

藤戸レポート

シングル・ファクターで巨額ETF買いを実施する日銀

2016年10月31日

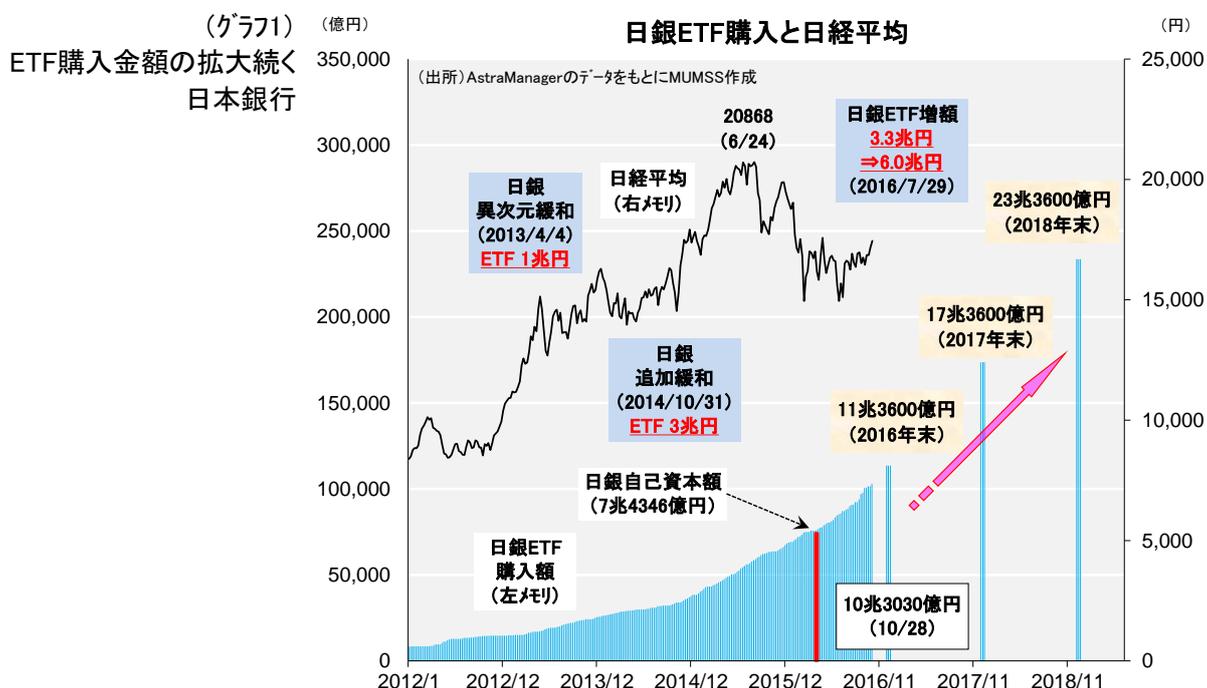
シングル・ファクターで巨額のETF買いを実施する日銀

日銀のETF(上場投信)買入手法に、抜本的な見直しが必要と思われる。今回のテーマにしたいのは、過大な量的問題ではなく、具体的な買いタイミングの手法だ。日銀は、TOPIX(東証株価指数)が前場引けでマイナスの時に、後場寄りから買いを発動している。そのマイナス幅は、当初前日比▲1%下落時だったが、その後買入枠の膨張と共に▲0.5%、▲0.24%前後とハードルが低くなって行った。そして、今年10月に入ってから、10/14前場引けに▲0.11%、10/24も▲0.16%で719億円の買入を執行している。極め付けは10/26で、TOPIXは前場引けで僅か▲0.06%だったが、同じく719億円の買入を実施した。事実上、横ばいでも買入を発動したことになる。別に▲0.24%で買おうが、▲0.06%で実施しようが、それ自体に大きな問題はない。むしろ、一定の下げ幅で忠実に買いを繰り返すと、投機筋の日銀トレード(前場下落時点で買い、後場の日銀買いにぶつける一種の裁定商い)を助長させるだけなので、むしろフレキシブルな買入には賛成したいぐらいだ。重要なのは、「前日比マイナス」というシングル・ファクターのみで、700億円以上の巨額買いを発動している点だ。過去を振り返ると、白川方明総裁時代(なんとも懐かしい感じがする)の2010年10月に「資産買入基金」が創設され、このETF買入が「緩和策」として始まった。当初は1年間で僅か約4,500億円・TOPIX連動型だった。この程度の金額であれば、「前日比マイナス」を唯一の条件として買入を行ってもマーケット・インパクトは限定的である。許容範囲であろう。ところが、御存知のように黒田総裁就任以来、倍々ゲームで枠が拡大され、今や年間6兆円規模にまで膨れ上がっている(グラフ1)。9月相場においては、事実上、日銀が日本株の最大の買い手として浮上するまでになった(表1)。そのマーケットへの影響は絶大だ。白川総裁時代の当初と比較すれば、13.3倍にまで肥大化した日銀のETF買入が、当時と同様に、「前日比マイナス」を唯一最大の要素として発動されていることになる。

バリエーションの概念が欠落

最大の欠点は、株式投資におけるバリュエーションの概念が綺麗に欠落していることだ。この手法を墨守すれば、いくら割高な高値圏であっても、前日比▲0.06%で買入を発動することになる。株価は、本来マクロ景気やミクロの企業業績を反映する「鏡」のはずである。投資家は割安であれば買い、割高になれば売るとというのが世界の定理だ。ところが、バリュエーションと株価の絶対水準を無視して、前日比▲0.06%でも買入となれば、ファンダメンタルズと株価の乖離は徐々に拡大して行くことになる。例えば、Brexit(英国のEU離脱)で日経平均が15,000円割れとなった局面で、日銀がETF買いを発動するのは、それなりに意義があるとの評価もできよう。しかし、日銀が「高値圏を買い上げる」ことに妥当性はない。

ストラテジー



(表1) 日銀の一手買いとなった 9月相場

2016年の投資家動向(現物) (億円)

