藤戸レポート

「オイルマネーの逆流」

2016 年 1 月 12 日

波乱の幕開けとなった大発会

今年の大発会は、日経平均が582円安と波乱の幕開けになった。かつての大発会は前場のみの立会いであり、兜町でも着物を着飾った女性の艶姿が目立ったものだった。「御祝儀商い」との言葉が生きていた牧歌的な時代で、証券マンも御屠蘇気分が横溢していた。新年を祝う日本人のメンタリティを考えても、大発会の大幅安は極めて異常な事態である。1990年以降の大発会で日経平均が大幅安となった年を並べてみよう(表1)。

① 平成バブル崩壊・・・1990年202円安。平成バブルの宴は突如として終焉を迎え、株価は歴史的な崩落の1年となった。日経平均の年間下落率は▲38.7%に達している。

② 金融システム不安・・・1998年301円安。平成バブル崩壊による不良債権問題が深刻化し、大手金融機関が事実上の破綻に追い込まれた。日経平均の年間下落率は▲9.3%である。

③ ITバブル崩壊前夜・・・1999年426円安。この年は、ITバブル相場が佳境に入り、関連銘柄は空前の暴騰を続けた。ソフトバンクは、翌2000年2月に198,000円(修正前株価)まで駆け上がっている。異常なボラティリティが続き、日経平均の年間上昇率は36.8%に達した。ただし、2000年4月高値20,833円をマークした後には、2003年4月安値7,603円までの大暴落を記録した。

(表1)

大発会下落年の日経平均動向(1980年以降)

該当年	前年末株価(円)	新春相場 年初5日間前日比騰落幅(円)					5日間騰落率	1月騰落率	1-4月騰落率	年間変動				年次騰落率
		大発会	2日目	3日目	4日目	5日目				高値日	騰落率	安値日	騰落率	
1980年	6,569.47	▲ 9.31	22.87	▲ 30.38	10.63	28.55	0.3%	3.0%	4.5%	11/6	9.4%	3/28	-1.4%	8.3%
1988年	21,564.00	▲ 346.96	358.24	1215.22	1.63	80.43	6.1%	10.0%	27.6%	12/28	39.9%	1/4	-1.6%	39.9%
1990年	38,915.87	▲ 202.99	▲ 438.12	20.20	▲ 343.50	▲ 254.95	-3.1%	-4.4%	-24.0%	1/4	-0.5%	10/1	-48.0%	-38.7%
1994年	17,417.24	▲ 47.50	413.74	98.51	242.02	319.43	5.9%	16.1%	13.3%	6/13	23.7%	1/4	-0.3%	13.2%
1995年	19,723.06	▲ 39.02	▲ 67.93	▲ 96.65	▲ 74.54	56.53	-1.1%	-5.4%	-14.8%	12/27	1.5%	7/3	-26.6%	0.7%
1998年	15,258.74	▲ 301.90	▲ 60.44	131.77	▲ 8.99	▲ 24.08	-1.7%	9.0%	2.5%	3/2	13.1%	10/9	-15.6%	-9.3%
1999年	13,842.17	▲ 426.28	▲ 183.15	235.72	68.10	▲ 144.75	-3.3%	4.7%	20.7%	12/30	36.8%	1/5	-4.4%	36.8%
2001年	13,785.69	▲ 94.20	176.12	▲ 257.10	▲ 177.86	▲ 231.58	-4.2%	0.4%	1.1%	5/7	5.4%	9/17	-31.1%	-23.5%
2008年	15,307.78	▲ 616.37	▲ 190.86	28.12	70.49	▲ 211.05	-6.0%	-11.2%	-9.5%	1/4	-4.0%	10/27	-53.2%	-42.1%
2014年	16,291.31	▲ 382.43	▲ 94.51	307.08	▲ 241.12	31.73	-2.3%	-8.5%	-12.2%	12/8	10.1%	4/14	-14.6%	7.1%
2015年	17,450.77	▲ 42.06	▲ 525.52	2.14	281.77	30.63	-1.5%	1.3%	11.9%	6/24	19.6%	1/14	-3.8%	9.1%
2016年	19,033.71	▲ 582.73	▲ 76.98	▲ 182.68	▲ 423.98	▲ 69.38	-7.0%							

※騰落率は全て前年末株価比較(引け値ベース)。　出所:AstraManager のデータをもとに MUMSS 作成

巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。(35016011235M)

ストラテジー

④ リーマン・ショック・・・2008年616円安。住宅・クレジットバブルの崩壊で、世界が大恐慌の深淵を垣間見た恐怖の年である。日経平均の年間下落率は、実に▲42.1%に達している。

⑤ アベノミクス相場の反動・・・2014 年 382 円安。アベノミクスで大幅上昇が続いたが、2013 年 5 月にバーナンキ FRB(連邦準備制度理事会)前議長が tapering(量的緩和政策の段階的縮小)を示唆して、株価は上下にブレる展開となった。夏場まで冴えない相場が続いたが、10 月の日銀追加緩和発動によって一変し、日経平均の年間上昇率は 7.1%となった。

