

2020年6月15日

コロナショックで強まる運用難、 世界を彷徨う運用難民 — 二番底を不安視（期待）するがコロナバブル拡大も

岡三グローバル・リサーチ・センター理事長
エグゼクティブエコノミスト 高田 創

■ コロナショックも加わり
世界的に金利水没が広がる

世界に広がる金利水没

当TODAYではこれまで世界的な「金利水没（マイナス金利）」を何度か紹介してきた。以下の図表は、金利水没を示す金利水没マップである。コロナショックも加わり、世界的に水没範囲が広がり増している。昨年まで、先進国のなかで日欧は水没であった一方、英米を中心としたアングロサクソンの国々は水没とは一線を画す状況にあった。しかし、今年、アングロサクソンの米英もマイナス金利政策に向かうとの観測まで生じている。米国の政策金利は今年3月にすでにゼロ近傍まで低下し、英国の政策金利も史上最低の0.1%まで引き下げられている。米英はまだ本格的な「水没」にまでは至っていないが、金利水没マップ上は広範囲に色が付きだ

世界の金利水没マップ

| | 1年 | 2年 | 3年 | 4年 | 5年 | 6年 | 7年 | 8年 | 9年 | 10年 | 11年 | 12年 | 13年 | 14年 | 15年 | 20年 | 30年 | 40年 |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| スイス | -0.44 | -0.66 | -0.62 | -0.56 | -0.53 | -0.50 | -0.45 | -0.41 | -0.34 | -0.30 | -0.27 | -0.24 | -0.20 | -0.17 | -0.14 | -0.10 | -0.14 | |
| ドイツ | -0.57 | -0.62 | -0.63 | -0.60 | -0.57 | -0.54 | -0.45 | -0.43 | -0.36 | -0.33 | -0.28 | -0.24 | -0.19 | -0.14 | -0.09 | -0.03 | 0.16 | |
| オランダ | -0.52 | -0.57 | -0.54 | -0.51 | -0.45 | -0.39 | -0.33 | -0.27 | -0.20 | -0.13 | -0.12 | -0.10 | -0.09 | -0.07 | -0.06 | 0.12 | 0.19 | |
| デンマーク | -0.51 | -0.46 | -0.43 | -0.40 | -0.38 | -0.34 | -0.30 | -0.27 | -0.22 | -0.17 | -0.13 | -0.08 | -0.03 | 0.01 | 0.06 | 0.10 | | |
| フィンランド | -0.50 | -0.51 | -0.47 | -0.45 | -0.37 | -0.33 | -0.24 | -0.16 | -0.12 | -0.08 | -0.03 | 0.02 | 0.07 | 0.13 | 0.18 | 0.25 | 0.40 | |
| オーストリア | -0.43 | -0.49 | -0.47 | -0.44 | -0.37 | -0.29 | -0.25 | -0.18 | -0.11 | -0.05 | 0.00 | 0.04 | 0.08 | 0.12 | 0.16 | 0.23 | 0.43 | |
| 日本 | -0.16 | -0.15 | -0.14 | -0.12 | -0.10 | -0.09 | -0.08 | -0.05 | 0.00 | 0.02 | 0.06 | 0.11 | 0.15 | 0.19 | 0.23 | 0.37 | 0.54 | 0.56 |
| フランス | -0.48 | -0.54 | -0.50 | -0.46 | -0.38 | -0.29 | -0.19 | -0.12 | 0.01 | 0.08 | 0.12 | 0.16 | 0.20 | 0.24 | 0.28 | 0.55 | 0.78 | |
| スウェーデン | -0.23 | -0.28 | -0.25 | -0.21 | -0.18 | -0.14 | -0.10 | -0.04 | 0.02 | 0.09 | 0.20 | 0.32 | 0.35 | 0.37 | 0.40 | 0.53 | | |
| アイルランド | -0.57 | -0.45 | -0.37 | -0.31 | -0.23 | -0.13 | -0.02 | 0.05 | 0.09 | 0.13 | 0.20 | 0.28 | 0.36 | 0.43 | 0.51 | 0.57 | 0.85 | |
| スペイン | -0.36 | -0.38 | -0.31 | -0.20 | -0.05 | 0.14 | 0.34 | 0.41 | 0.53 | 0.69 | 0.76 | 0.82 | 0.89 | 0.95 | 1.02 | 1.24 | 1.52 | |
| ポルトガル | -0.38 | -0.31 | -0.18 | -0.12 | 0.13 | 0.21 | 0.37 | 0.46 | 0.53 | 0.65 | 0.70 | 0.75 | 0.80 | 0.85 | 0.90 | 1.10 | 1.47 | |
| 英国 | 0.04 | -0.05 | -0.01 | -0.01 | 0.02 | 0.03 | 0.08 | 0.13 | 0.21 | 0.27 | 0.32 | 0.38 | 0.40 | 0.43 | 0.45 | 0.59 | 0.66 | 0.57 |
| カナダ | 0.29 | 0.28 | 0.28 | 0.33 | 0.39 | 0.39 | 0.40 | 0.45 | 0.51 | 0.57 | 0.60 | 0.64 | 0.67 | 0.71 | 0.75 | 0.93 | 1.12 | |
| 米国 | 0.19 | 0.18 | 0.22 | 0.28 | 0.34 | 0.45 | 0.56 | 0.63 | 0.69 | 0.75 | 0.80 | 0.86 | 0.91 | 0.97 | 1.02 | 1.30 | 1.52 | |
| ノルウェー | 0.09 | 0.19 | 0.27 | 0.35 | 0.42 | 0.49 | 0.56 | 0.63 | 0.69 | 0.76 | | | | | | | | |
| 豪州 | 0.30 | 0.30 | 0.28 | 0.34 | 0.42 | 0.53 | 0.67 | 0.84 | 0.94 | 1.02 | 1.08 | 1.13 | 1.21 | 1.29 | 1.37 | 1.67 | 1.88 | |
| イタリア | 0.01 | 0.29 | 0.49 | 0.73 | 0.95 | 1.09 | 1.17 | 1.39 | 1.46 | 1.51 | 1.61 | 1.71 | 1.81 | 1.90 | 2.00 | 2.19 | 2.49 | |
| 中国 | 2.10 | 2.23 | 2.32 | 2.42 | 2.52 | 2.68 | 2.85 | 2.85 | 2.85 | 2.85 | 2.89 | 2.93 | 2.97 | 3.01 | 3.04 | 3.23 | 3.62 | |
| インド | 3.78 | 4.33 | 4.56 | 4.98 | 5.42 | 5.60 | 5.90 | 6.05 | 5.98 | 5.77 | 6.24 | 6.33 | 6.29 | 6.18 | 6.44 | 6.49 | 6.59 | |

