

藤戸レポート

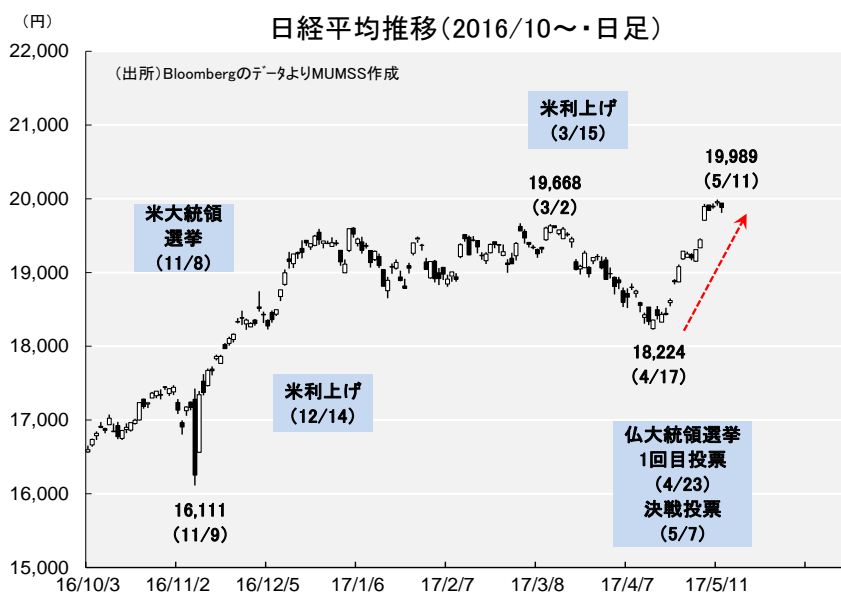
# ヘッジファンドの「独り芝居」が招く乱高下

2017年5月15日

ヘッジファンドの買戻しで急反騰を見せた日経平均

日経平均は、4/17安値18,224円からシャープな切り返しを見せた(グラフ1)。この急速な反転は、株式需給面から見れば、ヘッジファンドのアンワインド(ポジションの巻き戻し)の色彩が濃厚である。既に指摘したように、外国人投資家は、3月第3週から4月第3週の間、株式先物で▲1兆5,772億円の大規模売り越した(東証の投資主体別売買動向)。相場のためには手段を択ばないヘッジファンドは、「トランプ政権の政策実行能力懸念」、「北朝鮮リスク」、「円高リスク」、「ルペン大統領リスク」、果ては「大阪の小学校問題」まで言いふらしながらのショートだった。ところが、4月第4週(4/24~28)には、株式先物5,698億円の買い越し、現物株式2,850億円の買い越しで、僅か1週間に8,548億円という巨額の買い転換だった。4/21の日経平均安値は18,542円だったが、この巨額の買いで4/26高値19,289円まで急反騰を見せた。大規模売り越していた株式先物のショート・カバーによる急反騰だ。そして、連休の谷間の5/1、2も株式先物1,774億円・現物株式1,583億円の買い越しだった(表1)。マクロン仏大統領誕生が決した5/8の相場でも、日経平均は450円高となったが、おそらく残りのショート・ポジションも一気に巻き戻した可能性が高い。これが、5/1、2、8の3営業日で日経平均が約700円高の実相であり、4/17安値18,224円からは1,800円近い上昇となった。メディアの一部では、「国内機関投資家の買い」との報道もあったが、今回の急反騰の最大の主役は、やはり外国人、それもヘッジファンドであるのが動かし難い事実だ。「マーケットの魔術師」による急落と急反騰劇が演じられたのだ。

(グラフ1) 4月半ばから鋭角な上昇となった日経平均



## ストラテジー

(表1)  
外国人投資家による  
先物のショート・カバーが進行

### 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
2017/2/3	-2,448	357	-1,941	-675	2	-13	-2,270	-4,718
2017/2/10	1,372	-631	592	81	21	-27	36	1,408
2017/2/17	-763	236	318	-864	40	-7	-277	-1,040
2017/2/24	-728	-543	313	425	16	-15	195	-533
2017/3/3	-797	1,669	-631	728	19	219	2,003	1,206
2017/3/10	-987	-991	469	21	33	356	-111	-1,098
2017/3/17	-4,070	-2,046	370	-268	-2	-16	-1,961	-6,031
2017/3/24	-3,742	-3,173	-1,183	-1,358	-25	-53	-5,792	-9,534
2017/3/31	-549	1,663	-1,354	-918	12	-220	-817	-1,366
2017/4/7	908	-597	-2,115	-270	-15	-41	-3,038	-2,130
2017/4/14	1,027	144	-727	30	-5	-92	-651	376
2017/4/21	2,770	-2,242	-1,413	114	10	18	-3,513	-743
2017/4/28	2,850	3,051	1,440	1,239	56	-88	5,698	8,548
2017/5/2	1,583	625	818	265	32	34	1,774	3,357

(出所)JPX(日本取引所グループ)のデータをもとに、MUMSS作成

### 日経平均先物のショート・カバーが目立つ

今度は、証券会社ごとの株式先物の手口で解析してみよう。米系A証券の建玉残高を見ると、4/21時点では日経先物▲16,304枚・TOPIX先物75,930枚だった。これが5/2時点では、日経先物▲13,477枚・TOPIX先物79,015枚で、ネットの建玉残高は5,912枚の買いポジション増加である。同様に、欧州系B証券でも、4/21時点で日経先物▲19,938枚・TOPIX先物▲17,777枚だったが、5/2時点では日経先物▲15,646枚・TOPIX先物▲17,784枚で、日経先物の4,292枚のショート・カバーが目につく。裁定売買ポジションの多い証券会社は除外しているが、ヘッジファンドの受注が多いとされる外資系の中では、一般的に日経先物のショート・カバーが目立っている。投資主体者別売買動向のデータを勘案すれば、ヘッジファンドの「独り芝居」で今回の乱高下が起こった可能性が高いように思える。異色なのは米系C証券で、ほぼ一貫してロング・ポジションの積み増しを行っている。4/28時点で、日経先物8,324枚・TOPIX先物48,117枚だったが、5/2時点では日経先物16,598枚・TOPIX先物50,346枚で、計10,503枚の買いポジション増加である。これも戻りを強めた要因だろう。