月	日銀	外国人	信託	生損保	銀行	事法	投信	個人(現物)
1月	3,185	-10,556	6,076	233	-78	1,140	967	7,148
2月	2,640	-19,983	9,501	-11	-566	2,910	1,980	3,645
3月	1,008	-19,588	4,982	-986	-134	-91	932	407
4月	2,892	8,604	1,421	-624	-584	729	1,182	-5,917
5月	2,277	-3,258	1,152	8	132	3,080	-382	-950
6月	4,498	-2,630	5,747	-669	-194	5,835	950	1,246
7月	2,916	1,290	2,635	-1,396	-292	729	-1,337	-3,839
8月	3,810	-4,698	5,363	-467	-318	2,981	-485	-2,560
9月	8,279	-11,051	-785	-58	-479	740	26	-1,795
合計	31,505	-61,870	36,093	-3,970	-2,512	18,053	3,833	-2,614

出所: AstraManagerのデータをもとにMUMSS作成

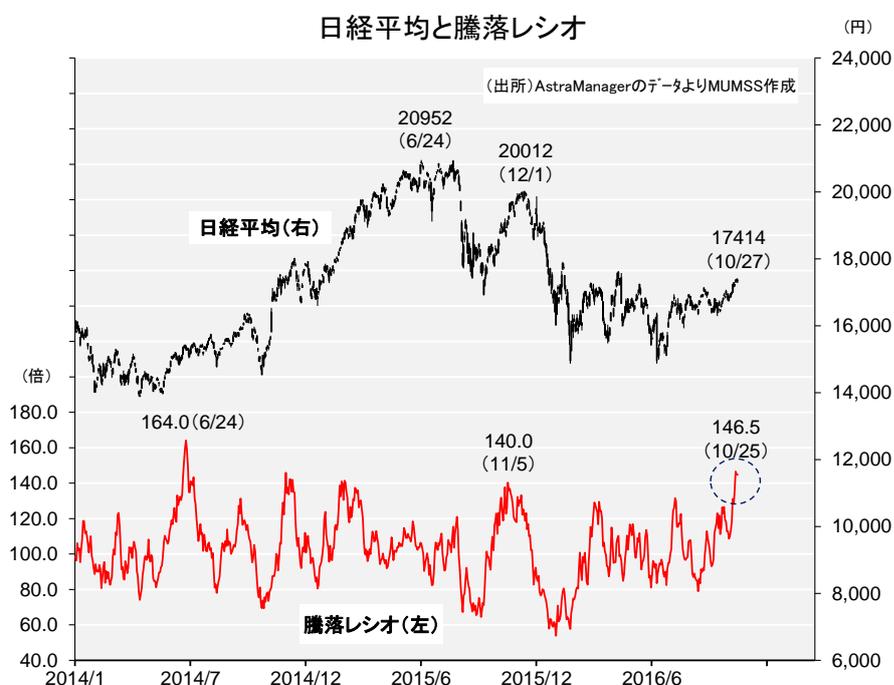
「日銀が高値圏で買い上がる」 ことの妥当性

極端な例を考えてみよう。例えば、日経平均が1989年12月の史上最高値38,915円・TOPIX2,884ポイントで、予想PER70倍超であっても、今の手法を適用すれば、「前日比マイナス」で買入発動となってしまふ。株価の絶対水準とバリュエーションの概念がなければ、こういう事態も想定し得る。もちろん、実際にそんな高騰局面があれば、消費者物価は楽に2%を超えていようから、日銀の金融政策は引き締めめに転じていることだろう。より現実的に考えると、おそらく日経平均が18,000円になっても、現在の手法を踏襲する限

ストラテジー

り、いかにも官僚らしくキチッと買いを完遂することだろう。その時の上昇が、景気回復や企業業績の好転で裏付けられていれば問題はない。しかし、ヘッジファンド等の需給的な要因による上昇の色彩が濃い状況では、投機筋の買い仕掛けを日銀がフォローアップするという奇怪な現象が起こることになる。10/26に日経平均は17,391円の戻り高値を示現したが、PBR(株価純資産倍率)は2/1以来の1.21倍、騰落レシオ(25日)145.2%(グラフ2)、ストキャスティクスがファースト96.2%・スロウ92.2%、日経平均が4/25引値17,439円以来の高水準で、日銀は719億円の買入を発動したわけだ。結果的に、「日銀が買い上がった」形になってしまった。9月相場では、日銀のETF買入が8,279億円に達し、事実上、日本株の最大の買い手であった。下げ局面のサポート役としては、苦しいながらも大義名分がないわけではない。しかし、高値圏での買い上がりとなれば、中央銀行の責務を逸脱したと看做されるリスクが台頭することになるだろう。

(グラフ2)
騰落レシオ140%超でも
日銀のETF購入続く



10月に入って動きが止まった 「信託銀行」

これに対して、もう一方の公的マネーの主役たるGPIF(年金積立金管理運用独立行政法人。最大の公的年金)の動向を見てみよう。GPIF等の公的年金の売買は、東証発表の投資主体別売買動向の「信託銀行」に反映される。「信託銀行」は、Brexitでマーケットが動揺した6月に5,747億円の買い越しだった。低迷した夏場にも、7月2,635億円、8月5,363億円と買い越しが続いた。ところが、相場が反騰に転じた10月からは、第1週▲278億円、第2週▲57億円、第3週103億円と微調整に留まっている(表2)。つまり、極めてオーソドックスな対応で、バリュエーションに割高感が台頭すれば、買いの手は止まってしまうのだ。それどころか、もう一段の上昇があれば、利益確定売りを出し始めるだろう。簿価会計に凝り固まった株屋の常套句で、「株式を持たざるリスク」というものがある。本当にゼロならば、確かにそういう側面もある。しかし、年金は時価会計であり、株価の上昇があれば自然に組

ストラテジー

(表2) バリュエーション上昇で
信託銀行の買い越し一服

●投資部門別株式売買状況

(億円)

