

特定投資家向け資料

# 国内外の市場動向及び運用資産の概要 ～日本での運用環境に関する論点

---

2021年4月26日

岡三証券

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

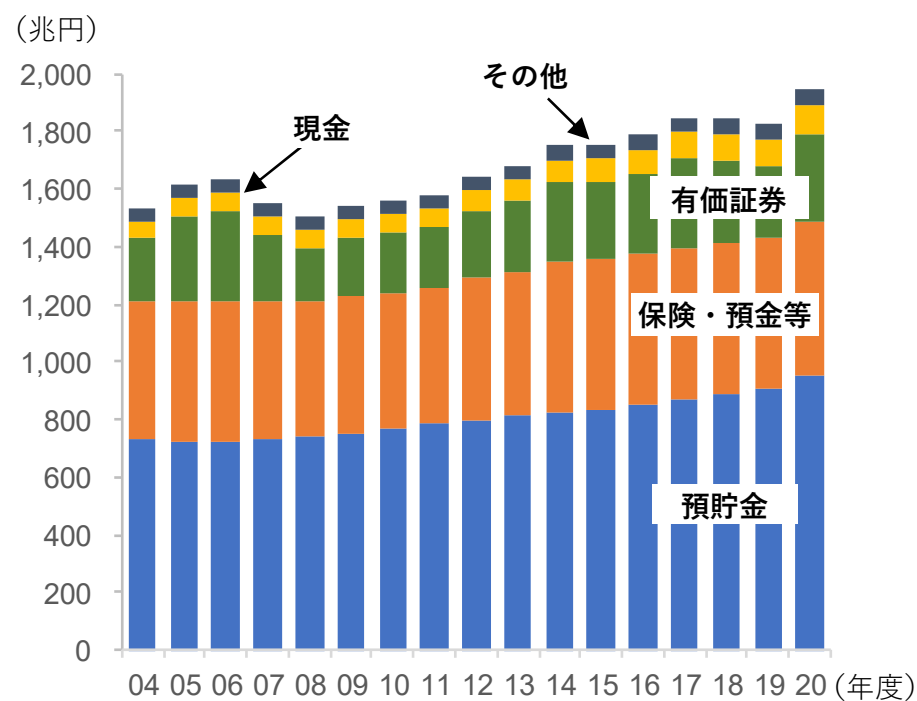
高田 創

---

# 日本ではなぜ資産運用の意識が生じなかったのか

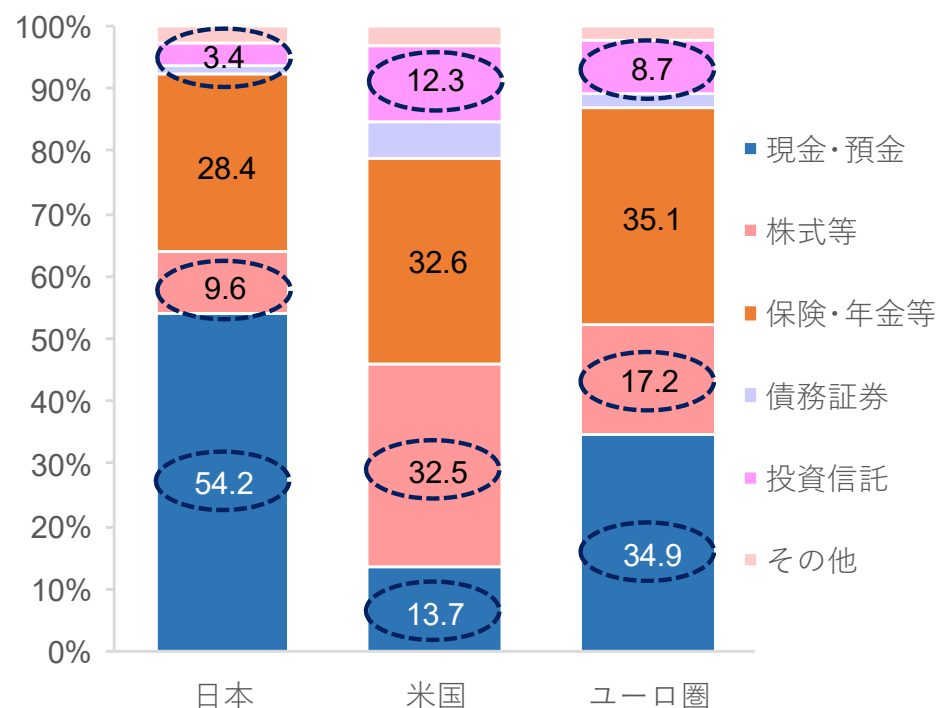
- ❑ 2020年の家計の金融資産は1,948兆円になるが、「貯蓄から投資」の意識醸成されず
- ❑ 日本人の意識か、運用手法に問題があるか、課題はなにか
- ❑ 「貯蓄から投資」とした資産運用のカルチャー定着が必要に

## 家計金融資産残高



(出所) 日本銀行「資金循環統計」、20年度は12月末時点

## 金融資産構成の日米欧比較



(出所) 日本銀行「資金循環の日米欧比較」

# バブル崩壊後「雪の時代」、資産デフレ・円高で資産運用に向かなかった

- ❑ バブル崩壊後の「雪の時代」は資産デフレと超円高で資産運用に向かない局面
- ❑ 資産デフレと円高の長期継続で、円の現預金保有の運用スタイル定着に
- ❑ 資産デフレの「持たない経営」と円高の「リストラ経営」のなか、縮小均衡・悪循環も継続
- ❑ アベノミクス・黒田異次元緩和以降、円安・株高の好循環に戻る状況

