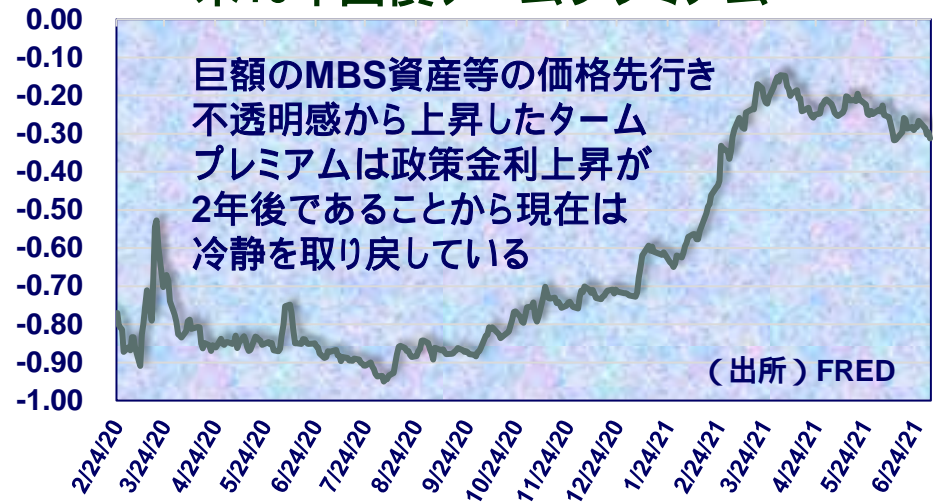
### 6月以降日米欧スタイル株価リターン



### 世界主要グロース株ETFへの資金流入



### 米10年国債タームプレミアム



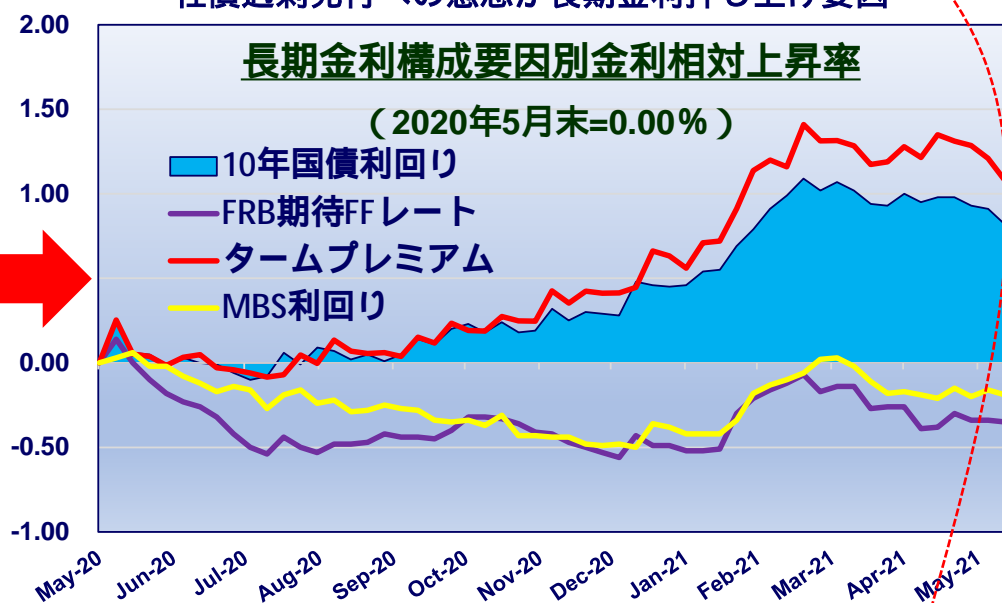
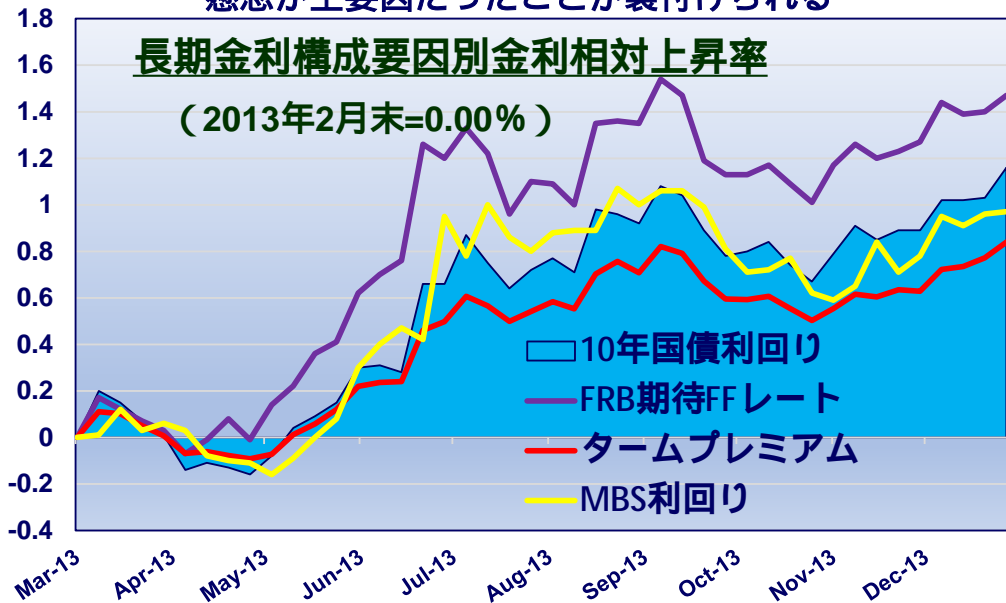
**今回と13年の長期金利上昇の決定的相違は前回はテーパーへの深い懸念から予想政策金利の急上昇が牽引  
今回は財政膨張 / 債券過剰発行懸念でタームプレミアム急上昇が牽引 株式とは順相関だが上値抑えられる**

