

藤戸レポート

「原油安リスク」に関する一考察

2017年6月26日

青息吐息のコモディティ・ファンド

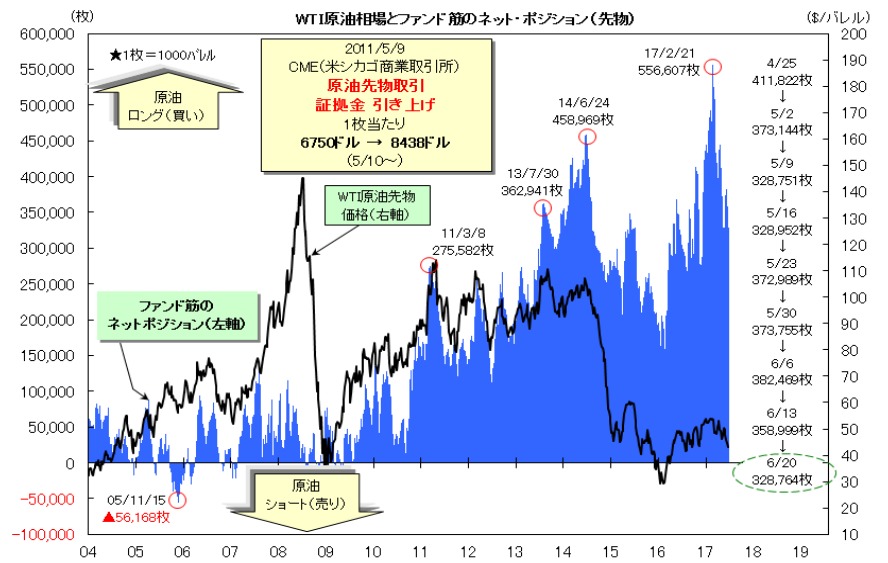
世界的な株高・債券高(金利低下)の共存相場の中で、唯一青息吐息の状況が続いているのがコモディティ相場である。メディアによると、原油相場に強気見通しを維持してきたピエール・アンデュラン氏のファンドが、苦戦を続けていると報じられた。運用資産額は約13億ドルだが、コモディティ・ファンドの中では、アステンバック・キャピタル・マネジメンツ約26.5億ドル、キュミュラス・ファンド約19億ドル等に次ぐ大手と目されている。そのアンデュラン・キャピタル・マネジメンツの今年1～5月のパフォーマンスは、▲17.3%に落ち込んだとのことだ。昨年は22%の好パフォーマンスを叩き出しただけに、今年の不振が際立っている。特異なアプローチを行わず、欧米株のインデックス・ファンドにでも投資していれば、二桁前後のプラスの恩恵を享受できただけに、相対パフォーマンスの劣化は顕著である。背景にあるのは、こうしたプロの相場観を否定した原油相場の脆弱さだ。WTI原油先物は、減産延長を決定した5/25のOPEC(石油輸出国機構)総会時の高値1バレル＝52.0ドルから下落が続き、6/21安値42.0ドルまで売り込まれる局面があった。5/5急落時の下ヒゲ43.7ドルを実体線で包んでおり、極めて弱いチャート・パターンを形成している。昨年8/3安値39.1ドルさえ視野に置き始めているように思える。おそらく、40ドル割れとなれば、サウジアラビアのファリハ・エネルギー産業鉱物資源相が、一段の減産に向けて動き始めるものと想定され、昨年2月安値26.0ドルのような急落は回避できる可能性が高い。ただし、ピエール・アンデュラン氏のような強気論が、殲滅されつつあることも否定し難い。CFTC(米商品先物取引委員会)発表によるヘッジファンドのWTI原油先物ポジションは、2/21の556,607枚の買い越し(史上最高)から、6/20時点では328,764枚にまで減少している(グラフ1)。しかし、逆に言えば、まだ30万枚以上のロングが残っている形だ。一段の悪材料が出れば、投機筋の見切り売りで40ドルの攻防戦となるリスクも否定できない。注視が必要である。

「原油安→日本株高」は蜃気楼

「原油安→エネルギー・コストの低下→ほぼ全量輸入に依存する日本経済にプラス→日本株高」のロジックは、長らくエコノミストによって論じられてきた。確かに、実体経済に及ぼす影響という観点では正しい。しかし、昨年1～2月の原油急落局面で、日経平均は2015年12/1高値20,012円から16年2/12安値14,865円まで急落したことは記憶に新しい(グラフ2)。つまり、短期的に見た場合には、投資マネー・フローの変化が株価へのインパクトを極大化することは経験済みだ。「原油急落→産油国財政の逼迫→SWF(政府系ファンド)保有株式の売却→株価下落」という構図である。2016年初頭にあった「原油急落→日本株上昇」の見方は、砂上の楼閣であったことが既に証明されている。足下の原油下落には警戒すべきであろう。