区分	年月	外国人 (海外 投資家)	法人				個人		
			金融機関		信託銀	事法	投信	信用	現金
			生損保	都・地銀					
年間	12年	28,264	-6,978	-1,182	-10,193	3,804	460	5,774	-24,886
	13年	151,196	-10,751	-2,830	-39,664	6,297	4,267	29,774	-117,282
	14年	8,527	-5,038	-1,290	27,848	11,018	-2,105	13,189	-49,512
	15年	-2,510	-5,841	-3,094	20,075	29,632	2,429	16,748	-66,744
月間 動向	4月	8,604	-624	-584	1,421	729	1,182	-1,031	-5,917
	5月	-3,258	8	132	1,152	3,080	-382	1,024	-950
	6月	-2,630	-669	-194	5,747	5,835	950	1,568	1,246
	7月	1,290	-1,396	-292	2,635	729	-1,337	-61	-3,839
	8月	-4,698	-467	-318	5,363	2,981	-485	434	-2,560
	9月	-11,051	-58	-479	-785	740	26	1,055	-1,795
	8月5週	-642	2	-176	700	450	229	-940	-2,264
	9月1週	-3,338	-10	-238	-444	349	-91	247	-1,268
	9月2週	-4,806	-130	-84	-170	500	76	787	977
9月3週	-1,019	102	1	201	-19	357	-415	-1,616	
9月4週	-1,888	-20	-158	-372	-90	-316	436	112	
10月1週	2,805	-116	-177	-278	163	-435	-588	-2,290	
10月2週	1,132	-128	-86	-57	140	-513	402	-522	
10月3週	731	-159	-24	103	181	-685	-70	-1,820	
10月3週 売買シェア		69.4%	0.2%	0.1%	3.9%	1.1%	2.6%	14.1%	6.9%

(出所) JPX(日本取引所グループ)のデータをもとに、MUMSS作成

入比率は上昇することになる。つまり、想定以上の株価上昇があれば、オーバーウェイトとなって利益確定売りが出るのは当然なのだ。政治的ファクターから、国内株を12%→25%に引き上げる経緯はあったが、GPIFはバリュエーションを重視した運用で信頼感が高い。

巨額のETF保有に適合した管理・運用体制

今や日銀のETF保有残高は、10/28時点で10兆3,030億円に達している。GPIFの6月末資産運用額は129兆7,012億円で、国内株のウェイトは21.06%だった。金額ベースでは約27.3兆円となる。当然ながら、世界最大の日本株保有者である。ところが、日銀が今後も毎年6兆のETF買入を行うと、2018年末には23兆3,600億円に達する(前掲グラフ)。つまり、事実上GPIFに匹敵する巨額の日本株保有者となるが、その巨大投資家にバリュエーションの概念が存在していないことになる。これは、ある種の恐怖である。しかも、GPIFは四半期ごとにパフォーマンスが公表され、冴えないパフォーマンスの場合には批判されることも少なくない。緊張感を伴った運用だ。ところが、日銀は「金融政策」として行っているとの大義名分があり、期間収益を批判されることもない。しかも、独立性は担保されており、黒田総裁が政策会合で方向転換しない限り、無尽蔵に資金投入が可能である。白川総裁当時の4,500億円ならば、さほど目くじらを立てる必要もない。しかし、20兆円を超える巨大投資家となるならば、それに適合した運用ロジックや管理体制、ETF担当の組織拡大、株式のプロの養成が喫緊の課題になるものと思われる。ETF担当の日銀マンは、優秀な人材が多い。しかも勤勉で、会うたびに株式に対する知識が増大していることが分かる。下手な株屋よりは、遙かにレベルが高い。しかし残念なことに、2年程度で人事異動となるケースが多い。今後は日銀プロパーで、「生涯株式担当」の専門家が必要と思われる。ETF20兆円保有に合わせた運用体制だ。