## 日経平均とドル円相場

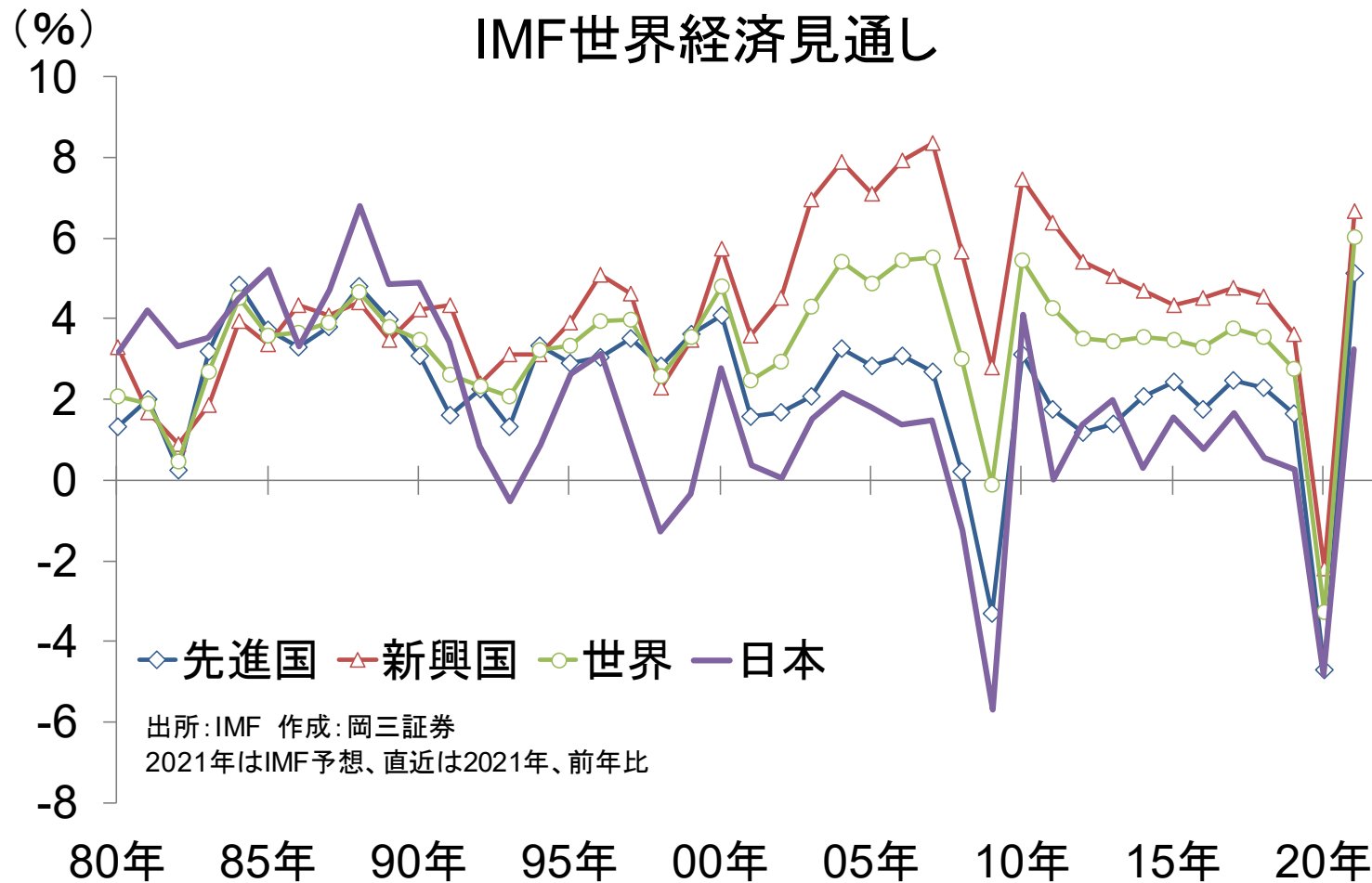


(作成) 岡三証券、週次、直近は4月9日

# 世界経済での日本の低迷期

- バブル崩壊後、世界経済のなかで日本は低成長が続いたことも資産運用への逆風に
- 漸く、海外と乖離した低成長は修正に

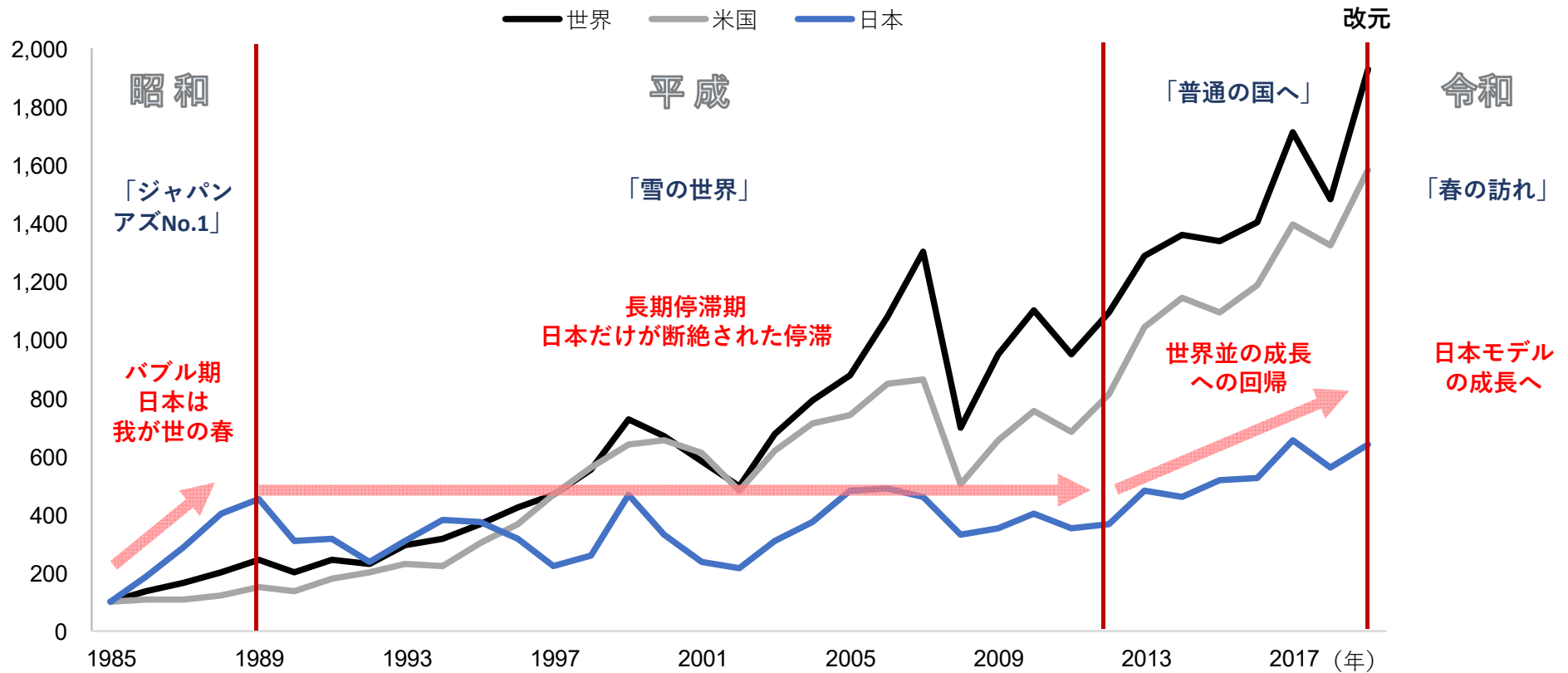
## 世界経済成長率



# バブル崩壊以降の「雪の時代」に転換の兆しも

- 1980年代の昭和の高成長、90年代以降の「雪の時代」が続いたなか、アベノミクス以降、令和で期待も
- 海外の安定した成長の中で、日本だけが断絶された停滞は転換に

## 株式時価総額の推移



(出所) WFE (国際取引所連合)、世界銀行  
※1985年末=100として指数化

# コロナショックでも世界経済は堅調になり安心感も

- 世界経済は年後半に向け米国・中国中心に再び見通しが上方修正
- 内外の高圧経済に伴う「資産効果」からしり上がりに回復も

## 世界経済見通し総括表

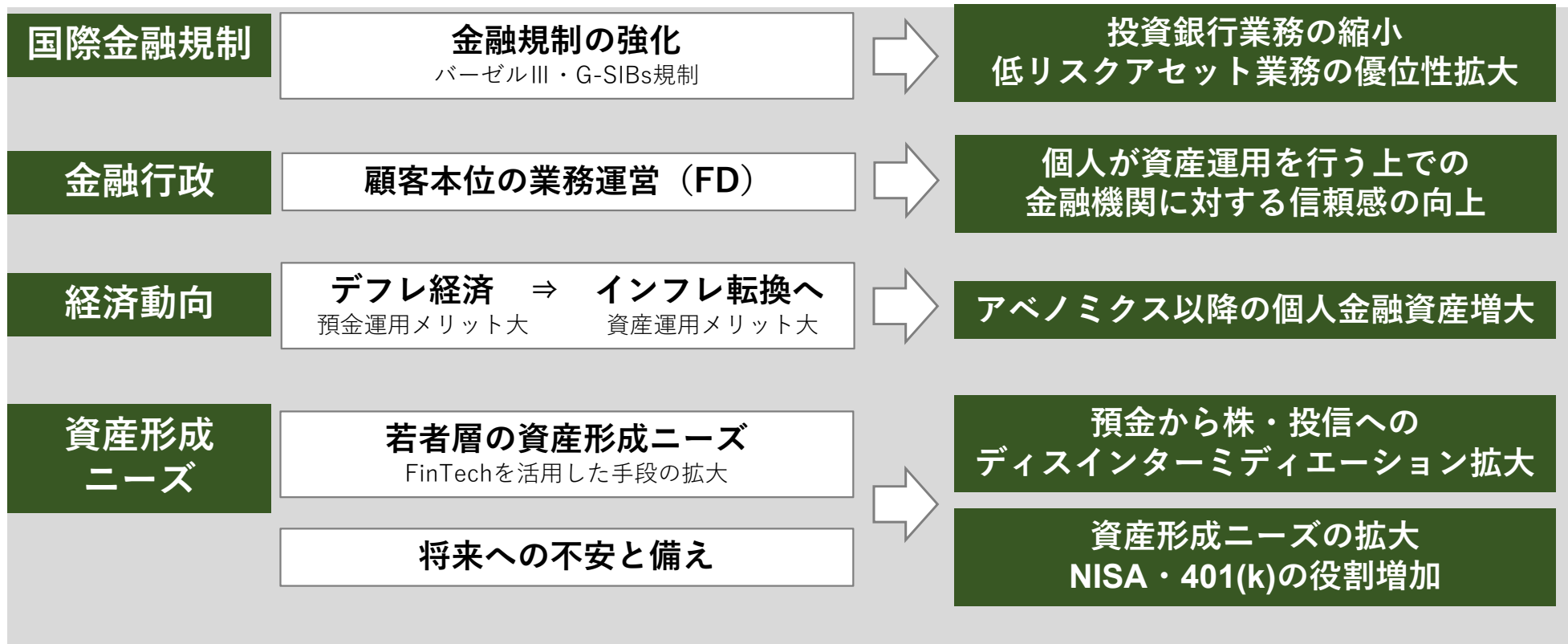
	2019年	2020年	2021年	2022年	2021年	2022年	2021年	2022年
					(1月予測)		(1月予測との比較)	
世界全体	2.8	▲ 3.5	6.0	4.4	5.5	4.2	0.5	0.2
先進国	1.6	▲ 4.9	5.1	3.6	4.3	3.1	0.8	0.5
米国	2.2	▲ 3.4	6.4	3.5	5.1	2.5	1.3	1.0
ユーロ圏	1.3	▲ 7.2	4.4	3.8	4.2	3.6	0.2	0.2
英国	1.4	▲ 10.0	5.3	5.1	4.5	5.0	0.8	0.1
日本	0.3	▲ 5.1	3.3	2.5	3.1	2.4	0.2	0.1
アジア・新興国	5.4	▲ 1.1	8.6	6.0	8.3	5.9	0.3	0.1
中国	6.0	2.3	8.4	5.6	8.1	5.6	0.3	0.0
インド	4.2	▲ 8.0	12.5	6.9	11.5	6.8	1.0	0.1
ASEAN5	4.9	▲ 3.7	4.9	6.1	5.2	6.0	▲ 0.3	0.1
ブラジル	1.4	▲ 4.5	3.7	2.6	3.6	2.6	0.1	0.0
メキシコ	▲ 0.1	▲ 8.5	5.0	3.0	4.3	2.5	0.7	0.5
ロシア	1.3	▲ 3.6	3.8	3.8	3.0	3.9	0.8	▲ 0.1
原油価格 (WTI\$/bbl)	\$56.99	\$39.17	\$58.89	\$56.74	—	—	—	—