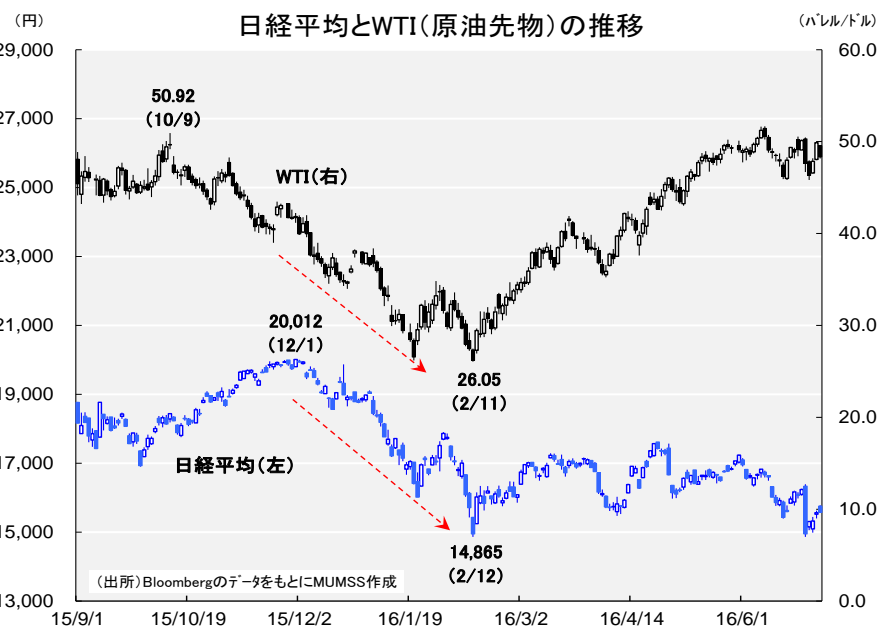
ストラテジー

(グラフ1)
原油先物の買いポジション
史上最高から減少続く



※ポジションは原油ロング-原油ショート(ネット)、1万バレル=約158,981ネット。WTI=(ウエスト・テキサス・インターメディアイト)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

(グラフ2)
原油先物に連動して
日経平均も急落



1,000億ドル以上の運用額減少となったサウジSWF

(表1)
SWFの運用資産ランキング

カタール混乱の際に言及したが、世界のSWFは運用資産が膨張している。2016年6月時点のランキングは以下の通り(表1)。

順位	ファンド名	運用額	順位	ファンド名	運用額
1	ノルウェー政府年金基金	8,500億ドル	6	中国国家外為管理局	4,740億ドル
2	中国投資有限責任公司	8,137億ドル	7	香港金融管理局	4,565億ドル
3	アブダビ投資庁(ADIA)	7,920億ドル	8	シンガポール政府投資公社	3,500億ドル
4	サウジアラビア通貨庁(SAMA)	5,824億ドル	9	カタール投資庁(QIA)	3,350億ドル
5	クウェート投資庁(KIA)	5,110億ドル		* 中東4ファンド合計	2兆2,204億ドル

(出所) Sovereign Wealth Fund Institute 2016年6月時点

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

北海油田を持つノルウェーを含めて、中東系SWFには原油価格の動向が大きな影響を及ぼす。特に注目されるのは、SAMAの運用資産額が、2015年6月時点では6,856億ドルだったが、1年後には5,824億ドルに約▲15%減少していることだ。中東系の他のSWFは増加しているだけに、サウジの財政逼迫からくる換金売りの様相が強かったように思える。2016年初頭の原油急落局面で、「オイル・マネーの売り」が喧伝されたが、統計的にも裏付けを得たとの解釈も可能だ。サウジアラビアは2015年3月にイエメン内戦に介入したが、イランの支援を受けたフーシ派(シーア派系)と泥沼のような膠着戦が続き、いまだに解決のメドが立っていない。イエメン山岳地帯に逃げ込んだフーシ派には空爆も効果がない。ちょうど、アフガニスタンと同様な消耗戦が続いている。今回のカタールとの断交に際しても、カタールがフーシ派を支援したことを理由の一つに挙げている。軍を展開している限り、軍事費は膨張を続ける。昨年後半のように、原油価格が上昇していれば財政状況は改善したが、減産の上に再び40ドル接近となると、キャッシュのニーズが高まるのは自明の理だ。

「オイル・マネー＝欧州外国人売りの」の構図

こうした中東産油国の資金は、直接投資以外に、ロンドンに本拠を置くアセット・マネジメントに運用を委託しているものが多い。したがって、オイル・マネーの売りとなると、東証の「海外投資家地域別株券売買状況」では欧州としてカウントされるものが少なくない。例えば、原油価格が急落した2016年1～3月期を見ると、北米▲5,788億円の売り越しに対して、欧州は▲3兆6,219億円という膨大な売り越しだった(表2)。この地域別の外国人売買動向と、サウジSWFの減少を合わせて考えれば、「原油価格の急落→産油国の換金売り→株価下落のリンケージ」が発生したと見て良いだろう。ある一定水準の価格変動ならば、いきなり中東SWFの売却に繋がると考えるのは短絡的である。しかし、サウジは減産効果を高めるために、日量1,000万バレル以下の生産量で我慢しているが、そこに40ドル接近の下落が加わればダメージは大きくなる。原油安はリスクでもあるのだ。

(表2)
欧州からの外国人売りが急増した2016年1～3月

年月	北米	比率	欧州	比率	アジア	比率	その他	比率
201601	-126	18.8	-9,269	68.1	-1,345	12.9	-14	0.2
201602	-3,450	20.0	-14,595	67.4	-2,131	12.2	-557	0.3
201603	-2,212	18.5	-12,355	68.0	-1,639	13.4	-48	0.2
201604	690	17.4	7,002	68.9	-31	13.5	-34	0.2
201605	-1,539	17.4	-274	68.2	392	14.1	18	0.2
201606	-1,123	15.8	-1,972	69.7	-37	14.3	49	0.2
201607	-2,213	17.9	3,286	67.8	19	14.1	-27	0.2
201608	-117	18.6	-3,632	67.3	782	13.9	22	0.2
201609	-811	17.0	-10,488	67.1	-1,018	15.7	-15	0.2
201610	188	16.3	6,091	67.2	-1,416	16.3	130	0.2
201611	337	16.0	13,346	68.1	-74	15.7	108	0.2
201612	-1,463	13.5	9,767	71.8	-757	14.5	-57	0.2
201701	-716	11.3	750	74.7	-1,378	13.8	-157	0.2
201702	-1,312	12.0	-124	73.9	1,012	13.9	57	0.2
201703	-770	10.8	-6,591	76.2	-1,984	12.8	90	0.2
201704	997	10.6	6,848	77.4	-207	11.8	-31	0.2
201705	876	12.1	8,883	75.3	-1,065	12.3	-51	0.2