### 投機筋は日本市場がお好き？

株価は、景気や企業業績といったファンダメンタルズで変動すると教科書に書いてある。しかし、今回の例を見ても分かるように、投機筋の思惑によるポジション・テイクで乱高下することが少なくないのも事実である。特に、日本株市場では、外国人の売買が株価の方向性を決定する傾向が強い。ヘッジファンドから見れば、ファンダメンタルズは別にしても日本株市場は魅力的である。まず、売買の流動性は米国に次いで富んでいる。また、売買の執行は高速化に対応しており、コロケーション(東証内にサーバーを設置してデータセンターと直接リンクさせることができる)を始めインフラが整備されている。受け渡しリスクも極めて小さい(未整備の新興市場では、受け渡しが杜撰な例も少なくない)。そして何よりの魅力は、日経平均という単純

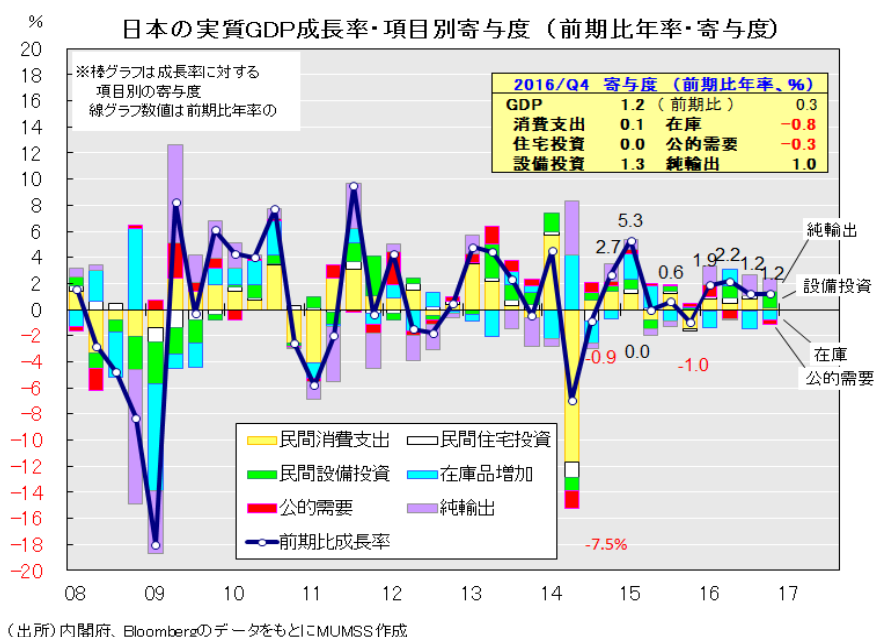
## ストラテジー

平均株価指数の知名度が高く、運用のプロを除けば、政治家や一般消費者も「株価指数と言えば日経平均」というぐらいに認められていることだ。世界広しと雖も、認知度の高い単純平均株価指数と言えば、ダウ工業株30種平均と日経平均しかない。世界の主要株価指数の中では、他のほとんどが時価総額の概念を持つ加重平均指数である。言葉を換えれば、日経平均は時価総額の概念がないため、ファーストリテイリング以下の値高株のパッケージ売買で、株価を上下に振らせることが可能である。思惑的な売買には条件が揃っている。しかも、米SEC（証券取引委員会）は陣容が約4,000名という大組織だが、日本の証券取引等監視委員会は29年度末で406名に過ぎない。ラフな言い方をすれば、日本株市場は、ヘッジファンドが好む環境が整備されているのだ。

### 需給要因かファンダメンタルズの変化か

したがって、外国人投資家の兆円単位のマネーが短期間に入出入りして、思わぬ安値や高値を示現することが多くなってしまふ。注意すべきは、この需給面によって引き起こされた株価の騰落を、ファンダメンタルズで解説しようとする傾向が強いことだ。今回の調整でも、日本の景気先行鈍化や企業業績の伸び悩みで説明する向きが少なくなかった。メディアでも、珍しく弱気のトーンが目立っていた。しかし、短期間で景気が屈折するような例は、リーマン・ショックのような地殻変動では起こり得るが、足下の日本で起こっているはずがない。おそらく、日本は実質成長率で1%前後の低水準が続くと思われるが、ここに来て急速に悪化したという兆候はない(グラフ2)。つまり、「株価が下がるのは景気減速の兆候」というのは教科書的には正しいが、現在のようなヘッジファンド・マネーが狂奔する相場では、牽強附会の様相が強い。そのロジックで行けば、ここ1~2週間で、日経平均が急反発したのは、「景気が浮揚したから」というトンデモ結論になる。つまり、株価変動が需給要因によってもたらされたのか、ファンダメンタルズの変化によるものなのかを、厳密に識別する必要がある。