0%未満
0%以上0.5%未満
0.5%以上1.0%未満
1.0%超

※Refinitivデータより岡三証券作成
※2020年6月10日時点(休場等で同日の値がない国は直近営業日時点)
※一部データは岡三証券推計値

しており、さながら「床下浸水」の状況だ。また、今年は「原油水没」まで生じる有様で、先進国のなかで一定の金利水準を保ってきた資源国のオーストラリアやノルウェーでも金利は低下した。世界的な需要減少に伴い「水没」が各所で生じやすく、金利水没マップ上で色が付いていないのは、中国・インドなどの新興国だけになった。

金利低下とコロナショックで運用難は一層深刻に

世界中の投資家は運用難に苦しむ状況が続き、金利水没のなかで「運用難民」となっているようだ。その結果、炙り出されるようにこれまで投資資金は様々な運用の次元に向かっていた。こうした投資家の生き残り戦略を筆者はかねてからLED戦略（長期・海外・多様）として説明してきた。しかし、今年になって資金の逃げ場が一段と失われた状況だ。コロナショックに伴う金利低下で運用難はより強まった。金利低下に加えて、これまで生き残りのために向かっていたLED戦略の行き先でコロナショックにともない損失が生じたことで運用難の悩みは一層深刻になっている。

■LED戦略の行き先で損失が生じ、運用難は一層深刻に

平時の「LED戦略」、有事の「CDB戦略」

「金利水没」のなかでの対応策として筆者はこれまで「LED戦略」を紹介してきた。LED戦略とは、金利水没下の運用戦略の3次元で、LはLong（長期）、EはExternal（海外）、DはDiversified（多様）である。一方、コロナショックからリスク資産を回避する「質への逃避」が起これ、LEDの逆の動き、緊急避難的な「CDB戦略」も生じた。