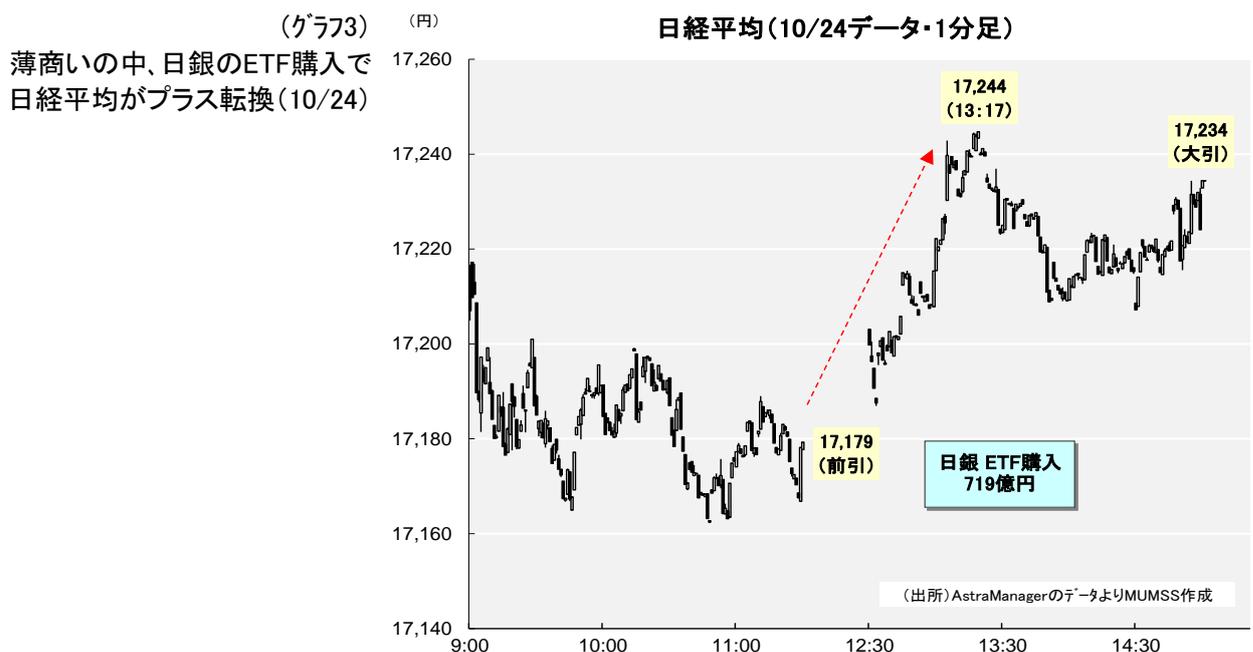
ストラテジー

劇薬の副作用は大きくなる

兜町筋に言わせれば、「日銀のETF買入は万々歳」ということになろう。しかし、私のような古狸からすれば、平成バブル期に一世風靡した信託銀行のファンドトラストのマネージャーや、ITバブル期にベストパフォーマンスを挙げた投信が、その後見るも無残な運用成績に沈んだことを実体験している。「ファンダメンタルズと乖離した株高に持続性はない」とのセオリーが骨身に沁みているのだ。それは、どんなに巨大なファンドであっても同様だった。今回が異色なのは、最大の買い手が中央銀行という点だ。短期的に見れば、確かに株価サポート要因として評価できる面もある。しかし、中長期的に見た場合には、ここまで中央銀行が関与した相場にハッピー・エンディングを描くのは難しい。なぜならば、日銀と雖も、未来永劫緩和策を継続することは不能である。どこかの時点で、政策は「出口」に向かわなければならない。となれば、日銀ETF買入という劇薬に耽溺した市場が、ネガティブな影響を被らないシナリオを描くのは困難だ。したがって、その影響を極大化しないためにも、高値圏でのETF買入は忌避しなければならない。つまり、バリュエーションや、株価の絶対水準の意識を、日銀も持つべきなのだ。副作用は次第に大きくなりつつある。

マーケット・インパクトを低減する努力

もう一つ重要なのは、マーケットの活況度合いを把握してオーダーを出すことだ。日銀が719億円のETF買入を実施する場合には、東証一部の売買代金が2.5兆円の時と、1.5兆円の薄商い下で実施するのでは、マーケット・インパクトが全く異なる。例えば、10/24の東証一部売買代金は1兆5,658億円に過ぎなかった。その当日、日銀は719億円の買入を行ったが、日経平均の前場中安値は17,162円で前日比22円安だった。ところが、後場寄りから一気に上昇し、結局49円高で引けた(グラフ3)。メディアからは、「何か好材料が出たのですか?」との問い合わせがあったが、「何もありません。おそらく昼休み中のTOPIX先物の動きを見ると、日銀のETF買入の可能性があるので、確認は夕方の日銀ホームページで」と答えるのが精一杯だった。



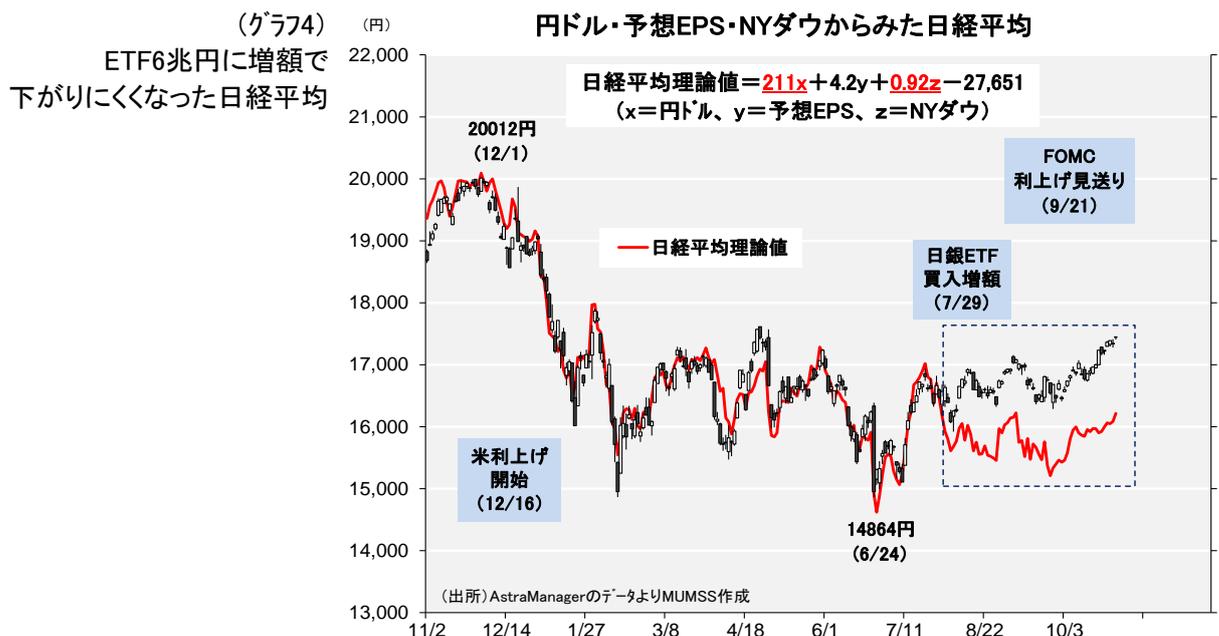
巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

ストラテジー

10/26も同様で、「ファンダメンタルズには変化がないが、おそらく日銀が買ったのでしょ」となる。そうすると、「日銀ETF買いの思惑で上昇」との意味不明の記事が流れた。現在、日銀はワンショット719億円の買いを実施しているが、東証一部売買代金によって買い金額を増減させるフレキシビリティが必要だ。例えば、1.5兆円なら400億円、2.3兆円なら800億円といったサイズのコントロールである。定量買いはシンプルだが、マーケット・インパクトを避けるためには、きめ細かい対応が要求されよう。そうしないと、「ファンダメンタルズではなく、日銀買いで上がった」という現在の相場の矛盾を暴露するような記事が氾濫することになる。