歴史的な大変動を予見

どうも、大発会の大幅安は、歴史的な大変動を予言しているような不気味さがある。バブルとリンクしていることが多い点も目に付く。①、②、④は、まさにバブル崩壊と直接的に結びついている。③も単年度で見れば大幅上昇だったが、その後の崩壊の経緯を考えると、同列に扱っても良いのかもしれない。唯一性格が異なるのは、記憶に新しい⑤だが、これは日米金融政策がボラティリティを上昇させたと見るべきであろう。ただし、やや強引ながらも、「新興国バブルの崩壊」が始まった年との解釈も可能である。いずれにしても、経済・金融の大変動によって株価が翻弄された年の大発会は、大幅安となっているケースが多い。危険な兆候だ。

「オイルマネーの逆流」

大発会大幅安の背景には幾つかの要因が考えられるが、まず第一に「オイルマネーの逆流」を挙げたい。原油価格の下落トレンドは継続しており、WTI原油先物、北海ブレント先物共に、一時1バレル＝32ドル台にまで売り込まれた。WTI先物のリーマン・ショック後の最安値は2008年12月の32.4ドルだったが、これも一気にブレークされ、2003年12月以来の水準をマークした。北海ブレント先物も2004年以来の低レベルに下落し、中東産原油のベンチマークであるドバイ原油は、一時27ドル台にまで沈んだ。ドバイ原油は、昨夏にはWTIよりも価格が高い水準で推移していただけに、その落ち込みの大きさが際立っている。昨年10月に発表された日銀展望レポートにおける「2015～2017年度の政策委員の大勢見通し」では、「原油価格(ドバイ)については、1バレル50ドルを出発点に、見通し期間の終盤にかけて60ドル台前半に緩やかに上昇していく」と記されている。ドバイ原油の見通しは、スタート時点から転倒・骨折したことになる。日銀の「物価2%」の命題は、一段と困難な局面に遭遇している。

疲弊するサウジアラビアの財政

さて、原油価格下落のダメージをストレートに受けるのが、産油国であることは論を待たない。象徴的なのは、サウジアラビアが財政赤字に苦悶していることだ。サウジの財政状況を見ていただこう(表2)(ｸﾞﾗﾌ1)。

(表2)
拡大するサウジの財政赤字

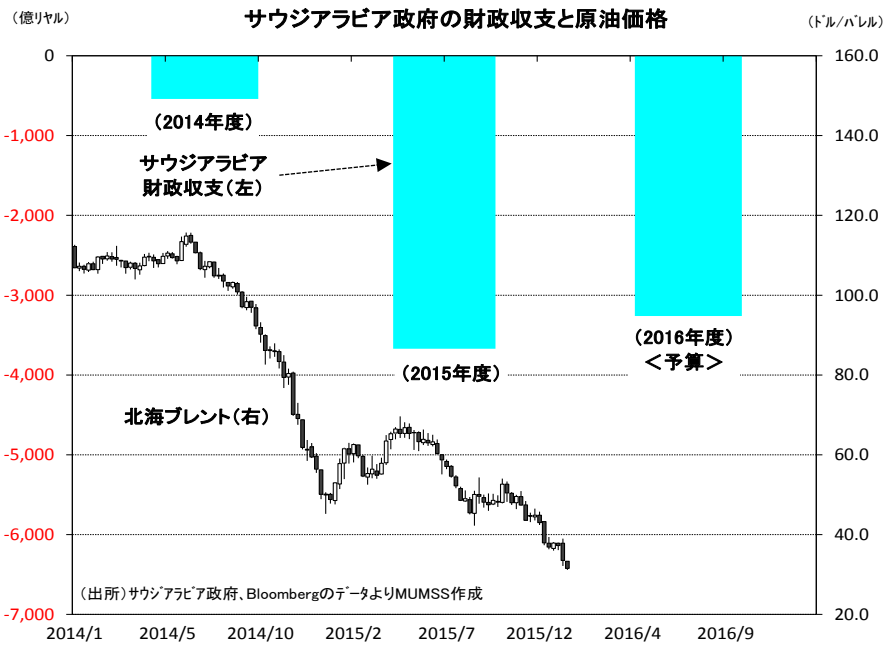
	2014年度実績見込み	2015年度予算	2015年度実績見込み	2016年度予算
歳入	1兆460億ﾘﾔﾙ	7,150億ﾘﾔﾙ	6,080億ﾘﾔﾙ	5,140億ﾘﾔﾙ
歳出	1兆1,000億ﾘﾔﾙ	8,600億ﾘﾔﾙ	9,750億ﾘﾔﾙ	8,400億ﾘﾔﾙ
収支	▲540億ﾘﾔﾙ	▲1,450億ﾘﾔﾙ	▲3,670億ﾘﾔﾙ	▲3,260億ﾘﾔﾙ
円換算収支	▲1兆7,280億円	▲4兆6,400億円	▲11兆7,440億円	▲10兆4,320億円

*出所 サウジアラビア政府予算案。1サウジアビア・リヤルは32円で換算

巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。(35016011235M)