(グラフ2)  
急速に悪化した兆候はない  
日本の実質成長率

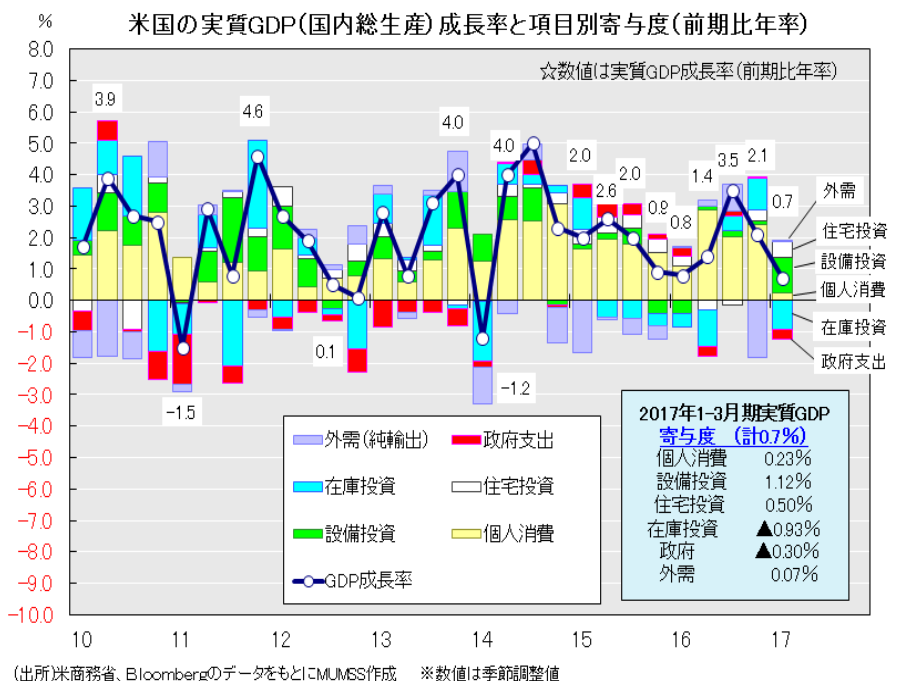


ストラテジー

自律的回復軌道に乗る米国

米国の鈍化を気にする向きがある。1～3月期の実質GDP成長率(前期比年率)は、僅か+0.7%に過ぎなかった。特に、個人消費は+0.3%と前期の+3.5%から落ち込んで警戒感を呼び起こした。設備投資が+9.4%と前期の+0.9%からジャンプアップし、住宅も+13.7%と高水準の伸びを見せたが、個人消費の落ち込みをカバーできなかった。また、在庫の寄与度が前期の+1.01から▲0.93に落ち込んだことも、見栄えを悪くする要因となった。在庫減は先行きのプラスとも解釈でき、必ずしも悪い要因ではないが、1%未満の低成長という表面的評価を覆せるものではなかった。ただし、注意を要するのは、このところの米国では、天候要因から1～3月期の成長率が一時的に落ち込む傾向が見られていることだ。例えば、2014年の1～3月期は▲1.2%、2016年+0.8%、そして今年の前0.7%である。まともだったのは2015年の+2.0%ぐらいで、過去4年の内3回は低成長となっている。天候要因以外に、どうも季節調整も寄与している節もある。1～3月期に落ち込んだ年の4～6月期以降を見ると、2014年は4～6月期+4.0%、7～9月期+5.0%と尻上がりに好転している。2016年も、4～6月期+1.4%、7～9月期+3.5%と同様な展開だ(グラフ3)。したがって、5月のFOMC(公開市場委員会)声明では、「第1四半期の減速は一過性である」と懸念を一刀両断している。4月雇用統計では、非農業部門雇用者数21.1万人増・失業率4.4%と良好で、雇用環境が改善トレンドにあることは明瞭だ。4月のISM景況感指数も、製造業は54.8とやや低下したが、非製造業は57.5のハイレベルにある(グラフ4)。特に、非製造業の新規受注指数は63.2と2005年8月以来の高水準にある。また、4月の全米ホームビルダー協会の住宅市場指数も、総合68・6ヵ月先の見通し75とリーマン・ショック前の住宅バブル以来の好調さだ。米国の景況感、なお良好と見るのが妥当であろう。