(出所)JPX(日本取引所グループ)のデータをもとに、MUMSS作成

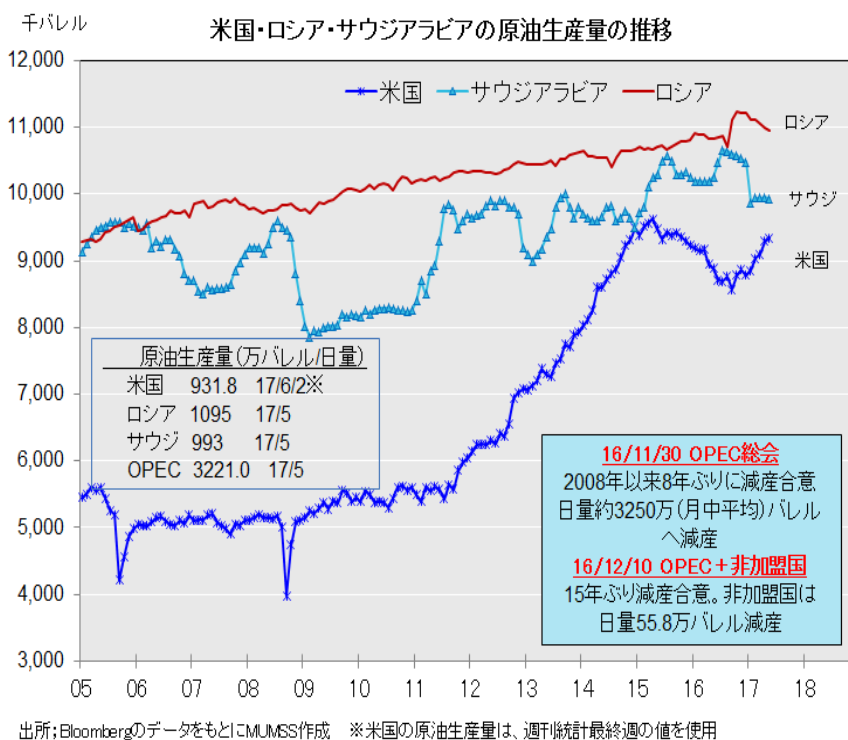
巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

ストラテジー

サウジのムハンマド皇太子誕生

WTI原油先物価格が42.0ドルにまで売り込まれた6/21には、中東からもう一つ大きなニュースがあった。サウジアラビアのサルマン国王は、息子のムハンマド・ビン・サルマン副皇太子兼国防相を、皇太子に昇格させた。ムハンマド皇太子が、王位継承第1位であることを明確に宣言した形である。ムハンマド皇太子は31歳の若さだが、国防相としてイエメン内戦への介入、カタールとの断交でも主体的な役割を演じている。一方、経済面においても、サウジの石油依存経済からの脱却で指揮を執ってきた。ムハンマド皇太子への権力集中が、一段と進むことになる。イラン・シーア派に対しては、「タカ派的政策の推進者」と看做されており、中東で緊張が高まる可能性も否定できない。トランプ大統領は、直近の中東歴訪でムハンマド皇太子とも会談しているが、オバマ政権の対イラン政策を厳しく批判しているだけに、米国・サウジが対イラン強硬策に一段と傾斜する可能性も浮上する。中東では、このところキナ臭いニュースが続いている。ISIS(過激派組織イスラム国)が、イランの国会議事堂と聖地ホメイニ廟でテロを実行し、これに対してイランがシリアのISIS拠点にミサイル攻撃を行うなど、騒然とした状況だ。イラク軍のISISからのモスル奪還作戦で、戦闘の報道も多い。以前は、中東の緊張となれば、原油価格は上昇で反応したものだ。ところが、今や不穏な雰囲気の中でも、原油価格は下値模索の動きが継続している。米国シェール・オイルの生産拡大と、日量1,000万バレルを超えるロシアの高水準の生産が、OPECの減産効果を減衰させている(グラフ3)。供給過剰の状態は続いており、需要面でも中国の鈍化、米国の弱りが気になる所だ。一段の原油下落が、中東SWFの換金売りに繋がるのか否か、注意を要する局面と思われる。

(グラフ3)
高水準の原油生産を続ける
米国とロシア



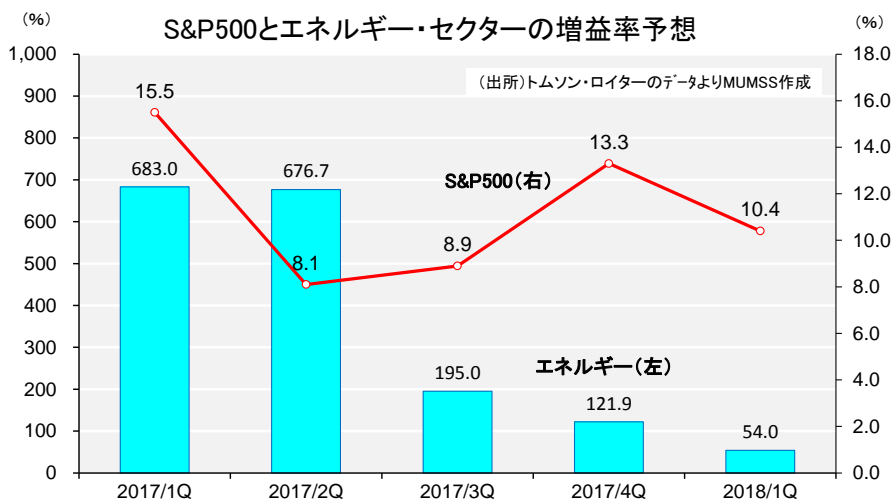
巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