出所：IMF、EIA（米エネルギー情報局）、2021・2022年は予測値

# 資産運用に必要な、①市場要因、②制度サポート、③履歴効果

- 「貯蓄から投資」に必要な、①市場での成功体験、②資産運用に向く制度要因、③資産運用に向けた履歴要因
- 日本に必要な、追い風環境の定着としての履歴要因

## 日本における資産運用ビジネスの拡大

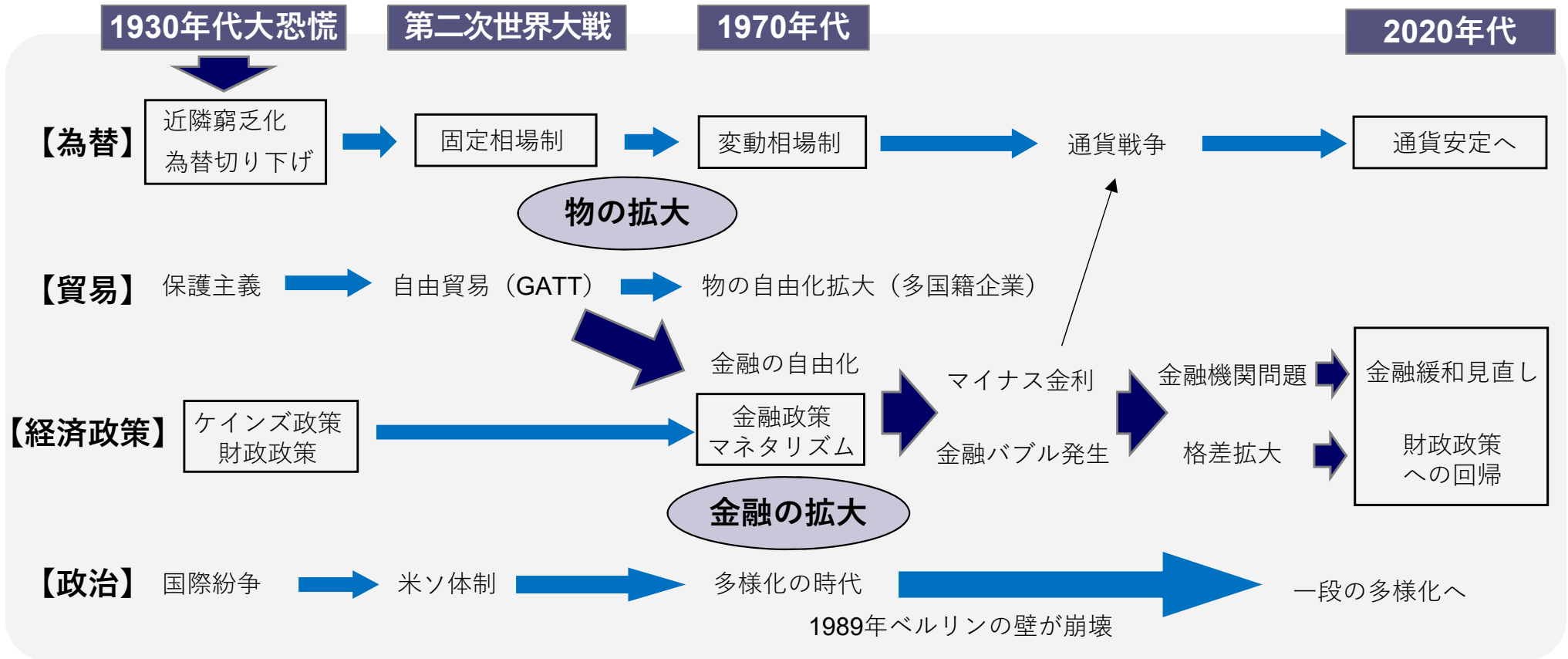


日本における資産運用ビジネス拡大へ

(作成) 岡三証券

# 40年サイクル、金融政策全盛・グローバル化の節目の可能性

## 70年代以降に進んだ市場化・グローバル化のプロセス



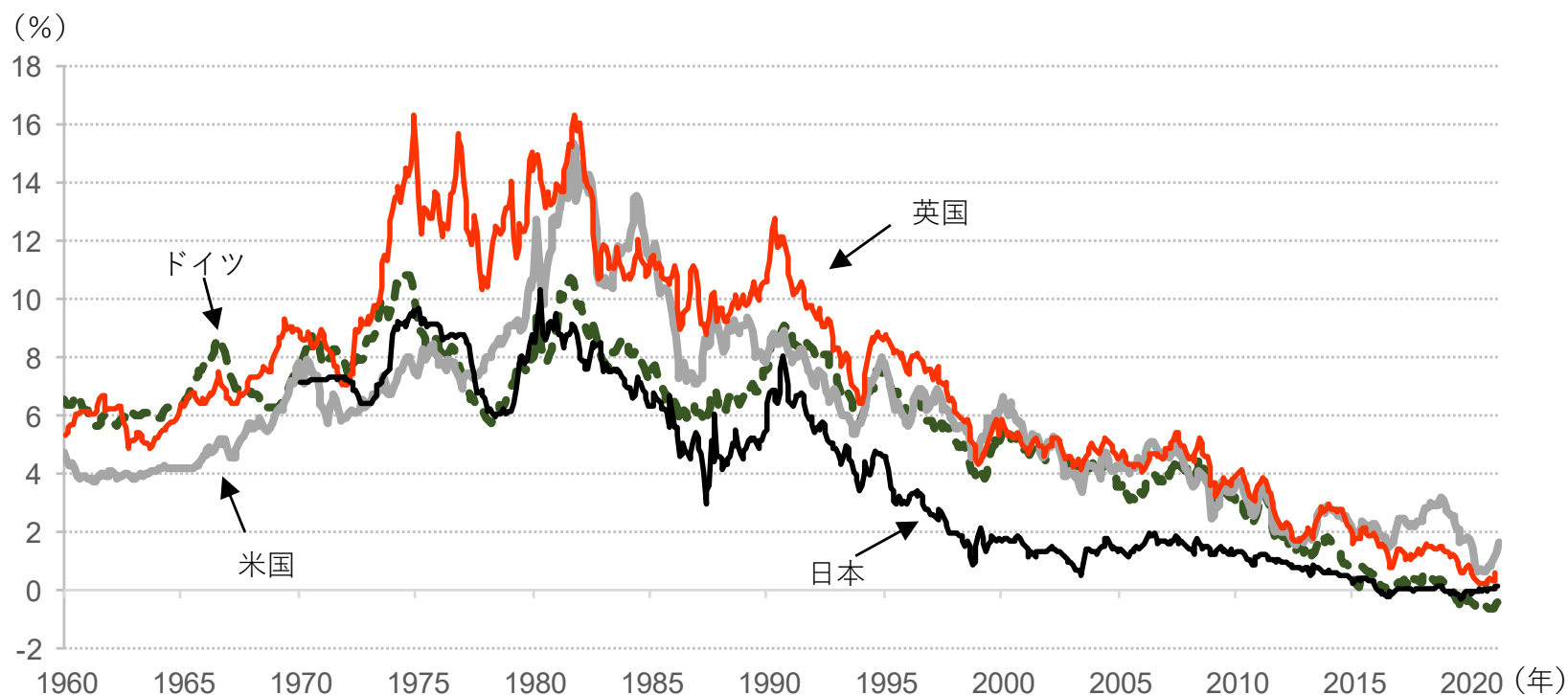
(作成) 岡三証券



# 長期金利の趨勢的な低下、40年サイクルの底入れも

- ❑ 主要先進国の長期金利は、1970年代後半から80年代前半をピークに40年近い長期的低下トレンド
- ❑ 1930年代後半ー70年代後半、1970年代後半ー2020年代の「40年サイクル」の節目にある可能性
- ❑ 財政重視の潮流やグローバル化見直し、マイナス金利の副作用で金利底入れの可能性も