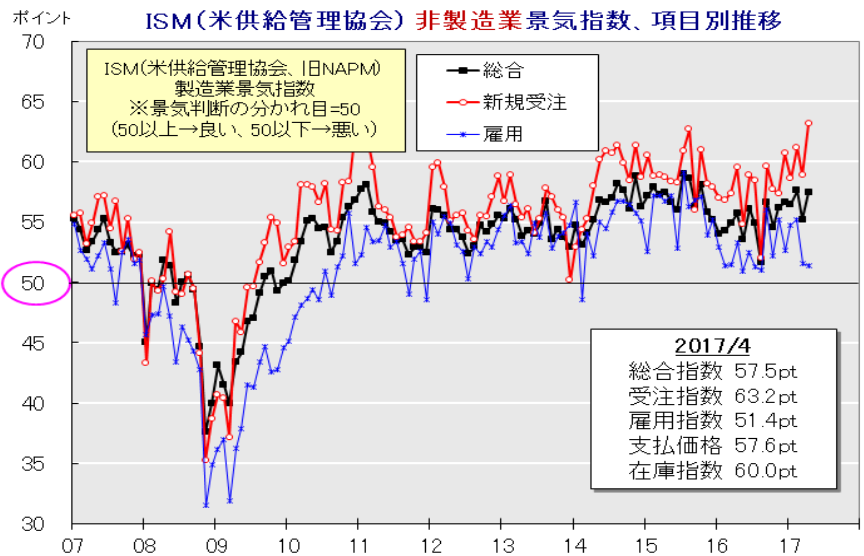
(グラフ3)  
1Q低迷から持ち直す傾向が  
続く米GDP成長率



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

(グラフ4)  
4月のISM景況感指数  
非製造業はハイレベルで推移

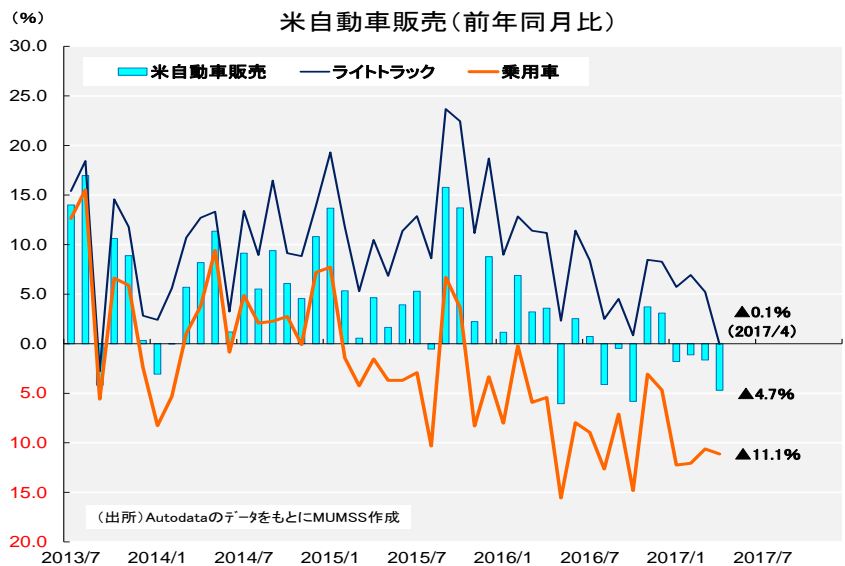


(出所) ISM(米供給管理協会)、BloombergのデータをもとにMUMSS作成

自動車販売にピークアウト感

ただし、自動車販売にはピークアウト感が台頭している。4月の自動車販売は、年率1,688万台・前年比▲4.7%と2ヵ月連続で1,700万台割れになった。乗用車は前年比▲11.1%と低迷が続いているが、特に注目すべきは絶好調だったライトトラック(SUV・ピックアップトラック)が▲0.1%に沈んだことだ(グラフ5)。どうも、買い替え需要に一巡感が台頭している。リーマン・ショックによって、我慢を強いられていた消費者は、その後の景況感の好転と超低金利もあって、猛烈な勢いで新車を買った。しかし、業界平均で一台当たり3,500ドルというインセンティブ(販売奨励金)をもってしても、販売台数に翳りが顕在化し始めたのだ。小売売上高の内、自動車・同部品は約2割を占めるだけに、今後の個人消費関連の統計が鈍化するリスクを否定できない。既に、GM、フォードといった自動車株は、世界的な株高の中でも停滞が続いている。全般良好な米国の中でも、要注意項目だ。

(グラフ5)  
米自動車販売(4月)  
ライトトラックも前年比マイナスに



(出所) AutodataのデータをもとにMUMSS作成

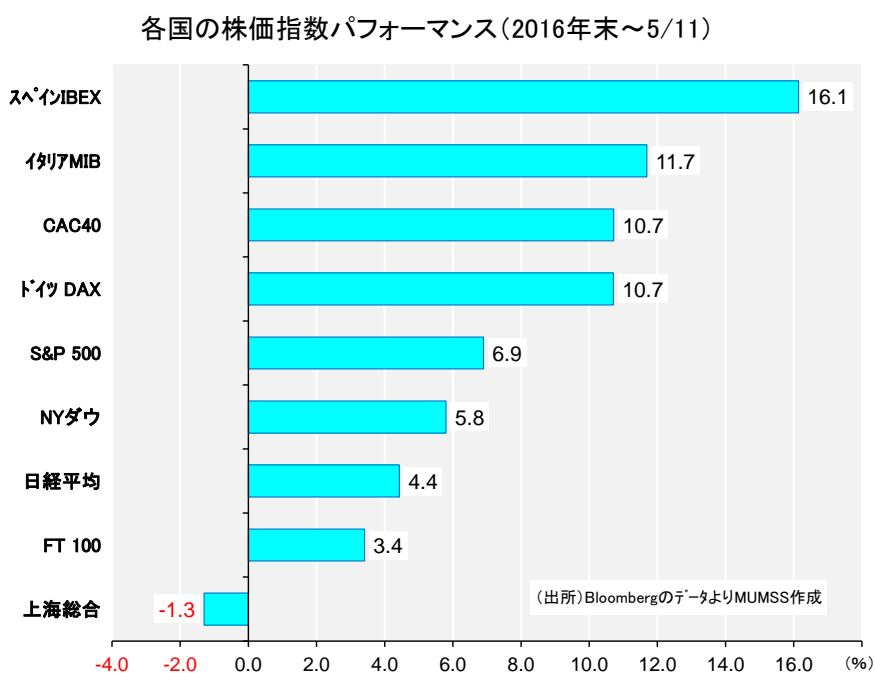
巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

## ストラテジー

### 極右ポピュリズム政党の敗北 で勢いを増す欧州株式

一方、5/1・8の合併号で詳述したが、欧州の景況感は良好である。さらには、3月のオランダ総選挙、5月の仏大統領選挙で極右ポピュリズム政党が破れ、今年の最大リスクの一つであった「欧州政治リスク」が大きく後退している。6/8には英総選挙が行われるが、5/10に発表された世論調査（調査会社パネルベース）では、メイ首相の保守党が支持率48%、労働党31%、自民党8%、独立党5%と保守党の優位は動かない。また、秋9月には独総選挙が行われるが、メルケル首相率いるCDU（キリスト教民主同盟）も、一時の落ち込みを脱して優勢な状況だ。足下のシュレスウィヒ・ホルシュタイン州の地方選挙でも勝利を収めている。得票率は、CDU33.0%と前回から+2.2%、SPD（社民党）26.2%同▲4.2%と明暗が分かれた。14日に行われるノルライン・ヴェストファーレン州議会選挙でも、CDUの優勢が伝えられている。つまり、欧州全域で政治リスクは後退しつつあり、今回の仏大統領選挙を契機として、投資家は一気に「リスク・オン」に転換している。この流れで行けば、英保守党勝利で、一段と投資家はリスク・テイクに傾斜する可能性が高い。欧州株式市場は軒並み堅調で、年初来のパフォーマンスは独DAX+10.7%、仏CAC40+10.7%、伊MIB+11.7%、スペインIBEX+16.1%と二桁上昇をマークしている。エネルギー・金融株のウェイトが高い英FT100は+3.4%に留まっているが、通貨ユーロの堅調とあいまって、投資家は欧州市場の評価を高めている（5/11時点。為替考慮なし。ブルームバーグ・データ）（グラフ6）。