ETFの反対売買は至難の業

いったい日銀は何のためにETF買いを行っているのか？ 好意的に解釈すれば、「資産価格の象徴たる株価を安定させ、デフレマインドを払拭させるため」といったところだろうか。しかし、本来的には、超緩和策によって景気実体や企業業績を好転させることが日銀の使命であり、ファンダメンタルズの良化があれば株価は自然に上昇するはずだ。それに対して、直接株式市場に手を突っ込んで「需給面で強引に上げる」というロジックは明白な異端邪説である。それでも、白川総裁当時の4,500億円程度であれば情状酌量の余地はあったが、年間6兆円はどこから見ても過大である(グラフ4)。怖いのは、投資家が、「今日は日銀が買うだろう」と意識の中に完全に刷り込まれていることだ。黒田総裁か、次の総裁かは分からないが、やがて tapering (段階的縮小) から廃止に向かわなければならない。よほど慎重にやらないと、その時の反動は肥大化する。大きな問題とされている国債買入れは、時間がたてば全て償還でキャッシュ化される。しかし、ETFは反対売買しない限り、日銀のバランス・シートに残り続ける。銀行等保有株の買い取りは、2002年～2004年、2009年～2010年の2回実施された。一部は売却されたが、時価ベースで2兆5,770億円が残ったままだ(2016/3期末)。株式特有の価格変動もあり、処分は至難の業である。



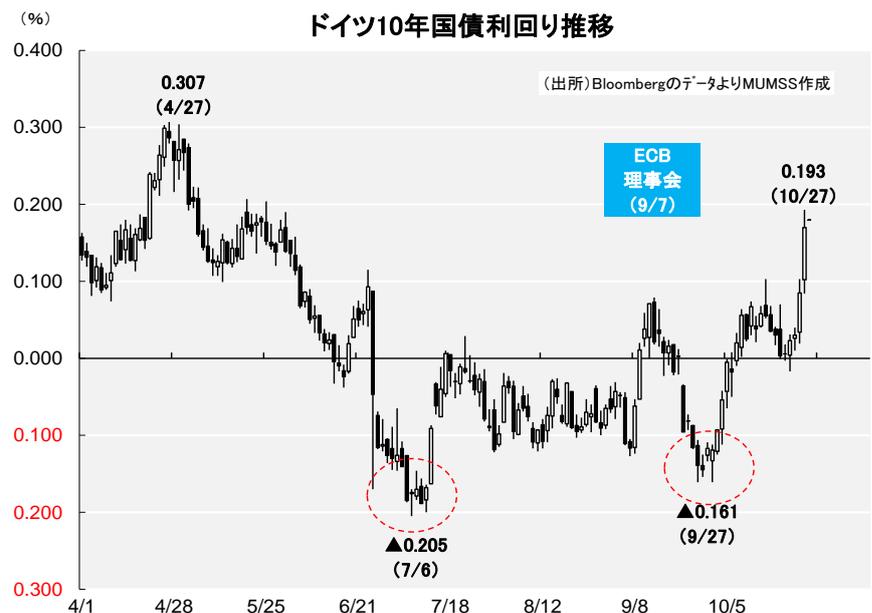
巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

ストラテジー

ドイツ長期金利の浮揚

欧米の長期金利の上昇が、再び目立ち始めた。「夏場に欧米長期金利はダブルボトムを形成」と御伝えしたが、その確証が強まっている。ドイツ10年国債利回りは、10/27に0.193%にまで上昇する局面があった。7/6の最低利回り▲0.205%からは土が逆転する状況だ(グラフ5)。背景にあるのは、欧州の意外なほどの景況感好転だ。マークイットの9月ユーロ圏PMI(購買担当者景気指数・総合)は53.7と、景況判断の分岐点である50を大きく上回っている(グラフ6)。特に、ドイツのPMI(同)は、55.1と好況といっても良い状況だ。象徴的なのは、ディーゼル・エンジンの燃費不正問題で評価が失墜していたフォルクスワーゲンが、トヨタを凌駕して世界販売のトップに躍り出る可能性が強まっていることだ。米国ユーザーに対する巨額の補償金支払いはあるが、フォルクスワーゲンの株価は2015年10月安値86.3ユーロから、今年10/27には125.60ユーロと5割近い上昇を演じている。9月のユーロ圏新車販売は前年比+9.4%と良好であり(グラフ7)、中国も小型車減税の効果で販売好調だ。従業員62万4,003人(9月末時点)を抱える巨大企業だけに、ドイツ経済へのインパクトは大きい。タカ派の巨頭であるブンデスバンク(独連銀)のバイトマン総裁は、おそらく12月のECB(欧州中銀)理事会で、taperingを主張するものと思われる。