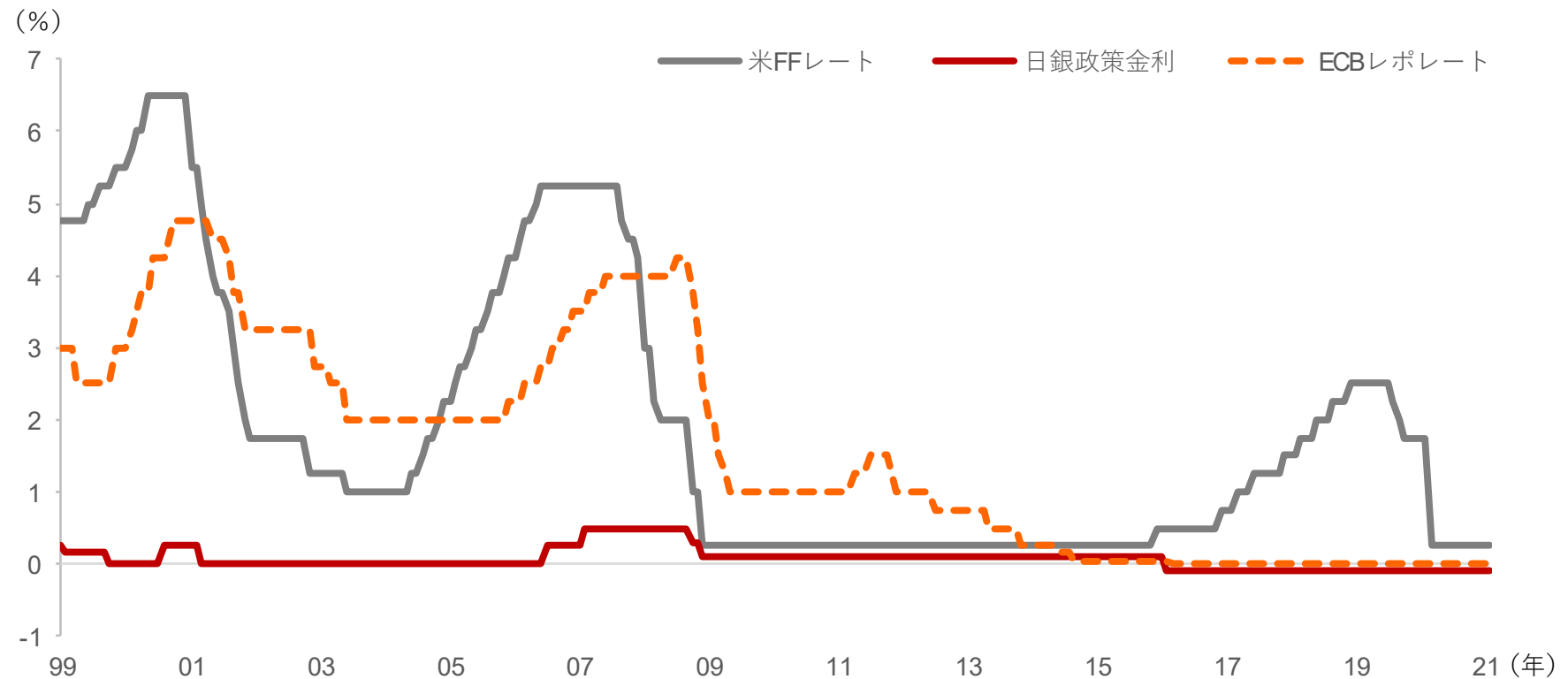
## 主要国の長期金利の推移



(出所) OECD、日本の1988年12月以前はRefinitiv  
※10年国債利回り、月次、直近は21年3月（英国は21年2月）

# 変動相場制下、日米欧中央銀行の政策連動、世界的超低金利も節目

## 日米欧政策金利の推移

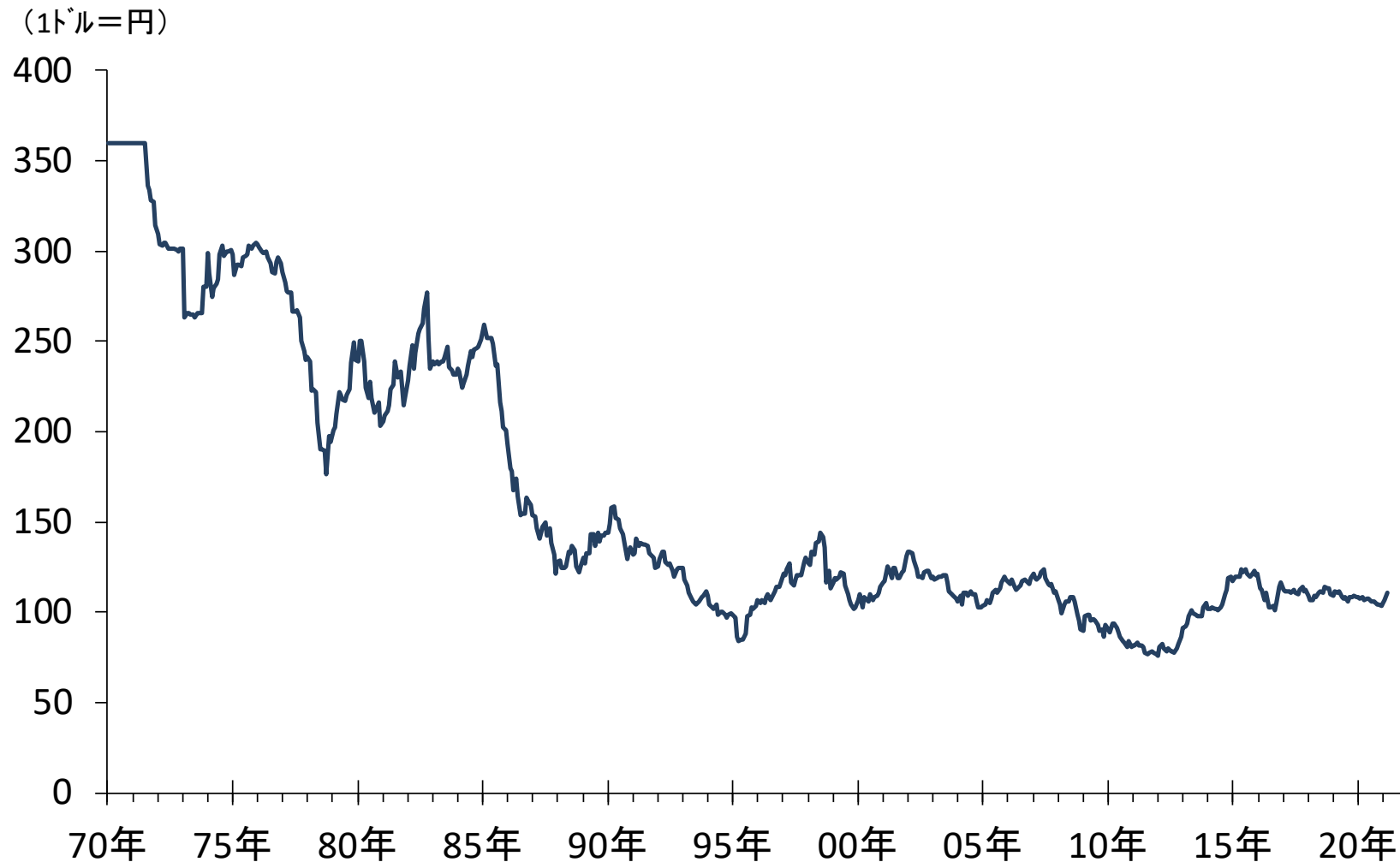


(出所) Refinitiv、月次、直近は21年2月

# ドル円相場は円高推移が続いたが

□ ドル円相場での円高傾向は底入れに

## ドル円相場の推移

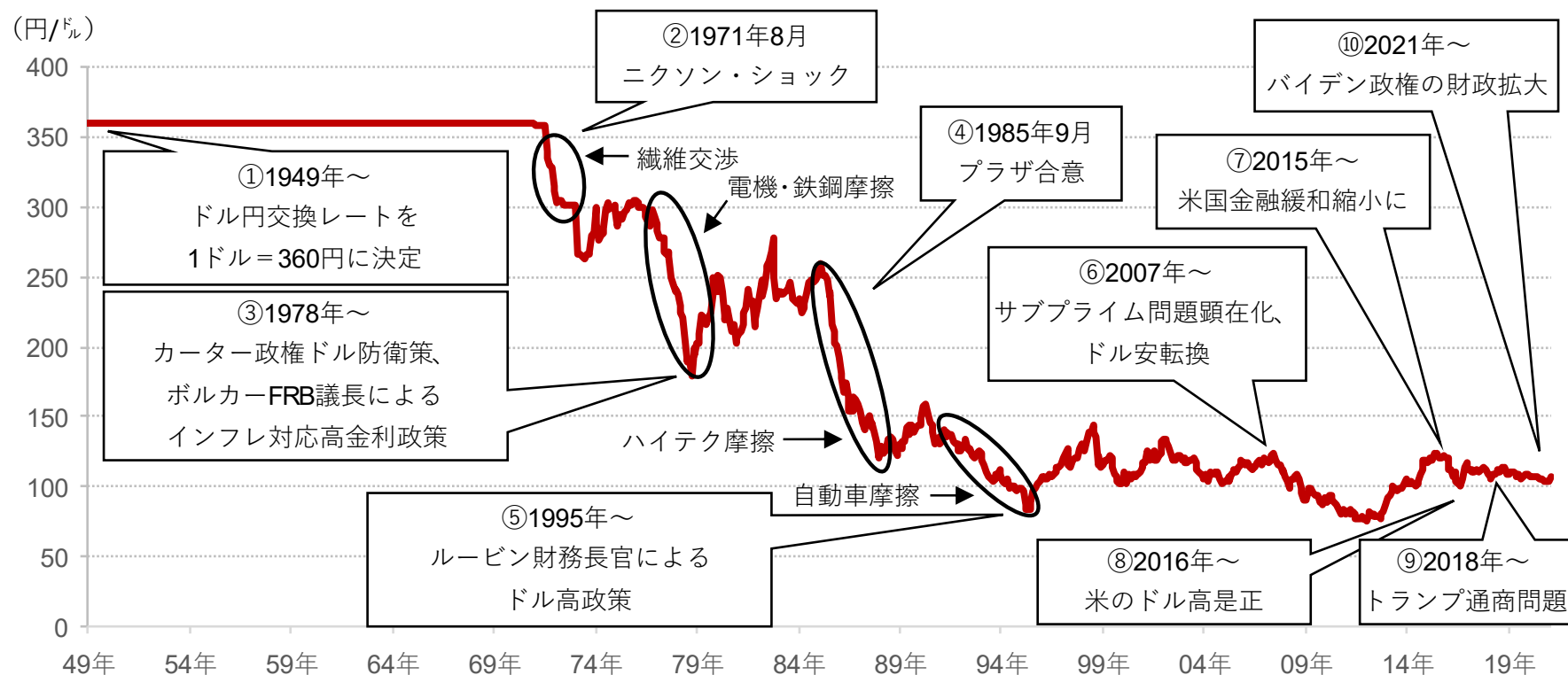


出所: Refinitiv 作成: 岡三証券 1970年年初~2021年3月(月末ベース)