（グラフ6）  
欧州株式市場は軒並み堅調

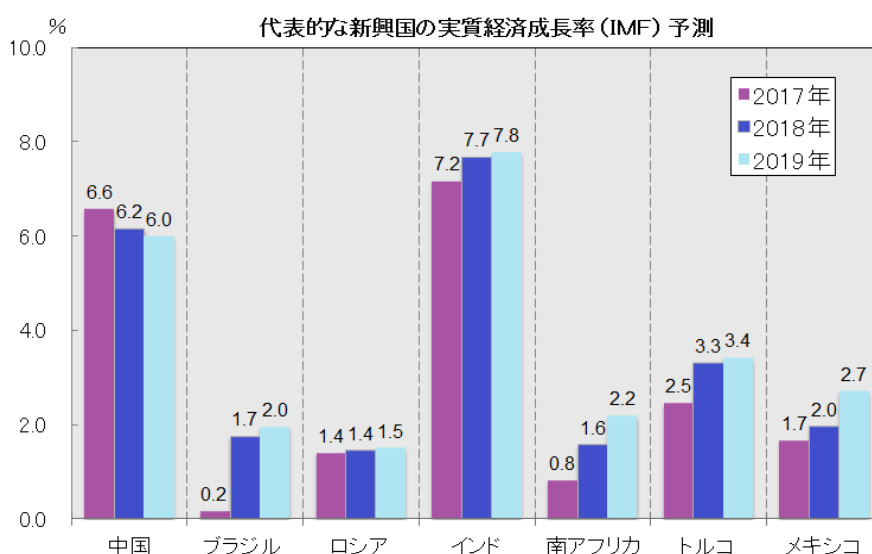


### 新興国株式は軒並み高騰

新興国も資源価格の下落で苦境にあったが、足下では回復のモメンタムが強まっている。IMF（国際通貨基金）の成長率見通しでは、ブラジル2017年+0.2%・2018年+1.7%（以下同）、ロシア+1.4%・+1.4%、ズマ大統領の専制で揺れる南アフリカも+0.8%・+1.6%、トランプ大統領に攻撃されたメキシコが+1.7%・+2.0%、政治的混乱が続くトルコ+2.5%・+3.3%等、不安定な政治情勢を抱えながらも、回復傾向は続く見通しだ。モディ首相の改革路線がツボに嵌ったインドは、+7.2%・+7.7%と優等生ぶりを発揮している（グラフ7）。株式市

## ストラテジー

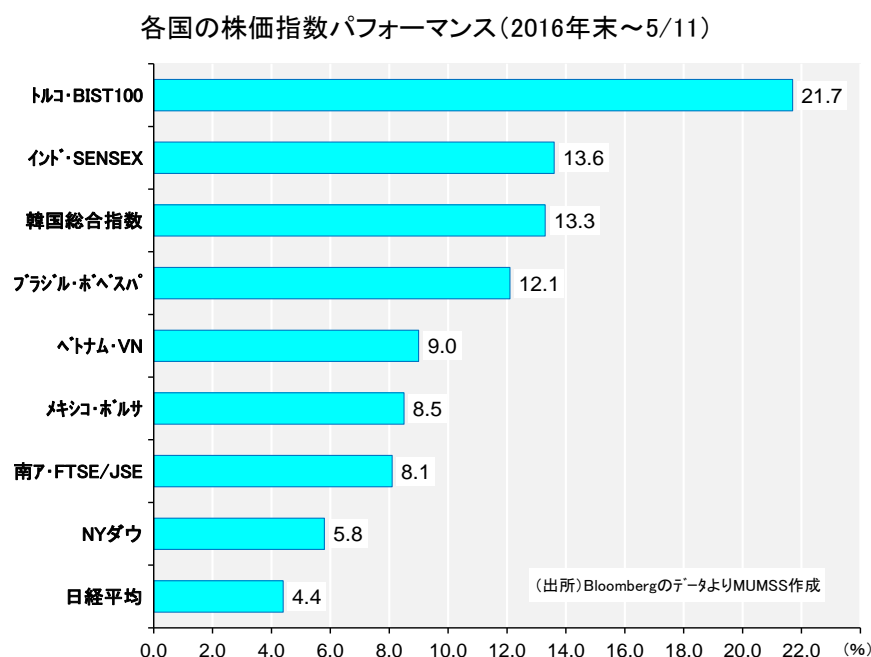
(グラフ7)  
回復基調続く新興国



(出所) IMF(国際通貨基金)「World Economic Outlook April 2017」のデータをもとにMUMSS作成

場の年初来パフォーマンスも、ブラジル・ボベスパ+12.1%、メキシコ・ボルサ+8.5%(史上最高値更新)、インド・SENSEX+13.6%(史上最高値更新)、トルコ・BIST100種+21.7%(史上最高値更新)、南アフリカ・FTSE/JSE+8.1%、等々素晴らしい(出所同上)(グラフ8)。政治的混乱で、トリコ・リラ、南ア・ランド等は売り込まれる局面もあったが、その他の通貨は堅調展開が続いている。トランプ大統領に威嚇されたメキシコ・ペソも強い。重要なのは、こうした新興国には政治リスクが付いて回るが、テレビで報道されているような混乱状況やテロが起こっても、株式市場はファンダメンタルズの回復を評価して、極めて好調に推移していることだ。