(グラフ5)
ドイツ10年国債利回りが急上昇



「Brexit景気」に沸く英国

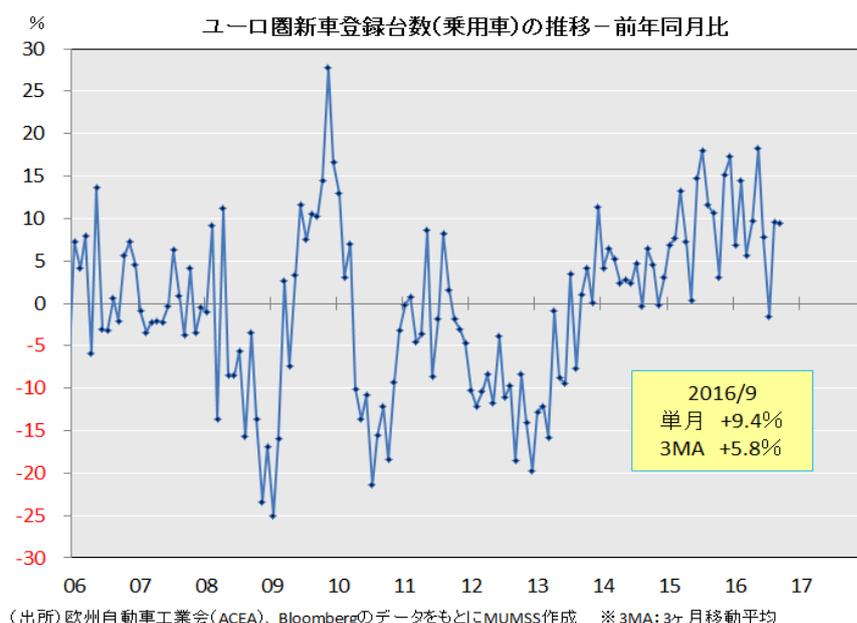
10/27に、欧米長期金利が急騰したもう一つの要因は、英国経済の好調さである。7～9月期の実質GDP成長率は、前期比+0.5%となり、事前予測の+0.3%を上回った。前年比では+2.3%の高水準だ(グラフ8)。Brexit以降の急速なポンド安が観光客を引き付け、サービス業は前期比+0.8%と好調である。サービス業がGDPの8割近くを占める成熟国だけに、その好影響は大きい。日本でも人気のバーバリーは、同期の英国売上高が前年比約3割増えている。バーバリーの株価は、Brexit直前の6/14に安値1,039と低迷していた。ところが10/21には高値1,567まで買われている。50.8%の上昇で、「Brexit景気」と言っても良い状況だ。興味深いのは、日産自動車のカルロス・ゴーン社長が、キャッシュカイ(日本名デュアリス)、X-TRAILの次期モデル

ストラテジー

(グラフ6)
ユーロ圏 PMI 53.7、景況判断の
分岐点(50)を大きく上回る



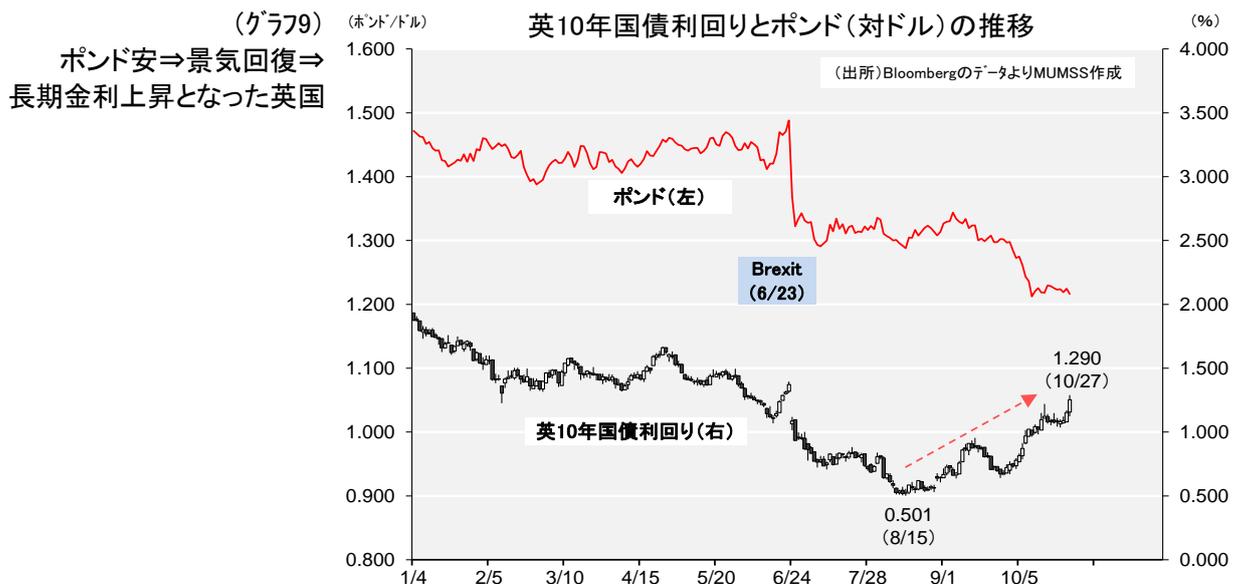
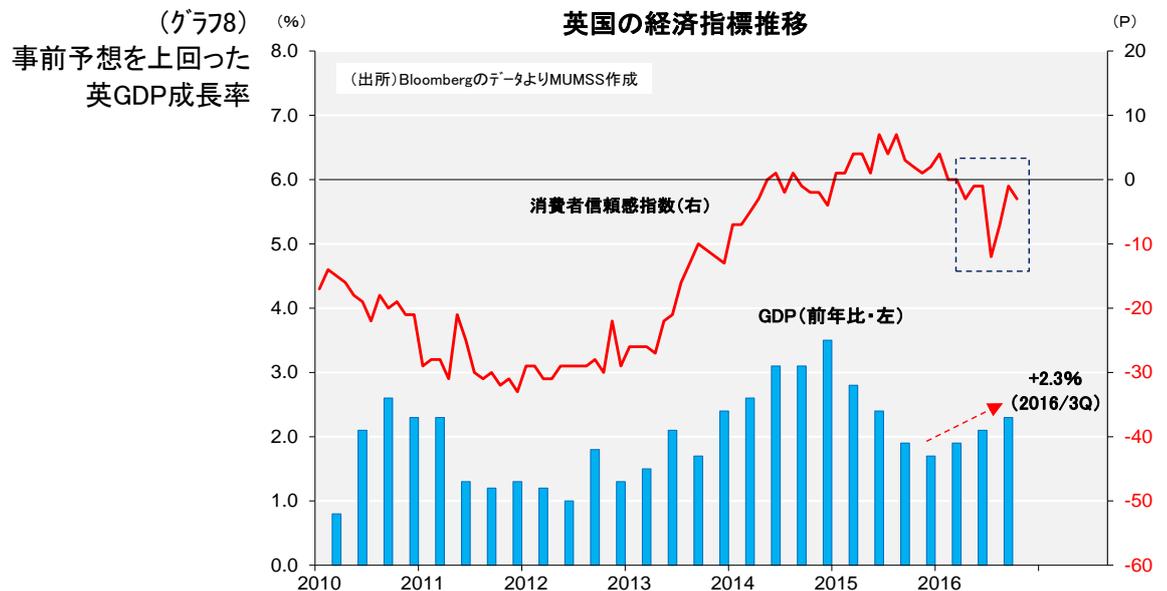
(グラフ7)
好調なユーロ圏新車販売