ストラテジー

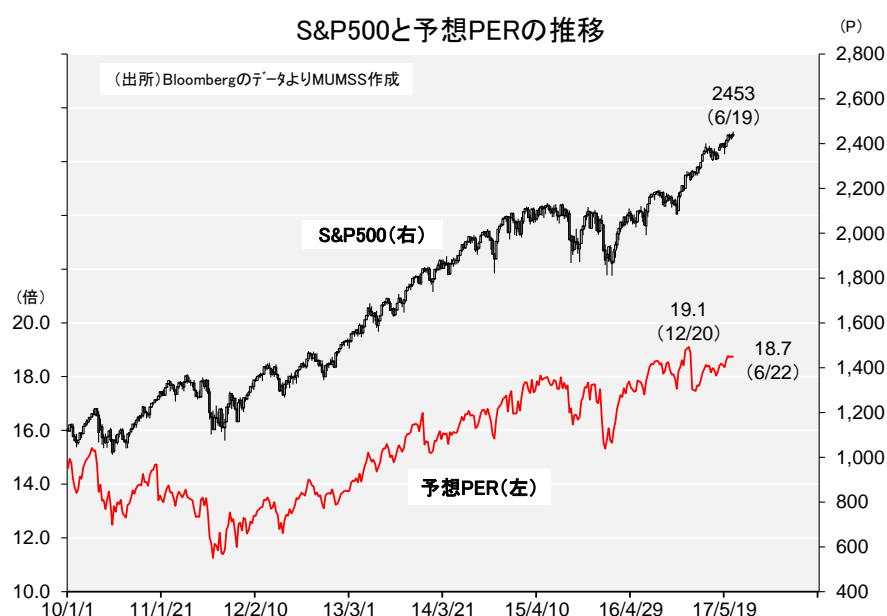
エネルギー・セクターの大増益予想は下方修正が必至

想定以上の原油価格下落となれば、企業業績への影響は避けられない。トムソン・ロイターの収益見通し(6/21時点)によれば、S&P500種ベースの前年比増益率は、1~3月期+15.5%に続いて、4~6月期+8.1%、7~9月期+8.9%、10~12月期+13.3%と好調に推移する見通しだ。特に、エネルギーは、1~3月期+683% (赤字・減益企業が多かったための異常値)、4~6月期+676%、7~9月期+195%、10~12月期+121%と大幅な反動増の予想だ(グラフ4)。しかし、この見通しには、WTI原油先物価格の40ドル接近は織り込んでいない。つまり、40ドル台前半の滞留期間が長くなれば、当然ながら下方修正リスクが発生することになる。素材セクターも回復傾向の見通しだが、これも怪しい。つまり、S&P500種ベースの二桁増益予想にも、疑問が生じることになる。S&P500種の予想PERは18.7倍の高水準である(6/22時点。今期ベース。ブルームバーグ) (グラフ5)。先行きの収益拡大を前提にしているわけだが、下方修正となれば割高感に直面することになる。

(グラフ4)
エネルギー・セクターに
下方修正懸念



(グラフ5)
高水準で推移する
S&P500種の予想PER



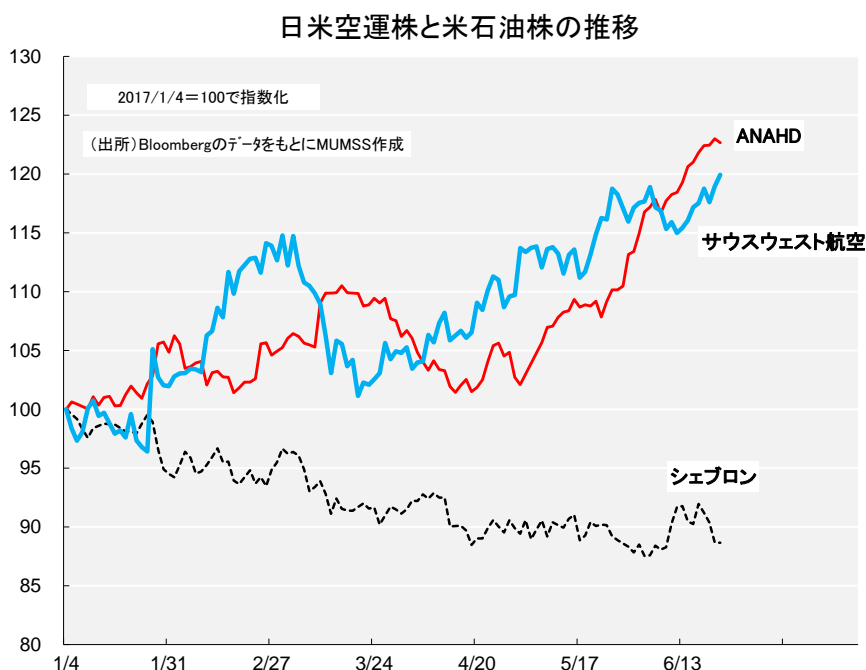
巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

