

藤戸レポート

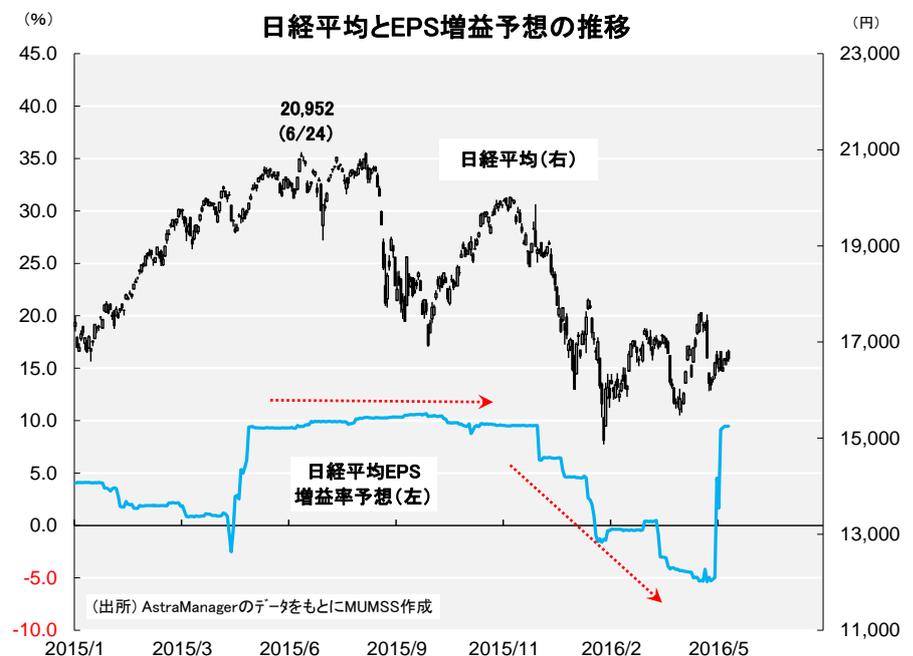
企業業績の減衰による「新バリュエーション・ゾーン」

2016 年 5 月 23 日

昨春の薔薇色見通しが減益決算に変貌

日本企業の決算発表もほぼ終了したが、概観をまとめておこう。日経新聞の集計(5/19 時点・前年比。除く金融・電力、JASDAQ、マザーズ、上場子会社)によると、2016/3 期は売上高+0.5%、経常利益▲1.3%、純利益▲4.7%だった。昨年春の時点では、「二桁増益当たり前、状況によっては 2 割増益」との楽観論が横溢していた。日経平均が、昨年 6/24 高値 20,952 円をマークした最大の材料が、この「好業績」だった。ところが、「チャイナ・ショック」が痛撃し、中国を始めとした新興国の薔薇色シナリオが大きく変容を迫られる事態となった。また、中国減速による需要の急減が、コモディティ価格を急落させたのは記憶に新しいところである。それに、今年になってからの急速な円高進行が加わって、昨春の好業績見通しは減益決算に急変貌してしまった(グラフ 1)。2016/3 期決算のもう一つ特徴は、商社、鉱業、石油、非鉄金属等を中心に、巨額の減損損失が計上されたことである(表 1)。コモディティ価格の暴落によって、数千億円単位の減損処理も珍しくはなかった。こうした企業業績の翳りは、アベノミクス相場始まって以来のものだ。この冷厳な事実を認めざるを得ない。アベノミクス相場は「変容」という表現から、「終焉」という言葉に近づいているように思える。

(グラフ 1)
2 桁増益予想から
減益に転じた 2016/3 期



「経常利益ベース」を重視すべし

続く 2017/3 期は、売上高▲0.9%、経常利益+2.7%、純利益+14.0%の見通しだ。純利益は、前期に「膿を出した」効果もあって、二桁増益予想である。兜町筋の中には、「二桁増益で株高」のロジックを掲げる向きが少なくない。

ストラテジー

(表1)
前期減損で今期大幅増益
資源関連銘柄が並ぶ

前期比増益額(当期利益)上位銘柄<日経平均> (億円)

コード	銘柄略称	決算期	今期予想	前期比較	コード	銘柄略称	決算期	今期予想	前期比較
6502	東芝	17/3	1,000	5,832	8002	丸紅	17/3	1,300	677
5020	JX	17/3	1,250	4,035	7011	三菱重	17/3	1,300	662
8058	三菱商	17/3	2,500	3,994	8053	住友商	17/3	1,300	555
8031	三井物	17/3	2,000	2,834	9433	KDDI	17/3	5,400	455
9104	商船三井	17/3	200	1,904	5002	昭和シェル	16/12	160	435
4043	トクヤマ	17/3	170	1,176	5406	神戸鋼	17/3	200	416
8015	豊通商	17/3	700	1,137	6326	クボタ	16/12	1,500	399
8001	伊藤忠	17/3	3,500	1,096	5541	大平金	17/3	-44	340
2503	麒麟HD	16/12	600	1,073	7013	IHI	17/3	300	285
9437	NTTコム	17/3	6,400	916	1928	積水ハウス	17/1	1,110	267