(グラフ8)  
新興国の株価指数も  
堅調に推移



(出所) BloombergのデータよりMUMSS作成

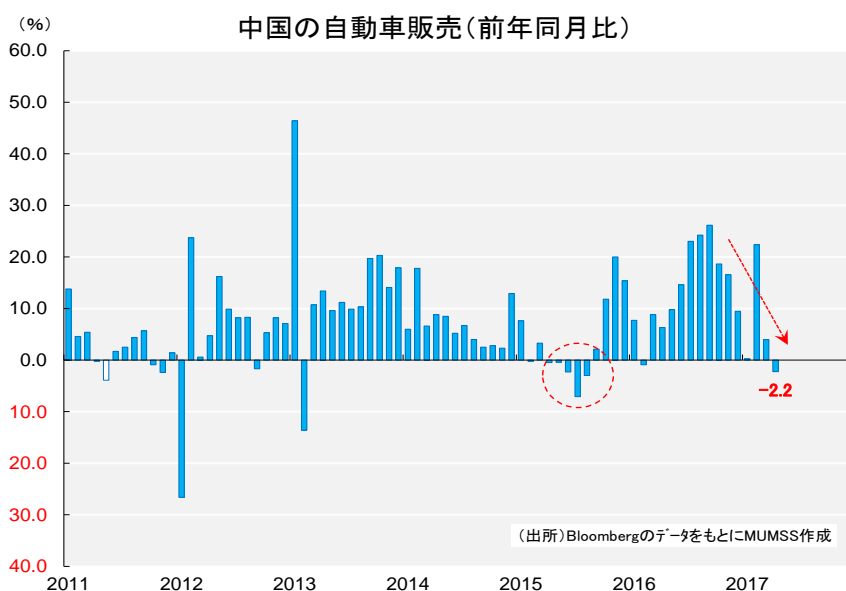
巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

## ストラテジー

### 楽観できない中国

米国の自動車販売は気になる所だが、2%前後の自律的回復軌道に乗っていることを否定するには至らない。欧州、新興国の景気は、回復傾向を持続している。日本も1%前後という低成長ではあるが、悪化する前兆はない。全般的には、IMFが2017年の世界経済を+3.5%成長と見ているシナリオの確率が高まっていると見るべきであろう。ただし、私見では「中国が楽観できず」との感を深めている。今年の秋には、中国共産党第19回全国代表大会が開催される。5年に一度の大イベントであり、指導層の交代もメニューに入っている。したがって、「政治的経済指標」である中国のGDP成長率は、6.5%を下回ることがほぼ確実でない。1~3月期の実質GDP成長率(前年比)は+6.9%という高い伸びだった。小型車減税や政府の公共投資(インフラ投資)の効果によるとの解説だったが、足下では早くも鈍化の兆しが見え始めている。4月の新車販売台数は前年比▲2.2%で、春節の時期ずれによる影響が強い1~2月を除くと、実質的には2015年8月以来のマイナスである(グラフ9)。1,600cc以下の小型車に対して、本来10%の自動車取得税を5%に引き下げた効果で、昨年は販売が好調だった。今年からは7.5%に減税幅が縮小することを公表されていたため、昨年末には駆け込み需要が強烈だった。日本の消費増税前後を考えれば明瞭だが、駆け込み需要による上ブレは「需要の先喰い」の様相が強い。その反動が、早くも顕在化しているものと思われる。自動車産業は裾野が広いだけに、その影響が製造業PMI(購買担当者景況指数)に反映され始めている。マークイット・財新の製造業PMI(4月)は50.3と、景況判断の分岐点である50に急接近している。昨年12月の51.9からは退潮が鮮明だ(グラフ10)。

(グラフ9)  
中国自動車販売(4月)  
実質的に2015/8以来のマイナス



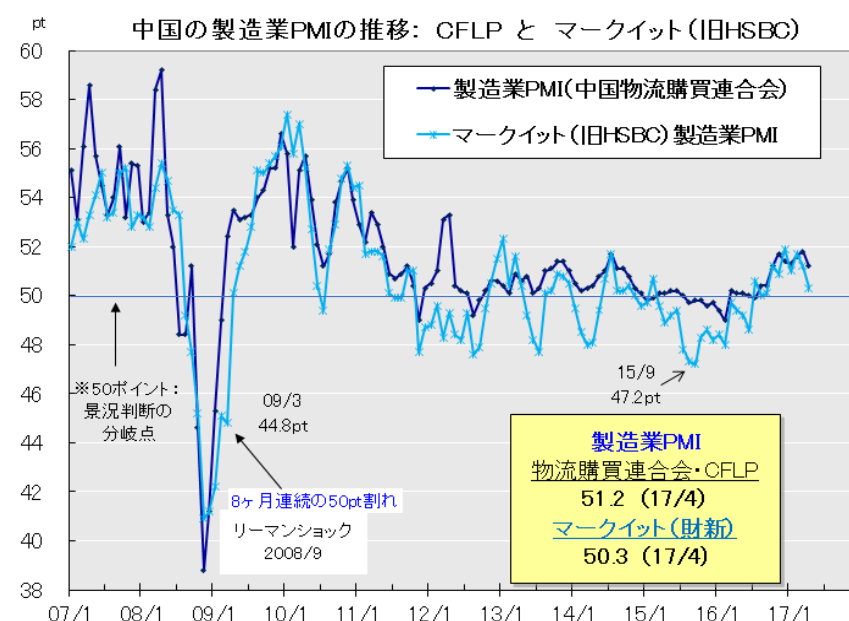
### コモディティ相場の屈折

また、バブルの様相を強める不動産投資に、成長を依存している点も要注意だ。今年3月時点の新築住宅販売価格(前年比)は、北京+19.0%、上海+16.8%とピークからは鈍化したものの、依然として持続不能な高水準にある(グラフ11)。地方都市では、南京+27.4%、アモイ+32.0%とバブル相場が繰り広げられている。昨年4月時点で+62.4%の高騰を見せた深圳は、度重なる規制強化で、今年3月には+9.1%と崩壊の兆しを見せている。中国不