ストラテジー

原油価格下落の恩恵を受ける セクターも

もちろん、原油価格の下落がエネルギー・コストの低下に繋がって、上方修正期待が膨らむセクターもある。典型的なのは運輸セクターだが、中でも空運は恩恵が大きい。S&P500種採用銘柄の年初来上昇率では、サウスウェスト航空が+23.4%と好調である。国際的な運輸ネットワークを構築しているフェデックスも+13.6%で堅調だ。ドイツDAX指数でも、ルフトハンザが+50.8%と構成30銘柄中で第2位の好パフォーマンスである。日本でも、ANAHDが+24.6%と日経平均構成225銘柄で第25位の上昇率をマークしている(6/22時点。年初来上昇率。ブルームバーグ)。LCC(格安航空会社)との競争激化や、テロへの警戒感から厳しい局面もあったが、足下では業績・株価共に堅調なものが多い。IATA(国際航空運送協会)によると、2017年の世界航空各社の純利益予想は314億ドルで、「旅客や貨物輸送の需要は従来予想よりも強い」としている。そこに、燃料コスト低下の追い風だ。今年に入ってから、サウスウェストやルフトハンザ等の空運株と、エクソンモービルやシェブロンといったオイルメジャーの株価が、見事な逆相関を描いている(グラフ6)。当然、ヘッジファンドにすれば、「ロング&ショート」(好調企業買い・不振企業売り)のペア・トレードの好対象だ。

(グラフ6)
原油価格下落で
業種間の株価格差拡大



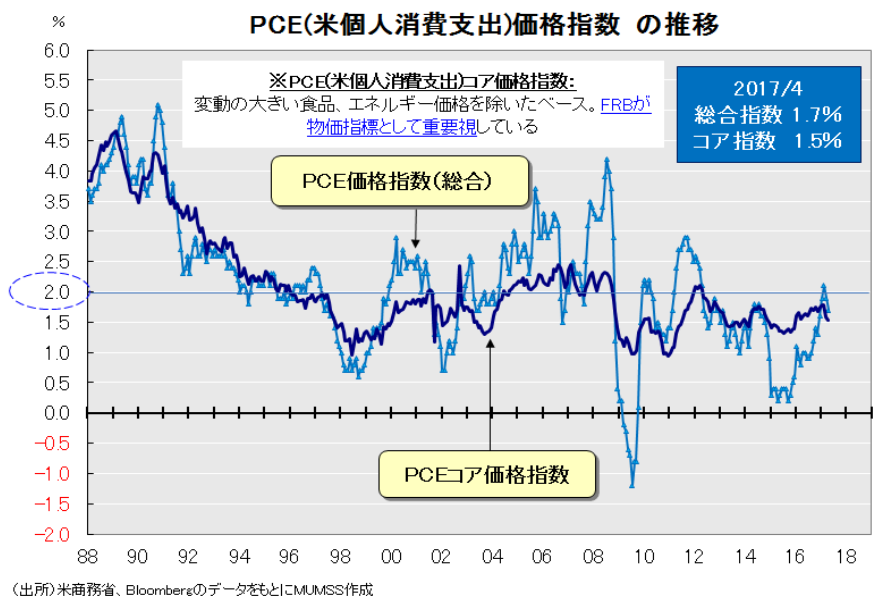
「イエレン利上げ」を批判する サマーズ元財務長官

より大きな問題としては、原油価格の急落が、世界的な物価の押し下げ要因として機能することだ。日銀の黒田総裁は、「デフレマインドの転換に時間が掛かっている」と述べていたが、原油価格の急落で消費者物価2%のターゲットは、さらに遠のいたように思える。米国でも、イエレンFRB(連邦準備制度理事会)議長の下で4回の利上げを実施し、FRBのバランス・シート収縮を発表したにもかかわらず、米10年国債利回りは2.1%台の低水準で推移している。グリーンズパン元FRB議長が実施した2004~2006年にかけての利上げ局面(0.25%×17回)では、FRBの物価ベンチマークであるPCEコア・デフレーターが2%オーバーが常態化し、平均時給の前年比上昇率が4%を超える局面までであった。ところが現状では、4月のPCEコア・デフレーター

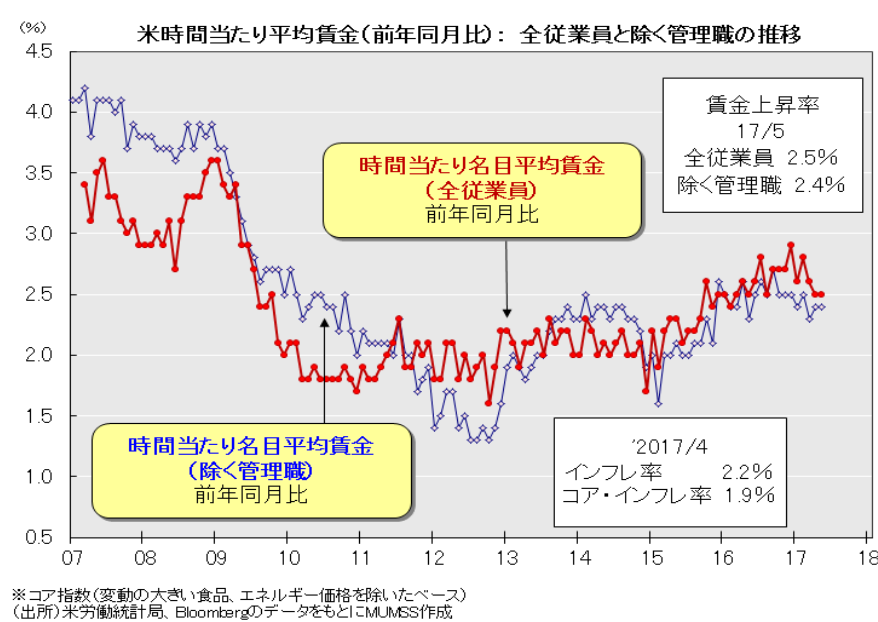
ストラテジー

が前年比+1.5%と、今年に入ってから下方屈折が目立っている(グラフ7)。また、5月の失業率が4.3%と完全雇用にもかかわらず、平均時給も前年比+2.5%と緩慢な上昇に留まっている(グラフ8)。つまり、「グリーンスパン利上げ」は、誰が見ても利上げ要件を満たしていた。しかし、「イエレン利上げ」は、今後の物価、賃金動向が大きな鍵を握っている。イエレン議長の命題は、「非伝統的緩和策からの脱却」だが、この物価動向でも粛々と引締め策を継続するのだろうか？サマーズ元財務長官は、「イエレン利上げ」に批判的だが、興味深いのは、「市場は近い将来にインフレ目標2%が実現するとは信じていない」というフレーズだ。市場とFRBの認識ギャップは危険と指摘している。これは、日銀にも共通するテーゼである。

