

藤戸レポート

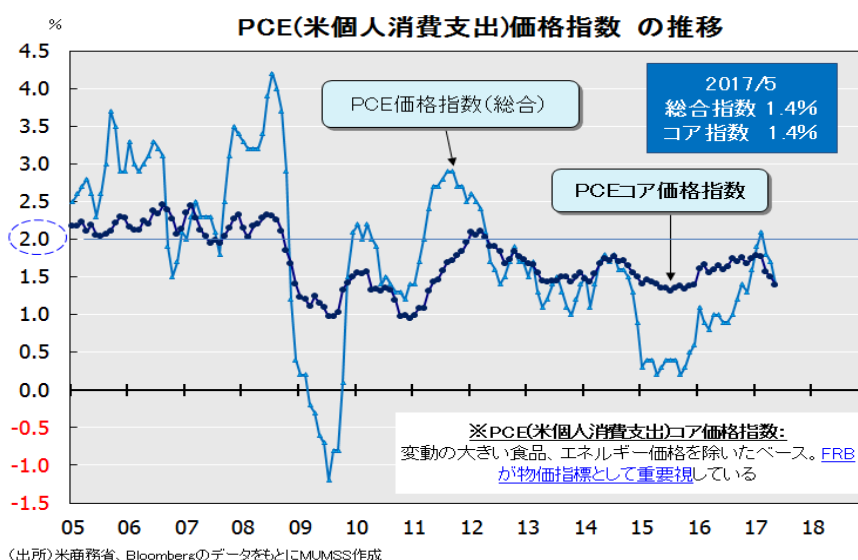
# 「ハト派色」を見せたイエレンFRB議長

2017年7月18日

FRBは「インフレ動向を注意深く見守る」

FRB(米連邦準備制度理事会)は、物価に対するシナリオを再検討すべき局面と認識し始めているようだ。ブレーナード理事は、ニューヨークの講演で、「インフレ動向を注意深く見守り、フェデラルファンド・レート(FF金利)誘導目標のさらなる引き上げに関しては慎重に行動したい」と述べた。マーケットでは、ブレーナード理事がハト派(金融引き締め)に慎重と目されているため、さほどの驚きはなかった。ところが、タカ派(金融引き締め)に積極的の代表と看做されているフィラデルフィア連銀のハーカー総裁までが、「インフレの減速が一時的なものかどうか『様子見モード』だが、インフレが2%の目標に近づいていかない場合、政策軌道(利上げ)に関して私はややためらうだろう」とウォール・ストリート・ジャーナルのインタビューに答えている。このハト派とタカ派に共通するのは、「インフレは2%になる蓋然性が高い」という基本シナリオに疑念が生じていることである。FRBの物価のベンチ・マークは、PCE(個人消費支出・前年比)コア・デフレーターだが、2015年12月ボトム+1.4%から今年1月の+1.8%まで順調な上昇軌道を描いて来た。昨年のトレンドからは、「完全雇用を背景に、2%になる蓋然性が高い」と見るのが妥当であった。ところが、2月以降に屈折が鮮明化し、直近5月には再び+1.4%に戻ってしまった(グラフ1)。株価で言えば、「全値押し」の展開で、明らかなトレンドの変容と見ざるを得ない。足下では、広汎な物価に影響を与えるWTI原油先物価格が、1バレル=40ドル台の低水準で推移しており、どうも「インフレ2%シナリオ」は怪しくなっている(グラフ2)。上記の二人、いわばタカとハトが呉越同舟の状況で、「バランス・シート縮小には賛成・追加利上げは躊躇」と様変わりになっている。

(グラフ1)  
2015/12のボトムに戻った  
PCEコア・デフレーター



## ストラテジー



### 「政策を調整する用意がある」と述べたイエレン議長

こうした状況では、イエレンFRB議長の議会証言に注目が集まるのは当然である。7/12の下院金融サービス委員会において、イエレン議長は注目された物価に関して、「インフレ指標が過去数か月間で、顕著な低水準に留まっていることは認識している。また、目標の2%を持続的に下回るリスクも意識している。ただし、インフレ抑制には、携帯電話の料金体系や処方箋薬価格といった一時的要因が寄与しているものと思われる。インフレが、2%の目標へ向かう軌道に乗っていないと判断するのは時期尚早だ。雇用、消費、投資の好循環が資源活用を促し、賃金増や物価上昇に寄与する」と述べた。現状の低インフレは認めながらも、「インフレ率2%」の基本シナリオを維持するとの見解だ。ただし、「インフレが、いつ、どの程度資源活用に反応するかには相当な不確実性がある」とのヘッジ文言を付け加え、「インフレの下振れが長引きそうであれば、政策を調整する用意がある」と結んだ。つまり、夏場以降も、PCEコア・デフレーターが低迷が続けば、「段階的な利上げスタンス」を変更する可能性も浮上する。

### 「イエレン利上げ」は来年で終焉か？

またイエレン議長は、「米経済は現在安定しており、完全雇用に近い、あるいはそれを上回る状況にある。金利は既に上昇しており、FRBが考える自然利子率に到達するまで、それほど利上げを行う必要はないだろう」とも述べている。つまり、今回の緩慢な利上げモードは、おそらく今年から来年の数回で終焉する可能性を示唆している。物価の低迷が、年初から春にあった強い引締め志向に変容を迫ったものと思われる。一方、バランス・シートの縮小に関しては、「比較的近く開始する必要がある」と述べている。イエレン議長やFRB高官の発言を総合すると、