(出所) AstraManager のデータをもとに MUMSS 作成

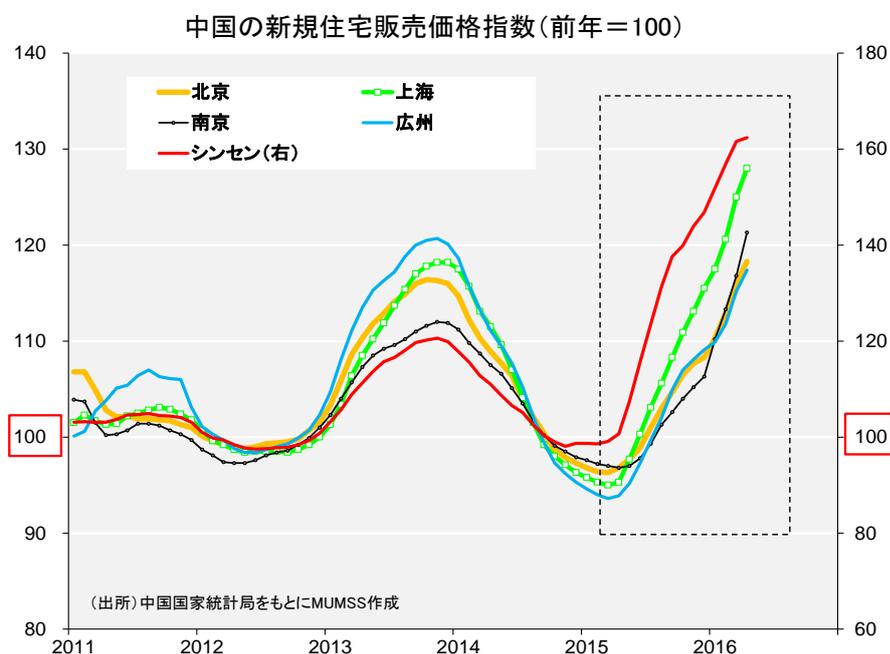
しかし、こうした兆円単位の減損処理や、特別損失の計上で大幅減益となった後の反動増には、特段の注意を払う必要がある。売上高も減収であり、順な形での業容拡大と遠いことは言うまでもない。やはり、こうした激変期の企業業績のモメンタムは、経常利益ベースで把握するのが妥当と思われる。2016/3 期▲1.3%→2017/3 期+2.7%というリンケージを見ると、「減益後に微増益予想」と見るのが適切である。しかも、この程度の微増益予想ならば、業績の前提となる為替レートや世界的な景気の変動によって、減益となるリスクは決して小さくない。つまり、経常利益の増勢トレンドが確認されている場合と、先行きに不透明感が漂う場合では、業績評価のアプローチが大きく異なってしまう。端的に言えば、経常利益が微増益予想の下で、純利益のみが二桁増益予想の今期は、相当割り引いて考える必要がある。したがって、この状況で、「好業績の株高」を唱えることは牽強付会の色が濃厚になってしまう。もう一つのポイントは、前期大幅減益企業による今期大増益予想の信頼性だ。そもそも、「昨春楽観・結局大幅減益」という事実の背景には、収益見通しが甘いか、収益管理が杜撰な側面を否定できない。中国関連企業の中には、「毎年春に楽観・中間期に下方修正」のパターンを繰り返すものが多かった。

中国「不動産バブルPART II」 に規制の動き

今期も、期初の楽観見通しと実際の収益が大きく異なる可能性が少なくない。特に、「チャイナ・リスク」と「円高」には、細心の注意が必要と思われる。「チャイナ・リスク」については先週号でも詳述したが、4月の新築住宅価格は危険な内容だった。前年比の上昇率は6.2%に達したが、都市別に見ると、深圳+62.4%、上海+28.0%、北京+18.3%、南京+21.3%と、異常な数値が並んでいる(グラフ2)。2013年の不動産バブル時には、前年比で深圳+20.6%、上海+18.2%、北京+16.4%、南京+11.9%がピークだった。つまり、今回の「不動産バブル PART II」は、当時を遥かに凌ぐスケールなのだ。さすがに中国当局も規制に乗り出した。上海では戸籍を持たない人でも、所得税や社会保険料を2年間納めれば、住宅購入を認める制度があった。これを5年間に厳格化する。深圳も同様に1年→3年に強化する。北京は、「商務型住宅」に購入制限を導入し、南京では年間価格上昇率を8~12%に制限する等、規制策を打ち出している。過去のパターンを見ても、当局の不動産、銀行融資等の規制緩和でバブルが創生し、あまりの価格高騰に

ストラテジー

(グラフ2)
2013年の不動産バブルを上回る住宅価格の上昇



対して発動される規制強化でバブルが崩壊するパターンを繰り返してきた。今回の規制で効果がなければ、不動産税制の強化等にまで及ぶ可能性もある。結局、中国の不動産バブルは、「官制バブル」の側面が強い。そして、その幕引きも当局が張本人となる。注意すべきは、バブルの象徴たる深圳の上昇率が、3月の+61.6%から4月の+62.4%と頭打ちの兆候が出ていることだ。まずは上値が重くなり、やがて反落から崩壊に至るのは株式と同様である。不動産価格の前年比6割高は持続不能である。いずれ時間の問題で、再びバブル崩壊に直面することになるだろう。