2013年3月バーナンキショックの長期金利上昇  
は明らかにテーパータントラム懸念  
FF予想金利の上昇が牽引

今回の長期金利上昇はタームプレミアム上昇が  
牽引役 テーパー懸念による予想FFレート上昇  
が金利牽引したバーナンキショックとは異なる

13年の長期金利上昇は政策金引上げ / 資産購入縮小  
懸念が主要因だったことが裏付けられる

バイデン拡張財政による巨額国債発行や過去1年の  
社債過剰発行への懸念が長期金利押し上げ要因



米賃金上昇率はコロナ下の衛生問題/失業手当増/児童対面授業禁止等による求職者急減で高上昇率が続いたが8月以降の失業手当減額、対面授業再開等受け求職者増加 賃金上昇率はマイナスに(大統領経済諮問委員会)

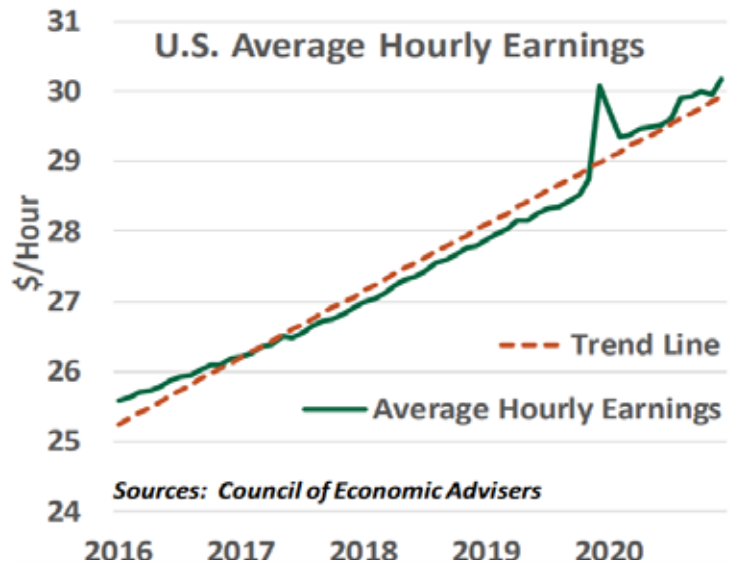