平時においてはLED戦略でも、有事では、「L」の次元で

■「質への逃避」の局面では「CDB戦略」が生じる

| LED戦略とCDB戦略 | | |
|---------------------|------------------------|-------------------------------|
| | LED戦略 「平時の対応、攻めの対応」 | CDB戦略 「有事対応（ステイホーム）、守りの対応」 |
| Long – Cash | 長期 Long | キャッシュ Cash |
| External – Domestic | 海外 External、グローバル化 | 自国回帰 Domestic、ドメスティック回帰 |
| Diversified – Basic | 多様化 Diversified、株・不動産 | 基本 Basic、債券（おコメ）回帰 |

（作成）岡三証券

は、キャッシュ（現金）回帰の「C」（Cash）になる。「E」の次元では、自国回帰、脱グローバル化の「D」（Domestic）となりやすい。さらに、「D」の次元では、多様な商品への分散でなく、基本に戻る「B」（Basic）の動きだ。典型的には、株式よりも運用の基本・主食とした債券（おコメ）に流れやすい。

運用難の悩みはなにか

ここで運用難の悩みを改めて整理してみたい。第1は、水没地域、もしくは床下浸水で水没マップに色が付く地域の拡大であり、金利低下に伴う運用利回り全体の低下である。第2は、運用難ではあるものの、従来のようにLED戦略に依存することへの不安が生じたことだ。LED戦略は、低金利のなかの処方箋として、多様なリスクテイクの次元によって代替的な収益を確保する対応策だった。しかし、海外への不安や、企業業績や経済の見通し低下から株・不動産市場への不安が生じ、緊急避難的なCDB戦略も選択肢になった。そこで、運用難ではあるが、運用の方向性を見失う状況が生じた。コロナショックとされる危機的状況ではキャッシュへの回帰、信用収縮が生じ、今年2・3月は一時的に運用を否定する状況を余儀なくされた。金利水没の運用難だからこそ、止む無くLED戦略で一定のリスクテイクを行っていたにもかかわらず、コロナショックでLED戦略のリスクが生じ、一時的に運用すべてが否定される状況になったことへの戸惑いである。

■LED戦略のリスクが生じ、一時的に運用すべてが否定される状況に

平時に戻ればLED戦略に向くが、従来とは異なるLED戦略も

中長期的視点に立ってポートフォリオを構築するには、基本となる「LED戦略」で長期的視野に立った分散が重要になる。ただし、マイナス金利政策によって、従来からの投資の常識である「無リスク資産」が消失し、待機資金として金利・インカムを生む運用手段もない。しかも、コロナショックで一段と金融緩和が強まり、超低金利状態は長期化すると考えられる。6月10日のFOMCでFRBは2022年までのゼロ金利政策の維持の姿勢を示している。一定のコストを背負った資金は何らかの形でインカムを確保せざるを得ない。結局、市場参加者は2・3月の緊急避難的なCDB戦略から、嵐が収まるなか少しでもインカムを享受すべく4月以降、恐る恐る、LEDの次元に運用に戻ってきた。各国の積極的政策対応の結果、まずクレジット市場に資金が戻り、次いで株式市場にも資金が戻った。LED戦略で言えば、「E」、「D」の次元に戻ったことがここ数か月の株式市場中心の戻りを支えた。

ただし、市場参加者の悩みは、このまま元のようにLED戦略を続けていいのかだろう。LED戦略とは長年続いた、自由化、グローバル化、市場化、レバレッジ拡大の潮流のなかで

■何らかの形でインカムを確保せざるを得ない状況は変わらず

の「利回り追求」(yield hunting、search for yield)の慣性を意味した。欧米を中心に高い期待利回りを背負った資金であるだけに、レバレッジも含めた利回り実現のためにもLED戦略も含めた「利回り追求」は不可避だった。しかし、マイナス金利まで金融の拡張が生じたなか、リバーサルレート論など超低金利への副作用も生じていた。