- ① バランス・シートの縮小は、おそらく9月開始。9月利上げはパス。
- ② 年内追加利上げの有無は、物価動向による。

## ストラテジー

- ③ もし物価低迷が続けば、12月利上げは見送りの可能性も。  
 ④ 2015年12月に始まった「イエレン利上げ」は、来年で終焉。  
 といったところだろうか。マーケットは、こうしたイエレン議長の発言を、「ハト派的」と解釈したようだ。足下のFF金利先物は、9月利上げの確率を僅か16.1%、12月利上げでようやく50.0%と予測している(7/13時点)。(表1)

(表1)  
年内利上げの確率は50%

FF金利先物からみた米利上げ確率(7/13時点) (%)

	1.00-1.25% (現状)	1.25-1.50%	1.50-1.75%	1.75-2.00%
2017/7/26	99.9	0.0	0.0	0.0
2017/9/20	83.8	16.1	0.0	0.0
2017/11/1	81.4	18.5	0.5	0.0
2017/12/13	50.0	50.0	7.5	0.2
2018/1/31	49.1	50.9	8.2	0.3
2018/3/21	31.7	68.3	23.4	3.2
2018/5/2	31.1	68.9	24.2	3.5
2018/6/13	24.7	75.3	33.4	7.8

\*表中の黄色部分は、FRB議長の記者会見あり

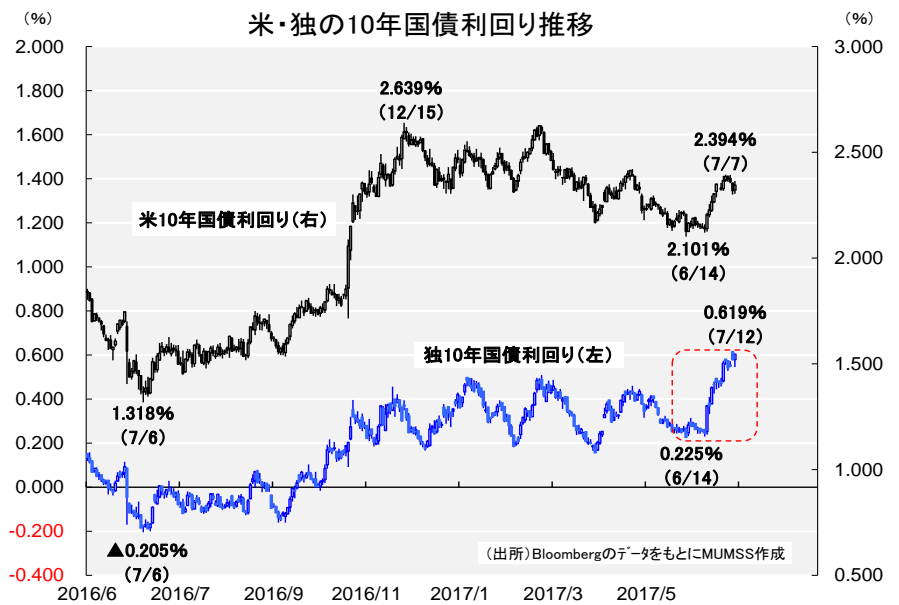
出所: BloombergのデータをもとにMUMSS作成

### 上昇続く欧州長期金利

イエレン議会証言後には、再び株高・債券高の「いいとこ取り相場」の観を呈した。米10年国債利回りは、7/7に2.394%まで上昇する局面があったが、イエレン議会証言後には2.3%台前半に低下した。ただし、注意を要するのは、今回の長期金利上昇が「欧州発」の様相が強い点だ。ドラギECB(欧州中銀)総裁の「デフレ圧力はリフレの力に転換した」との発言以降も、各国中銀総裁から政策転換を求める声が相次いでいる。最タカ派の独バイマン総裁が、「景気回復の持続が、金融政策正常化の扉を開こうとしている」と述べ、オランダのクノット中銀総裁も、「量的緩和策を長く継続し過ぎれば、潜在的な危険性が高まることは確実だ」と警鐘を鳴らしている。フランスのビルロワドガロ総裁は、「非伝統的金融政策は永遠ではない。今秋にも金融緩和政策の調整を決定することになる」と、政策転換を示唆している。独10年国債利回りは、7/12に0.619%まで上昇する局面があった(グラフ3)。今後も、紆余曲折はあるものの、欧州の長期金利は上昇トレンドを描く可能性が高く、これが米長期金利にも影響を及ぼすことも留意すべきであろう。長期金利は、もちろん各国の経済・金融情勢で動くが、グローバルに見た場合には、一定のスプレッド(各国間の金利差)で動いている側面もある。したがって、米長期金利が再び低下トレンドに向かうと考えるよりは、緩やかな上昇に留まると見るのが妥当と思われる。ただし一方では、「第5次中東戦争」でも勃発し、原油上昇・物価高騰とならない限り、米長期金利がかつての4~5%水準に回帰するシナリオも描き難い。結局、相対的に低水準の往来相場となる可能性が高いように思える。