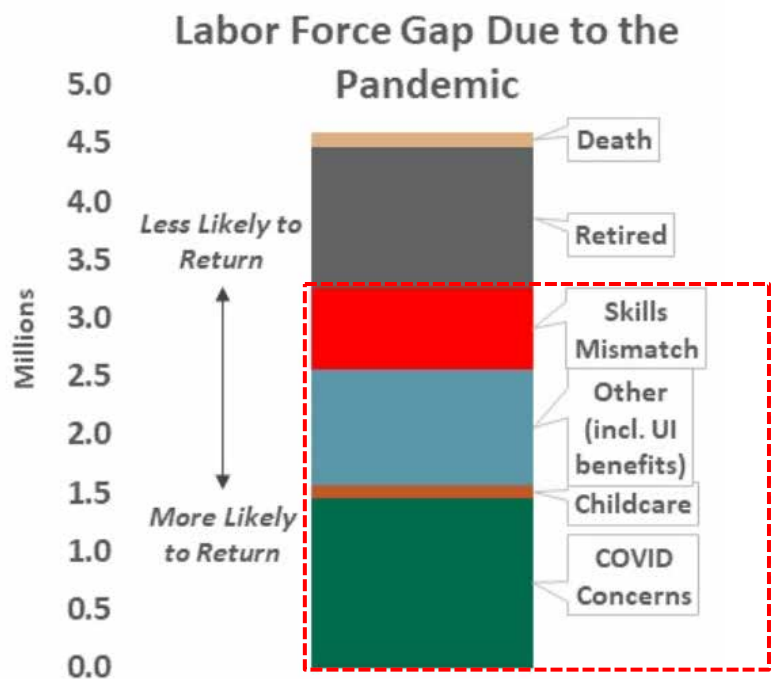


Figure 3: Average wage growth could turn negative this year



米政府がCPI急上昇は一時的で  
その後は従来のレベルが維持  
される(パウエル“Ankor発言”  
と考える根拠の一つ



コロナ以前比1.9%低いまま改善しない労働参加率だが・・・  
460万人のうち284万人はコロナ消滅、対面授業再開、失業手当  
減少で8月以降、順次労働市場に復帰することが予想される

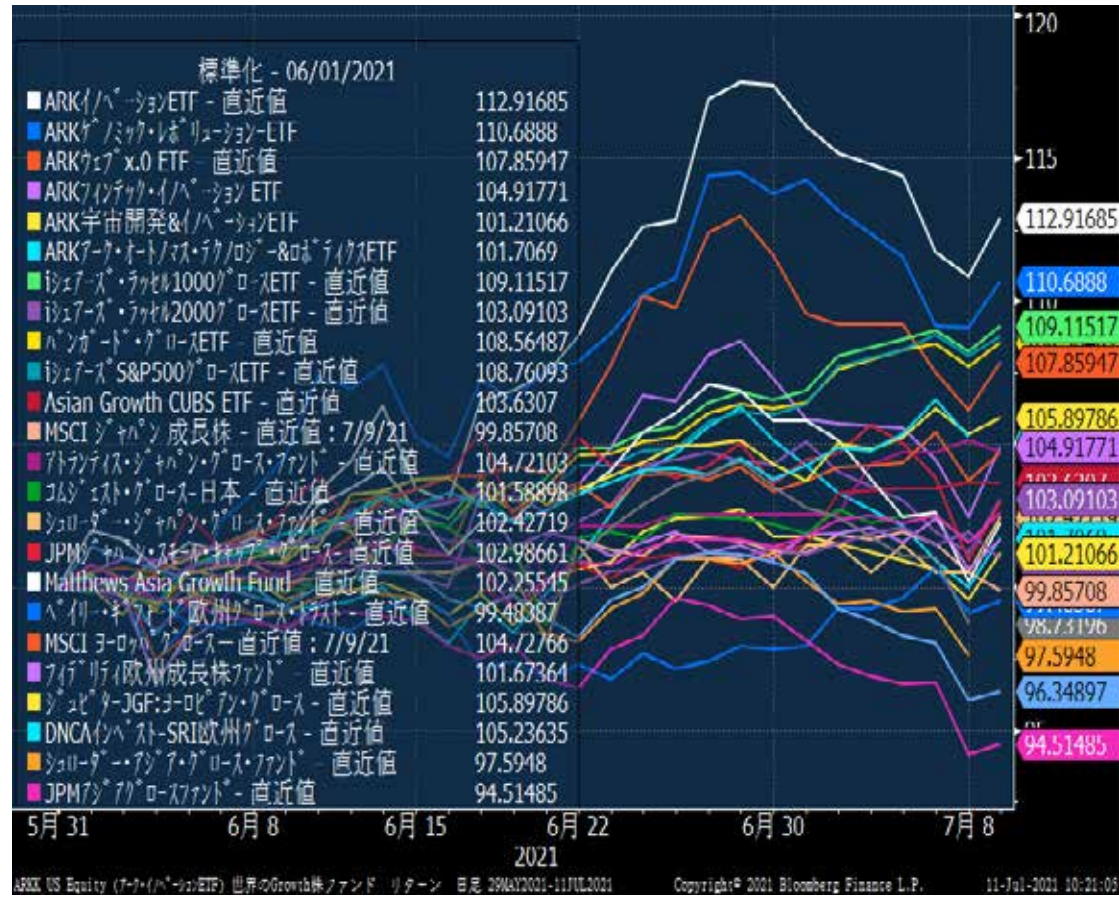
- 衛生管理への懸念(感染懸念)149万人
- 育児(通学停止のため)18万人
- 連邦/州政府による失業手当で生活103万人
- 公立教育機関職員の9月学期からの完全復帰14万人