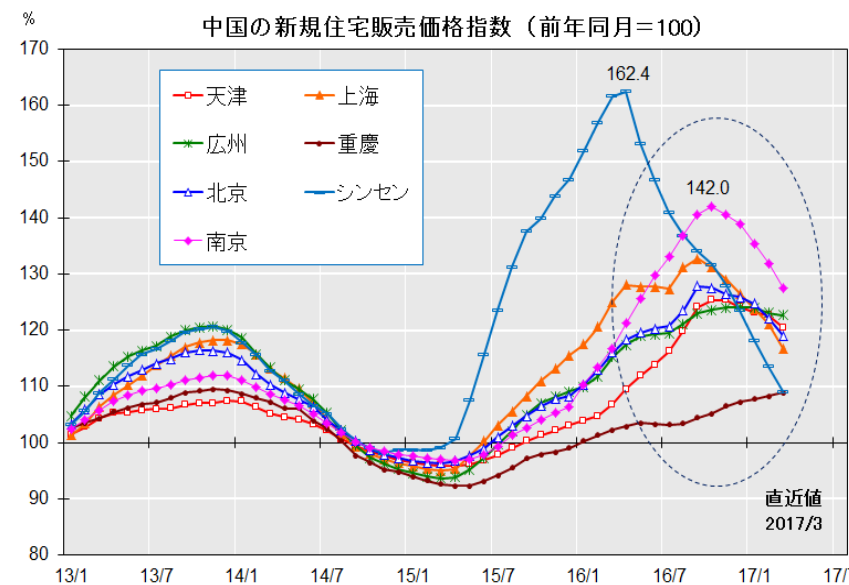
ストラテジー

(グラフ10)  
 マークイット・財新の  
 製造業PMI(4月)が減速



注)マークイットPMI: 財新(Caixin)とマークイット算出(IEHSBCのPMI)  
 (出所)中国物流購買連合会(CFLP)、BloombergのデータをもとにMUMSS作成

(グラフ11)  
 新築住宅販売価格(前年比)  
 依然として持続不能な高水準



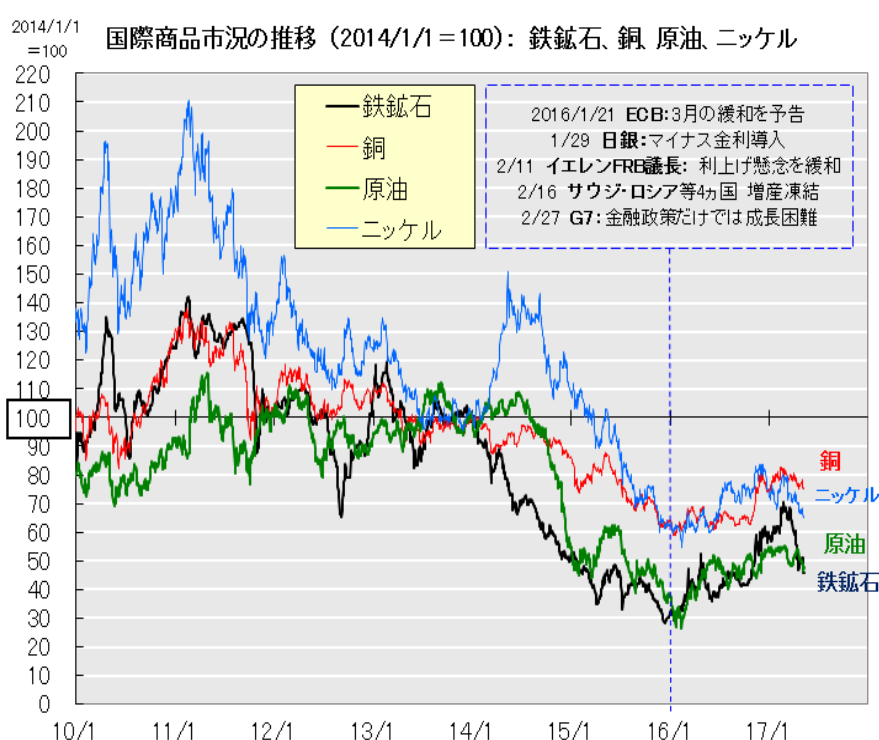
(出所)中国国家統計局のデータをもとにMUMSS作成

動産市場は、当局が規制を緩めればバブル、引き締めればバブル崩壊を繰り返している。当局が手綱捌きを誤れば、再びバブル崩壊のリスクが高まるだろう。こうした中国の鈍化を反映したのがコモディティ市場である(グラフ12)。WTI原油先物は5/5安値1バレル=43.7ドルまで売り込まれる局面があった。銅先物も2/13高値1トロイオンス=6,204ドル→5/8安値5,462ドル、ニッケル先物も昨年11/11高値12,145ドル→5/5安値8,905ドルといった状況だ。豪州産鉄鉱石輸出スポット価格も、2/21高値94.8ドル→5/8安値60.1ドルである。中国需要のインパクトは極大化するのだ。