ストラテジー

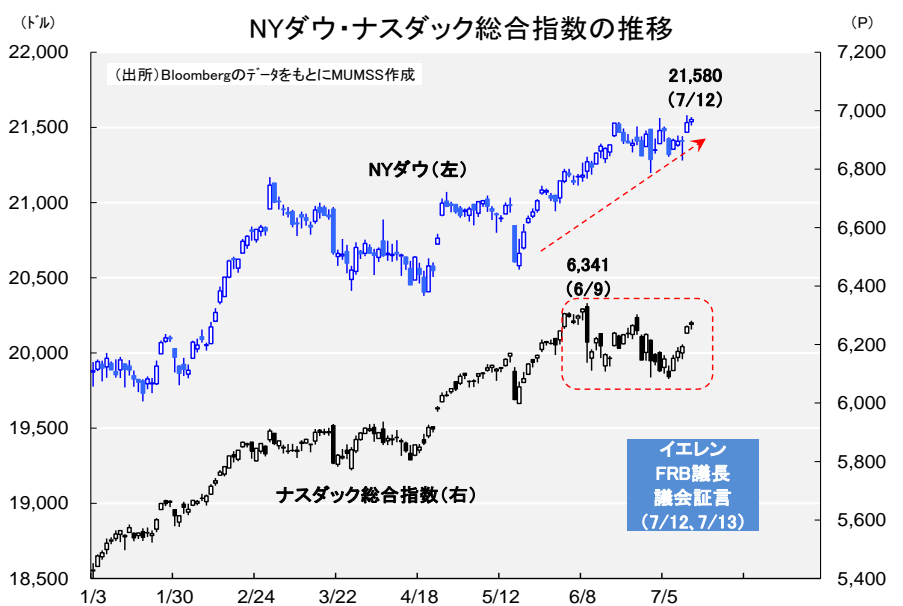
(グラフ3)  
「欧州発」の様相が強い  
今回の長期金利上昇



警告を無視したパーティは続  
く

イエレン証言を受けて、7/12にはダウ工業株30種平均が123ドル高・+0.57%と史上最高値を更新した。調整色が強かったナスダック総合指数も+1.10%の上昇である。6/9に急落し、調整色が強かったIT関連の大型株も戻り歩調を見せている(グラフ4)。今回の議会証言でも、イエレン議長は米国株の割高感に言及し、「バリュエーションは歴史的なレンジの上限にある」と指摘している。ただし、過去がそうであったように、今の投資家もイエレン議長の警告を真剣に受け止めているようには見えない。「調整が起こってから議長の警告を思い出す」パターンが繰り返されている。やはり、依然として過剰流動性相場は続いており、イエレン議長のハト派的発言で、「パーティは続く」との期待を強めたものと思われる。自らの発言が株高材料とされた議長の胸中には、どういう思いが巡っているのだろうか？

(グラフ4)  
イエレン議長の議会証言を  
好感してNYダウは史上最高値



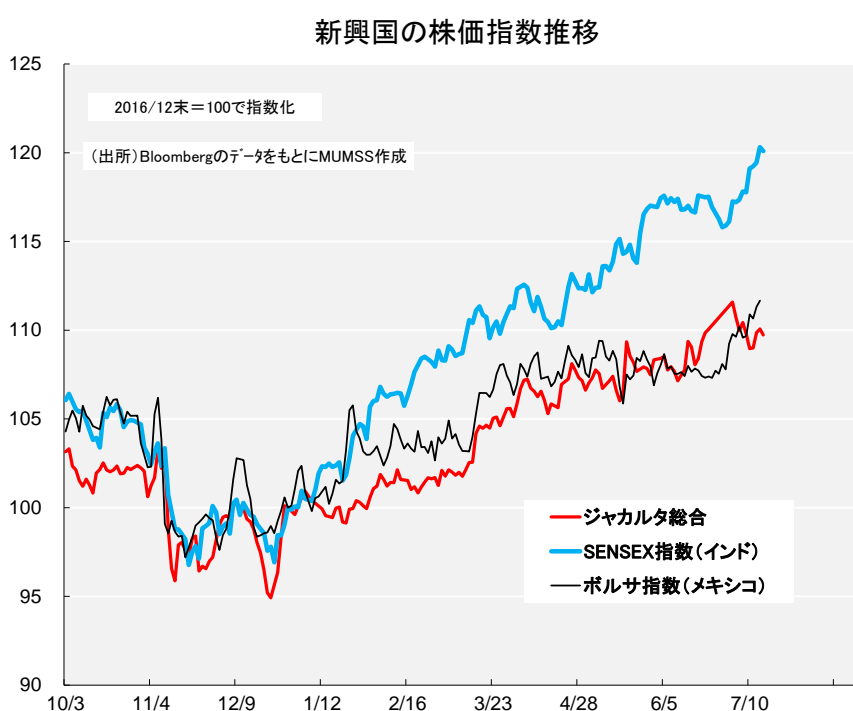
巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

## ストラテジー

### 好パフォーマンスの新興市場

米国株以上に、強い動きを見せているのがエマージング市場の株式だ。年初来のパフォーマンスは、インドSENSEX指数が+20.32%と史上最高値を更新している。モディ首相の経済構造改革路線は軌道に乗っており、IMF（国際通貨基金）の見通しでは7%台の高成長が続く。原油輸入国のインドにとっては、原油下落も追い風にもなる。通貨ルピーも落ち着いた動きだ。政治・通貨の安定、高成長はインドネシアにも通じる要素で、ジャカルタ指数も史上最高値更新、年初来で+10.07%の上昇だ。意外なのはメキシコで、トランプ大統領に散々威嚇されたにもかかわらず、通貨ペソ・株価共に堅調である。メキシコ・ペソは、1/11には1ドル=22.0ペソの安値をマークしていたが、7/13には17.6ペソにまで約2割の上昇だ。トランプ政権の混迷が顕在化するにつれて、ペソ高の様相が強まっているのは皮肉な展開だ。ボルサ株価指数も年初来+11.67%の上昇で、史上最高値を更新している。やはり、こうした好パフォーマンスの背景には、FRBの緩慢な引き締め政策があるものと思われる（7/13時点）（グラフ5）。米長期金利急騰の事態を招けば、一番ダメージを受けるのは新興国である。2013年5月には、バーナンキ前FRB議長が量的緩和策の段階的縮小を示唆して、「テーパー・タントラム」と呼ばれる大混乱が起き、エマージング諸国の株式・為替市場は急落した。ブラジルを例にとると、ボベスパ株価指数は2013年1月高値63,472から7/5安値44,107まで▲30.5%下落し、通貨リアルも同年3月高値1ドル=1.941リアルから8/21安値2.454リアルまで▲26.4%の下落だ（グラフ6）。つまり、短期間の内に、株価・通貨合計で5割を超える減価となった。他の新興国も同工異曲の展開で、米国の金融引き締めのインパクトは甚大だった。したがって、FRBは極めて慎重に引き締め策を遂行している。バランス・シートの縮小を、当初は100億ドルペースの僅少な額に設定したのも、この「テーパー・タントラム」の教訓があるようだ。