俄に高まった米「6月利上げ 説」

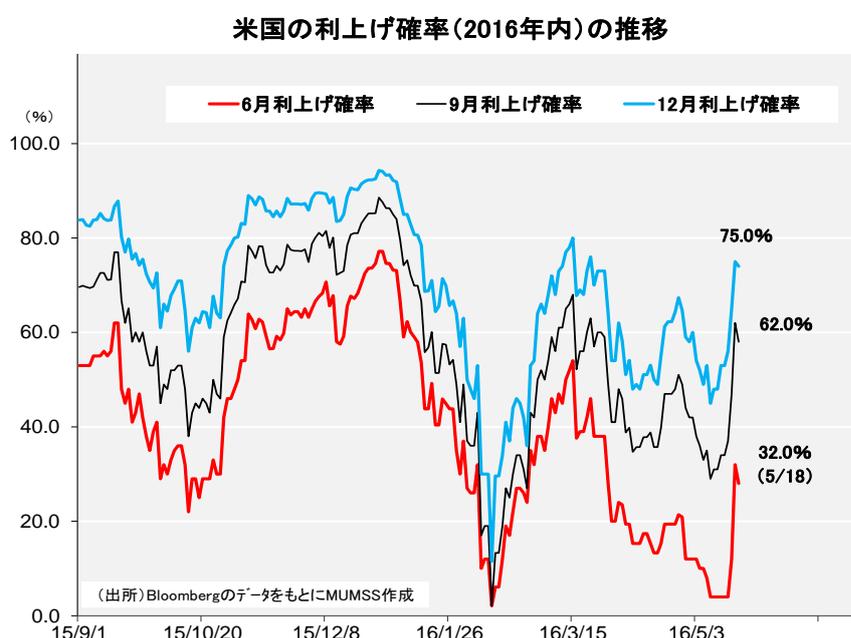
第二は円高リスクだ。足下では、4/26~27のFOMC(米公開市場委員会)議事録の内容が公開され、「予想以上にタカ派(金融引き締め)に積極的」と解釈されて、1ドル=110円台までの円安に振れている。その議事録の内容だが、「4~6月期に経済成長が上向き、労働市場が引き続き力強さを増すとともに、物価上昇率が目標の2%に向けて前進するならば、フェデラルファンド・レート(FF金利・短期の政策金利)誘導目標のレンジを6月に引き上げるのが適切になる可能性が高い」というものだ。6月利上げに無防備だった投資家は、やや不意を突かれたようだ。FF金利先物を見ると、6月利上げの確率は5/16に僅か4%だったが、この議事録公表後には一気に32%まで上昇している(グラフ3)。「6月という文言が、議事録の中には6回も使われている」ことを指摘する暇な人までいる。しかし、上記文章の前提条件を見ればわかるが、経済が上向き、雇用改善が継続し、物価が2%に達する蓋然性が高まれば、誰であっても利上げに向かうことだろう。日銀の黒田総裁でさえ、この条件が揃えば「出口」に向かうかもしれない。

構造転換が進む米小売業界

4月の米経済指標は、改善傾向を示すものが目に付く。注目された小売売上高は、前月比+1.3%の著増を見せた。特にネット販売等の無店舗小売が+2.1%の大幅な伸びを見せたことが原動力となっている。このネット小売の

ストラテジー

(グラフ3)
FOMC 議事録を受けて
6月利上げ確率が急上昇



好調さと、対面小売り各社の不振は見事な対極を描いている。株価も調整モードが濃厚で、百貨店のメーシーズは昨年7月高値73.6ドルが今年5/18には29.9ドル、ノードストロームも7月高値74.9ドルが5/18には36.1に急落している(グラフ4)。ディスカунターのターゲットも予想を下回る決算で5/18の1日で7.6%の急落となった。以前に御伝えしたアパレルのギャップは、昨年6月高値39.5ドルが5/18には17.0ドルと下落が止まらない。婦人衣料・下着のLブランドも、昨年11月高値98.6ドルが5/19には60.0ドルと、決算を挟んで急落している。こうした対面販売全般の不振