# 米長期金利1.4%台低位推移で6月以降世界株価リターントップに躍進した成長株投資ETFやオープン投信「成長株投資の鬼才」ARK社ETFのみならずラッセル1000/バンガード/S&P500のグロ - ス株ETFも絶好調

## 6月長期金利低位安定化以降の世界グロース株ファンドのリターン・ランキング(～7/9/21)

ファンド名	6月以降 株価リターン	地域
ARKイノベーションETF	12.9	世界
ARKゲノミック・ヘルスソリューションETF	10.7	世界
iシェアズ・ラッセル1000グロースETF	9.1	米国
iシェアズ・S&P500グロースETF	8.8	米国
バンガード・グロースETF	8.6	世界
ARKウェブx.0 ETF	7.9	世界
シュビターJGF:ヨーロッパ・グロース	5.9	欧州
DNCAインベスト-SRI欧州グロース	5.2	欧州
ARKフィンテック・イノベーションETF	4.9	世界
MSCI Europe Growth ファンド	4.7	欧州
アトランティス・ジャパン・グロース・ファンド	4.7	日本
アジア・グロース CUBS ETF	3.6	アジア
iシェアズ・ラッセル2000グロースETF	3.1	米国
JPMジャパン・スモール・キャップ・グロース	3.0	日本
MSCI ワールド 指数	2.6	-
シュロダー・ジャパン・グロース・ファンド	2.4	日本
マシュー・アジア・グロース	2.3	アジア
ARKオートノマス・テクノロジー・&ロボティクスETF	1.7	世界
フイティリティ・ファンズ・欧州成長株ファンド	1.7	欧州
コムジエスト・グロース-日本	1.6	日本
ARK宇宙開発&イノベーションETF	1.2	世界
ドイツ日本株アロケーション成長型ETF	1.0	日本
MSCI ジャパン 成長株 - :7/9/21	-0.1	日本
ヘイリー・キフォード 欧州グロース・トラスト	-0.5	欧州
Sands Capital エマージング・グロース・ファンド	-1.3	エマージング
シュロダー・アジア・グロース・ファンド	-2.4	アジア
MSCI エマージング・マーケット・グロース・ファンド	-3.7	エマージング
JPM アジアグロースファンド	-5.5	アジア