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

(グラフ12)  
コモディティ市場が鈍化傾向に



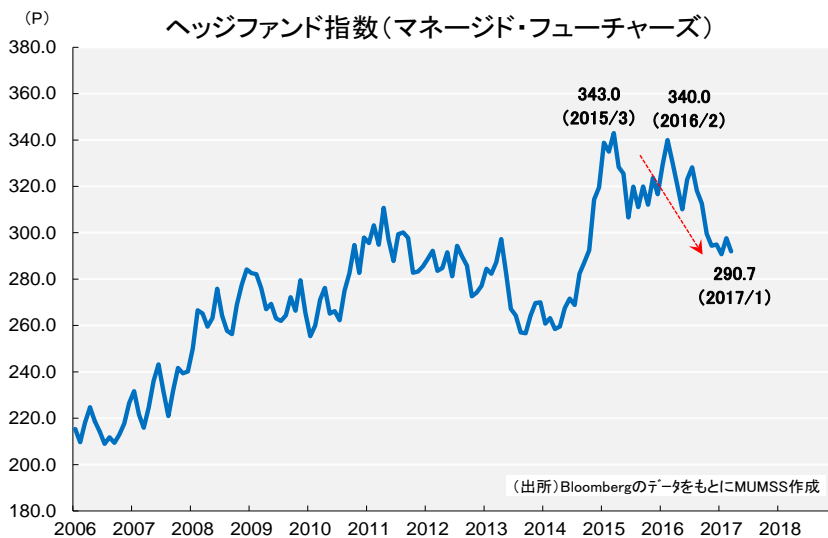
(出所) BloombergのデータをもとにMUMS作成

### ヘッジファンドの「独り芝居」 の成果は？

しかしながら、中国の鈍化を勘案しても、世界という枠組みで見れば、なお景気は緩やかな拡大傾向と見るのが妥当と思われる。もし、中国の鈍化が一段と強まるようであれば、党大会を前にして「一带一路」(新シルクロード構想)に関連したインフラ投資を増強する可能性もある。つまり、世界景気が回復傾向にある中で、日本株を「北朝鮮リスク」や「大阪の小学校問題」といった筋の悪い材料で仕掛けても、下落は極めて短期間となるのは避けられない。第一、となりの韓国KOSPI指数が高値を取っているのに、日本株だけ沈むというシナリオには無理がある。ヘッジファンドの短期的な鞘取りゲームには使えても、長期の下落トレンドを描くのは難しい。このことは、既に日経平均が20,000円に急接近したことで証明済みでもある。このヘッジファンドの「独り芝居」で、果たして儲けることができたのだろうか？ クレディスイスの運用形態別ヘッジファンド指数を見ると、マネージド・フューチャーズ(世界各国のあらゆる先物でポートフォリオを構築)のパフォーマンスは悪い(グラフ13)。昨年2月の指数ピーク340.0から今年3月は291.9で、▲14.1%と沈んでいる。世界的株高の中での二桁マイナスだ。月間の成績も、昨年8月▲3.09%、9月▲1.72%、10月▲4.17%、11月▲1.74%、12月+0.20%、今年1月▲1.45%、2月+2.39%、3月▲1.91%とベタベタである。これで成功報酬として2割・管理料で2%程度の高額報酬となれば、委託者は納得いかないだろう。4月の成績発表はまだだが、どうも今回も「下値で売って・高値で買い戻す」という悪いパターンに陥った可能性が少なくないものと考えている。いずれにしても、ヘッジファンドの仕掛けを、ファンダメンタルズで説明する愚を犯してはならない。

ストラテジー

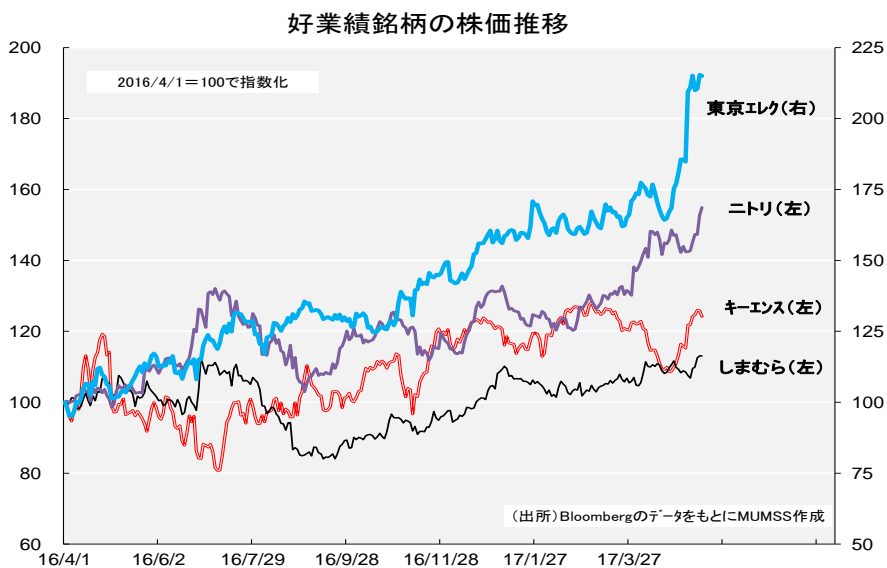
(グラフ13)  
低迷するヘッジファンド指数  
(マネージド・フューチャーズ)



業績による株価の強弱が鮮明化

このヘッジファンドとは対極的に、ペンション・ファンド(年金基金)、ミューチュアル・ファンド(投信)といった外国人の実需筋は、セオリー通りに4月から日本株を買っている。4月の外国人は現物株式で7,556億円の買い越しだった(17年連続)。彼らが買っているのは、半導体・同製造装置、FA関連、電子部品の好業績株が主軸である。ハイテクのイノベーション(技術革新)関連として、世界の主要株をパッケージで買っている。アップル、アプライド・マテリアルズ、エヌビディアを買いながら、オランダのASMホールディングスやアジアでサムスン電子、台湾のTSMC、ホンハイを買い、日本では東京エレクトロン、ファナック、キーエンス等を纏め買いである。内需でも、ニトリHD、しまむらといった好業績株も評価している(グラフ14)。ヘッジファンドの先物ショート・カバーが一巡したとなれば、ここからは全面高よりも、業績やビジネスモデルによる取捨選別が鮮明化することになる。トヨタ以下の自動車は重苦しい雰囲気だが、日銀の超緩和策継続で融資業務の利鞘が潰れている金融株も、平坦な道程ではないだろう。

(グラフ14)  
外国人とみられる買いで  
上伸する好業績銘柄



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。

## 【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円以下の場合には最大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 2017 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