(グラフ4)
米百貨店株が
長期下降トレンドに



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。

ストラテジー

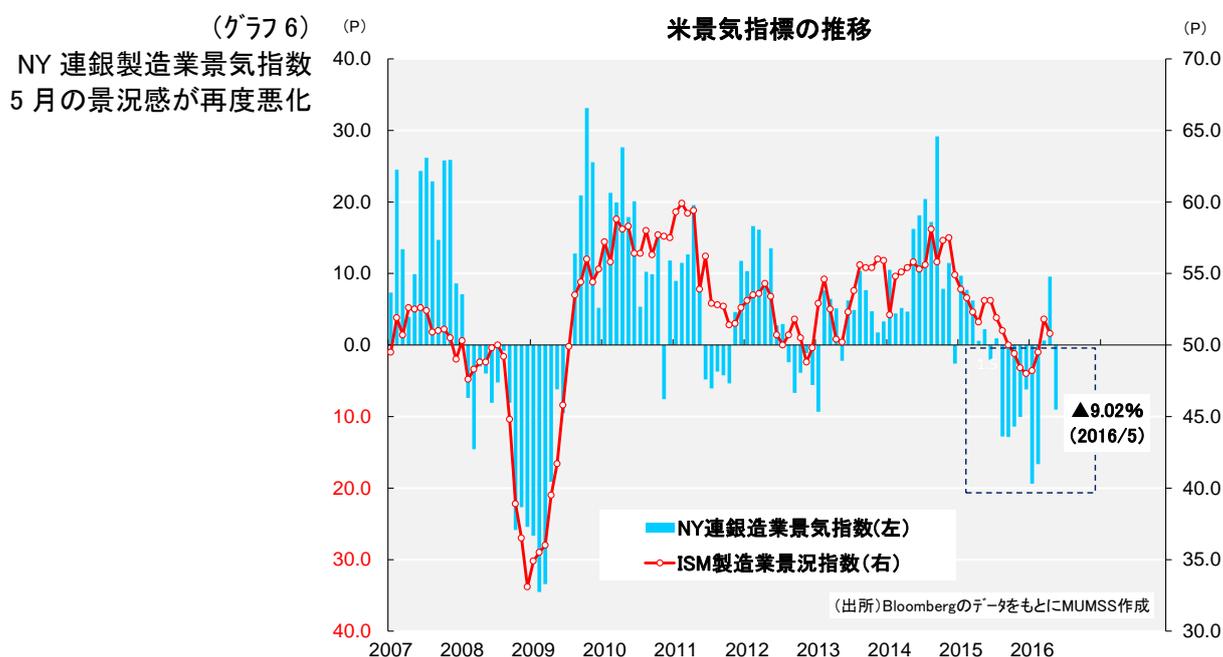
は、多くの需要をアマゾン・ドット・コム等のネット小売りに吸い上げられたことに一因があろう。アマゾンの株価は、5/12には722.4ドルの史上最高値をマークした(グラフ5)。対面販売企業の中には、店舗の閉鎖を進める企業も少なくない。どうも、米小売業の構造転換は、想像以上に急速に進行しているようだ。小売売上高全般の評価に戻ると、1~3月の停滞・不振の後に、高い伸びを見せた4月の好調さが継続するか否かを慎重に見極める必要がある。貯蓄率の上昇傾向と合わせて、持続性を吟味すべきであろう。



「6月利上げへの準備不足」

4月の鉱工業生産、住宅着工も良好な数字だった。ただし、鉱工業生産は4月に前月比+0.7%の伸びを見せたものの、3月が▲0.9%と落ち込んでいた反動もある。住宅着工も同様で、4月は前月比+6.6%をマークしたものの、3月は▲9.4%だった。つまり、4月単月のデータだけで、「景気の改善」を強調するのはリスクがあるように思える。ISM製造業景況指数と相関性の高いニューヨーク連銀製造業景況指数は、5月に▲9.02と前月の9.56から反落した(グラフ6)。内容も、新規受注指数11.14→▲5.54、出荷指数10.17→▲1.94と芳しくない(表2)。1~3月期の停滞が一時的なものであり、4月以降は景気の改善ピッチが高まったと見るためには、さらなる統計の裏付けが必要と思われる。FOMCメンバーの中には、「市場が6月利上げへの準備が不足している」と懸念を表明した向きもいる。確かに、FF金利先物が示唆する6月利上げ予想は4%から32%に高まったものの、逆に言えば約7割の投資家が、「6月は時期尚早」と考えていることを示している。足下で急速に台頭した「6月利上げ説」によって、米長短金利がボトム圏から鎌首をもたげたことは事実だ。しかし、実際の利上げとなると、小康状態にあったドル高に拍車がかかり、反発傾向を見せていた原油価格が再び軟化するリスクが高まろう。資源・新興国の通貨安・株安が再開し、回り回ってブーメランのように米国の実体経済に跳ね返ってくることもあろう。

ストラテジー



(表 2)
NY 連銀製造業景気指数
個別指標も鈍化傾向

NY連銀製造業景気指数

*	2015/11	2015/12	2016/1	2016/2	2016/3	2016/4	2016/5
総合指数	▲ 10.06	▲ 6.21	▲ 19.37	▲ 16.64	0.62	9.56	▲ 9.02
仕入価格	4.55	4.04	16.00	2.97	2.97	19.23	16.67
販売価格	▲ 4.55	▲ 4.04	4.00	▲ 4.95	▲ 5.94	2.88	▲ 3.13
新規受注	▲ 11.75	▲ 6.18	▲ 23.54	▲ 11.63	9.57	11.14	▲ 5.54
出荷	▲ 3.03	4.62	▲ 14.39	▲ 11.56	13.88	10.17	▲ 1.94
受注残	▲ 18.18	▲ 16.16	▲ 11.00	▲ 6.93	▲ 3.96	▲ 0.96	▲ 6.25
雇用者	▲ 7.27	▲ 16.16	▲ 13.00	▲ 0.99	▲ 1.98	1.92	2.08