ストラテジー

（ｸﾞﾗﾌ 1）
原油価格に連動する
サウジの財政収支



2016 年度予算を見てもわかるように、邦貨換算で 10 兆円を超える財政赤字が見込まれている。サウジ政府は予算の前提となる原油価格見通しを公表していないが、一部では約 43 ドルとの観測もある。原油価格の実勢との乖離は拡大しており、2015 年度と同様に、さらに赤字が膨らむ可能性が高い。2016 年度予算の歳出内訳を見ると、国防・治安関連費が 2,130 億リヤル・25.3%と最大である。サウジを中心とする 10 ヵ国は、2015 年 3 月に 10 万人を超える大軍でイエメン侵攻・空爆を実施しており、既に 300 億ドルを超える費用が嵩んでいる。1/7 にはサウジ空軍機が在イエメンのイラン大使館誤爆との報道もあり、イエメン内戦長期化・出費膨張は不可避だ。次いで、教育・研修費が 1,910 億リヤル・22.7%、医療・社会関係費 1,040 リヤル・12.3%が続いている。サウジでは、大学までの教育費や医療費は基本無料だ。個人の所得税、消費税もない。したがって、教育・医療費で国家予算の 35%を占めていることになる。何やら「ユートピア」を想起させるが、それを可能にしていたのは膨大な石油収入があったためだ。

スンニー派 VS シーア派1300年の相克

こうしたサウジの財政逼迫を念頭に置きながら、年初のサウジ・イラン関係の緊張を解釈しなければならない。既述のイエメン内戦は、イスラム教スンニー派に属するワッハーブ派のサウジが大統領派を支援し、反政府勢力をシーア派の盟主たるイランが支援する構図である。スンニー派とシーア派の相克は 1300 年以上続いているが、直近でイエメン内戦という火種が燻っていたことが重要である。また、シリアのアサド政権をイランが支援し、反政府派をサウジが支援する構図もあり、いたる所で両者の反目が顕著になっていた。イランは、「ホメイニ革命」によってパーレビ王政を打倒したが、サウジは少数の王族が国富の大半を占める中世のような国家体制である。昨年暮れに、ようやく女性の参政権が認められたが、保守色は極めて強い。中でも、昨年 1 月に即位したサルマン国王は、安全保障・外交面ではタカ派的色彩が濃厚である。イエメン侵攻を決断したのは即位直後の 3 月であり、イ

巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。(35016011235M)

ストラテジー

ラン・シーア派との対決姿勢を鮮明にしている。このスタンスが、年初にシーア派のニムル師を含んだ 47 名の死刑実施に繋がった。報復として在イランのサウジ大使館が暴徒に焼き討ちされ、これに対してサウジはイランとの外交関係を断絶するに至った。イランの最高指導者ハメネイ氏は、「サウジは神の裁きを受けるだろう」と述べ、革命防衛隊は「サウジ王家は手厳しい復讐を受ける」と警告している。イランは、シリア、イラク、イエメン、レバノン等の民兵組織をコントロールしている。イスラエルと抗争を繰り返しているレバノンのヒズボラも、イランが人的貢献や武器・資金援助を行っている。つまり、イラン最高指導者の発言は、単なる抽象的なものではなく、テロ実施の呼びかけに等しい。

SWFが財政赤字補填のために資産売却

この緊張が、サウジの国防費・テロ対策費の膨張を生むのは間違いない。つまり、財政赤字がさらに拡大する可能性が濃厚だ。サウジは、いかにしてこの赤字を補填するのか？端的に言えば、SAMA（サウジアラビア通貨庁）は、これまで欧米や日本等に累積投資していた資金を引き揚げることになろう。昨年 6 月時点では、SAMA の運用資産額は 6,718 億ドル・約 80 兆円に達している。他の中東 SWF（政府系ファンド）では、例えば ADIA（アブダビ投資庁）が 7,730 億ドル・約 90 兆円、KIA（クウェート投資庁）5,920 億ドル・約 70 兆円、QIA（カタール投資庁）2,560 億ドル・約 30 兆円で、計 270 兆円の巨額である。実は、昨夏の世界的株価急落の際に、ウォールストリート・ジャーナルが、「SAMA は約 700 億ドルの資金を米国から引き揚げる」と報道したことがあった。材料的には中国減速・上海株急落が喧伝されたが、ダウ工業株 30 種平均が 15,000 ドル台に突っ込んだ需給面の要因としては、サウジの売りも寄与したものと思われる。原油価格の下落が続けば、「オイルマネーの逆流」がマーケットを震撼させよう（表 3）。

（表 3）
世界の政府系ファンド（SWF）ランキング

世界の巨大ファンド（運用資産額上位）ランキング（2015 年 6 月時点）

順位	ファンド名	国	種類	運用資産額 〈億ドル〉	〈兆円※〉
1	年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)	日本	年金	11,500	138
2	ノルウェー政府年金基金(GPF)★	ノルウェー	SWF/年金	8,820	106
3	アブダビ投資庁(ADIA)★	UAE(アブダビ)	SWF	7,730	93
4	中国投資有限責任公司(CIC)	中国	SWF	7,467	90
5	サウジアラビア通貨庁(SAMA)★	サウジアラビア	SWF	6,718	81
6	クウェート投資庁(KIA)★	クウェート	SWF	5,920	71
7	中国国家外国為替管理局(SAFE)	中国	SWF	5,679	68
8	韓国国民年金管理公団(NPS)	韓国	年金	4,550	55
9	オランダ公務員年金(ABP)	オランダ	年金	4,400	53
10	連邦退職貯蓄投資理事会(FRTIB)	米国	年金	4,222	51
11	シンガポール政府投資公社(GIC)	シンガポール	SWF	3,440	41
12	カリフォルニア州公務員退職年金基金(カルパース)	米国	年金	3,041	36
13	カタール投資庁(QIA)★	カタール	SWF	2,560	31