(グラフ5)  
史上最高値を更新する  
新興国の株価指数

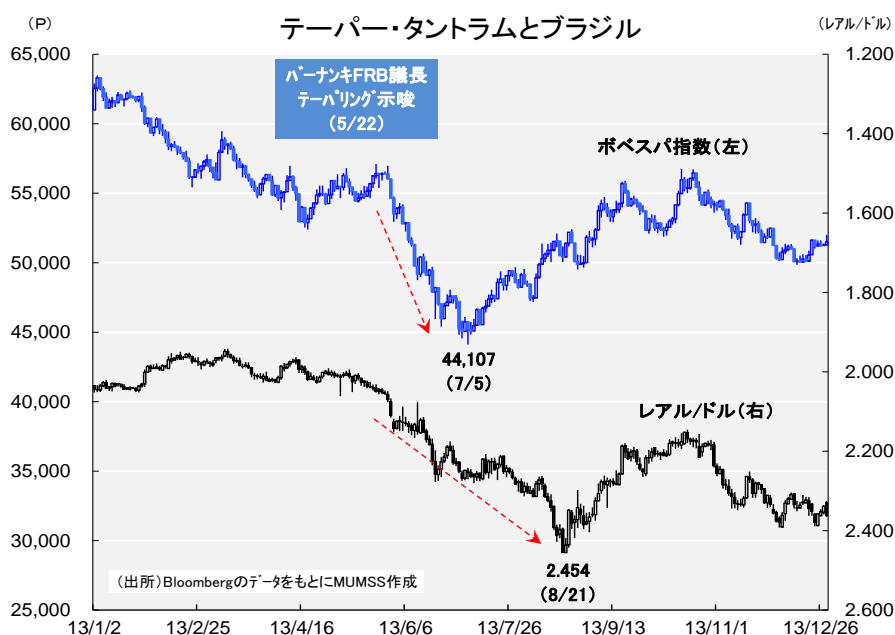


巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。



## ストラテジー

(グラフ6)  
「テーパー・タントラム」の教訓から  
慎重な引き締めに動くFRB



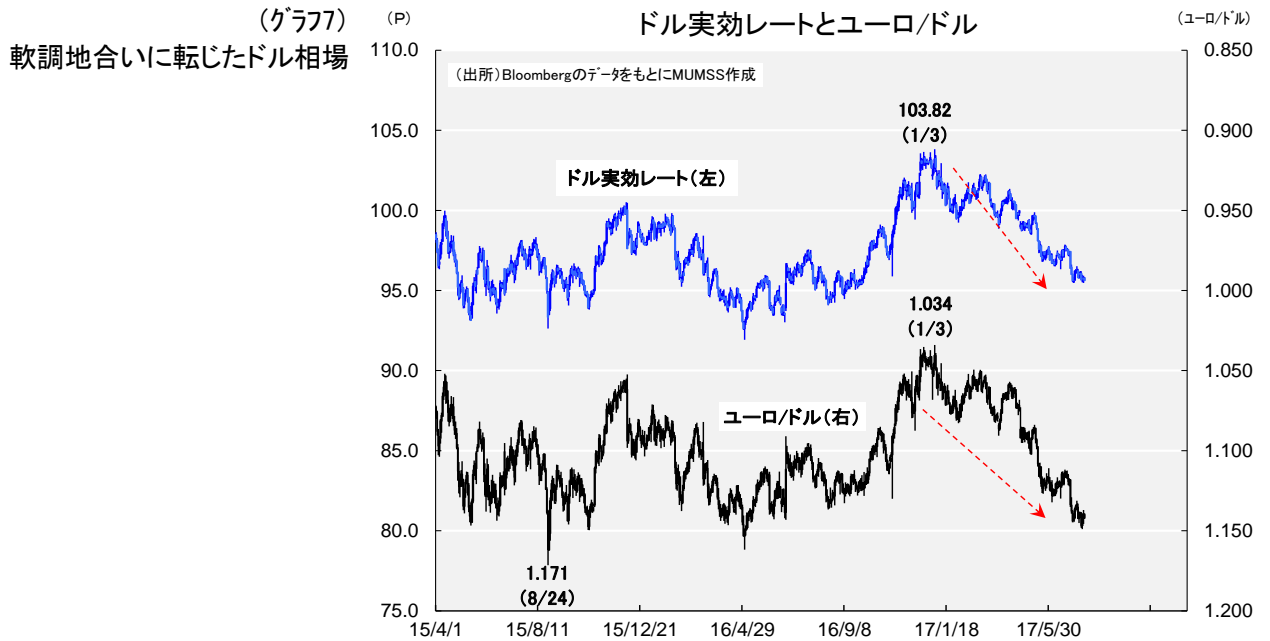
### 為替相場はドル安で反応

為替相場では、イエレン議会証言に対してドル安で反応した。米長期金利が目先的に反落、中長期的に見ても上昇は限定的と見れば、ドル安となるのは自然な流れだ。ICEのドル実効レート(インターコンチネンタル取引所。ユーロ、円、ポンド、カナダドル、スウェーデン・クローナ、スイスフランの6通貨が対象)は、今年1/3高値103.82から7/13安値95.46まで約8%下落している。昨年大統領選の11/9からの「トランプ・ラリー」は全値押しで、スタート地点も下回ってしまった。ユーロ/ドル相場も、1ユーロ=1.15ドルを視野に置き始めている。昨年5月高値1.161ドルや、2015年高値1.171ドルも射程圏との見方も出ている(グラフ7)。ECBが量的緩和策の出口に向かうと見れば、妥当な相場観と言えよう。さらには、政治リスクの後退と南欧金融機関の債務問題に抜本的な対策が採られ始めたことも、支援材料となろう。3月オランダ総選挙、5月仏大統領選で極右ポピュリズムが破れ、秋に予定されている独総選挙でもメルケル首相率いるCDU(キリスト教民主同盟)が圧勝の気配だ。年初の最大の懸念であった欧州政治リスクは矮小化している。経営危機に直面したスペインのバンコ・ポピュラーレ・エスパニョールは、最大手のサンタンデルに買収され、イタリアのベネト州の銀行2行も国内破産法による清算に向かっている。