(グラフ7)
2004~2006年と比べて
低水準のPCEコア・デフレター



(グラフ8)
緩慢な上昇に留まる平均時給

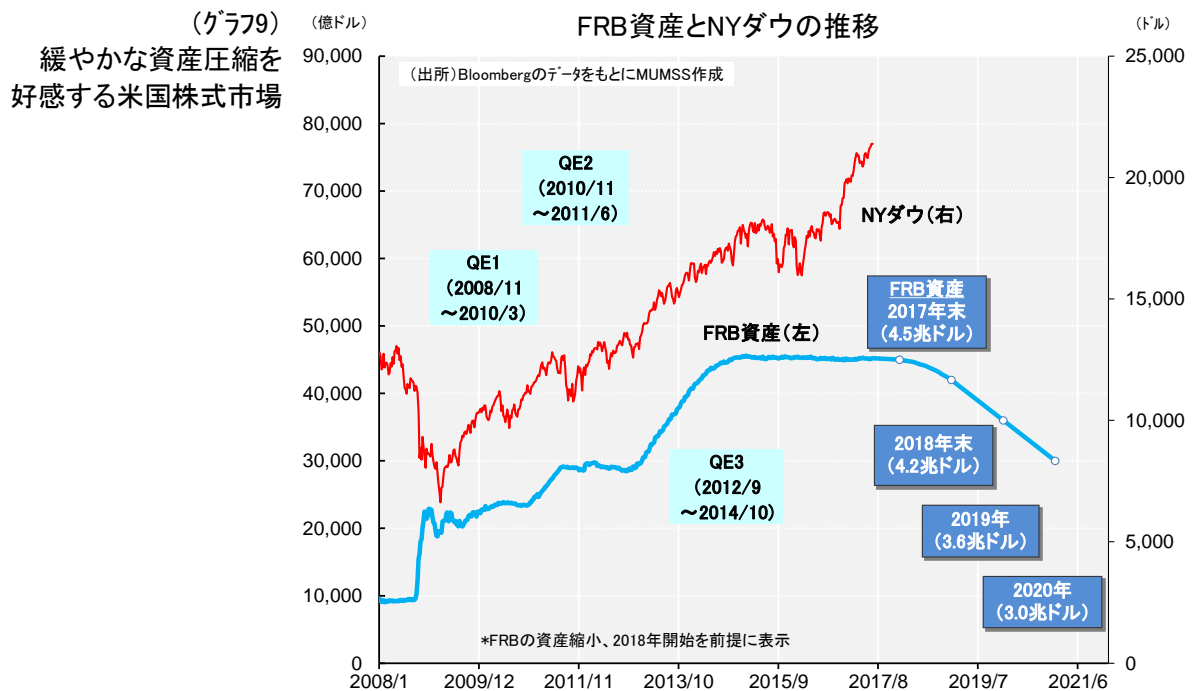


巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

ストラテジー

米株式は「いいとこ取り相場」

米10年国債利回りは、翳りを見せる景況感を背景に2.1%台の低水準で推移している。ノーマルな相場であれば、景況感の悪化から株価下落というパターンを辿ってもおかしくはない。ところが、ウォール・ストリートの解釈では、長期金利の低下がイールド・スプレッドやイールド・レシオの改善に繋がり、株価のサポート要因として機能するとしている。つまり、景況感が改善すれば素直に株買い、悪化しても長期金利の低下がサポートになって株買い、という「いいとこ取り相場」の様相が強まっている。やはり、依然として世界に余剰マネーが蔓延しているということなのだろう。FRBの「バランス・シート正常化プログラム」が開始されたとしても、初回は国債60億ドル・MBS(モーゲージ担保証券)40億ドルの僅か計100億ドルで、実施後の初年度でも3,000億ドルに過ぎない(グラフ9)。この程度のマネーの収縮ならば、心理的要因を別にすれば、依然として過剰流動性相場を繰り広げることは可能である。トランプ政権の混迷が続いても、ウォール・ストリートは「意に介せず」といった状況だ。