（出所）Sovereign Wealth Fund Institute のデータをもとに MUMSS 作成

「一国二制度」の矛盾が鮮明化する中国

第二には、中国の「一国二制度」の矛盾が鮮明化していることだ。本来、株式市場は、公平・公正なものでなければならないはずだ。ところが、昨年 6 月以降に表面化したことだが、恣意的に売買停止するケースが増加して

巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。（35016011235M）

ストラテジー

いる。その矛盾の象徴として、昨年「北京暴風科技」を紹介した。同社の株価は昨年 3/23 に 3.245 人民元で新規公開したが、上場から 29 営業日連続ストップ高して、5/21 には 148.6 人民元にまで駆け上がった。実に 45.8 倍の錬金術だ。ところが、中国株バブルが崩壊して急落に転じると、6/11～7/10 まで売買停止となった。売買再開後は 9/2 安値 32.2 人民元まで売り込まれが、5 分の 1 近い暴落である。そして、10/26 を最後に、いまだに売買停止が続いている。理由としては、「M&A にかかわる情報を徹底するため」としているが、欧米や日本では考えられない長期の売買停止である。つまり、都合のいい時には売買させるが、株価下落となると売買停止に逃げ込むのだ。この 1 月からは、市場全体のサーキットブレーカー（売買一時停止制度）が導入されたが、ベンチマークである CSI300 指数が、年初からの 4 営業日で 2 日間 7%以上の下落に達し、ザラ場で中国本土株市場全体がクローズとなった（ｸﾞﾗﾌ 2）。これに対して、証監会は、1/8 から解禁とされていた大株主の株式売却を制限するとの発表を行った。公平・公正なマーケットは消失し、御都合主義の規制連発で混乱は深まっている。また、早くもサーキットブレーカーを一時停止との朝令暮改も報じられている。共産党がオールマイティで、政治と同様に株式市場も思うが儘にコントロールできるとの幻想が破綻をきたしている。中国経済の減速、企業業績の悪化には、一向に歯止めがかからない。規制や当局の買いによって株価を支えることは、「シーシュポスの苦役」であることが暴露されている。

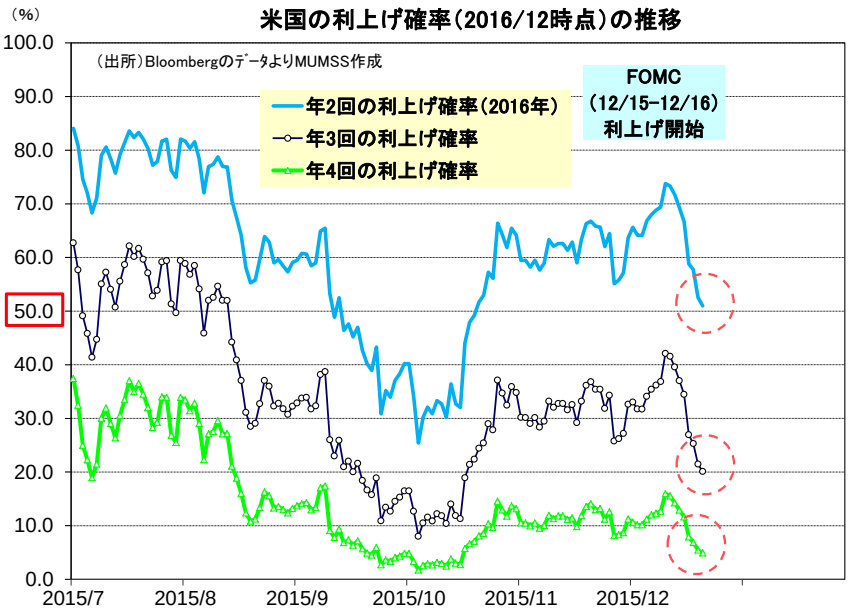
（ｸﾞﾗﾌ 2）
中国株価指数
再度下値摸索の展開

利上げに傾斜するFRB首脳

第三の不安要因は、利上げに傾斜する FRB の姿勢である。年初来の中東情勢の緊張、中国の混乱にもかかわらず、FRB 首脳は利上げ志向を緩めていない。フィッシャー副議長は、「フェデラルファンド・レート先物は年 2 回の利上げを読んでいるが（ｸﾞﾗﾌ 3）、この予測は低すぎる。年 4 回の利上げが、大体妥当な線だ」と述べている（表 4）。FOMC（公開市場委員会）メ

ストラテジー

（ｸﾞﾗﾌ 3）
FF 金利先物は
年 2 回の利上げを読む



（表 4）
FOMC メンバーは
2016 年に 4 回利上げを想定

＜FOMC委員による適正な利上げスピード予測（中央値）の推移・・・（年末値）＞

FF金利（%）	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	長期適正
2014/9月時点 中央値(%)	1.375	2.875	3.750		3.75
2014/12月時点 中央値（%）	1.125	2.500	3.625		3.75
2015/3月時点 中央値（%）	0.625	1.875	3.125		3.75
2015/6月時点 中央値（%）	0.625	1.625	2.875		3.75
2015/9月時点 中央値（%）	0.375	1.375	2.625	3.375	3.50
2015/12月時点 中央値（%）	0.375	1.375	2.375	3.250	3.50