を、英国のサンダーランド工場で生産すると発表したことだ。サンダーランドは、日産の主力工場があるにもかかわらず、なぜか国民投票で「離脱」を選択した都市だ。辣腕のゴーン社長にすれば、「Brexitは流れる」と読んでいるのではないか。むしろ、英国から好条件を引き出せれば、チャンスと見た可能性が濃厚だ。メイ首相にしても、「今の状況が100年ぐらい続けばイイ」と思っているのではと邪推してしまう。実際にBrexitとなれば失う物は巨大だが、今のようなファジーな状況が続けば、EUメンバーとしての特典を得たまま、ポンド安の恩恵を享受できる。英10年国債利回りも、8/15の0.501%から10/27には1.290%にまで上昇だ(グラフ9)。

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。

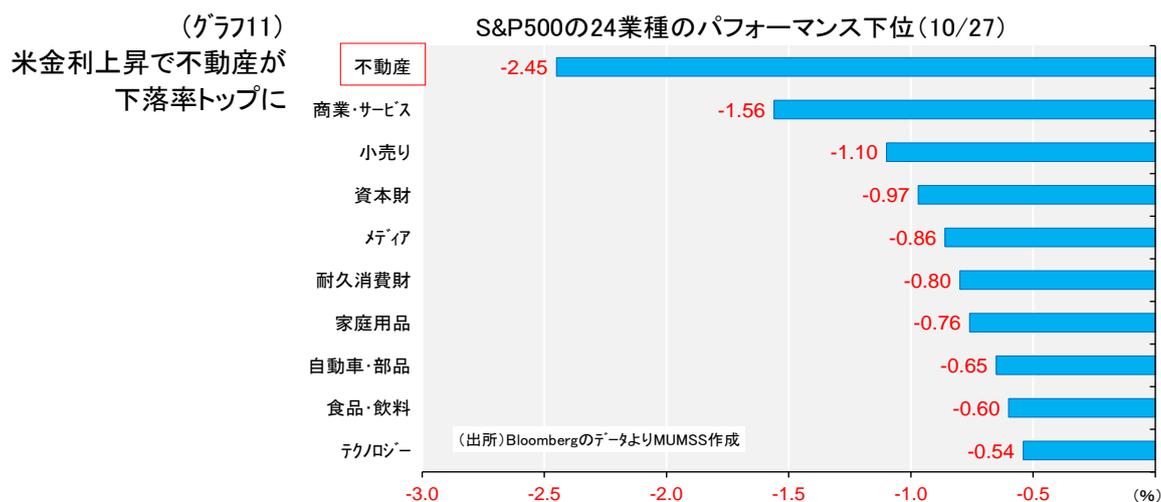
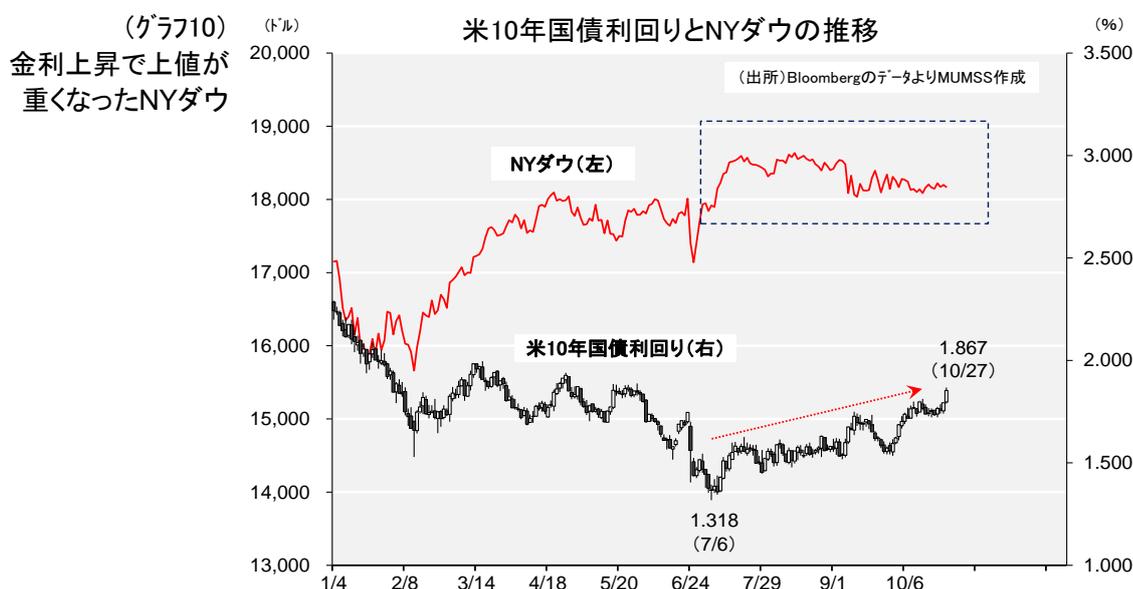
ストラテジー



欧米長期金利の上昇は、エクイティのマネー・フローにも影響

欧州の長期金利が上昇すれば、12月利上げに身構えている米国の長期金利が上昇するのも当然だ。米10年国債利回りは、10/27に1.867%に上昇する局面があった。こうした金利上昇は、株式に対しては当然ネガティブに作用する。ダウ工業株30種平均は、18,000ドル前半で貼り付いたような揉み合いを2ヵ月近く続けているが、金利上昇が上値を抑制している可能性が高い(グラフ10)。S&P500種指数の産業24グループ指数を見ると、最も下落していたのは不動産▲2.45%だった(グラフ11)。また、住宅関連株も顕著な陰線を引くものが多く、DRホートン、レナー、トールブラザーズや、ホームデポは崩れ足を見せ始めている。もう一つは自動車株だ。株価の低迷が続いたフォードは、11ドル台に突っ込んできた。住宅ローン・オートローンの金利上昇懸念が、嫌気されているものと思われる。長期金利の上昇は株価指数の重石になっているだけではなく、米経済を支えた住宅、自動車販売にも翳り