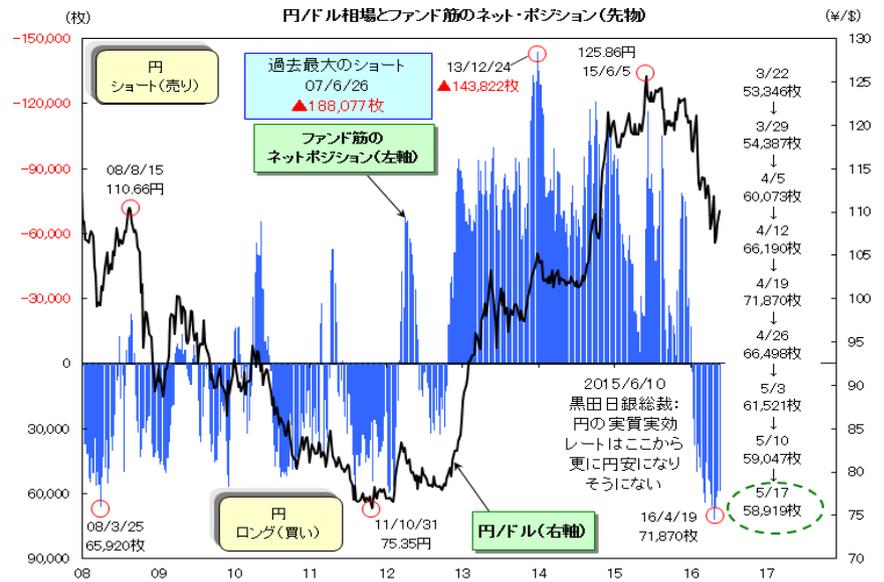
(出所) Bloomberg のデータをもとに MUMSS 作成

再び円高のリスクも

2 回目の利上げには、まだ「機が熟していない」と考えている。「6 月利上げ説→米長短金利の上昇→金利・政策スタンス格差→ドル高・円安」の構図で、ドル/円相場は 110 円をブレイクしてきた。しかし、この円安方向へのリバウンドは、ゴールデン・ウィーク中に仕掛けられた 105.55 円までの円高の反動の様相が濃い。米国の為替政策監視対象国に日本が含まれたこともあって 105 円台突入となったが、そのポジションの巻き戻しが起きているものと思われる。CFTC(米商品先物取引委員会)発表のヘッジファンド・先物ポジションを見ると、4/19 時点では 71,870 枚の円買い越しで、史上最大の円ロング・ポジションだった。しかし、その後は買い越し枚数が逡減しており、利益確定売りに転じているものと想定されよう(グラフ 7)。また、ドル/円相場で重要なファクターに米国の為替政策があるが、ルー財務長官を始め、米当局関係者が「ドル/円相場は秩序だった動き」とのコメントを繰り返している現状を見れば、一段の円安を容認する可能性は低い。そして俄に浮上してきた「6 月利上げ説」が、6/14~15 の FOMC で不発に終われば、再び円高に振れるリスクも少なからずあるものと思われる。

ストラテジー

(グラフ7)
ファンド筋の円買いポジション
一旦ピークアウトしたが……



※1枚=1250万円、ポジションは円ロング-円ショート(ネット)
(出所) CFTC(米商品先物取引委員会)、BloombergのデータをもとにMUMSS作成

予想を大きく上回ったGDP統計で政策発動が後ズレ

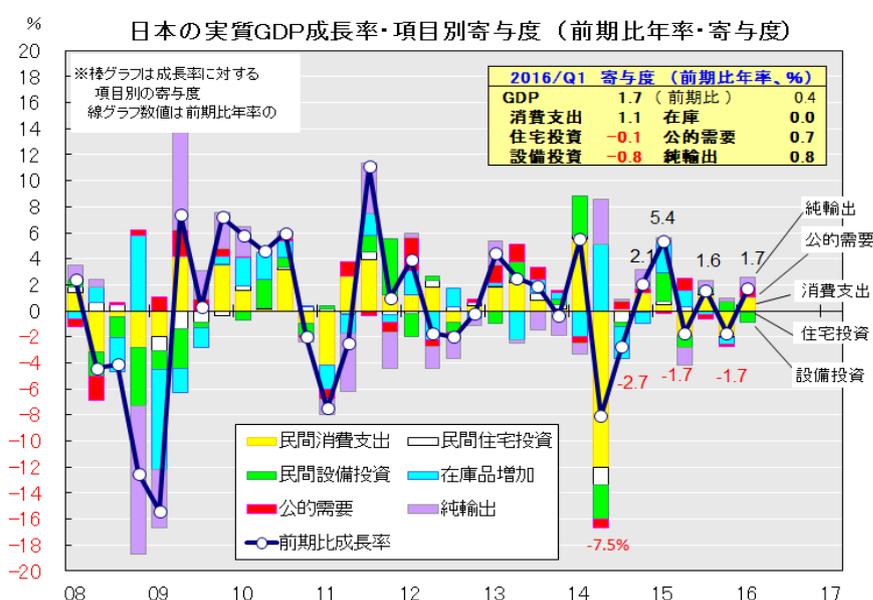
日本サイドの要因としては、予想外の1~3月期GDP統計を挙げなければならぬ。エコノミストの事前予測は、前期比・年率+0.3%の低い成長だった。閏年効果(今年は2月が1日多い。個人消費には大きな影響を及ぼす)が、年率で約1.2%あることを考えると、事実上はマイナス成長と見る向きも少なくなかった。最弱気筋は、閏年効果が反映されてもマイナス成長との見方だった。ところが、蓋を開けてみると、前期比+0.4%・年率+1.7%の強い数字だった(グラフ8)。しかも、前期比で外需+0.2%・内需+0.2%と、字面上はバランスのとれた成長だ。全世帯の消費支出や、消費総合指数は冴えなかったが、GDPでは個人消費が+0.5%と予測の+0.2%を上回った。設備投資は▲1.4%と落ち込んだものの、全般的にはエコノミストの予測ほど悪くなかったのは事実だ。もちろん、閏年効果を差し引けば、たかが+0.5%成長に過ぎない。昨年10~12月期の成長率(年率)が、▲1.1%から▲1.7%に下方修正されたこともあり、景気が良いか悪いかの本質的な議論では、「停滞感が強い」と見るのが妥当だろう。しかし、表面的ではあっても、1.7%成長となれば「緊急経済対策」の策定までには時間的猶予が得られたのは事実だ。また、6/15~16の日銀政策決定会合にしても、数少ないカードを慌てて抜く必要はない。つまり、財政出動による景気対策や追加緩和策は、情勢を十分見極めてからとなろう。結局、「総合景気対策」は、かなり後ズレした印象が拭い難い。政策発動で株価のV字型反騰を期待していた向きからすれば、失望感は否めない所だ。為替の円安傾向も、正念場の50日移動平均線から75日線で終了となる可能性も否定し難い。