（出所）FRB（米連邦準備制度理事会）のデータをもとにMUMSS作成

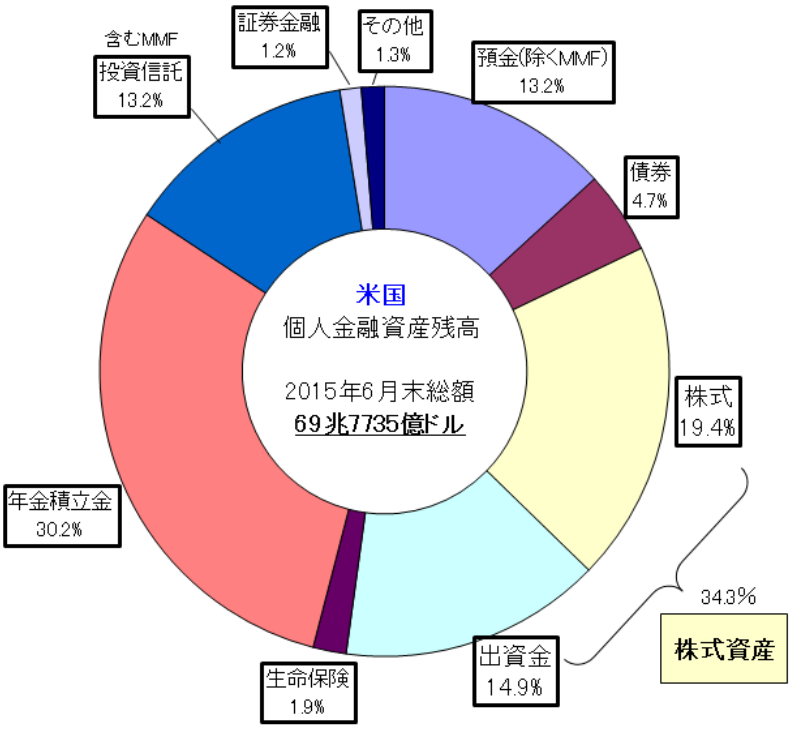
ンバーの中には、シカゴ連銀のエバンス総裁のように、「最も緩和的な予測（年 2 回の利上げ）に沿った政策が適切だ。一段のエネルギー安やドル高による下振れリスクがある」と述べるハト派もいる。しかし、FRB 首脳の米国内情勢を重視する姿勢が鮮明化すれば、海外の動揺にもかかわらず、「粛々と利上げ」が実行される可能性も否定できない。米個人金融資産の内、株式資産は 34.3%の高いシェアである（2015 年 6 月時点・FRB）（ｸﾞﾗﾌ 4）。年金や投信も含めると、株式シェアはさらに高まる。米株不振が続くようであれば、「逆資産効果」によって、個人消費が減退するリスクが台頭しよう。

超緩和政策を背景にした米株上昇に終止符

ダウ工業株 30 種平均は、リーマン・ショック後の 2009 年 3 月安値 6,469 ドルから、2015 年 5 月高値 18,351 ドルまで、6 年にわたる雄大な上昇相場を演じた。その背景には、バーナンキ FRB 前議長が推進した「ゼロ金利＋3 次の量的緩和政策」があった。ところが、後継者たるイエレン議長が利上げの模索を続け、ついに昨年 12 月に金融引締め策に転じたことは御存知のとおりである。まさにこの劇的な政策転換によって、ダウ工業株 30 種平均は、2009 年から 6 年連続でマークした年間パフォーマンス・プラスに決別

ストラテジー

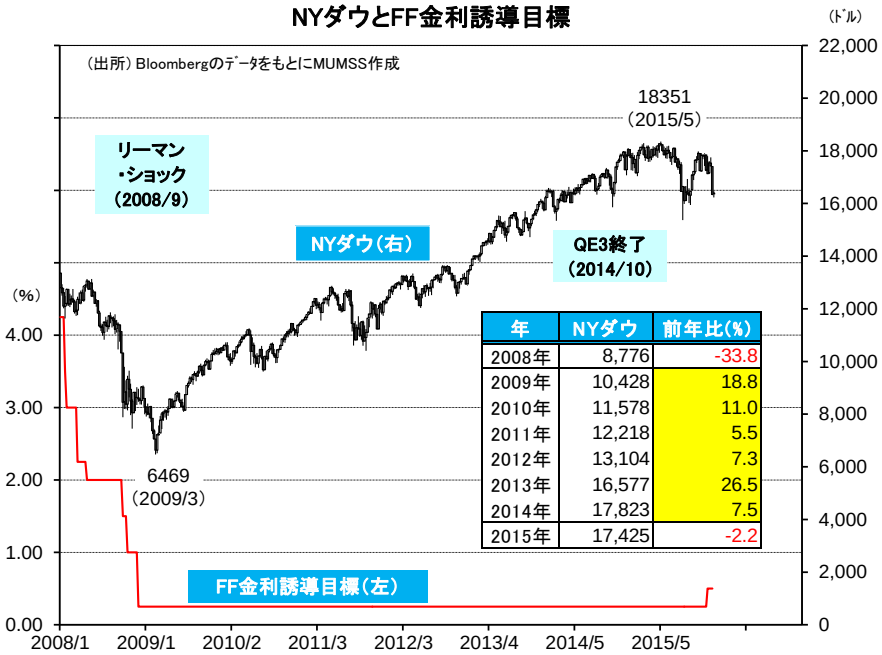
（ｸﾞﾗﾌ 4）
米個人金融資産の内
株式資産は 3 分の 1 以上



（出所）e-Aurora、FRB（米連邦準備制度理事会）「Flow of funds accounts」のデータをもとにMUMSS作成

し、2015 年は▲2.2%となった(ｸﾞﾗﾌ 5)。過去の相場を見ても、FRB の金融政策が圧倒的なインパクトを有しているのは、歴史的な事実である。一方で、米企業業績は冴えない状況が続く。トムソン・ロイターによれば、S&P500 種ベースの業績見通しは、昨年 10～12 月期▲4.0%、今年 1～3 月期＋2.2%に留まる(1/6 時点)。今年の米株式は、「良くてボックス相場」が妥当だ。