(出所) Bloomberg

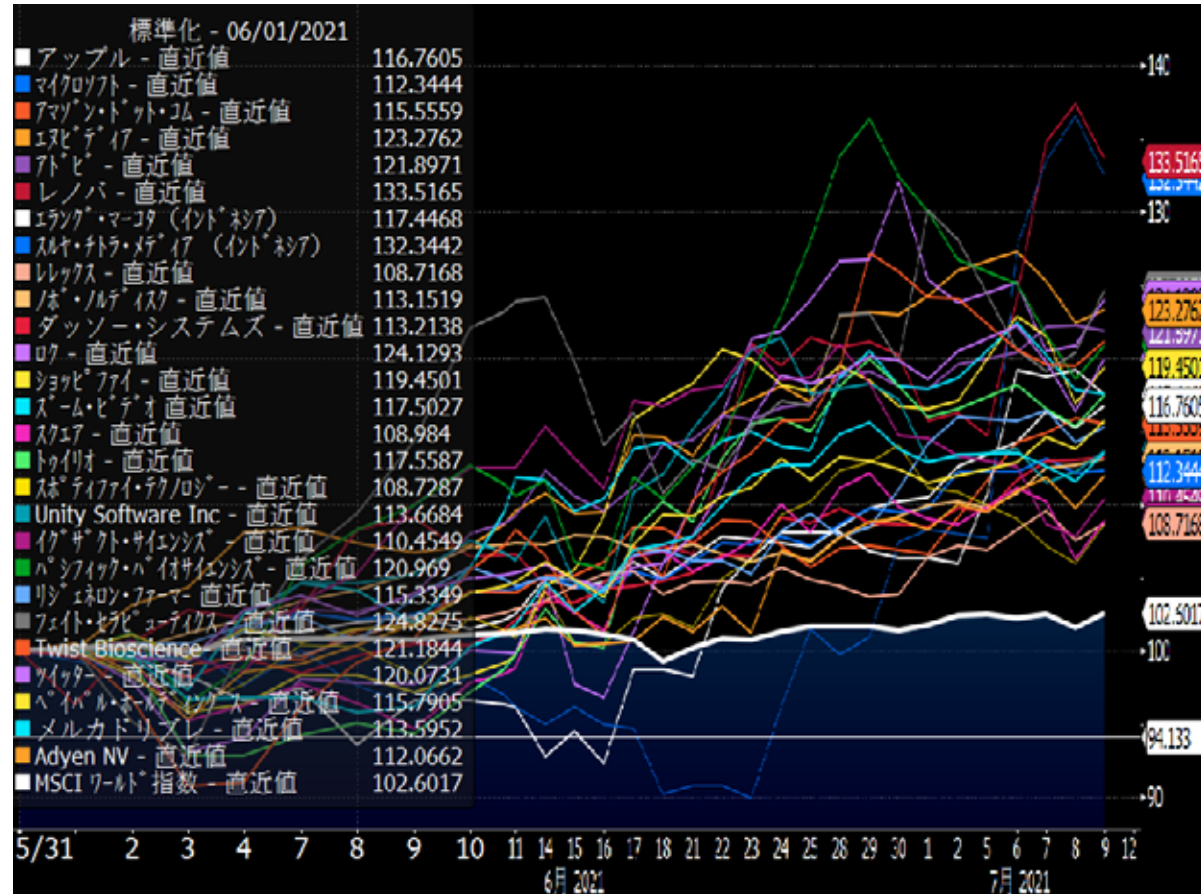


6月絶好調誇ったARKのイノベーション/ゲノミック/Webの3ETFは7月以降5%調整しているがラッセル1000GrowthバンガードGrowth、S&P500Growthなどの大型グロースの続伸が目立ち始めている...