「平時」のバリュエーションは適用不可

さて、5/19時点の日経平均のEPS(一株当たり利益)は、約1,194円である(QUICK)。アベノミクス相場始まって以来、「14倍前後で買い・16倍超で売り」は極めて信頼感の高い投資戦略だった。これは昨年の相場でも見事に適合した黄金律である。もし単純に、このセオリーを適用すると、「16,716円前後で買い・19,104円超で売り」となる。つまり、数字を丸めると、日経平均

ストラテジー

(グラフ8)
予想を上回った1~3月期の
GDP成長率



（出所）内閣府、BloombergのデータをもとにMUMSS作成

は 16,500 円～19,000 円が想定レンジとなり、「ダウンサイドリスクなし・時価水準で積極買い」となる(グラフ 9)。ところが、既述のように経常利益と純利益に大きな乖離がある変則決算では、単純な適用は「評価損の母」となるリスクが大きい。過去の日経平均と予想 PER の関係を見ると、大きなイベント的変事があった場合には、平常時のバリュエーションは適用できなくなる。極端な例として、リーマン・ショック前後の日経平均の予想 PER の推移を見よう。リーマン・ショック前の 2008 年のバリュエーション・レンジは、概ね 15～17 倍のノーマル・モードで推移していた。ところが、同年 9 月のリーマン・ショック勃発で、10/27 には 9.5 倍にまで急低下を見せた(グラフ 10)。これは、株価の急落に対して、企業経営者やアナリストの下方修正が全く追いついていないことを示唆している。そして、2009/3 期の決算では、赤字転落企業が輩出し、予想 PER は一気に 285 倍にまで急騰した。その後は、世界的な景気刺激策や超緩和政策によって持ち直しの動きを見せたものの、日経平均の予想 PER は 30～40 倍での推移が続いた。つまり、「有事」になった場合には、「平時」のバリュエーションの適用は不可となる。

当面は13~15倍が妥当か

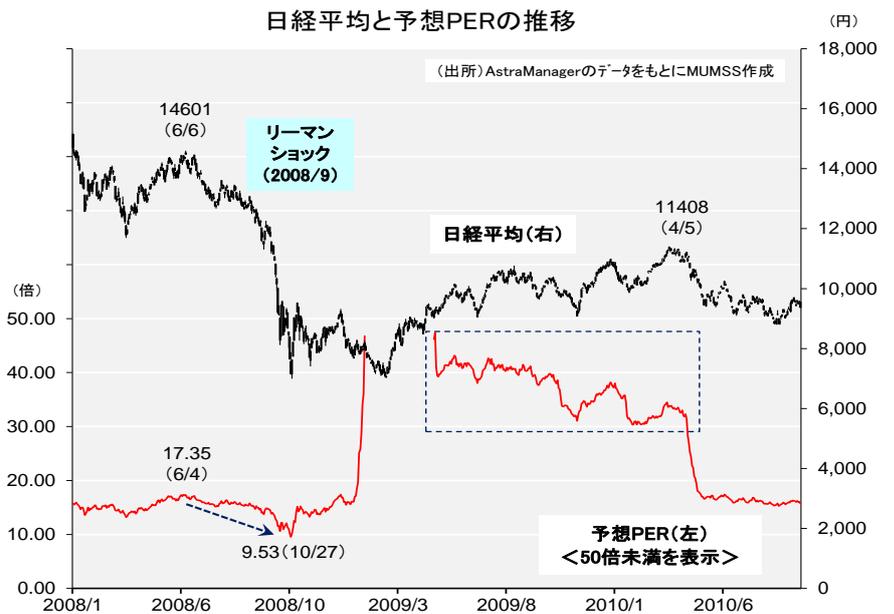
もちろん、今回はリーマン・ショックのような世界的大動乱ではない。しかし、少なくない企業が数千億円規模の減損損失を計上した決算前後となれば、やはり「平時」のバリュエーション適用はリスクが高い。しかも、既述のように実態は経常微増益の見通しであれば、情勢次第では下方修正の可能性も十分考慮する必要がある。リーマン・ショック後の日経平均は、予想 PER 14.9 倍が中心軸となってきた。そして、下方修正リスクが高い場合には、マイナス 1σ (シグマ) の 13.3 倍まで下落する傾向が見受けられる。この前提に立てば、13.3 倍か今年 2/12 の約 13 倍 (12.97 倍) をバリュエーションの下限と見るのが妥当と思われる。「チャイナ・リスク」と「円高」、期初の甘い見通しを考慮すると、上限値も同様に 15 倍程度に切り下げるのが無難だろう。1,194 円 × 13.3 = 15,880 円、1,194 円 × 13 = 15,522 円であり、バリ