（ｸﾞﾗﾌ 5）
7 年ぶりに下落した NY ダウ



年	NYダウ	前年比(%)
2008年	8,776	-33.8
2009年	10,428	18.8
2010年	11,578	11.0
2011年	12,218	5.5
2012年	13,104	7.3
2013年	16,577	26.5
2014年	17,823	7.5
2015年	17,425	-2.2

巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。(35016011235M)

ストラテジー

企業業績の先行きに不安感

第四には、企業業績の先行きに不安が台頭したことだ。海外環境の悪化は、「リスク・オフ・モード」を招来し、為替面においては円高が一時117円台にまで進行した。12月日銀短観における大企業・製造業の想定為替レートは、1ドル＝119.40円である。アベノミクス相場が始まって以来、この想定レート以上に実勢レートが円安方向に振れる展開が続いてきた。自動車、電機、精密に象徴される輸出関連企業は、本業の好調さに為替差益がプラスされる構図で、大幅増益を達成してきたのだ。しかし、足下では、トントンから為替差損が意識される状況である(ｸﾞﾗﾌ6)。実は、2005年8月の郵政解散・自民党大勝利に端を発した「小泉構造改革相場」も、想定為替レートを実勢レートが円安方向に上回る構図が鮮明だった。日経平均は同年8月安値11,614円から2007年2月高値18,300円までの大相場を演じたが、想定レートを超える円高に振れ始めて終焉を迎えている。一時的な円高であれば良いが、来期の業績モメンタムを考える上では要注目のポイントになろう。

アップルの翳り

もう一つは、アップルの翳りである。iPhone6s/6sPlusの売れ行きが芳しくないことは、既に昨年から報じられていた。モルガン・スタンレーは、2016年のiPhone出荷台数が、前年比▲5.7%に減少することを予測していた。しかし、1/6に日経新聞が計画比3割減の大幅減産と報じて、一段とアップル及び関連株売りが広まった。アップルは今や個別銘柄の域を超えて、米国、中国、韓国、台湾、日本等グローバルの関連企業にも大きなインパクトを与える。アップル関連の米シーラス・ロジック(売上のアップルシェアは63%)、コルボ(約82%がモバイル関連)が大幅下方修正を発表したことも、投資家の不安感を煽る形となった。日本でも、村田製作所、アルプス電気、日東電工等、値嵩電子部品株は崩れ足を形成している(ｸﾞﾗﾌ7)。

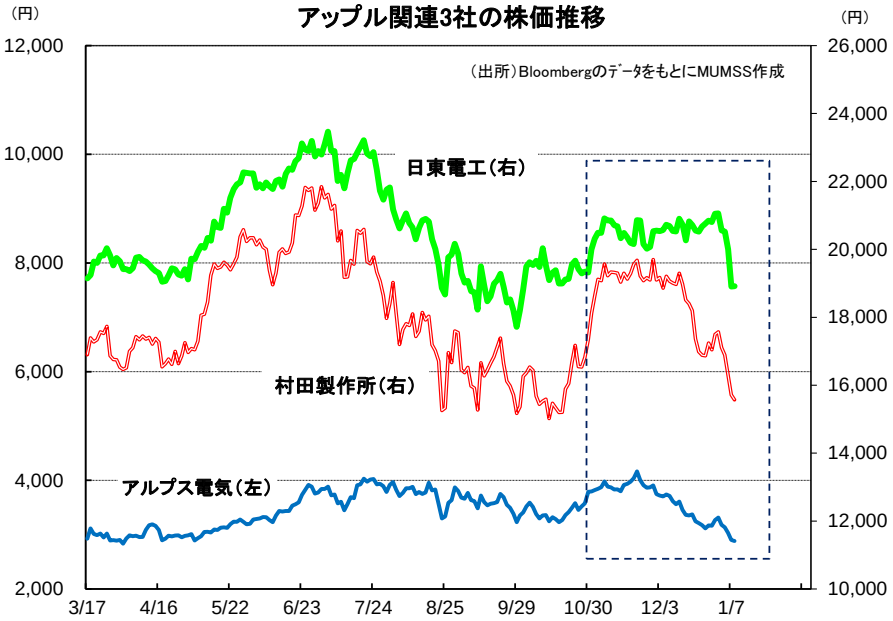
(ｸﾞﾗﾌ 6)
想定レート(日銀短観)を上回る円高となった日本市場

大幅下方修正で株価防衛ラインが後退

さて、こうした大荒れ相場となれば、頼りになるのがバリュエーションである。昨年も、日経平均の予想 PER14 倍接近は買いと繰り返した。結果的には、上海株急落による下げ局面でも、「PER14 倍は買い」のセオリーは確認