# ドル円相場50年、米国の為替政策主導の円高潮流に節目も

- ❑ ドル円相場の長期トレンドは、米国経常赤字、日本経常黒字のファンダメンタルズで円高基調に
- ❑ ドル円相場は、米国の通貨政策により日本の脅威から円高圧力が繰り返される歴史に
- ❑ 日本の脅威喪失、バイデン政権下の財政重視への転換から円高圧力後退

## 戦後のドル円推移



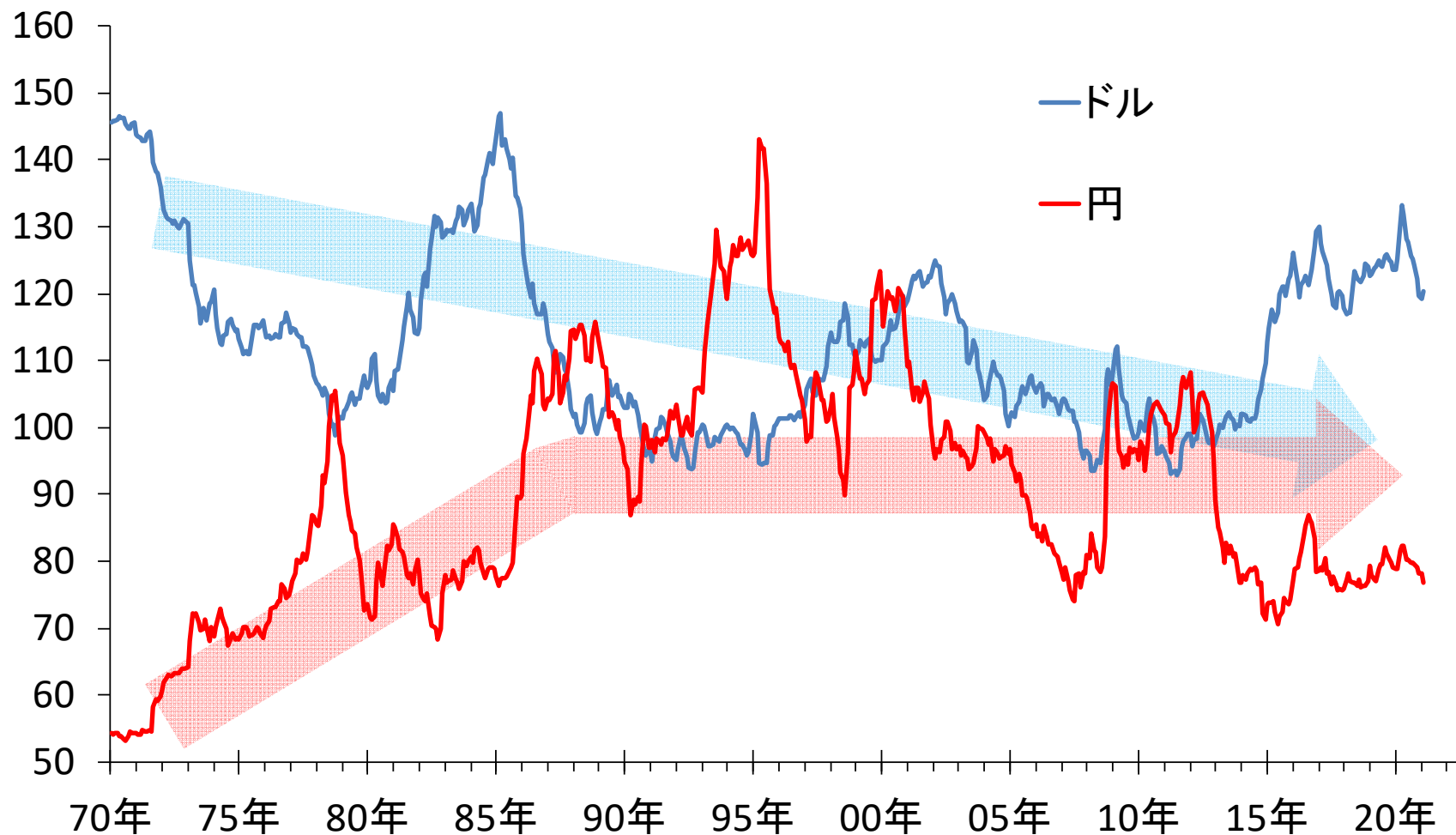
(作成) 岡三証券、月足、直近は21年3月

# (参考) ドル、円の実質実効為替レート

□ ドルは下落、円は上昇バイアス

## ドル、円の実質実効為替レート

(2010年基準)

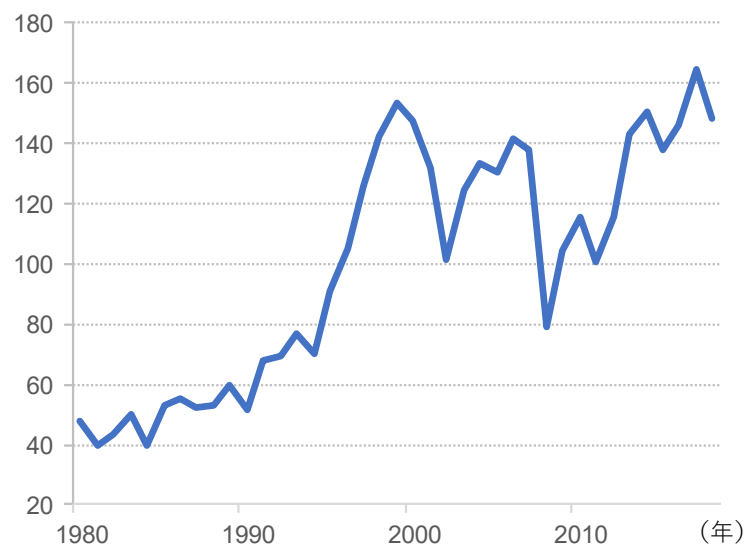


出所: BIS、Refinitiv 作成: 岡三証券 1970年1月~2021年2月(月次ベース)