2~3年前ならば、市場が大きく動揺した不良債権問題も、極めて冷静なうちに進捗を始めた。ベネト州の2行でも、邦貨換算で2兆円を上回るコストと報じられているが、むしろ積年の課題にメスが入ったことを歓迎するムードが強い。となれば、ユーロの復権を読む投資家が増えるのも至極当然であろう。

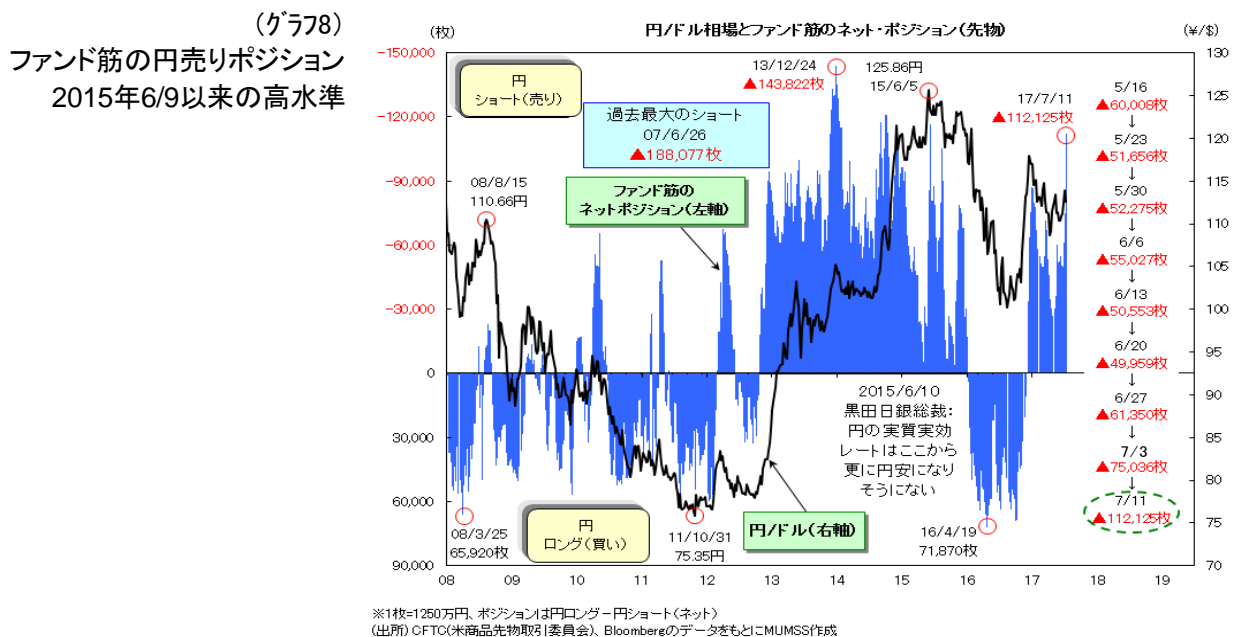
### 投机筋は円売りポジションの巻き戻し?

日本の相場への影響は、やや複雑である。日銀が超緩和策の墨守を宣言するが如き「指値オペ」を実行して以来、為替相場でも円安傾向に弾みがついていた。ドル/円相場は、6/14の1ドル=108.8円から7/11には114.4円まで円安が進行した。5/10の114.3円をブレイクしただけに、一段の円安加速を読む向きもあった。CFTC(米商品先物取引委員会)が発表しているヘッジファンドの先物ポジションは、7/11時点で▲112,125枚まで円売りが

ストラテジー



積み上がっていた。4/25のボトム▲26,869枚からは▲85,256枚の円売りである。この高水準の売り越しは、2015年6/9の▲116,286枚以来のものだ(グラフ8)。同年6/5には、1ドル=125.8円の円安ピークをマークしていた。今回の114円乗せにも、投機筋の影響がいかにか大きかったことを如実に表している。そこに、イエレン議会証言である。今度は一気に巻き戻して、ドル/円相場は一時112円台突入となった。いったん利益確定売りが出た後に、再び115円を目指す可能性も残っているが、米長期金利の動向がカギを握っている。6月米雇用統計以来、急速な円安進行が日経平均を再び2万円台に回帰させたが、為替面からの支援が受け難くならう。