世界成長株ETF/投信組入れ銘柄でトップリターン挙げた銘柄には、ARKファミリー主力のロク、Zoom、ショッピファイ、ツイッターと並んで、ラッセル1000/S&P500のGrowth株Fが組み入れるエヌビディア、アドビの名が

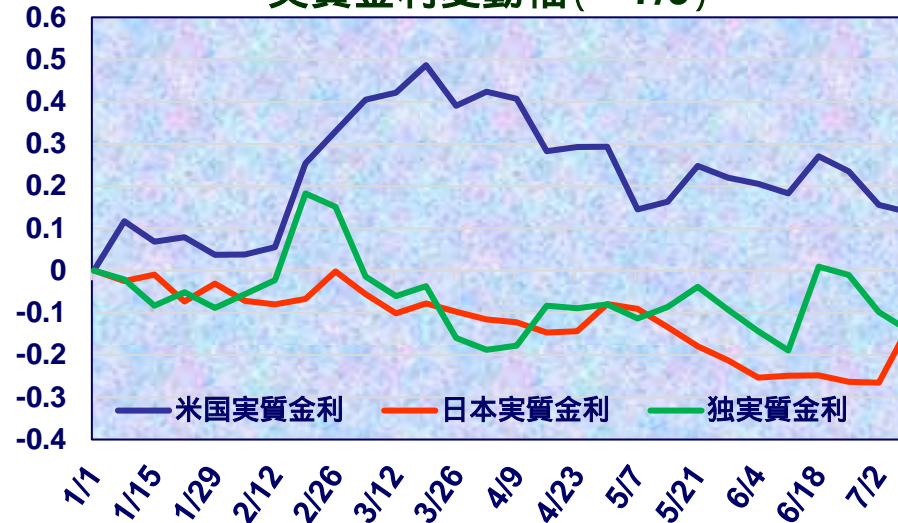
6月長期金利低位安定化以降の世界グロース株ファンド組入れ銘柄リターンTOP30(～7/9/21)

	6月以降 株価リターン	地域
レノバ	33.5	日本
スルヤ・チトラ・メディア	32.3	インドネシア
フェイト・セラピューティクス	24.8	米国
ロク	24.1	米国
エヌビディア	23.3	米国
アドビ	21.9	米国
Twist Bioscience	21.2	米国
パシフィック・バイオサイエンス	21.0	米国
ツイッター	20.1	米国
ショッピファイ	19.5	米国
トゥイリオ	17.6	米国
ズーム・ビデオ	17.5	米国
エラング・マコータ・テクノロジー	17.4	インドネシア
アップル	16.8	米国
ペイパル・ホールディングス	15.8	米国
アマゾン・ドット・コム	15.6	米国
リジェネロン・ファーマ	15.3	米国
日本M&Aセンター	15.1	日本
Unity Software Inc	13.7	米国
メルカドリブレ	13.6	欧州
ダッソー・システムズ	13.2	欧州
ノボ・ノルティスク	13.2	欧州
マイクロソフト	12.3	米国
Adyen NV	12.1	欧州
イグザクト・サイエンス	10.5	米国
スクエア	9.0	米国
スポンティファイ・テクノロジー	8.7	米国
レックス	8.7	欧州

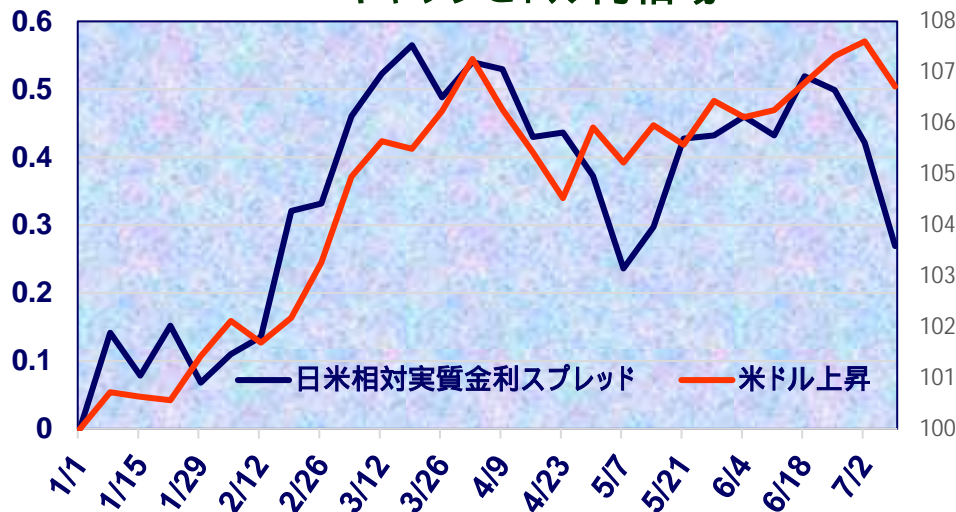


為替と日米欧実質金利変動の相関 = 実質金利上昇幅が最も少ない日本の円が、米ドル、ユーロに対し最も弱く推移する可能性 「2023年まで利上げしないFRB」「すぐ動かない日銀」からは当面110円近傍で小康か