# コロナ環境下、グローバル高圧経済で金融不均衡のなか分散の重要性

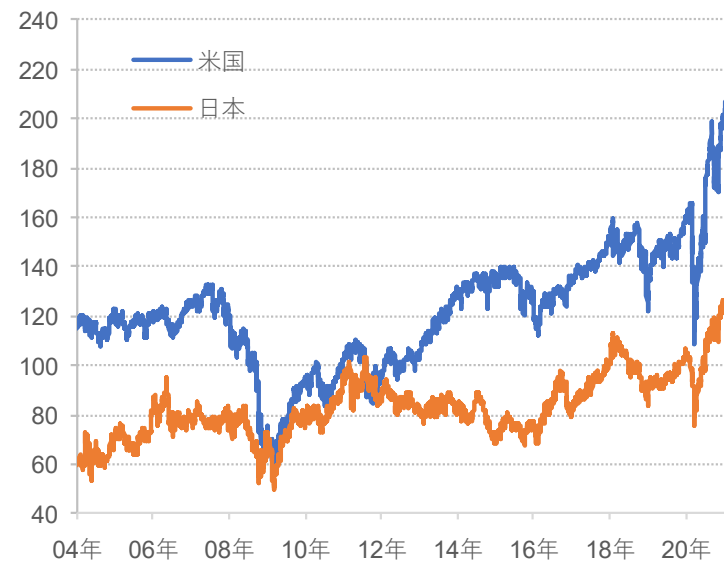
- 米国株式市場はバフェット指数（株式時価総額÷名目GDP×100）で見て割高水準に
- コロナショックに伴う、財政金融政策の拡張が一層の金融不均衡拡大の可能性も
- 日本においては割高さは限定
- 株式の変動も生じやすいなか、債券との分散の重要性
- 変動もそうていされるなか、長期投資の視点での対応の重要性も

## バフェット指数（米国、年次）



(出所) 国際取引所連合、IMF等のデータをもとに岡三証券作成  
※直近は2018年

## バフェット指数（米国・日本、日次）



※直近は4月16日

# マイナス金利「金利水没」、世界中の投資家の戦略は

- 人類史上初のマイナス金利「金利水没」、世界の投資家は運用難民としてリスクテイクを模索
- 金利水没では投資収益の基本である金利収入に依存ができず、多様な次元への対応に

## 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	-0.70	-0.76	-0.73	-0.63	-0.55	-0.50	-0.47	-0.38	-0.32	-0.26	-0.22	-0.18	-0.13	-0.09	-0.05	0.00	0.01	
ドイツ	-0.64	-0.70	-0.73	-0.70	-0.63	-0.59	-0.53	-0.46	-0.38	-0.30	-0.24	-0.18	-0.12	-0.06	0.00	-0.01	0.25	
オランダ	-0.67	-0.66	-0.68	-0.68	-0.63	-0.55	-0.48	-0.40	-0.32	-0.24	-0.21	-0.18	-0.15	-0.13	-0.10	0.16	0.23	
フィンランド	-0.66	-0.65	-0.65	-0.61	-0.53	-0.44	-0.34	-0.24	-0.17	-0.11	-0.05	0.01	0.08	0.14	0.20	0.30	0.51	
オーストリア	-0.64	-0.65	-0.62	-0.57	-0.49	-0.46	-0.37	-0.27	-0.16	-0.07	-0.02	0.03	0.08	0.13	0.18	0.37	0.54	0.62
フランス	-0.61	-0.66	-0.62	-0.56	-0.48	-0.39	-0.29	-0.19	-0.11	-0.04	0.03	0.10	0.17	0.24	0.31	0.46	0.82	
デンマーク	-0.52	-0.52	-0.53	-0.49	-0.46	-0.36	-0.26	-0.16	-0.08	0.00	0.02	0.04	0.06	0.08	0.10	0.20		
アイルランド	-0.53	-0.59	-0.56	-0.53	-0.45	-0.35	-0.27	-0.27	-0.10	0.07	0.12	0.16	0.20	0.24	0.28	0.37	0.76	
日本	-0.12	-0.12	-0.13	-0.11	-0.09	-0.06	-0.02	0.02	0.07	0.11	0.15	0.19	0.24	0.28	0.32	0.48	0.68	0.72
ポルトガル	-0.49	-0.60	-0.55	-0.46	-0.33	-0.23	-0.07	0.03	0.12	0.29	0.37	0.45	0.54	0.62	0.71	0.74	1.09	
スペイン	-0.50	-0.49	-0.41	-0.35	-0.23	-0.07	0.01	0.20	0.32	0.38	0.45	0.52	0.58	0.65	0.72	1.02	1.31	
スウェーデン	-0.20	-0.29	-0.20	-0.12	-0.03	0.04	0.12	0.20	0.27	0.35	0.39	0.44	0.47	0.50	0.53	0.69		
イタリア	-0.41	-0.34	-0.22	-0.01	0.06	0.31	0.39	0.54	0.70	0.74	0.84	0.94	1.04	1.14	1.24	1.31	1.75	
英国	0.00	0.05	0.16	0.24	0.36	0.49	0.57	0.72	0.81	0.78	0.84	0.90	0.98	1.06	1.13	1.27	1.31	1.20
豪州	0.04	0.09	0.13	0.41	0.67	0.92	1.18	1.35	1.54	1.69	1.70	1.82	1.90	1.99	2.07	2.45	2.65	
カナダ	0.15	0.25	0.34	0.56	0.96	0.96	0.96	1.14	1.32	1.50	1.52	1.54	1.56	1.58	1.60	1.70	1.92	
米国	0.06	0.16	0.34	0.60	0.87	1.10	1.33	1.44	1.55	1.67	1.72	1.78	1.83	1.89	1.94	2.22	2.34	
ノルウェー	0.30	0.50	0.70	0.86	1.02	1.10	1.19	1.27	1.36	1.44								
中国	2.50	2.87	2.87	2.96	3.06	3.13	3.20	3.20	3.21	3.22	3.24	3.27	3.30	3.32	3.62	3.72	3.74	
インド	3.99	4.62	4.90	5.55	5.58	6.07	6.22	6.35	6.24	6.02	6.55	6.63	6.67	6.58	6.73	6.75	6.77	6.74

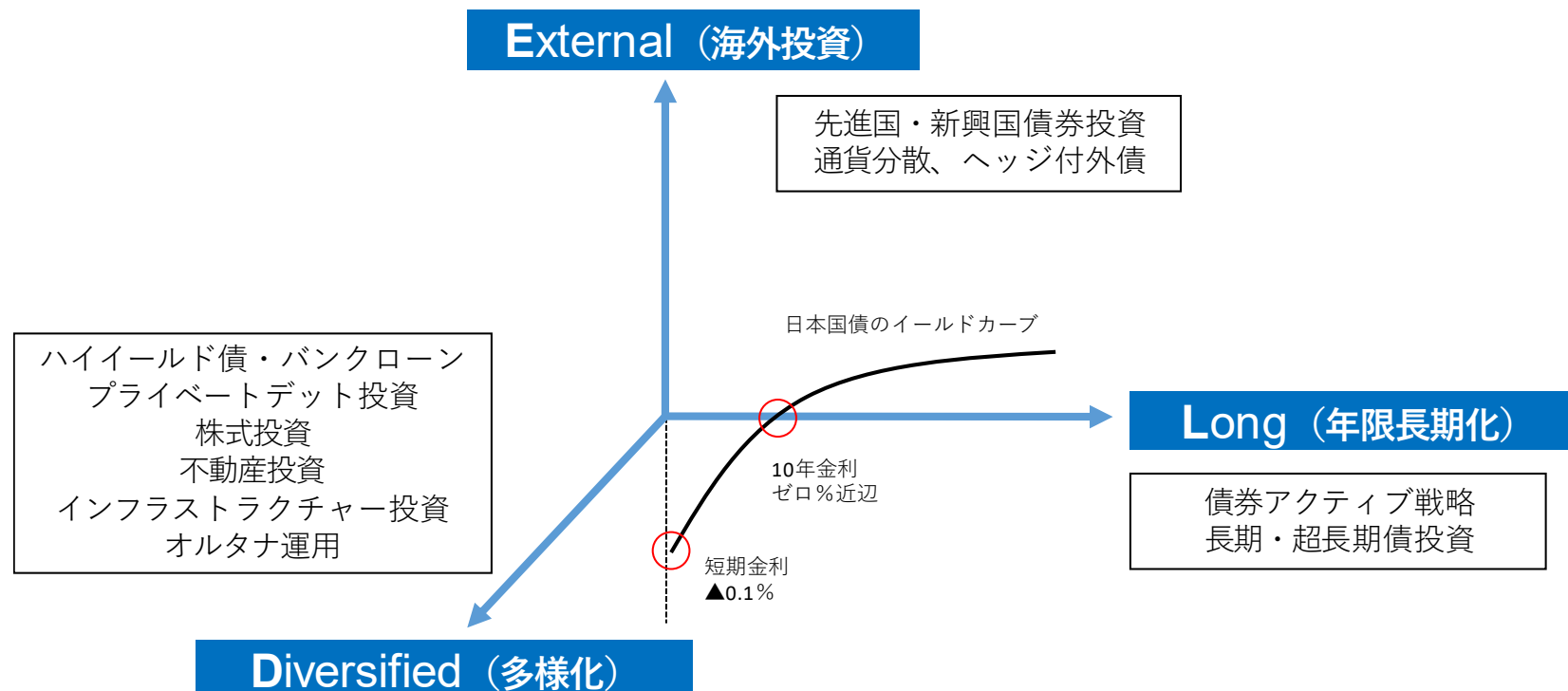
	0%未満
	0%以上0.5%未満
	0.5%以上1.0%未満
	1.0%超

※Refinitivデータより岡三証券作成  
 ※2021年4月9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