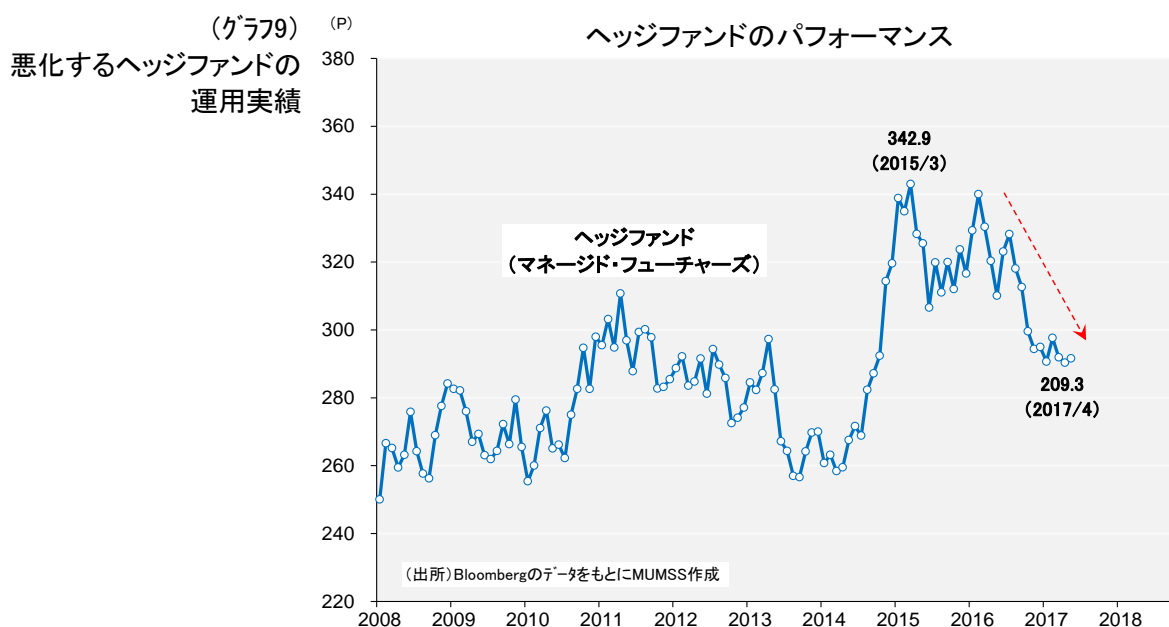


巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

## ストラテジー

### 成績不振から短期トレードに 走る投機筋

日本株への影響度の大きさでは、米株式動向とドル/円相場が二大要因である。世界の中銀が、金融引締めか、少なくとも出口に向かう動きを示している中でも、日銀は断固として超緩和策を維持している。この中銀のスタンス格差、金利格差から見れば、長期的に円安シナリオを構築するのは容易だ。ただし、今回のイエレン証言は、FRBの利上げ回数・期間ともに、限定的に留まる可能性を示唆している。再び1ドル=120円に迫るシナリオを語るのは容易だが、従来に比べると、そのハードルは高くなっているとの解釈が必要だろう。短期的に見た場合、ヘッジファンドの動きがより刹那的になっている点にも注意が必要だ。通貨だけではなく、株式、コモディティ相場でも同様だが、一つのストラテジーにベットする期間が、より短期化しているように思える。その背景には、運用パフォーマンスの悪化があるようだ。特に、ヘッジファンドの運用形態別のパフォーマンスを見ると、マネージド・フューチャーズ(世界の多種多様な先物でポートフォリオを構築)の劣化が著しい。クレディ・スイスのヘッジファンド指数では、マネージド・フューチャーズの年初来パフォーマンスは、5月末時点で僅か+1.13%と、かろうじてプラスを維持している状況だ。月間成績を見ても、1月▲1.45%、2月+2.39%、3月▲1.91%、4月▲0.54%、5月+0.43%と芳しくない(グラフ9)。素直にパッシブ運用による株式インデックス投信にでも投資していた方が、余程パフォーマンスを稼げているのだ。成績不振となれば、パフォーマンス欲しさのために、必然的に短期志向のトレードに走ることになる。為替でも、「掌返し」の短期トレードの横行には注意すべきであろう。



### 外国人は様子見姿勢が強い

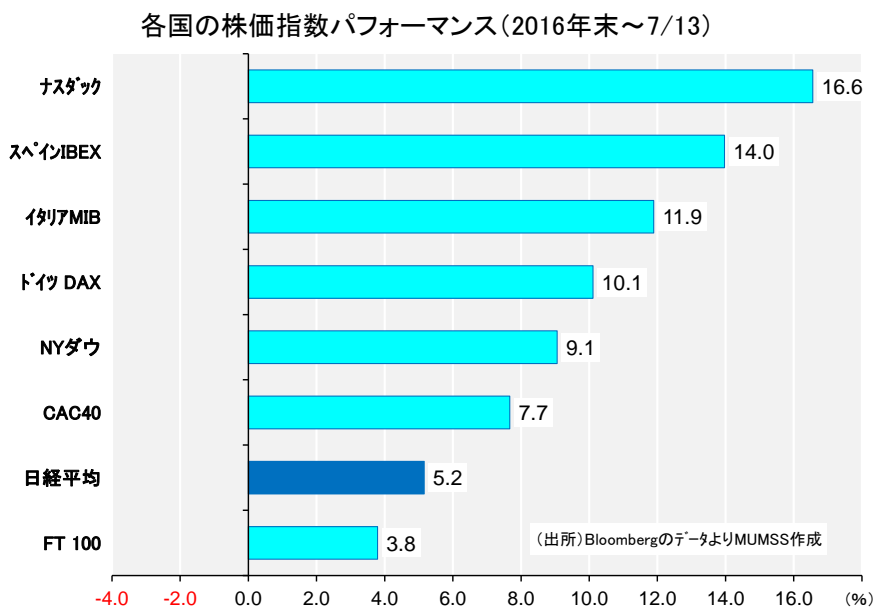
東京株式市場でも、一時はアルゴリズム売買で兜町を席卷していた欧州系A証券の先物売買のロットが、急速にシュリンクしている。全盛期には、日経先物の売買シェアで3~4割を占めていたが、今では株式先物の日中出来高で、欧州系B証券の売買シェアを下回る日も珍しくはない。もちろん、株式先物の薄商いが恒常化していることも背景にある。日経平均先物の日中出来高は、7/10~13まではいずれも2万枚台で推移している。膠着感の