ストラテジー

（ｸﾞﾗﾌ 7）
アップル関連銘柄の調整続く



された。アベノミクス相場始まって以来、このセオリーを順守すれば全勝である。ただし、一つ残念なことがある。広く報道された東芝やキリン HD 等の大幅下方修正で、日経平均の EPS（一株当り利益）が約 1,216 円（1/8 時点。QUICK）にまで切り下がってしまったのだ。この EPS 約 50 円の下方修正は大きい。東芝は企業の根本たるガバナンスの問題だが、キリン HD はブラジル事業の「のれん代」減損処理で 1,140 億円の特損計上という、きわめて今様の原因だ。今後も、新興国ビジネスのネガティブな影響が、多くの企業に及ぶかもしれない。結果的に、EPS1,216 円を前提にすれば、「1,216×14＝17,024 円」となり、日経平均のサポートラインが、18,000 円割れから 17,000 円接近に大きく後退したことになる（ｸﾞﾗﾌ 8）。おそらく、春までは、この見通しが機能しよう。4 月以降になれば、来期予想が支配的になるが、足下ではバリュエーションによる株価の防衛ラインが後退したことを認めざるを得ない。海外要因が不安定なことを考慮すると、目先は 17,500 円前後から買い下がるスタンスを採りたい。無ければ良いが、昨秋と同様、瞬間 17,000 円割れのリスク・シナリオも念頭に置くべきであろう。

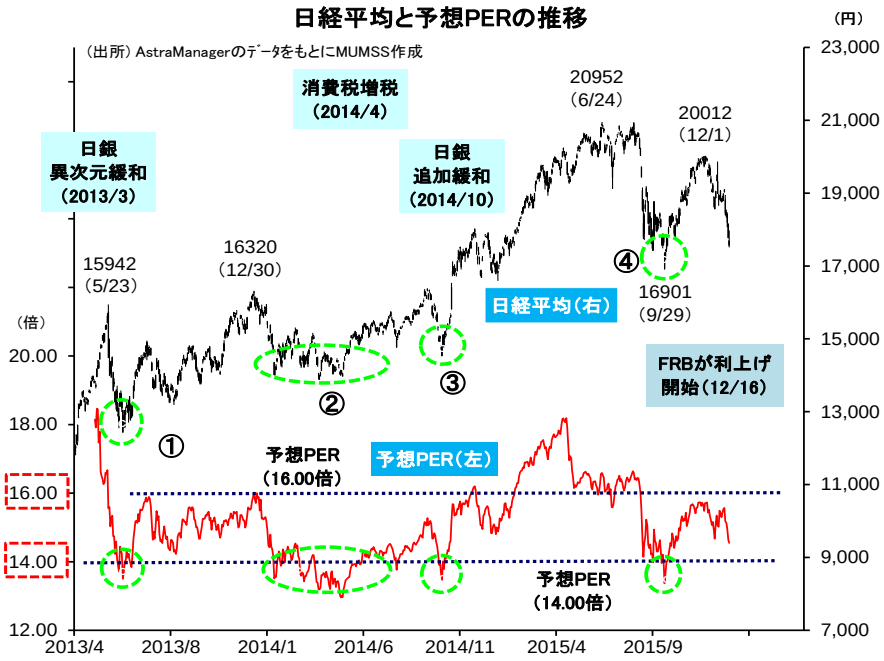
大口「ディスクレッション商い」が示唆するもの

「ディスクレッション（Discretion）商い」を御存知だろうか？外国人が大量の株式を売買する場合、海の向こうから細かい指値変更は手間がかかるので、証券会社に一任する「お任せ商い」である。「今日中に 300 万株ディスクレッション商い」となると、注文を受けたディーラーは、商いの多い寄付きと後場寄りにまとまったオーダーを出すが、ザラバ中は板（売買注文状況）を見ながら、細かい売買を積み上げていく。VWAP（出来高加重平均取引）を見ながら、細かい売買を積み上げていく。VWAP（出来高加重平均取引）を上回る好条件の売買が達成できれば、ディーラーは鼻高々で、さらなる注文も期待できるだけに真剣である。14:00 ぐらいまでに商いの目途をつけることが多いが、最後の 1 時間が勝負どころになる。大量の売り注文を受けた場合には、大引けに向けて売りを積み重ねていく（引けの関与は当局の指導で避ける）。大発会から 1/8 までのトヨタの日中足をご覧いただきたい。

巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。（35016011235M）

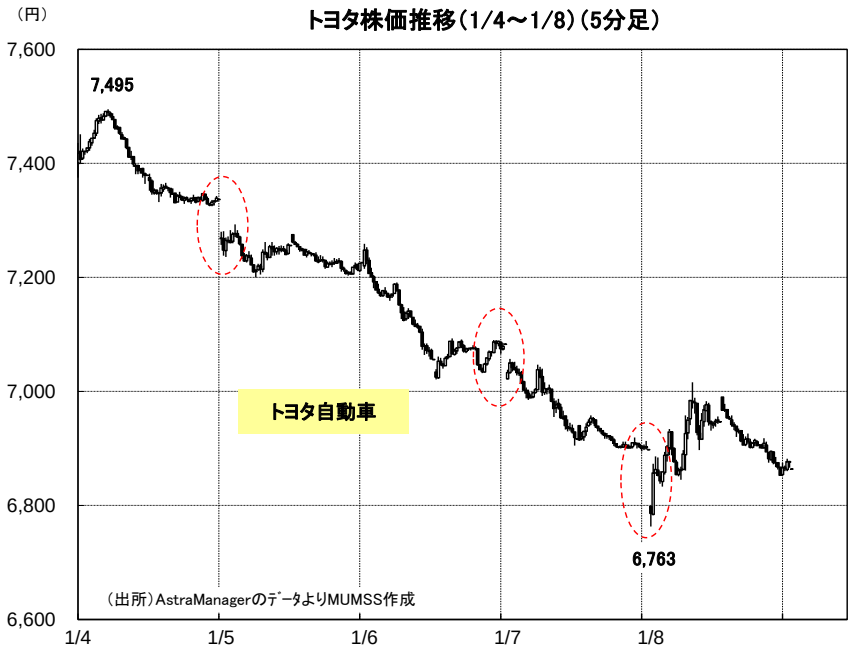
ストラテジー

（ｸﾞﾗﾌ 8）
予想 PER14 倍を睨んで
押し目買い対応へ



①寄付きで窓（ギャップ）を開けた下落、②ザラ場中に国内勢の押し目買いでリバウンド、③再度売りなおされて上ヒゲの形成、④引けにかけて下値を叩く売りで大陰線、のパターンを繰り返している（ｸﾞﾗﾌ 9）。TOPIX コア 30 のような主力銘柄で、同様なチャートを形成しているものが多い。外国人による大量ディスクレッション商いの様相が濃厚だ。それが、オイルマネーか否かの判定には時間がかかるが、既述の中東産油国の財政状況と原油下落スピードの速さを考えると、その嫌疑は濃厚だ。

（ｸﾞﾗﾌ 9）
日々断続的な売りが出た
トヨタ自動車株



藤戸　則弘
投資情報部長

巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。（35016011235M）

【重要な注意事項】

（本資料使用上の留意点について）

- 本資料は当社が信頼できると考える情報ベンダーから取得したデータをもとに作成されておりますが、機械作業上データに誤りが発生する可能性があります。当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示したすべての内容は、当社の現時点での判断を示しているに過ぎません。本資料は、お客様への情報提供のみを目的としたものであり、特定の有価証券の売買あるいは特定の証券取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料にて言及されている投資やサービスはお客様に適切なものであるとは限りません。また、投資等に関するアドバイスを含んでおりません。当社は、本資料の論旨と一致しない他のレポートを発行している、或いは今後発行する可能性があります。本資料でインターネットのアドレス等を記載している場合がありますが、当社自身のアドレスが記載されている場合を除き、アドレス等の内容について当社は一切責任を負いません。本資料の利用に際してはお客様御自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。

（利益相反情報について）

- 当社および関係会社の役職員は、本資料に記載された証券について、ポジションを保有している場合があります。当社および関係会社は、本資料に記載された証券、同証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売りのポジションを有している場合があり、今後自己勘定で売買を行うことがあります。また、当社および関係会社は、本資料に記載された会社に対して、引受等の投資銀行業務、その他サービスを提供し、かつ同サービスの勧誘を行う場合があります。
- 当社の役員（会社法に規定する取締役、執行役、監査役又はこれらに準ずる者をいう。）が、以下の会社の役員を兼任しております。：三菱UFJフィナンシャル・グループ、三菱倉庫

（外国株に関する注意事項について）

- 外国株式に関する資料は、Form 10-K 等当該外国法に基づく「有価証券報告書」と同等の公的書類、年次報告書（Annual Report）、四半期報告書、アーニングリリース等の会社発表による公開情報をもとに作成しております。当社によるレーティング、投資判断、業績予想等は含みません。また、データの取得・入力時期の違い等により、本資料と外国証券情報の数値等が異なる場合があります。
- 本資料で取り上げられている外国証券は、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示は行われておりません（金融商品取引法上の情報開示銘柄を除く）。当該外国証券の開示情報は、主要取引所の所在する国の開示基準に基づいています。

（リスク情報について）

- 日本および外国の株式・債券への投資は、株価の変動や、発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化、金利・為替の変動等により、投資元本を割り込むリスクがあります。

（手数料について）

- 国内株式の売買取引には、約定代金に対し最大1．404％（税込み）の売買手数料をいただきます（ただし約定代金が193,000円以下の場合は最大2,700円（税込み））。株式は、株価の変動等により、損失が生じるおそれがあります。
- 外国株式の売買取引には、現地委託手数料と国内取次手数料の両方がかかります。現地委託手数料等は、その時々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。詳細はお取引のある部店までお問合せください。国内取次手数料は、約定代金に対して最大1．080％（税込み）の手数料が必要となります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。
- 非上場債券（国債、地方債、政府保証債、社債）を当社が相手方となりお買付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

（著作権について）

- 本資料は当社の著作物であり、著作権法により保護されております。当社の事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

Copyright 2016 Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co.,Ltd.　All rights reserved.

〒100-0005 東京都千代田区丸の内二丁目５番２号　三菱ビルヂング
三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社 投資情報部

（商号等）　三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社　金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第 2336 号

（加入協会）　日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

三菱UFJモルガン・スタンレー証券

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社
投資情報部
東京都千代田区丸の内 2-5-2
三菱ビルヂング