# 金利水没下での投資－「LED戦略」

- 金利が「水没」した状況で資産運用を行うには、「LED戦略」の選択肢でキャッシュフロー創出を
  - 「①長期（Long）、②海外（External）、③金利以外の多様なリスク（Diversified）」
  - 「L」:まだ生体反応が残る長期、超長期の分野にデュレーションを延長
  - 「E」:当該国の債券市場が「水没」、高い利回りが期待できる海外の市場を狙う
  - 「D」:金利以外の多様なリスクテイク（株・不動産、クレジット市場、オルタナ運用）

## LED戦略の方向性



(作成) 岡三証券



# 「LED戦略」、緊急避難的「CDB戦略」、withコロナで「修正LED戦略」も

- 平時には金利水没下の利回り確保で「LED戦略」
- 有事（ステイホーム）には、緊急避難的に「CDB戦略」でキャッシュ中心守りの対応
- コロナ後の新常态では、一定のキャッシュ水準、一定の国内比率確保、期待収益率を引き下げたリスク抑制的な、「修正LED戦略」を模索に

## LED戦略とCDB戦略と修正LED戦略

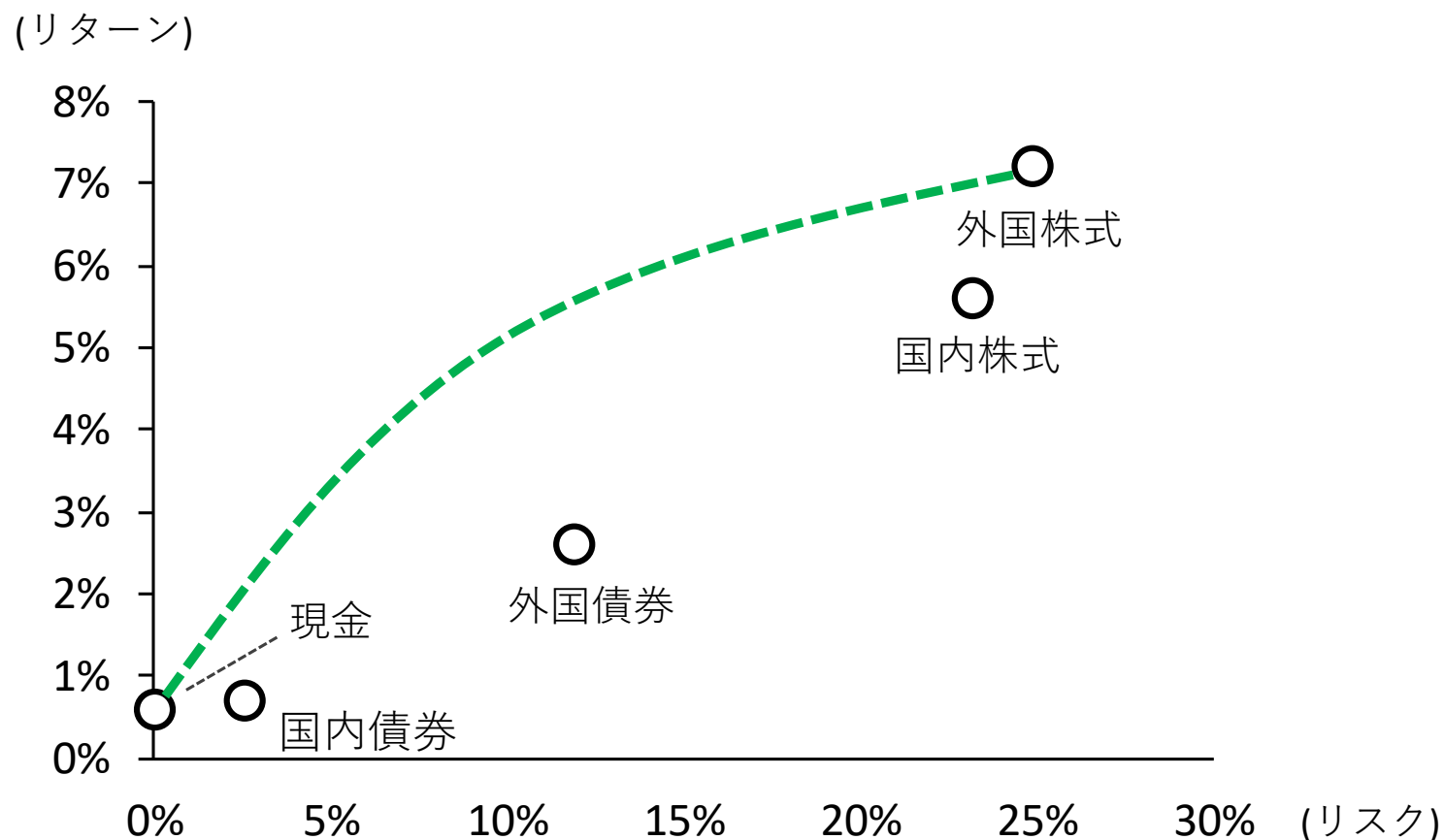
	LED戦略 平時の対応、 攻めの対応	CDB戦略 有事対応(ステイホーム)、 守りの対応	修正LED戦略 「Withコロナ」での 運用戦略
<b>L</b> ong – <b>C</b> ash	長期 Long	キャッシュ Cash	長期化へ回帰するも、 一定のCash水準を維持
<b>E</b> xternal – <b>D</b> omestic	海外 External、 グローバル化	自国回帰 Domestic、 ドメスティック回帰	海外に戻るも、 一定の国内比率維持
<b>D</b> iversified – <b>B</b> asic	多様化 Diversified、 株・不動産	基本 Basic、 債券（おコメ）回帰	期待水準の引き下げ、 リスク抑制的な多様化戦略

（作成）岡三証券

# 長期的視点で分散によるポートフォリオ効果実現に

- 内外資産、債券・株式の基本資産によるポートフォリオ効果を重視
- 伝統4資産、内外、株一債券による分散が資産運用の基本に
- 中長期的視点からアセットアロケーションを定めることが運用上の起点に

## 資産クラス別リスク・リターンの分布



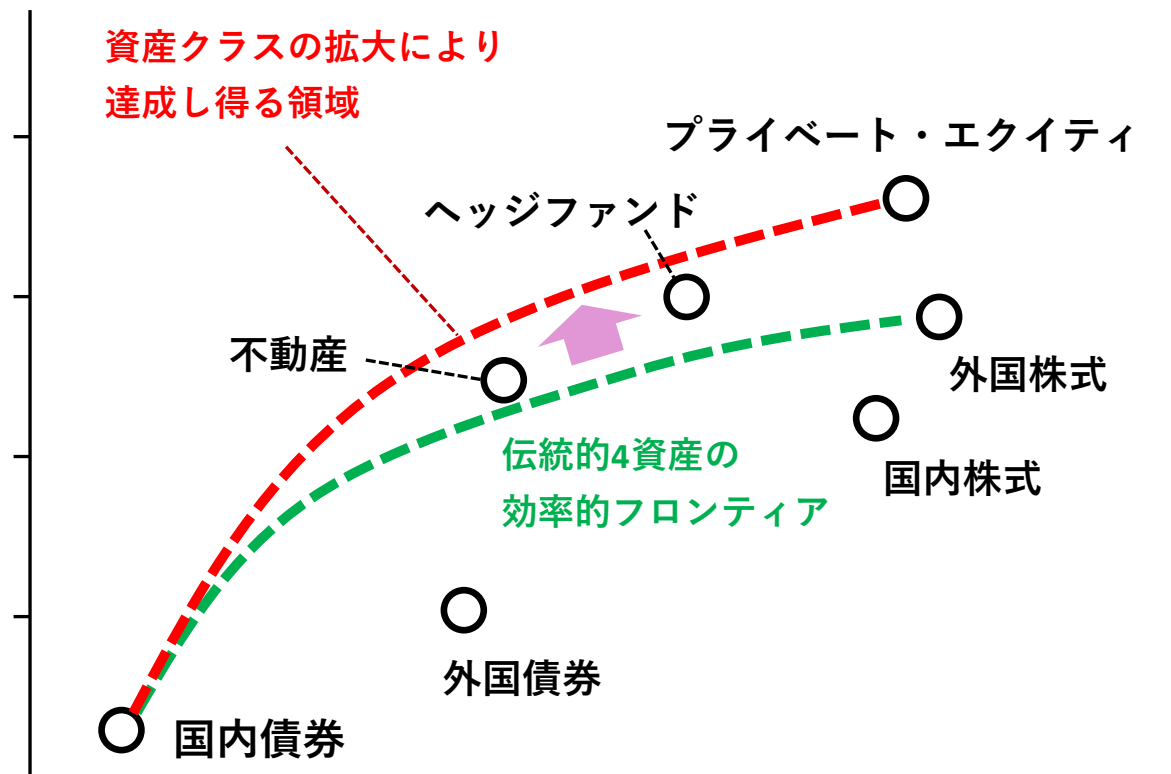
出所：年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）「基本ポートフォリオの変更について」、Refinitiv（作成）岡三証券