ストラテジー

強い日本株に、魅力を感じなくなっているのかもしれない。既述のエマージング市場の好パフォーマンスと比較すると、日経平均の年初来上昇率は+5.16%で見劣りするの事実だ。先進国との比較でも、米ダウ工業株30種平均+9.06%、ナスダック総合指数+16.56%、独DAX指数+10.11%等、日経平均の劣後が目立つ(7/13時点。為替考慮なし)(グラフ10)。東証の投資主体者別売買動向でも、外国人は4~5月に1兆9,546億円の買い越しを見せた後、6月は▲2,397億円の売り越し、7月第1週も僅か▲15億円の売り越しと動きが止まっている(表2)。春相場で日本株のウェイトを高めた後は様子見姿勢で、しばらくは膠着感の強い展開となろう。

(グラフ10)  
見劣りする日本市場の  
パフォーマンス



(表2)  
外国人の買い越し  
4~5月で一巡

●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	
			生損保	金融機関 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	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
	5月	11,990	-637	-973	-1,532	1,854	-2,692	916	-11,738
	6月	-2,397	-440	-646	2,365	2,138	-3,240	2,150	-5,348
週間 動向	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3週	-92	-300	-99	1,259	252	-851	141	-2,331
	6月4週	115	-1	-315	1,616	-128	-235	249	-1,765
	7月1週	-15	-16	-132	2,124	376	471	537	-1,247
7月1週 売買シェア		66.5%	0.2%	0.1%	3.7%	1.1%	3.1%	15.4%	8.3%