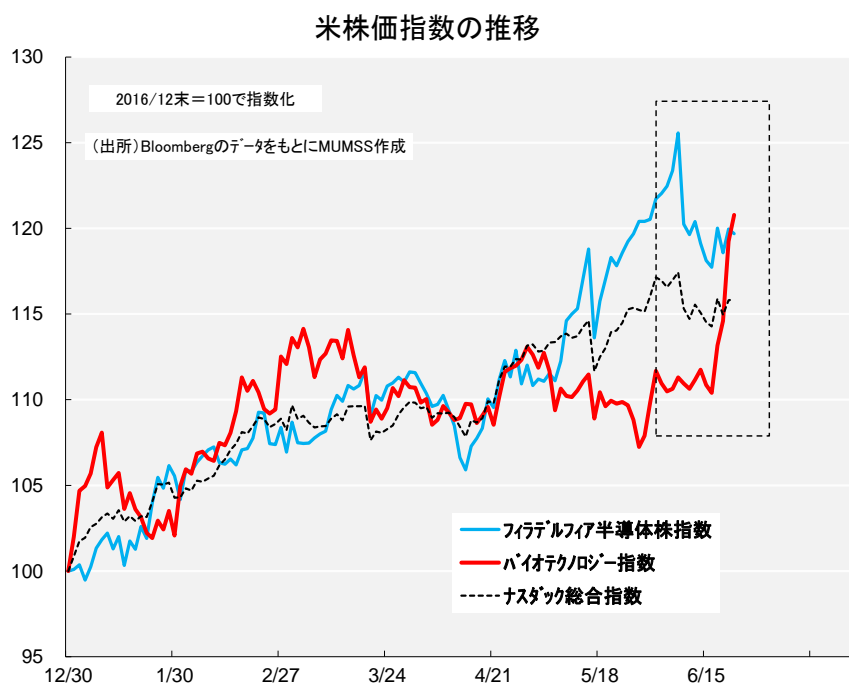
物色の手詰まり感が顕在化

ただし、そうした堅調展開の米国株でも、物色の手詰まり感が顕在化している。アップル以下の大型ハイテク株は下げ止まったものの、揉み合い相場に移行している。半導体関連でも、相場の牽引役だったアプライド・マテリアルズ以下が日柄調整に入っている。アマゾン・ドット・コムのみは、食品スーパーのホールフーズ・マーケット買収というイベントもあって、6/19に史上最高値を更新した。どうも、このまま行くと、「風の谷のナウシカ」(原作)の粘菌のように、アマゾンが全ての小売業を呑みこんで行くかのようだ。一方で、米長期金利が2.1%の低水準では金融株を買うわけにも行かず、原油を始めとしたコモディティの下落を見れば、資源・エネルギー株が回避されるのも当然だ。そこで、「トランプ大統領の米薬価引き下げ姿勢が後退している」との一部報道を材料に、バイオ・医薬品株が軒並み高騰する形になった。

ストラテジー

ナスダックのバイオテクノロジー株指数は、6/16安値3,040から6/22高値3,382と、4営業日で+11.2%の上昇を見せた(グラフ10)。個別では、クロビス・オンコロジー+61.3%を始め、エスペリオン・セラピューティクス+26.7%等、2割以上の急騰を見せたものが多い。時価総額の大きなナスダック100指数構成銘柄でも、インサイト+14.8%、リジェネロン+14.4%、バイオジェン+11.4%等、急騰が目立った(同期間)。抑圧された株価水準の銘柄が多かっただけに、一気の急反発である。しかし、注意を要するのは、バイオ株の物色は相場の爛熟期に起こるケースが多いことだ。短期的には一段高も想定し得るが、買いの主役はつい最近までハイテク株を買い漁っていたモメンタム・プレイヤーである。上昇一巡となれば一気に売り転換し、全体安へと波及するリスクを警戒すべきだろう。

(グラフ10)
相場が手詰まり感の中
バイオ関連株が急伸



大幅売り越しに転じた外国人

日経平均は、6/20に高値20,318円をマークした。米長期金利の低下にもかかわらず、ドル/円相場が安定し、先行きの業績期待が膨らんだものと思われる。もちろん、世界的な株高の中での「出遅れ日本株」という側面もあったことだろう。ただし、6/16に実施されたFTSE指数のリバランスにかかわる売買が、株価指数全体を押し上げた要素があることを認識すべきである。6/16の東証一部売買代金は3兆1,905億円で、単純に見れば大商いで2万円回復との解釈も可能だ。しかし、実際には、引け間際から大引けにかけての1分間で1兆円弱の商い急増となっている。例えばNTTのように、大引けの大量成り行き買いで年初来高値となったものも少なくない。その週末には世界的な株高もあって、日経平均は余勢を駆って20,300円台までの上昇となったが、その後はまた薄商いの往来相場に回帰している。したがって、FTSEリバランスという市場の内部要因が嵩上げた点を割り引いて考える必要があろう。気になるのは、4月以降の上昇局面で主役だった外国人投資家が、売りに転じていることだ。東証の投資主体者別売買動向におい

ストラテジー

て、6月第2週の外国人投資家は、現物株式▲2,066億円、株式先物▲3,658億円で、計▲5,723億円の大幅売り越しとなっている(表3)。4~5月に1兆9,546億円の猛烈な現物買い越しを見せた外国人が豹変している。しかも、同週のまとまった買い手は、自社株買いの事業法人1,359億円を除けば、個人(信用)の939億円しかない(表4)。外国人売りの信用スプレック買いとは、なんとも胸苦しくなる脆弱な株式需給だ。

(表3)
大幅売り越しに転じた
外国人投資家

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
2017/3/3	-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
2017/5/5	1,583	625	818	265	32	34	1,774	3,357
2017/5/12	5,602	4,891	3,257	-829	29	230	7,578	13,180
2017/5/19	302	58	-724	-685	38	-69	-1,382	-1,080
2017/5/26	221	-1,479	-12	237	1	8	-1,246	-1,025
2017/6/2	4,282	-821	179	954	107	34	-452	-4,734
2017/6/9	-354	-352	471	-205	6	33	-48	-402
2017/6/16	-2,066	-3,211	-167	-296	16	-0	-3,658	-5,723