# 多様な資産によるフロンティア拡大も将来的な検討に

- 理論的にはオルタナ資産等、資産クラス拡大によるポートフォリオ効果で新たな効率的フロンティアに
- 一方、オルタナ資産等については、管理コストやロットの面での制約も存在するだけに、現実的な観点からの対応も

## 資産クラス拡大による効率的フロンティアの拡張イメージ

(リターン)



(作成) 岡三証券

(リスク)

# 多様な資産の模索によるポートフォリオに

- 運用対象商品はリスクとリターンの関係のなかで多様な選択肢をもつ
- 以下図表で右側ほど、高リスク・高リターンの組み合わせ
- 以下図表で右側に向かうに連れて、安定インカム重視から成長期待の大きいキャピタル重視に
- 以下図表で右側ほど、運用者の関与が大きく影響

## 資産別の特性

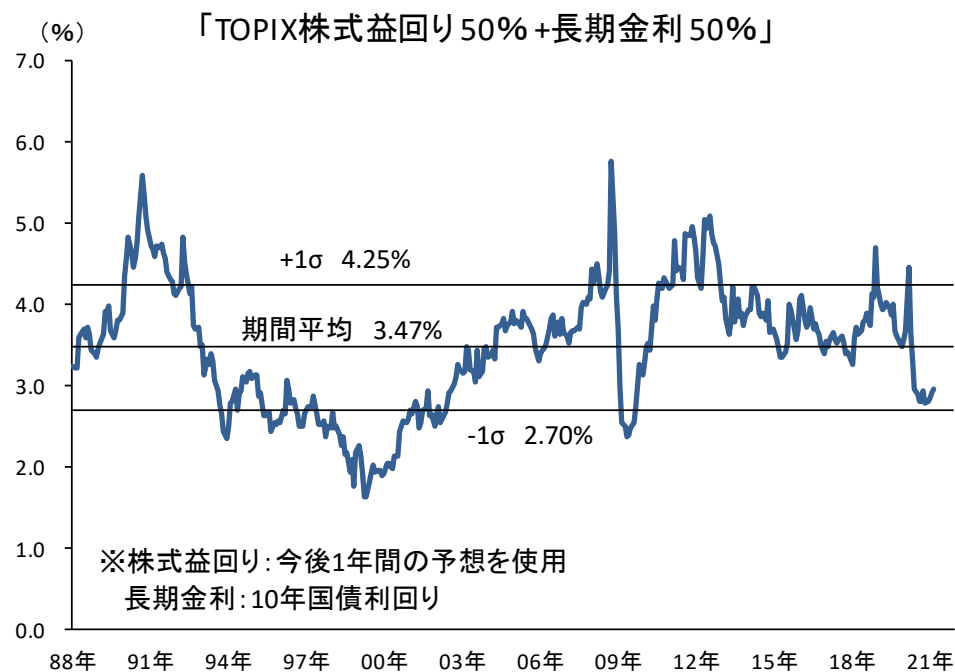
種別	リスク						
	国内債券	外国債券	不動産	ヘッジファンド	国内株式	外国株式	プライベート・エクイティ
主なリターン	インカム	インカム為替	インカム値上がり	インカム値上がり	インカム値上がり	インカム値上がり為替	IPO 事業譲渡などによる収入
主な変動要因	金利変動	金利変動為替変動	金利変動 価格変動 空室率など	投資対象 (金利、株式、 商品、為替等) の価格変動	株価変動 企業業績	株価変動 企業業績 為替変動	投資事業の 事業見通し
	期待リターン						
	低						高

(作成) 岡三証券

# GPIFが対応する債券・株式(50/50)ポートフォリオ

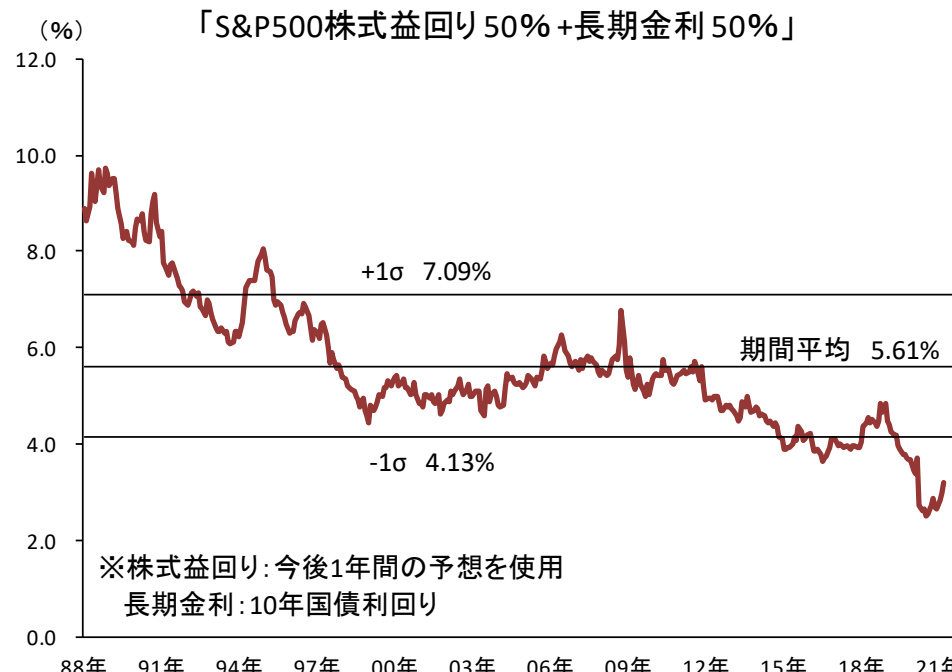
- GPIFが基本ポートフォリオとする債券・株式(50/50)での平均リターンは日本で3.47、米国で5.61
- 日本においては米国と比して期待利回りは低下に
- 株式組み入れを増やせば期待リターンは上昇するが、変動・リスクも拡大に
- 変動のバッファとなる資本制約のなかで着実な期待リターンを選択すべき状況に

## 日本の50/50ポートフォリオ



出所: Refinitiv 作成: 岡三証券 1988年年初~2021年3月(月末ベース)

## 米国の50/50ポートフォリオ



出所: Refinitiv 作成: 岡三証券 1988年年初~2021年3月(月末ベース)

## 日本における資産運用の論点

---

- バブル崩壊以降の資産運用に向かない「雪の時代」からの転換の兆し
- 資産運用カルチャーに重要な、①市場要因、②制度要因、③履歴要因
- 日本も縮小均衡を脱し運用によるリスクテイクの次元に向かう局面
- 1980年代以降の、金融政策全盛・グローバル化の潮流で生じた、円高傾向、金利低下傾向に転機の兆しも
- 日本もグローバルな観点から長期・分散での投資が期待できる状況に
  
- 現在のマイナス金利の「金利水没」下、リスクテイクはL E D戦略の3次元（長期、海外、多様性）
- With コロナ下「修正L E D戦略」でリスク抑制的対応を基本としつつ投資カルチャーの醸成に
- グローバルに金融不均衡もあるなか、長期的視野に立った債券と株式等の分散を基本としたポートフォリオ、国際分散投資の活用に
- リスクバッファ制約、財政投融資の資金性格を踏まえ、一定の流動性のある債券保有、一定の国内比率維持、日本での適正な期待リターンでの分散投資で着実なインカム確保、元本リスク保持に

## 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(<https://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はありますが、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、米国居住者に対しブ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、資格も有しておりません。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11月改訂)