ストラテジー

(グラフ 9)
 予想 PER14 倍～16 倍という
 基準レンジに対する懸念高まる



(グラフ 10)
 リーマン・ショック前後
 業績下方修正に先行した
 予想 PER



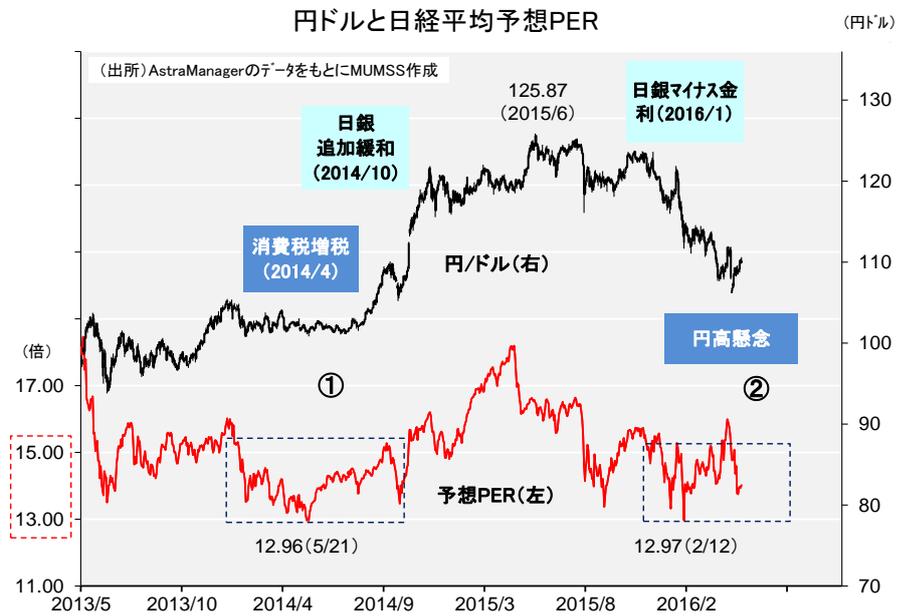
ユーエーション面からの日経平均の下値メドは 15,500 円～16,000 円となる。同様に上値を計算すれば、17,910 円である。したがって、下方修正リスクを勘案した日経平均のレンジは、15,500 円～18,000 円とするのが実戦的な手堅い見通しと思われる。今期は始まったばかりで、機能するバリュエーションも手探りの状態が続く。まずは 13～15 倍である(グラフ 11)。

6月中旬まで薄商い・停滞相場

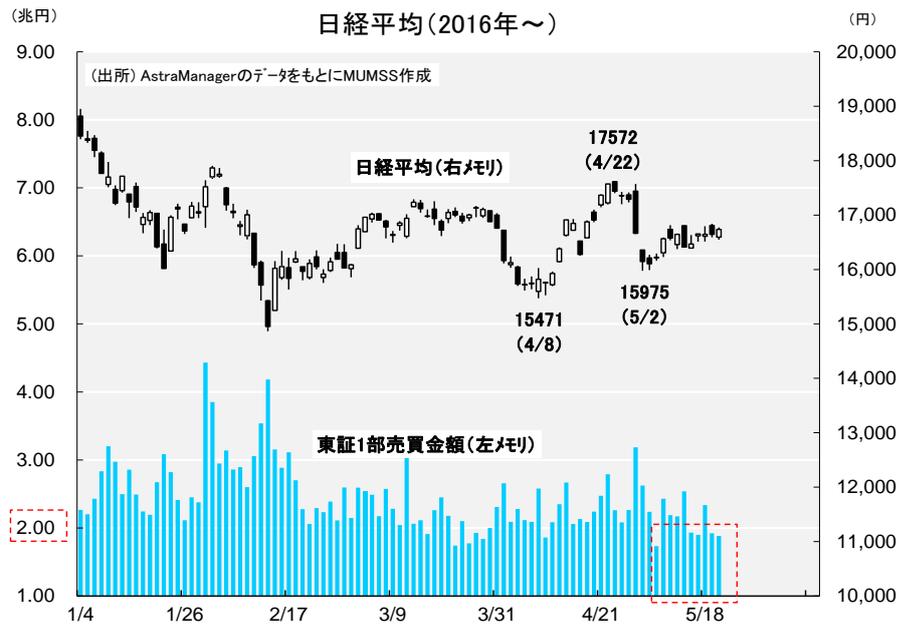
株式相場は薄商いが継続しており、東証一部の売買代金は 2 兆円割れが珍しくない(グラフ 12)。5/18 の GDP 統計が予想通りの悪いものであれば、一気に「総合景気対策」期待で動意づいた可能性もあったが、相当後ズレた感が強い。マーケットでは、既に既定路線であった「消費増税の先