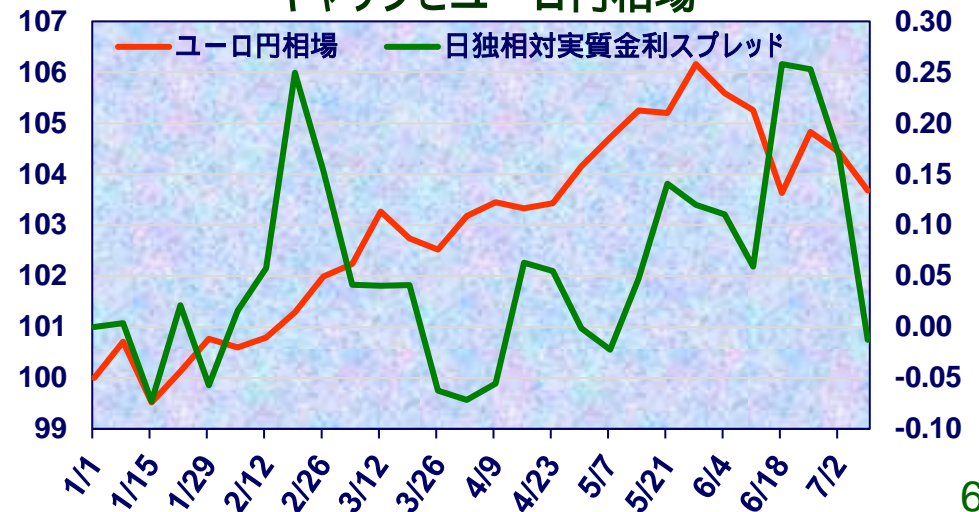
2021年1月以降の米欧日  
実質金利変動幅( ~ 7/9)