ストラテジー



を及ぼし始めている。10/28の東京市場では、1ドル＝105円台に進行した円安を歓迎する空気に包まれた。しかし、円安の背景にある欧米長期金利の上昇は、欧米株の上値を抑制し、グローバル・エクイティに対するマネー・フローに変化を与えるリスクも注意しなければならない。単純な「ウェルカム」ではない要素があることを留意したい。

いつ「パンチ・ボール」を引き揚げる？

外国人は、10月第1週～第3週の間、現物株式4,668億円・株式先物9,896億円、計1兆4,563億円の大幅買い越しとなった。8月、9月の2ヵ月で▲1兆5,749億円の売り越しだったが、ほぼ売却分を補填したことになる(表3)。ただし、10月の買いで株式先物のウェイトが圧倒的に高いことを考えると、夏場の売りと10月の買い主体は明らかに異なっている。既に御伝えしているように、秋の主体はヘッジファンドの可能性が濃厚だ。彼らは、「原油買い・エマージング資産買い・円売り・日経先物買い」のポジション・テイクを行ってきた。これは、投資主体者別売買動向やCFTC(米商品先物取引委員

ストラテジー

(表3)
外国人の買越し金額(10月)
8~9月の売り越し額に接近

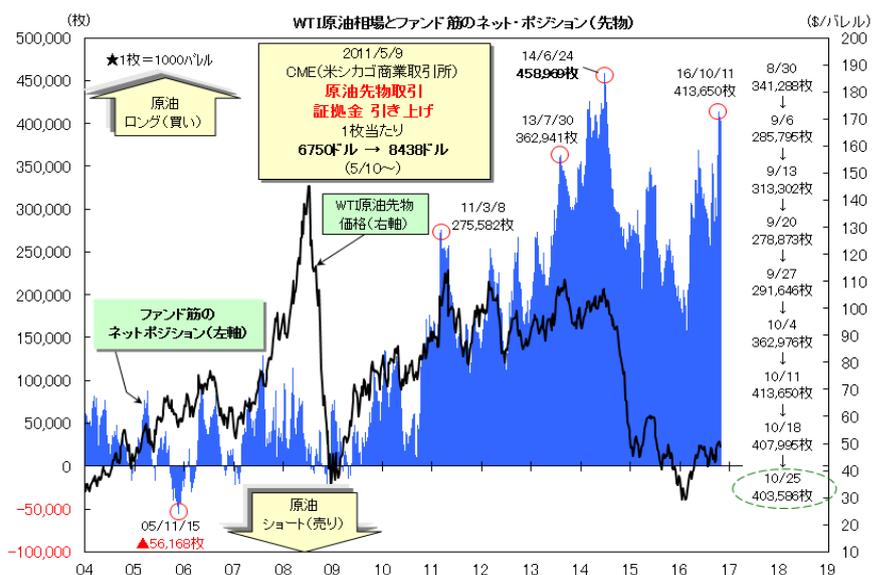
外国人投資家の売買動向 (億円)

年月日	現物	N225 先物	TOPIX 先物	N225 先物 (ミニ)	TOPIX 先物 (ミニ)	JPX400 先物	先物計	現物先物 合計
2016/8/5	-4,587	-840	-1,421	-625	-39	105	-2,820	-7,407
2016/8/12	484	-196	-364	456	4	-95	-195	290
2016/8/19	-1,667	-476	-152	-824	-3	31	-1,423	-3,090
2016/8/26	1,714	-4,625	68	-281	-16	52	-4,802	-3,088
2016/9/2	-642	3,328	1,233	448	6	59	5,075	4,433
2016/9/9	-3,338	2,708	8	-193	29	75	2,626	-712
2016/9/16	-4,806	-1,251	-175	-988	-23	51	-2,386	-7,192
2016/9/23	-1,019	-1,438	2,621	189	43	-33	1,382	363
2016/9/30	-1,888	-323	-2,847	-119	35	-164	-3,417	-5,305
8月-9月計	-15,749	-3,112	-1,030	-1,938	38	82	-5,960	-21,709
2016/10/7	2,805	2,196	1,702	925	50	-18	4,856	7,661
2016/10/14	1,132	513	123	38	18	-48	644	1,776
2016/10/21	731	2,012	1,332	986	35	31	4,396	5,127
10月計	4,668	4,722	3,157	1,948	103	-34	9,896	14,563

(出所) JPX(日本取引所グループ)のデータをもとに、MUMSS作成

会)発表のデータで裏付けられている。10月相場で成果を得ているものと思われるが、通常であればポジションを大きく傾けるのは1ヵ月程度である。ここから、さらにポジションを積み上げるよりも、どこでアンワインド(巻き戻し)を行うかを、慎重に見極めているものと思われる。上記アセットの中で、既に変調の兆しを見せているのが原油価格である。イラン、イラクに続いて、非OPEC(石油輸出国機構)の雄であるロシアも、「減産は選択肢にない」と公言している。WTI原油先物の上値が重くなり始めた(グラフ12)。まだパーティーが続く可能性はあるが、いつ「パンチ・ボール」を引き揚げられてもおかしくはない。日経平均のPBRが1.21倍を超えて買っても儲かる相場ならば、我々も投資家も楽だ。いつパーティー終了となってもいいように、着実に評価益を実現益に振り替える作業を行いたい。

(グラフ12)
ファンド筋の原油先物ポジション
ピークアウトの可能性



藤戸 則弘
投資情報部長

※ポジションは原油ロング-原油ショート(ネット)、1バレル=約158.98リットル、WTI=(ウエスト・テキサス・インターメディアート)原油先物(出所)OFTC(米商品先物取引委員会)、Bloomberg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、カブドットコム証券、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