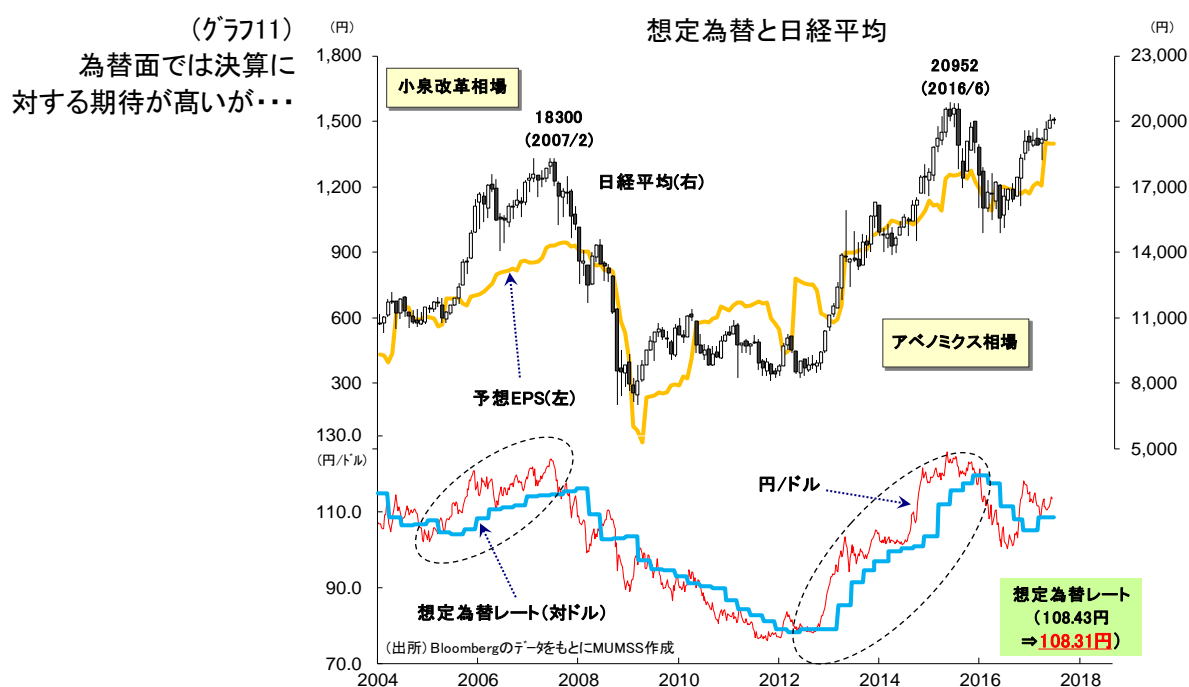
(出所) JPX(日本取引所グループ)のデータをもとに、MUMSS作成

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

### 2月決算銘柄の示唆は重要

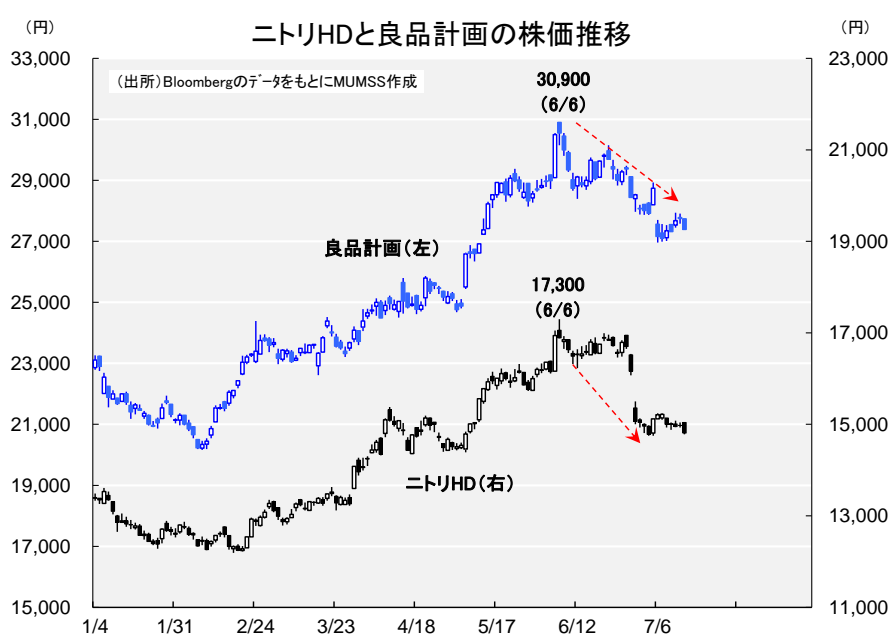
米国は決算発表シーズン突入となり、日本も遅れて業績に敏感な季節に入る。決算発表が膠着相場を打破すると見る向きも多いことだろう。6月日銀短観による大企業・製造業の想定為替レートは、1ドル=108.31円であり、外需産業中心に上方修正期待が強い(グラフ11)。ただし、注意を要するのは、3月決算企業に先行する形で発表された2月決算企業の株価動向が、どうも芳しくないことだ。優良専門店の「三羽鳥」として、外国人や国内機関投資家にも評価の高かった、しまむら、ニトリHD、良品計画は、いずれも決算発表後に急落してしまった。しまむらのように、既存店売上高の鈍化といった明瞭な悪材料があれば別だが、ニトリHDや良品計画は、細かく見れば一部の期待を下回ったという側面はあるが、全般的にはそれほど「悪決算」という内容でもなかった。しかし、決算発表後の株価の方は、ニトリHDが6/29に1,090円安・▲6.75%、良品計画も7/6に1580円安・▲5.50%と急落してしまった(グラフ12)。それも、過剰反応による一過性であれば良いが、この決算発表後の急落以降、いずれも冴えない相場展開が継続している。株価のトレンドに、明確な「断層」が現れてしまったのだ。共通するのは、低迷する小売業の中でも、傑出したビジネス・モデルを評価され、株価が長期の上昇トレンドを描いていたことだ。決算の好悪にかかわらず、決算発表を格好の利益確定売りのタイミングと待ち構えていた向きが、少なくなかったことを示唆している。7/13に発表されたファーストリテイリングの決算でも、国内事業の鈍化を嫌気されて4%を超える大幅下落となった(グラフ13)。つまり、事前予測を大幅に上回るポジティブ・サプライズであれば良いが、「予想通り好調」、あるいは「好調も一部強気筋の予想を下回った」となった場合には、上記の銘柄群と同様な反応となるケースも否定できない。特に、長期の上昇トレンドを描いてきた銘柄群には、注意が必要と思われる。決算発表の好悪によって株価の強弱が鮮明化するが、必ずしも株価指数全体を押し上げることにはならない点を留意したい。



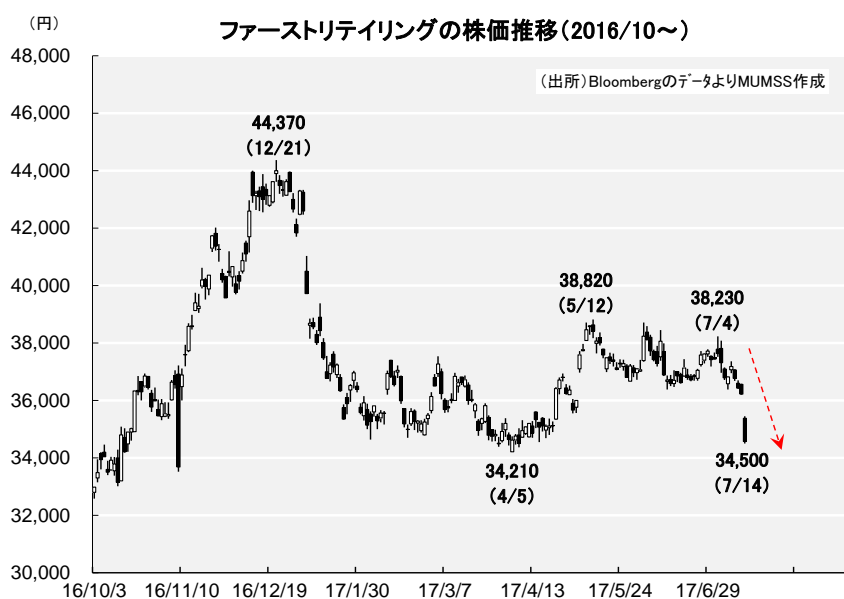
巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

## ストラテジー

(グラフ12)  
決算発表を挟んで調整となった  
ニトリHD、良品計画



(グラフ13)  
決算悪で年初来安値に  
接近したファーストリテイリング



### ポートフォリオの整備に充てる局面か

どうも、想定外の新たな材料が出ない限り、短期的には株価指数が大きく動く可能性は低いように思える。依然、ドル/円相場に振り回される展開が続くことになりそう。つまり、米長期金利の動向が、従来以上に日本株にも大きなインパクトを与えよう。ただし、ウォール・ストリートの投資家には届いていないが、イエレン議長の「米国株のバリュエーションは歴史的なレンジの上限にある」との警告を忘れないようにしたい。円安のモメンタムが、やや弱まって、堅調な米株価に変化が訪れた場合、日本株には相応の調整が訪れることになりそう。この保ち合い相場は、上昇が目立つ銘柄のウェイトをカナで削るように落とし、ポートフォリオの整備に充てる局面と考える。買いのタイミングは、まだ先と想定している。

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
- 当社のリサーチ関連部署に在籍する職員は株式会社デンソーの社外監査役を兼任しております。当該社員は株式会社デンソー並びに同社の同業他社・仕入先・販売先企業等のレポートの作成には関与しません。

### (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