ストラテジー

(グラフ 11)
円安一服、増税による業績懸念
2014年の予想PERは
13倍～15倍で推移



(グラフ 12)
東証1売買金額
2兆円割れの薄商い



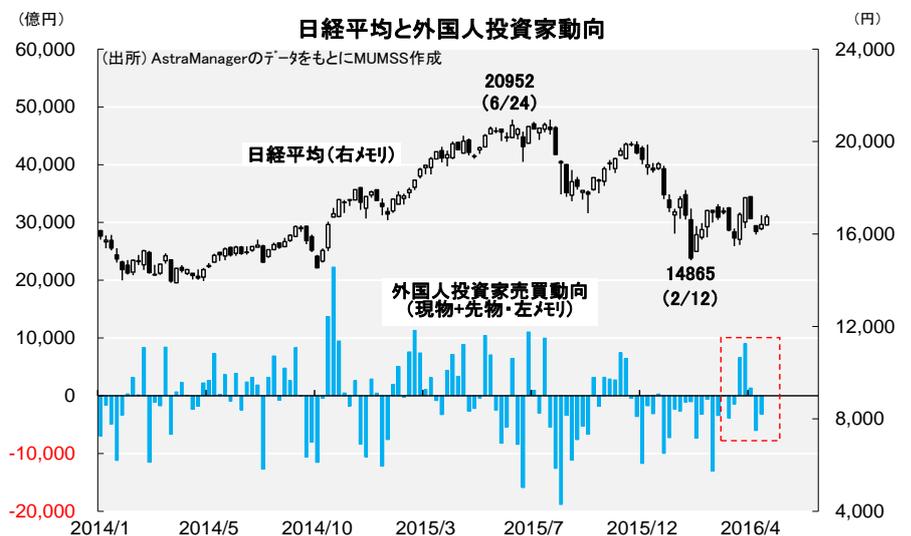
送りも、俄に不確定要素が高まっている。「アベノミクスを成功させる会」の山本幸三議員は、前回の消費増税先送りには積極的だったが、今回は「世界に冠たる社会保障制度を次の世代にしっかり渡すため、国際社会からの信認を確保するため」に、予定通りの増税を提言している。増税と同時に、2016年度15～20兆円、17年度10兆円、18年度7兆円という物凄い補正予算策定が前提になっているけれども…。GDP発表の当日午後には、公明党の山口代表と安倍総理の会談もあったが、1.7%成長で「消費税の話はなかった」と竜頭蛇尾に終わってしまった。次回FOMCが6/14～15、日銀政策決定会合が同15～16というスケジュールを見ると、少なくとも6月中旬までは足下の薄商い・停滞相場が続く可能性が台頭している。

ストラテジー

「シャーク」と「ピラニア」のバトル

1~3月に日本株を約5兆円売った外国人の中では、ペンション・ファンド(海外年金基金)やミューチュアル・ファンド(投信)といった実需筋は、その後様子見姿勢を継続している。ゴールデン・ウィーク前後で目立ったのは、ヘッジファンドの荒っぽい売買のみだ。某外資系メディアの「日銀が貸出にもマイナス金利を適用する」との怪しげな報道もあって、外国人は4月第2週6,584億円、第3週9,008億円、第4週1,354億円、計1兆6,946億円のドテン買い越しを見せた(現物+株式先物)。株式先物のウェイトが過半を占めていることから、明らかにヘッジファンドの関与が高いものと思われる。ところが、「日銀不発」を受けて急速に投げに転じ、5月第1週(2日と6日しかない)▲6,012億円、第2週▲3,155億円と大幅売り越しである。つまり、3週間で約1.7兆円買った後に、7営業日で約9,200億円売ったことになる。なんとも激しい売買だ(グラフ13、表3)。日経平均は4/12~22に1,821円上昇し、4/25~5/6で1,466円下落した。短期トレーディングを信条とする彼らだが、さすがに目に余る展開と言えよう。一方、個人の目先筋も、レバレッジ投信か、「ソーせい」で日計り狙いだ。東証マザーズの「ソーせい」の売買代金は、しばしばトヨタやメガバンクを凌駕している。つまり、今の東京市場には、海外投機筋と国内デイ・トレーダーの動きが目立つのみだ。シャークとピラニアのバトルをよそに、内外の実需筋は様子見姿勢を強めている。こうした薄っぺらな需給では、味の良い所を買うのは厳禁である。今年度の新想定バリュエーションを前提に、十分引き付けてから買い指値で臨みたい。今は、「取りに行く相場」ではなく、慎重に「ロスを防ぐ」相場である。野球に例えれば、打撃戦ではなく淡々とした投手戦だ。

(グラフ13)
外国人投資家の「日銀プレイ」
大幅買い越しから売り越しへ



(表3)
外国人投資家が
先物主導の短期売買

月/週	先物				ミニ先物			先物合計 [a+b]	現物 [c]	現物・先物合計	
	日経平均	TOPIX	JPX 日経	小計 [a]	日経平均	TOPIX	小計 [b]			[a+c]	[a+b+c]
3月4週	897	828	-141	1,584	465	-3	462	2,046	-2,043	-459	3
3月5週	1,033	-3,598	-139	-2,703	-1,055	1	-1,054	-3,757	-79	-2,782	-3,836
4月1週	-902	-869	-92	-1,864	88	11	99	-1,765	327	-1,537	-1,438
4月2週	2,006	35	-182	1,859	888	-11	877	2,735	3,849	5,707	6,584
4月3週	1,442	1,333	-25	2,751	929	7	936	3,687	5,321	8,071	9,008
4月4週	2,860	18	-10	2,868	-638	16	-622	2,246	-892	1,976	1,354
5月1週	-1,621	-922	-35	-2,579	-297	7	-290	-2,869	-3,143	-5,722	-6,012
5月2週	-2,478	-1,118	3	-3,594	-108	-21	-129	-3,723	568	-3,026	-3,155

藤戸 則弘
投資情報部長

(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。

【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、買または売りのポジションを有している場合があります、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)の売買手数料をいただきます(ただし約定代金が193,000円以下の場合には最大2,700円(税込))。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)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.

〒100-8127 東京都千代田区大手町一丁目9番2号 大手町フィナンシャルシティ グランキューブ

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

東京都千代田区大手町 1-9-2

大手町フィナンシャルシティ グランキューブ