予想以上に相場は戻る可能性があるが、「修正LED戦略」で無理をしない運用に

現在の世界的な運用スタンスは緊急避難的CDB戦略から再び元のLED戦略に戻り、クレジット市場や株式市場を支えている。ただし、現在の状況はコロナショックの二次感染を含め、何かのショックで再び危機モードに戻るかもしれない不安と背中合わせだ。先週の米日の株式市場はその不安が表れたものだ。実体経済では中小企業を中心に倒産リスクが生じ時間差を伴い景況感が下方屈折するリスクもある。再び危機に陥れば、再びCDB戦略に戻る不安を抱える状況だ。それだけに戻り相場ではLED戦略でインカムを享受しつつも、常に、利益を確定する慎重な対応をせざるを得ない。今後は一定の制約付きのLED戦略である「修正LED戦略」にならざるを得ないだろう。コロナショックで売上が2・3割低下をすることを前提に考えれば、7・8割の経済のなかでのキャッシュフロー生成を念頭に置く必要もある。その結果、一定の運用戦略の修正をもたらし、期待収益率の低下も生じうるだけに投資家は投資に対する視線を下げる必要がある。

一方、金融緩和はコロナショック以前に比べ一段と強まっているだけに、戻りかけた局面では上昇圧力が加速されやすい。また、金融緩和が続くと安心感も一段の相場の底入れ要因になるだけに、資産バブルを醸成しやすい状況にある。まさにコロナバブルである。これからの相場環境は、当初の予想以上に上昇が続く可能性はあるが、一度、不安が再燃すれば急な売りに転ずるボラティリティの高まりを覚悟する必要があるだろう。

■ 今後は一定の制約付きの「修正LED戦略」に

VIX指数 (恐怖指数)



■金融機関は市場性の運用の依存度を低下させる必要も

■感染症への備えに対する安心感などからリスク資産は下落しにくい状況に

ボラティリティの高まりで 金融機関は市場運用への依存を抑制に

市場は3月のボトムからはかなり戻ったとはいえ、金融機関はボラティリティ拡大のなかで市場性の運用依存度合いを低下させざるをえないだろう。当TODAYでも先月議論したように、多くの地域金融機関はコロナショックに伴い収益が圧迫される状況にある。市場運用に期待する面も大きいものの、コロナショックに伴うボラティリティ拡大にあって新たなリスクテイクを行うリスク許容度が低下しやすい。市場運用へ依存するとしてもその依存度合いを自ずと抑制的に対応せざるをえない。また、市場運用に依存するなら運用セクションに経営資源を傾けて運用に対する覚悟を示す必要がある。金融機関経営上は基礎的収支の安定を図る面からもリストラクチャリングや市場運用に伴う連携や共同運用等の対応を志向する動きに進みやすく、再編も含め金融機関の経営そのものが問われることになる。

二番底を期待しても二番底は3月ほどに なりにくい、コロナバブル警戒も

一方、運用難のなか3月年度内でやむを得ず、リスク量を減らした投資家は3月末で一定の償却も済ませている。本来、4月以降の新年度では新たに収益を積み上げるべき状況下、運用を再開する前に株式を含めリスク性資産の価格が戻ってしまい、買いそびれた状況にある。しかも、金利が低下したなか、運用難が一段と意識されやすい。そうなると、皮肉にも、「買いたい弱気」、リスク資産が再び下落する局面を期待する二番底狙いの動きも生じている。

今年度を展望すれば感染リスクの再燃の可能性は十分にあるが、市場の反応は3月のような危機状況にはなりにくいだろう。その背景には、依然、ワクチンはないとはいえ、感染症への一定の備えはできたこと。政府の経済対策面でも相応の対応が生じるとの安心感があるからだ。しかも、新年度になって運用ポジションが低下したままで運用圧力が高まっていることを勘案すれば、今後、「期待」される二番底は3月のような水準にはなりにくい。すなわち、大底はすでに付けていると考えることができる。同時に、警戒するのはコロナバブルとも言える資産価格のオーバーシュートだ。

まとめれば、コロナショック後に運用の新常態は、市場の回復はあっても無理をしない「修正LED戦略」で地道にインカムを積み上げることになるだろう。日本では超長期分野の金利が立ちはじめたことも、LED戦略で「L」、長期債に依存する機会を増やすことにつながっている。

重要な注意事項

免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<http://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

地域別の開示事項

日本:

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいたしません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<株式>

- ・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、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、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

<債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

<個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ですが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

<転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、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。

<投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

<信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

香港における本レポートの配布:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

米国内における本レポートの配布:

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみには配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して執行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

その他の地域における本レポートの配布:

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2020年1月改訂)