(出所)JPX(日本取引所グループ)のデータをもとに、MUMSS作成

(表4)
まとまった買い手は
事業法人と個人(信用)のみ

●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 生損保	都・地銀	信託銀	事法	投信	信用	現金
年間	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
	16年	-36,888	-5,739	-4,930	32,651	22,236	-3,890	6,508	-38,132
月間 動向	12月	4,825	-294	-584	24	57	-2,645	1,154	-13,816
	1月	326	-254	-319	427	46	-2,492	1,462	-5,031
	2月	-2,567	-350	-728	-1,749	1,419	-1,646	2,569	-2,568
	3月	-10,144	-908	-600	-2,787	886	-2,448	2,654	719
	4月	7,556	-675	-543	-843	773	744	-893	-4,944
週間 動向	5月	11,990	-637	-973	-1,532	1,854	-2,692	916	-11,738
	4月4週	2,850	-175	-200	-6	-304	556	-979	-3,470
	5月1週	1,583	-16	-66	-145	-10	-169	-374	-1,503
	5月2週	5,602	-399	-456	-1,288	-39	-1,718	-73	-5,027
	5月3週	302	-88	-189	17	621	-1,775	1,006	-839
	5月4週	221	80	-107	406	519	462	413	-1,206
	5月5週	4,282	-214	-155	-522	763	507	-56	-3,162
6月1週	-354	-21	-93	-558	656	-1,664	821	-865	
6月2週	-2,066	-118	-139	48	1,359	-490	939	-388	
6月2週 売買シェア		68.8%	0.1%	0.1%	3.8%	1.4%	3.1%	13.8%	7.5%

(出所)JPX(日本取引所グループ)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

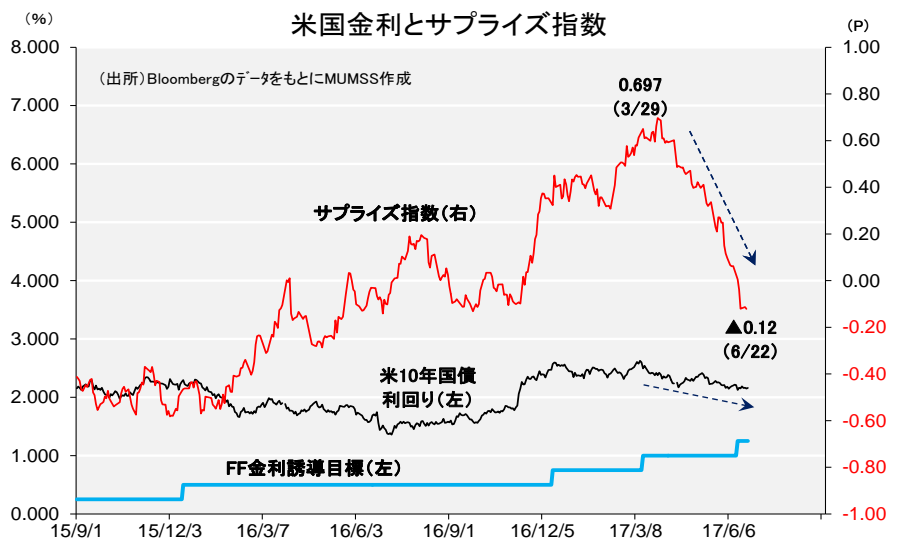
評価益を實現益に振り替える

世界的な株高が続けば、日本株も上昇回帰の可能性はある。しかし、

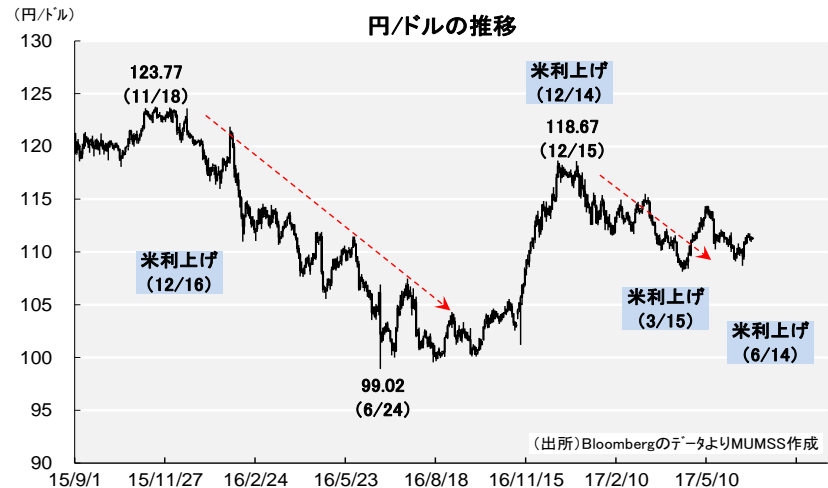
- ① 米景気の鈍化が懸念され始めている。
- ② それを受けた米長期金利が低下傾向を見せている(グラフ11)。
- ③ 米株相場に爛熟の気配が漂っている。
- ④ 原油を始め、コモディティ相場のダウントレンドが鮮明化している。
- ⑤ 一段の原油安は中東SWFの換金売りを招くリスクがある。
- ⑥ さらなる米長期金利低下となれば、円高リスクが台頭する(グラフ12)。
- ⑦ 4月安値から上昇2ヵ月余を経過し、株価上昇力が減衰している。
- ⑧ 春相場の主役だった外国人が売り転換している。
- ⑨ 安倍政権の支持率が低下し、7/2都議会選挙が注目されている。
- ⑩ 任天堂一極集中の様相が強まり、アンバランスな相場である。

こうした諸点を考慮すると、一段高を想定して買い上がるよりも、評価益を實現益に振り替える作業を行う局面と思われる。4月の日経平均18,000円台では強く買いを推奨したが、ここからの強引な買いはキャピタル・ロスとなるリスクが高まっている。投資はリスクとリターンのバランスである。夏に向けて戦線を段階的に縮小し、防御陣地を構築すべきと考える。

(グラフ11)
米景気鈍化懸念の中
米長期金利が低下傾向



(グラフ12)
米長期金利の低下は
円高リスクに



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