日米の実質金利上昇幅  
ギャップとドル円相場

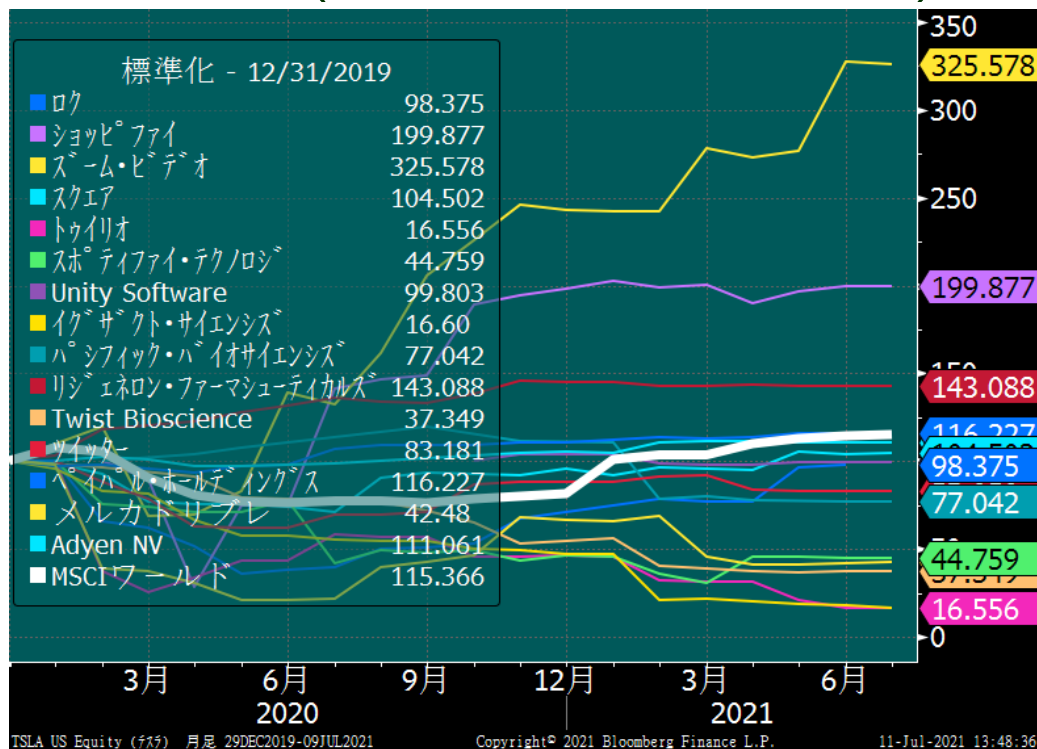


日欧の実質金利上昇幅  
ギャップとユーロ円相場



但しARKの組み入れ銘柄にはZoom、ショッピファイ、リジェネロン、ペイパル以外EPSが市場平均超えて上昇する銘柄少なく、他の成長株F組み入れ銘柄にはエヌビディア、日本のレノバ、アップル、Googleなど豊富

### ARK系ETF組み入れ株価リターン・トップ銘柄 EPS推移(19年末=100: ~ 21年7月9日)



### ラッセル2000/Vanguard/S&P500Growth株 ETFトップリターン銘柄EPS推移 (~ 21年7月9日)



ARK系ETF構成銘柄はリターンは跳び抜けているものの12ヵ月先行EPSがコロナ前水準とMSCIワールド平均両方を抜いているのはZoom、ショッピファイ、リジェネロン、ペイパル(全て米国株)4銘柄のみ、だが、Roku、スクエアが順調な回復を見せてる

他方、同様に高リターンを挙げているラッセル2000/Vanguard/S&P500それぞれのGrowthETF、アトランティス、JPMのGrowthファンド構成銘柄には、エヌビディア(米)、レノバ(日本)、GAFA4銘柄、マイクロソフトの7銘柄が順調なEPSの回復を示している。また、アトビは急浮上の兆候を見せている。

成長株長期上昇支える「EPS上昇基調」「低相対PER」満ちし足元の株価リターン好調銘柄はZoom、ロク、リジェネロン、マイクロソフト、アップルなど、他方リターンは良いがリスク孕む ツイッター、スクエア、トリオ

世界成長株ファンドの6月以降リターンでトップに立つファンド勢が組入れる銘柄の半数以上はトリオ、スポティファイ、イグザクの外様に過去5年平均PERを1.5倍超上回っているがZoom、Roku、リジェネロン、エラング、マイクロソフト、FBは世界平均より割安感が

世界トップ成長株 ファンド組入れ銘柄	12ヶ月 先行PER	相対 PER
ズーム・ビデオ	82.44	0.51
ロク	1269.44	0.73
リジェネロン・ファーマ	12.02	0.85
エラング・マコータ	79.93	1.10
レックス	23.32	1.29
エクスペリアン	34.62	1.30
マイクロソフト	35.74	1.38
フェイスブック	24.66	1.38
アップル	28.02	1.42
MSCIワールド	27.13	1.42
アルファベット	25.83	1.43
ショッピファイ	337.32	1.44
アマゾン	54.03	1.49
ノボ・ノルディスク	28.07	1.52
ダッソー	49.05	1.57
アトビ	49.34	1.74
アディダス	41.30	1.75
エヌビディア	50.24	1.77
日本M&Aセンター	72.37	1.81
スルヤ・チトラ	25.58	1.97
ハイバル	63.48	2.47
レノバ	270.65	2.71
Adyen NV	151.30	2.76
ツイッター	88.42	3.13
スクエア	157.79	3.40

ARKファミリーETF主力組入れ銘柄  
のPER推移(2019年12月末=100)



ラッセル2000/Vanguard/S&P500の  
Growth投信主力組み入れ銘柄の  
PER推移(2019年12月末=100)

